

全筑股份 (603030)

证券研究报告

2017年11月17日

智能装饰施工机器人崭露头角，深入探索装饰行业工业 4.0 发展

2017年11月16日，公司于上海举行装饰施工机器人发布会，期间对其智能移动装饰放线机器人进行了初步功能展示，并就核心技术以及未来发展展望进行了简要阐述，我们的点评如下：

厚积薄发，智能装饰施工机器人崭露头角

2016年9月公司与上海大学签订共同研制装修机器人的合作协议，该协议的签订标志着公司正式地、实际地开启了建筑装饰智能施工设备的研发及制造。而近日公司新发布装饰施工机器人对于行业与公司发展具有里程碑意义。公司通过潜心研究，基本掌握了家装环境中精确定位技术，这是建筑机器人重要的平台性技术之一。而装修行业中以精确为著称的放线环节正是检验这一关键性技术的重要舞台，公司以智能移动装饰放线机器人为主的产品发布会向公众提供了这一智能解决方案。

智能机器人或为行业产能痛点的最优解决方案

众所周知，装饰行业历来以“大行业、小公司”为主要特点，其中产能扩充速度较慢为造成上述特点的主要原因之一，这也是为什么装饰行业上游的家具产业行业集中度逐渐提升的背景下，装饰行业却难以提升。这是由于传统装饰行业的产能更多的体现在工人的“质”与“量”上。随着人口红利的褪去，行业的产能痛点更加凸显。而智能机器人的出现则打在了装饰行业产能难以扩充的痛点上。未来表现稳定且效率远超传统工人的智能装修机器人有望成为装饰行业公司的核心竞争力之一。

本次发布智能移动装饰放线机器人可以显著提升画线效率，每台机器一个小时的工作量相当于两名五年经验熟练技术工人八个小时左右的工作量，并且在工作稳定性和准确性上具备较大优势。目前公司在智能装修机器人的开发研究上已先人一步。

清晰“五年规划”迈出关键一步，未来发展空间值得期待

公司近年来为智能机器人的开发制定的清晰的规划。其中第一阶段为2016-2017年的样机研制阶段，对相关核心技术进行攻克，完善算法研究，并最终在土建环境中进行示范作业，目前本阶段已经完美完成；第二阶段为2018-2019年的应用示范阶段，此阶段将进行二代机器人的迭代，并进行普通土建环境的示范应用；第三阶段为产品销售阶段，将降低机器人成本，并将产品系列化，从而推向市场。由此可知，公司对于智能机器人第一阶段的开发主要以可行性为主，在到达第三阶段正式产品化之后，预计智能机器人成本将大幅降低，技术成熟度也将显著提升，或引领行业工作效率的重大变革。

投资建议

公司积极参与人工智能新技术的研发，智能移动装饰放线机器人的成功亮相也标志着公司智能机器人开发第一阶段的顺利完成，领先于行业，并有望解决装饰行业将在长期存在的产能扩充问题，其智能机器人未来发展空间值得期待。此外，公司作为全装修龙头，有望受益于目前全装修市场的逐步扩充以及长租公寓的推广。综上，维持“买入”评级。预计2017-2019年EPS为0.29、0.39、0.51元/股，对应的PE为31、23、18倍。

风险提示：固定资产投资增速快速下滑，智能机器人项目开发不达预期

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	4,774.91	6,748.26	9,543.27
增长率(%)	20.59	52.68	43.14	41.33	41.42
EBITDA(百万元)	124.20	127.60	216.56	294.06	399.40
净利润(百万元)	82.53	100.39	155.32	207.81	272.95
增长率(%)	10.03	21.64	54.72	33.79	31.35
EPS(元/股)	0.15	0.19	0.29	0.39	0.51
市盈率(P/E)	58.61	48.18	31.14	23.28	17.72
市净率(P/B)	5.70	3.38	3.04	2.69	2.33
市销率(P/S)	2.21	1.45	1.01	0.72	0.51
EV/EBITDA	48.94	42.66	23.67	19.19	15.49

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	8.98元
目标价格	11.92元
上次目标价	11元

基本数据

A股总股本(百万股)	538.66
流通A股股本(百万股)	245.15
A股总市值(百万元)	4,837.16
流通A股市值(百万元)	2,201.44
每股净资产(元)	2.81
资产负债率(%)	70.48
一年内最高/最低(元)	36.50/8.03

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

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@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:订单收入保障倍数较高，净利润增速超出预期》2017-10-27
- 《全筑股份-公司深度研究:全装修业务稳定，定制精装发力，并购与股权激励助力企业发展》2017-09-01
- 《全筑股份-公司点评:外延并购再次迈进，战略布局正逐步实现》2017-05-15

图 1：全筑装饰施工机器人发布会入口



资料来源：天风证券研究所

图 2：发布会现场



资料来源：天风证券研究所

图 3：智能移动装饰放线机器人 1



资料来源：天风证券研究所

图 4：智能移动装饰放线机器人 2



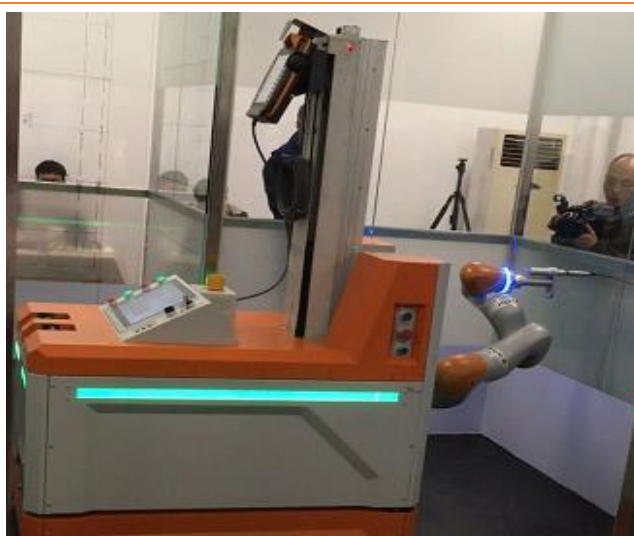
资料来源：天风证券研究所

图 5：智能移动装饰放线机器人 3



资料来源：天风证券研究所

图 6：智能移动装饰放线机器人 4



资料来源：天风证券研究所

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	716.24	1,012.24	1,431.49	营业收入	2,184.93	3,335.89	4,774.91	6,748.26	9,543.27
应收账款	1,208.15	1,897.03	2,634.13	3,927.48	5,610.71	营业成本	1,889.03	2,994.43	4,290.01	6,071.17	8,594.96
预付账款	27.55	59.34	67.56	116.46	151.33	营业税金及附加	72.01	17.63	14.32	20.24	28.63
存货	138.74	414.67	393.60	778.44	927.12	营业费用	22.30	39.22	55.87	82.90	123.10
其他	323.08	443.24	660.37	806.85	1,315.20	管理费用	52.08	98.00	161.87	240.20	356.68
流动资产合计	1,917.58	3,391.77	4,471.90	6,641.47	9,435.85	财务费用	18.68	29.11	54.96	60.55	97.00
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	45.00	52.45	53.91
固定资产	7.29	458.28	523.77	566.67	563.84	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	32.18	19.31	11.58	投资净收益	0.36	0.37	0.41	0.45	0.52
无形资产	38.34	40.57	38.22	35.87	33.52	其他	(0.72)	(0.75)	(0.82)	(0.90)	(1.04)
其他	32.30	62.68	43.97	42.66	46.13	营业利润	100.55	78.57	153.29	221.19	289.50
非流动资产合计	497.07	564.51	638.14	664.51	655.08	营业外收入	10.02	35.46	35.46	26.98	32.63
资产总计	2,414.66	3,956.27	5,110.04	7,305.97	10,090.93	营业外支出	2.02	0.17	0.17	0.17	0.17
短期借款	305.09	603.70	885.41	1,550.60	2,355.88	利润总额	108.55	113.86	188.58	247.99	321.96
应付账款	901.35	1,413.47	1,967.42	2,935.10	4,199.03	所得税	26.57	22.42	37.13	48.83	63.39
其他	274.23	417.18	510.18	722.30	1,002.54	净利润	81.98	91.44	151.44	199.16	258.56
流动负债合计	1,480.67	2,434.35	3,363.00	5,208.00	7,557.46	少数股东损益	(0.55)	(8.95)	(3.88)	(8.65)	(14.38)
长期借款	67.16	73.59	133.02	284.80	461.73	归属于母公司净利润	82.53	100.39	155.32	207.81	272.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.15	0.19	0.29	0.39	0.51
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	67.16	73.59	133.02	284.80	461.73						
负债合计	1,547.83	2,507.93	3,496.02	5,492.80	8,019.19	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	17.56	17.97	21.84	13.20	(1.19)	成长能力					
股本	160.00	177.36	538.66	538.66	538.66	营业收入	20.59%	52.68%	43.14%	41.33%	41.42%
资本公积	342.51	815.36	815.36	815.36	815.36	营业利润	4.23%	-21.85%	95.09%	44.29%	30.88%
留存收益	689.27	1,252.90	1,053.50	1,261.31	1,534.26	归属于母公司净利润	10.03%	21.64%	54.72%	33.79%	31.35%
其他	(342.51)	(815.25)	(815.36)	(815.36)	(815.36)	获利能力					
股东权益合计	866.82	1,448.34	1,614.01	1,813.17	2,071.74	毛利率	13.54%	10.24%	10.16%	10.03%	9.94%
负债和股东权益总	2,414.66	3,956.27	5,110.04	7,305.97	10,090.93	净利率	3.78%	3.01%	3.25%	3.08%	2.86%
						ROE	9.72%	7.02%	9.76%	11.55%	13.17%
						ROIC	17.00%	8.65%	11.17%	12.03%	11.92%
						偿债能力					
						资产负债率	64.10%	63.39%	68.41%	75.18%	79.47%
						净负债率	79.78%	65.08%	76.90%	96.66%	127.14%
						流动比率	1.30	1.39	1.33	1.28	1.25
						速动比率	1.20	1.22	1.21	1.13	1.13
						营运能力					
						应收账款周转率	1.99	2.15	2.11	2.06	2.00
						存货周转率	17.30	12.06	11.82	11.52	11.19
						总资产周转率	1.08	1.05	1.05	1.09	1.10
						每股指标(元)					
						每股收益	0.15	0.19	0.29	0.39	0.51
						每股经营现金流	-0.01	-0.54	-0.11	-0.79	-0.86
						每股净资产	1.58	2.66	2.96	3.34	3.85
						估值比率					
						市盈率	58.61	48.18	31.14	23.28	17.72
						市净率	5.70	3.38	3.04	2.69	2.33
						EV/EBITDA	48.94	42.66	23.67	19.19	15.49
						EV/EBIT	50.98	50.55	24.61	20.03	16.01

现金流量表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	81.98	91.44	155.32	207.81	272.95
折旧摊销	7.51	22.02	8.31	12.32	12.90
财务费用	20.86	31.61	54.96	60.55	97.00
投资损失	(0.36)	(0.37)	(0.41)	(0.45)	(0.52)
营运资金变动	(140.63)	(580.86)	(272.50)	(694.91)	(833.86)
其它	25.97	145.68	(3.88)	(8.65)	(14.38)
经营活动现金流	(4.68)	(290.48)	(58.19)	(423.33)	(465.91)
资本支出	356.30	56.97	100.65	40.00	(0.00)
长期投资	(1.62)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(726.44)	(237.98)	(200.89)	(79.55)	0.52
投资活动现金流	(371.76)	(181.01)	(100.24)	(39.55)	0.52
债权融资	385.13	689.24	1,027.14	1,846.58	2,828.23
股权融资	336.27	461.20	(48.48)	(60.55)	(97.00)
其他	(320.11)	(386.54)	(681.48)	(1,027.14)	(1,846.58)
筹资活动现金流	401.29	763.90	297.18	758.88	884.65
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	138.74	296.00	419.25

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 37 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