

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年08月26日

市场数据

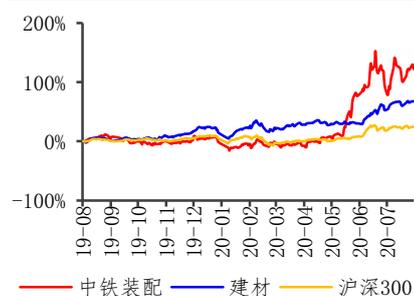
目前股价	20.24
总市值（亿元）	49.77
流通市值（亿元）	34.49
总股本（万股）	24,591
流通股本（万股）	16,989
12个月最高/最低	23.23/7.29

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<装配式产业链齐全，中国中铁入主后业务进一步协同>> 2020-08-17

上半年扣非净利润高增 28%，业绩复苏显著

——中铁装配（300374）公司动态点评

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	771	954	1080	1231	1412
(+/-%)	-27.7%	23.8%	13.2%	14.0%	14.7%
净利润（百万元）	71	67	82	108	143
(+/-%)	1.4%	-5.0%	21.7%	31.7%	32.1%
摊薄 EPS	0.29	0.27	0.33	0.44	0.58
PE	70.3	74.0	60.8	46.2	35.0

资料来源：长城证券研究所

核心观点

事件：公司披露 2020 年半年报，上半年公司收入同比增长 18.9% 至 3.8 亿元，归母净利润同比下滑 1.1% 至 2337 万元，扣非归母净利润同比增长 28.0% 至 1693 万元。对此点评如下：

上半年收入、扣非业绩高增 19%、28%，呈现较快增长。今年上半年非经常损益 643 万元，主要是政府补助，较去年同期的 1039 万元有所下降。**1) 第二季度收入、扣非净利润同比增长 73%、167%，较一季度有明显回升。**2020 年第一季度受新冠肺炎疫情影响较大，收入、归母净利润分别同比下降 47%、76%。自四月份以来，公司在疫情防控各项措施落实到位的基础上，通过各方通力协作力保在建项目的有序推进及新项目的有力开拓，降低了疫情带来的影响。**2) 预付款、存货、合同资产快速增长，预示公司业务规模逐步扩大。**上半年公司收入同比增长 19% 至 3.8 亿元，其中装配式建筑项目业务收入同比增长 16% 至 2.8 亿元，毛利率同比下降 4 个百分点至 29%。公司 6 月末预付款项较年初增长 326% 至 3159 万元，主要是本期预付的材料款、工程款增加；存货较年初增长 30% 至 8800 万元，主要是在产品、库存商品增加；合同资产较年初增长 80% 至 1.7 亿元，主要是装配式建筑项目按施工进度确认但尚未结算的金额增加。

7月14日，公司控股股东变更为中国中铁；8月20日公司简称变更为中铁装配，聘任新任总经理。2020年7月14日，控制权变更之协议转让的标的股份已完成过户登记手续，公司控股股东变更为中国中铁。2020年8月1日，公司公告拟变更公司简称为中铁装配。8月20日，公司简称变更完成。同日，公司聘任新任总经理孙宝良先生。孙宝良先生 2014 年 4 月至 2020 年 7 月任中铁置业集团有限公司副总经理、财务总监。

国家政策对装配式发展提出较高发展目标，相关政策陆续出台。2016 年国务院办公厅《关于大力发展装配式建筑的指导意见》明确提出要大力发展装配式

建筑，力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。2017 年住建部印发《“十三五”装配式建筑行动方案》，提出到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上，其中重点推进区域达到 20% 以上。2019 年，住建部《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》中提出“开展钢结构装配式住宅建设试点”，这是装配式建筑政策首次提出钢结构试点。上半年，住建部发布行业标准《装配式住宅建筑检测技术标准》，自 2020 年 6 月 1 日起实施，行业规范化以及装配式标准的提升，有利于行业中的技术领先企业发展。2020 年 7 月，住建部等 13 部门联合印发《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》，意见中提到建筑业是国民经济的支柱产业，为我国经济持续健康发展提供了有力支撑。

投资建议：维持增持评级。预计公司 2020~2022 年归母净利润分别达到 0.82、1.08、1.43 亿元，同比增长 22%、32%、32%，对应市盈率 61、46、35 倍。装配式建筑行业目前政策支持，行业处于高增长期。公司江苏宿迁生产基地 2019 年上半年顺利投产，完善产能布局。公司技术、拿单能力强劲；在控股股东变为中国中铁后，有望实现业务协同。

风险提示：装配式建筑行业政策支持力度低于预期；行业竞争加剧；装配式建筑下游需求低于预期；原材料成本增长高于预期；中国中铁给公司带来的业务支持低于预期；坏账等资产减值损失或加剧等。

附：盈利预测表

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	770.85	954.13	1079.89	1230.79	1411.86
营业成本	544.97	730.50	812.33	910.53	1028.37
营业费用	9.01	8.07	9.14	10.41	11.95
管理费用	68.31	75.75	84.66	95.26	107.86
研发费用	11.44	19.72	22.32	23.38	25.41
财务费用	20.04	24.66	29.58	35.96	38.67
其他收益	8.09	14.29	14.29	14.29	14.29
投资净收益	4.88	18.23	18.59	18.96	19.34
营业利润	80.98	89.03	112.36	144.37	187.03
营业外收支	8.19	-6.06	-11.35	-11.35	-11.35
利润总额	89.17	82.97	101.01	133.02	175.68
所得税	18.42	15.65	19.05	25.09	33.13
少数股东损益	-0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	70.88	67.32	81.96	107.93	142.54

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1379.03	1156.52	1656.44	1982.80	2171.90
货币资金	102.24	57.67	582.23	663.58	761.21
应收票据及应收账款合计	899.63	837.59	962.23	1089.08	1264.02
其他应收款	66.42	43.26	43.13	79.95	61.24
存货	230.06	162.87	0.00	91.05	11.78
非流动资产	1264.66	1758.55	1829.91	1871.33	1938.21
固定资产	483.06	1458.74	1523.59	1549.88	1593.74
资产总计	2643.69	2915.07	3486.35	3854.13	4110.11
流动负债	870.66	1135.47	1642.71	1925.38	2062.66
短期借款	367.75	453.40	1125.62	1236.56	1404.35
应付账款	344.08	486.03	437.07	597.62	570.98
非流动负债	300.66	247.21	236.67	222.83	210.80
长期借款	235.00	167.50	156.96	143.12	131.09
负债合计	1171.32	1382.68	1879.37	2148.20	2273.47
股东权益	1472.36	1532.39	1606.97	1705.93	1836.64
股本	245.91	245.91	245.91	245.91	245.91
留存收益	461.48	521.43	594.40	690.51	817.43
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2643.69	2915.07	3486.35	3854.13	4110.11

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-278.61	243.31	184.36	185.50	186.64
其中营运资本减少	-516.91	330.08	-29.87	-73.68	-122.63
投资活动现金流	-455.82	-253.62	-174.06	-156.71	-194.93
资本支出	459.92	244.19	71.36	41.42	66.88
筹资活动现金流	29.04	-7.65	514.26	52.57	105.91
现金净增加额	-705.29	-17.90	524.56	81.36	97.63

主要财务指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-27.7%	23.8%	13.2%	14.0%	14.7%
营业成本增长	-36.2%	34.0%	11.2%	12.1%	12.9%
营业利润增长	-13.7%	9.9%	26.2%	28.5%	29.5%
利润总额增长	-8.8%	-6.9%	21.7%	31.7%	32.1%
净利润增长	1.4%	-5.0%	21.7%	31.7%	32.1%
获利能力					
毛利率(%)	29.3%	23.4%	24.8%	26.0%	27.2%
销售净利率(%)	9.2%	7.1%	7.6%	8.8%	10.1%
ROE(%)	4.8%	4.4%	5.1%	6.3%	7.8%
ROIC(%)	4.1%	3.8%	4.4%	5.4%	6.4%
营运效率					
销售费用/营业收入	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用/营业收入	8.9%	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%
研发费用/营业收入	1.5%	2.1%	2.1%	1.9%	1.8%
财务费用/营业收入	0.0%	2.6%	2.6%	2.7%	2.9%
投资收益/营业利润	6.0%	20.5%	16.5%	13.1%	10.3%
所得税/利润总额	20.7%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
应收账款周转率	1.06	1.10	1.20	1.20	1.20
存货周转率	3.17	3.72	20.00	20.00	20.00
流动资产周转率	0.53	0.75	0.77	0.68	0.68
总资产周转率	0.30	0.34	0.34	0.34	0.35
偿债能力					
资产负债率(%)	44.3%	47.4%	53.9%	55.7%	55.3%
流动比率	1.58	1.02	1.01	1.03	1.05
速动比率	1.23	0.83	0.97	0.95	1.01
每股指标(元)					
EPS	0.29	0.27	0.33	0.44	0.58
每股净资产	5.99	6.23	6.53	6.94	7.47
每股经营现金流	-1.65	1.78	0.75	0.75	0.76
每股经营现金/EPS	-5.72	6.50	2.25	1.72	1.31
估值比率					
P/E	70.29	74.00	60.79	46.16	34.95
PEG	3.92	7.42	11.58	3.05	1.23
P/B	3.38	3.25	3.10	2.92	2.71
EV/EBITDA	39.38	39.75	23.11	19.24	16.29
EV/SALES	7.33	6.03	5.35	4.71	4.15
EV/IC	24.76	2.52	2.44	1.94	1.82
ROIC/WACC	0.62	0.57	0.66	0.82	0.98
REP	4.06	4.28	2.92	2.22	1.73

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>