

全筑股份 (603030)

证券研究报告

2019年04月11日

业绩实现高速增长，经营现金流情况显著好转

公司近日公告最新年报，2018年公司实现营业收入65.21亿元，同增40.98%；实现归母净利润2.60亿元，同增58.10%。点评如下：

在手订单饱满，深耕大客户战略助理公司稳步增长

公司2018年新签合同金额为107.79亿元，同增38.89%，已签约待实施合同金额为109.90亿元，再加上已中标尚未签约的合同5.32亿元，公司在手合同为115.22亿元，订单收入比（在手订单/当年营收）为1.07倍，高在手订单为公司未来业绩提供较好保障。2018年来自前五名客户销售额达38.83亿元，占年度销售总额59.54%，去年同期为62.20%，稍有下滑。公司客户多为龙头房地产开发商，故在目前下游地产行业集中度逐步提升以及全装修政策稳步推进的背景下，公司下游需求空间或将持续扩大。

营收增速维持高位，设计业务带动整体毛利率提升

公司2018年营业收入65.2亿元，同增41%。其中全装修业务实现营业收入58.9亿元，同增37%；设计业务3.0亿元，同增57%；定制精装业务0.49亿元，同减36%。公司2018年毛利率为14.5%，同增1个百分点，其中住宅全装修业务毛利率为12.09%，同增0.25个百分点；设计业务毛利率50.00%，同增4.74个百分点；定制精装业务毛利率为12.35%，同减7.9个百分点。公司设计板块营收稳步提升将持续带动整体毛利率提升；设计业务的发展也能增强公司业务组合的盈利性和抗风险性。公司2019年预算营收增长率为30%。

同口径期间费用率有所下降，归母净利润增速显著

2018年公司期间费用率7.03%，同比下降1.08个百分点。其中销售费用率为0.65%，同比下降0.11个百分点；管理费用率为5.34%，下降0.61个百分点；财务费用率为1.04%，同比下降0.35个百分点。公司计提资产减值1.14亿元，较前值扩大0.69亿元。综上公司，实现归母净利润2.60亿元，同增58.10%，Q4单季增速有所下滑。剔除2017年新并入的地东设计后，公司归母净利润增速仍可达到52.93%。此外，公司2019年预算归母净利润增速为35%。

付现比有所下降，现金流情况改善

2018年公司收现比为0.6734，同比下降1.16个百分点；公司付现比为0.6172，同比下降13.41个百分点。2018年公司经营性活动产生的现金流量净额为1.92亿元，较去年净流出2.79亿元相比，实现由负转正。此外，2019年1月全资子公司全筑装饰与上海国盛海通基金签订战略投资框架协议的议案，同意签署《战略投资框架协议》，并协商未来由国盛海通基金拟以增资的方式获得不超过其20%的股权。若本次成功引入战略投资方，或将进一步改善全筑装饰的资金情况，从而增强公司业务拓展能力。

投资建议

基于2018年公司业绩实现超预期增长、经营现金流转正，以及对于一二线城市房产销售回暖的预期，我们上调公司2019-2020年预期归母净利润至3.53/4.68亿（原预测值为3.18/3.63亿），预计公司2019-2021年EPS为0.66、0.87、1.10元/股，对应PE为13、10、8倍。结合我国全装修相关政策的快速推进，我们认为公司目前估值仍处于低位，给予2019年预测EPS19.35倍的对应PE值（参考申万装饰行业近一年PE-TTM均值），与2019年预测EPS相乘后得到目标价12.77元/股。维持“买入”评级。

风险提示：地产政策调控风险，公司业务推进不达预期，引入战投进展不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,625.37	6,521.02	8,513.76	10,902.17	13,190.08
增长率(%)	38.65	40.98	30.56	28.05	20.99
EBITDA(百万元)	287.89	638.32	581.71	796.40	1,006.37
净利润(百万元)	164.76	260.48	353.16	468.10	593.52
增长率(%)	64.11	58.10	35.58	32.55	26.79
EPS(元/股)	0.31	0.48	0.66	0.87	1.10
市盈率(P/E)	28.23	17.85	13.17	9.94	7.84
市净率(P/B)	2.89	2.55	2.07	1.71	1.41
市销率(P/S)	1.01	0.71	0.55	0.43	0.35
EV/EBITDA	16.64	5.44	11.10	7.58	6.79

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	8.64元
目标价格	12.77元

基本数据

A股总股本(百万股)	538.28
流通A股股本(百万股)	533.98
A股总市值(百万元)	4,650.72
流通A股市值(百万元)	4,613.58
每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	76.13
一年内最高/最低(元)	9.04/4.34

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

肖文劲 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

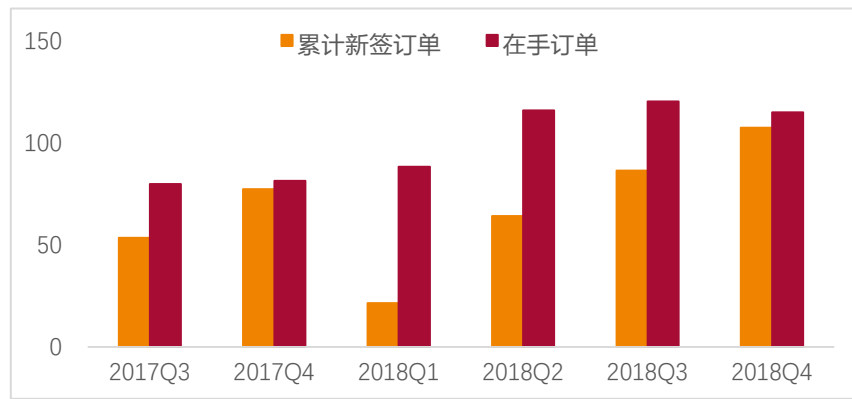


资料来源：贝格数据

相关报告

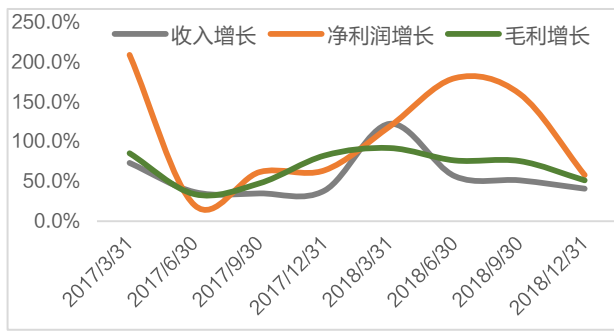
- 《全筑股份-季报点评:业绩保持高速增长，定制精装业务持续发力》2018-10-29
- 《全筑股份-半年报点评:业绩大幅提升，成长性持续向好》2018-08-15
- 《全筑股份-公司点评:公司订单高速增长，定制精装修成为亮点》2018-07-20

图 1: 累计新签订单和在手订单情况 (单位: 亿)



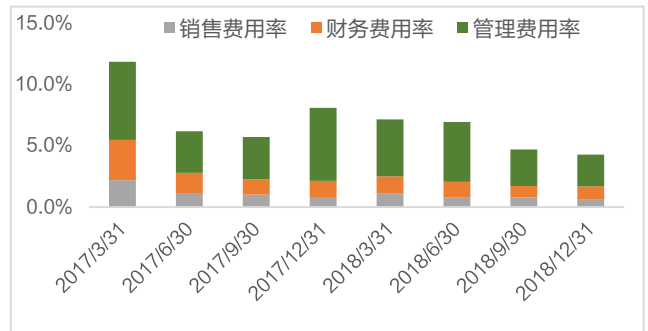
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 成长能力



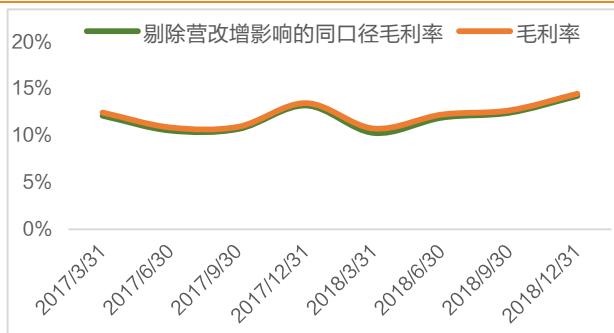
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 期间费用率状况



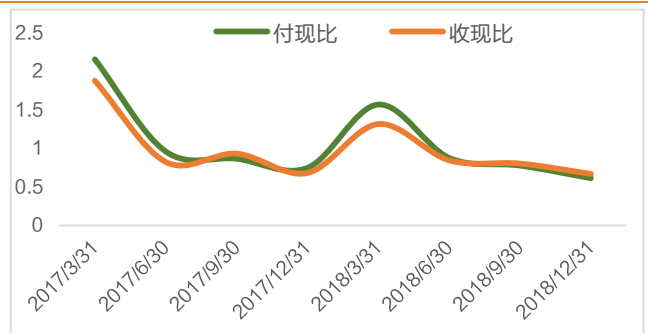
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 毛利率状况



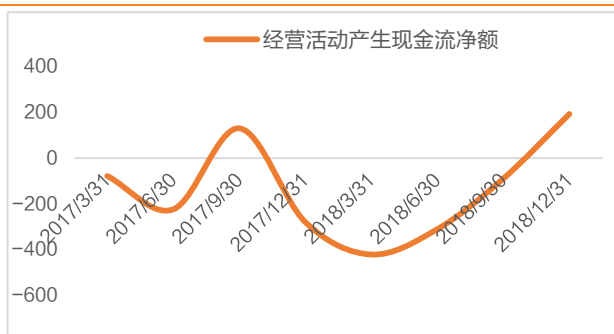
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 收现比/付现比



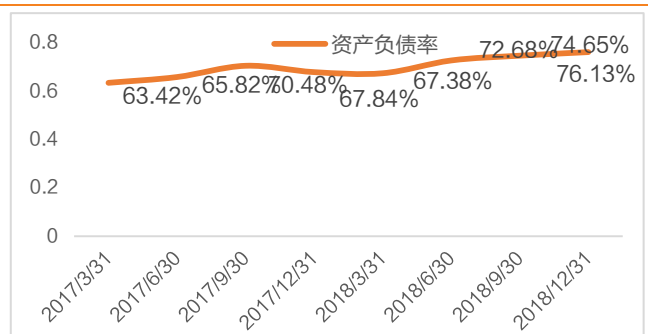
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 经营活动产生的现金流净额 (百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 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)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	380.37	559.60	1,277.06	1,635.33	1,978.51	营业收入	4,625.37	6,521.02	8,513.76	10,902.17	13,190.08
应收账款	2,657.07	4,593.38	6,284.37	7,644.97	9,207.56	营业成本	4,001.44	5,575.96	7,386.67	9,421.62	11,364.68
预付账款	55.23	64.97	130.05	110.49	167.91	营业税金及附加	11.72	15.39	20.10	25.73	31.13
存货	552.58	637.89	939.17	1,072.35	1,354.02	营业费用	35.33	42.59	77.48	99.21	120.03
其他	708.20	1,233.30	646.37	1,737.58	1,214.57	管理费用	275.37	169.80	350.77	449.17	543.43
流动资产合计	4,353.45	7,089.15	9,277.04	12,200.72	13,922.57	财务费用	64.36	67.93	104.96	152.26	193.93
长期股权投资	3.30	25.38	25.38	25.38	25.38	资产减值损失	44.63	113.53	132.00	145.20	159.72
固定资产	466.66	460.18	438.31	414.15	388.62	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	3.12	13.19	7.92	4.75	2.85	投资净收益	4.23	3.10	3.11	3.13	3.14
无形资产	50.88	48.44	43.74	39.04	34.34	其他	(8.49)	175.23	(6.22)	(6.25)	(6.29)
其他	429.95	481.81	451.42	454.70	453.59	营业利润	196.78	357.49	444.91	612.11	780.31
非流动资产合计	953.92	1,029.01	966.78	938.03	904.79	营业外收入	4.62	4.22	4.22	4.35	4.26
资产总计	5,307.38	8,118.16	10,243.82	13,138.75	14,827.36	营业外支出	0.27	0.98	0.98	0.00	0.00
短期借款	674.09	962.61	2,751.87	2,885.68	3,993.12	利润总额	201.13	360.73	448.14	616.46	784.57
应付账款	2,013.43	3,665.06	3,857.46	5,742.46	5,833.24	所得税	30.28	73.50	91.31	125.61	159.86
其他	673.58	1,174.65	883.75	1,464.60	1,358.14	净利润	170.85	287.23	356.83	490.85	624.71
流动负债合计	3,361.10	5,802.32	7,493.08	10,092.74	11,184.51	少数股东损益	6.09	26.75	3.67	22.76	31.19
长期借款	4.74	272.51	272.51	39.10	39.10	归属于母公司净利润	164.76	260.48	353.16	468.10	593.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.31	0.48	0.66	0.87	1.10
其他	234.90	105.54	113.48	151.31	123.44						
非流动负债合计	239.64	378.05	385.99	190.41	162.54						
负债合计	3,600.74	6,180.37	7,879.07	10,283.15	11,347.05						
少数股东权益	100.07	115.45	119.13	141.88	173.07	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	538.61	538.40	538.28	538.28	538.28	成长能力					
资本公积	499.93	521.01	521.01	521.01	521.01	营业收入	38.65%	40.98%	30.56%	28.05%	20.99%
留存收益	1,091.47	1,354.18	1,707.34	2,175.44	2,768.96	营业利润	150.44%	81.67%	24.45%	37.58%	27.48%
其他	(523.46)	(591.27)	(521.01)	(521.01)	(521.01)	归属于母公司净利润	64.11%	58.10%	35.58%	32.55%	26.79%
股东权益合计	1,706.63	1,937.78	2,364.75	2,855.60	3,480.31	获利能力					
负债和股东权益总	5,307.38	8,118.16	10,243.82	13,138.75	14,827.36	毛利率	13.49%	14.49%	13.24%	13.58%	13.84%
						净利率	3.56%	3.99%	4.15%	4.29%	4.50%
						ROE	10.26%	14.29%	15.73%	17.25%	17.95%
						ROIC	14.81%	17.00%	17.16%	15.03%	18.93%
						偿债能力					
						资产负债率	67.84%	76.13%	76.92%	78.27%	76.53%
						净负债率	72.73%	126.38%	181.35%	122.93%	161.98%
						流动比率	1.30	1.22	1.24	1.21	1.24
						速动比率	1.13	1.11	1.11	1.10	1.12
						营运能力					
						应收账款周转率	2.03	1.80	1.57	1.57	1.57
						存货周转率	9.56	10.96	10.80	10.84	10.87
						总资产周转率	1.00	0.97	0.93	0.93	0.94
						每股指标(元)					
						每股收益	0.31	0.48	0.66	0.87	1.10
						每股经营现金流	-0.52	0.36	-1.88	1.09	-1.06
						每股净资产	2.98	3.39	4.17	5.04	6.14
						估值比率					
						市盈率	28.23	17.85	13.17	9.94	7.84
						市净率	2.89	2.55	2.07	1.71	1.41
						EV/EBITDA	16.64	5.44	11.10	7.58	6.79
						EV/EBIT	18.35	5.73	11.74	7.90	7.01

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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