

2022年03月14日

中装建设 (002822.SZ)

装饰“黑马”经营稳健，积极布局 IDC 新能源

■装饰“黑马”经营稳健，战略转型 IDC 及新能源：公司主要从事公建建筑和高档住宅的装修装饰设计、工程施工业务，同时围绕装饰装修产业链积极向房建、幕墙、市政、景观园林等领域延伸布局，致力于打造成为城乡建设综合服务运营商。公司聚焦公装，经营稳健，对单一客户依赖度低，2021年受个别房企“暴雷”影响相对较小。公司在深耕装饰主业的同时，积极谋划战略转型，结合自身实际及新兴产业发展趋势，公司将物业管理、IDC、新能源等领域作为战略转型方向。公司通过混改取得了赛格物业 25%的股权，通过并购方式取得科技园物业控股权，物业管理板块快速崛起。公司积极向 IDC、新能源领域转型，公司成立了中装云科技和中装新能源两大平台，通过外延扩张和 EPC 等方式切入 IDC 和新能源业务领域，预计 2022 年将实现业绩贡献。

■“东数西算”工程启动，IDC 布局正当时。“东数西算”是通过构建数据中心、云计算、大数据一体化的新型算力网络体系，将东部算力需求有序引导到西部，优化数据中心建设布局，促进东西部协同联动。“东数西算”是我国发展数字经济的重要基础，核心是服务于产业数字化转型中不同业态和算力场景的需要，助力新基建的细分领域——IDC 产业发展，预计 2025 年我国 IDC 市场规模将突破 5900 亿元，2021-2025 年 IDC 市场规模有望实现 24.68%的复合增长率。公司高度重视 IDC 业务发展，2020 年 5 月中装云科技以现金收购方式取得宽原电子 60%的股权，后者拥有五沙（宽原）IDC 项目，项目占地 56.9 亩，总投资约 15 亿元，规划 10000 个标准机柜。目前，项目一期进展顺利，预计将于 3 月底完成封顶并投入使用，下半年启动项目二期建设，预计新增 2500 个机柜。公司将以最优方案进行五沙（宽原）IDC 项目建设和运营，力争将其打造成为超五星数据中心和国家绿色数据中心，公司 IDC 业务布局正当时，且乘上“东数西算”东风，未来发展前进良好。

■“碳达峰、碳中和”来袭，绿色能源大有可为。2020 年 9 月国家主席习近平首提“3060 双碳”目标，碳达峰、碳中和成为中国经济的主旋律。2021 年 10 月国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案的通知》，实施“碳达峰十大行动”，“碳达峰”迎来政策大力支持。在“3060 双碳”大背景下，绿色能源迎来历史机遇，2021 年 6 月国家能源局印发《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，拟在全

公司深度分析

证券研究报告

建筑装饰

投资评级 买入-A

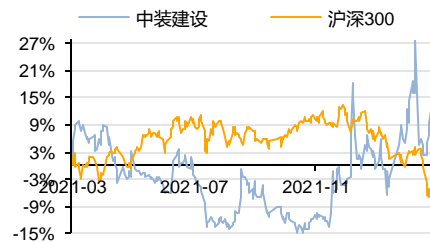
维持评级

6 个月目标价：8.54 元
股价（2022-03-11）6.57 元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 4,733.96 |
| 流通市值(百万元) | 4,229.76 |
| 总股本(百万股) | 720.54 |
| 流通股本(百万股) | 643.80 |
| 12 个月价格区间 | 4.96/8.24 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 11.21 | 32.98 | 17.69 |
| 绝对收益 | 5.8 | 16.9 | 9.76 |

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

| | |
|---|------------|
| 中装建设：营收增速稳健 订单充裕，新兴业务助力 业绩估值提升/苏多永 | 2021-08-26 |
| 中装建设：营收业绩持续 增长，订单充裕新业务拓 展顺利未来可期/苏多永 | 2021-04-29 |
| 中装建设：Q4 业绩高速增长， 装饰黑马成长可期/苏 多永 | 2021-02-26 |
| 中装建设：股权激励彰显 信心，装饰黑马成长可期/ 苏多永 | 2020-12-24 |

国范围内开展整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点工作，BIPV 迎来契机。公司积极响应国家政策，布局绿色能源。2017 年 7 月中装新能源成立，致力于新能源项目的投资、建设与经营，以风能、太阳能、综合储能等开发与运营为核心，打造了国家速滑馆屋面光伏发电等 BIPV 项目。公司采取强强联合战略，与瑞科新能源建立战略合作关系，共同致力于新能源业务发展。同时，公司逐步持有优质经营性绿电资产——许昌分散式风电 EPC 项目，实现新能源板块由工程驱动转向由工程+运营双轮驱动转变，公司绿色能源大有可为。

■**投资建议：**我们预计 2021-2023 年公司营业收入增速分别为 12.06%、30.31%和 22.35%，净利润增速分别为-9.9%、50.7%和 30.4%，每股收益为 0.32 元、0.49 元和 0.63 元。公司动态 PE 分别为 20.3 倍、13.5 倍和 10.3 倍，PB 分别为 1.3 倍、1.2 倍和 1.1 倍。公司聚焦家装业务领域，经营稳健，对单一客户依赖度较低，2021 年个别大型房企“暴雷”对公司影响有限，公司业绩有望触底回升。2022 年公司将迎来了“东数西算”、“碳达峰、碳中和”的政策东风，公司 IDC 业务和新能源业务有望实现快速增长，业绩释放势在必行，助力公司估值提升。我们看好“装饰黑马”成长空间和 IDC、新能源的布局，维持公司的“买入-A”评级，目标价 8.54 元，相当于 2022 年 17.4 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**宏观经济波动、国内固定资产投资下滑、项目回款滞后、物业管理推进缓慢、IDC 建设和出租不及预期、新能源领域布局缓慢等风险。

| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 4,859.1 | 5,581.4 | 6,254.6 | 8,150.3 | 9,971.9 |
| 净利润 | 247.6 | 258.4 | 232.7 | 350.7 | 457.5 |
| 每股收益(元) | 0.34 | 0.36 | 0.32 | 0.49 | 0.63 |
| 每股净资产(元) | 4.02 | 4.64 | 4.97 | 5.36 | 6.08 |

| 盈利和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 19.1 | 18.3 | 20.3 | 13.5 | 10.3 |
| 市净率(倍) | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| 净利润率 | 5.1% | 4.6% | 3.7% | 4.3% | 4.6% |
| 净资产收益率 | 8.6% | 7.7% | 6.5% | 9.1% | 10.4% |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.8% | 0.7% | 1.1% | 1.4% |
| ROIC | 13.3% | 11.9% | 8.8% | 12.1% | 13.2% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 1. 装饰黑马经营稳健，战略转型 IDC 及新能源 | 4 |
| 1.1. 聚焦装饰装修主业，工程业务稳步增长 | 4 |
| 1.2. 积极谋划战略转型，IDC 及新能源启航 | 5 |
| 2. “东数西算”工程启动，IDC 布局正当时 | 6 |
| 2.1. “东数西算”工程全面启动，打通“数”动脉织就“算”力网 | 6 |
| 2.2. “东数西算”助力 IDC，数字新基建迎来机遇 | 7 |
| 2.3. 积极谋划战略转型，IDC 布局正当时 | 8 |
| 3. “碳达峰、碳中和”来袭，绿色能源大有可为 | 9 |
| 3.1. “3060 双碳”目标提出，碳达峰迎来政策支持 | 9 |
| 3.2. BIPV 迎来机遇，绿色建筑前景广阔 | 9 |
| 3.3. 积极响应国家政策，绿色能源大有可为 | 11 |
| 4. 业绩有望触底回升，IDC、绿电提升估值 | 13 |
| 4.1. 盈利预测与估值：装饰业务触底回升，IDC、绿电业务启航 | 13 |
| 4.2. 投资建议：装饰“黑马”经营稳健，IDC、绿电助力估值提升 | 14 |
| 4.3. 风险提示 | 15 |

图表目录

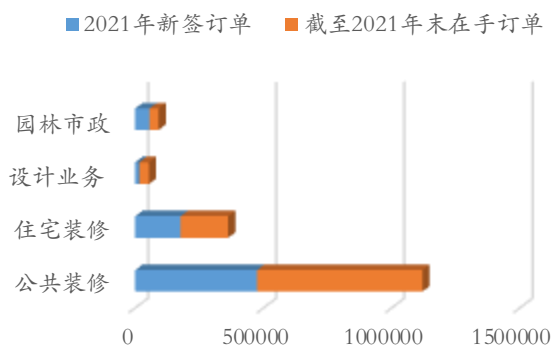
| | |
|--|----|
| 图 1: 2021 年公司新签订单及在手订单 (万元) | 4 |
| 图 2: 2017-2020 年公司工程业务走势图 | 4 |
| 图 3: 2017-2020 年公司收入及增速 (万元) | 5 |
| 图 4: 2017-2020 年公司净利润及增速 (万元) | 5 |
| 图 5: 2017-2020 年赛格物业应收及净利润 (万元) | 5 |
| 图 6: 2019-2021 年 9 月嘉泽特营收及净利润 (万元) | 5 |
| 图 7: 公司布局 IDC、云计算及新能源的主要平台及主要领域 | 6 |
| 图 8: “东数西算工程”政策一览表 | 7 |
| 图 9: 2016-2019 年我国 IDC 机架数量 (万台) | 7 |
| 图 10: 2015-2025 年 IDC 市场规模及预测 (亿元) | 7 |
| 图 11: 数字新基建：数据中心+5G+工业物联网 | 8 |
| 图 12: “东数西算”对那些产业链影响大 | 8 |
| 图 13: 公司战略转型 IDC 有望迎来高增长 | 9 |
| 图 14: “3060 双碳”目标及重要节点事件 | 9 |
| 图 15: 光伏电站、集中式电站、分布式电站、BIPV 和 BAPV 关系示意图 | 10 |
| 图 16: 我国关于屋顶光伏、BIPV 系列支持政策 | 11 |
| 图 17: 河南许昌许瑞 50MW 分布式风电项目 | 12 |
| 图 18: 云南交投国企改革大幕开启 | 13 |
| 图 19: 中装建设的投资逻辑示意图 | 15 |
| 表 1: 公司近期承接的新能源项目一览表 | 11 |
| 表 2: 公司近期承接的新能源项目一览表 | 12 |
| 表 3: 公司各业务板块及盈利预测 (亿元) | 13 |
| 表 4: 可比公司估值水平 | 14 |

1. 装饰黑马经营稳健，战略转型 IDC 及新能源

1.1. 聚焦装饰装修主业，工程业务稳步增长

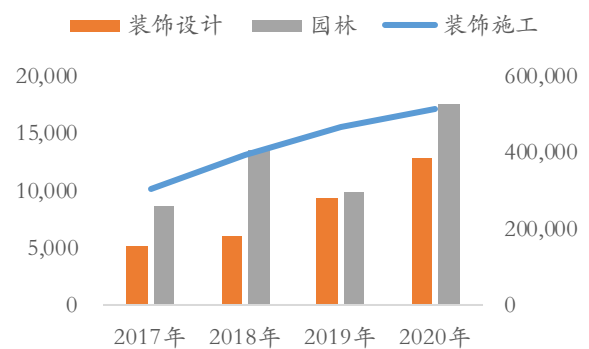
深圳市中装建设集团股份有限公司（以下简称“中装建设”或公司）主要从事公建建筑和高档住宅的装修装饰设计、工程施工业务，同时围绕装修装饰产业链积极向房建、幕墙、市政、景观园林等领域延伸布局，致力于打造成为城乡建设综合服务运营商。公司聚焦装饰装修主业，2020 年公司装饰装修业务 52.69 亿元，占比 94.40%，其中装饰施工业务 51.40 亿元，占比 92.09%；装饰设计业务 1.29 亿元，占比 2.31%。公司装饰装修业务以公装为主，2021 年公司公装新签订单 47.46 亿元，占比 65.63%；精装新签订单 17.71 亿元，占比 24.49%。公司其他工程业务拓展良好，2020 年园林业务收入 1.75 亿元，同比增长 77.20%；2021 年园林业务新签订单 5.60 亿元，年末园林业务签约未完工订单金额 3.49 亿元。2022 年 1 月公司全资子公司深圳市中装市政园林工程有限公司被认定为高新技术企业，园林业务未来有望持续发力。

图 1：2021 年公司新签订单及在手订单（万元）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

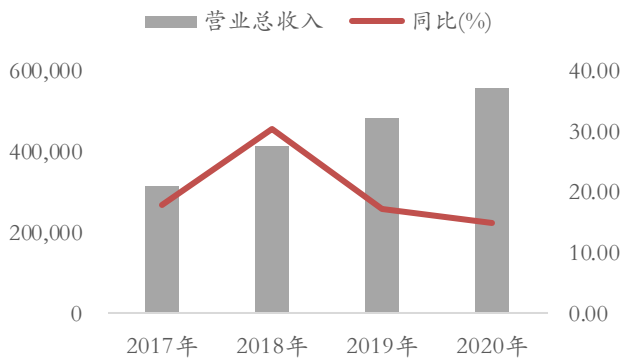
图 2：2017-2020 年公司工程业务走势图



资料来源：WIND，安信证券研究中心

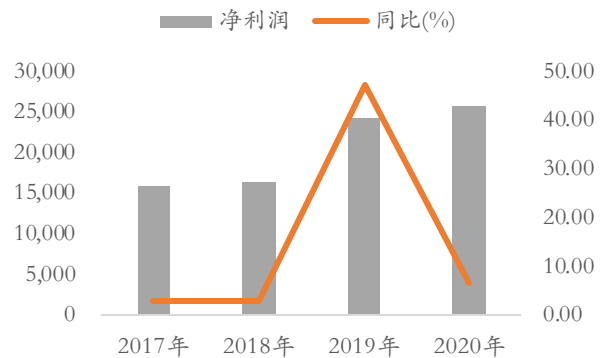
公司经营较为稳健，对单一客户的依赖度较低。2020 年公司第一大客户收入业务规模是 3.05 亿元，占比 5.46%；前 5 大客户业务规模合计 7.37 亿元，占比合计 13.21%。同时，公司业务主要聚焦公装领域，2021 年个别大型地产公司“暴雷”对公司影响有限，“暴雷”房企的应收账款及应收票据较少，影响较小，公司成功躲过了“暴雷”房企对地产产业链的影响和冲击。近几年，公司经营情况良好，业务规模持续扩大。2017-2020 年公司营业收入分别为 31.73 亿元、41.46 亿元、48.59 亿元和 55.81 亿元，分别同比增长 17.88%、30.66%、17.21% 和 14.87%；归母净利润分别为 1.61 亿元、1.67 亿元、2.48 亿元和 2.58 亿元，分别同比增长 2.92%、3.94%、48.19% 和 4.35%。2021 年装饰装修行业受到“暴雷”房企的严重冲击，涉事装饰企业业绩巨亏。2021 年金螳螂预计亏损 40-50 亿元，广田集团预计亏损 40-50 亿元，宝鹰股份预计亏损 12-18 亿元，瑞和股份预计亏损 12-17.5 亿元，亚夏股份预计亏损 7.38-9.28 亿元，洪涛股份预计亏损 1.80-1.93 亿元。2021 年 1-9 月公司营业收入 41.83 亿元，同比增长 11.97%；净利润 1.88 亿元，同比下降 8.90%。公司未对 2021 年业绩进行预告，这意味着公司经营较为正常，没有出现业绩大幅下滑或者亏损。

图 3：2017-2020 年公司收入及增速（万元）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 4：2017-2020 年公司净利润及增速（万元）

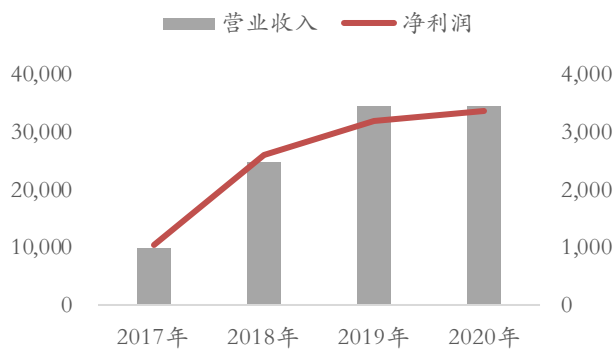


资料来源：WIND，安信证券研究中心

1.2. 积极谋划战略转型，IDC 及新能源启航

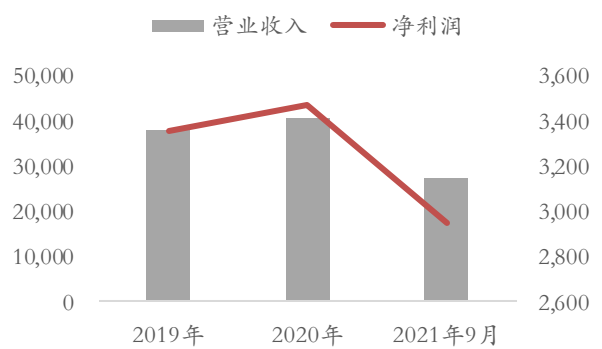
公司在深耕装饰主业的同时，积极谋划战略转型，结合自身实际及新兴产业发展趋势，公司将物业管理、IDC、新能源等领域作为战略转型方向。2017 年 5 月公司参加深圳市赛格物业管理有限公司（以下简称“赛格物业”）混改取得 25% 的股权，2020 年赛格物业实现营业收入 34351 万元，净利润 3185 万元；2021 年上半年赛格物业实现营业收入 50565 万元，净利润 1854 万元。2020 年 9 月公司通过发行股份收购资产取得深圳市嘉泽特投资有限公司（以下简称“嘉泽特”）100% 的股权，通过嘉泽特间接控股深圳市科技园物业集团有限公司（以下简称“科技园物业”），交易对价 1.68 亿元，持股比例是 51.63%。根据相关协议，嘉泽特 2020-2022 年业绩承诺分别为 1291 万元、1446 万元和 1601 万元。嘉泽特经营情况良好，2020 年实现营业收入 40526 万元，净利润 3475 万元，归母净利润 1576 万元；2021 年 1-9 月实现营业收入 27492 万元，净利润 2951 万元，归母净利润 1308 万元。

图 5：2017-2020 年赛格物业应收及净利润（万元）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 6：2019-2021 年 9 月嘉泽特营收及净利润（万元）

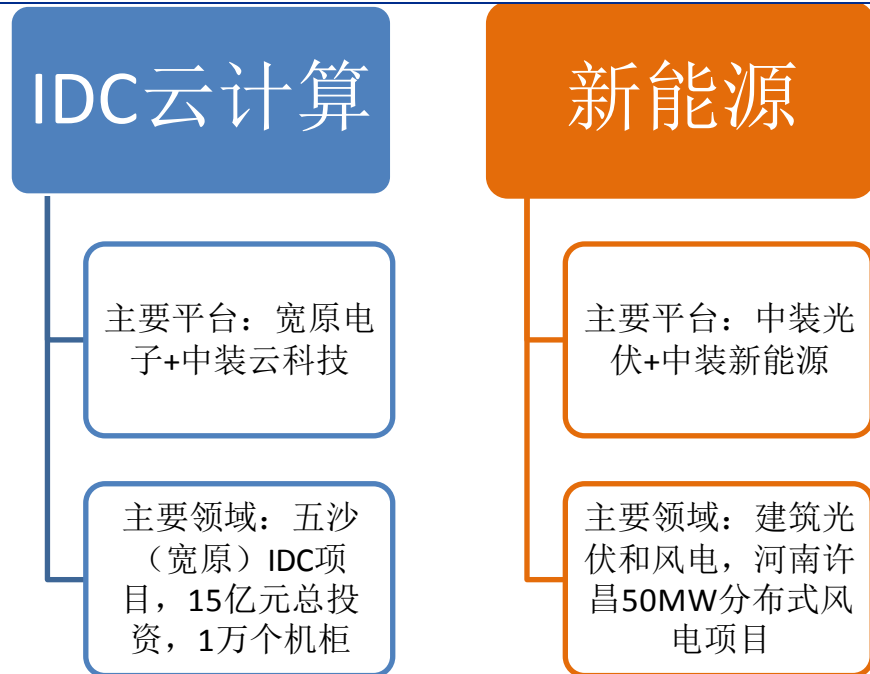


资料来源：WIND，安信证券研究中心

同时，公司积极布局 IDC 及云计算等产业。2020 年 3 月公司成立全资子公司——深圳市中装云科技有限公司（以下简称“中装云科技”），中装云科技主要从事 IDC、ISP 和云计算业务，是公司转型 IDC 及云计算的主要平台。2020 年 5 月中装云科技以现金收购方式取得广东顺德宽原电子科技有限公司（以下简称“宽原电子”）60% 的股权，宽原电子拥有五沙（宽原）大数据中心 IDC 项目，项目总投资 15 亿元，总机柜约 10000 个，预计 2022 年 4 月五沙（宽原）大数据中心 IDC 项目一期 2500 个机柜建成投入运营，目前已经完成招租，即将贡献业绩。下半年，公司将启动五沙（宽原）大数据中心 IDC 二期项目建设，预计新建机柜 2500 个，目前已在接洽客户，IDC 业务有望持续发力。此外，公司积极布局新能源。2011 年公司成立了光伏子公司——中装光伏建筑科技有限公司，主要从事 BIPV、太阳能电站和新能源开发等业务；2017 年公司成立了新能源子公司——中装新能源科技有限公司，主要从事风能、太阳能、电能、风力发电等研发业务。之前，公司新能源业务主要聚焦于光伏、

风电项目建设施工，比如广州白云国际机场 T2 航站楼光伏发电项目、武邑村级集体光伏电站项目等。2021 年公司开始尝试新能源的 EPC 项目，如河南许昌许瑞 50MW 分散式风电 EPC 项目，目前该项目已经完成了升压站和部分风机基础施工，正在吊装，预计 3 月底左右并网发电。

图 7：公司布局 IDC、云计算及新能源的主要平台及主要领域



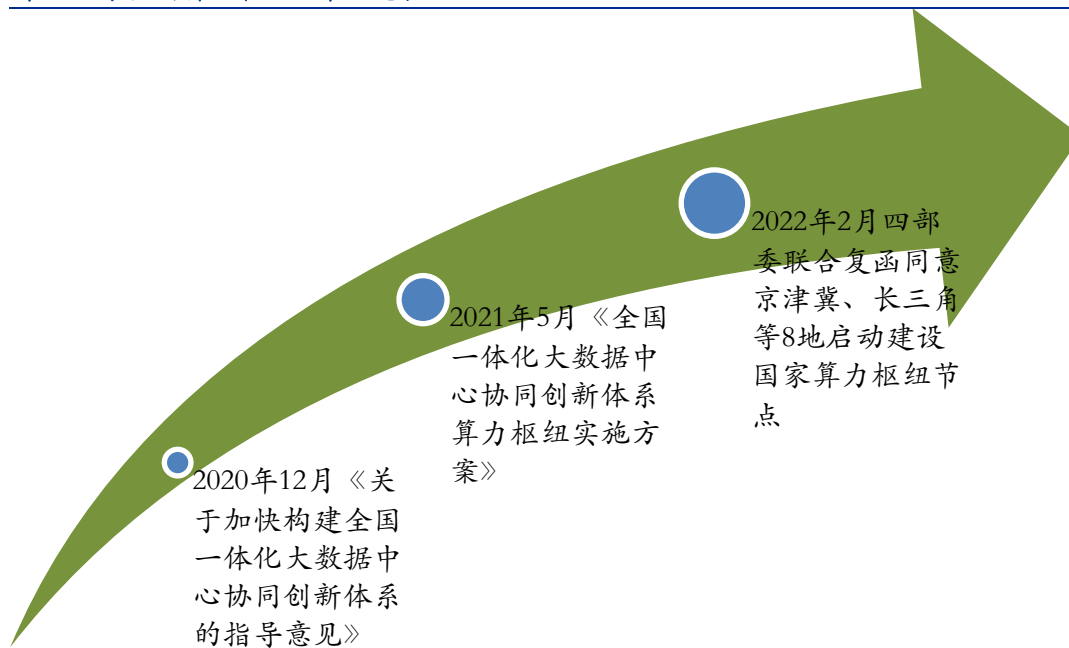
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. “东数西算”工程启动，IDC 布局正当时

2.1. “东数西算”工程全面启动，打通“数”动脉织就“算”力网

“东数西算”中的“数”指的是数据，“算”指的是算力，即对数据的处理能力。“东数西算”是通过构建数据中心、云计算、大数据一体化的新型算力网络体系，将东部算力需求有序引导到西部，优化数据中心建设布局，促进东西部协同联动。简单地说，就是让西部的算力资源更充分地支撑东部数据的运算，更好为数字化发展赋能。2020 年 12 月国家发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局（以下简称“四部委”）联合印发《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》，提出构建全国一体化大数据中心协同创新体系。2021 年 5 月四部委联合印发《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》，提出布局建设全国一体化算力网络国家枢纽节点，加快实施“东数西算”工程，国家枢纽节点之间进一步打通网络传输通道，提升跨区域算力调度水平，加强云算力服务、数据流通、数据应用、安全保障等方面的探索实践，发挥示范和带动作用。2022 年 2 月四部委联合复函同意京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、贵州、甘肃、内蒙古和宁夏等 8 地启动建设国家算力枢纽节点，并规划了 10 个国家数据中心集群。至此，“东数西算”工程实施的政策框架体系基本建立，“东数西算”工程全面启动，数字时代正在召唤一张高效率的“算力网”，既缓解了东部能源紧张的问题，也给西部开辟一条发展新路。

图 8：“东数西算工程”政策一览表

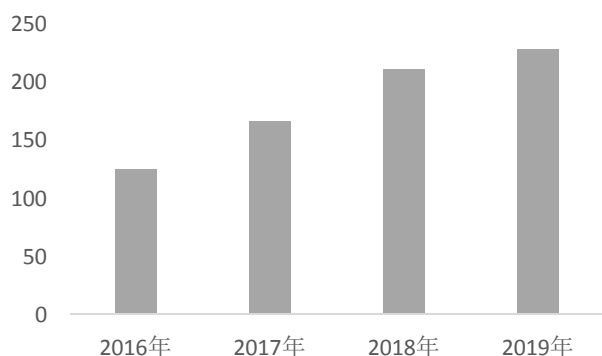


资料来源：“四部委”，安信证券研究中心

2.2. “东数西算”助力 IDC，数字新基建迎来机遇

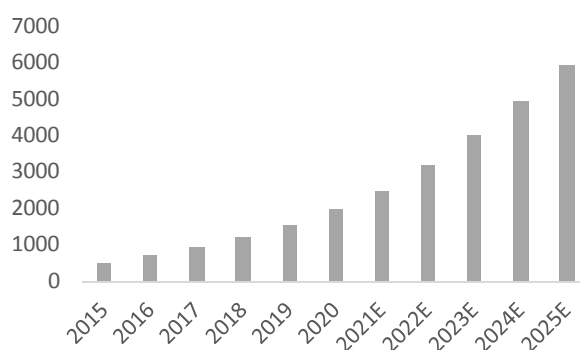
“东数西算”是我国发展数字经济的重要基础，核心是服务于产业数字化转型中不同业态和算力场景的需要，助力新基建的细分领域——数据中心（Internet Data Center, IDC）发展。IDC 是用来集中管理（存储、计算、交换）数据的地方，可以通俗地理解为专业级的大型计算机房，是为计算机系统（包括服务器、存储和网络设备等）安全稳定持续运行提供的一个特殊基础设施，内部主要用于放置计算机设备、服务器设备、网络设备、存储设备等，这些关键设备是数据中心的核​​心，也是企业的大脑。我国 IDC 产业发展较为迅速，根据赛迪顾问数据显示，截至 2019 年末，中国 IDC 数量约为 7.4 万个，机架数量由 2016 年的 124 万架上升至 2019 年的 227 万架，四年间增长了 83.1%。随着移动互联网快速发展及新基建、数字经济等国家战略政策引导，IDC 产业市场规模快速增长，根据智研咨询的研究报告，2020 年我国 IDC 市场规模约 1958 亿元，同比增长 25.27%，预计 2025 年 IDC 市场规模将突破 5952 亿元，2021-2025 年 IDC 市场规模有望实现 24.68% 的复合增长率。

图 9：2016-2019 年我国 IDC 机架数量（万台）



资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图 10：2015-2025 年 IDC 市场规模及预测（亿元）

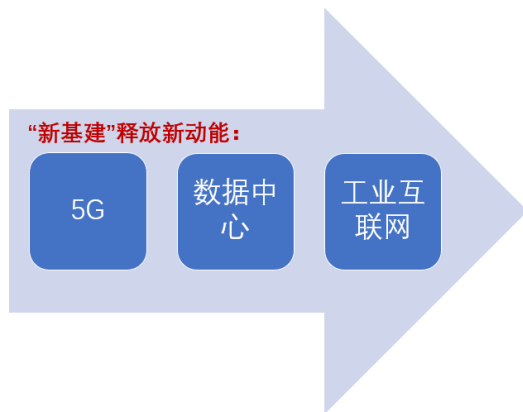


资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

2021 年下半年以来，我国持续出台稳增长政策，实施逆周期调节和跨周期调节，加码“两新一重（即新型基建、新型城镇化和重大交通、水利工程）”建设，新型基建兼具了稳增长和调结构双重政策目标，未来发展空间巨大。“东数西算”工程是相关部委部署稳增长政策的重要举措，本质上属于数字基础设施建设，也就是数字新基建。IDC 作为数字经济的底座，

兼具绿色集约、高算力、高能效的新型数据中心以及算力网络枢纽节点是鼓励发展的重中之重。“东数西算”工程将带动数据中心运营及其产业链上土建工程、IT 设备制造、信息通信、基础软件、绿色能源供给的需求机会。具体而言，“东数西算”工程将重点支持绿色数据中心（绿色节能、可再生能源及储能）、算力高效调度（云计算）、算力创新可控（国产基础软硬件、云平台、大数据分析）等创新内容。当前我国稳增长政策力度较大，政策着力点是“两新一重”。同时，我国积极发展数字经济，实施“东数西算”工程，助力 IDC 产业快速发展，新基建迎来政策红利。

图 11：数字新基建：数据中心+5G+工业物联网



资料来源：安信证券研究中心

图 12：“东数西算”对那些产业链影响大



资料来源：安信证券研究中心

2.3. 积极谋划战略转型，IDC 布局正当时

公司工程业务主要聚焦公装领域，承接过较多的 IDC 项目的装饰装修工程，对 IDC 产业有较多理解，公司将 IDC 作为转型发展的重要领域之一符合公司发展战略。基于移动互联网行业发展和 5G 商业化大规模应用的背景下，公司积极发挥在设计、建筑领域的专业优势，与数据中心、云服务等领域相结合，将中装云科技打造成为以 IDC 设计、建设、运营与咨询服务为主要优势的数据中心全生命周期与云服务综合解决方案提供商。2020 年 5 月中装云科技以现金收购方式取得宽原电子 60% 的股权，其中 3000 万元直接购买原股东 45% 的股权；剩余 3000 万元对宽原电子进行增资并取得 15% 的股权。宽原电子拥有广东顺德五沙（宽原）大数据中心（IDC）项目，该项目占地面积 56.9 亩，总投资约 15 亿元，规划 10000 个标准机柜，能够弹性满足 4.4KW~12KW 客户需求。公司高度重视 IDC 业务发展，将以最优方案进行五沙（宽原）IDC 项目建设和运营，力争将其打造成为超五星数据中心和国家绿色数据中心，公司 IDC 业务布局正当时，且乘上“东数西算”东风，未来发展前进良好。

图 13：公司战略转型 IDC 有望迎来高增长



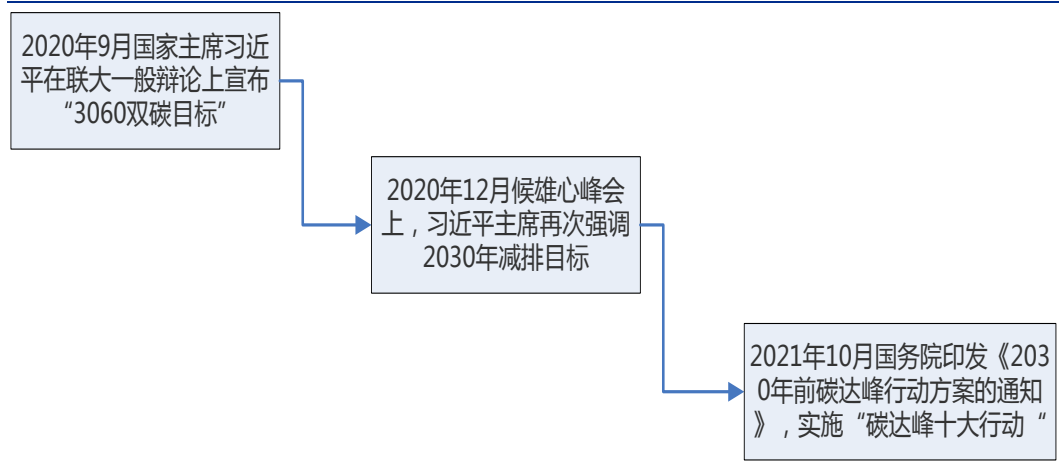
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. “碳达峰、碳中和”来袭，绿色能源大有可为

3.1. “3060 双碳”目标提出，碳达峰迎来政策支持

2020年9月国家主席习近平在联合国大会一般性辩论上宣布：“中国将采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”（以下简称“3060双碳”目标）。此后，中国多次反复重申“3060双碳”目标，特别是在2020年12月举行的气候雄心峰会上，习近平主席进一步宣布，到2030年，中国单位GDP二氧化碳排放将比2005年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，森林蓄积量将比2005年增加60亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。2021年10月国务院印发《2030年前碳达峰行动方案的通知》【国发[2021]23号】，明确提出碳达峰贯穿于经济社会发展全过程和各方面，要重点实施能源绿色低碳转型行动、节能降碳增效行动、城乡建设碳达峰行动、交通运输绿色低碳行动、碳汇能力巩固提升行动等“碳达峰十大行动”，“碳达峰”迎来政策大力支持。

图 14：“3060 双碳”目标及重要节点事件



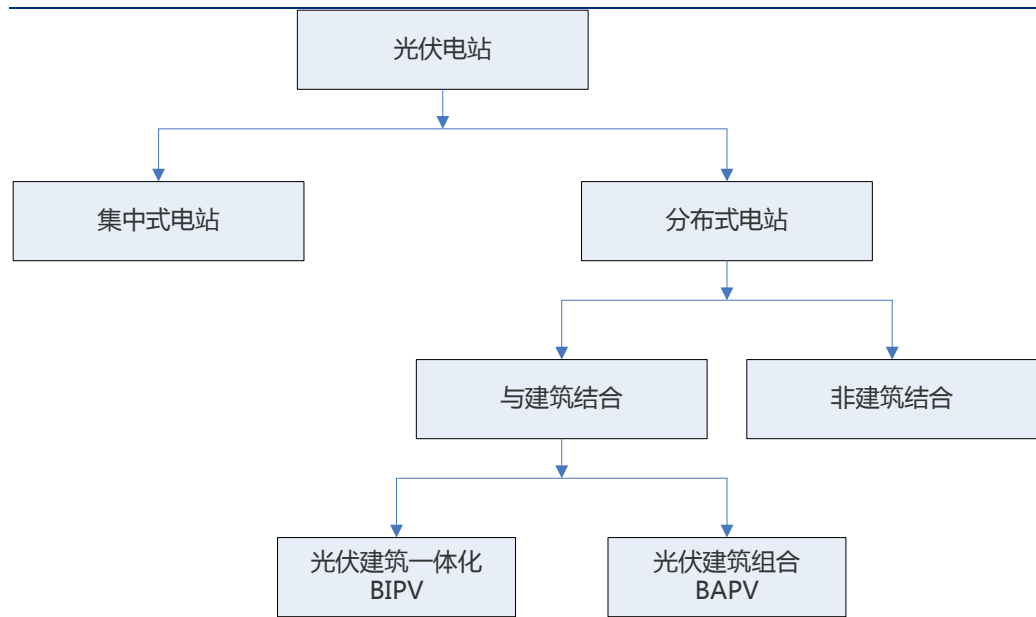
资料来源：国务院、相关网站，安信证券研究中心

3.2. BIPV 迎来机遇，绿色建筑前景广阔

光伏建筑一体化（BIPV：Building Integrated Photovoltaic）是一种将太阳能发电产品集成到

建筑上的技术，不同于光伏系统附着在建筑上(BAPV: Building Attached Photovoltaic)的形式。BIPV 是与建筑物同时设计、同时施工和安装并与建筑物形成完美结合的太阳能光伏发电系统，被称为“构件型”和“建材型”建筑光伏，是建筑物外部结构的一部分，可作为屋顶、天窗、建筑物外立面的替代物品，不仅具有光伏发电功能，还兼具装饰、建材功能，将光伏组件和建筑结合为一体，被广泛应用于光伏幕墙、采光顶、外窗遮阳、雨篷等多种场景。BAPV 是附着在（安装在）建筑物上的太阳能光伏发电材料，也称为“后安装型”建筑太阳能光伏，主要应用于一些翻新工程上，即在已完成的建筑物上安装光伏材料，这些光伏材料的主要功能是发电，不承担建筑物的功能，也不破坏或削弱原有建筑物的功能，目前大多数建筑一体化光伏指的就是 BAPV。BIPV 优势显著，能够增强建筑物的美观，降低建筑物的能耗，减少二氧化碳的排放，发展空间较大。

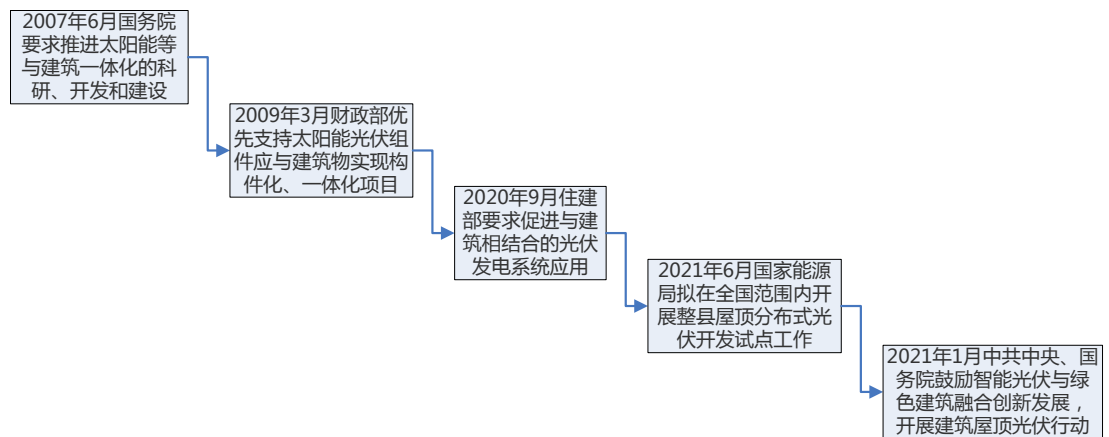
图 15：光伏电站、集中式电站、分布式电站、BIPV 和 BAPV 关系示意图



资料来源：国家发改委网站，安信证券研究中心

2007年6月国务院印发《关于印发节能减排综合性工作方案的通知》，明确要求积极推进能源结构调整，大力发展可再生资源，推进太阳能等可再生资源与建筑一体化的科研、开发和建设，并组织实施30个低能耗、绿色建筑示范项目。2009年3月财政部印发《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》，优先支持太阳能光伏组件应与建筑物实现构件化、一体化项目。2020年9月住建部印发《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》，明确提出推进发展智能建造技术，推动智能光伏应用示范，促进与建筑相结合的光伏发电系统应用，提升建筑的便捷性和舒适度，BIPV 迎来发展新机遇。2021年6月国家能源局印发《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，拟在全国范围内开展整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点工作，要求党政机关屋顶总面积可安装光伏发电的比例不低于50%，学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电的比例不低于40%，农村居民屋顶总面积可安装光伏发电的比例不低于20%。2021年10月中共中央、国务院联合印发《关于推动城乡建设绿色发展的意见》和《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，鼓励智能光伏与绿色建筑融合创新发展，加快优化建筑用能结构，开展建筑屋顶光伏行动。

图 16: 我国关于屋顶光伏、BIPV 系列支持政策



资料来源：国家发改委网站，安信证券研究中心

随着政策的持续出台，BIPV 有望驶入“快车道”。根据国家统计局数据和中国建筑科学研究院的测算，目前我国既有建筑面积约 800 亿平方米，同时目前市场上每年新增近 1 亿平方米的采光瓦屋顶面积，一旦走向规模化应用，BIPV 将是一个近万亿元的市场。地方政府积极主动，吉林、广东、江苏、西安、北京等 19 个省市明确发布了 BIPV 相关补贴政策，补贴力度不超过 0.4 元/度，补助限额最高达到 800 万元/个，地方政府的补贴政策有望推动 BIPV 投资快速增长。2021 年以来，硅料价格大幅上涨，从每吨不足 8 万元涨到 27 万元，影响了光伏装机规模，1-10 月中国新增光伏装机量 29.31GW，低于 CPIA 预测的中国 2021 年 55-65GW 的光伏装机量。根据上市公司公告，2021 年 12 月隆基股份、中环股份纷纷下调硅片价格，降价幅度近 10%，硅片价格的下降，减轻了下游企业压力，预计光伏装机将迎来契机，装机量有望快速提升，2022 年 BIPV 有望驶入“快车道”。

表 1: 公司近期承接的新能源项目一览表

| 时间 | 政策文件 | 城市 | 要点 |
|------------------|----------------------------|-----|---|
| 2021 年 11 月 23 日 | 《西安市光伏建筑一体化应用示范项目补助资金申报指南》 | 西安市 | 对新建 BIPV 项目按装机容量标准建设项目给予 0.3 元/瓦的工程补助，单体项目不超过 100 万元。 |
| 2021 年 6 月 30 日 | 《吉林省建筑节能奖补资金管理暂行办法》 | 吉林省 | 超低能耗建筑项目，按照建筑面积每平方米奖补 600 元，单个项目不超过 300 万元 |
| 2021 年 5 月 21 日 | 《促进绿色低碳发展办法》 | 广州市 | 分布式光伏发电项目，补贴标准非公共机构 0.15 元/瓦，公共建筑 0.3 元/瓦 |
| 2021 年 5 月 25 日 | 《建筑节能和绿色建筑转向引导资金管理暂行办法》 | 张家港 | 绿色建筑一星级、二星级、三星级，补贴标准 5-30 元/平方不等，单体最高不超过 100 万元。 |
| 2021 年 3 月 16 日 | 《绿色建筑示范项目管理暂行办法》 | 南京市 | 太阳能光伏项目安装不超过 500 万/kW 予以补贴，单个项目不超过 200 万元。 |
| 2020 年 11 月 18 日 | 《关于进一步支持光伏发电系统推广应用的通知》 | 北京市 | BIPV 项目补贴标准为 0.4 元/千瓦，每个项目补贴 5 年 |
| 2020 年 5 月 20 日 | 《上海市建筑节能和绿色建筑示范项目专项扶持办法》 | 上海 | 符合可再生资源与建筑一体化示范项目，采取太阳能光热的，受益面积补贴标准为 45 元/平方米 |

资料来源：统计局，住建部，安信证券研究中心

3.3. 积极响应国家政策，绿色能源大有可为

公司积极响应国家政策，布局绿色能源。2017 年 7 月公司成立了深圳市中装新能源科技有限公司（以下简称“中装新能源”），中装新能源具有电力工程施工总承包三级资质、电力承装（修、试）四级资质，致力于新能源项目的投资、建设与经营，以风能、太阳能、综合储能等开发与运营为核心。根据公司关于深交所关注函的回复公告，2021 年之前，中装新能源主要聚焦于光伏、风电的建设、施工，拥有丰富的绿色能源建设、施工经验，拥有一二級建造师、工程师、行业专业执业人员 40 余人，持有 12 项光伏领域相关专利，其中发明专利 2 项，实用新型专利 10 项。中装新能源拥有丰富的新能源项目投资建设经验，承接并完成了北京冬奥会国家速滑馆屋面光伏发电及装饰铝板专业分包工程、汉能哈密石城子 20MWp 并

网光伏电站项目主控楼 BIPV 工程和福田区喜年大厦 B 座 30KW 分布式光伏发电项目等，随着 BIPV 全面推广，公司新能源工程业务有望高速增长。

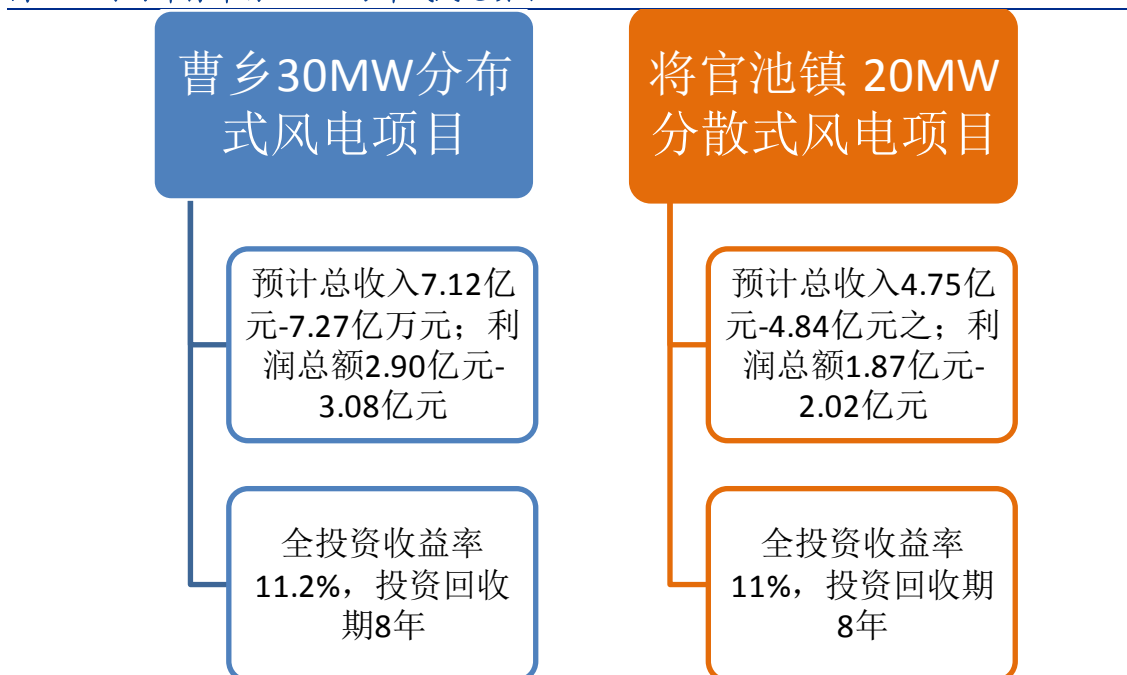
表 2：公司近期承接的新能源项目一览表

| 序号 | 建设单位 | 项目名称 |
|----|------------------|--|
| 1 | 北京城建集团有限责任公司 | 国家速滑馆屋面光伏发电及装饰铝板专业分包工程 |
| 2 | 广东新奥空港清洁能源有限公司 | 广州白云国际机场 T2 航站楼光伏发电项目系统集成采购及安装工程 |
| 3 | 内蒙古公投公路新能源科技有限公司 | 巴彦淖尔与呼和浩特高速公路服务区分布式光伏示范项目 |
| 4 | 武邑县扶贫和农业开发办公室 | 武邑县贫困村基础设施建设项目村级集体光伏电站设备采购及安装 |
| 5 | 天镇县边塞经济开发管理委员会 | 山西省天镇县扶贫工业园区光伏扶贫发电项目 3#、4#、及 5# 屋面电站工程 |
| 6 | 大同泰瑞集团建设有限公司 | 泰瑞新材料工程研发中心光伏幕墙发电系统项目 |
| 7 | 哈密汉能太阳能发电有限公司 | 汉能哈密石城子 20MWp 并网光伏电站项目主控楼 BIPV 工程 |
| 8 | 深圳市朗华投资控股有限公司 | 福田区喜年大厦 B 座 30KW 分布式光伏发电项目 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2021 年以来，公司开始尝试新能源 EPC 项目。2021 年 8 月公司取得河南许昌许瑞 50MW 分散式风电 EPC 项目，项目包括曹乡 30MW 分散式风电场项目以及将官池镇 20MW 分散式风电项目，项目合同总金额约 4.16 亿元，发包方为许昌许瑞风力发电有限公司，承包方公司三级子公司——中装新能源。项目采取 EPC+F 模式，建成后转让于发包方，是电网内实行独立核算的发电项目，其发电收入按经营期平均上网电价和上网电量计算。在计算期内，按不含税上网电价计算，曹乡 30MW 分散式风电场项目发电收入总额在 7.12 亿元-7.27 亿元之间，项目计算期内的发电利润总额在 2.90 亿元-3.08 亿元之间，全投资收益率 11.2%，投资回收期 8 年。将官池镇 20MW 分散式风电项目按不含税上网电价计算，发电收入总额在 4.75 亿元-4.84 亿元之间，项目计算期内的发电利润总额在 1.87 亿元-2.02 亿元之间，全投资收益率 11%，投资回收期 8 年。目前，河南许昌许瑞风电项目已经完成了升压站和部分风机基础施工，正在吊装，预计 3 月底能够并网。如果顺利交付运营后，预计河南许昌 50MW 风电项目年总发电量预计为 1.2 亿度电，能够贡献 6300 万元的营业收入及 2000 万元的利润（首年按发电总量 70%折减）。

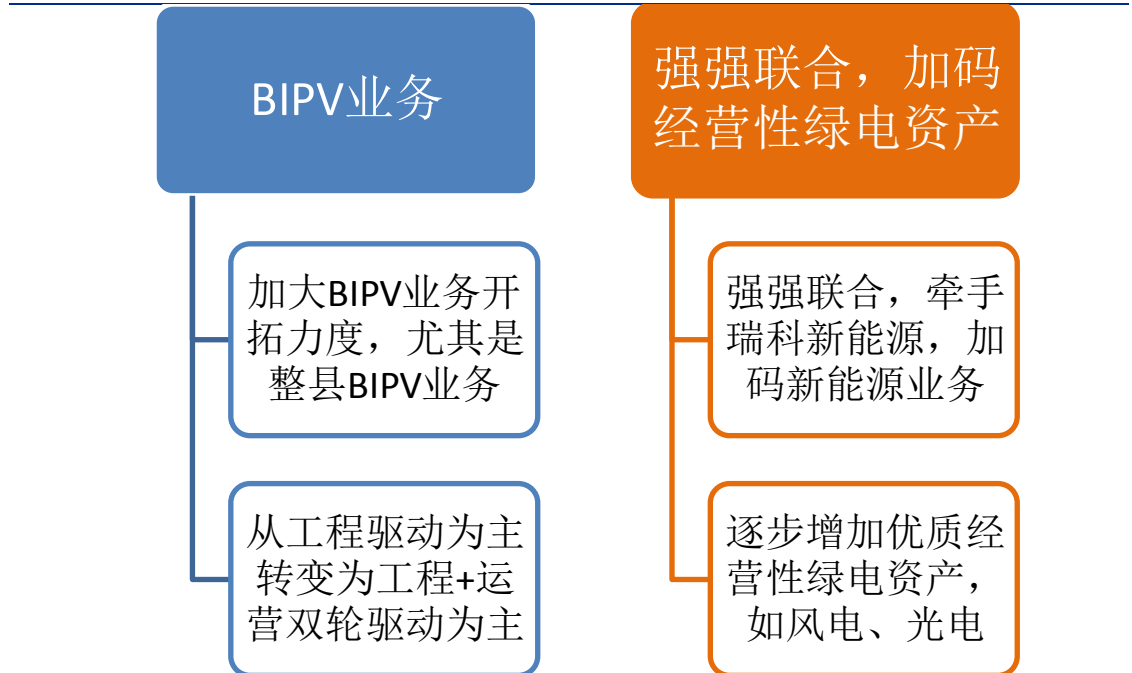
图 17：河南许昌许瑞 50MW 分布式风电项目



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

展望未来，公司将充分利用自身优势，加大力度开拓 BIPV 业务，尤其是整县 BIPV 业务，同时大力发展风电 EPC 项目，尤其是运营类风电项目有望加码。公司将加大资金投入，实现新能源板块的高质量发展和内涵式增长，并与战略合作伙伴建立良好的关系，拓展外部业务机会，实现外延式增长。2021 年 12 月公司与中山瑞科新能源有限公司（以下简称“瑞科新能源”）签署战略合作协议，双方拟在将充分发挥各自优势，资源互补，结合国家大力推进新能源和可再生能源产业发展的良好契机，共同拓展光伏幕墙及国内屋面光伏发电项目，强强联合助推公司新能源板块快速增长。另外，公司将逐步持有优质经营性绿电资产，实现新能源板块由工程驱动转向由工程+运营双轮驱动转变。目前，公司投资运营的绿电项目主要有广州五羊-本田分布式光伏项目，新能源业务大有可为。

图 18：云南交投国企改革大幕开启



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 业绩有望触底回升，IDC、绿电提升估值

4.1. 盈利预测与估值：装饰业务触底回升，IDC、绿电业务启航

公司主业经营稳健，单一客户依赖度低，部分地产公司“暴雷”对公司业绩影响有限。随着房地产市场逐步出清和国家稳增长政策的落地执行，公司主业的发展有望迎来机遇，毛利率和净利率也有望触底回升。预计 2021-2023 年公司装饰业务营业收入增速分别为 11%、28% 和 22%，营业收入分别为 58.49 亿元、74.86 亿元和 91.33 亿元；园林、市政业务基数较低，增长较快，预计 2021-2023 年园林、市政业务增速分别为 50%、40%和 30%，营业收入分别为 2.63 亿元、3.68 亿元和 4.78 亿元；物业管理业务稳健增长，预计 2021-2023 年物业管理业务增速分别为 17.21%、7.69%和 7.14%，营业收入分别为 1.43 亿元、1.54 亿元和 1.65 亿元；IDC 和新能源是 2022 年新增业务，预计 2022-2023 年 IDC 业务收入分别为 0.79 亿元和 1.05 亿元，新能源业务营业收入分别为 0.63 亿元和 0.90 亿元。

表 3：公司各业务板块及盈利预测（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 41.46 | 48.59 | 55.81 | 62.54 | 81.49 | 99.71 |
| YOY | 30.66% | 17.20% | 14.86% | 12.06% | 30.31% | 22.35% |
| 综合毛利率 | 14.58% | 17.28% | 17.29% | 17.34% | 17.52% | 18.04% |
| 装饰 | | | | | | |
| 营业收入 | 40.1 | 47.6 | 52.69 | 58.49 | 74.86 | 91.33 |

| | | | | | | |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| YOY | 29.90% | 18.70% | 10.69% | 11.00% | 28.00% | 22.00% |
| 毛利率 | 14.51% | 17.24% | 18.87% | 17.60% | 17.70% | 17.70% |
| 园林及其他 | | | | | | |
| 营业收入 | 1.35 | 0.99 | 1.75 | 2.63 | 3.68 | 4.78 |
| YOY | 56.98% | -26.67% | 76.77% | 50.00% | 40.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 16.51% | 19.21% | 18.50% | 18.30% | 18.20% | 18.10% |
| IDC | | | | | | |
| 营业收入 | | | | | 0.79 | 1.05 |
| YOY | | | | | | 33.33% |
| 毛利率 | | | | | 7.14% | 8.20% |
| 新能源 | | | | | | |
| 营业收入 | | | | | 0.63 | 0.90 |
| YOY | | | | | | 42.86% |
| 毛利率 | | | | | 31.75% | 18.10% |
| 物业管理 | | | | | | |
| 营业收入 | | | 1.22 | 1.43 | 1.54 | 1.65 |
| YOY | | | | 17.21% | 7.69% | 7.14% |
| 毛利率 | | | 17.15% | 18.02% | 18.32% | 18.76% |

资料来源：WIND，安信证券研究中心

基于各业务板块的业务预测，预计 2021-2023 年公司整体营业收入增速分别为 12.06%、30.31%和 22.35%，营业收入分别为 62.54 亿元、81.49 亿元和 99.71 亿元，随着新业务占比的提高，公司毛利率整体呈现上行态势，预计 2021-2023 年公司整体毛利率分别为 17.34%、17.52%和 18.04%；净利润分别为 2.33 亿元、3.51 亿元和 4.58 亿元，分别同比增长-9.9%、50.7%和 30.4%；每股收益为 0.32 元、0.49 元和 0.63 元。公司动态 PE 分别为 20.3 倍、13.5 倍和 10.3 倍，PB 分别为 1.32 倍、1.22 倍和 1.08 倍。与同类上市公司相比，公司估值具有显著优势。2021 年装饰上市公司大多财务预警，亏损较为严重，尤其是金螳螂、广田集团、宝鹰股份、全筑股份等与恒大房地产业务占比较高的公司，亏损巨大，PE 估值比较意义不大，但从 PB 估值来看，公司仍有显著优势。考虑到公司业务增速较快，且向物业管理、IDC、云计算、新能源等新兴领域转型，公司应享受估值溢价。

表 4：可比公司估值水平

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 | 2020 年 EPS | 市盈率 PE(TTM) | 市净率 PB(LF) | 市销率 PS(TTM) |
|-----------|------|--------|------------|-------------|------------|-------------|
| 002081.SZ | 金螳螂 | 144.25 | 0.88 | 6.98 | 0.82 | 0.50 |
| 002375.SZ | 亚厦股份 | 78.79 | 0.24 | 24.14 | 0.92 | 0.63 |
| 002482.SZ | 广田集团 | 37.51 | -0.51 | -3.72 | 0.60 | 0.34 |
| 603030.SH | 全筑股份 | 20.07 | 0.25 | -13.89 | 0.92 | 0.42 |
| 002325.SZ | 洪涛股份 | 33.93 | -0.28 | -15.95 | 1.16 | 1.13 |
| 002822.SZ | 中装建设 | 47.34 | 0.37 | 21.24 | 1.36 | 0.79 |
| 002047.SZ | 宝鹰股份 | 51.10 | 0.08 | -166.05 | 1.05 | 0.98 |
| 002989.SZ | 中天精装 | 29.31 | 1.43 | 19.59 | 1.74 | 1.19 |
| 均值 | | 55.29 | 0.31 | -15.96 | 1.07 | 0.75 |

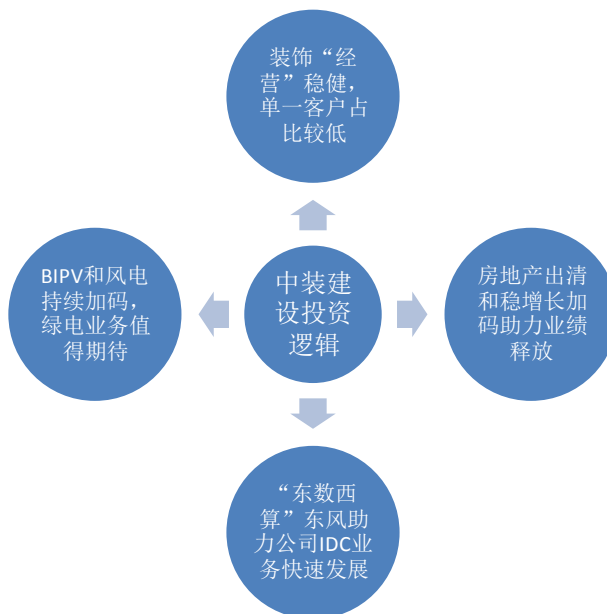
资料来源：WIND，安信证券研究中心

4.2. 投资建议：装饰“黑马”经营稳健，IDC、绿电助力估值提升

公司以装饰主业为依托，集建筑装饰、设计研发、园林绿化、房建市政、幕墙、物业管理、IDC 与云计算、新能源于一体，致力成长为城乡建设综合服务运营商。公司深耕公装行业，大力拓展医院、机场等公装市场，客户较为优质，且公司对单一客户依赖度较低，部分地产公司“暴雷”对公司影响较小。随着房地产行业出清和国家稳增长政策加码，公司经营迎来较好的环境，公司业绩触底回升，快速增长可期。同时，公司积极围绕装饰产业链进行布局和延伸，积极向园林绿化、房建市政、幕墙等工程领域延伸，做大做强工程施工业务板块，

夯实主业发展基础；另一方面，公司通过外延扩张，向物业管理、IDC、云计算、新能源等业务领域战略转型，实现公司高质量增长。2022 年公司迎来了“东数西算”、“碳达峰、碳中和”的政策东风，公司 IDC 业务和新能源业务有望实现快速增长，业绩释放势在必行，助力公司估值提升。我们看好“装饰黑马”成长空间和 IDC、新能源的布局，公司未来成长性较好，维持公司的“买入-A”评级，目标价 8.54 元，对应 2022 年动态市盈率 17.4 倍。

图 19：中装建设的投资逻辑示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.3. 风险提示

宏观经济大幅波动风险，国内固定资产投资增速下滑风险，在建项目执行不达预期风险，项目回款风险，物业管理和 IDC 数据中心业务推进及预测业绩不达预期风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------|----------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 4,859.1 | 5,581.4 | 6,254.6 | 8,150.3 | 9,971.9 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 4,019.5 | 4,616.4 | 5,170.0 | 6,722.4 | 8,173.0 | 营业收入增长率 | 17.2% | 14.9% | 12.1% | 30.3% | 22.4% |
| 营业税费 | 29.3 | 31.4 | 46.9 | 61.1 | 74.8 | 营业利润增长率 | 23.6% | 8.9% | -8.1% | 53.0% | 34.5% |
| 销售费用 | 46.4 | 51.5 | 71.9 | 118.2 | 169.5 | 净利润增长率 | 48.2% | 4.3% | -9.9% | 50.7% | 30.4% |
| 管理费用 | 120.5 | 164.3 | 200.1 | 293.4 | 369.0 | EBITDA 增长率 | 56.1% | 23.6% | -34.5% | 48.1% | 20.4% |
| 研发费用 | 151.8 | 170.0 | 206.4 | 277.1 | 364.0 | EBIT 增长率 | 59.7% | 23.5% | -35.5% | 51.3% | 21.3% |
| 财务费用 | 91.6 | 92.7 | 97.0 | 141.7 | 108.4 | NOPLAT 增长率 | 50.7% | 2.2% | -5.1% | 47.4% | 19.7% |
| 资产减值损失 | -1.6 | -66.8 | 135.0 | 67.0 | 80.0 | 投资资本增长率 | 14.6% | 27.7% | 7.3% | 10.1% | 9.8% |
| 加:公允价值变动收益 | - | 0.1 | -19.8 | 3.3 | 4.4 | 净资产增长率 | 33.0% | 19.7% | 6.9% | 7.8% | 13.1% |
| 投资和汇兑收益 | 21.1 | 20.3 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | | | | | | |
| 营业利润 | 312.0 | 339.7 | 312.3 | 477.7 | 642.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -13.7 | -6.8 | -11.2 | -10.6 | -25.3 | 毛利率 | 17.3% | 17.3% | 17.3% | 17.5% | 18.0% |
| 利润总额 | 298.3 | 333.0 | 301.1 | 467.1 | 617.4 | 营业利润率 | 6.4% | 6.1% | 5.0% | 5.9% | 6.4% |
| 减:所得税 | 55.2 | 74.0 | 66.2 | 112.1 | 154.4 | 净利润率 | 5.1% | 4.6% | 3.7% | 4.3% | 4.6% |
| 净利润 | 247.6 | 258.4 | 232.7 | 350.7 | 457.5 | EBITDA/营业收入 | 11.1% | 11.9% | 7.0% | 7.9% | 7.8% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 10.6% | 11.4% | 6.5% | 7.6% | 7.5% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 11 | 16 | 20 | 15 | 12 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | 155 | 160 | 166 | 143 | 133 |
| 货币资金 | 1,370.8 | 1,287.6 | 1,876.4 | 1,630.1 | 1,794.9 | 流动资产周转天数 | 356 | 379 | 387 | 332 | 303 |
| 交易性金融资产 | - | 29.7 | 9.9 | 13.2 | 17.6 | 应收帐款周转天数 | 241 | 205 | 200 | 198 | 183 |
| 应收帐款 | 3,651.5 | 2,703.8 | 4,245.8 | 4,719.6 | 5,418.5 | 存货周转天数 | 16 | 17 | 15 | 16 | 15 |
| 应收票据 | 40.9 | 70.0 | 39.9 | 111.4 | 74.8 | 总资产周转天数 | 400 | 431 | 441 | 372 | 334 |
| 预付帐款 | 56.6 | 30.1 | 61.0 | 68.4 | 83.2 | 投资资本周转天数 | 197 | 208 | 216 | 180 | 162 |
| 存货 | 239.3 | 288.8 | 228.2 | 491.1 | 326.2 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 38.2 | 1,935.3 | 657.9 | 877.1 | 1,156.8 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 8.6% | 7.7% | 6.5% | 9.1% | 10.4% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 4.0% | 3.5% | 2.9% | 4.0% | 4.8% |
| 长期股权投资 | 76.5 | 82.0 | 82.0 | 82.0 | 82.0 | ROIC | 13.3% | 11.9% | 8.8% | 12.1% | 13.2% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 143.7 | 354.6 | 347.6 | 340.7 | 333.7 | 销售费用率 | 1.0% | 0.9% | 1.2% | 1.5% | 1.7% |
| 在建工程 | 113.5 | 39.1 | 39.1 | 39.1 | 39.1 | 管理费用率 | 2.5% | 2.9% | 3.2% | 3.6% | 3.7% |
| 无形资产 | 299.9 | 339.3 | 318.6 | 298.0 | 277.4 | 研发费用率 | 3.1% | 3.0% | 3.3% | 3.4% | 3.7% |
| 其他非流动资产 | 34.1 | 142.1 | 122.6 | 126.0 | 130.0 | 财务费用率 | 1.9% | 1.7% | 1.6% | 1.7% | 1.1% |
| 资产总额 | 6,065.1 | 7,302.4 | 8,029.0 | 8,796.7 | 9,734.1 | 四费/营业收入 | 8.4% | 8.6% | 9.2% | 10.2% | 10.1% |
| 短期债务 | 1,212.6 | 1,440.7 | 1,839.8 | 1,934.9 | 1,980.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 1,068.8 | 1,203.4 | 1,266.6 | 1,969.5 | 1,983.7 | 资产负债率 | 52.4% | 52.7% | 54.0% | 54.7% | 53.7% |
| 应付票据 | 167.9 | 309.5 | 207.5 | 203.3 | 296.2 | 负债权益比 | 110.0% | 111.3% | 117.4% | 120.9% | 116.2% |
| 其他流动负债 | 577.8 | 874.0 | 767.4 | 690.7 | 944.2 | 流动比率 | 1.78 | 1.66 | 1.74 | 1.65 | 1.70 |
| 长期借款 | 97.5 | - | 240.0 | - | 10.3 | 速动比率 | 1.70 | 1.58 | 1.69 | 1.55 | 1.64 |
| 其他非流动负债 | 52.4 | 18.8 | 14.3 | 16.5 | 16.5 | 利息保障倍数 | 5.62 | 6.85 | 4.22 | 4.37 | 6.93 |
| 负债总额 | 3,177.0 | 3,846.3 | 4,335.7 | 4,814.9 | 5,231.1 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | -5.0 | 110.3 | 112.3 | 116.5 | 122.0 | DPS(元) | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.07 | 0.10 |
| 股本 | 683.3 | 721.4 | 720.5 | 720.5 | 720.5 | 分红比率 | 11.2% | 14.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 留存收益 | 2,223.5 | 2,697.4 | 2,895.3 | 3,193.4 | 3,582.2 | 股息收益率 | 0.6% | 0.8% | 0.7% | 1.1% | 1.4% |
| 股东权益 | 2,888.1 | 3,456.0 | 3,693.3 | 3,981.8 | 4,503.0 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 0.34 | 0.36 | 0.32 | 0.49 | 0.63 |
| 净利润 | 243.1 | 258.9 | 232.7 | 350.7 | 457.5 | BVPS(元) | 4.02 | 4.64 | 4.97 | 5.36 | 6.08 |
| 加:折旧和摊销 | 26.4 | 32.5 | 27.6 | 27.6 | 27.6 | PE(X) | 19.1 | 18.3 | 20.3 | 13.5 | 10.3 |
| 资产减值准备 | 112.5 | 146.0 | - | - | - | PB(X) | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| 公允价值变动损失 | - | -0.1 | -19.8 | 3.3 | 4.4 | P/FCF | -25.4 | -14.1 | 8.7 | -26.7 | 43.2 |
| 财务费用 | 80.9 | 72.7 | 97.0 | 141.7 | 108.4 | P/S | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| 投资损失 | -21.1 | -20.3 | -5.0 | -5.0 | -5.0 | EV/EBITDA | 12.4 | 7.3 | 11.5 | 8.0 | 6.5 |
| 少数股东损益 | -4.5 | 0.6 | 2.2 | 4.3 | 5.6 | CAGR(%) | 13.5% | 21.4% | 12.5% | 13.5% | 21.4% |
| 营运资金的变动 | -286.9 | -2,184.4 | -270.6 | -423.3 | -450.4 | PEG | 1.4 | 0.9 | 1.6 | 1.0 | 0.5 |
| 经营活动产生现金流量 | 66.0 | -302.2 | 64.0 | 99.3 | 148.1 | ROIC/WACC | 1.5 | 1.4 | 1.0 | 1.4 | 1.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -131.2 | -19.1 | 44.7 | -1.6 | -3.8 | REP | 1.5 | 1.0 | 1.3 | 0.9 | 0.7 |
| 融资活动产生现金流量 | 332.2 | 146.3 | 480.1 | -344.0 | 20.6 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034