

全筑股份 (603030)

证券研究报告

2019年09月12日

全装修业绩持续增长，引入战略投资人助推未来发展

得益于全装修业务持续增长，公司业绩快速增长，在手订单充足

2019H1 公司完成营业收入 34.27 亿元,同增 27.67%, 毛利率 12.56%, 小幅提升 0.3 个百分点。在下游地产调控全面趋紧的背景下, 公司仍然取得较高的业绩增长, 主要得益于全装修政策的稳步推进, 而市场中全装修成品房占比比较低, 全装修需求增量空间充足; 公司主要客户均为大型房企, 故在地产向自身融资能力较强的龙头地产商集中前提下, 公司业务具有较好保障。公司 2019H1 新签合同金额为 67.49 亿元, 同增 5.04%, 其中全装修施工新签合同 56.21 亿元, 同增 51.81%, 继续保持快速增长。截至 2019 年 6 月 30 日, 公司已签约待实施合同金额为 133.34 亿元, 再加上已中标尚未签约的合同 4.67 亿元, 公司在手合同为 138.01 亿元, 约为 2018 年营收的 2.12 倍, 高在手订单为公司未来业绩提供支持。

同口径期间费用率有所下降, 归母净利润取得增长

2019H1 公司期间费用率 6.56%, 同比下降 0.40 个百分点。其中销售费用率为 0.70%, 同比下降 0.11 个百分点; 管理费用率为 2.21%, 较上年同期同口径管理费用率下降 0.93 个百分点, 或因业务量扩大产生规模效应所致; 财务费用率为 1.80%, 同比上升 0.53 个百分点, 公司有息负债同比有所增长, 或因受下游地产商调控影响, 为保障公司流动性所致; 研发费用率为 1.84%, 同比上升 0.08 个百分点。公司计提资产减值及信用减值共 0.60 亿元, 较前值扩大 0.28 亿元, 主要系应收账款增加导致坏账损失增加。综上, 公司实现归母净利润 0.97 亿元, 同增 34.82%。

加大工程回款力度, 现金流情况改善

2018 年公司收现比为 0.7183, 同比下降 13.1 个百分点, 或因营收增长带动所致; 公司付现比为 0.7568, 同比下降 12.4 个百分点。2019H1 公司经营性活动产生的现金流量净额为 -1.26 亿元, 同比好转 59.24%, 其中现金流入较上年同期增长 2.61 亿, 得益于公司加大工程回款力度。公司资产负债率 76.39%, 较 2018 年年底小幅上升 0.26 个百分点, 或因业务增长投入所需, 借款及应付账款有所增加所致。

引入战略投资人支撑公司业绩增长, 叠加可转债发行增加流动性

报告期内, 公司引入了战略投资人国盛海通。国盛海通出资人民币 3 亿元认购公司全资子公司全筑装饰新增注册资本 1.13 亿元, 对应增资后的全筑装饰 18.50% 的股权。因地产资金链趋紧致使支付给公司的工程款滞后, 公司营运资金趋于紧张, 此次增资完成后, 或将改善全筑装饰的资金情况, 从而增强公司业务拓展能力。我们认为, 通过引入区域性国资作为战略投资人, 公司在资金、项目建设、管理能力等方面均能够得到强有力的支持。此外, 公司于 8 月 29 日公布公开发行可转换公司债券方案的公告, 拟募集资金总额不超过 4 亿元用于工程建设, 此次可转债若顺利发行后, 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龙头, 2019H1 营收实现持续高速增长, 全装修在手订单充足; 在地产持续调控的情况下, 公司加大回款结算力度, 现金流情况显著好转。公司全资子公司引入战略投资人, 公司资金压力得以进一步缓解, 同时未来有望在区域国资的支持下, 增加公司业务拓展能力, 未来业绩增长持续性或有所提升。基于 2019 年行业流动性环境恢复有限、地产调控政策延续等因素, 调整公司 19-21 年归母净利润至 3.30、3.99、5.19 亿 (原预测 3.53、4.68、5.94), 对应 EPS 为 0.61、0.74、0.96 元/股, PE 为 10、8、7, 维持“买入”评级。

风险提示: 我国固定资产投资增速下滑加速, 公司业务回款不达预期

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)	516.06	638.32	512.99	663.37	847.81
净利润(百万元)	164.76	260.48	329.75	398.99	519.24
增长率(%)	64.11	58.10	26.59	21.00	30.14
EPS(元/股)	0.31	0.48	0.61	0.74	0.96
市盈率(P/E)	20.52	12.98	10.25	8.47	6.51
市净率(P/B)	2.10	1.85	1.52	1.29	1.08
市销率(P/S)	0.73	0.52	0.40	0.31	0.26
EV/EBITDA	9.28	5.44	8.49	7.87	6.00

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	6.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	538.21
流通 A 股股本(百万股)	535.80
A 股总市值(百万元)	3,379.98
流通 A 股市值(百万元)	3,364.82
每股净资产(元)	3.80
资产负债率(%)	76.39
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

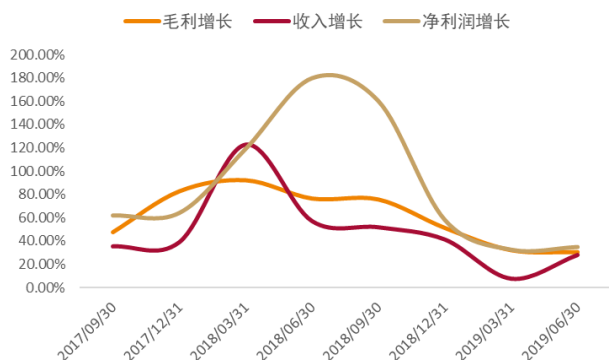


资料来源: 贝格数据

相关报告

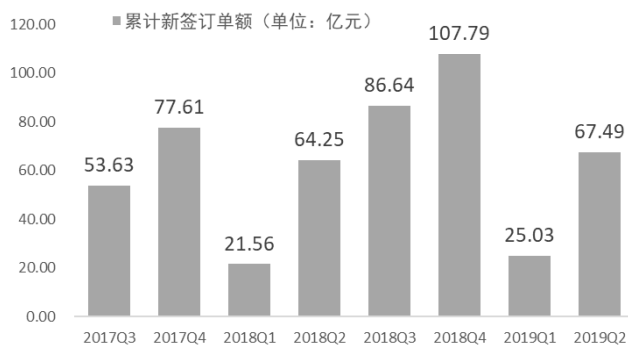
- 《全筑股份-年报点评报告:业绩实现高速增长, 经营现金流情况显著好转》 2019-04-11
- 《全筑股份-季报点评:业绩保持高速增长, 定制精装业务持续发力》 2018-10-29
- 《全筑股份-半年报点评:业绩大幅提升, 成长性持续向好》 2018-08-15

图 1：成长能力



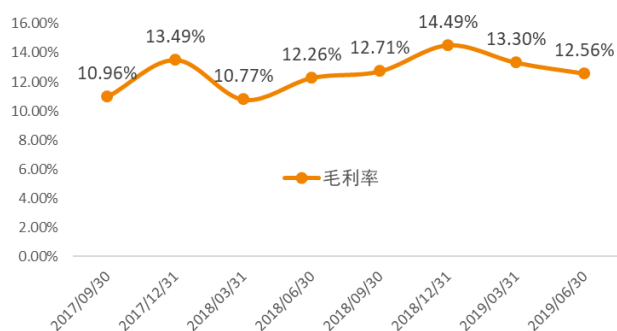
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：新签订单情况



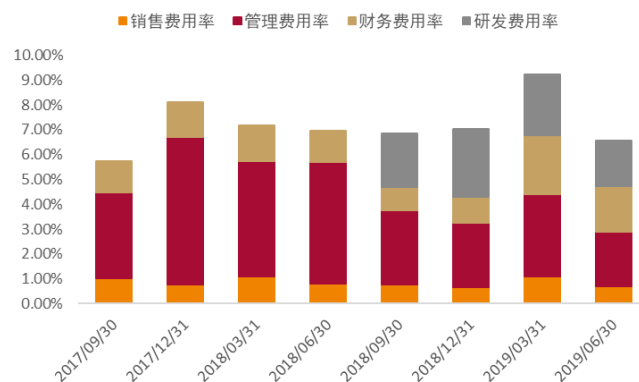
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：毛利率情况



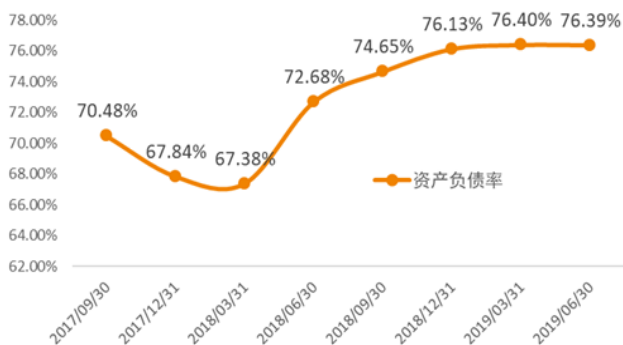
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：期间费用率情况



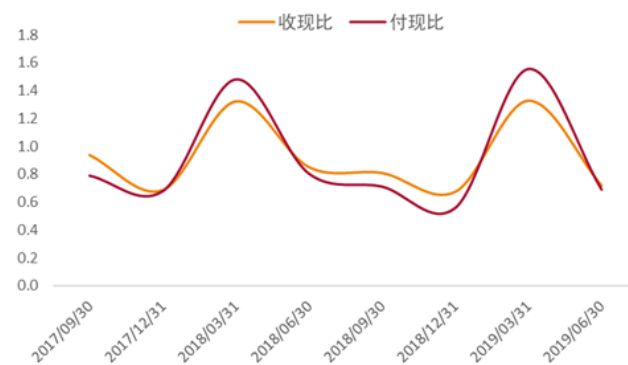
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：资产负债率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：收付现比情况



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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	380.37	559.60	730.61	935.57	1,131.91
应收票据及应收账款	2,814.38	5,491.80	5,559.76	8,840.29	8,810.24
预付账款	55.23	64.97	90.43	105.31	127.70
存货	552.58	637.89	901.21	1,037.31	1,270.32
其他	550.88	334.88	450.84	600.44	558.58
流动资产合计	4,353.45	7,089.15	7,732.85	11,518.92	11,898.76
长期股权投资	3.30	25.38	25.38	25.38	25.38
固定资产	466.66	460.18	464.66	486.95	506.93
在建工程	3.12	13.19	43.92	74.35	74.61
无形资产	50.88	48.44	43.74	39.04	34.34
其他	429.95	481.81	1,285.50	1,280.97	1,276.45
非流动资产合计	953.92	1,029.01	1,863.20	1,906.70	1,917.71
资产总计	5,307.38	8,118.16	9,596.05	13,425.62	13,816.48
短期借款	674.09	962.61	1,964.31	2,806.99	2,939.54
应付票据及应付账款	2,101.19	3,961.71	3,876.67	5,995.89	5,756.54
其他	585.82	878.00	784.68	1,008.19	1,086.08
流动负债合计	3,361.10	5,802.32	6,625.66	9,811.07	9,782.16
长期借款	4.74	272.51	515.88	703.84	604.94
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	234.90	105.54	113.48	151.31	123.44
非流动负债合计	239.64	378.05	629.36	855.14	728.38
负债合计	3,600.74	6,180.37	7,255.03	10,666.21	10,510.54
少数股东权益	100.07	115.45	118.88	138.28	165.56
股本	538.61	538.40	538.21	538.21	538.21
资本公积	499.93	521.01	521.01	521.01	521.01
留存收益	1,091.47	1,354.18	1,683.93	2,082.92	2,602.16
其他	(523.46)	(591.27)	(521.01)	(521.01)	(521.01)
股东权益合计	1,706.63	1,937.78	2,341.02	2,759.41	3,305.93
负债和股东权益总	5,307.38	8,118.16	9,596.05	13,425.62	13,816.48

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	170.85	287.23	329.75	398.99	519.24
折旧摊销	30.62	34.79	29.50	31.97	34.46
财务费用	70.42	68.74	68.29	109.31	130.24
投资损失	(4.23)	(3.10)	(3.11)	(3.13)	(3.14)
营运资金变动	(603.56)	6.08	(1,416.83)	(1,214.47)	(366.00)
其它	56.88	(201.46)	3.43	19.40	27.28
经营活动现金流	(279.01)	192.27	(988.97)	(657.93)	342.09
资本支出	138.21	182.53	52.06	42.17	77.86
长期投资	3.30	22.08	0.00	0.00	0.00
其他	(564.46)	(72.35)	(108.95)	(119.05)	(124.72)
投资活动现金流	(422.94)	132.26	(56.89)	(76.87)	(46.86)
债权融资	771.50	1,332.40	2,547.49	3,596.57	3,627.92
股权融资	(42.16)	(93.79)	1.77	(109.31)	(130.24)
其他	(154.82)	(1,469.74)	(1,332.40)	(2,547.49)	(3,596.57)
筹资活动现金流	574.51	(231.14)	1,216.87	939.77	(98.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(127.44)	93.39	171.01	204.96	196.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,625.37	6,521.02	8,513.76	10,902.17	13,190.08
营业成本	4,001.44	5,575.96	7,349.19	9,421.62	11,364.68
营业税金及附加	11.72	15.39	20.10	25.73	31.13
营业费用	35.33	42.59	77.48	99.21	120.03
管理费用	47.20	169.80	221.69	283.88	343.45
研发费用	25.80	178.41	232.93	298.27	360.87
财务费用	64.36	67.93	68.29	109.31	130.24
资产减值损失	44.63	113.53	132.00	145.20	159.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.23	3.10	3.11	3.13	3.14
其他	193.89	(3.17)	(6.22)	(6.25)	(6.29)
营业利润	196.78	357.49	415.20	522.08	683.10
营业外收入	4.62	4.22	4.22	4.35	4.26
营业外支出	0.27	0.98	0.98	0.98	0.98
利润总额	201.13	360.73	418.44	525.45	686.38
所得税	30.28	73.50	85.26	107.07	139.86
净利润	170.85	287.23	333.18	418.38	546.52
少数股东损益	6.09	26.75	3.43	19.40	27.28
归属于母公司净利润	164.76	260.48	329.75	398.99	519.24
每股收益(元)	0.31	0.48	0.61	0.74	0.96

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	38.65%	40.98%	30.56%	28.05%	20.99%
营业利润	150.44%	81.67%	16.14%	25.74%	30.84%
归属于母公司净利润	64.11%	58.10%	26.59%	21.00%	30.14%
获利能力					
毛利率	13.49%	14.49%	13.68%	13.58%	13.84%
净利率	3.56%	3.99%	3.87%	3.66%	3.94%
ROE	10.26%	14.29%	14.84%	15.22%	16.53%
ROIC	14.81%	17.00%	15.09%	15.73%	14.51%
偿债能力					
资产负债率	67.84%	76.13%	75.60%	79.45%	76.07%
净负债率	22.92%	39.88%	77.61%	96.43%	75.50%
流动比率	1.30	1.22	1.17	1.17	1.22
速动比率	1.13	1.11	1.03	1.07	1.09
营运能力					
应收账款周转率	1.85	1.57	1.54	1.51	1.49
存货周转率	9.56	10.96	11.06	11.25	11.43
总资产周转率	1.00	0.97	0.96	0.95	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.48	0.61	0.74	0.96
每股经营现金流	-0.52	0.36	-1.84	-1.22	0.64
每股净资产	2.98	3.39	4.13	4.87	5.83
估值比率					
市盈率	20.52	12.98	10.25	8.47	6.51
市净率	2.10	1.85	1.52	1.29	1.08
EV/EBITDA	9.28	5.44	8.49	7.87	6.00
EV/EBIT	9.79	5.73	9.00	8.27	6.26

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com