

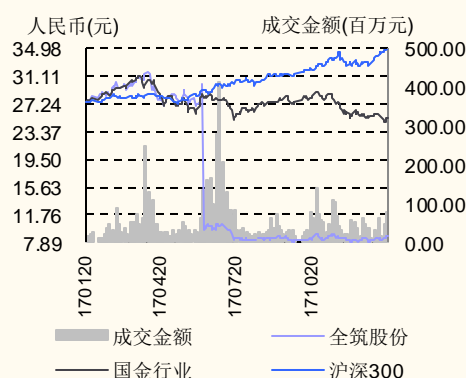
全筑股份 (603030.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.85 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)	4,766.74
年内股价最高最低(元)	31.73/7.89
沪深 300 指数	4285.40
上证指数	3487.86



相关报告

- 《订单绝对额高增保营收高增，结构变化提升盈利能力-全筑股份公司...》，2018.1.17
- 《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
- 《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
- 《“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

业绩兑现超预期，订单翻倍来年可期

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	0.289	0.464	0.687
每股净资产(元)	5.31	8.06	8.79	10.04	11.93
每股经营性现金流(元)	-0.05	-1.49	-0.36	-0.53	-1.15
市盈率(倍)	71.83	53.55	30.67	19.05	12.88
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%	54.85%	60.94%	47.90%
净资产收益率(%)	9.72%	7.02%	9.97%	14.05%	17.49%
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

- 公司发布业绩预增公告，预计 2017 实现归母净利/归母扣非净利同增 54%-74%/118%-149%，超出我们此前预期。

经营分析

- 归母扣非翻倍彰显强劲内生增长，订单翻倍保障来年业绩高增。1) 公司预计 2017 年归母净利为 1.55-1.75 亿元，超出我们此前预期 (1.52 亿元)，业绩增速中枢达 64%。2) 公司 2017 年归母扣非达 1.45-1.65 亿元，增速中枢达 134%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速达 241%/-74%/261%/181%，环比增速达 -57%/-77%/445%/415%，内生增长强劲。3) 业绩高增主要系公装 (全装修) 业务高增，2017 年公司公装业务同增 35%。4) 公司 2017 年新签合同达 77.6 亿元，同增 92%，考虑新签流转合同达 83 亿元，预计公司 2018 年新签合同将达 112 亿元，公司未来业绩高增有保障。5) 公司 2017 年新签定制精装合同达 12.4 亿元 (占订单总额 16%)，我们认为定制精装符合消费需求助力公司切入 C 端促使财务报表良性扩张，盈利能力有望提升。
- 深度受益上海租赁市场，政策利好+长租公寓扩容维系全装修市场高增。1) 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 万平方米。据新浪财经，1 月 20 日上海首个国企租赁住房业务品牌“城方”由上海地产正式发布，首批确定 17 幅租赁房地块，总建筑面积超 100 万平方米，按 2000 元/平方米的全装修价格计算，预计涉及全装修合同额超 20 亿元，公司与上海地产集团组成租赁住房建设运营生态合作联盟利益进一步绑定，有望深度受益上海地产胜利进军租赁市场。2) 我们认为全装修绿色环保、成本更低，完美匹配长租公寓，在政策推动+长租公寓扩容下，预计 2020 年全装修市场规模达 6000 亿元，四年 CAGR 达 26%，2025 年全装修规模有望达万亿，2018 年环保税开征，有望推进全装修发展进程。

投资建议

- 考虑到订单高增+盈利性提升，我们上调公司盈利预测，预计公司 2017/2018/2019 年归母净利达 1.55/2.5/3.7 亿，EPS 分别为 0.29/0.46/0.69 元/股。我们给予 2018 年 26 倍 PE 估值，公司未来 3-6 个月目标价 12 元。

风险

- 地产投资增速不及预期，全装修业务毛利率下降，应收账款坏账风险，流通股解禁风险 (2018 年 3 月解禁流通股 2.87 亿股)。

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

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
主营业务收入	1,812	2,185	3,336	4,687	6,877	9,761	货币资金	197	220	577	585	621	636
增长率		20.6%	52.7%	40.5%	46.7%	41.9%	应收账款	1,183	1,531	2,227	2,430	3,350	4,645
主营业务成本	-1,567	-1,889	-2,994	-4,176	-6,097	-8,638	存货	114	139	415	785	1,167	1,772
%销售收入	86.5%	86.5%	89.8%	89.1%	88.7%	88.5%	其他流动资产	9	28	173	214	284	348
毛利	245	296	341	511	780	1,123	流动资产	1,503	1,918	3,392	4,014	5,422	7,402
%销售收入	13.5%	13.5%	10.2%	10.9%	11.3%	11.5%	%总资产	91.6%	79.4%	85.7%	84.2%	86.9%	89.3%
营业税金及附加	-58	-72	-18	-14	-34	-49	长期投资	2	13	13	14	13	13
%销售收入	3.2%	3.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	固定资产	75	426	461	493	549	618
营业费用	-19	-22	-39	-52	-76	-107	%总资产	4.6%	17.7%	11.7%	10.3%	8.8%	7.4%
%销售收入	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	无形资产	39	40	48	185	193	200
管理费用	-42	-52	-98	-145	-220	-322	非流动资产	137	497	565	752	815	891
%销售收入	2.3%	2.4%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	%总资产	8.4%	20.6%	14.3%	15.8%	13.1%	10.7%
息税前利润 (EBIT)	125	150	187	300	450	644	资产总计	1,640	2,415	3,956	4,766	6,236	8,293
%销售收入	6.9%	6.8%	5.6%	6.4%	6.5%	6.6%	短期借款	300	318	616	975	1,312	1,793
财务费用	-16	-19	-29	-45	-67	-93	应付款项	829	1,097	1,716	1,990	2,873	4,001
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动负债	60	65	103	148	175	287
资产减值损失	-11	-31	-79	-67	-77	-96	流动负债	1,189	1,481	2,434	3,113	4,361	6,080
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%	负债	1,216	1,548	2,508	3,187	4,434	6,155
营业利润	96	101	79	189	306	456	普通股股东权益	420	849	1,430	1,559	1,781	2,116
营业利润率	5.3%	4.6%	2.4%	4.0%	4.4%	4.7%	少数股东权益	4	18	18	20	21	22
营业外收支	8	8	35	8	8	8	负债股东权益合计	1,640	2,415	3,956	4,766	6,236	8,293
税前利润	105	109	114	197	314	464	比率分析						
利润率	5.8%	5.0%	3.4%	4.2%	4.6%	4.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-28	-27	-22	-39	-63	-93	每股指标						
所得税率	26.5%	24.5%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.625	0.516	0.566	0.289	0.464	0.687
净利润	77	82	91	157	251	371	每股净资产	3.498	5.308	8.065	8.791	10.042	11.928
少数股东损益	2	-1	-9	2	1	1	每股经营现金净流	-0.515	-0.045	-1.488	-0.359	-0.526	-1.151
归属于母公司的净利润	75	83	100	155	250	370	每股股利	0.000	0.060	0.060	0.150	0.160	0.200
净利率	4.1%	3.8%	3.0%	3.3%	3.6%	3.8%	回报率						
							净资产收益率	17.87%	9.72%	7.02%	9.97%	14.05%	17.49%
							总资产收益率	4.57%	3.42%	2.54%	3.26%	4.01%	4.46%
							投入资本收益率	12.29%	9.02%	7.01%	9.13%	11.29%	12.87%
							增长率						
							主营业务收入增长率	8.12%	20.59%	52.68%	40.50%	46.72%	41.94%
							EBIT增长率	17.72%	19.16%	24.81%	60.74%	49.93%	43.24%
							净利润增长率	12.02%	10.03%	21.64%	54.85%	60.94%	47.90%
							总资产增长率	41.23%	47.23%	63.84%	20.47%	30.85%	32.97%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	174.1	178.7	165.9	160.0	155.0	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	36.6	26.8	20.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	30.68%	19.04%	7.72%	29.38%	42.44%	57.61%
							EBIT利息保障倍数	7.8	8.0	6.4	6.7	6.7	6.9
							资产负债率	74.17%	64.10%	63.39%	66.87%	71.10%	74.22%

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
	2	2	2	5	6
	0	0	2	4	5
	0	1	2	2	2
	0	0	0	0	0
	1.00	1.67	2.00	1.73	1.69

来源：朝阳永续

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。

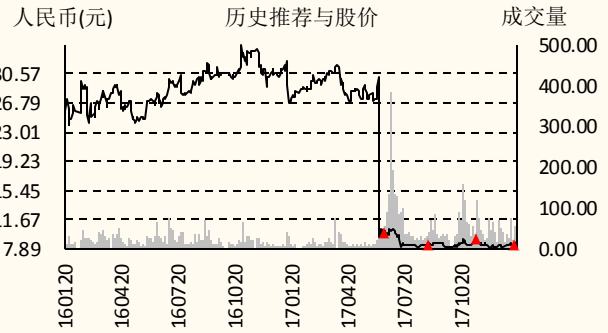
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
4	2018-01-17	买入	8.56	11.00~12.00

来源：国金证券研究所



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