能源与环境研究中心

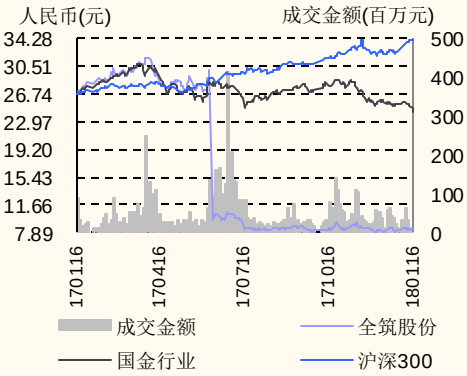
全筑股份 (603030.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：8.56 元
目标价格（人民币）：11.00-12.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	245.15
总市值(百万元)	4,610.54
年内股价最高最低(元)	31.73/7.89
沪深 300 指数	4258.47
上证指数	3436.59



相关报告

1.《长租公寓/全装修大势到来，B 端家装龙头乘势起飞-全筑股份公司...》，2017.11.15
2.《装配式建筑东风吹，全装修营收稳步推进-全筑股份公司点评》，2017.8.29
3.《“全”装修保障业绩高增，新业务“筑”梦未来可期-全筑股份公...》，2017.6.19

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

订单绝对额高增保营收高增，结构变化提升盈利能力

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	0.283	0.397	0.558
每股净资产(元)	5.31	8.06	8.77	9.82	11.31
每股经营性现金流(元)	-0.05	-1.49	-0.24	-0.70	-0.57
市盈率(倍)	71.83	53.55	30.24	21.57	15.34
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%	51.87%	40.22%	40.57%
净资产收益率(%)	9.72%	7.02%	9.80%	12.27%	14.98%
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

- 公司 2017 年新签合同达 77.6 亿元，同增 92%。

经营分析

- **订单高增长加速保障未来营收高增，定制精装业务提升盈利能力。**1）公司 2017 年新签合同达 77.6 亿元，同增 92%，相较于 2013-2016 新签合同三年 CAGR（15%）大幅提升，其中 Q1-Q3 新签订单 53.6 亿元（平均单季新签订单 18 亿元），Q4 新签订单 24 亿元，Q4 订单大幅增长。2）公司 2017 年新签合同金额基本符合我们此前的预期（82.5 亿元），我们根据公司第一合作开发商恒大销售面积历史增速，预计公司 2018 年新签合同达 112 亿元，叠加公司 2017 年底已签约待实施合同金额（76 亿元），2018 年可供结转营收规模达 188 亿元，公司未来营收高增有保障。3）公司 2017 年新签定制精装合同达 12.4 亿元（占订单总额的 16%），我们认为定制精装提高营收规模、提升毛利率、加速回款改善现金流，公司未来盈利能力大幅提升。
- **长租公寓扩容全装修市场，大客户业绩喜人促发展。**1）2017 年多地住房租赁政策密集出台，我们认为长租公寓兼具小户型+集中式特点，扩容 B 端家装市场，考虑长租公寓对住房购房需求的挤出效应，预计 2020 年全装修市场规模达 6000 亿元，四年 CAGR 达 26%，2025 年全装修市场规模有望达**万亿**。2）根据澎湃新闻，2017 年 7 月以来，上海出让 29 幅租赁住房用地，涉及建筑面积达 182 万平米，按 2000 元/平米的全装修价格计算，预计可贡献全装修合同额达 **36.4 亿元**，公司深耕上海市场有望深度受益上海市租赁市场大发展。3）公司重大客户恒大销售面积三年 CAGR 达 36%，2017 年 H1 新开工面积同增 **74%**，作为恒大战略合作伙伴，深度绑定利益（2016 应收账款 45%来自于恒大），2017 年恒大销售面积/金额达 5162 万方/5132 亿元，同增 16%/38%，恒大业绩高增利好公司发展。

投资建议

- 我们预计公司 2017/2018 年归母净利达 1.5/2.1 亿元，我们给予 2018 年 30 倍 PE 估值，公司未来 3-6 个月目标价 11.9 元。

风险

- 地产投资下行风险，全装修业务毛利率下降风险，应收账款坏账风险。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	**1,812**	**2,185**	**3,336**	**4,597**	**6,569**	**9,007**
增长率		20.6%	52.7%	37.8%	42.9%	37.1%
主营业务成本	-1,567	-1,889	-2,994	-4,096	-5,846	-8,007
%销售收入	86.5%	86.5%	89.8%	89.1%	89.0%	88.9%
毛利	245	296	341	501	723	1,000
%销售收入	13.5%	13.5%	10.2%	10.9%	11.0%	11.1%
营业税金及附加	-58	-72	-18	-14	-33	-45
%销售收入	3.2%	3.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%
营业费用	-19	-22	-39	-51	-72	-99
%销售收入	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-42	-52	-98	-143	-217	-315
%销售收入	2.3%	2.4%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%
息税前利润（EBIT）	125	150	187	294	401	540
%销售收入	6.9%	6.8%	5.6%	6.4%	6.1%	6.0%
财务费用	-16	-19	-29	-44	-66	-90
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-11	-31	-79	-66	-74	-82
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	96	101	79	185	260	369
营业利润率	5.3%	4.6%	2.4%	4.0%	4.0%	4.1%
营业外收支	8	8	35	8	8	8
税前利润	105	109	114	193	268	377
利润率	5.8%	5.0%	3.4%	4.2%	4.1%	4.2%
所得税	-28	-27	-22	-39	-54	-75
所得税率	26.5%	24.5%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	77	82	91	154	215	302
少数股东损益	2	-1	-9	2	1	1
归属于母公司的净利润	**75**	**83**	**100**	**152**	**214**	**301**
净利率	4.1%	3.8%	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	75	82	91	154	215	302
少数股东损益	2	-1	-9	2	1	1
非现金支出	16	36	99	106	119	134
非经营收益	14	24	24	33	71	95
营运资金变动	-167	-149	-478	-335	-528	-631
经营活动现金净流	**-62**	**-7**	**-264**	**-42**	**-123**	**-101**
资本开支	-57	-368	-63	-205	-100	-121
投资	-2	-6	-118	-1	0	0
其他	0	2	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-59**	**-372**	**-181**	**-205**	**-100**	**-121**
股权募资	0	409	509	0	0	0
债权募资	216	58	304	337	366	375
其他	-17	-66	-50	-82	-107	-139
筹资活动现金净流	**199**	**401**	**764**	**255**	**259**	**236**
现金净流量	**78**	**22**	**319**	**8**	**36**	**15**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	197	220	577	585	621	636
应收款项	1,183	1,531	2,227	2,383	3,252	4,286
存货	114	139	415	770	1,119	1,643
其他流动资产	9	28	173	212	276	329
流动资产	1,503	1,918	3,392	3,950	5,268	6,894
%总资产	91.6%	79.4%	85.7%	84.0%	86.6%	88.6%
长期投资	2	13	13	14	13	13
固定资产	75	426	461	493	549	618
%总资产	4.6%	17.7%	11.7%	10.5%	9.0%	7.9%
无形资产	39	40	48	185	193	200
非流动资产	137	497	565	752	815	891
%总资产	8.4%	20.6%	14.3%	16.0%	13.4%	11.4%
资产总计	**1,640**	**2,415**	**3,956**	**4,702**	**6,083**	**7,785**
短期借款	300	318	616	953	1,319	1,693
应付款项	829	1,097	1,716	1,952	2,754	3,707
其他流动负债	60	65	103	148	173	282
流动负债	1,189	1,481	2,434	3,052	4,247	5,682
长期贷款	27	67	74	74	74	75
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**1,216**	**1,548**	**2,508**	**3,126**	**4,320**	**5,757**
普通股股东权益	420	849	1,430	1,556	1,742	2,007
少数股东权益	4	18	18	20	21	22
负债股东权益合计	**1,640**	**2,415**	**3,956**	**4,702**	**6,083**	**7,785**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.625	0.516	0.566	0.283	0.397	0.558
每股净资产	3.498	5.308	8.065	8.774	9.820	11.314
每股经营现金净流	-0.515	-0.045	-1.488	-0.237	-0.695	-0.567
每股股利	0.000	0.060	0.060	0.150	0.160	0.200
回报率						
净资产收益率	17.87%	9.72%	7.02%	9.80%	12.27%	14.98%
总资产收益率	4.57%	3.42%	2.54%	3.24%	3.51%	3.86%
投入资本收益率	12.29%	9.02%	7.01%	9.04%	10.16%	11.39%
增长率						
主营业务收入增长率	8.12%	20.59%	52.68%	37.80%	42.90%	37.11%
EBIT增长率	17.72%	19.16%	24.81%	57.65%	36.20%	34.87%
净利润增长率	12.02%	10.03%	21.64%	51.87%	40.22%	40.57%
总资产增长率	41.23%	47.23%	63.84%	18.85%	29.37%	27.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	174.1	178.7	165.9	160.0	158.0	155.0
存货周转天数	23.8	24.4	33.7	70.0	72.0	78.0
应付账款周转天数	148.3	153.8	139.5	130.0	128.0	125.0
固定资产周转天数	4.2	1.2	50.1	37.3	28.1	22.5
偿债能力						
净负债/股东权益	30.68%	19.04%	7.72%	28.02%	43.79%	55.79%
EBIT利息保障倍数	7.8	8.0	6.4	6.7	6.0	6.0
资产负债率	74.17%	64.10%	63.39%	66.48%	71.02%	73.94%

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
	0	0	1	3	4
	0	0	2	4	5
	1	1	2	2	2
	0	0	0	0	0
	3.00	**3.00**	**2.20**	**1.89**	**1.82**

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
2	2017-08-29	买入	8.51	11.00～11.00
3	2017-11-15	买入	8.92	11.00～12.00

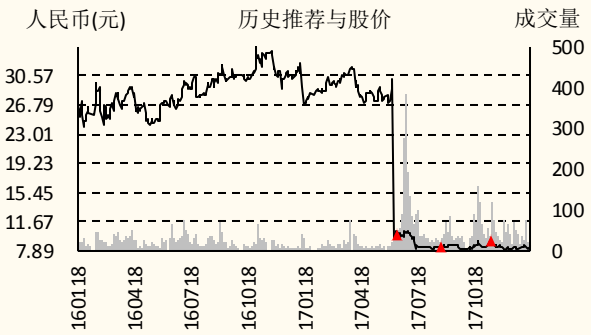
来源：国金证券研究所

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



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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH