

全筑股份 (603030)

公司订单高速增长，定制精装修成为亮点

近日公司公告 2018 年第二季度经营状况简报，公司 2018 年上半年新签合同 64.25 亿元，第二季度新签合同较 2017 年同期上涨 124%；累计已签约待实施合同金额为 113.4 亿元。点评如下：

公司上半年订单高速增长，定制精装修订单成为亮点

公司 2018 年上半年新签订单共 64.25 亿，其中全装修施工订单为 37.03 亿，上半年新签施工订单约占 2017 年全年施工订单总额的 72.84%。需要注意的是，同期公司新签定制精装订单为 16.62 亿，而 2017 年全年新签定制精装订单额仅为 12.43 亿。定制精装是公司独特的 B2B2C 模式，以开发商为导入口，对个体业主提供规模化的装修服务，推进了个性化和标准化的结合，自相关产品推出以来，订单量增长迅速。并且定制精装在毛利率上较普通 B 端家装有一定优势，主因定制精装使得公司在前端设计上具有一定的主导权。随着定制精装占比的逐步提升，有利于公司提升业务的整体盈利能力。截止至 2018 年 6 月 30 日，公司累计已签约待实施合同金额为 113.4 亿元，为 2017 年营收的 2.4 倍，对业绩形成一定保障。

公司全年业绩增速持续向好，大客户战略有望进一步提升公司规模

全装修符合政府、业主、开发商等各方利益，未来市场容量有望进一步扩大，作为全装修领域的领军企业，公司将享受行业扩张的红利。2017 年公司净利润增速达到 64%，而 2018 年一季度延续高速增长态势，目前高在手订单下公司业绩确定性较强。此外，目前房地产行业集中度快速提升，资源向龙头集中，大房企越来越大，小房企遭到挤压。公司已与包括恒大、复地、绿地、绿城等大型房企建立了稳定良好的合作伙伴关系，有望带动公司全装修订单的增长；同时大型房企抗风险能力强，资金状况较小型房企具有较好优势，公司未来大概率将能保持较好的成长性。

扩规模或成为行业龙头的优先战略，近年来新并购设计公司助推公司盈利提升

在国家对于房地产的宏观调控下，新房销售面积增速逐渐承压，装修行业市场空间有所吃紧，而上游与下游集中度的提升对于装修行业的成本控制力和议价能力逐步形成影响，在此背景下扩规模或成为行业龙头的优先战略，通过以合适的速度扩充规模，从而在产业链上形成较强议价能力。公司近年营收增高的提升与此相契合。此外公司通过并购东设计、东瑞设计等设计公司，提升自身设计端优势，同时设计业务占比的提升也能增强公司业务组合的盈利性和抗风险性。

投资建议

公司新签订单增速进一步提升；继续深化大客户战略，受益于房地产行业集中度加速提升催化公司业绩；设计、家具、定制精装业务继续拓展，毛利率或将保持高位；同时受益于全装修政策、长租公寓政策利好影响。综上，公司经营情况持续向好，订单增速超预期下，我们上调 2018-2020 年 EPS 至 0.51、0.70、0.90 元/股（原先为 0.49、0.67、0.87 元/股）。对应 PE 为 13、10、7 倍，维持对公司“买入”评级。由于近期建筑板块估值出现显著回调，我们下调目标价至 9.9 元，给予 2019 年每股收益 14.14 倍市盈率得出，该市盈率为建筑装饰板块 2018 年 1 月 2 日至 7 月 19 日间平均 PE）。

风险提示：固定资产投资增速快速下滑，公司业务推进不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,335.89	4,625.37	7,156.12	10,082.73	13,195.55
增长率(%)	52.68	38.65	54.71	40.90	30.87
EBITDA(百万元)	127.60	287.89	396.96	530.69	701.67
净利润(百万元)	100.39	164.76	275.80	375.92	486.35
增长率(%)	21.64	64.11	67.40	36.30	29.37
EPS(元/股)	0.19	0.31	0.51	0.70	0.90
市盈率(P/E)	36.47	22.22	13.27	9.74	7.53
市净率(P/B)	2.56	2.28	1.92	1.60	1.32
市销率(P/S)	1.10	0.79	0.51	0.36	0.28
EV/EBITDA	42.66	16.64	12.80	8.75	7.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.67 元
目标价格	9.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	538.40
流通 A 股股本(百万股)	533.98
A 股总市值(百万元)	3,591.16
流通 A 股市值(百万元)	3,561.64
每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	67.38
一年内最高/最低(元)	9.46/6.46

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势

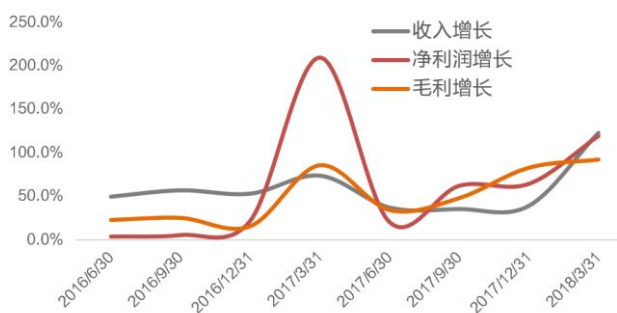


资料来源：贝格数据

相关报告

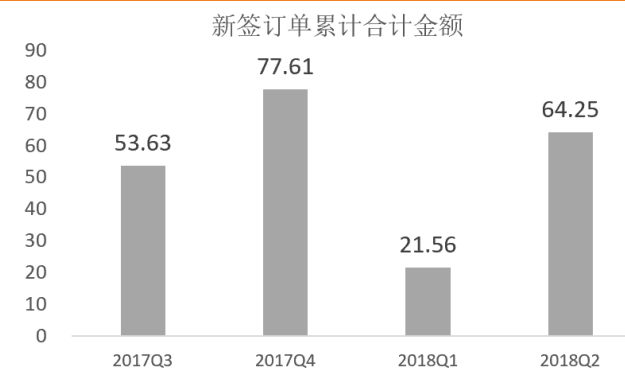
- 《全筑股份-年报点评报告:营收与净利润高速增长，2018 年有望持续》 2018-04-01
- 《全筑股份-公司点评:订单快速增长，定制精装业务显亮点》 2018-01-18
- 《全筑股份-公司点评:智能装饰施工机器人崭露头角，深入探索装饰行业工业 4.0 发展》 2017-11-17

图 1：公司盈利能力



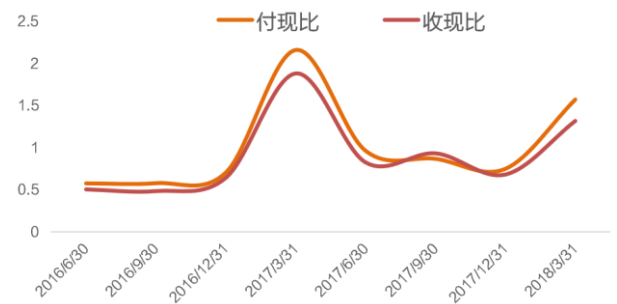
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司近四个季度新签订单情况（单位：亿人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司收付现比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	577.49	380.37	1,073.42	1,512.41	1,979.33
应收账款	1,897.03	2,657.07	4,388.78	5,538.59	7,453.64
预付账款	59.34	55.23	104.56	140.40	175.15
存货	414.67	552.58	956.56	1,177.32	1,614.12
其他	443.24	708.20	1,245.86	905.45	1,775.54
流动资产合计	3,391.77	4,353.45	7,769.17	9,274.17	12,997.79
长期股权投资	0.00	3.30	3.30	3.30	3.30
固定资产	458.28	466.66	445.57	423.94	401.99
在建工程	2.98	3.12	1.87	1.12	0.67
无形资产	40.57	50.88	46.11	41.34	36.57
其他	62.68	429.95	403.22	406.53	407.91
非流动资产合计	564.51	953.92	900.08	876.24	850.45
资产总计	3,956.27	5,307.38	8,669.25	10,150.41	13,848.24
短期借款	603.70	674.09	2,099.87	2,178.95	3,330.14
应付账款	1,413.47	2,013.43	3,327.62	4,220.45	5,660.62
其他	417.18	673.58	824.48	1,013.07	1,338.30
流动负债合计	2,434.35	3,361.10	6,251.97	7,412.47	10,329.06
长期借款	73.59	4.74	339.44	268.46	531.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	234.90	78.30	104.40	139.20
非流动负债合计	73.59	239.64	417.74	372.86	670.28
负债合计	2,507.93	3,600.74	6,669.71	7,785.33	10,999.34
少数股东权益	17.97	100.07	93.88	83.49	80.95
股本	177.36	538.61	538.40	538.40	538.40
资本公积	815.36	499.93	499.93	499.93	499.93
留存收益	1,252.90	1,091.47	1,367.26	1,743.19	2,229.54
其他	(815.25)	(523.46)	(499.93)	(499.93)	(499.93)
股东权益合计	1,448.34	1,706.63	1,999.54	2,365.09	2,848.90
负债和股东权益总	3,956.27	5,307.38	8,669.25	10,150.41	13,848.24

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	91.44	170.85	275.80	375.92	486.35
折旧摊销	22.02	30.62	27.11	27.15	27.17
财务费用	31.61	70.42	56.81	87.84	112.71
投资损失	(0.37)	(4.23)	(4.87)	(5.35)	(6.16)
营运资金变动	(580.86)	(605.63)	(1,333.95)	29.43	(1,469.86)
其它	145.68	58.96	(6.20)	(10.38)	(2.54)
经营活动现金流	(290.48)	(279.01)	(985.29)	504.61	(852.32)
资本支出	56.97	138.21	156.60	(26.10)	(34.80)
长期投资	0.00	3.30	0.00	0.00	0.00
其他	(237.98)	(564.46)	(151.74)	31.45	40.96
投资活动现金流	(181.01)	(422.94)	4.87	5.35	6.16
债权融资	689.24	771.50	2,478.47	2,495.34	3,921.14
股权融资	461.20	(42.16)	(33.50)	(87.84)	(112.71)
其他	(386.54)	(154.82)	(771.50)	(2,478.47)	(2,495.34)
筹资活动现金流	763.90	574.51	1,673.47	(70.97)	1,313.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	292.41	(127.44)	693.05	438.99	466.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,335.89	4,625.37	7,156.12	10,082.73	13,195.55
营业成本	2,994.43	4,001.44	6,243.21	8,827.71	11,547.99
营业税金及附加	17.63	11.72	18.13	25.54	33.42
营业费用	39.22	35.33	54.66	77.02	100.80
管理费用	98.00	275.37	426.04	600.28	785.60
财务费用	29.11	64.36	56.81	87.84	112.71
资产减值损失	79.31	44.63	49.09	54.00	59.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.37	4.23	4.87	5.35	6.16
其他	(0.75)	(8.49)	(9.73)	(10.71)	(12.31)
营业利润	78.57	196.78	313.04	415.70	561.79
营业外收入	35.46	4.62	4.62	14.90	8.04
营业外支出	0.17	0.27	0.27	0.27	0.27
利润总额	113.86	201.13	317.39	430.33	569.56
所得税	22.42	30.28	47.78	64.79	85.75
净利润	91.44	170.85	269.60	365.54	483.81
少数股东损益	(8.95)	6.09	(6.20)	(10.38)	(2.54)
归属于母公司净利润	100.39	164.76	275.80	375.92	486.35
每股收益(元)	0.19	0.31	0.51	0.70	0.90

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	52.68%	38.65%	54.71%	40.90%	30.87%
营业利润	-21.85%	150.44%	59.08%	32.80%	35.14%
归属于母公司净利润	21.64%	64.11%	67.40%	36.30%	29.37%
获利能力					
毛利率	10.24%	13.49%	12.76%	12.45%	12.49%
净利率	3.01%	3.56%	3.85%	3.73%	3.69%
ROE	7.02%	10.26%	14.47%	16.48%	17.57%
ROIC	8.65%	14.81%	15.77%	12.86%	17.54%
偿债能力					
资产负债率	63.39%	67.84%	76.94%	76.70%	79.43%
净负债率	65.08%	72.73%	122.47%	131.83%	132.60%
流动比率	1.39	1.30	1.24	1.25	1.26
速动比率	1.22	1.13	1.09	1.09	1.10
营运能力					
应收账款周转率	2.15	2.03	2.03	2.03	2.03
存货周转率	12.06	9.56	9.48	9.45	9.45
总资产周转率	1.05	1.00	1.02	1.07	1.10
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.31	0.51	0.70	0.90
每股经营现金流	-0.54	-0.52	-1.83	0.94	-1.58
每股净资产	2.66	2.98	3.54	4.24	5.14
估值比率					
市盈率	36.47	22.22	13.27	9.74	7.53
市净率	2.56	2.28	1.92	1.60	1.32
EV/EBITDA	42.66	16.64	12.80	8.75	7.98
EV/EBIT	50.55	18.35	13.74	9.23	8.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com