

全筑股份(603030)2019年中报点评

## 全装修业务增势良好,毛利/费率/现金流改善

**推荐(首次)**

目标价: 6.40元

当前价: 5.57元

**事项:**

- ❖ 全筑股份发布19H1中报: 2019年上半年公司实现营收34.27亿元, 同比+27.67%, 归母净利0.97亿元, 同比+34.82%。经营性现金流净额-1.26亿元, 同比少流出1.83亿元。

**评论:**

- ❖ Q2业绩小幅提速, 政策支持助力行业发展: 公司上半年实现营收34.27亿元, 同比+27.67%。归母净利/扣非净利0.97亿/0.83亿元, 同比+34.82%/+27.56%。归母净利增速略高于收入增速, 我们判断主要因: 1) 期间费率得到有效控制, 同比降0.4个pp至6.56%; 2) 政府补助同比增0.12亿至0.15亿元。公司在上半年地产严控的情况下仍保持了近35%的业绩增速, 我们认为主要系我国全装修交付比例较低, 行业正处于增量发展阶段, 政策扶持力度较大所致。分季度看, 19Q1/Q2营收各11.10亿/23.17亿元, 同比+7.30%/+40.44%, 归母净利各0.50亿/0.47亿元, 同比+32.45%/+37.44%, 二季度表现较优。
- ❖ 新签合同92.52亿元, 全装修订单强势增长: 19H1新签合同额增7.82%, 非主营业务收缩致整体订单增速不高。分项看: ①施工订单82.27亿元, 增40.48%, 占总合同额88.92%, 其中, 全装修施工继续保持强劲增长势头, 新签订单77.65亿元, 增53.03%, 订单额占比83.92%; 家装订单大幅缩减, 同比-73.37%至2.01亿元, 基数原因公装涨幅较高, 同比+870.08%至2.61亿元, 但占比均不足3%; ②设计订单2.62亿元, 同比-22.34%; ③定制精装2.58亿元, 同比-88.06%; ④幕墙门窗3亿元, 增86.35%。
- ❖ 毛利/费率/现金流均有改善, 负债率同比+3.7个pp: 1) 19H1毛利率同比增0.3个pp至12.56%; 2) 期间费率略有改善, 同比-0.4个pp至6.56%, 其中销售费率/管理费率各为0.70%/4.06%, 同比-0.11/-0.83个pp, 财务费率同比增0.54个pp至1.80%, 我们判断主要系流动资金贷款增多致利息支出增至0.53亿元(去年同期为0.34亿元); 3) 经营性现金流净额-1.26亿元, 同比少流出1.84亿元, 我们认为主要系工程款及保证金的回收力度加大所致。4) 资产负债率同比增3.70个pp至76.39%, 主要系业务规模扩大致应付票据和应付账款同比+84.05%至49.27亿元。
- ❖ 引入战略投资人, 全装修业务蓄势待发: 报告期内内盛海通基金以3亿元认购全筑装饰1.13亿新增注册资本, 持股比例18.50%。子公司2019-2021的预期净利润各为2.40亿/2.88亿/3.46亿元。全筑装饰18年营收24.04亿元, 占公司总营收36.87%, 预计此次增资将为公司全装修业务的持续增长提供重要支撑。
- ❖ 盈利预测及评级: 我们预计2019-2021年公司EPS为0.65、0.84、1.06元, 计算PE为9x、7x、5x, 公司全装修订单增速亮眼, 政策扶持空间广阔, 现金流明显改善, 我们认为行业合理19PE为10倍左右, 而公司目前仅8.6倍, 给予15%的目标空间, 目标价6.40元。**首次覆盖给予“推荐”评级。**
- ❖ 风险提示: 基建投资不达预期, 地产调控超预期, 海外拓展不达预期。

**主要财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	6,521	8,655	11,077	13,839
同比增速(%)	41.0%	32.7%	28.0%	24.9%
归母净利润(百万)	260	350	450	568
同比增速(%)	58.1%	34.2%	28.6%	26.4%
每股盈利(元)	0.48	0.65	0.84	1.06
市盈率(倍)	12	9	7	5
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2019年8月30日收盘价

**华创证券研究所**
**证券分析师: 王彬鹏**

邮箱: wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360519060002

**证券分析师: 师克克**

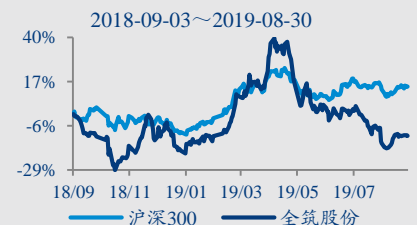
电话: 021-20572533

邮箱: shikeke@hcyjs.com

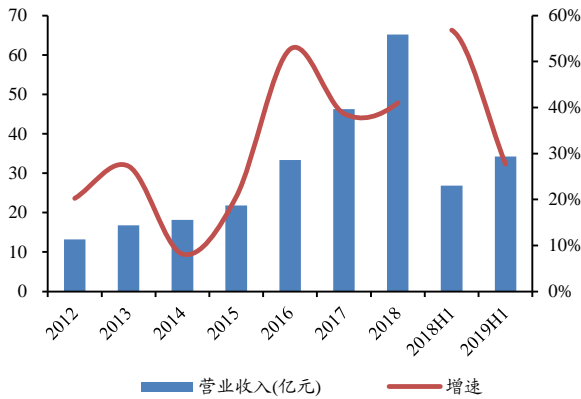
执业编号: S0360518060007

**公司基本数据**

总股本(万股)	53,821
已上市流通股(万股)	53,580
总市值(亿元)	29.98
流通市值(亿元)	29.84
资产负债率(%)	76.4
每股净资产(元)	3.5
12个月内最高/最低价	9.01/4.33

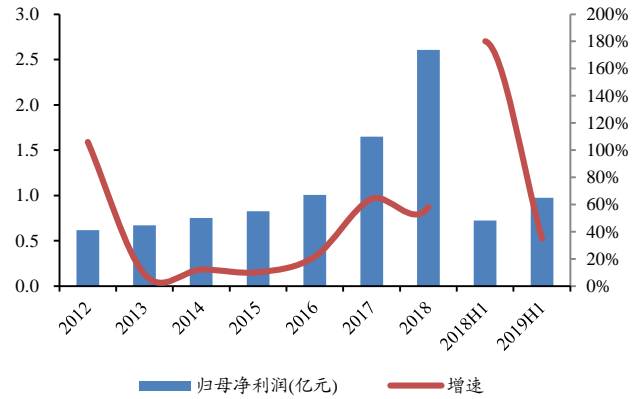
**市场表现对比图(近12个月)**


图表 1 19H1 营收增速为 27.67%，Q2 贡献较大



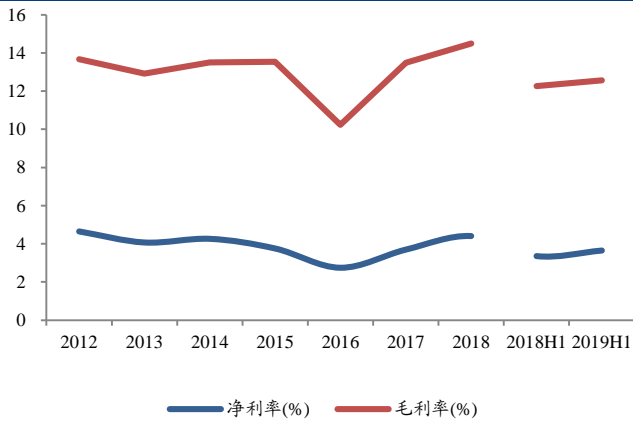
资料来源: Wind、华创证券

图表 2 19H1 归母净利润增速为 34.82%



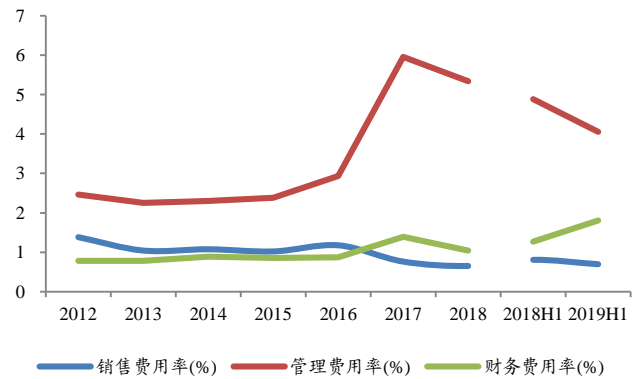
资料来源: Wind、华创证券

图表 3 净利率、毛利率小幅改善



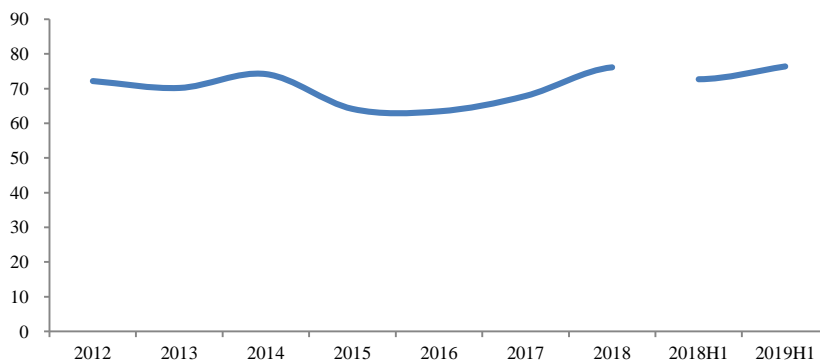
资料来源: Wind、华创证券

图表 4 财务费率上升，管理费用率/销售费率下降



资料来源: Wind、华创证券

图表 5 资产负债率上升 3.70 个 pp 至 76.39%



资料来源: wind、华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	560	866	1,093	1,393
应收票据	1,106	1,468	1,879	2,347
应收账款	4,386	5,435	6,955	8,690
预付账款	65	86	110	138
存货	638	848	1,084	1,351
其他流动资产	334	445	569	711
流动资产合计	7,089	9,148	11,690	14,630
其他长期投资	46	46	46	46
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	460	454	448	442
在建工程	13	33	53	73
无形资产	48	44	39	35
其他非流动资产	437	431	429	426
非流动资产合计	1,029	1,033	1,040	1,047
<b>资产合计</b>	<b>8,118</b>	<b>10,181</b>	<b>12,730</b>	<b>15,677</b>
短期借款	963	1,129	1,334	1,517
应付票据	321	426	544	679
应付账款	3,641	4,839	6,185	7,714
预收款项	401	533	682	852
其他应付款	24	24	24	24
一年内到期的非流动负债	97	97	97	97
其他流动负债	355	481	640	823
流动负债合计	5,802	7,529	9,506	11,706
长期借款	273.00	341.00	430.00	572.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	105	1	1	1
非流动负债合计	378	342	431	573
<b>负债合计</b>	<b>6,180</b>	<b>7,871</b>	<b>9,937</b>	<b>12,279</b>
归属母公司所有者权益	1,822	2,155	2,586	3,126
少数股东权益	115	155	207	272
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,938</b>	<b>2,310</b>	<b>2,793</b>	<b>3,398</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,118</b>	<b>10,181</b>	<b>12,730</b>	<b>15,677</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>278</b>	<b>258</b>	<b>4</b>	<b>52</b>
现金收益	390	491	610	748
存货影响	-85	-210	-236	-268
经营性应收影响	-2,801	-1,546	-2,069	-2,343
经营性应付影响	1,990	1,435	1,613	1,834
其他影响	784	88	86	81
<b>投资活动现金流</b>	<b>132</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>
资本支出	-39	-44	-43	-43
股权投资	7	0	0	0
其他长期资产变化	164	4	3	3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-231</b>	<b>88</b>	<b>263</b>	<b>288</b>
借款增加	561	234	295	324
财务费用	-103	-76	-32	-40
股东融资	9	9	9	9
其他长期负债变化	-698	-79	-9	-5

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6,521</b>	<b>8,655</b>	<b>11,077</b>	<b>13,839</b>
营业成本	5,576	7,411	9,471	11,813
税金及附加	15	17	33	42
销售费用	43	69	94	125
管理费用	170	234	310	401
财务费用	68	66	75	83
资产减值损失	114	114	114	114
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	4	4	4
其他收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>357</b>	<b>486</b>	<b>626</b>	<b>792</b>
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>361</b>	<b>489</b>	<b>629</b>	<b>795</b>
所得税	74	99	128	162
<b>净利润</b>	<b>287</b>	<b>390</b>	<b>501</b>	<b>633</b>
少数股东损益	27	40	51	65
<b>归属母公司净利润</b>	<b>260</b>	<b>350</b>	<b>450</b>	<b>568</b>
NOPLAT	341	442	561	699
EPS(摊薄) (元)	0.48	0.65	0.84	1.06

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	41.0%	32.7%	28.0%	24.9%
EBIT 增长率	61.5%	29.5%	26.9%	24.7%
归母净利润增长率	58.1%	34.2%	28.6%	26.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.5%	14.4%	14.5%	14.6%
净利率	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%
ROE	13.4%	15.1%	16.1%	16.7%
ROIC	14.2%	15.6%	16.0%	16.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	76.1%	77.3%	78.0%	78.3%
债务权益比	74.2%	67.9%	66.7%	64.4%
流动比率	122.2%	121.5%	123.0%	125.0%
速动比率	111.2%	110.2%	111.6%	113.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	191	204	201	203
应付账款周转天数	181	206	210	212
存货周转天数	38	36	37	37
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.48	0.65	0.84	1.06
每股经营现金流	0.52	0.48	0.01	0.10
每股净资产	3.39	4.00	4.80	5.81
<b>估值比率</b>				
P/E	12	9	7	5
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	16	12	10	8

## 建筑建材组团队介绍

**组长、首席分析师：王彬鹏**

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。

**高级分析师：师克克**

武汉大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500