

证券研究报告—动态报告
建筑工程
装修装饰
中装建设(002822)
买入

合理估值: 8.20-9.02 元 昨收盘: 6.96 元

(首次覆盖)

2019年07月17日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	600/306
总市值/流通(百万元)	4176/2130
上证综指/深圳成指	2938/9283
12个月最高/最低(元)	6.96/5.09

相关研究报告:

《国信证券-建筑行业2019年下半年投资策略: 否极泰来, 不确定环境下拥抱确定性》——
2019-06-20

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980518030001

联系人: 江剑

电话: 021-60933161
E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

2019年中报点评

Q2 业绩提速, 进军长三角深化全国布局

● 业绩超预期, 新签订单有望回暖

公司近期发布了2019年半年度业绩预告, 预计2019年上半年实现归母净利润11,357.23万元—12,979.70万元, 同比增长40%-60%。业绩超预期主要是由于上半年公司加大了市场开拓力度、进一步优化调整业务结构并强化对公司内部的降本增效管理。2019Q1公司新签订单12.4亿元, 同比下降26.89%, 我们认为一季度订单下滑受到季节性因素影响较大。由于上半年固定资产投资增速仍处于5.8%的历史低位, 下半年固定资产投资发挥托底作用对冲经济下行压力的预期增强, 我们预计公司未来新签订单有望回暖。

● Q2 业绩增长大幅提速

在上述业绩预测下, 公司18Q3、Q4、19Q1和Q2分别完成营收11.60亿、11.82亿、8.63亿、24.14亿, 同比增长36.38%、17.85%、8.19%、139.93%; 实现净利润0.52亿、0.34亿、0.32亿、0.90亿, 同比增长7.34%、-25.69%、4.99%、75.49%。二季度公司的业绩增长大幅提速。

● 全国布局稳步推进, 新设上海子公司有望受益长三角一体化

公司坚持“立足华南、面向全国”的战略方针, 目前业务范围已遍布全国20余省, 设有华东、华中、华南、华北、西南、西北等七大区域运营中心和近30家分支机构, 公司已充分具备跨区域经营能力, 上市至今每年非华南地区业务占比均超过50%。自年初以来, 长三角一体化建设屡获推进, 作为国家重要战略的长三角一体化进程正驶入快车道, 5月底公司在上海市临港地区设立全资子公司, 未来公司有望把握住长三角一体化的重大机遇, 为推动华东地区和国际业务提供强有力支持, 进一步扩大品牌影响力。

● 投资建议: 主业成长迅速, 首次覆盖给予“买入”评级

预计公司19-21年EPS为0.41/0.55/0.72元, 对应PE分别为17.2/12.6/9.7倍。采用相对估值法给予19年20-22倍PE, 对应合理估值区间8.20-9.02元, 相对当前股价有17.82%-29.60%的溢价空间, 首次覆盖给与“买入”评级。

● 风险提示

应收账款坏账, 固定资产投资放缓等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,173	4,146	5,150	6,351	7,776
(+/-%)	17.9%	30.7%	24.2%	23.3%	22.4%
净利润(百万元)	161	167	243.05	330.93	431.58
(+/-%)	2.9%	3.9%	45.5%	36.2%	30.4%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.28	0.41	0.55	0.72
EBIT Margin	9.6%	10.6%	9.4%	9.9%	10.0%
净资产收益率(ROE)	7.9%	7.7%	10.7%	13.8%	16.9%
市盈率 PE	26.0	25.0	17.2	12.6	9.7
EV/EBITDA	19.6	14.6	14.3	11.8	10.0
市净率(PB)	2.05	1.92	1.84	1.75	1.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

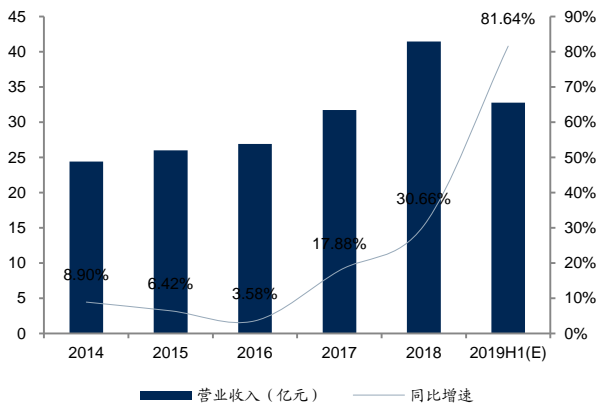
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2019H1 业绩超预期，Q2 增长大幅提速

公司近期发布了 2019 年半年度业绩预告，预计 2019 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 11,357.23 万元—12,979.70 万元，同比增长 40%-60%。

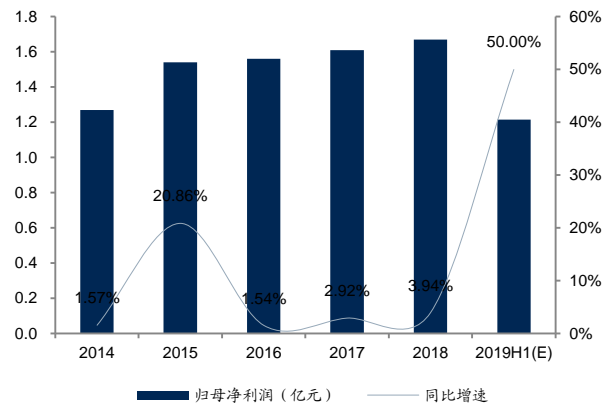
如果上半年实际归母净利润增长率取业绩预告的中位数 50%，同时假设盈利水平与一季度持平，那么公司上半年的营业收入将达到 32.77 亿元，同比大幅增长 81.64%。业绩超预期主要是由于上半年公司加大了市场开拓力度、进一步优化调整业务结构并强化对公司内部的降本增效管理。

图 1：公司 2019 年 H1 营收预计增长 81.64%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

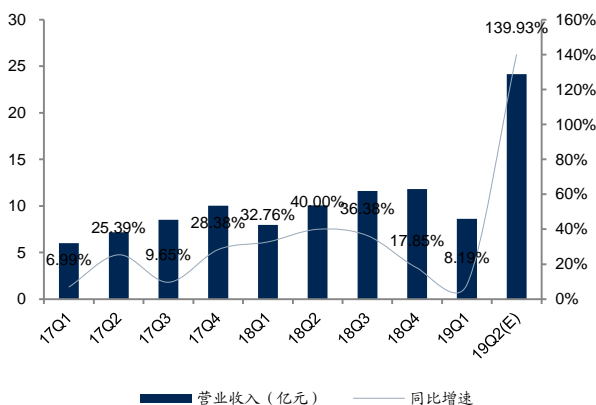
图 2：公司 2019 年 H1 归母净利润预计增长 50.00%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

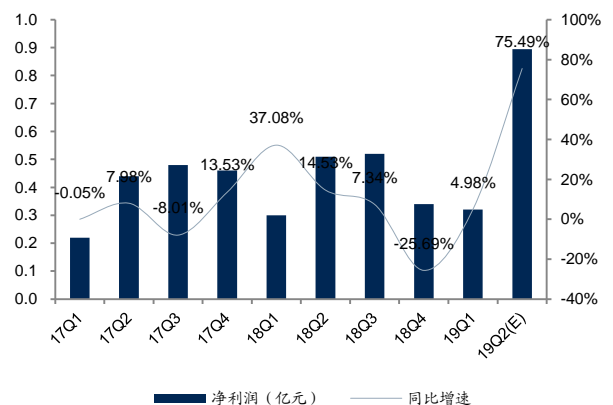
在上述业绩预测下，公司 2018Q3、Q4、19Q1 和 Q2 分别完成营收 11.60 亿、11.82 亿、8.63 亿、24.14 亿，同比增长 36.38%、17.85%、8.19%、139.93%；实现净利润 0.52 亿、0.34 亿、0.32 亿、0.90 亿，同比增长 7.34%、-25.69%、4.99%、75.49%。二季度公司的业绩增长大幅提速。

图 3：公司 Q2 营收增长提速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

图 4：公司 Q2 净利润增长提速

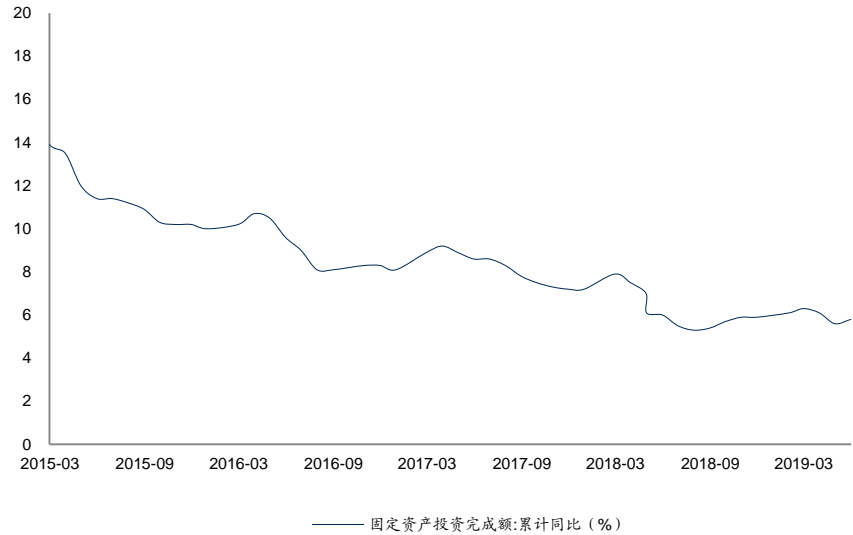


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

下半年固定资产投资托底预期增强，订单增速有望回升

2019 年上半年固定资产投资增速为 5.8%，环比提升 0.2pct。但纵向来看从 2015 年至今固定资产投资增速持续回落，当前仍处于低位。下半年经济继续下行的压力犹存，固定资产投资有望发挥托底作用。

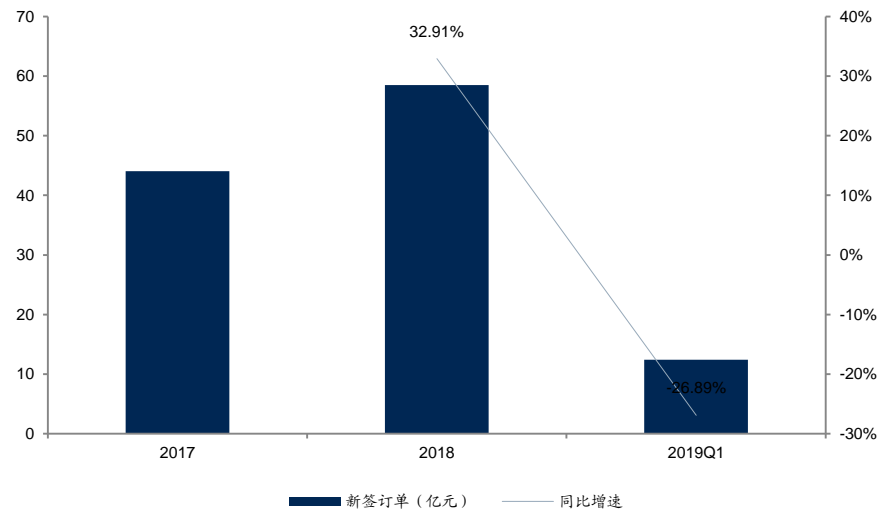
图 5: 2015 年至今固定资产投资增速持续回落，当前仍处于低位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2016 年上市至今公司的业务保持稳步发展，2018 年新签订单 58.52 亿，同比增长 32.91%，在手订单 74.82 亿，订单保障比 1.80 倍。2019Q1 新签订单 12.4 亿元，同比下降 26.89%，我们认为一季度订单增长受到季节性因素影响较大参考意义有限，在固定资产投资托底以及公司业务快速增长的预期下未来新签订单有望回暖。

图 6: 2019Q1 公司新签订单有所下滑，Q2 及下半年有望回暖



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

全国布局稳步推进，新设上海子公司有望受益长三角一体化

作为一家从广东深圳起家的民营企业，公司始终坚持“立足华南、面向全国”的战略方针，通过实施本地化人才策略，加大对全国各地市场拓展力度。目前业务范围已遍布全国 20 余省，总共有深圳、华东、华中、华南、华北、西南、西北七大区域运营中心和近 30 家分支机构，形成了稳定的品牌影响力，已充分具备跨区域经营能力。

图 7：公司的全国业务布局情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

今年 5 月底，为进一步贯彻落实公司在长三角区域和海外市场的战略布局，同时配合公司推动国际业务提供强有力支持，公司公告拟在上海市临港地区投资设立全资子公司“上海市中装建设有限公司”，注册资本 1 亿元。

表 1：公司新设上海子公司的基本情况

类别	内容
公司名称	上海市中装建设有限公司
注册资本	人民币 10,000 万元
股权结构	公司 100% 持股
注册地址	中国上海浦东新区临港地区
经营范围	建筑科技领域内的技术开发、技术咨询、技术转让；云计算、物联网、智能网络、大数据的技术研发；建筑材料、建筑装饰材料、建筑声学光学材料、五金制品、木材制品等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在 7 月初举行的国新办新闻发布会上，上海市委副书记、市长应勇指出上海将紧扣“一体化”“高质量”这两大关键词，紧抓三个重点区域建设：第一个是长三角生态绿色一体化发展示范区，即在江苏苏州吴江、浙江嘉善和上海青浦，建设生态绿色一体化发展示范区；第二个是上海自贸试验区新片区；第三个是

虹桥商务区，打造虹桥国际开放枢纽，打造国际化的中央商务区和国际贸易中心的新平台。

自年初来，长三角一体化建设屡获推进，作为国家重要战略的长三角一体化进程正驶入快车道。通过在上海设立子公司，未来公司有望把握住长三角一体化的重大机遇，进一步扩大业务规模，提高盈利能力，提升公司品牌影响力和核心竞争力。

盈利预测与估值

我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设：

- (1) 传统的核心业务装饰工程市场份额稳定，收入和订单均保持 20%-25% 的稳健增长；
- (2) 新签订单均能顺利落地，应收账款坏账控制在历史平均水平；
- (3) 设计、园林等其他业务的增速和毛利率趋于稳定；

表 2：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
装饰工程施工					
收入	30.36	39.51	49.39	61.24	75.33
增长率	19.55%	30.14%	25.00%	24.00%	23.00%
毛利率	14.34%	14.35%	13.80%	14.00%	14.00%
设计					
收入	0.51	0.60	0.66	0.73	0.82
增长率	-36.20%	16.74%	10.00%	11.00%	12.00%
毛利率	27.25%	26.67%	26.00%	27.00%	27.00%
园林					
收入	0.86	1.35	1.46	1.55	1.62
增长率	19.34%	57.70%	8.00%	6.00%	5.00%
毛利率	17.94%	16.30%	14.00%	15.00%	15.00%
合计					
收入	31.73	41.46	51.51	63.52	77.77
增长率	17.88%	30.67%	24.23%	23.32%	22.44%
毛利率	14.65%	14.59%	13.96%	14.17%	14.16%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

中装建设的同业可比公司主要是金螳螂等装饰龙头。根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据，同行业可比公司最新一期平均总收入规模达到 94.83 亿，中装建设总收入为 41.46 亿，小于可比公司平均水平；可比公司 2019 年平均业绩预计增长率为 34.19%，我们预测中装建设的业绩增长率为 45.50%，高于

可比公司平均水平；可比公司 2019 年估值均值为 14.14 倍，我们预测公司对应的估值为 17.20 倍，高于行业估值中枢水平。

表 3: 行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	总收入 (亿元)	2019 年业绩 预计增长率	EPS	PE	投资评级
						2019E	2019E	
002081.SZ	金螳螂	10.56	282.63	250.89	21.8%	0.97	10.89	买入
002482.SZ	广田集团	5.12	78.71	143.98	61.5%	0.37	13.84	买入
002375.SZ	亚厦股份	5.53	74.10	91.99	21.97%	0.34	16.26	无评级
603466.SH	风语筑	15.41	44.99	17.08	23.44%	0.89	17.31	无评级
002713.SZ	东易日盛	9.26	38.91	42.03	25.86%	0.76	12.18	无评级
002811.SZ	亚泰国际	14.79	26.62	23.01	50.56%	0.96	15.41	无评级
	平均	10.11	90.99	94.83	34.19%	0.72	14.14	--
002822.SZ	中装建设	6.96	41.76	41.46	45.50%	0.41	17.20	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除金螳螂、广田集团和中装建设外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.43/3.31/4.32 亿元，分别同比增长 45.5%/36.2%/30.4%，对应的 EPS 为 0.41/0.55/0.72 元，PE 分别为 17.2/12.6/9.7 倍。考虑到公司主营业务的快速增长，我们采用相对估值法给与公司 2019 年市盈率合理估值为 20-22 倍，对应合理估值为 8.20-9.02 元，给与“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1086	1220	1220	1220	营业收入	4146	5150	6351	7776
应收款项	2910	3666	4176	4687	营业成本	3541	4431	5451	6675
存货净额	189	195	209	220	营业税金及附加	27	33	41	50
其他流动资产	29	26	32	39	销售费用	39	57	67	78
流动资产合计	4215	5107	5637	6165	管理费用	99	143	163	193
固定资产	166	164	164	156	财务费用	72	49	64	66
无形资产及其他	266	255	245	234	投资收益	13	6	6	6
投资性房地产	32	32	32	32	资产减值及公允价值变动	(119)	(82)	(82)	(82)
长期股权投资	63	84	105	126	其他收入	(9)	0	0	0
资产总计	4742	5642	6182	6713	营业利润	252	361	490	638
短期借款及交易性金融负债	1320	1920	2025	2019	营业外净收支	(7)	(4)	(4)	(4)
应付款项	754	940	1156	1416	利润总额	245	357	486	634
其他流动负债	391	412	506	619	所得税费用	80	117	159	208
流动负债合计	2464	3272	3687	4055	少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	100	100	100	100	归属于母公司净利润	167	243	331	432
其他长期负债	8	9	10	12					
长期负债合计	107	108	110	111	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2571	3380	3797	4166	净利润	167	243	331	432
少数股东权益	(2)	(3)	(4)	(6)	资产减值准备	56	(4)	(13)	(11)
股东权益	2172	2264	2390	2553	折旧摊销	23	41	48	54
负债和股东权益总计	4742	5642	6182	6713	公允价值变动损失	119	82	82	82
					财务费用	72	49	64	66
关键财务与估值指标					营运资本变动	(413)	(554)	(231)	(165)
每股收益	0.28	0.41	0.55	0.72	其它	(57)	3	11	9
每股红利	0.17	0.25	0.34	0.45	经营活动现金流	(105)	(189)	228	401
每股净资产	3.62	3.77	3.98	4.25	资本开支	45	(106)	(106)	(106)
ROIC	9%	9%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	11%	14%	17%	投资活动现金流	32	(127)	(127)	(127)
毛利率	15%	14%	14%	14%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	11%	9%	10%	10%	负债净变化	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(104)	(151)	(206)	(268)
收入增长	31%	24%	23%	22%	其它融资现金流	87	600	105	(6)
净利润增长率	4%	45%	36%	30%	融资活动现金流	(121)	449	(101)	(274)
资产负债率	54%	60%	61%	62%	现金净变动	(194)	133	0	0
息率	2.5%	3.6%	4.9%	6.4%	货币资金的期初余额	1280	1086	1220	1220
P/E	25.0	17.2	12.6	9.7	货币资金的期末余额	1086	1220	1220	1220
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	(50)	(291)	134	308
EV/EBITDA	14.6	14.3	11.8	10.0	权益自由现金流	36	275	196	258

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032