

中装建设 (002822)

提前卡位行业区块链应用，主业业绩持续提速

区块链发展是大势所趋，公司提前卡位行业领先

中共中央政治局 10 月 24 日下午就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，“区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用。我们要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。”“要推动区块链和实体经济深度融合，解决中小企业贷款融资难、银行风控难、部门监管难等问题。”

公司 8 月与知名区块链技术公司玳鸽信息签订《关于共同设立区块链金融平台的协议》，决定共同设立建筑装饰业区块链技术金融信息服务平台。玳鸽信息目前在汽车金融领域有着较多的研究和产品，在汽车金融资产融资中解决了金融资产确权、尽调及贷后风控及相关融资方案的问题。装饰行业部分情况和汽车行业类似，新设的区块链平台有望整合企业盈利情况、逾期率、坏账率等信息，基于区块链技术分布式记账和不可篡改性方式增强财务及业务数据真实性，帮助公司有效解决上下游的现金兑付压力，减少资金占用，降低资金成本。

三季度业绩持续提速，未来仍存提速可能

公司日前发布 2019 年前三季度业绩预告，公司预计前三季度归母净利润同比增长 65%-85%，预计第三季度比上年同期增长 65%-85%。公司上半年业绩增速 40%，三季度持续提速，增速幅度超出我们的预期。由于公司目前的所得税率为 25%，若公司今年成功成为高新技术企业获得 15% 的优惠税率，我们认为公司的净利润增速还有进一步提升的可能。在目前装饰企业业绩普遍减速的背景下，公司通过加强存量订单快速结转、逆势扩张增加新签订单维持高速增长，实属难能可贵。

物业领域再下一城，未来预计持续深耕整合

公司近期公告拟以现金和股份支付的形式收购 13 名自然人持有的嘉泽特 100% 股权（间接持有科技园物业 51.63% 股权）。公司在 2017 年时已参股赛格物业 25% 股权，此次物业领域再下一城，预计强强联合将产生较好的协同效应。公司已将物业作为公司未来发展的重要拼图，不排除未来在物业方面的持续深耕和整合。

投资建议

公司在区块链领域提前卡位，决策层有一定预见性，预计在目前的大势下会持续投入研发，开发出适合装饰领域的区块链产品。公司装饰主业持续高速增长，我们上调公司 2019-2021EPS 至 0.44、0.55、0.66 元/股（原 2019-2021 年预测为 0.39、0.51、0.63 元/股），上调目标价至 12.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：区块链业务进展低于预期，物业领域整合低于预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,173.00	4,145.70	5,985.37	7,451.75	8,923.03
增长率(%)	17.88	30.66	44.38	24.50	19.74
EBITDA(百万元)	261.70	357.29	449.91	569.00	673.77
净利润(百万元)	160.75	167.09	266.85	334.59	402.71
增长率(%)	2.92	3.94	59.70	25.39	20.36
EPS(元/股)	0.27	0.28	0.44	0.55	0.66
市盈率(P/E)	32.27	31.05	19.44	15.50	12.88
市净率(P/B)	2.55	2.39	2.14	1.91	1.68
市销率(P/S)	1.63	1.25	0.87	0.70	0.58
EV/EBITDA	17.17	9.54	14.62	12.31	11.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.56 元
目标价格	12.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	606.00
流通 A 股股本(百万股)	306.06
A 股总市值(百万元)	5,187.36
流通 A 股市值(百万元)	2,619.87
每股净资产(元)	3.78
资产负债率(%)	58.50
一年内最高/最低(元)	9.15/5.00

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中装建设-公司点评:物管领域再下一城，强强联合协同效应有望凸显》 2019-10-14
- 《中装建设-首次覆盖报告:区块链技术有望赋能未来发展，传统工装龙头迈向“科技化”第一步》 2019-09-24
- 《中装建设-首次覆盖报告:装饰主业固本强基，期待园林、新材料等业务开拓》 2017-04-21



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,280.19	1,086.45	478.83	596.14	713.84	营业收入	3,173.00	4,145.70	5,985.37	7,451.75	8,923.03
应收票据及应收账款	2,350.76	2,836.85	4,811.13	5,061.55	7,148.42	营业成本	2,708.23	3,541.34	5,051.87	6,290.16	7,532.27
预付账款	15.82	29.20	37.23	48.53	57.54	营业税金及附加	31.14	26.83	48.74	54.45	68.93
存货	123.98	189.24	272.96	323.75	414.24	营业费用	32.51	39.30	61.33	74.45	88.39
其他	68.63	73.41	138.66	134.97	203.44	管理费用	96.66	99.02	161.61	201.20	240.92
流动资产合计	3,839.38	4,215.15	5,738.81	6,164.94	8,537.49	研发费用	9.80	11.95	161.61	208.65	249.84
长期股权投资	50.38	63.04	63.04	63.04	63.04	财务费用	43.17	72.04	87.02	117.99	134.68
固定资产	160.64	153.55	173.20	210.73	245.97	资产减值损失	62.65	118.70	81.75	87.75	105.30
在建工程	0.76	12.85	43.71	74.23	74.54	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	73.84	266.13	250.01	233.88	217.76	投资净收益	3.99	13.45	5.81	5.81	5.81
其他	4.96	31.58	12.54	15.87	19.40	其他	(20.78)	(29.41)	(11.62)	(11.62)	(11.62)
非流动资产合计	290.57	527.15	542.50	597.74	620.70	营业利润	205.64	252.47	337.27	422.92	508.51
资产总计	4,129.95	4,742.30	6,281.31	6,762.68	9,158.19	营业外收入	0.57	0.17	1.58	0.78	0.84
短期借款	970.00	1,310.00	1,707.69	2,174.97	3,114.51	营业外支出	3.93	7.15	5.29	5.46	5.97
应付票据及应付账款	750.47	753.51	1,632.09	1,228.76	2,084.58	利润总额	202.28	245.49	333.56	418.24	503.39
其他	270.23	400.81	348.56	386.93	433.61	所得税	42.06	80.41	66.71	83.65	100.68
流动负债合计	1,990.70	2,464.32	3,688.34	3,790.66	5,632.70	净利润	160.22	165.08	266.85	334.59	402.71
长期借款	100.00	99.50	170.34	249.25	440.57	少数股东损益	(0.53)	(2.01)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	160.75	167.09	266.85	334.59	402.71
其他	4.34	7.55	5.51	5.80	6.28	每股收益(元)	0.27	0.28	0.44	0.55	0.66
非流动负债合计	104.34	107.05	175.84	255.05	446.86						
负债合计	2,095.04	2,571.37	3,864.18	4,045.71	6,079.56	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	(0.48)	(1.52)	(1.52)	(1.52)	(1.52)	成长能力					
股本	600.00	600.00	606.00	606.00	606.00	营业收入	17.88%	30.66%	44.38%	24.50%	19.74%
资本公积	660.66	660.66	660.66	660.66	660.66	营业利润	4.08%	22.77%	33.59%	25.39%	20.24%
留存收益	1,435.39	1,572.48	1,812.65	2,112.49	2,474.15	归属于母公司净利润	2.92%	3.94%	59.70%	25.39%	20.36%
其他	(660.66)	(660.69)	(660.66)	(660.66)	(660.66)	获利能力					
股东权益合计	2,034.91	2,170.93	2,417.13	2,716.97	3,078.63	毛利率	14.65%	14.58%	15.60%	15.59%	15.59%
负债和股东权益总	4,129.95	4,742.30	6,281.31	6,762.68	9,158.19	净利率	5.07%	4.03%	4.46%	4.49%	4.51%
						ROE	7.90%	7.69%	11.03%	12.31%	13.07%
						ROIC	15.05%	11.99%	13.73%	11.37%	11.35%
						偿债能力					
						资产负债率	50.73%	54.22%	61.52%	59.82%	66.38%
						净负债率	-10.33%	15.34%	58.02%	67.45%	92.48%
						流动比率	1.93	1.71	1.56	1.63	1.52
						速动比率	1.87	1.63	1.48	1.54	1.44
						营运能力					
						应收账款周转率	1.54	1.60	1.57	1.51	1.46
						存货周转率	31.64	26.47	25.90	24.98	24.18
						总资产周转率	0.85	0.93	1.09	1.14	1.12
						每股指标(元)					
						每股收益	0.27	0.28	0.44	0.55	0.66
						每股经营现金流	-0.29	-0.41	-1.50	-0.34	-1.31
						每股净资产	3.36	3.58	3.99	4.49	5.08
						估值比率					
						市盈率	32.27	31.05	19.44	15.50	12.88
						市净率	2.55	2.39	2.14	1.91	1.68
						EV/EBITDA	17.17	9.54	14.62	12.31	11.89
						EV/EBIT	18.29	10.21	15.50	12.95	12.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com