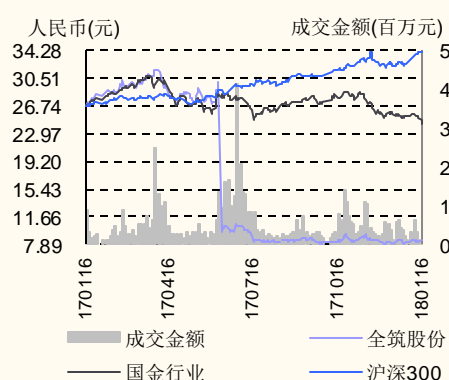


全筑股份 (603030.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.99 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) 532.08
 总市值 (百万元) 4,303.53
 年内股价最高最低 (元) 30.08/6.76
 沪深 300 指数 3808.86
 上证指数 3110.65



订单超预期增长, “量”与“质”料继续提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.566	0.306	0.469	0.732	1.134
每股净资产 (元)	8.06	2.98	3.42	4.11	5.21
每股经营性现金流 (元)	-1.49	-0.53	-0.42	-0.62	-0.58
市盈率 (倍)	53.55	26.74	16.96	10.86	7.01
行业优化市盈率 (倍)	40.83	40.83	40.83	40.83	40.83
净利润增长率 (%)	21.64%	64.11%	53.27%	56.17%	54.91%
净资产收益率 (%)	7.02%	10.26%	13.72%	17.80%	21.76%
总股本 (百万股)	177.36	538.61	538.61	538.61	538.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2018 年 Q1 新签合同达 21.6 亿元, 同增 136%。

经营分析

- 订单高速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 2018 年 Q1 新签合同达 21.6 亿元, 同增 136%, 延续了 2017 年订单高速增长态势 (同增 92%), 相较于 2013-2016 年新签合同三年 CAGR (15%) 大幅提升。2) 截止 2018 年 Q1 公司在手订单 (考虑新签流转订单) 达 88.5 亿元, 订单营收比达 1.9 倍, 公司未来营收高增有保障。3) 公司 2018 年 Q1 新签定制精装合同 5 亿元, 占比达 23%, 较 2017 年提升 7pct, 定制精装业务良性发展有助于提高营收规模、提升毛利率、加速回款改善现金流, 公司未来盈利能力有望大幅提升。
- “量”和“质”提升仍将持续, 融资工具众多资金面无忧。1) 公司 2017 年营收/规模净利达 46/1.65 亿元, 同增 39%/64%, 符合我们此前预期, 分业务来看, 2017 年公司公装施工/家装施工/设计/家居业务营收占比分别为 93%/4%/2%/1%, 同增 34%/228%/46%/113%, 毛利率分别为 12%/20%/45%/22%, 较去年同期提升 2/3.7/16/2pct, 各项业务毛利率大幅提升且高毛利率的业务占比提升 7%。2) 因研发费用 2017 年产生 1.48 亿元而 2016 年为 0, 导致管理费用同增 181%达到 2.75 亿元, 财务费用约 0.64 亿元同增 121%系利息增长所致, 由此导致期间费用率达 8.11%, 较去年同期提高 3.12pct。3) 公司 2017 年资产负债率约 68%, 较上年同期提升 5 个百分点, 应收账款约 25 亿元同比增长 37%, 占资产比重约 48%, 坏账损失 0.45 亿元, 应收账款质量较 2016 年提升。4) 公司 2015-2017 年收现比分别为 0.59/0.65/0.68, 收付现比均持续提升。2017 年经营性现金流-2.8 亿元, 其中 4 季度单季度流出现金流约 4.1 亿元, 主要原因系 Q4 季度是业主结算高峰期但支付存在一定账期所致。公司近期获准发行中期票据额度 5 亿元, 此外可转债融资具空间, 高速成长期资金问题无需过虑。

投资建议

- 考虑公司订单持续高增, 我们上调盈利预测, 预计公司 2018/2019 年归母净利润达 2.5/3.9 亿元, 维持目标价 11.9 元, 对应 2018 年 PE 估值为 25 倍。

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。

相关报告

1. 《业绩兑现超预期, 订单翻倍来年期-全筑股份公司点评》, 2018.1.21
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《“全”装修保障业绩高增, 新业务“筑”梦未来可期-全筑股份公...》, 2017.6.10

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,185	3,336	4,625	6,877	9,761	13,470	货币资金	220	577	380	720	880	1,020
增长率		52.7%	38.7%	48.7%	41.9%	38.0%	应收账款	1,531	2,227	2,933	4,294	5,914	7,987
主营业务成本	-1,889	-2,994	-4,001	-5,942	-8,414	-11,584	存货	139	415	553	895	1,383	2,063
%销售收入	86.5%	89.8%	86.5%	86.4%	86.2%	86.0%	其他流动资产	28	173	487	521	558	606
毛利	296	341	624	935	1,347	1,886	流动资产	1,918	3,392	4,353	6,430	8,736	11,676
%销售收入	13.5%	10.2%	13.5%	13.6%	13.8%	14.0%	%总资产	79.4%	85.7%	82.0%	86.6%	89.5%	91.6%
营业税金及附加	-72	-18	-12	-17	-24	-34	长期投资	13	13	36	56	76	96
%销售收入	3.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	426	461	470	485	497	506
营业费用	-22	-39	-35	-52	-74	-102	%总资产	17.7%	11.7%	8.9%	6.5%	5.1%	4.0%
%销售收入	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	无形资产	40	48	385	388	394	399
管理费用	-52	-98	-275	-447	-615	-808	非流动资产	497	565	954	993	1,030	1,065
%销售收入	2.4%	2.9%	6.0%	6.5%	6.3%	6.0%	%总资产	20.6%	14.3%	18.0%	13.4%	10.5%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	150	187	302	419	633	942	资产总计	2,415	3,956	5,307	7,423	9,766	12,741
%销售收入	6.8%	5.6%	6.5%	6.1%	6.5%	7.0%	短期借款	318	616	767	1,471	2,157	2,849
财务费用	-19	-29	-64	-56	-97	-139	应付款项	1,097	1,716	2,397	3,560	4,812	6,467
%销售收入	0.9%	0.9%	1.4%	0.8%	1.0%	1.0%	其他流动负债	65	103	197	197	217	243
资产减值损失	-31	-79	-45	-75	-83	-94	流动负债	1,481	2,434	3,361	5,228	7,186	9,560
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	67	74	5	5	5	5
投资收益	0	0	4	5	5	5	其他长期负债	0	0	235	250	260	268
%税前利润	0.3%	0.3%	2.1%	1.7%	1.1%	0.7%	负债	1,548	2,508	3,601	5,483	7,450	9,833
营业利润	101	79	197	292	459	714	普通股股东权益	849	1,430	1,607	1,840	2,216	2,808
营业利润率	4.6%	2.4%	4.3%	4.2%	4.7%	5.3%	少数股东权益	18	18	100	100	100	100
营业外收支	8	35	4	5	5	5	负债股东权益合计	2,415	3,956	5,307	7,423	9,766	12,741
税前利润	109	114	201	297	464	719	比率分析						
利润率	5.0%	3.4%	4.3%	4.3%	4.8%	5.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-27	-22	-30	-45	-70	-108	每股指标						
所得税率	24.5%	19.7%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.516	0.566	0.306	0.469	0.732	1.134
净利润	82	91	171	253	394	611	每股净资产	5.308	8.064	2.983	3.417	4.114	5.213
少数股东损益	-1	-9	6	0	0	0	每股经营现金净流	-0.045	-1.488	-0.525	-0.423	-0.622	-0.583
归属于母公司的净利润	83	100	165	253	394	611	每股股利	0.060	0.240	0.215	0.035	0.035	0.035
净利率	3.8%	3.0%	3.6%	3.7%	4.0%	4.5%	回报率						
							净资产收益率	9.72%	7.02%	10.26%	13.72%	17.80%	21.76%
							总资产收益率	3.42%	2.54%	3.10%	3.40%	4.04%	4.80%
							投入资本收益率	9.02%	7.01%	10.34%	10.42%	12.03%	13.89%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.59%	52.68%	38.65%	48.68%	41.94%	38.00%
							EBIT增长率	19.16%	24.81%	61.57%	38.90%	51.26%	48.63%
							净利润增长率	10.03%	21.64%	64.11%	53.27%	56.17%	54.91%
							总资产增长率	47.23%	63.84%	34.15%	39.86%	31.57%	30.45%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	178.7	165.9	173.4	200.0	197.0	195.0
							存货周转天数	24.4	33.7	44.1	55.0	60.0	65.0
							应付账款周转天数	153.8	139.5	154.1	180.0	170.0	165.0
							固定资产周转天数	1.2	50.1	36.8	25.6	18.5	13.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	19.04%	7.72%	22.92%	38.96%	55.34%	63.06%
							EBIT利息保障倍数	8.0	6.4	4.7	7.4	6.5	6.8
							资产负债率	64.10%	63.39%	67.84%	73.86%	76.29%	77.18%

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	4	5	10	13
	0	3	4	8	12
	0	0	0	0	2
	0	0	0	1	1
	0.00	1.43	1.44	1.58	1.68

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
4	2018-01-17	买入	8.56	11.00~12.00
5	2018-01-21	买入	8.85	11.00~12.00

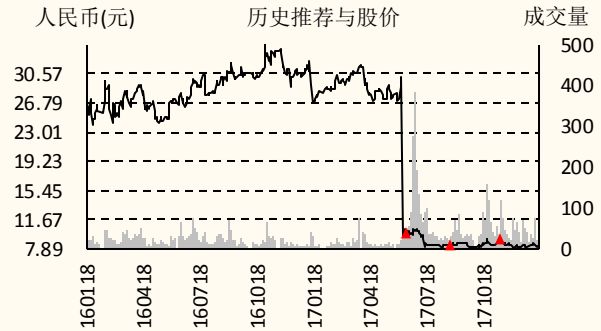
来源：国金证券研究所

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