

# 中装建设 (002822)

证券研究报告

2019年10月14日

## 物管领域再下一城，强强联合协同效应有望凸显

公司近日发布公告，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，同时拟采取询价方式向特定投资者非公开发行股份募集配套资金。点评如下：

### 物业领域再下一城，强强联合将产生较好的协同效应

嘉泽特为持股型公司，本次交易完成后公司将间接持有深圳市科技园物业集团有限公司（以下简称“科技园物业”）51.63%股权。科技园物业在2018年度广东省物业服务综合实力排名第28位，在深圳市2018年度物业服务综合实力排名第18位，在高科技产业园区规划、运营和管理上有20多年的经验。

预计科技园物业并入公司将产生非常显著的协同效应。公司主营业务为建筑装饰，与物业天然有着密切的联系，未来旧城改造中将强调“微更新”，公司需要物业这一入口进入这一蓝海市场。科技园物业与公司同处深圳，公告显示18年收入4.98亿、归母净利润1188万，净利率处于较低水平；而公司参股的赛格物业2019年收入2.49亿、净利润2589万，有望借助公司管理和利润承诺逐步提升科技园物业的利润水平。

### 并购公司利润承诺对应2020年PE13.4倍，对价合理能够增厚EPS

嘉泽特100%股权预估值为1.73亿元，其利润承诺要求科技园物业2020-2022年实现归母净利润不低于2500万元、2800万元、3100万元，对应嘉泽特2020-2022年实现归母净利润不低于1291万元、1446万元、1601万元。对应2020年的PE为13.4倍，而目前A股同类公司中航善达、南都物业2020年PE一致预期为22.4、17.6倍，港股碧桂园物业、绿城服务2020年PE一致预期为31.1、26.5倍；公司2020年一致预期为16.3倍，我们认为此次并购若成功实施，财务对价较为实惠，能够增厚公司EPS。

### 未来不排除公司在物业方面的持续深耕和整合

公告中公司披露“在本次收购完成股权交割后12个月内，上市公司对科技园物业公司剩余少数股权参照本次的评估价格及交易方式启动收购”；公司本次还将募集配套资金，拟用于支付并购交易中的现金对价、补充流动资金和偿还债务；公司在2017年时已参股赛格物业25%股权，未来不排除继续增加股权。

### 投资建议

本次并购若成功实施，公司在物业上的布局将再进一步，外延收购符合公司利益并能增厚公司EPS；通过和科技园物业的强强联合，公司装饰主业也将有正向影响。公司主业目前增速较快，在手订单充足，未来业绩的持续快速增长可期。维持公司2019-2021年EPS0.39、0.51、0.63元/股，维持对公司的“买入”评级和11.7元的目标价。

**风险提示：**本次收购能否成功实施仍存一定不确定性；并购公司业绩完成情况不及预期；固定资产投资增速持续下行影响公司主业承接。

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	5,363.52	6,677.87	8,317.80
增长率(%)	17.88	30.66	29.38	24.51	24.56
EBITDA(百万元)	261.70	357.29	387.13	507.35	655.62
净利润(百万元)	160.75	167.09	235.16	306.17	380.98
增长率(%)	2.92	3.94	40.74	30.20	24.43
EPS(元/股)	0.27	0.28	0.39	0.51	0.63
市盈率(P/E)	32.61	31.37	22.29	17.12	13.76
市净率(P/B)	2.58	2.41	2.20	1.98	1.76
市销率(P/S)	1.65	1.26	0.98	0.78	0.63
EV/EBITDA	17.17	9.54	16.50	13.67	12.26

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	8.65元
目标价格	11.7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)	5,241.90
流通A股市值(百万元)	2,647.42
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-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	429.08	534.23	665.42	营业收入	3,173.00	4,145.70	5,363.52	6,677.87	8,317.80
应收票据及应收账款	2,350.76	2,836.85	4,068.31	4,798.17	6,566.56	营业成本	2,708.23	3,541.34	4,527.08	5,621.28	7,002.78
预付账款	15.82	29.20	30.01	45.81	51.39	营业税金及附加	31.14	26.83	43.67	48.80	64.25
存货	123.98	189.24	222.72	304.83	371.47	营业费用	32.51	39.30	54.96	66.72	82.39
其他	68.63	73.41	115.63	126.98	183.98	管理费用	96.66	99.02	155.54	193.66	227.91
<b>流动资产合计</b>	<b>3,839.38</b>	<b>4,215.15</b>	<b>4,865.76</b>	<b>5,810.02</b>	<b>7,838.82</b>	研发费用	9.80	11.95	144.81	186.98	228.32
长期股权投资	50.38	63.04	63.04	63.04	63.04	财务费用	43.17	72.04	47.00	63.15	96.04
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	86.98	92.91
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)
<b>非流动资产合计</b>	<b>290.57</b>	<b>527.15</b>	<b>542.50</b>	<b>597.74</b>	<b>620.70</b>	<b>营业利润</b>	<b>205.64</b>	<b>252.47</b>	<b>314.52</b>	<b>416.11</b>	<b>529.01</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,129.95</b>	<b>4,742.30</b>	<b>5,408.26</b>	<b>6,407.75</b>	<b>8,459.52</b>	营业外收入	0.57	0.17	1.58	0.78	0.84
短期借款	970.00	1,310.00	1,469.80	2,015.25	3,035.46	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	1,113.63	1,132.21	1,584.29	<b>利润总额</b>	<b>202.28</b>	<b>245.49</b>	<b>310.81</b>	<b>411.43</b>	<b>523.88</b>
其他	270.23	400.81	324.37	383.48	418.70	所得税	42.06	80.41	77.10	107.46	146.13
<b>流动负债合计</b>	<b>1,990.70</b>	<b>2,464.32</b>	<b>2,907.80</b>	<b>3,530.95</b>	<b>5,038.45</b>	<b>净利润</b>	<b>160.22</b>	<b>165.08</b>	<b>233.72</b>	<b>303.97</b>	<b>377.76</b>
长期借款	100.00	99.50	118.89	229.99	448.32	少数股东损益	(0.53)	(2.01)	(1.44)	(2.20)	(3.22)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>160.75</b>	<b>167.09</b>	<b>235.16</b>	<b>306.17</b>	<b>380.98</b>
其他	4.34	7.55	5.51	5.80	6.28	每股收益(元)	0.27	0.28	0.39	0.51	0.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>104.34</b>	<b>107.05</b>	<b>124.40</b>	<b>235.78</b>	<b>454.60</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,095.04</b>	<b>2,571.37</b>	<b>3,032.19</b>	<b>3,766.74</b>	<b>5,493.06</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	(0.48)	(1.52)	(2.96)	(5.16)	(8.38)	<b>成长能力</b>					
股本	600.00	600.00	606.00	606.00	606.00	营业收入	17.88%	30.66%	29.38%	24.51%	24.56%
资本公积	660.66	660.66	660.66	660.66	660.66	营业利润	4.08%	22.77%	24.58%	32.30%	27.13%
留存收益	1,435.39	1,572.48	1,773.03	2,040.17	2,368.84	归属于母公司净利润	2.92%	3.94%	40.74%	30.20%	24.43%
其他	(660.66)	(660.69)	(660.66)	(660.66)	(660.66)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,034.91</b>	<b>2,170.93</b>	<b>2,376.07</b>	<b>2,641.02</b>	<b>2,966.46</b>	毛利率	14.65%	14.58%	15.59%	15.82%	15.81%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,129.95</b>	<b>4,742.30</b>	<b>5,408.26</b>	<b>6,407.75</b>	<b>8,459.52</b>	净利率	5.07%	4.03%	4.38%	4.58%	4.58%
						ROE	7.90%	7.69%	9.88%	11.57%	12.81%
						ROIC	15.05%	11.99%	10.99%	10.04%	10.38%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	50.73%	54.22%	56.07%	58.78%	64.93%
						净负债率	-10.33%	15.34%	48.94%	64.95%	95.21%
						流动比率	1.93	1.71	1.67	1.65	1.56
						速动比率	1.87	1.63	1.60	1.56	1.48
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.54	1.60	1.55	1.51	1.46
						存货周转率	31.64	26.47	26.04	25.32	24.60
						总资产周转率	0.85	0.93	1.06	1.13	1.12
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.27	0.28	0.39	0.51	0.63
						每股经营现金流	-0.29	-0.41	-1.16	-0.62	-1.51
						每股净资产	3.36	3.58	3.93	4.37	4.91
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	32.61	31.37	22.29	17.12	13.76
						市净率	2.58	2.41	2.20	1.98	1.76
						EV/EBITDA	17.17	9.54	16.50	13.67	12.26
						EV/EBIT	18.29	10.21	17.67	14.47	12.86

  

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	160.22	165.08	235.16	306.17	380.98
折旧摊销	17.60	25.41	25.61	28.09	30.57
财务费用	51.38	74.70	47.00	63.15	96.04
投资损失	(3.99)	(13.45)	(5.81)	(5.81)	(5.81)
营运资金变动	(399.09)	(547.73)	(1,000.63)	(765.56)	(1,414.84)
其它	(4.42)	50.48	(1.44)	(2.20)	(3.22)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(178.30)</b>	<b>(245.51)</b>	<b>(700.12)</b>	<b>(376.16)</b>	<b>(916.28)</b>
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)	(116.23)	(153.90)	(93.70)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(116.08)</b>	<b>(247.69)</b>	<b>(54.19)</b>	<b>(74.19)</b>	<b>(44.19)</b>
债权融资	1,070.00	1,419.50	1,592.02	2,249.69	3,489.71
股权融资	(43.13)	(72.07)	(40.97)	(63.15)	(96.04)
其他	(744.32)	(1,101.70)	(1,454.11)	(1,631.04)	(2,302.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>282.55</b>	<b>245.74</b>	<b>96.94</b>	<b>555.49</b>	<b>1,091.67</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(11.83)</b>	<b>(247.46)</b>	<b>(657.36)</b>	<b>105.15</b>	<b>131.19</b>

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