

证券研究报告

建筑

推荐(维持)

证券分析师

苏多永

投资咨询资格编号:S1060515050001  
电话: 021-33830395  
邮箱: SUDUOYONG627@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

全筑股份(603030)

布局全装修电商平台，触网提升估值空间

事项:

公司以 600 万元受让羊仲清持有的上海全筑易家居配套有限公司(以下简称“全筑易”) 20%的股份，同时公司联合北京家菊就电子商务有限公司(以下简称“家菊就”)、同策房产咨询股份有限公司(以下简称“同策房产”)、上海聚超投资有限公司、羊仲清、蒋大伟、代国跃对全筑易实施增资扩股，注册资本由 1000 万元增至 4000 万元，公司持有全筑易股份提高至 54%。

平安观点:

- **全筑易股东背景强大，项目代理优势强大。**2013 年 3 月公司联合家菊就和羊仲清发起成立全筑易，家菊就控股股东为易居中国创始人之一、现任易居中国执行董事丁祖昱，执行董事为易居中国第一大股东周忻，背靠易居中国和新浪乐居。本次增资扩股，公司引进了中国领先的综合性房地产专业服务机构同策房产，同策房产拥有 20 余家控股子公司，进入近百个城市。易居中国和同策房产具有强大的项目策划代理能力，易居中国和同策房产分别位列 2014 年中国中国房地产策划代理综合实力 TOP10 第 2 名和第 3 名。
- **全筑易定位全装修家居配套 O2O，打造完美入住服务平台。**全筑易主要从事整体家居方案线上选配、线下交易设计顾问服务，定位于国内首家全装修住宅家居配套 O2O 模式电商企业，负责运营全筑 E 家电商平台——完美入住全家居预订制平台。全筑 E 家专为中国新建精装修住宅服务，是全国首家促进楼盘与交房的线上线下家居整合服务商，连接地产商、购房住户、各类装修材料供应商，形成一个 O2O 的闭环结构。本次增资扩股，引进同策房产，将进一步增强全筑易线下导流能力，提升全筑 E 家平台价值。
- **助力解决“装修门”事件，公司触网加快推进。**住宅全装修主要痛点在于统一装修无法体现个性化诉求、所见非所得、体验不完善等，造成了交房之后业主与开发商矛盾不断，“装修门”事件屡屡发生。全筑 E 家完美入住全家居预订制平台能够解决上述问题，全筑 E 家会为客户提供整体家居设计，包括户型分析图、装修升级效果图、家居全配效果图、功能配件效果图、商品详细清单等，提供一套或多套整体家居方案供客户选择，体现了个性化的诉求，最大限度地实现所见即所得，增加线上线下的体验，有助于解决住宅全装修的主要痛点，一定程度上避免开发商“装修门”事件，能够得到开发商和业主认可，公司触网有望加快推进。
- **投资建议：**公司是住宅全装修领先企业，住宅全装修行业空间大发展前景好。公

司与恒大地产在业务和股权上“捆绑”，有望借助资本市场实现二次飞跃。本次通过股权收购和增资方式控股全筑易，加快发展家装互联网，打造国内首个住宅全装修家居配套 O2O 电商平台。触网将提升公司估值空间，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**房地产市场政策变动，应收帐款坏帐、全筑 E 家进展不及预期、市场波动等风险。

**图表1 全筑易股权收购和增资前的股权结构（单位：万元）**

| 股东名称             | 出资金额 | 持股比例 |
|------------------|------|------|
| 上海全筑建筑装饰集团股份有限公司 | 400  | 40%  |
| 北京家菊就电子商务有限公司    | 300  | 30%  |
| 羊仲清              | 300  | 30%  |
| 合计               | 1000 | 100% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

**图表2 全筑易股权收购和增资后的股权结构（单位：万元）**

| 股东名称             | 本次新增认缴金额 | 合计认缴金额 | 本次交易完成后持股比例 |
|------------------|----------|--------|-------------|
| 上海全筑建筑装饰集团股份有限公司 | 1,560    | 2,160  | 54%         |
| 北京家菊就电子商务有限公司    | 240      | 540    | 13.50%      |
| 同策房产咨询股份有限公司     | 468      | 468    | 11.70%      |
| 上海聚超投资有限公司       | 72       | 72     | 1.80%       |
| 羊仲清              | 260      | 360    | 9%          |
| 蒋大伟              | 280      | 280    | 7%          |
| 代国跃              | 120      | 120    | 3%          |
| 合计               | 3,000    | 4,000  | 100%        |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

| 会计年度             | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 1503  | 1710  | 2517  | 2651  |
| 现金               | 197   | 752   | 697   | 1029  |
| 应收账款             | 963   | 797   | 1339  | 1314  |
| 其他应收款            | 28    | 17    | 40    | 31    |
| 预付账款             | 9     | 6     | 12    | 10    |
| 存货               | 114   | 49    | 160   | 101   |
| 其他流动资产           | 191   | 90    | 268   | 165   |
| <b>非流动资产</b>     | 137   | 144   | 158   | 185   |
| 长期投资             | 2     | 0     | -1    | -2    |
| 固定资产             | 21    | 32    | 42    | 56    |
| 无形资产             | 37    | 43    | 50    | 58    |
| 其他非流动资产          | 78    | 69    | 67    | 73    |
| <b>资产总计</b>      | 1640  | 1854  | 2675  | 2835  |
| <b>流动负债</b>      | 1189  | 918   | 1623  | 1638  |
| 短期借款             | 299   | 350   | 415   | 655   |
| 应付账款             | 702   | 458   | 977   | 816   |
| 其他流动负债           | 188   | 110   | 231   | 167   |
| <b>非流动负债</b>     | 27    | 22    | 16    | 12    |
| 长期借款             | 27    | 22    | 16    | 12    |
| 其他非流动负债          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>      | 1216  | 940   | 1640  | 1650  |
| 少数股东权益           | 4     | 6     | 9     | 13    |
| 股本               | 120   | 160   | 160   | 160   |
| 资本公积             | 28    | 28    | 28    | 28    |
| 留存收益             | 272   | 369   | 490   | 640   |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 420   | 908   | 1026  | 1173  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 1640  | 1854  | 2675  | 2835  |

| 会计年度           | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -58   | 138   | -84   | 146   |
| 净利润            | 77    | 97    | 121   | 150   |
| 折旧摊销           | 6     | 6     | 8     | 9     |
| 财务费用           | 16    | 11    | 7     | 14    |
| 投资损失           | 2     | 1     | 2     | 1     |
| 营运资金变动         | -167  | 21    | -221  | -28   |
| 其他经营现金流        | 7     | 2     | -0    | -0    |
| <b>投资活动现金流</b> | -59   | -15   | -24   | -37   |
| 资本支出           | 60    | 9     | 16    | 28    |
| 长期投资           | -2    | 1     | 1     | 1     |
| 其他投资现金流        | -2    | -5    | -7    | -8    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 199   | 432   | 38    | 32    |
| 短期借款           | 188   | 51    | 50    | 50    |
| 长期借款           | 27    | -5    | -5    | (4)   |
| 普通股增加          | 0     | 40    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 354   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -16   | -7    | -7    | -13   |
| <b>现金净增加额</b>  | 82    | 555   | -70   | 141   |

| 会计年度            | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1812  | 1985  | 2324  | 2939  |
| 营业成本            | 1567  | 1711  | 1979  | 2485  |
| 营业税金及附加         | 58    | 64    | 81    | 115   |
| 营业费用            | 19    | 19    | 35    | 47    |
| 管理费用            | 42    | 44    | 51    | 65    |
| 财务费用            | 16    | 11    | 7     | 14    |
| 资产减值损失          | 11    | 12    | 14    | 18    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -2    | -1    | -2    | -1    |
| <b>营业利润</b>     | 96    | 122   | 155   | 194   |
| 营业外收入           | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 105   | 131   | 164   | 203   |
| 所得税             | 28    | 34    | 43    | 54    |
| <b>净利润</b>      | 77    | 97    | 121   | 150   |
| 少数股东损益          | 2     | 2     | 3     | 4     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 75    | 95    | 118   | 146   |
| EBITDA          | 125   | 143   | 174   | 219   |
| EPS (元)         | 0.63  | 0.59  | 0.74  | 0.91  |

主要财务比率

| 会计年度           | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 8.1   | 9.6   | 17.1  | 26.5  |
| 营业利润(%)        | 17.9  | 26.7  | 27.2  | 25.1  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 12.0  | 26.0  | 24.9  | 23.8  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 13.5  | 13.8  | 14.9  | 15.5  |
| 净利率(%)         | 4.3   | 4.9   | 5.2   | 5.1   |
| ROE(%)         | 18.2  | 10.6  | 11.7  | 12.6  |
| ROIC(%)        | 11.7  | 7.9   | 8.4   | 8.4   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 74.2  | 50.7  | 61.3  | 58.2  |
| 净负债比率(%)       | 30.7  | -41.0 | -25.2 | -30.0 |
| 流动比率           | 1.3   | 1.9   | 1.6   | 1.6   |
| 速动比率           | 1.2   | 1.8   | 1.5   | 1.6   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.3   | 1.1   | 1.0   | 1.1   |
| 应收账款周转率        | 2.1   | 2.3   | 2.2   | 2.2   |
| 应付账款周转率        | 2.5   | 2.9   | 2.8   | 2.8   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.47  | 0.59  | 0.74  | 0.91  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -0.14 | 0.86  | -0.52 | 0.91  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.53  | 5.72  | 6.47  | 7.41  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 47.5  | 58.4  | 46.8  | 37.8  |
| P/B            | 6.3   | 6.1   | 5.4   | 4.7   |
| EV/EBITDA      | 45.2  | 36.0  | 30.2  | 23.6  |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033