

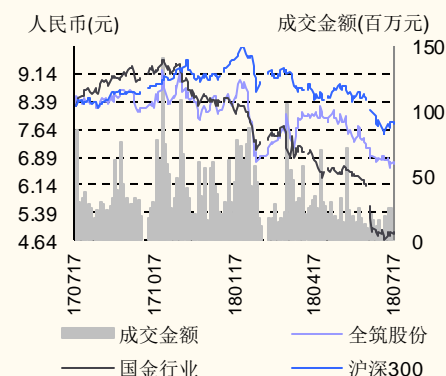
# 全筑股份 (603030.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.70 元  
 目标价格 (人民币): 9.00-10.00 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	533.98
总市值(百万元)	3,607.31
年内股价最高最低(元)	9.21/6.57
沪深 300 指数	3449.38
上证指数	2798.13



## 相关报告

- 1.《业绩超预期增长,全装修/长租公寓大势已起-全筑股份公司点评》, 2018.1.24
- 2.《订单超预期增长,“量”与“质”料继续提升-全筑股份公司点评》, 2018.4.16
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

## 订单翻倍增长,定制精装提升盈利质量

### 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	14.29	9.15	5.91
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 H1 新签合同达 64.3 亿元, 同增 124%。

### 经营分析

- 订单高速增长中,保障未来营收高增。1) 公司 2018 年 H1 新签合同达 64.3 亿元, 同增 124%, 其中 Q1/Q2 新签合同达 21.6/42.7 亿元, 同增 136%/119%, 延续了 2017 年订单高增长态势(同增 92%), Q2 增速下滑主要系基数较高所致。相较于 2013-2016 新签合同三年 CAGR (15%) 大幅提升。2) 截止 2018 年 Q2 公司在手订单(考虑新签流转订单)达 116.2 亿元, 订单营收比达 2.5 倍, 公司未来营收高增有保障。
- 订单结构进一步优化,定制精装改善公司财务报表。公司 2018 年 H1 新签定制精装合同 16.6 亿元, 其中 Q1/Q2 新签定制精装合同 5/11.6 亿元, 占比达 23%/27%, 较 2017 年(16%) 显著提升, 7 月 3 日, 公司新签 6 亿定制精装订单, 定制精装占比有望进一步提升。定制精装业务良性发展将从三大维度改善公司财务报表: 着眼高端楼盘/与大房企深入合作提高营收规模; 高附加值设计提升业务毛利率; B2B2C 模式下直接与业主签约付款, 加速回款改善现金流。
- 新开工面积提速利好地产产业链, 受益政策推荐全装修未来 8 年 CAGR 达 25%。1) 1-6 月房屋新开工面积 9.58 亿平方米, 同比+11.8%, 房屋新开工面积增速比 1-5 月提高 1 个百分点, 新开工面积提速利好地产产业链。地产企业土地购置面积 1.1 亿平方米, 同增 7.2%, 增速比 1-5 月提高 5.1 个百分点; 1-6 月房地产销售面积 7.7 亿平方米, 同增 3.3%; 6 月待售面积 5.5 亿平方米, 较 5 月减少 927 万平方米, 库存维持低位。土地购置提速+销售增长+库存低位的影响下, 未来新开工面积仍有较大的韧性。2) 现阶段我国全装修渗透率不足 20%, 受益全装修政策及长租公寓等政策大力推行, 我们判断全装修市场规模未来三年增速达在 2025 年或将达万亿规模, 未来 8 年 CAGR 将达到 25%左右的中高速增长状态。

### 投资建议

- 预计公司 2018/2019 年归母净利润达 2.5/3.9 亿元, 考虑近期市场风险偏好下降, 下调目标价至 9.38 元 (20\*2018EPS)。

### 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。

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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,185</b>	<b>3,336</b>	<b>4,625</b>	<b>6,877</b>	<b>9,761</b>	<b>13,470</b>	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
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,889</b>	<b>-2,994</b>	<b>-4,001</b>	<b>-5,942</b>	<b>-8,414</b>	<b>-11,584</b>	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
<b>毛利</b>	<b>296</b>	<b>341</b>	<b>624</b>	<b>935</b>	<b>1,347</b>	<b>1,886</b>	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%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>150</b>	<b>187</b>	<b>302</b>	<b>419</b>	<b>633</b>	<b>942</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,415</b>	<b>3,956</b>	<b>5,307</b>	<b>7,423</b>	<b>9,766</b>	<b>12,741</b>
%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%	<b>负债</b>	<b>1,548</b>	<b>2,508</b>	<b>3,601</b>	<b>5,483</b>	<b>7,450</b>	<b>9,833</b>
<b>营业利润</b>	<b>101</b>	<b>79</b>	<b>197</b>	<b>292</b>	<b>459</b>	<b>714</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>849</b>	<b>1,430</b>	<b>1,607</b>	<b>1,840</b>	<b>2,216</b>	<b>2,808</b>
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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,415</b>	<b>3,956</b>	<b>5,307</b>	<b>7,423</b>	<b>9,766</b>	<b>12,741</b>
<b>税前利润</b>	<b>109</b>	<b>114</b>	<b>201</b>	<b>297</b>	<b>464</b>	<b>719</b>	<b>比率分析</b>						
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	<b>每股指标</b>						
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
<b>净利润</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>171</b>	<b>253</b>	<b>394</b>	<b>611</b>	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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>83</b>	<b>100</b>	<b>165</b>	<b>253</b>	<b>394</b>	<b>611</b>	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%	<b>回报率</b>						
							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%
							<b>增长率</b>						
							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%
							<b>资产管理能力</b>						
							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
							<b>偿债能力</b>						
							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
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.74

来源：贝格数据

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
5	2018-01-21	买入	8.85	11.00~12.00
6	2018-04-16	买入	8.05	11.00~12.00
7	2018-04-24	买入	7.96	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