

## 全筑股份 (603030.SH)

## 装修装饰行业

评级：买入 维持评级

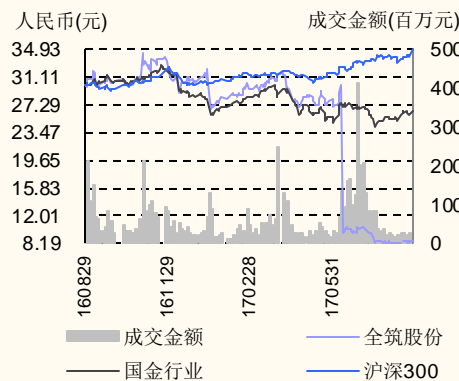
公司点评

市场价格(人民币): 8.51元  
 目标价格(人民币): 11.00-11.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	193.07
总市值(百万元)	4,583.99
年内股价最高最低(元)	34.34/8.19
沪深300指数	3842.71
上证指数	3362.65



## 相关报告

1. 《“全”装修保障业绩高增，新业务“筑”梦 未来可期 - 全筑股份》  
 2017.6.10

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

石人望 联系人  
 shirenwang@gjzq.com.cn

## 装配式建筑东风吹，全装修营收稳步推进

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.516	0.566	0.264	0.401	0.497
每股净资产(元)	5.31	8.06	8.72	9.77	11.08
每股经营性现金流(元)	-0.05	-1.49	-0.40	-0.58	-0.09
市盈率(倍)	71.83	53.55	32.25	21.23	17.11
行业优化市盈率(倍)	40.83	40.83	40.83	40.83	40.83
净利润增长率(%)	10.03%	21.64%	41.59%	51.89%	24.11%
净资产收益率(%)	9.72%	7.02%	9.20%	12.46%	13.63%
总股本(百万股)	160.00	177.36	538.66	538.66	538.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 全筑股份 2017 年上半年实现营收 17.12 亿元 (+36.7%)，归母净利润 2575.0 万 (20.2%)，略低于我们此前预期。

## 经营分析

■ 营收增长稳定，现金流状况不佳：1) 上半年 Q1/Q2 实现营收 4.65 亿元 (+73.4%) / 12.5 亿元 (+26.7%)，Q2 营收放缓，可能因为基数较高的原因；2) 公司 H1 归母净利润同比增长 20.2%，低于营收增长，主要原因系财务费用增长较多，毛利率/净利率分别为 10.9%/1.32%，分别降低 0.22pct/0.01pct，基本与去年同期持平；3) 财务费用增长过高：H1 销售/管理费用分别增长 15.1%/23.2%，属正常区间，财务费用同比增长 138.6%，由去年 1180 万上升至 2814 万，主要因现金流流出，增加短期借款；4) 业务扩张导致经营现金流流出增多：H1 经营现金为-2.2 亿，同比-56.4%，系公司业务量扩张，流动性降低，也导致货币资金从期初 5.8 亿减少至 3.8 亿；5) 存货和应收账款增加明显：H1 应收账款/存货明显增加，从期初 18.6 亿至现 21.6 亿/4.1 亿至期末 7.8 亿。

■ 全装修发展空间大，大客户战略保障业绩高增：1) 全装修行业发展潜力大：全装修符合社会效益最优化和消费者习惯，在国家政策倡导扶持下，住宅全装修市场规模将达 4500 亿；2) 大客户战略保障全建筑龙头地位：公司专注全装修 17 年，全装修占主营业务 80% 以上。公司上游议价能力高，下游通过与恒大、绿地、绿城等众多大房企建立长期深度合作，为公司带来稳定收入，减少经营风险，16 年底与金大地新签合作协议，定将助力业绩增长。

■ 互联网、机器人技术助力全产业链布局，股权激励彰显信心：1) 渠道/互联网助力精装业务：公司参股 4 家定制精装公司，借助互联网家装 B2B2C 模式，深度布局精装修服务。公司作为恒大、绿城等大房企供应商，获取大量客户资源，实现受益最大化；2) 积极布局装修后服务市场：2016 年北上深二手房交易额超 32 万亿，存量翻新规模不容小觑，公司积极布局装修后市场，为客户提供各类后续服务“专业化家居服务模块”；3) 开发智能移动装修机器人，填补市场空白，降低人力成本，有望革新行业；4) 公司 6 月完成限制性股票登记，向 183 名激励对象授予 219.2 万股股票，授予价格 15.31 元/股，彰显公司对未来发展的信心。

### 投资建议

- 考虑到建筑行业下半年是结转高峰期，我们维持业绩预测不变，预测公司 2017/2018 年归母净利润达 1.42/2.16 亿，同比增长 42%和 52%，考虑公司成长股属性，给予公司 2017/2018 年 42/28 倍 PE，对应 6-12 个月目标价 11.0 元，相比之前目标价下调 20%。

### 风险提示

- 地产投资下行风险，全装修业务毛利率下降风险，施工机器人进度不达预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,812</b>	<b>2,185</b>	<b>3,336</b>	<b>4,864</b>	<b>6,349</b>	<b>7,161</b>	货币资金	197	220	577	600	650	650
增长率	20.6%	52.7%	45.8%	30.5%	12.8%		应收款项	1,183	1,531	2,227	3,105	4,146	4,974
主营业务成本	-1,567	-1,889	-2,994	-4,353	-5,671	-6,388	存货	114	139	415	421	544	605
%销售收入	86.5%	86.5%	89.8%	89.5%	89.3%	89.2%	其他流动资产	9	28	173	178	172	194
毛利	245	296	341	511	679	773	流动资产	1,503	1,918	3,392	4,304	5,512	6,424
%销售收入	13.5%	13.5%	10.2%	10.5%	10.7%	10.8%	%总资产	91.6%	79.4%	85.7%	83.0%	88.4%	89.9%
营业税金及附加	-58	-72	-18	-24	-32	-36	长期投资	2	13	13	25	24	24
%销售收入	3.2%	3.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	75	426	461	780	614	597
营业费用	-19	-22	-39	-58	-76	-86	%总资产	4.6%	17.7%	11.7%	15.0%	9.8%	8.4%
%销售收入	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	无形资产	39	40	48	55	62	70
管理费用	-42	-52	-98	-146	-184	-201	非流动资产	137	497	565	885	726	718
%销售收入	2.3%	2.4%	2.9%	3.0%	2.9%	2.8%	%总资产	8.4%	20.6%	14.3%	17.0%	11.6%	10.1%
息税前利润 (EBIT)	125	150	187	282	386	451	<b>资产总计</b>	<b>1,640</b>	<b>2,415</b>	<b>3,956</b>	<b>5,189</b>	<b>6,238</b>	<b>7,142</b>
%销售收入	6.9%	6.8%	5.6%	5.8%	6.1%	6.3%	短期借款	300	318	616	1,202	1,399	1,609
财务费用	-16	-19	-29	-52	-77	-90	应付款项	829	1,097	1,716	2,239	2,973	3,350
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	其他流动负债	60	65	103	108	38	121
资产减值损失	-11	-31	-79	-53	-46	-55	流动负债	1,189	1,481	2,434	3,549	4,410	5,079
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	27	67	74	74	74	75
投资收益	-2	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	<b>负债</b>	<b>1,216</b>	<b>1,548</b>	<b>2,508</b>	<b>3,623</b>	<b>4,484</b>	<b>5,154</b>
营业利润	96	101	79	177	264	306	<b>普通股股东权益</b>	<b>420</b>	<b>849</b>	<b>1,430</b>	<b>1,546</b>	<b>1,733</b>	<b>1,966</b>
营业利润率	5.3%	4.6%	2.4%	3.6%	4.2%	4.3%	少数股东权益	4	18	18	20	21	22
营业外收支	8	8	35	5	11	34	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,640</b>	<b>2,415</b>	<b>3,956</b>	<b>5,189</b>	<b>6,238</b>	<b>7,142</b>
税前利润	105	109	114	182	275	340							
利润率	5.8%	5.0%	3.4%	3.8%	4.3%	4.8%	<b>比率分析</b>						
所得税	-28	-27	-22	-38	-58	-71		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	26.5%	24.5%	19.7%	21.0%	21.0%	21.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	77	82	91	144	217	269	每股收益	0.625	0.516	0.566	0.264	0.401	0.497
少数股东损益	2	-1	-9	2	1	1	每股净资产	3.498	5.308	8.065	8.716	9.774	11.084
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>75</b>	<b>83</b>	<b>100</b>	<b>142</b>	<b>216</b>	<b>268</b>	每股经营现金净流	-0.515	-0.045	-1.488	-0.403	-0.580	-0.094
净利率	4.1%	3.8%	3.0%	2.9%	3.4%	3.7%	每股股利	0.100	0.050	0.060	0.150	0.160	0.200
				339	440	540	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	17.87%	9.72%	7.02%	9.20%	12.46%	13.63%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	4.57%	3.42%	2.54%	2.74%	3.46%	3.75%
净利润	75	82	91	144	217	269	投入资本收益率	12.29%	9.02%	7.01%	7.84%	9.46%	9.71%
少数股东损益	2	-1	-9	2	1	1	<b>增长率</b>						
非现金支出	16	36	99	138	143	154	主营业务收入增长率	8.12%	20.59%	52.68%	45.81%	30.53%	12.79%
非经营收益	14	24	24	60	77	68	EBIT增长率	17.72%	19.16%	24.81%	51.17%	37.00%	16.73%
营运资金变动	-167	-149	-478	-414	-540	-508	净利润增长率	12.02%	10.03%	21.64%	41.59%	51.89%	24.11%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-62</b>	<b>-7</b>	<b>-264</b>	<b>-71</b>	<b>-103</b>	<b>-17</b>	总资产增长率	41.23%	47.23%	63.84%	31.15%	20.23%	14.48%
资本开支	-57	-368	-63	-390	74	-56	<b>资产管理能力</b>						
投资	-2	-6	-118	-12	0	0	应收账款周转天数	174.1	178.7	165.9	180.0	180.0	190.0
其他	0	2	0	0	0	0	存货周转天数	23.8	24.4	33.7	36.0	36.0	36.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-59</b>	<b>-372</b>	<b>-181</b>	<b>-402</b>	<b>74</b>	<b>-56</b>	应付账款周转天数	148.3	153.8	139.5	150.0	150.0	150.0
股权募资	0	409	509	0	0	0	固定资产周转天数	4.2	1.2	50.1	43.1	24.7	21.0
债权募资	216	58	304	587	197	211	<b>偿债能力</b>						
其他	-17	-66	-50	-91	-118	-139	净负债/股东权益	30.68%	19.04%	7.72%	43.17%	46.89%	51.99%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>199</b>	<b>401</b>	<b>764</b>	<b>496</b>	<b>78</b>	<b>72</b>	EBIT利息保障倍数	7.8	8.0	6.4	5.4	5.0	5.0
<b>现金净流量</b>	<b>78</b>	<b>22</b>	<b>319</b>	<b>23</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	资产负债率	74.17%	64.10%	63.39%	69.82%	71.88%	72.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-19	买入	31.06	39.00~40.00

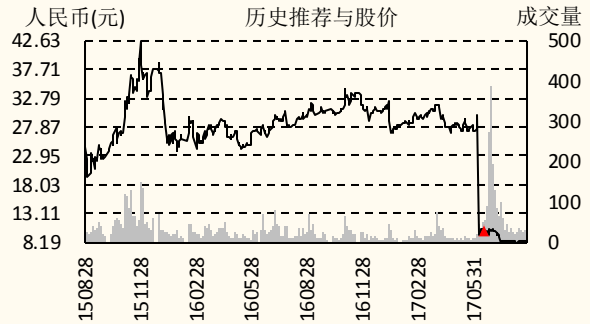
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD