

全筑股份 (603030)

证券研究报告

2018年10月29日

业绩保持高增长，定制精装业务持续发力

订单延续高速增长，定制精装业务持续发力

公司前三季度季末累计新签合同金额 86.64 亿，同比增长 61.55%，其中定制精装业务不断崛起，累计新签 17.91 亿，占比 20.67%。在手订单 113.98 亿元，为去年营收的 2.46 倍，在手项目储备充足；其中定制精装业务 29.26 亿元，占比 25.67%，转化潜力巨大。公司如此重视 B2B2C 业务，因其一方面接近 C 端现金流模式，另一方面较纯 B 端装修有更好的市场开拓主导权。订单的高增长和不断转化，将为未来业绩高速增长提供动力。

营收快速增长，毛利率持续提高

公司前三季度完成营业收入 45.36 亿元，同比增长 51.50%，主要是因为前期合同逐步转化，在手订单项目开工量增加所致。受宏观经济下行压力影响，三季度营收增速有所下降。前三季度毛利率为 12.71%，较去年同期增加了 1.75 个百分点，或由于毛利率较高的定制精装订单占比逐步提升所致；且公司收购的子公司地东设计已与上海地产签订两份租赁住宅设计合同，高毛利设计业务亦将持续带动整体毛利率提升。

期间费用率小幅下降，盈利能力大幅提升

公司前三季度期间费用率为 4.70%，同比降低 1.02 个百分点。由于营收增速显著高于三项费用的增速，销售费用率同比下降 0.24 个百分点至 0.78%；财务费用率下降 0.30 个百分点至 0.95%；管理费用率下降 0.48 个百分点至 2.97%。资产减值损失较去年同期减少了 0.22 亿元，系公司坏账准备计提方式发生改变所致。利润方面，前三季度公司净利率为 3.34%，较前值增加 1.75 个百分点；归母净利润为 1.27 亿元，同比增长 160.35%。目前较为紧张的融资环境下，全年利润增速或有回调，但预计总体将保持较高水平。

经营性现金流承压，资产负债率提高较快

截至三季度末，公司收现比为 80.80%，同比下降了 12.9 个百分点；同期公司付现比为 78.14%，同比下降了 8.93 个百分点。因公司与恒大业务应收票据结算增加，本期经营性活动产生现金流量净额为-0.89 亿，较去年同期减少 2.19 亿。近期民企融资环境紧张，公司截至三季度末资产负债率为 74.65%，较去年同期增加 4.17 个百分点，系应付款项和长期借款增加所致。

投资建议

三季报延续高增长态势，预计全年仍能保持。但目前地产链相关行业资金链紧张、民营企业融资难情况存在，料后续公司增速将回归至稳健水平，我们预计公司 18-20 年 EPS 为 0.51、0.59、0.67 元（原预测为 0.51、0.70、0.90 元），对应 PE 为 9.6、8.3、7.2 倍，维持对公司“买入”评级。由于近期家装市场整体景气度下滑，我们将公司目标估值由 2018 年预测 EPS 对应的 19.4 倍调至 13.7 倍（与公司 8 月 15 日-10 月 25 日平均 PE-TTM 接近），相应下调公司目标价调至 7 元（原目标价 9.9 元）。

风险提示：固定资产投资增速快速下滑；公司业务推进不及预期；大股东股权质押风险

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	6,975.84	7,698.37	8,498.45
增长率(%)	52.68	38.65	50.82	10.36	10.39
EBITDA(百万元)	127.60	287.89	409.27	458.18	535.13
净利润(百万元)	100.39	164.76	273.07	317.65	362.88
增长率(%)	21.64	64.11	65.74	16.33	14.24
EPS(元/股)	0.19	0.31	0.51	0.59	0.67
市盈率(P/E)	26.17	15.95	9.62	8.27	7.24
市净率(P/B)	1.84	1.64	1.38	1.18	1.02
市销率(P/S)	0.79	0.57	0.38	0.34	0.31
EV/EBITDA	42.66	16.64	9.68	5.68	6.69

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	4.88 元
目标价格	7 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)	2,627.41
流通 A 股市值(百万元)	2,605.82
每股净资产(元)	3.20
资产负债率(%)	74.65
一年内最高/最低(元)	9.40/4.34

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

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



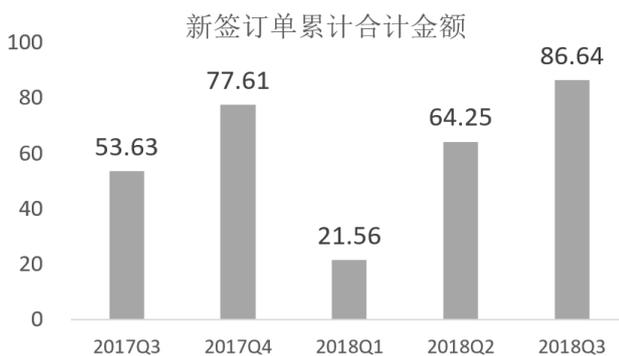
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《全筑股份-半年报点评:业绩大幅提升，成长性持续向好》2018-08-15
- 《全筑股份-公司点评:公司订单高速增长，定制精装修成为亮点》2018-07-20
- 《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

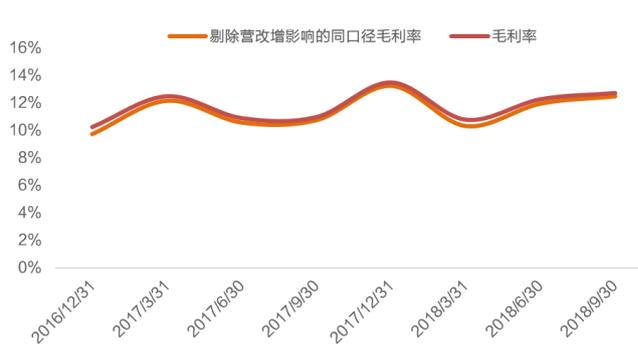


图 1: 新签订单情况 (单位: 亿)



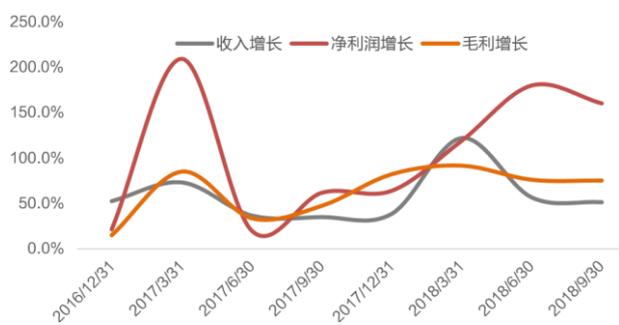
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 毛利率



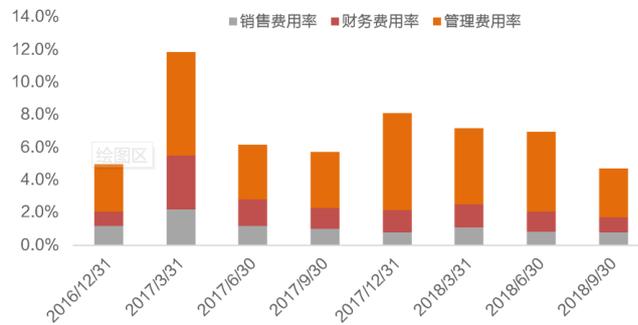
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 公司成长能力



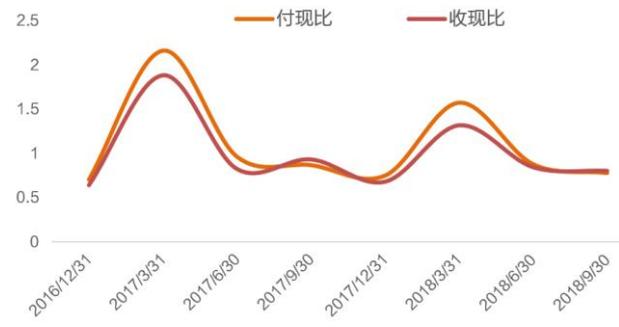
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 三项费用率



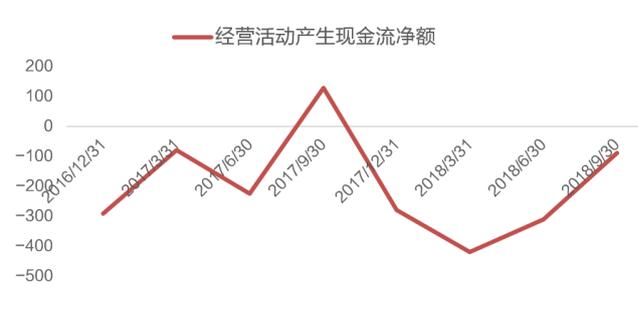
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 收付现比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 经营活动现金流净额 (单位: 百万)



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	1,046.38	1,154.76	1,274.77
应收账款	1,897.03	2,657.07	4,211.28	3,368.47	4,999.03
预付账款	59.34	55.23	100.38	85.66	115.72
存货	414.67	552.58	917.14	703.59	1,077.91
其他	443.24	708.20	1,212.11	530.87	1,383.79
流动资产合计	3,391.77	4,353.45	7,487.29	5,843.35	8,851.21
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	8,387.37	6,719.59	9,701.67
短期借款	603.70	674.09	2,321.81	1,079.95	2,168.02
应付账款	1,413.47	2,013.43	3,188.12	2,544.80	3,761.28
其他	417.18	673.58	797.52	684.69	966.44
流动负债合计	2,434.35	3,361.10	6,307.45	4,309.44	6,895.73
长期借款	73.59	4.74	4.74	0.00	0.00
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	83.04	104.40	139.20
负债合计	2,507.93	3,600.74	6,390.49	4,413.84	7,034.93
少数股东权益	17.97	100.07	93.94	85.16	83.27
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	1,364.53	1,682.18	2,045.06
其他	(815.25)	(523.46)	(499.93)	(499.93)	(499.93)
股东权益合计	1,448.34	1,706.63	1,996.88	2,305.75	2,666.73
负债和股东权益总	3,956.27	5,307.38	8,387.37	6,719.59	9,701.67

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	91.44	170.85	273.07	317.65	362.88
折旧摊销	22.02	30.62	27.11	27.15	27.17
财务费用	31.61	70.42	72.27	82.31	91.04
投资损失	(0.37)	(4.23)	(4.87)	(5.35)	(6.16)
营运资金变动	(580.86)	(605.63)	(1,245.57)	1,010.20	(1,368.20)
其它	145.68	58.96	(6.14)	(8.77)	(1.89)
经营活动现金流	(290.48)	(279.01)	(884.12)	1,423.18	(895.16)
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	2,365.71	1,127.88	2,227.93
股权融资	461.20	(42.16)	(48.95)	(82.31)	(91.04)
其他	(386.54)	(154.82)	(771.50)	(2,365.71)	(1,127.88)
筹资活动现金流	763.90	574.51	1,545.26	(1,320.15)	1,009.02
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)	666.01	108.38	120.01

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	6,975.84	7,698.37	8,498.45
营业成本	2,994.43	4,001.44	6,080.15	6,704.84	7,369.91
营业税金及附加	17.63	11.72	17.67	19.50	21.53
营业费用	39.22	35.33	53.29	58.81	64.92
管理费用	98.00	275.37	415.31	454.20	501.41
财务费用	29.11	64.36	72.27	82.31	91.04
资产减值损失	79.31	44.63	32.13	35.34	38.88
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	309.90	348.72	416.92
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	0.00	0.00
利润总额	113.86	201.13	314.24	363.62	424.97
所得税	22.42	30.28	47.31	54.74	63.98
净利润	91.44	170.85	266.93	308.87	360.99
少数股东损益	(8.95)	6.09	(6.14)	(8.77)	(1.89)
归属于母公司净利润	100.39	164.76	273.07	317.65	362.88
每股收益(元)	0.19	0.31	0.51	0.59	0.67

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	52.68%	38.65%	50.82%	10.36%	10.39%
营业利润	-21.85%	150.44%	57.48%	12.53%	19.56%
归属于母公司净利润	21.64%	64.11%	65.74%	16.33%	14.24%
获利能力					
毛利率	10.24%	13.49%	12.84%	12.91%	13.28%
净利率	3.01%	3.56%	3.91%	4.13%	4.27%
ROE	7.02%	10.26%	14.35%	14.30%	14.05%
ROIC	8.65%	14.81%	16.30%	11.31%	19.64%
偿债能力					
资产负债率	63.39%	67.84%	76.19%	65.69%	72.51%
净负债率	65.08%	72.73%	122.64%	129.17%	79.92%
流动比率	1.39	1.30	1.19	1.36	1.28
速动比率	1.22	1.13	1.04	1.19	1.13
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	9.49	9.50	9.54
总资产周转率	1.05	1.00	1.02	1.02	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.31	0.51	0.59	0.67
每股经营现金流	-0.54	-0.52	-1.64	2.64	-1.66
每股净资产	2.66	2.98	3.53	4.12	4.80
估值比率					
市盈率	26.17	15.95	9.62	8.27	7.24
市净率	1.84	1.64	1.38	1.18	1.02
EV/EBITDA	42.66	16.64	9.68	5.68	6.69
EV/EBIT	50.55	18.35	10.37	6.04	7.05

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