

全筑股份(603030)/装修装饰

 17年业绩大幅预增 54%-74%超预期,
实质受益于全装修行业快速发展

评级: 买入(维持)

分析师: 何亚轩

执业证书编号: S0740517100002

电话: 021-20315820

Email: heyx@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,184.9	3,335.9	4,674.2	6,551.4	9,061.9
增长率 yoy%	20.6%	52.7%	40.1%	40.2%	38.3%
净利润	82.5	100.4	165.0	239.8	347.1
增长率 yoy%	10.0%	21.6%	64.4%	45.3%	44.7%
每股收益(元)	0.15	0.19	0.31	0.45	0.64
每股现金流量	-0.03	-1.64	0.08	0.28	0.44
净资产收益率	9.7%	7.0%	8.5%	11.1%	14.1%
P/E	57.8	47.5	28.9	19.9	13.7
PEG	1.4	0.9	1.0	0.5	0.3
P/B	5.6	3.3	2.5	2.2	1.9

备注:

基本状况

总股本(百万股)	539
流通股本(百万股)	245
市价(元)	8.85
市值(百万元)	4,767
流通市值(百万元)	2,170

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 住宅全装修细分龙头, 受益全装修趋势展现高成长性

投资要点

- 17年业绩大幅预增 54%-74%超预期, 全装修行业快速发展是主要驱动力。**公司公告预计 2017 年实现归母净利润 1.55-1.75 亿元, 同比增长 54.4%-74.3%, 超市场预期, 业绩大幅增长一方面系公司主营全装修业务占比较高, 受益于全装修行业快速发展业绩弹性较大所致, 另一方面公司 17 年公装业务较去年同期增长 35% 以上, 带动公装业务业绩显著增长所致。公司 17 年实现扣非后归母净利润 1.45-1.65 亿元, 同比大幅增长 118.45%-148.6%, 扣非后归母净利润增速明显较高, 主要系 16 年公司应收账款保理净收益较大所致。我们预计, 随着公司主营全装修业务快速发展, 酒店等公装业务业绩贡献加大, 未来业绩有望持续高增长。
- 在手订单充裕未来增长基础坚实, 定制精装为公司再添新动力。**2017 年公司上游地产商全装修需求持续增加, 业务量快速增长, 2017 年全年新签合同金额 77.61 亿元, 同比增长 91.8%。新签流转中合同金额 5.19 亿元, 累计已签订待实施合同金额 76.36 亿元, 是公司 2016 年营业总收入的 2.3 倍, 公司订单收入保障系数较高, 业绩高增长可持续性较强。此外, 公司目前发布了全筑定制精装产品, 借用汽车行业的“整车+选配”的购买理念, 量身打造定制级精装解决方案, 四季度公司实现新签定制精装合同 12.43 亿元, 占 17 年总订单的 16.02%, 定制精装有望成为公司业绩持续加速新动力。
- 施工资质平移至子公司全筑装饰, 清晰组织架构利好公司长远发展。**全筑装饰是公司 17 年 4 月份成立的专注于装饰装修施工业务的全资子公司, 17 年 12 月公司公告将施工资质(含建筑装饰装修工程专业承包一级、建筑工程施工总承包三级、建筑机电安装工程专业承包三级和建筑装饰工程设计专项甲级)平移至全筑装饰, 预计未来全筑母公司将主要负责精准把握市场方向, 制定公司发展战略。母子公司业务结构和组织架构更加清晰, 有利于公司整体长期健康稳定发展。
- 外延并购节奏不断加快, 致力于打造“人居环境塑造”与“人居生活服务”第一品牌。**为增强公司产业链综合实力, 17 年 4 月公司与澳洲橱柜设计制造名企 GOS 签订意向合作协议拟收购其 60% 股权, 以优化公司国内装饰工程橱柜配套业务并拓展澳洲市场; 5 月公司收购了地东设计 51% 股权, 充实公司设计业务; 8 月公司拟分别出资 1800 万元及 1400 万元在南通和上海分别设立江苏赫斯帝橱柜有限公司和上海全筑装饰新材料有限公司, 积极进军橱柜业务和环保材料新技术领域, 未来有望持续受益家装产业消费升级。同时, 为有效降低人力成本以提升项目盈利能力, 公司与上海大学积极合作研制装饰施工智能机器人, 以突破装饰行业标准化与规模化瓶颈, 实现装饰业务效率快速提升。
- 投资建议:**假定到 2020 年全装修市场规模达到 7500 亿元, 行业年增速保持 20%, 公司全装修业务占比持续保持在 80% 以上, 我们预测 17/18/19 年公司归母净利为 1.65/2.40/3.47 亿元, EPS0.31/0.45/0.60 元, 16-19 年 CAGR 为 51.2%, 当前股价对应 PE 分别为 29/20/14 倍, 考虑到公司充分受益于全装修渗透率不断提升, 业绩高成长趋势清晰, 给予“买入”评级。
- 风险提示事件: 地产政策调控风险, 原材料及劳动力成本快速上涨风险, 订单向收入转化不及预期风险。**

图表 1: 公司重要财务数据指标

单位: 百万元	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2016Q3	2017H1	2017Q3	2016Q3 单季	2017Q2 单季	2017Q3 单季
营业收入	1,676	1,812	2,185	3,336	2,217	1,712	2,994	965	1,247	1,282
营业成本	1,459	1,567	1,889	2,994	1,995	1,526	2,666	882	1,119	1,141
毛利率	12.92%	13.51%	13.54%	10.24%	10.02%	10.89%	10.96%	8.60%	10.30%	11.05%
销售费用	17	19	22	39	28	20	31	10	10	11
销售费用率	1.04%	1.08%	1.02%	1.18%	1.24%	1.16%	1.02%	1.06%	0.77%	0.84%
管理费用	38	42	52	98	70	58	103	23	28	45
管理费用率	2.26%	2.30%	2.38%	2.94%	3.15%	3.38%	3.45%	2.38%	2.27%	3.54%
财务费用	13	16	19	29	18	28	37	7	13	9
财务费用率	0.78%	0.89%	0.86%	0.87%	0.83%	1.64%	1.25%	0.68%	1.03%	0.72%
三项费用率	4.08%	4.26%	4.26%	4.99%	5.22%	6.18%	5.72%	4.12%	4.07%	5.10%
资产减值损失	11	11	31	79	63	49	95	34	66	47
投资收益	-1	-2	0	0	0	4	5	0	4	2
营业外收入	11	9	10	35	5	1	1	4	1	0
营业外支出	0	0	2	0	1	0	0	1	0	0
税前利润	92	105	109	114	33	31	61	10	12	30
所得税	24	28	27	22	9	8	14	3	4	5
所得税率	26.09%	26.46%	24.48%	19.69%	27.05%	26.94%	22.11%	27.06%	33.10%	17.21%
少数股东权益占比	1.75%	2.78%	-0.67%	-9.79%	-24.98%	-14.52%	-2.22%	-14.99%	-6.74%	8.80%
归母净利润	67	75	83	100	30	26	49	9	8	23
净利率	4.00%	4.14%	3.78%	3.01%	1.35%	1.50%	1.62%	0.89%	0.68%	1.78%
摊薄 EPS (元)	0.1243	0.1393	0.1532	0.1864	0.0558	0.0478	0.0903	0.0485	0.0157	0.0425
经营性现金流净额	-24	-58	-5	-290	-300	-223	130	-157	-145	353
收现比	90.03%	82.21%	59.25%	64.65%	48.82%	82.90%	93.70%	46.18%	43.51%	108.12%
付现比	98.77%	91.02%	63.39%	75.20%	62.93%	102.08%	92.33%	62.41%	56.77%	79.28%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 2017 年全年新签订单情况

单位 (亿元)	新签合同金额	新签流转中合同金额	截止报告期末累计已签约待实施合同金额
设计	2.18	0.38	2.74
施工	59.48	2.72	54.68
住宅施工	44.96	1.99	40.04
公装施工	14.52	0.73	14.63
木制品	0.56	0.28	1.22
软装	0.84	-	0.35
幕墙门窗	1.45	1.40	0.80
定制精装	12.43	0.40	16.00
其他	0.67	-	0.56
总计	77.61	5.19	76.36

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 公司财务报表及预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,184.9	3,335.9	4,674.2	6,551.4	9,061.9	成长性					
减: 营业成本	1,889.0	2,994.4	4,136.7	5,832.7	8,092.3	营业收入增长率	20.6%	52.7%	40.1%	40.2%	38.3%
营业税费	72.0	17.6	109.6	134.7	148.9	营业利润增长率	4.2%	-21.9%	151.1%	45.1%	44.7%
销售费用	22.3	39.2	51.0	71.8	101.5	净利润增长率	10.0%	21.6%	64.4%	45.3%	44.7%
管理费用	52.1	98.0	118.7	171.7	244.6	EBITDA增长率	5.9%	2.7%	72.8%	33.1%	43.4%
财务费用	18.7	29.1	20.3	4.3	3.9	EBIT增长率	5.9%	-9.7%	102.0%	33.6%	43.9%
资产减值损失	30.6	79.3	40.3	50.1	56.6	NOPLAT增长率	8.8%	-4.0%	88.7%	33.6%	43.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	88.7%	49.8%	10.6%	5.0%	5.2%
投资和汇兑收益	0.4	0.4	-0.4	0.1	0.0	净资产增长率	104.6%	67.1%	34.7%	10.4%	13.5%
营业利润	100.5	78.6	197.3	286.3	414.1	利润率					
加: 营业外净收支	8.0	35.3	17.2	20.2	24.2	毛利率	13.5%	10.2%	11.5%	11.0%	10.7%
利润总额	108.5	113.9	214.5	306.4	438.4	营业利润率	4.6%	2.4%	4.2%	4.4%	4.6%
减: 所得税	26.6	22.4	53.6	76.6	109.6	净利润率	3.8%	3.0%	3.5%	3.7%	3.8%
净利润	82.5	100.4	165.0	239.8	347.1	EBITDA/营业收入	5.7%	3.8%	4.7%	4.5%	4.6%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	5.5%	3.2%	4.7%	4.4%	4.6%
货币资金	220.1	577.5	373.9	524.1	725.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	2	25	35	25	18
应收账款	1,208.1	1,897.0	2,652.1	3,086.2	3,972.6	流动营业资本周转天数	78	83	83	66	51
应收票据	322.8	329.6	604.4	772.7	1,056.6	流动资产周转天数	282	286	281	251	234
预付账款	27.5	59.3	19.5	111.2	78.9	应收账款周转天数	181	168	175	158	140
存货	138.7	414.7	204.7	705.7	617.7	存货周转天数	21	30	24	25	26
其他流动资产	0.3	113.6	38.0	50.6	67.4	总资产周转天数	334	344	323	281	255
可供出售金融资产	-	1.3	0.4	0.6	0.8	投资资本周转天数	126	135	121	93	71
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	9.7%	7.0%	8.5%	11.1%	14.1%
投资性房地产	12.7	11.9	11.9	11.9	11.9	ROA	3.4%	2.3%	3.6%	4.0%	4.7%
固定资产	7.3	458.3	457.7	457.2	456.6	ROIC	17.0%	8.7%	10.9%	13.2%	18.0%
在建工程	419.1	3.0	3.0	3.0	3.0	费用率					
无形资产	38.3	40.6	38.2	35.9	33.5	销售费用率	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	19.7	49.5	30.8	29.5	32.9	管理费用率	2.4%	2.9%	2.5%	2.6%	2.7%
资产总额	2,414.7	3,956.3	4,434.7	5,788.5	7,056.9	财务费用率	0.9%	0.9%	0.4%	0.1%	0.0%
短期债务	305.1	603.7	113.1	138.9	142.4	三费/营业收入	4.3%	5.0%	4.1%	3.8%	3.9%
应付账款	901.4	1,413.5	1,969.4	2,785.7	3,704.4	偿债能力					
应付票据	140.7	197.2	198.8	424.2	426.5	资产负债率	64.1%	63.4%	56.0%	62.8%	65.3%
其他流动负债	133.6	220.0	201.8	284.5	337.2	负债权益比	178.6%	173.2%	127.2%	168.6%	188.5%
长期借款	67.2	73.6	-	-	-	流动比率	1.30	1.39	1.57	1.45	1.41
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.20	1.22	1.49	1.25	1.28
负债总额	1,547.8	2,507.9	2,483.1	3,633.4	4,610.4	利息保障倍数	6.38	3.70	10.74	67.66	107.28
少数股东权益	17.6	18.0	14.1	4.2	-13.6	分红指标					
股本	160.0	177.4	538.7	538.7	538.7	DPS(元)	0.02	0.02	0.03	0.05	0.07
留存收益	689.3	1,252.9	1,398.9	1,612.1	1,921.4	分红比率	11.6%	10.7%	11.0%	11.1%	11.0%
股东权益	866.8	1,448.3	1,951.6	2,155.1	2,446.4	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	82.0	91.4	165.0	239.8	347.1	EPS(元)	0.15	0.19	0.31	0.45	0.64
加: 折旧和摊销	7.5	22.0	2.9	2.9	2.9	BVPS(元)	1.58	2.66	3.60	3.99	4.57
资产减值准备	30.6	50.6	-	-	-	PE(X)	57.8	47.5	28.9	19.9	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.6	3.3	2.5	2.2	1.9
财务费用	20.9	31.6	20.3	4.3	3.9	P/FCF	-14.5	-51.1	-8.5	25.7	18.3
投资收益	-0.4	-0.4	0.4	-0.1	-0.0	P/S	2.2	1.4	1.0	0.7	0.5
少数股东损益	-0.6	-9.0	-4.1	-10.0	-18.3	EV/EBITDA	48.9	42.7	20.4	14.8	9.8
营运资金的变动	-140.6	-580.9	-143.1	-84.4	-96.1	CAGR(%)	41.0%	53.2%	27.8%	41.0%	53.2%
经营活动产生现金流量	-4.7	-290.5	41.3	152.5	239.4	PEG	1.4	0.9	1.0	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-371.8	-181.0	0.5	-0.0	-0.1	ROIC/WACC	1.6	0.8	1.1	1.3	1.7
融资活动产生现金流量	401.3	763.9	-245.4	-2.3	-38.4	REP	3.7	4.3	2.6	2.0	1.3

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。