

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2021年03月11日

市场数据

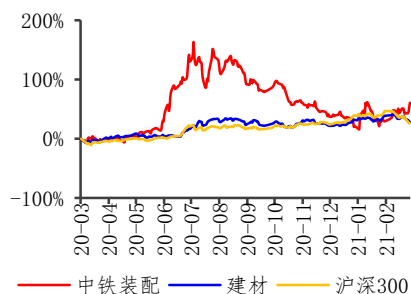
目前股价	14.04
总市值（亿元）	34.53
流通市值（亿元）	23.85
总股本（万股）	24,591
流通股本（万股）	16,989
12个月最高/最低	23.23/7.96

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

- <<成本费用上升致2020年业绩下滑，聘任新任总会计师、副总经理>> 2021-02-21
- <<与中铁金控展开融资租赁业务，聘任新任总会计师>> 2021-01-25
- <<“碳达峰”背景下有望强化装配式建筑行业发展趋势>> 2021-01-22

碳中和背景下装配式建筑行业有望获得加速发展

——中铁装配（300374）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	771	954	1143	1347	1603
(+/-%)	-27.7%	23.8%	19.8%	17.9%	19.0%
净利润（百万元）	71	67	14	89	132
(+/-%)	1.4%	-5.0%	-79.4%	543.0%	48.4%
摊薄 EPS	0.29	0.27	0.06	0.36	0.54
PE	48.7	51.3	248.9	38.7	26.1

资料来源：长城证券研究所

核心观点

事件：2020年底的中央经济工作会议将“做好碳达峰、碳中和工作”作为八大重点工作任务之一，装配式建筑有望受益。对此点评如下：

2018年建材生产阶段与建筑施工阶段碳排放量分别占建筑排放总量的55.21%和1.93%，装配式建筑在这两个阶段相对于传统建筑具有显著优势，碳达峰及碳中和的提出利于行业加速发展。据2020年中国建筑能耗研究报告数据，2018年全国建筑全过程碳排放总量为49.3亿吨，占全国碳排放比重的51.3%。其中建材生产阶段碳排放占建筑全过程排放总量的55.21%，建筑施工阶段碳排放占1.93%；建筑运行阶段碳排放占42.87%。装配式建筑采用规模化的集约式生产能够一定程度上节约耗材、降低能耗并减少建筑废弃物；其在建筑施工过程中采取机械化安装的方式，能够减少空气、噪声、废物废水排放等污染，降低整个建筑生命周期内的碳排放。

- **在建材生产阶段，预制装配式建筑碳排放量相较于传统现浇住宅节省率达到9.33%，废弃物方面碳排放量较传统现浇住宅节省率达到24.99%。**参考住建部住宅产业化促进中心《预制装配与现浇模式住宅建造节能减排评测比较》，以京投万科新里程二期项目为例，总体而言，预制装配式建筑在建造阶段碳排放量相较于传统现浇住宅节省率达到9.33%。除此之外，钢筋截料节省率达到36.70%。混凝土节省率达到24.95%。砂浆部分节省率达到82.35%，保温材料节省率达到54.55%；预制装配式住宅在建筑施工废弃物方面碳排放量较传统现浇住宅节省率达到24.99%。
- **在建筑施工阶段，装配式建筑具备能耗节约、人工节碳和用水节约的优势。**参考江苏省建筑科学研究所《混凝土装配式与现浇住宅建筑碳排放分析与研究》，以南京地区的一个项目为例。**1）能耗节约：**装配式建筑相较于现浇建筑能耗节约主要体现在机械用柴油以及机械用电量，节省率分别22.80%及20.69%；碳排放量节省率为20.09%，单位建

筑面积的人工节碳量为 2.08 千克/平方米；**2) 人工节碳：**装配式建筑采用预制构件的方式，在现场施工的过程中采用的人工较少，带来人工节碳的优势。据 2015 年中国人均碳排放量为 7.7 吨计算，单位建筑面积的人工节碳量为 2.08 千克/平方米；**3) 用水节约：**装配式采用预制构件的方式可以较大程度地节约现场搅拌混凝土的用水及现场混凝土构件养护所需用水。据计算，节水节约的碳排放总量为 333.62 千克，单位建筑面积节约的碳排放为 0.02 千克/平方米。

1 月 29 日，公司公告 2020 年业绩预告，预计归母净利润达到 1200~1700 万元，同比下降 75%~82%。成本、管理财务费用上升，多计提折旧，非经常损益下降，致业绩下滑。业绩下滑原因主要为：2020 年内公司新开工项目毛利率较低且受新冠疫情的影响，公司装配式建筑项目施工放缓，人员流动受阻，工期延长，成本上升。2020 年与上年同期相比，管理费用同比增加，主要系木塑研发楼转固、江苏宿迁工厂投产以及固定资产折旧计提年限变更导致报告期内固定资产折旧计提金额同比增加。2020 年与上年同期相比，财务费用同比增加，主要系经营发展所需的融资额与上年同期相比增加。2020 年，归属于上市公司股东的非经常性损益金额约为 1050 万元（2019 年 2150 万元），主要为计入当期损益的政府补助、非流动资产处置损益等。

投资建议：维持增持评级。下调公司 2020~2022 年归母净利润预测至 0.14、0.9、1.3 亿元，对应市盈率 249、39、26 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	1142.76	1347.10	1602.53
营业成本	544.97	730.50	904.61	1004.57	1175.38
营业费用	9.01	8.07	9.67	11.40	13.56
管理费用	68.31	75.75	114.28	114.50	128.20
研发费用	11.44	19.72	23.62	25.59	28.85
财务费用	20.04	24.66	44.11	58.26	68.04
其他收益	8.09	14.29	6.50	15.00	15.00
投资净收益	4.88	18.23	18.59	18.96	19.34
营业利润	80.98	89.03	28.45	121.28	174.45
营业外收支	8.19	-6.06	-11.35	-11.35	-11.35
利润总额	89.17	82.97	17.09	109.92	163.09
所得税	18.42	15.65	3.22	20.73	30.76
少数股东损益	-0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	70.88	67.32	13.87	89.19	132.33

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	1498.95	1662.81	2071.26
货币资金	102.24	57.67	114.28	134.71	160.25
应收票据及应收账款合计	899.63	837.59	1067.02	1178.15	1492.73
其他应收款	66.42	43.26	48.16	86.55	73.70
存货	230.06	162.87	198.98	202.85	267.30
非流动资产	1264.66	1758.55	1922.89	2018.40	2160.53
固定资产	483.06	1458.74	1600.12	1668.36	1770.53
资产总计	2643.69	2915.07	3421.84	3681.21	4231.79
流动负债	870.66	1135.47	1638.21	1819.93	2254.86
短期借款	367.75	453.40	1010.44	1127.61	1421.62
应付账款	344.08	486.03	541.94	599.61	736.04
非流动负债	300.66	247.21	244.75	234.72	227.82
长期借款	235.00	167.50	165.04	155.01	148.11
负债合计	1171.32	1382.68	1882.96	2054.65	2482.67
股东权益	1472.36	1532.39	1538.89	1626.56	1749.12
股本	245.91	245.91	245.91	245.91	245.91
留存收益	461.48	521.43	533.78	613.19	731.02
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	3421.84	3681.21	4231.79

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	-66.85	190.91	97.62
其中营运资本减少	-516.91	330.08	-230.56	-79.78	-243.37
投资活动现金流	-455.82	-253.62	-270.08	-218.75	-282.74
资本支出	459.92	244.19	164.35	95.51	142.13
筹资活动现金流	29.04	-7.65	393.53	48.28	210.67
现金净增加额	-705.29	-17.90	56.61	20.43	25.54

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%	19.8%	17.9%	19.0%
营业成本增长	-36.2%	34.0%	23.8%	11.0%	17.0%
营业利润增长	-13.7%	9.9%	-68.0%	326.3%	43.8%
利润总额增长	-8.8%	-6.9%	-79.4%	543.0%	48.4%
净利润增长	1.4%	-5.0%	-79.4%	543.0%	48.4%
获利能力					
毛利率(%)	29.3%	23.4%	20.8%	25.4%	26.7%
销售净利率(%)	9.2%	7.1%	1.2%	6.6%	8.3%
ROE(%)	4.8%	4.4%	0.9%	5.5%	7.6%
ROIC(%)	4.1%	3.8%	1.5%	4.4%	5.4%
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%	10.0%	8.5%	8.0%
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%	3.9%	4.3%
投资收益/营业利润	6.0%	20.5%	65.4%	15.6%	11.1%
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	5.00	5.00	5.00
流动资产周转率	0.53	0.75	0.86	0.85	0.86
总资产周转率	0.30	0.34	0.36	0.38	0.41
偿债能力					
资产负债率(%)	44.3%	47.4%	55.0%	55.8%	58.7%
流动比率	1.58	1.02	0.91	0.91	0.92
速动比率	1.23	0.83	0.75	0.77	0.77
每股指标(元)					
EPS	0.29	0.27	0.06	0.36	0.54
每股净资产	5.99	6.23	6.26	6.61	7.11
每股经营现金流	-1.65	1.78	-0.27	0.78	0.40
每股经营现金/EPS	-5.72	6.50	-4.82	2.14	0.74
估值比率					
P/E	48.71	51.28	248.92	38.71	26.09
PEG	2.72	5.14	-5.96	4.82	1.03
P/B	2.34	2.25	2.24	2.12	1.97
EV/EBITDA	28.72	29.18	26.49	15.83	13.23
EV/SALES	5.34	4.43	4.04	3.49	3.10
EV/IC	24.76	1.84	1.79	1.64	1.56
ROIC/WACC	0.62	0.57	0.23	0.66	0.84
REP	2.99	3.17	7.25	2.36	1.74

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>