

全筑股份 (603030)

证券研究报告

2020年04月30日

经营现金流继续改善，疫情后业绩有望快速恢复

订单维持增势，全装修市场进一步开拓

公司2019年新签合同额117.04亿元，较2018年稳健增长8.58%，增幅收窄30个百分点，或系2019年下游地产行业政策调控趋紧，公司主动控制订单承接风险所致。2020年一季度公司新签订单18.37亿元，同比下降26.59%，主因疫情对下游地产造成的冲击传导所致。截至2020年一季末，公司已签约待实施合同金额为146.05亿元，约为2019年营收的2.11倍，未来业绩增长动力充足。

毛利率下降，疫情致一季度营收下滑

公司2019年营收69.36亿元，同增6.37%，或因资金周转压力下，项目承接审慎所致。其中装饰施工62.95亿元，同增6.81%；设计业务3.36亿元，同增13.69%。2020年一季度公司营收5.78亿元，同比下滑47.88%。但在疫情加速下游地产集中度提升背景下，公司作为深耕地产龙头客户的全装修领军企业有望受益；同时在地产商赶工预期下，若目前已签约待实施项目及洽谈中的项目如期落地，公司2020年营收增长率目标15.41%有望实现。2019年公司业务整体毛利率为12.98%，较2018年下降1.51个百分点，或由于下游地产商资金周转承压，工期拉长使项目固定成本上升所致。公司2020年一季度毛利率已回升至16.07%，全年毛利率有改善空间。

财务费用率略有回升，净利润同期下滑

公司2019年期间费用率4.39%，小幅上升0.09个百分点。其中销售费用率0.79%，较2018年提高0.13个百分点；管理费用率2.31%，较2018年下降0.3个百分点，或因业务量扩大产生规模效应所致；研发费用率2.09%，较2018年下降0.65个百分点。2019年公司计提资产减值损失（含信用减值损失）1.15亿元，与2018年基本持平。报告期内，公司引进战略投资者，少数股东损益增加0.4亿元至0.67亿元。综合来看，归属于上市公司股东的净利润2.09亿元，同比下降19.91%。2020年一季度公司期间费用率11.18%，归母净利润2287.3万元，同比下滑54.47%，主因疫情影响，业务量减少所致。公司2020年经营目标为归母净利润增速回升至29%，在公司融资结构改善，成本管控力度加大的预期下，全年净利润增速目标有望实现。

经营现金流进一步好转，资产负债结构改善

2019年公司收现比为0.73，较2018年提高6.15个百分点；付现比0.61，较2018年下降0.67个百分点。综合来看，经营活动现金流量净流入2.41亿元，同增25.45%。公司最大客户恒大目前提出降杠杆、减负债，作为恒大主要供应商，公司现金流有望随之好转。2019年公司资产负债率74.37%，较2018年下降1.76个百分点。此外，公司可转债发行成功，共募集资金3.84亿元，募集资金到账后，公司资金周转压力或将进一步缓解。

投资建议

公司作为全装修行业的领军企业，深耕下游地产龙头客户，在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继续扩大。公司主要客户着力降杠杆、减负债同时叠加战略投资者引进、可转债发行等流动性利好，公司资金周转压力或进一步缓解。考虑到公司2019年业绩不达预期，我们更新公司2020-2021年EPS为0.47、0.56元/股的预测（原EPS为0.74、0.96元/股），新增2022年EPS为0.68元/股，对应PE为11、9、7倍，暂维持“买入”评级。**风险提示：业务回款不及预期；疫情影响施工进度；可转债未能及时转股增加资产负债率；业务较为依赖恒大**

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,521.02	6,936.12	7,994.38	9,585.22	11,494.59
增长率(%)	40.98	6.37	15.26	19.90	19.92
EBITDA(百万元)	638.32	728.87	483.20	603.90	728.69
净利润(百万元)	260.48	208.62	251.12	302.47	365.63
增长率(%)	58.10	(19.91)	20.37	20.45	20.88
EPS(元/股)	0.48	0.39	0.47	0.56	0.68
市盈率(P/E)	10.43	13.03	10.82	8.98	7.43
市净率(P/B)	1.49	1.27	1.11	0.99	0.88
市销率(P/S)	0.42	0.39	0.34	0.28	0.24
EV/EBITDA	5.44	4.59	5.84	4.60	3.90

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	5.11元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	538.15
流通A股股本(百万股)	535.80
A股总市值(百万元)	2,749.96
流通A股市值(百万元)	2,737.94
每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	71.84
一年内最高/最低(元)	8.20/4.74

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

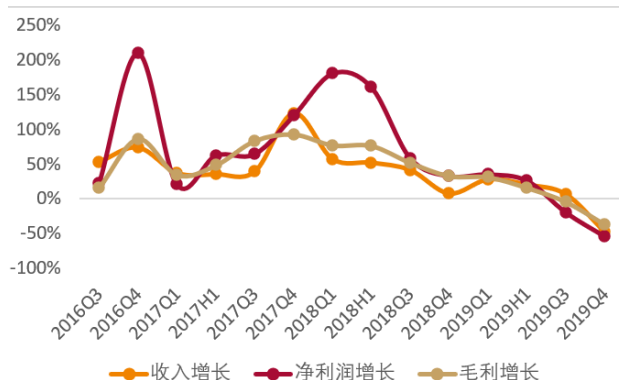


资料来源：贝格数据

相关报告

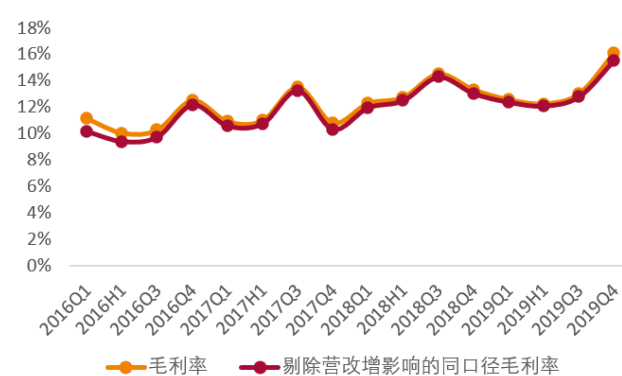
- 《全筑股份-半年报点评:全装修业绩持续增长，引入战略投资人助推未来发展》2019-09-12
- 《全筑股份-年报点评报告:业绩实现高速增长，经营现金流情况显著好转》2019-04-11
- 《全筑股份-季报点评:业绩保持高速增长，定制精装业务持续发力》2018-10-29

图 1: 成长能力 (单位: 100%)



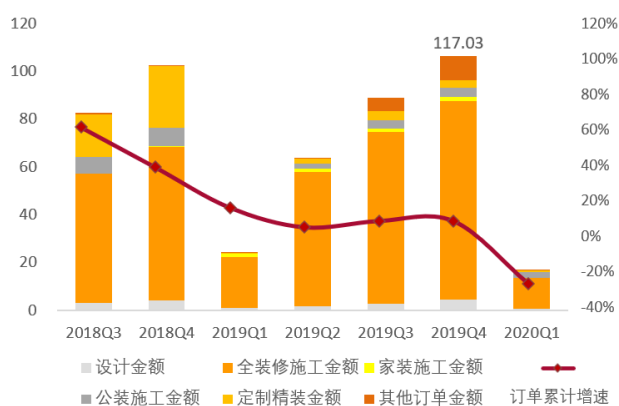
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 毛利率



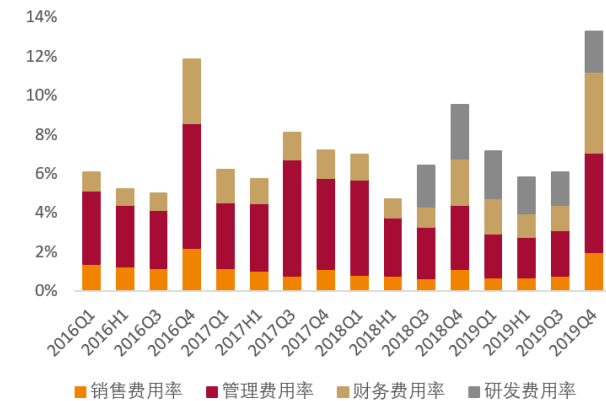
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 累计新签合同情况 (亿)



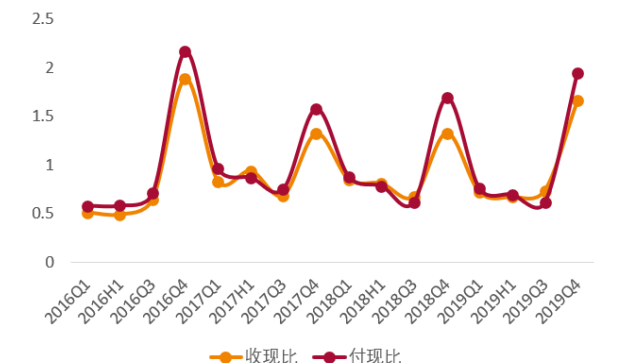
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 期间费用率



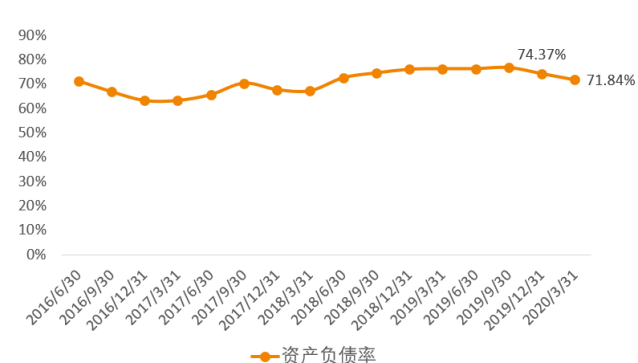
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 收付现比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 资产负债率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	559.60	1,151.60	1,279.10	1,533.64	1,839.13
应收票据及应收账款	5,491.80	6,599.46	7,612.77	9,480.88	10,826.23
预付账款	64.97	35.86	44.18	47.96	51.39
存货	637.89	471.17	722.88	615.01	979.58
其他	334.88	272.99	374.97	364.90	513.09
流动资产合计	7,089.15	8,531.09	10,033.89	12,042.39	14,209.43
长期股权投资	25.38	25.00	25.00	25.00	25.00
固定资产	460.18	524.03	532.41	556.98	578.27
在建工程	13.19	22.59	49.56	77.73	76.64
无形资产	48.44	66.16	59.45	52.74	46.03
其他	481.81	505.94	500.56	498.72	496.89
非流动资产合计	1,029.01	1,143.72	1,166.97	1,211.18	1,222.83
资产总计	8,118.16	9,674.81	11,200.87	13,253.57	15,432.26
短期借款	962.61	992.26	1,039.35	1,171.49	1,410.25
应付票据及应付账款	3,961.71	4,920.31	5,888.84	7,420.96	8,596.77
其他	878.00	1,270.33	1,322.86	1,397.37	1,710.63
流动负债合计	5,802.32	7,182.90	8,251.05	9,989.81	11,717.66
长期借款	272.51	10.29	10.00	15.99	44.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	105.54	2.01	114.15	73.90	63.35
非流动负债合计	378.05	12.30	124.15	89.89	108.05
负债合计	6,180.37	7,195.20	8,375.20	10,079.71	11,825.71
少数股东权益	115.45	341.50	377.16	432.16	509.25
股本	538.40	538.21	538.15	538.15	538.15
资本公积	521.01	641.82	641.82	641.82	641.82
留存收益	1,354.18	1,672.19	1,910.35	2,203.55	2,559.14
其他	(591.27)	(714.12)	(641.82)	(641.82)	(641.82)
股东权益合计	1,937.78	2,479.61	2,825.66	3,173.86	3,606.55
负债和股东权益总	8,118.16	9,674.81	11,200.87	13,253.57	15,432.26

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	287.23	276.02	251.12	302.47	365.63
折旧摊销	34.79	41.19	31.37	33.96	36.51
财务费用	68.74	92.63	96.11	126.46	149.10
投资损失	(3.10)	(4.62)	(3.98)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	6.08	(109.22)	(137.59)	(203.04)	(402.70)
其它	(201.46)	(54.79)	(25.93)	65.27	90.77
经营活动现金流	192.27	241.20	211.10	323.12	237.32
资本支出	182.53	217.20	(52.14)	120.25	60.55
长期投资	22.08	(0.38)	0.00	0.00	0.00
其他	(72.35)	(479.86)	119.28	(218.78)	(135.92)
投资活动现金流	132.26	(263.03)	67.14	(98.53)	(75.37)
债权融资	1,332.40	1,338.59	1,224.68	1,390.36	1,693.04
股权融资	(93.79)	28.85	(23.87)	(126.46)	(149.10)
其他	(1,469.74)	(1,186.22)	(1,351.55)	(1,233.96)	(1,400.39)
筹资活动现金流	(231.14)	181.22	(150.74)	29.95	143.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	93.39	159.39	127.50	254.54	305.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,521.02	6,936.12	7,994.38	9,585.22	11,494.59
营业成本	5,575.96	6,035.47	6,926.47	8,292.71	9,935.19
营业税金及附加	15.39	15.85	19.19	23.00	27.15
营业费用	42.59	54.58	67.95	93.94	127.59
管理费用	169.80	160.00	205.46	276.05	341.39
研发费用	178.41	145.02	167.88	211.83	236.79
财务费用	67.93	89.72	96.11	126.46	149.10
资产减值损失	113.53	(12.14)	98.00	130.00	150.00
公允价值变动收益	0.00	6.66	(61.58)	10.26	13.68
投资净收益	3.10	4.62	3.98	2.00	2.00
其他	(3.17)	102.36	115.19	(24.53)	(31.37)
营业利润	357.49	333.98	355.72	443.49	543.07
营业外收入	4.22	16.75	8.53	9.83	11.70
营业外支出	0.98	0.78	0.68	0.82	0.76
利润总额	360.73	349.95	363.57	452.51	554.02
所得税	73.50	73.92	76.80	95.03	111.30
净利润	287.23	276.02	286.77	357.48	442.71
少数股东损益	26.75	67.40	35.65	55.01	77.09
归属于母公司净利润	260.48	208.62	251.12	302.47	365.63
每股收益(元)	0.48	0.39	0.47	0.56	0.68

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	40.98%	6.37%	15.26%	19.90%	19.92%
营业利润	81.67%	-6.58%	6.51%	24.67%	22.45%
归属于母公司净利润	58.10%	-19.91%	20.37%	20.45%	20.88%
获利能力					
毛利率	14.49%	12.98%	13.36%	13.48%	13.57%
净利率	3.99%	3.01%	3.14%	3.16%	3.18%
ROE	14.29%	9.76%	10.26%	11.03%	11.80%
ROIC	17.00%	13.10%	14.98%	17.65%	19.74%
偿债能力					
资产负债率	76.13%	74.37%	74.77%	76.05%	76.63%
净负债率	39.88%	7.54%	-1.93%	-4.51%	-4.05%
流动比率	1.22	1.19	1.22	1.21	1.21
速动比率	1.11	1.12	1.13	1.14	1.13
营运能力					
应收账款周转率	1.57	1.15	1.13	1.12	1.13
存货周转率	10.96	12.51	13.39	14.33	14.42
总资产周转率	0.97	0.78	0.77	0.78	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.39	0.47	0.56	0.68
每股经营现金流	0.36	0.45	0.39	0.60	0.44
每股净资产	3.39	3.97	4.55	5.09	5.76
估值比率					
市盈率	10.43	13.03	10.82	8.98	7.43
市净率	1.49	1.27	1.11	0.99	0.88
EV/EBITDA	5.44	4.59	5.84	4.60	3.90
EV/EBIT	5.73	4.82	6.24	4.87	4.10

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