

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

## Q2 业绩回暖，装配式装修大有可为

### 事件:

公司 8 月 27 日晚发布 2020 年半年度公告,上半年公司实现营业收入 21.09 亿元,同比减少 38.47%;实现归属于上市公司股东的净利润为 7553 万元,同比减少 22.31%。

### 点评:

**二季度营收订单增速提升,业绩延续增长。**一季度主要受疫情影响,重要 B 端客户相继停工,公司实现营业收入 5.78 亿,同比降低 47.88%,新签合同金额 18.37 亿,同比下降 26.59%;二季度实现营业收入 15.3 亿元,环比增长 164%,新签合同金额 35.69 亿元,环比增长 94.28%。公司二季度营收订单全面回暖,全年业绩可延续增长势头。

**B 端 C 端同时发力,全装修龙头强者恒强。**公司在 B 端与恒大地产、万科地产、城开集团、陆家嘴集团等国内知名房地产开发商就全装修建立牢固的合作关系,新增全装修施工订单金额占新增订单总金额的 79.39%。随着国内复工复产的进行,下游房地产开发商开始集中建设,二季度全装修订单金额环比增长 259%。近年来,地产行业加速出清,向龙头集中,公司作为全装修龙头也将受益于此。同时自 2018 年以来公司努力优化业务组成,加大设计板块和软装板块、面向 C 端的家具销售。公司有望以 B 端实现中期增长,以 C 端实现长期发展。

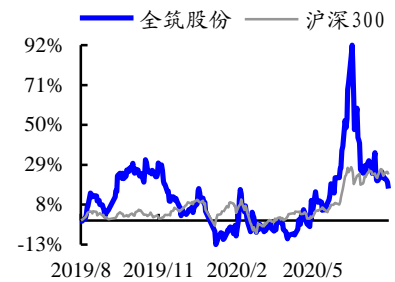
**率先布局装配式行业,行业瓶颈有望突破。**装配式装修顺应当下全装修的政策要求,未来 3-5 年渗透率有望达到 20%。全筑股份从 2010 年开始进行装配式研发布局,2019 年形成了装配式装修 2.0 体系,同时公司拥有自己的部件工厂,更好的实现公司自身装配式技术。目前公司完工的装配式项目有 1600 套,约 8 万平方;正在进行设计的项目已有 6000 多套,共计 30 万方。公司将乘装配式东风优化业绩增长模式,突破行业发展瓶颈。

**首次覆盖,给予公司“买入”评级。**预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.43 元/0.48 元/0.54 元。

**风险提示:** 装配式建筑发展不及预期,地产投资增速不及预期。

股票数据	2020/8/27
6 个月目标价 (元)	8.60
收盘价 (元)	6.44
12 个月股价区间 (元)	4.74 ~ 10.80
总市值 (百万元)	3,465
总股本 (百万股)	538
A 股 (百万股)	538
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	11

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	5%	16%
相对收益	-12%	-18%	-8%

### 相关报告

- 《装配式建筑行业研究深度报告:装配式建筑跨越式发展元年,引领板块估值提升》  
--20200817
- 《建筑央企,行业龙头,谋定而后动》  
--20191119
- 《广田集团(002482):装配化技术发展迅速,现金回笼加速》  
--20200827
- 《美晨生态(300237):汽车零部件业务发力》  
--20200827

### 证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002  
075533685875 wangxiaoy@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,521	6,936	7,120	8,034	8,689
(+/-)%	40.98%	6.37%	2.65%	12.84%	8.15%
归属母公司净利润	260	209	232	259	292
(+/-)%	58.10%	-19.91%	11.03%	11.81%	12.75%
每股收益 (元)	0.48	0.39	0.43	0.48	0.54
市盈率	10.54	14.88	14.96	13.38	11.87
市净率	1.51	1.45	1.47	1.34	1.21
净资产收益率 (%)	14.29%	9.76%	9.85%	10.00%	10.21%
股息收益率 (%)	0.31%	0.62%	0.47%	0.62%	0.62%
总股本 (百万股)	538	538	538	538	538

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,152	2,800	1,600	2,400
交易性金融资产	92	92	92	92
应收款项	6,599	5,701	6,948	7,580
存货	471	676	699	726
其他流动资产	216	289	314	314
<b>流动资产合计</b>	<b>8,531</b>	<b>9,558</b>	<b>9,654</b>	<b>11,111</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	25	25	25	25
固定资产	524	699	776	881
无形资产	66	75	88	100
商誉	311	307	302	296
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,144</b>	<b>1,337</b>	<b>1,439</b>	<b>1,566</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,675</b>	<b>10,895</b>	<b>11,092</b>	<b>12,677</b>
短期借款	992	2,526	1,240	2,101
应付款项	4,920	4,192	5,105	5,609
预收款项	336	396	444	461
一年内到期的非流动负债	336	336	336	336
<b>流动负债合计</b>	<b>7,183</b>	<b>8,043</b>	<b>7,734</b>	<b>9,132</b>
长期借款	10	110	310	160
其他长期负债	2	2	2	2
<b>长期负债合计</b>	<b>12</b>	<b>112</b>	<b>312</b>	<b>162</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,195</b>	<b>8,156</b>	<b>8,047</b>	<b>9,294</b>
归属于母公司股东权益合计	2,138	2,351	2,590	2,860
少数股东权益	342	388	456	523
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,675</b>	<b>10,895</b>	<b>11,092</b>	<b>12,677</b>

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,936	7,120	8,034	8,689
营业成本	6,035	6,132	6,932	7,528
营业税金及附加	16	17	19	20
资产减值损失	-12	0	0	0
销售费用	55	52	58	65
管理费用	160	182	200	213
财务费用	90	109	126	114
公允价值变动净收益	7	0	0	0
投资净收益	5	5	5	6
<b>营业利润</b>	<b>334</b>	<b>352</b>	<b>413</b>	<b>454</b>
营业外收支净额	16	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>350</b>	<b>352</b>	<b>413</b>	<b>454</b>
所得税	74	73	86	95
净利润	276	279	326	359
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>209</b>	<b>232</b>	<b>259</b>	<b>292</b>
少数股东损益	67	47	67	67

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	276	279	326	359
资产减值准备	115	0	0	0
折旧及摊销	41	46	36	39
公允价值变动损失	-7	0	0	0
财务费用	93	109	126	114
投资损失	-5	-5	-5	-6
运营资本变动	-238	-52	-318	-121
其他	-34	1	2	1
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>241</b>	<b>378</b>	<b>167</b>	<b>387</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-263</b>	<b>-235</b>	<b>-136</b>	<b>-161</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>181</b>	<b>1,505</b>	<b>-1,232</b>	<b>575</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>258</b>	<b>299</b>	<b>716</b>	<b>519</b>

财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.39	0.43	0.48	0.54
每股净资产 (元)	3.97	4.37	4.81	5.31
每股经营性现金流量 (元)	0.45	0.70	0.31	0.72
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	6.4%	2.7%	12.8%	8.2%
净利润增长率	-19.9%	11.0%	11.8%	12.7%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	13.0%	13.9%	13.7%	13.4%
净利率	3.0%	3.3%	3.2%	3.4%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	272.34	239.38	252.40	254.71
存货周转率 (次)	28.49	40.22	36.82	35.18
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	74.4%	74.9%	72.5%	73.3%
流动比率	1.19	1.19	1.25	1.22
速动比率	1.12	1.10	1.15	1.13
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用率	2.3%	2.6%	2.5%	2.4%
财务费用率	1.3%	1.5%	1.6%	1.3%
<b>分红指标</b>				
分红比例	10.3%	8.2%	7.7%	7.5%
股息收益率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	14.88	14.96	13.38	11.87
P/B (倍)	1.45	1.47	1.34	1.21
P/S (倍)	0.50	0.49	0.43	0.40
净资产收益率	9.8%	9.9%	10.0%	10.2%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**王小勇:** 重庆大学技术经济及管理硕士, 四川大学水利水电建筑工程本科, 现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职, 先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验, 2007年以来具有13年证券研究从业经历, 善于把握周期行业发展脉络, 视野开阔, 见解独到, 多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn