

# 全筑股份 (603030)

## 外延并购再次迈进，战略布局正逐步实现

公司拟出资 1.53 亿元受让地东设计部分股权并对其进行增资扩股，此次对外投资完成后，将持有地东设计 51% 的股权。点评如下：  
**外延并购再次迈进，盈利能力有望进一步提升**

被并购方地东设计主要实体为 DC 国际建筑事务所，提供包括建筑设计、城市设计和城市更新等多领域服务，项目覆盖华东地区、京津地区、华中及西南地区。涉及的项目类型从地产类的公寓、别墅、养老社区、商业综合体、办公建筑到精品酒店、教育建筑、产业园研发、城市更新及改造。地东设计曾荣获中国建筑传媒奖、中国建筑学会建筑创作奖等奖项，代表作品南京夫子庙改造项目荣获“年度最佳旅游度假区”。

此次对外投资完成后，地东设计将成为公司的控股子公司。该投资一方面将进一步推进公司上下游产业链的整合目标的实现，发挥协同效应；另一方面将增厚公司未来利润。目前地东设计估值达 3 亿，按照市场上收购的设计院 PE 一般在 10—15 倍来计算，净利润即为 2000-3000 万，因此公司盈利能力将得到进一步提升。

### 试水海外市场外延逐步拓宽，一季报高速增长价值显现

公司 4 月初与澳洲橱柜装修公司 GOS 签订合作意向协议，将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，未来将拥有 60% 股份。根据公司公告预计在 6 月左右出相关审计结果，该外延并购将给公司业绩带来增量。

公司在一季度实现收入 4.65 亿，同比增长 74%，实现归母净利润 1457 万，同比增长 209%，一方面归因于去年基数较低，另一方面主要为公司与大型地产商合作，公司在全装修子行业中的龙头地位逐渐凸显。

### 积极探索智能机器人与 B2B2C 模式，向人居生活服务商全面转型

公司与上海大学共同研制装修施工机器人，以解决行业技术工人短缺问题，且样机有望在近期推出。同时公司积极发展定制精装 B2B2C 业务模式，对消费者、地产商、公司三方均大有裨益，体现出公司全面向人居生活服务商转型。

### 投资建议

公司此次拟对外投资显示出外延并购不断推进，有利于发挥协同效应，助力业绩进一步提升，加上此前的海外并购体现出公司的战略布局正逐步实现。在全装修行业市场空间持续增长的背景下，公司努力走出智能化与精细化的业务路线，未来业务上有望通过子行业龙头地位向全产业链延伸。综上，我们持续看好公司业绩的高成长性，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：**固定投资增速下滑风险；并购带来的整合风险，对公司治理提出了更高要求

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)	58.77	48.32	32.94	22.87	16.62
市净率(P/B)	5.71	3.39	3.09	2.74	2.38
市销率(P/S)	2.22	1.45	1.01	0.70	0.53
EV/EBITDA	48.94	42.66	26.68	19.88	17.81

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	27.35 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)	4,850.83
流通 A 股市值(百万元)	1,760.12
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

**岳恒宇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《全筑股份-季报点评:一季报高速增长，细分行业龙头价值显现》  
2017-04-27
- 《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
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	220.07	577.49	578.63	831.44	1,106.62	营业收入	2,184.93	3,335.89	4,821.89	6,928.63	9,221.82
应收账款	1,208.15	1,897.03	2,885.16	4,524.37	6,002.30	营业成本	1,889.03	2,994.43	4,281.84	6,111.05	8,133.65
预付账款	27.55	59.34	73.04	130.69	158.74	营业税金及附加	72.01	17.63	25.48	36.61	48.73
存货	138.74	414.67	428.46	869.05	974.32	营业费用	22.30	39.22	56.69	81.45	108.41
其他	323.08	443.24	796.20	1,012.16	1,469.40	管理费用	52.08	98.00	141.65	203.54	270.91
<b>流动资产合计</b>	<b>1,917.58</b>	<b>3,391.77</b>	<b>4,761.49</b>	<b>7,367.71</b>	<b>9,711.38</b>	财务费用	18.68	29.11	49.46	95.24	125.33
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	30.65	79.31	103.10	144.34	187.64
固定资产	7.29	458.28	503.94	545.81	583.90	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	419.14	2.98	52.98	102.98	152.98	投资净收益	0.36	0.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	38.34	40.57	40.11	39.53	38.83	其他	(0.72)	(0.75)	0.00	0.00	0.00
其他	32.30	62.68	62.67	62.94	65.91	<b>营业利润</b>	<b>100.55</b>	<b>78.57</b>	<b>163.67</b>	<b>256.39</b>	<b>347.16</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>497.07</b>	<b>564.51</b>	<b>659.69</b>	<b>751.26</b>	<b>841.62</b>	营业外收入	10.02	35.46	22.00	22.00	24.20
<b>资产总计</b>	<b>2,414.66</b>	<b>3,956.27</b>	<b>5,421.18</b>	<b>8,118.96</b>	<b>10,553.00</b>	营业外支出	2.02	0.17	2.00	3.00	2.00
短期借款	305.09	603.70	1,380.90	2,665.62	4,097.77	<b>利润总额</b>	<b>108.55</b>	<b>113.86</b>	<b>183.67</b>	<b>275.39</b>	<b>369.36</b>
应付账款	901.35	1,413.47	1,682.29	2,394.15	2,670.37	所得税	26.57	22.42	38.57	57.83	77.57
其他	274.23	417.18	521.02	722.57	851.76	<b>净利润</b>	<b>81.98</b>	<b>91.44</b>	<b>145.10</b>	<b>217.56</b>	<b>291.80</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,480.67</b>	<b>2,434.35</b>	<b>3,584.20</b>	<b>5,782.35</b>	<b>7,619.90</b>	少数股东损益	(0.55)	(8.95)	(2.15)	5.44	0.00
长期借款	67.16	73.59	252.48	547.28	869.47	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>82.53</b>	<b>100.39</b>	<b>147.25</b>	<b>212.12</b>	<b>291.80</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.47	0.57	0.83	1.20	1.65
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>67.16</b>	<b>73.59</b>	<b>252.48</b>	<b>547.28</b>	<b>869.47</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,547.83</b>	<b>2,507.93</b>	<b>3,836.68</b>	<b>6,329.63</b>	<b>8,489.37</b>						
少数股东权益	17.56	17.97	15.82	21.26	21.26	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	160.00	177.36	177.36	177.36	177.36	<b>成长能力</b>					
资本公积	342.51	815.36	815.36	815.36	815.36	营业收入	20.59%	52.68%	44.55%	43.69%	33.10%
留存收益	689.27	1,252.90	1,391.32	1,590.72	1,865.01	营业利润	4.23%	-21.85%	108.31%	56.65%	35.40%
其他	(342.51)	(815.25)	(815.36)	(815.36)	(815.36)	归属于母公司净利润	10.03%	21.64%	46.68%	44.05%	37.56%
<b>股东权益合计</b>	<b>866.82</b>	<b>1,448.34</b>	<b>1,584.50</b>	<b>1,789.34</b>	<b>2,063.62</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,414.66</b>	<b>3,956.27</b>	<b>5,421.18</b>	<b>8,118.96</b>	<b>10,553.00</b>	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%
						<b>偿债能力</b>					
						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
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>每股指标(元)</b>					
						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
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.77	48.32	32.94	22.87	16.62
						市净率	5.71	3.39	3.09	2.74	2.38
						EV/EBITDA	48.94	42.66	26.68	19.88	17.81
						EV/EBIT	50.98	50.55	27.53	20.48	18.37

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com