天风证券 TF SECURITIES

中装建设（002822）

证券研究报告
2020 年 02 月 06 日

涉足 IDC 领域为区块链提供云数据处理，单季订单快速增长

公司与IDC服务公司安讯集团签订投资框架协议，拟以5400万元对其增资，增资后公司占安讯集团30%股权。同时公司公布了第四季度经营情况简报。点评如下：

涉足 IDC 领域是区块链发展的重要延伸，未来不排除在云存储方面的合作

安讯集团是专注于数据中心建设、云视频办公、云计算与大数据、数据中心运营与网络安全解决方案的公司，拥有香港地区电讯业务运营商牌照。安讯集团已为国内多个政府部门、金融机构、企业单位客户提供了 IDC 服务。公司通过增资入股安讯集团，一方面是区块链的重要延伸，IDC 是区块链项目的配套基础设施，为公司区块链平台运营提供云数据处理；另一方面，考虑到近期疫情原因云办公、云视频的需求量激增，一些头部云平台都出现了拥挤现象，公司通过此举切入云存储领域，考虑到公司首席技术官具有腾讯任职背景，不排除未来在云存储领域可能的合作。

四季度单季订单大幅增长，去年全年新签订单增速由负转正

公司 19 年第四季度新签订单 20.8 亿元，单季度同比增加 98.5%；19 年全年新签订单 67.61 亿元，同比增长 15.5%，较前三季度累计增速-2.6%大幅提升。四季度单季大幅增长一方面是正常的季度波动，全年来看增速较为稳健，另一方面也和公司借助资金优势逆势扩大市场份额的经营策略有关，这一增速在去年整个装饰行业订单普遍下滑的背景下难能可贵。公司截至年底的在手订单 82.1 亿，与 19 年前三季度变化不大。

与农行签订合作协议，区块链迈出商业变现第一步

年初公司与农行的 60 亿意向性信用额度的合作协议，是公司与玳鸽信息签订协议共同设立装饰区块链技术平台后开启商业模式变现的重要一步。首先，该合作协议在装饰行业罕见，能够提高公司在行业中整体议价能力，吸引众多合作商甚至是有资金需求的装饰企业上链。其次，在有效解决上下游现金兑付压力的同时，预计公司可通过供应链贷款收取一定手续费及担保费用，装饰行业区块链业务商业模式有望变现。考虑到该意向信用额度也可以对公司自身使用，而目前装饰行业普遍面临银行降低授信额度的风险，此协议为行业解决融资问题提供了很好的思路，行业成长空间可能再次打开。

投资建议

公司在科技领域持续大力拓展体现了公司不断通过科技赋能传统行业的决心。快速增长的订单和业绩有望提供一个较好的估值边际，向科技、物业领域的拓展有望带来向上的估值弹性。我们维持公司 2019-2021 年 0.39、0.49、0.59 元/股的 EPS 不变。维持 12.5 元的目标价，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响整个行业复工、投资框架协议尚未正式签署

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	4,977.78	6,194.55	7,415.86
增长率(%)	17.88	30.66	20.07	24.44	19.72
EBITDA(百万元)	261.70	357.29	433.60	543.73	639.20
净利润(百万元)	160.75	167.09	264.33	336.51	405.86
增长率(%)	2.92	3.94	58.19	27.31	20.61
EPS(元/股)	0.24	0.24	0.39	0.49	0.59
市盈率(P/E)	42.93	41.30	26.11	20.51	17.00
市净率(P/B)	3.39	3.18	2.77	2.46	2.17
市销率(P/S)	2.18	1.66	1.39	1.11	0.93
EV/EBITDA	17.17	9.54	16.54	13.46	10.86

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	10.1 元
目标价格	12.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	683.32
流通 A 股股本(百万股)	622.56
A 股总市值(百万元)	6,901.50
流通 A 股市值(百万元)	6,287.86
每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	57.58
一年内最高/最低(元)	12.00/5.15

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

1 《中装建设-公司点评:与农行签订合作协议，区块链迈出商业变现第一步》2020-01-08
2 《中装建设-公司点评:提前卡位行业区块链应用，主业业绩持续提速》2019-10-27
3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,280.19	1,086.45	398.22	495.56	593.27
应收票据及应收账款	2,350.76	2,836.85	3,523.65	4,047.47	4,604.37
预付账款	15.82	29.20	24.98	44.32	40.62
存货	123.98	189.24	187.73	294.45	296.52
其他	68.63	73.41	101.46	122.09	151.90
流动资产合计	**3,839.38**	**4,215.15**	**4,236.04**	**5,003.89**	**5,686.69**
长期股权投资	50.38	63.04	63.04	63.04	63.04
固定资产	160.64	153.55	173.20	210.73	245.97
在建工程	0.76	12.85	43.71	74.23	74.54
无形资产	73.84	266.13	250.01	233.88	217.76
其他	4.96	31.58	12.54	15.87	19.40
非流动资产合计	**290.57**	**527.15**	**542.50**	**597.74**	**620.70**
资产总计	**4,129.95**	**4,742.30**	**4,778.54**	**5,601.63**	**6,307.39**
短期借款	970.00	1,310.00	582.33	801.26	550.55
应付票据及应付账款	750.47	753.51	1,209.25	1,348.23	1,851.09
其他	270.23	400.81	391.28	520.54	622.25
流动负债合计	**1,990.70**	**2,464.32**	**2,182.86**	**2,670.03**	**3,023.89**
长期借款	100.00	99.50	98.00	124.03	98.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.34	7.55	5.51	5.80	6.28
非流动负债合计	**104.34**	**107.05**	**103.51**	**129.83**	**104.28**
负债合计	**2,095.04**	**2,571.37**	**2,286.37**	**2,799.86**	**3,128.17**
少数股东权益	(0.48)	(1.52)	(1.52)	(1.52)	(1.52)
股本	600.00	600.00	683.32	683.32	683.32
资本公积	660.66	660.66	660.66	660.66	660.66
留存收益	1,435.39	1,572.48	1,810.38	2,119.97	2,497.42
其他	(660.66)	(660.69)	(660.66)	(660.66)	(660.66)
股东权益合计	**2,034.91**	**2,170.93**	**2,492.18**	**2,801.77**	**3,179.22**
负债和股东权益总	**4,129.95**	**4,742.30**	**4,778.54**	**5,601.63**	**6,307.39**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3,173.00**	**4,145.70**	**4,977.78**	**6,194.55**	**7,415.86**
营业成本	2,708.23	3,541.34	4,156.45	5,172.45	6,192.24
营业税金及附加	31.14	26.83	32.36	40.18	48.15
营业费用	32.51	39.30	45.80	56.99	68.23
管理费用	96.66	99.02	118.97	148.05	177.24
研发费用	9.80	11.95	139.38	179.64	222.48
财务费用	43.17	72.04	72.16	88.98	93.94
资产减值损失	62.65	118.70	81.75	86.50	103.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.99	13.45	4.90	4.90	4.90
其他	(20.78)	(29.41)	(9.80)	(9.80)	(9.80)
营业利润	**205.64**	**252.47**	**335.83**	**426.66**	**514.68**
营业外收入	0.57	0.17	1.58	0.78	0.84
营业外支出	3.93	7.15	7.00	6.80	8.20
利润总额	**202.28**	**245.49**	**330.41**	**420.64**	**507.33**
所得税	42.06	80.41	66.08	84.13	101.47
净利润	**160.22**	**165.08**	**264.33**	**336.51**	**405.86**
少数股东损益	(0.53)	(2.01)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**160.75**	**167.09**	**264.33**	**336.51**	**405.86**
每股收益（元）	0.24	0.24	0.39	0.49	0.59

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	160.22	165.08	264.33	336.51	405.86
折旧摊销	17.60	25.41	25.61	28.09	30.57
财务费用	51.38	74.70	72.16	88.98	93.94
投资损失	(3.99)	(13.45)	(4.90)	(4.90)	(4.90)
营运资金变动	(399.09)	(547.73)	(239.24)	(406.41)	14.94
其它	(4.42)	50.48	(0.00)	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	**(178.30)**	**(245.51)**	**117.96**	**42.27**	**540.42**
资本支出	124.30	230.10	62.04	79.71	49.51
长期投资	50.38	12.66	0.00	0.00	0.00
其他	(290.75)	(490.45)	(117.14)	(154.81)	(94.61)
投资活动现金流	**(116.08)**	**(247.69)**	**(55.10)**	**(75.10)**	**(45.10)**
债权融资	1,070.00	1,419.50	683.66	929.73	654.47
股权融资	(43.13)	(72.07)	11.19	(88.98)	(93.94)
其他	(744.32)	(1,101.70)	(1,445.93)	(710.58)	(958.15)
筹资活动现金流	**282.55**	**245.74**	**(751.08)**	**130.17**	**(397.61)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(11.83)**	**(247.46)**	**(688.22)**	**97.34**	**97.71**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	17.88%	30.66%	20.07%	24.44%	19.72%
营业利润	4.08%	22.77%	33.02%	27.05%	20.63%
归属于母公司净利润	2.92%	3.94%	58.19%	27.31%	20.61%
获利能力					
毛利率	14.65%	14.58%	16.50%	16.50%	16.50%
净利率	5.07%	4.03%	5.31%	5.43%	5.47%
ROE	7.90%	7.69%	10.60%	12.00%	12.76%
ROIC	15.05%	11.99%	13.20%	14.92%	15.12%
偿债能力					
资产负债率	50.73%	54.22%	47.85%	49.98%	49.60%
净负债率	-10.33%	15.34%	11.45%	15.50%	1.93%
流动比率	1.93	1.71	1.94	1.87	1.88
速动比率	1.87	1.63	1.85	1.76	1.78
营运能力					
应收账款周转率	1.54	1.60	1.57	1.64	1.71
存货周转率	31.64	26.47	26.41	25.69	25.10
总资产周转率	0.85	0.93	1.05	1.19	1.25
每股指标（元）					
每股收益	0.24	0.24	0.39	0.49	0.59
每股经营现金流	-0.26	-0.36	0.17	0.06	0.79
每股净资产	2.98	3.18	3.65	4.10	4.65
估值比率					
市盈率	42.93	41.30	26.11	20.51	17.00
市净率	3.39	3.18	2.77	2.46	2.17
EV/EBITDA	17.17	9.54	16.54	13.46	10.86
EV/EBIT	18.29	10.21	17.58	14.19	11.41

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