

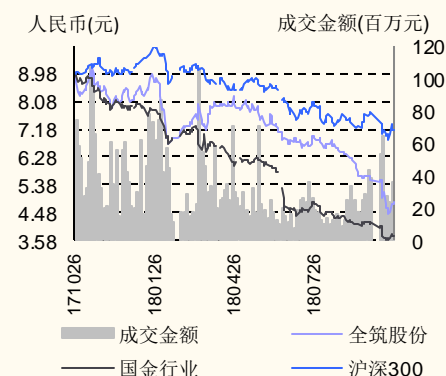
全筑股份 (603030.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.82 元
目标价格 (人民币): 7.00-8.00 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)	2,595.11
年内股价最高最低 (元)	9.16/4.46
沪深 300 指数	3194.31
上证指数	2603.80



相关报告

1. 《业绩/订单翻倍增长, 经营质量全方位提升-《2018-08-1...》, 2018.8.14
2. 《订单翻倍增长, 定制精装提升盈利质量-《2018-07-17 公...》, 2018.7.18
3. 《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》, 2018.4.24
4. 《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
5. 《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

刘妍雪 联系人
liuyanxue@gjq.com.cn

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

营收/订单维持高增, 地产下行不改全装修长期趋势

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	0.472	0.729	1.118
每股净资产 (元)	8.06	2.98	3.39	4.06	5.12
每股经营性现金流 (元)	-1.48	-0.52	-0.70	-0.79	-0.84
市盈率 (倍)	53.55	26.74	10.03	6.50	4.24
净利润增长率 (%)	21.64%	64.11%	54.36%	54.34%	53.29%
净资产收益率 (%)	7.02%	10.26%	13.91%	17.93%	21.81%
总股本 (百万股)	177.36	538.61	538.40	538.40	538.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 前三季度公司营收/归母净利润 45.36/1.27 亿元, 同增 51.5%/160.35%, 大超预期。

经营分析

- 营收/订单维持高速增长, 定制精装业务良性发展助力毛利率持续提升。1) 公司 2018 前三季度营收/归母净利润为 45.36/1.27 亿元, 同增 51.5%/160.35%, 大超预期。2) 公司 Q3 累计新签合同额 86.64 亿元, 同增 49%, 维持高速增长。截止 2018Q3 公司在手订单 (考虑新签流转订单) 达 118 亿元, 订单营收比 2.6, 未来营收比有保障。3) 公司 2018 前三季度毛利率/净利率 12.7%/3.34%, 较上年同期提升 1.78/1.75pct, 我们认为公司毛利率提升主要系定制精装业务占比提升, 公司 2018 年前三季度新签定制精装合同 39.53 亿元, 占比达 23%, 较 2017 年 (16%) 提升 7pct。4) 公司 2018 前三季度经营活动现金流量净额为 -0.89 亿元, 同比 -169%, 系恒大业务应收票据结算增加导致。

- “大客户”战略抗风险能力更强, 全装修大势所趋行业景气度仍高。1) 1-9 月新开工面积同增 16.4% 维持高位, 但考虑 9 月销售面积和销售额当月同比显著下滑, 新开工面积及土地购置面积增速亦大幅回落, 但在惯性作用下新开工仍有一定支撑, 根据国金宏观 2018/2019 年地产投资同增 8%/5%。目前市场对地产产业链较为悲观, 我们认为尽管明年地产新开工增速将边际下滑, 但是考虑公司主要合作伙伴为前 30 强地产企业, 抗风险能力较强; 同时现目前我国全装修市场渗透率不足 20%, 相较于十三五规划的“30%”的渗透率相差甚远, 伴随渗透率提升全装修行业景气度仍高, 我们预计 2025 年全装修市场规模有望达万亿, 未来 8 年 CAGR 将达到 25% 左右的中高速增长状态。2) 10 月 16 日公司发布回购股份预案, 预计回购金额约 0.5~2 亿元, 约占流通盘的 9%~37%, 回购价格不高于 8.8 元, 彰显公司信心。

投资建议

- 我们维持公司业绩预测, 预计公司 2018/2019 年归母净利润 2.6/3.9 亿元。考虑近期市场风险偏好下降, 我们下调公司目标价至 7 元 (15*2018EPS)。

风险: 地产投资下行超预期, 全装修业务毛利率下降, 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
主营业务收入	2,185	3,336	4,625	6,845	9,720	13,413	货币资金	220	577	380	642	728	1,001
增长率		52.7%	38.7%	48.0%	42.0%	38.0%	应收账款	1,531	2,227	2,933	4,537	6,313	8,606
主营业务成本	-1,889	-2,994	-4,001	-5,900	-8,359	-11,509	存货	139	415	553	889	1,374	2,050
%销售收入	86.5%	89.8%	86.5%	86.2%	86.0%	85.8%	其他流动资产	28	173	487	523	560	607
毛利	296	341	624	945	1,361	1,905	流动资产	1,918	3,392	4,353	6,591	8,975	12,264
%销售收入	13.5%	10.2%	13.5%	13.8%	14.0%	14.2%	%总资产	79.4%	85.7%	82.0%	86.9%	89.7%	92.0%
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%	6.4%	5.0%	3.8%
%销售收入	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	无形资产	40	48	385	392	398	404
管理费用	-52	-98	-275	-448	-616	-810	非流动资产	497	565	954	997	1,035	1,069
%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%	13.1%	10.3%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	150	187	302	428	646	959	资产总计	2,415	3,956	5,307	7,588	10,010	13,333
%销售收入	6.8%	5.6%	6.5%	6.3%	6.7%	7.2%	短期借款	318	616	767	1,067	1,492	2,199
财务费用	-19	-29	-64	-86	-120	-175	应付款项	1,097	1,716	2,397	3,536	4,782	6,427
%销售收入	0.9%	0.9%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	其他流动负债	65	103	197	296	370	457
资产减值损失	-31	-79	-45	-56	-77	-90	流动负债	1,481	2,434	3,361	4,899	6,644	9,084
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	67	74	5	505	805	1,105
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%	1.6%	1.1%	0.7%	负债	1,548	2,508	3,601	5,653	7,709	10,457
营业利润	101	79	197	301	464	710	普通股股东权益	849	1,430	1,607	1,829	2,189	2,758
营业利润率	4.6%	2.4%	4.3%	4.4%	4.8%	5.3%	少数股东权益	18	18	100	106	112	118
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	7,588	10,010	13,333
税前利润	109	114	201	306	469	715	比率分析						
利润率	5.0%	3.4%	4.3%	4.5%	4.8%	5.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-27	-22	-30	-46	-70	-107	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	0.472	0.729	1.118
净利润	82	91	171	260	399	608	每股净资产	5.308	8.064	2.983	3.395	4.064	5.121
少数股东损益	-1	-9	6	6	6	6	每股经营现金净流	-0.029	-1.476	-0.518	-0.703	-0.793	-0.839
归属于母公司的净利润	83	100	165	254	393	602	每股股利	0.060	0.060	0.035	0.060	0.060	0.060
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%	13.91%	17.93%	21.81%
							总资产收益率	3.42%	2.54%	3.10%	3.35%	3.92%	4.51%
							投入资本收益率	9.02%	7.01%	10.34%	10.37%	11.95%	13.19%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.59%	52.68%	38.65%	47.99%	42.00%	38.00%
							EBIT增长率	19.16%	24.81%	61.57%	41.89%	51.09%	48.38%
							净利润增长率	10.03%	21.64%	64.11%	54.36%	54.34%	53.29%
							总资产增长率	47.23%	63.84%	34.15%	42.97%	31.91%	33.20%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	196.5	203.0	200.3	198.0	200.0	202.0
							存货周转天数	26.8	50.5	50.4	55.0	60.0	65.0
							应付账款周转天数	171.8	170.6	180.6	180.0	170.0	165.0
							固定资产周转天数	1.2	50.1	36.8	25.7	18.6	13.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	19.04%	7.72%	22.92%	47.92%	68.10%	80.00%
							EBIT利息保障倍数	8.0	6.4	4.7	5.0	5.4	5.5
							资产负债率	64.10%	63.39%	67.84%	74.50%	77.01%	78.43%

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	2	3	4	9	11
增持	1	1	1	3	5
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	1	1
评分	1.33	1.25	1.20	1.46	1.56

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
8	2018-07-18	买入	6.70	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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