

全筑股份 (603030)

证券研究报告

2017年04月27日

一季报高速增长，细分行业龙头价值显现

一季报收入增长 74%，利润增长 209%，行业上下游集中度提升强者恒强

公司近期公布一季报，实现收入 4.65 亿，同比增长 74%。公司主要的合作地产商为排名前 100 的地产商，在地产持续调控的环境下，这些地产商拥有超出行业的快速增速，行业集中度提升；公司作为全装修细分行业的龙头价值得到显现，收入高速增长，强者恒强。一季度实现归母净利润 1457 万，同比增长 209%，一部分原因如前所述，去年同期基数较低也是原因之一。公司 2017 年度预算收入 45.78 亿，净利润 1.32 亿，分别增长 37%、32%。我们认为该预算数较为中性，考虑到目前良好趋势和公司未来的外延并购落地，我们认为业绩超过预算目标概率较大。

定制精装业务加快发展，外延并购近期有望落地

公司将定制精装 (B2B2C) 业务作为未来发展的又一重点，目前进展顺利，下属公司纷纷设立。与中梁地产出资设立中梁全筑，而中梁地产近年异军突起，起家于三四线城市却能保证高周转、高去化，16 年翻倍增长收入达到 337 亿，收入列百强地产 49 位。公司与快速成长的房企合作定制精装将有很大的业务空间。另外，全筑新军 (定制精装业务专设子公司) 在成都、河南、湖北与公司业务骨干成立控股子公司，有利于调动当地员工积极性开展业务。

公司 4 月初与澳洲橱柜装修公司 GOS 签订合作意向协议，或优化公司国内装饰工程配套即橱柜业务，并有利于公司对于澳洲市场的开拓。公司董事长朱斌先生 (拥有澳洲永久居留权) 对于澳洲装修市场有一定了解，叠加 16 年澳洲孙公司的成立，预计于 GOS 未来的合作将产生较好的协同效应。公司将在两个月内完成尽职调查，未来或拥有 60% 股份。预计很快就会出相关结果，该外延并购将给公司业绩带来增量。

全装修政策持续推进，公司市场空间较大

全装修具有绿色环保、高效生产等特点，近年来得到了政府的大力支持推进。且随着住宅用地的缩减，大型地产公司对于住宅全装修的需求程度不断提高。目前我国住宅全装修比率不到 20%，公司主要为大型房地产开发商提供住宅全装修业务，近期对于全装修住宅的政策推动对行业龙头形成利好。

投资建议

公司是全装修市场龙头，在市场集中度提升背景下显著受益。公司通过外延并购和内生资源整合开拓相关业务有望给公司带来更多业绩增量。目前价格处于增发价、员工持股倒挂位置，存在安全边际。总之，我们持续看好公司业绩的高增长性，预计 2017-2019 年 EPS 为 0.83、1.20、1.65 元/股，对应 PE 为 33、23、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：定制精装业务进展不及预期；房地产投资继续下滑。

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	27.41 元
目标价格	37.8 元
上次目标价	37.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	177.36
流通 A 股股本(百万股)	64.36
A 股总市值(百万元)	4,861.47
流通 A 股市值(百万元)	1,763.98
每股净资产(元)	8.16
资产负债率(%)	63.42
一年内最高/最低(元)	36.50/23.95

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030004
tangx@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《全筑股份-公司点评:试水海外市场+新设全资子公司，公司外延逐步拓宽》 2017-04-11
- 2 《全筑股份-首次覆盖报告:全装修市场空间可观，公司业绩预计稳定增长》 2017-04-05

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,184.93	3,335.89	4,821.89	6,928.63	9,221.82
增长率(%)	20.59	52.68	44.55	43.69	33.10
EBITDA(百万元)	124.20	127.60	219.94	362.35	487.10
净利润(百万元)	82.53	100.39	147.25	212.12	291.80
增长率(%)	10.03	21.64	46.68	44.05	37.56
EPS(元/股)	0.47	0.57	0.83	1.20	1.65
市盈率(P/E)	58.90	48.43	33.01	22.92	16.66
市净率(P/B)	5.72	3.40	3.10	2.75	2.38
市销率(P/S)	2.22	1.46	1.01	0.70	0.53
EV/EBITDA	48.94	42.66	26.73	19.90	17.84

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	220.07	577.49	578.63	831.44	1,106.62
应收账款	1,208.15	1,897.03	2,885.16	4,524.37	6,002.30
预付账款	27.55	59.34	73.04	130.69	158.74
存货	138.74	414.67	428.46	869.05	974.32
其他	323.08	443.24	796.20	1,012.16	1,469.40
流动资产合计	1,917.58	3,391.77	4,761.49	7,367.71	9,711.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7.29	458.28	503.94	545.81	583.90
在建工程	419.14	2.98	52.98	102.98	152.98
无形资产	38.34	40.57	40.11	39.53	38.83
其他	32.30	62.68	62.67	62.94	65.91
非流动资产合计	497.07	564.51	659.69	751.26	841.62
资产总计	2,414.66	3,956.27	5,421.18	8,118.96	10,553.00
短期借款	305.09	603.70	1,380.90	2,665.62	4,097.77
应付账款	901.35	1,413.47	1,682.29	2,394.15	2,670.37
其他	274.23	417.18	521.02	722.57	851.76
流动负债合计	1,480.67	2,434.35	3,584.20	5,782.35	7,619.90
长期借款	67.16	73.59	252.48	547.28	869.47
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	67.16	73.59	252.48	547.28	869.47
负债合计	1,547.83	2,507.93	3,836.68	6,329.63	8,489.37
少数股东权益	17.56	17.97	15.82	21.26	21.26
股本	160.00	177.36	177.36	177.36	177.36
资本公积	342.51	815.36	815.36	815.36	815.36
留存收益	689.27	1,252.90	1,391.32	1,590.72	1,865.01
其他	(342.51)	(815.25)	(815.36)	(815.36)	(815.36)
股东权益合计	866.82	1,448.34	1,584.50	1,789.34	2,063.62
负债和股东权益总	2,414.66	3,956.27	5,421.18	8,118.96	10,553.00

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	81.98	91.44	147.25	212.12	291.80
折旧摊销	7.51	22.02	6.80	10.71	14.61
财务费用	20.86	31.61	49.46	95.24	125.33
投资损失	(0.36)	(0.37)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(140.63)	(580.86)	(992.68)	(1,442.73)	(1,665.49)
其它	25.97	145.68	(2.15)	5.44	0.00
经营活动现金流	(4.68)	(290.48)	(791.31)	(1,119.22)	(1,233.75)
资本支出	356.30	56.97	102.00	102.00	102.00
长期投资	(1.62)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(726.44)	(237.98)	(204.00)	(204.00)	(204.00)
投资活动现金流	(371.76)	(181.01)	(102.00)	(102.00)	(102.00)
债权融资	385.13	689.24	1,642.08	3,224.08	4,977.86
股权融资	336.27	461.20	(49.57)	(95.24)	(125.33)
其他	(320.11)	(386.54)	(698.07)	(1,654.81)	(3,241.59)
筹资活动现金流	401.29	763.90	894.44	1,474.03	1,610.93
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	24.85	292.41	1.13	252.81	275.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,184.93	3,335.89	4,821.89	6,928.63	9,221.82
营业成本	1,889.03	2,994.43	4,281.84	6,111.05	8,133.65
营业税金及附加	72.01	17.63	25.48	36.61	48.73
营业费用	22.30	39.22	56.69	81.45	108.41
管理费用	52.08	98.00	141.65	203.54	270.91
财务费用	18.68	29.11	49.46	95.24	125.33
资产减值损失	30.65	79.31	103.10	144.34	187.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.36	0.37	0.00	0.00	0.00
其他	(0.72)	(0.75)	0.00	0.00	0.00
营业利润	100.55	78.57	163.67	256.39	347.16
营业外收入	10.02	35.46	22.00	22.00	24.20
营业外支出	2.02	0.17	2.00	3.00	2.00
利润总额	108.55	113.86	183.67	275.39	369.36
所得税	26.57	22.42	38.57	57.83	77.57
净利润	81.98	91.44	145.10	217.56	291.80
少数股东损益	(0.55)	(8.95)	(2.15)	5.44	0.00
归属于母公司净利润	82.53	100.39	147.25	212.12	291.80
每股收益(元)	0.47	0.57	0.83	1.20	1.65

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	20.59%	52.68%	44.55%	43.69%	33.10%
营业利润	4.23%	-21.85%	108.31%	56.65%	35.40%
归属于母公司净利润	10.03%	21.64%	46.68%	44.05%	37.56%
获利能力					
毛利率	13.54%	10.24%	11.20%	11.80%	11.80%
净利率	3.78%	3.01%	3.05%	3.06%	3.16%
ROE	9.72%	7.02%	9.39%	12.00%	14.29%
ROIC	17.00%	8.65%	11.24%	10.75%	9.06%
偿债能力					
资产负债率	64.10%	63.39%	70.77%	77.96%	80.45%
净负债率	79.78%	65.08%	78.33%	90.31%	110.20%
流动比率	1.30	1.39	1.33	1.27	1.27
速动比率	1.20	1.22	1.21	1.12	1.15
营运能力					
应收账款周转率	1.99	2.15	2.02	1.87	1.75
存货周转率	17.30	12.06	11.44	10.68	10.01
总资产周转率	1.08	1.05	1.03	1.02	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.57	0.83	1.20	1.65
每股经营现金流	-0.03	-1.64	-4.46	-6.31	-6.96
每股净资产	4.79	8.06	8.84	9.97	11.52
估值比率					
市盈率	58.90	48.43	33.01	22.92	16.66
市净率	5.72	3.40	3.10	2.75	2.38
EV/EBITDA	48.94	42.66	26.73	19.90	17.84
EV/EBIT	50.98	50.55	27.58	20.51	18.39

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 3 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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com