

证券研究报告—动态报告

建筑工程

装饰装修

全筑股份(603010)

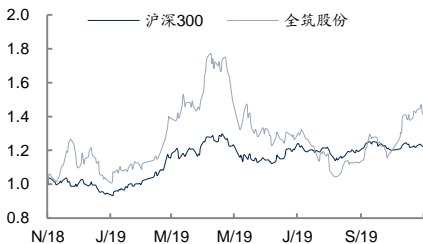
买入

2019年三季度点评

(维持评级)

2019年11月06日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	538/536
总市值/流通(百万元)	3757/3740
上证综指/深圳成指	2980/9802
12个月最高/最低(元)	9.01/4.88

相关研究报告:

《国信证券-全筑股份(603030.SH):全装修龙头崛起,受益地产订单业绩均实现高速增长》——2018-08-15

《国信证券-全筑股份(603030.SH):业绩超预期,全装修龙头估值有望修复》——2018-10-26

《国信证券-全筑股份-603030-2018年年报点评:业绩高速增长,定制精装业务成长迅速》——2019-04-04

《国信证券-全筑股份-603030-深度报告:高成长低估值,全装修龙头乘势起航》——2019-05-16

证券分析师:周松

电话: 021-60875163
E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

在手订单充足,家居市场潜力大

●业绩稳健增长,在手订单充沛

2019年前三季度公司实现营业收入54.4亿元,同比增长20%;实现归母净利润1.6亿元,同比增长26%,扣非净利润为1.4亿元,同比增长21%。业绩基本符合预期。前三季度公司累计新签订单94亿元,同比增长8.6%,分业务来看,全装修订单72亿元,同比增长33%;公装订单和定制精装的订单下滑较多,公装订单3.5亿元,同比下滑近50%,定制精装订单3.6亿元,同比下滑80%。截至三季度末,公司累计在手未完工订单130亿元,同比增长14%,订单保障比约2倍,在手订单充沛。

●毛利率有所下降,营运能力改善

公司2019年前三季度毛利率为12.24%,同比下降0.27pct,净利率为3.81%,同比提升0.47pct。期间费用率为5.65%,同比下降1.2pct,其中管理费用率下降1.36pct至3.76%,财务费用率提升0.26pct至1.21%,销售费用率下降0.1pct至0.68%。资产负债率为76.86%,同比提升2.2pct。实现经营性净现金流-1.7亿,现金流较去年流出增加,去年同期为-0.9亿元。

●收入和利润保持高增长

分季度来看,公司18Q4、19Q1、Q2、Q3分别完成营收19.8亿元、11.1亿元、23.2亿元、20.2亿元,分别同比增长21.67%、7.30%、40.44%、8.93%;实现净利润1.3亿元、0.5亿元、0.5亿元、0.6亿元,分别同比增长15.29%、32.45%、37.44%、13.92%。由于去年三季度基数较高,三季度增速放缓。

●投资建议:全装修龙头,逻辑逐步兑现,维持“买入”评级

如我们5月初发布的深度报告《高成长低估值,全装修龙头乘势起航》的预测,公司利用传统业务的渠道资源拓展装修后市场,实现二次创业,今年前三季度家装订单1.6亿元,同比增长4.5倍,木制品订单1.7亿元,同比增长2.6倍。公司已经实现了全产业链布局。公司订单充足,我们维持之前的盈利预测,预计公司19-21年EPS分别为0.65/0.86/1.13元,对应PE为10.6/8.0/6.1倍。对标尚品宅配等定制精装企业,我们维持之前的目标估值,认为公司的合理估值区间为16-18倍,对应价格10.40-11.70元,维持“买入”评级。

●风险提示:应收账款坏账,房地产投资下滑,订单落地不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,625	6,521	8,489	10,932	14,015
(+/-%)	38.7%	41.0%	30.2%	28.8%	28.2%
净利润(百万元)	165	260	352.04	465.61	610.39
(+/-%)	64.1%	58.1%	35.1%	32.3%	31.1%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.48	0.65	0.86	1.13
EBIT Margin	6.5%	11.0%	7.4%	7.1%	7.0%
净资产收益率(ROE)	10.3%	14.3%	17.4%	20.5%	23.3%
市盈率(PE)	22.6	14.3	10.6	8.0	6.1
EV/EBITDA	22.3	13.2	16.0	15.2	14.4
市净率(PB)	2.32	2.04	1.85	1.64	1.42

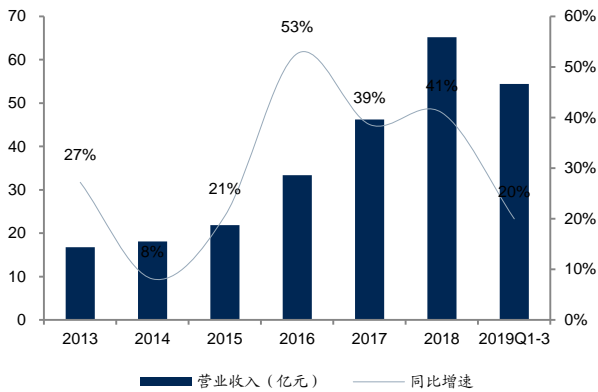
资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩稳健，收入和利润维持高增长

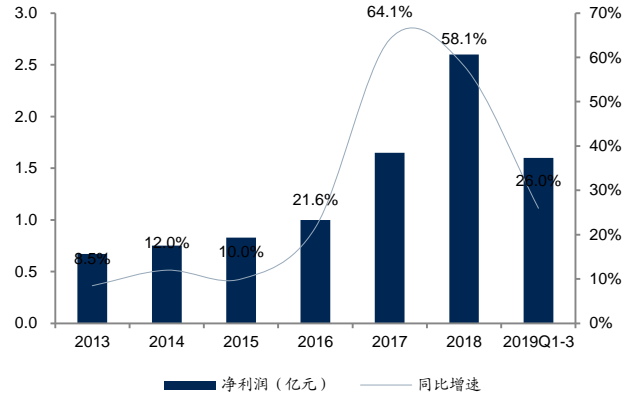
2019年前三季度公司实现营业收入54.4亿元，同比增长20%；实现归母净利润1.6亿元，同比增长26%，扣非后公司的净利润为1.4亿元，同比增长21%。业绩基本符合预期。

图 1：公司历年收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

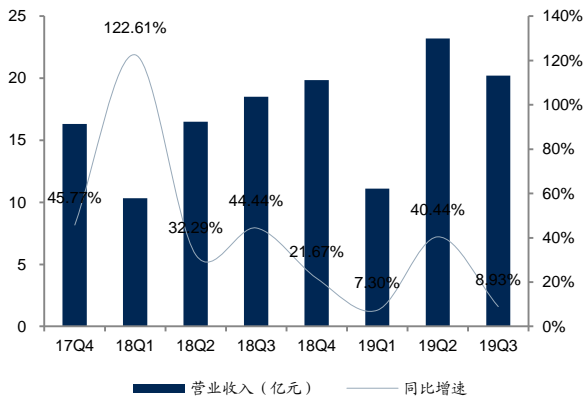
图 2：公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

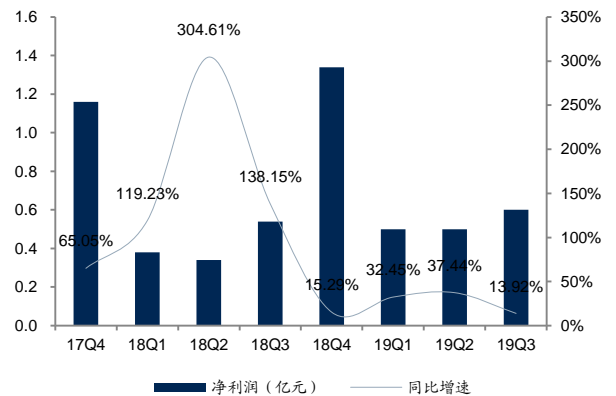
分季度来看，公司 18Q4、19Q1、Q2、Q3 分别完成营收 19.8 亿元、11.1 亿元、23.2 亿元、20.2 亿元，分别同比增长 21.67%、7.30%、40.44%、8.93%；实现归母净利润 1.3 亿元、0.5 亿元、0.5 亿元、0.6 亿元，分别同比增长 15.29%、32.45%、37.44%、13.92%。由于去年三季度基数较高，三季度增速放缓。

图 3：公司单季度收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度利润及增速

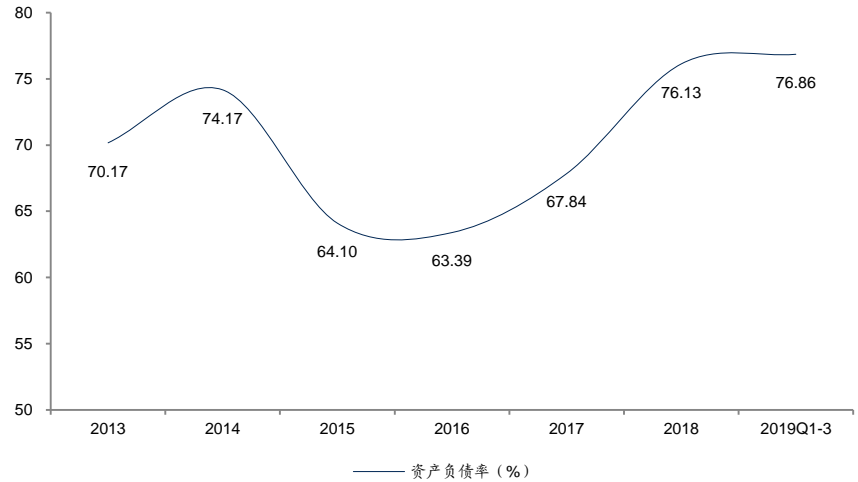


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率依然较高

2019 年截至三季度末，公司资产负债率为 76.86%，同比提升 2.2pct。资产负债率有所上升，相对同行依然处于比较高水平。

图 5: 公司的资产负债率有望稳步下降

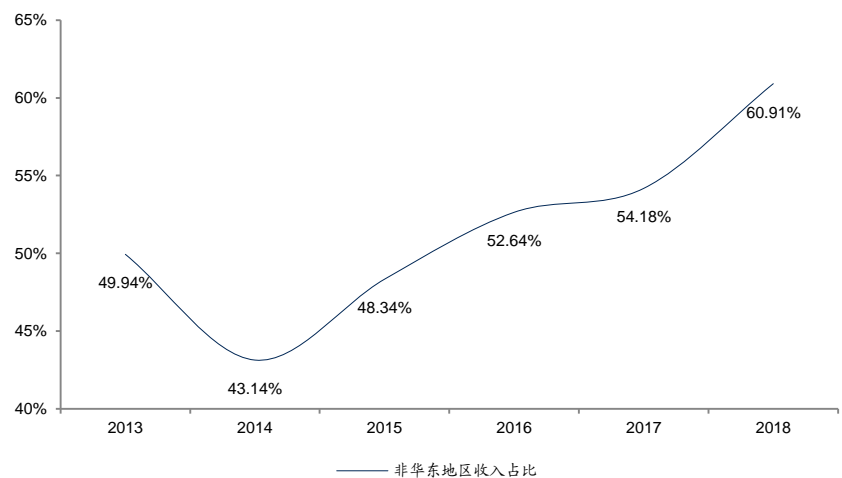


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

业务布局全国

作为一家从上海起家的民营企业，公司立足于华东地区，目前业务范围已遍及全国 20 余省、50 余市、港澳台以及海外市场，总共有华东、东北、华中、华南、华北、西南、西北和境外八大业务分部。虽然华东区域依然是公司的传统核心业务区，但从 2014 年开始公司非华东地区的收入占比逐年提升，到 2018 年已超过 60%，可以看出非华东地区的收入占比逐年提升并已经超过华东区域，公司全国布局的效果日益显著。

图 6: 公司非华东地区收入占比的变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

整合设计资源，实现了全产业链布局

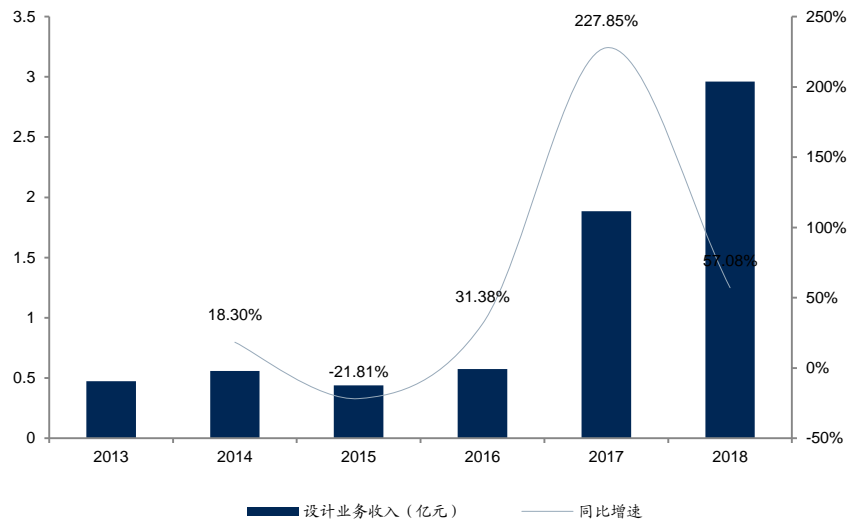
在公司实行前向一体化战略的过程中，设计板块是第一个开拓的新业务。目前公司的设计板块业务类型日益丰富，涵盖了建筑、景观、城市规划等专业的设计子公司，近三年设计业务的复合年增长率达到 49.89%。

表 1: 公司近期收购或参股的设计公司

被收购公司名称	从事业务
地东设计	建筑设计、景观规划设计，城市设计
东瑞设计	建筑设计
创羿设计（参股）	利用 BIM 技术提供设计咨询服务

资料来源：公司 2018 年年报，国信证券经济研究所整理

图 7: 公司近几年设计业务收入增长情况

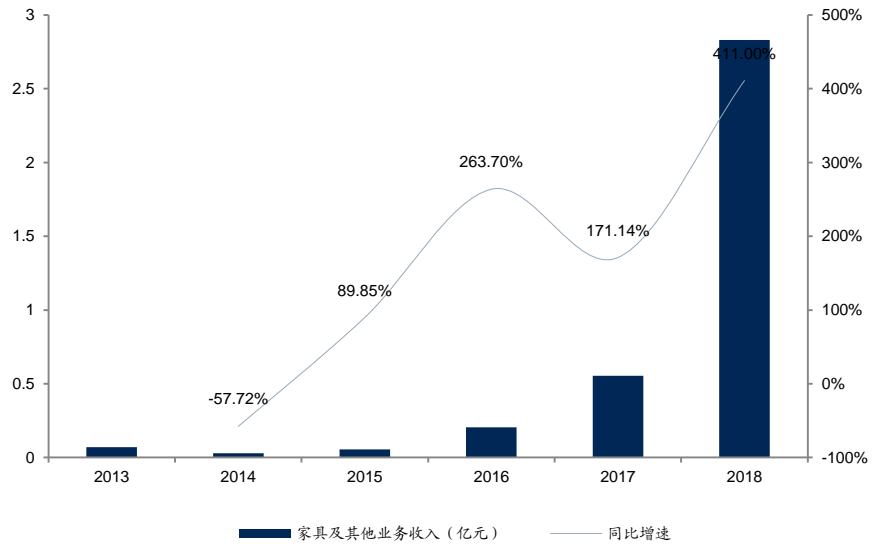


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

拓展装修后市场，高增长潜力大

家具生产销售、智能建筑家居承载了公司“二次创业”的希望，公司利用传统业务的渠道资源拓展装修后市场，近几年研发投入不断加大，业务增长势头迅猛。2018 年公司家具业务实现收入 2.83 亿，同比大幅增长 411%，近三年复合增长率达到 165.53%，如果考虑到集团内部关联交易抵消的部分营业收入，公司实际的家具业务规模应该会更大。

图 8：公司近几年家具及其他业务收入情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

我们维持之前的盈利预测。将各项业务进行拆分，各项业务的增长维持之前深度报告《高成长低估值，全装修龙头乘势起航》的预测（表 2）；成本和期间费用率与前几年基本持平，维持在 86.5%和 6.5%左右。

通过模型测算，公司 2019-2021 年的收入分别为 85/109/140 亿元，分别同比增长 30%/29%/28%，对应归母净利润分别为 3.5/4.7/6.1 亿元，分别同比增长 35%/32%/31%，对应 EPS 为 0.65/0.86/1.13 元。

核心假设：

- (1) 传统的核心业务全装修市场份额稳定，保持稳健增长；
- (2) 设计业务订单保持稳定，毛利率维持较高水平；
- (3) 定制精装、家具业务市场开拓较为顺利；

表 2: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公装施工					
收入	43.05	58.93	74.84	93.55	116.00
增长率	34.28%	36.89%	27.00%	25.00%	24.00%
毛利率	11.85%	12.08%	11.40%	11.00%	10.40%
设计					
收入	1.88	2.96	4.44	6.57	9.73
增长率	229.82%	57.45%	50.00%	48.00%	48.00%
毛利率	45.21%	50.00%	35.00%	35.00%	35.00%
家装施工					
收入	0.76	0.49	0.51	0.54	0.57
增长率	46.15%	-35.53%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	19.74%	12.24%	13.00%	13.00%	13.00%
家具及其他					
收入	0.55	2.83	5.09	8.66	13.86
增长率	175.00%	414.55%	80.00%	70.00%	60.00%
毛利率	23.64%	27.56%	25.00%	24.00%	22.00%
合计					
收入	46.24	65.21	84.89	109.32	140.15
增长率	38.65%	41.03%	30.18%	28.78%	28.20%
毛利率	13.47%	14.48%	13.46%	13.48%	13.26%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

全筑股份的同业可比公司主要是广田集团等装饰施工企业, 根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据, 同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 16.8/13.7 倍, 我们预测公司对应的估值为 10.6/8.0 倍, 低于行业可比公司估值平均水平。

表 3: 行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
002822.SZ	中装建设	9.12	55.27	0.41	0.54	22.2	16.6	无评级
002482.SZ	广田集团	4.59	70.56	0.22	0.25	20.4	18.8	无评级
002375.SZ	亚厦股份	5.31	71.15	5.31	0.34	15.6	13.0	无评级
603466.SH	风语筑	17.01	49.63	17.01	0.89	19.1	16.0	无评级
002713.SZ	东易日盛	6.90	28.95	6.90	0.65	10.6	9.3	无评级
002811.SZ	亚泰国际	14.50	26.10	14.50	0.96	15.1	12.4	无评级
	平均	9.57	50.28	9.57	0.60	16.8	13.7	--
603030.SH	全筑股份	6.98	37.89	0.65	0.86	10.6	8.0	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除全筑股份外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

投资建议与评级

公司为全装修领域上市第一股，通过并购整合设计资源，实现了“设计-施工-咨询”的全产业链布局，近三年设计业务的复合年增长率达到 50%。我们 5 月初外发深度报告《高成长低估值，全装修龙头乘势起航》逻辑逐步兑现，近年来公司利用传统业务的渠道资源拓展装修后市场，通过 BTOBTOC 业务，家装和家具市场发展迅速。今年前三季度家装订单 1.6 亿元，同比增长 4.5 倍，木制品订单 1.7 亿元，同比增长 2.6 倍。公司在手订单充足，未来有望受益于全装修政策推动及龙头集中度提升。我们维持之前的盈利预测，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 3.52/4.66/6.10 亿元，分别同比增长 35%/32%/31%，对应 EPS 为 0.65/0.86/1.13 元，PE 分别为 10.6/8.0/6.1 倍。对标尚品宅配等定制精装企业，我们认为合理估值区间为 16-18 倍，对应价格 10.40-11.70 元倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	560	781	716	641	营业收入	6521	8489	10932	14015
应收款项	5699	6156	7928	10164	营业成本	5576	7346	9458	12156
存货净额	638	1001	1290	1660	营业税金及附加	15	20	26	33
其他流动资产	192	528	680	872	销售费用	43	89	115	147
流动资产合计	7089	8466	10615	13338	管理费用	170	409	559	703
固定资产	473	389	304	214	财务费用	68	40	32	34
无形资产及其他	48	47	45	43	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	482	482	482	482	资产减值及公允价值变动	(114)	(114)	(114)	(114)
长期股权投资	25	34	42	51	其他收入	(181)	0	0	0
资产总计	8118	9418	11487	14127	营业利润	357	473	631	831
短期借款及交易性金融负债	1060	814	814	814	营业外净收支	3	14	14	14
应付款项	3962	5202	6706	8629	利润总额	361	488	645	845
其他流动负债	781	835	1080	1388	所得税费用	74	99	131	172
流动负债合计	5802	6851	8600	10831	少数股东损益	27	36	48	63
长期借款及应付债券	273	273	273	273	归属于母公司净利润	260	352	466	610
其他长期负债	106	141	176	211					
长期负债合计	378	413	448	484	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6180	7264	9049	11314	净利润	260	352	466	610
少数股东权益	115	136	162	197	资产减值准备	69	(20)	(23)	(23)
股东权益	1822	2018	2277	2616	折旧摊销	31	62	66	71
负债和股东权益总计	8118	9418	11487	14127	公允价值变动损失	114	114	114	114
					财务费用	68	40	32	34
关键财务与估值指标					营运资本变动	(518)	154	(452)	(555)
每股收益	0.48	0.65	0.86	1.13	其它	(53)	40	50	58
每股红利	0.19	0.29	0.38	0.50	经营活动现金流	(96)	701	220	274
每股净资产	3.39	3.75	4.23	4.86	资本开支	14	(69)	(69)	(69)
ROIC	20%	16%	20%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	17%	20%	23%	投资活动现金流	(8)	(78)	(78)	(78)
毛利率	14%	13%	13%	13%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	11%	7%	7%	7%	负债净变化	268	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	8%	7%	支付股利、利息	(103)	(156)	(207)	(271)
收入增长	41%	30%	29%	28%	其它融资现金流	(55)	(246)	0	0
净利润增长率	58%	35%	32%	31%	融资活动现金流	283	(402)	(207)	(271)
资产负债率	78%	79%	80%	81%	现金净变动	179	221	(65)	(75)
息率	2.8%	4.2%	5.6%	7.3%	货币资金的期初余额	380	560	781	716
P/E	14.3	10.6	8.0	6.1	货币资金的期末余额	560	781	716	641
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	99	643	161	223
EV/EBITDA	13.2	16.0	15.2	14.4	权益自由现金流	312	366	135	196

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032