

## 全筑股份 (603030.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 5.40 元  
 目标价格 (人民币): 7.40-7.40 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)       | 2,906.70  |
| 年内股价最高最低 (元)    | 8.85/4.46 |
| 沪深 300 指数       | 3143.32   |
| 上证指数            | 2579.70   |



## 相关报告

1. 《营收/订单维持高增，地产下行不改全装修长期趋势 - 《2018-...》, 2018.10.26
2. 《业绩/订单翻倍增长，经营质量全方位提升 - 《2018-08-1...》, 2018.8.14
3. 《订单翻倍增长，定制精装提升盈利质量 - 《2018-07-17 公...》, 2018.7.18
4. 《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
5. 《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

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

## 业绩增长强劲，在手订单充沛

## 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  | 0.492  | 0.740  | 1.135  |
| 每股净资产 (元)    | 8.06   | 2.98   | 3.41   | 4.09   | 5.17   |
| 每股经营性现金流 (元) | -1.48  | -0.52  | -0.74  | -0.81  | -0.86  |
| 市盈率 (倍)      | 53.55  | 26.74  | 10.98  | 7.29   | 4.76   |
| 净利润增长率 (%)   | 21.64% | 64.11% | 60.65% | 50.59% | 53.36% |
| 净资产收益率 (%)   | 7.02%  | 10.26% | 14.39% | 18.07% | 21.95% |
| 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

## 事件简评

- 公司 1 月 22 日发布业绩预增公告，预计公司 2018 年度实现归母净利润 2.55-2.75 亿元，同增 9024-11024 万元，同比+54.8%-66.9%，实现归母扣非净利润 2.5-2.7 亿元，同增 9342-11342 万元，同比+59.7%-72.4%。

## 经营分析

- 业绩符合预期，内生增长动力强劲。公司预计 2018 年度归母净利润中枢为 2.65 亿元，同比+60.8%，基本符合我们此前预期，归母扣非中枢为 2.6 亿元，同比+66% (非经常性损益主要为政府补助及委托投资)，归母扣非增长更快凸显内生业绩增长更强劲。2018 年度业绩高增主要系公装业务营收同增超 40%。分季度来看 Q1/Q2/Q3/Q4 业绩增速为 138%/305%/119%/11%-28%，前三季度业绩增长迅猛，Q4 业绩增速降低原因主要系基数较大 (2017Q4 业绩达 1.16 亿)。
- 在手订单饱满保障未来营收，定制精装订单扩容加速切入 C 端。1) 公司 2018 年新签订单 107.8 亿元，同比+38%，在手订单 109.9 亿元，同比+44%，订单营收比为 2.4，订单饱满未来业绩有保障。2) 从订单结构来看，施工新签订单 71.9 亿 (其中全装修 63.9 亿，公装施工 7.5 亿，家装 0.5 亿)，同比+20.8%；定制精装新签订单 25.8 亿，同比+107.7%增速亮眼，占总新签订单比例提升至 24% (2017 年为 16%)。公司从全装修逐步切入 C 端定制精装，未来毛利率或将不断改善，同时 B2B2C 模式下直接与业主签约，现金流也有望进一步好转。
- 2019 年地产调控有望边际放松，全装修大势所趋未来空间仍广阔。1) 自菏泽取消限售起，近期多个城市对地产政策进行微调，2019 年房地产行业“因城施策”将贯穿全年，地产调控或边际宽松。2) 同时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% 渗透率相差甚远，伴随渗透率提升全装修行业景气度仍高，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。3) 截至 2018 年末，公司已累计回购 982.86 万股 (占公司总股本的 1.79%)，回购金额约 0.55 亿元，成交最低价为 5.62 元/股，成交最高价为 5.94 元/股，目前回购尚未结束，公司计划回购总金额约 0.5~2 亿元 (约占流通盘的 9%~37%)，股份回购彰显公司信心。

## 盈利预测及投资建议

- 我们预计公司 2018/2019 年归母净利润 2.65/3.99 亿元。给予公司目标价 7.4 元 (10\*2019EPS)。

风险提示: 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         |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>2,185</b>  | <b>3,336</b>  | <b>4,625</b>  | <b>6,960</b>  | <b>9,883</b>  | <b>13,639</b>  | 货币资金            | 220          | 577          | 380          | 653          | 740           | 1,018         |
| 增长率                   |               | 52.7%         | 38.7%         | 50.5%         | 42.0%         | 38.0%          | 应收账款            | 1,531        | 2,227        | 2,933        | 4,613        | 6,419         | 8,751         |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-1,889</b> | <b>-2,994</b> | <b>-4,001</b> | <b>-5,993</b> | <b>-8,500</b> | <b>-11,702</b> | 存货              | 139          | 415          | 553          | 903          | 1,397         | 2,084         |
| %销售收入                 | 86.5%         | 89.8%         | 86.5%         | 86.1%         | 86.0%         | 85.8%          | 其他流动资产          | 28           | 173          | 487          | 524          | 562           | 610           |
| <b>毛利</b>             | <b>296</b>    | <b>341</b>    | <b>624</b>    | <b>967</b>    | <b>1,384</b>  | <b>1,937</b>   | 流动资产            | 1,918        | 3,392        | 4,353        | 6,693        | 9,119         | 12,463        |
| %销售收入                 | 13.5%         | 10.2%         | 13.5%         | 13.9%         | 14.0%         | 14.2%          | %总资产            | 79.4%        | 85.7%        | 82.0%        | 87.0%        | 89.8%         | 92.1%         |
| <b>营业税金及附加</b>        | <b>-72</b>    | <b>-18</b>    | <b>-12</b>    | <b>-17</b>    | <b>-25</b>    | <b>-34</b>     | 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           |
| <b>营业费用</b>           | <b>-22</b>    | <b>-39</b>    | <b>-35</b>    | <b>-53</b>    | <b>-75</b>    | <b>-104</b>    | %总资产            | 17.7%        | 11.7%        | 8.9%         | 6.3%         | 4.9%          | 3.7%          |
| %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           |
| <b>管理费用</b>           | <b>-52</b>    | <b>-98</b>    | <b>-275</b>   | <b>-455</b>   | <b>-627</b>   | <b>-824</b>    | 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%        | 13.0%        | 10.2%         | 7.9%          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>150</b>    | <b>187</b>    | <b>302</b>    | <b>442</b>    | <b>657</b>    | <b>975</b>     | <b>资产总计</b>     | <b>2,415</b> | <b>3,956</b> | <b>5,307</b> | <b>7,690</b> | <b>10,153</b> | <b>13,532</b> |
| %销售收入                 | 6.8%          | 5.6%          | 6.5%          | 6.4%          | 6.6%          | 7.2%           | 短期借款            | 318          | 616          | 767          | 1,101        | 1,538         | 2,263         |
| <b>财务费用</b>           | <b>-19</b>    | <b>-29</b>    | <b>-64</b>    | <b>-87</b>    | <b>-123</b>   | <b>-178</b>    | 应付款项            | 1,097        | 1,716        | 2,397        | 3,592        | 4,862         | 6,535         |
| %销售收入                 | 0.9%          | 0.9%          | 1.4%          | 1.2%          | 1.2%          | 1.3%           | 其他流动负债          | 65           | 103          | 197          | 298          | 371           | 459           |
| <b>资产减值损失</b>         | <b>-31</b>    | <b>-79</b>    | <b>-45</b>    | <b>-57</b>    | <b>-79</b>    | <b>-91</b>     | 流动负债            | 1,481        | 2,434        | 3,361        | 4,990        | 6,771         | 9,257         |
| <b>公允价值变动收益</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>       | 长期贷款            | 67           | 74           | 5            | 505          | 805           | 1,105         |
| <b>投资收益</b>           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>4</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>       | 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%           | <b>负债</b>       | <b>1,548</b> | <b>2,508</b> | <b>3,601</b> | <b>5,745</b> | <b>7,836</b>  | <b>10,629</b> |
| <b>营业利润</b>           | <b>101</b>    | <b>79</b>     | <b>197</b>    | <b>313</b>    | <b>471</b>    | <b>721</b>     | <b>普通股股东权益</b>  | <b>849</b>   | <b>1,430</b> | <b>1,607</b> | <b>1,839</b> | <b>2,205</b>  | <b>2,784</b>  |
| 营业利润率                 | 4.6%          | 2.4%          | 4.3%          | 4.5%          | 4.8%          | 5.3%           | 少数股东权益          | 18           | 18           | 100          | 106          | 112           | 118           |
| <b>营业外收支</b>          | <b>8</b>      | <b>35</b>     | <b>4</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>       | <b>负债股东权益合计</b> | <b>2,415</b> | <b>3,956</b> | <b>5,307</b> | <b>7,690</b> | <b>10,153</b> | <b>13,532</b> |
| <b>税前利润</b>           | <b>109</b>    | <b>114</b>    | <b>201</b>    | <b>318</b>    | <b>476</b>    | <b>726</b>     | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |               |               |
| 利润率                   | 5.0%          | 3.4%          | 4.3%          | 4.6%          | 4.8%          | 5.3%           |                 | 2015         | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E         | 2020E         |
| <b>所得税</b>            | <b>-27</b>    | <b>-22</b>    | <b>-30</b>    | <b>-48</b>    | <b>-71</b>    | <b>-109</b>    | <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        | 0.492        | 0.740         | 1.135         |
| <b>净利润</b>            | <b>82</b>     | <b>91</b>     | <b>171</b>    | <b>271</b>    | <b>405</b>    | <b>617</b>     | 每股净资产           | 5.308        | 8.064        | 2.983        | 3.414        | 4.094         | 5.169         |
| 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       | -0.745       | -0.806        | -0.857        |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>83</b>     | <b>100</b>    | <b>165</b>    | <b>265</b>    | <b>399</b>    | <b>611</b>     | 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%          | 3.8%          | 4.0%          | 4.5%           | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |               |               |
|                       |               |               |               |               |               |                | 净资产收益率          | 9.72%        | 7.02%        | 10.26%       | 14.39%       | 18.07%        | 21.95%        |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |               |               |               |               |               |                | 总资产收益率          | 3.42%        | 2.54%        | 3.10%        | 3.44%        | 3.93%         | 4.52%         |
| 净利润                   | 82            | 91            | 171           | 271           | 405           | 617            | 投入资本收益率         | 9.02%        | 7.01%        | 10.34%       | 10.58%       | 11.99%        | 13.22%        |
| 少数股东损益                | -1            | -9            | 6             | 6             | 6             | 6              | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |               |               |
| 非现金支出                 | 38            | 101           | 75            | 95            | 121           | 137            | 主营业务收入增长率       | 20.59%       | 52.68%       | 38.65%       | 50.47%       | 42.00%        | 38.00%        |
| 非经营收益                 | 24            | 24            | 58            | 60            | 113           | 181            | EBIT增长率         | 19.16%       | 24.81%       | 61.57%       | 46.58%       | 48.71%        | 48.38%        |
| 营运资金变动                | -149          | -478          | -583          | -827          | -1,073        | -1,397         | 净利润增长率          | 10.03%       | 21.64%       | 64.11%       | 60.65%       | 50.59%        | 53.36%        |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>-5</b>     | <b>-262</b>   | <b>-279</b>   | <b>-401</b>   | <b>-434</b>   | <b>-461</b>    | 总资产增长率          | 47.23%       | 63.84%       | 34.15%       | 44.89%       | 32.03%        | 33.27%        |
| 资本开支                  | -368          | -63           | -46           | -57           | -55           | -55            | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |               |               |
| 投资                    | -6            | -118          | -397          | -22           | -20           | -20            | 应收账款周转天数        | 196.5        | 203.0        | 200.3        | 198.0        | 200.0         | 202.0         |
| 其他                    | 2             | 0             | 20            | 5             | 5             | 5              | 存货周转天数          | 26.8         | 50.5         | 50.4         | 55.0         | 60.0          | 65.0          |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-372</b>   | <b>-181</b>   | <b>-423</b>   | <b>-74</b>    | <b>-70</b>    | <b>-70</b>     | 应付账款周转天数        | 171.8        | 170.6        | 180.6        | 180.0        | 170.0         | 165.0         |
| 股权募资                  | 409           | 509           | 40            | 0             | 0             | 0              | 固定资产周转天数        | 1.2          | 50.1         | 36.8         | 25.3         | 18.3          | 13.5          |
| 债权募资                  | 58            | 304           | 627           | 849           | 747           | 1,033          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |               |               |
| 其他                    | -66           | -50           | -92           | -102          | -155          | -223           | 净负债/股东权益        | 19.04%       | 7.72%        | 22.92%       | 48.88%       | 69.06%        | 80.88%        |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>401</b>    | <b>764</b>    | <b>574</b>    | <b>747</b>    | <b>592</b>    | <b>809</b>     | EBIT利息保障倍数      | 8.0          | 6.4          | 4.7          | 5.1          | 5.4           | 5.5           |
| <b>现金净流量</b>          | <b>25</b>     | <b>321</b>    | <b>-128</b>   | <b>272</b>    | <b>88</b>     | <b>278</b>     | 资产负债率           | 64.10%       | 63.39%       | 67.84%       | 74.71%       | 77.18%        | 78.55%        |

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    | 6    | 13   |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 1    | 3    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.38 | 1.44 |

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