

## 公司研究

## 业绩短期表现不佳，看好长期成长性

## ——中铁装配（300374.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2020 年年报，全年实现营业收入 9.91 亿元，同增 3.91%；归母净利润 0.14 亿元，同减 79.06%；扣非归母净利润 0.03 亿元，同减 92.56%。单四季度，公司营收 3.25 亿元，同减 24.03%；归母净利润-0.26 亿元，同减 246.14%；扣非归母净利润-0.30 亿元，同减 427.59%。2021 年一季报显示，公司实现营收 1.48 亿元，同增 91.63%；实现归母净利润 0.02 亿元，同减 17.85%。

## 点评：

**2020 年毛利率下降、期间费用增加，致使业绩下滑明显：**2020 年，公司营收增幅不大，但分结构来看，贸易业务收入 0.44 亿元，同减 85.95%；装配式建筑部品部件收入 0.93 亿元，同增 44.86%；装配式建筑集成产品收入 8.39 亿元，同增 48.67%，装配式相关业务收入大幅增加。公司综合毛利率 21.90%，同减 1.54pct，主要系装配式建筑集成产品（报告期收入占比 84.65%）毛利率 24.04%，同减 12.96pct，该业务直接材料成本同增 194.11%，远高于营收增幅，我们推测为项目结构变化使得毛利率承压。公司期间费用率达到 19.27%，同增 5.83pct，亦影响业绩表现，全年销售净利率为 1.42%，同减 5.64pct。

**2021Q1 毛利率有所好转，期间费用侵蚀利润：**2021Q1，公司营业收入在上年同期低基数下，实现大幅增长，且基本与 19 年同期持平。综合毛利率为 22.58%，同比降低 13.79pct，较 19 年同期降低 7.54pct，然而环比 20Q4 则增加 6.90pct，显示经营情况在一定程度上向好。不过由于人工成本、折旧费、利息支出增加，期间费用率环比增加 8.98pct，至 27.03%，从而致使销售净利率仅为 1.07%，同比下降 1.42pct、环比下降 0.35pct。

**期待中铁协同效应显现：**2020 年，随着中国中铁成功入主，公司成为其旗下唯一的高科技创新型装配式建筑业务平台，后续或有望明显受益订单协同等利好。装配式建筑作为建筑业未来变革重要方向之一，并受益于绿色建筑、碳中和等政策持续推进，行业中长期具备成长性，公司未来享有较大发展空间。

**盈利预测、估值与评级：**由于公司当前盈利能力有所下滑，且短期并未看到快速恢复迹象，我们下调公司 21-22 年归母净利润预测（下调幅度分别为 37.76%、43.75%）、新增 23 年归母净利润预测分别为 0.61、0.72 和 1.05 亿元，对应公司 EPS 分别为 0.25、0.29 和 0.43 元。鉴于公司装配式建筑业务规模迅速扩张，且未来与中铁协同效果有望逐渐显现，成长空间值得期待，故维持“增持”评级。

**风险提示：**与中铁业务协同低于预期、原材料价格大幅波动、政策风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	954	991	1,277	1,641	1,956
营业收入增长率	23.78%	3.91%	28.84%	28.46%	19.20%
净利润（百万元）	67	14	61	72	105
净利润增长率	-5.01%	-79.06%	335.54%	17.52%	45.56%
EPS（元）	0.27	0.06	0.25	0.29	0.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.39%	0.92%	3.85%	4.36%	6.01%
P/E	48	231	53	45	31
P/B	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

## 增持（维持）

当前价：13.22 元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

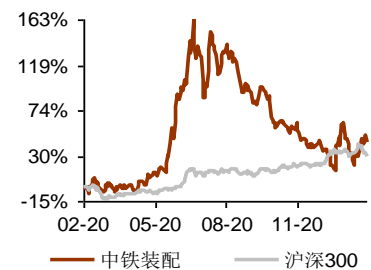
021-52523822

sunwf@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.46
总市值(亿元)	32.51
一年最低/最高(元)	8.77/23.26
近 3 月换手率	94.79%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.56	14.05	43.44
绝对	-5.65	14.96	44.36

资料来源：Wind

## 相关研报

2020 收入重回高增，中铁入主拓宽成长空间——中铁装配（300374.SZ）20 年半年报点评（2020-08-26）

股权转让落地，中铁入主，迈入新阶段——恒通科技（300374.SZ）公告点评（2020-07-16）

乘装配式东风，有望明显受益央企入主——恒通科技（300374.SZ）跟踪研究报告（2020-06-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	954	991	1,277	1,641	1,956
营业成本	730	774	972	1,238	1,473
折旧和摊销	39	80	68	73	78
税金及附加	11	18	22	28	33
销售费用	8	9	11	14	17
管理费用	76	112	128	148	176
研发费用	20	21	27	34	41
财务费用	25	50	52	63	72
投资收益	18	0	0	0	0
营业利润	89	14	69	81	119
利润总额	83	16	70	82	120
所得税	16	2	9	10	15
净利润	67	14	61	72	105
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	14	61	72	105
EPS(元)	0.27	0.06	0.25	0.29	0.43

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	243	-7	-72	41	111
净利润	67	14	61	72	105
折旧摊销	39	80	68	73	78
净营运资金增加	-303	-72	296	221	192
其他	440	-30	-497	-325	-264
投资活动产生现金流	-254	-57	-219	-215	-190
净资本支出	-244	-107	-190	-190	-190
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-9	50	-29	-25	0
融资活动现金流	-8	252	254	228	126
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	45	362	297	287	198
无息负债变化	166	-54	121	170	148
净现金流	-18	188	-36	55	47

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.4%	21.9%	23.9%	24.6%	24.7%
EBITDA 率	17.0%	14.9%	15.4%	16.2%	15.9%
EBIT 率	12.9%	6.8%	10.1%	11.8%	11.9%
税前净利润率	8.7%	1.6%	5.5%	5.0%	6.1%
归母净利润率	7.1%	1.4%	4.8%	4.4%	5.4%
ROA	2.3%	0.4%	1.7%	1.7%	2.3%
ROE (摊薄)	4.4%	0.9%	3.9%	4.4%	6.0%
经营性 ROIC	4.3%	3.4%	5.2%	6.8%	7.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	52%	57%	61%	62%
流动比率	1.02	1.11	1.07	1.04	1.05
速动比率	0.88	1.06	1.01	0.98	0.99
归母权益/有息债务	2.05	1.38	1.13	0.98	0.92
有形资产/有息债务	3.68	2.79	2.54	2.41	2.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,915	3,226	3,703	4,222	4,661
货币资金	58	228	192	246	293
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	824	733	984	1,263	1,506
应收票据	13	23	30	38	45
其他应收款 (合计)	43	37	47	61	72
存货	163	79	99	126	149
其他流动资产	48	46	35	21	9
流动资产合计	1,157	1,522	1,849	2,226	2,553
其他权益工具	13	13	13	13	13
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,459	1,071	1,076	1,100	1,135
在建工程	118	16	107	174	225
无形资产	136	96	104	112	120
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	16	44	44	44
非流动资产合计	1,759	1,704	1,854	1,996	2,108
总负债	1,383	1,691	2,109	2,566	2,913
短期借款	453	716	973	1,220	1,379
应付账款	452	429	539	686	816
应付票据	34	0	0	0	0
预收账款	10	0	0	0	0
其他流动负债	8	3	3	3	3
流动负债合计	1,135	1,368	1,734	2,137	2,431
长期借款	168	215	255	295	335
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	52	55	67	81	94
非流动负债合计	247	323	375	429	482
股东权益	1,532	1,535	1,594	1,656	1,748
股本	246	246	246	246	246
公积金	788	789	795	802	812
未分配利润	495	501	553	608	690
归属母公司权益	1,532	1,535	1,594	1,656	1,748
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.85%	0.86%	0.86%	0.86%	0.86%
管理费用率	7.94%	11.28%	10.00%	9.00%	9.00%
财务费用率	2.58%	5.04%	4.06%	3.83%	3.67%
研发费用率	2.07%	2.08%	2.08%	2.08%	2.08%
所得税率	19%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.03	0.01	0.04	0.05	0.07
每股经营现金流	0.99	-0.03	-0.29	0.17	0.45
每股净资产	6.23	6.24	6.48	6.73	7.11
每股销售收入	3.88	4.03	5.19	6.67	7.95

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	48	231	53	45	31
PB	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	25.2	25.8	21.3	16.7	14.9
股息率	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE