

维业股份 (300621)

证券研究报告
2019年05月10日

高在手订单叠加流动性边际好转，公司业绩或迎业绩拐点

公司近日公告最新年报以及一季报，2018年公司营业收入23.95亿元，同增22.3%；归母净利润0.69亿元，同比下降12.69%。公司2019年Q1营收4.54亿，同减10.84%；归母净利润0.29亿，同减19.31%。此外，近期公司预计2019年营业收入同比增长10%-30%。点评如下：

公司2018年新签订单量战略性收缩，高在手订单为未来业绩提供一定保障

在2018年去杠杆与政府举债严监管持续的背景下，行业整体资金可得性受到显著影响，公司新签订单增速有所下滑，共新签订单24.15亿，同比下降18.85%。其中公装新签16.09亿，住宅精装修7.55亿，均有不同程度的下滑，或与公司在紧缩环境下进行的战略性收缩相关，公司尽可能减少扩张风险，同时提升回款质量（2018年经营现金流净额显著好转）。2019年Q1公司订单增速显著提升，新签订单10.63亿，显著超过去年同期，约占2018年新签额的44%，3月底在手订单30.84亿，约为2018年营收的1.29倍，为后期营收增长提供一定保障。

2018年业绩稳健增长，家装成为公司2019年业绩“第二支柱”

2018年公司完成营业收入23.95亿元，同增22.31%。其中公装13.34亿，同增6.7%；家装9.3亿，同增33.54%，占比提升至近五年新高（38.75%），业务结构更加平衡，提升业务组合的抗风险性和盈利性。预计随着2019年地产公司流动性好转以及下游集中度逐步提升的背景下，公司家装业务有望贡献更多的业务边际增量。2019年Q1公司收入增速下降-10.84%。近期公司公告预计2019年营业收入同比增长10%-30%，公司全年有望延续稳健增长态势。公司毛利率为12.65%，同比下降0.24个百分点。其中公装12.09%，微降0.37个百分点；家装13.74%，提升0.35个百分点。

公司管理与研发费用率显著提升，2019年去年业绩有望逐步好转

公司期间费用率为6.63%，较前值增加1.22个百分点，主因管理与研发费用率显著提升。其中销售费用率为1.38%，基本稳定；管理费用率为3.81%，增长0.62个百分点；财务费用率为0.96%，同增0.15个百分点；研发费用率为0.48%，显著提升0.41个百分点，主因上市以来公司着力推动装配式装修体系研发建设以及其余业务技术升级，从而使研发费用快速提升。公司计提资产减值0.19亿元，较前值减少0.16亿。公司净利率为2.87%，较去年同期下降1.15个百分点。2018年公司取得归母净利润0.69亿元，同比下降12.69%；2019年Q1为0.29亿，同减19.31%。

公司经营现金流显著好转，资质扩充有望进一步增强订单承接能力

2018年公司收现比为0.9637，同降2.02个百分点；同期公司付现比为0.9577，同降11.53个百分点，综上，同期经营活动产生现金流净额为0.63亿，较前值增加1.52亿（由负转正）。2018年公司收购福建闽东建工66%股权来进一步完善公司资质类型，促使公司由设计施工一体化的建筑装饰服务商向施工总承包商迈进。我们认为随着公司对于产业链上下游资源整合的加速以及住宅精装修业务的逐步推进，公司有望迎来新的发展机遇。

投资建议

在2018年行业信用环境收缩以及公司研发投入加大的情况下，公司归母净利润增速有所下滑。随着下游流动性环境边际好转，公司高位在手订单有望逐步转化，从而支持公司业绩增速稳步向上。我们认为公司在上市初期的研发投入以及产业链延伸有望显著增强公司未来的接单能力。我们看好公司的发展，预计2019-2021年EPS为0.45/0.55/0.66元/股（由于2018年流动性超预期收紧，公司订单承接低于预期，故下调前期预测值。2019-2020前预测值为0.70与0.91），对应PE22/18/15倍，维持“买入”评级。

风险提示：我国投资增速加速下滑，家装业务推进不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,958.12	2,394.94	2,875.79	3,561.25	4,251.85
增长率(%)	22.62	22.31	20.08	23.84	19.39
EBITDA(百万元)	124.56	159.96	165.31	216.62	274.21
净利润(百万元)	78.78	68.78	92.91	113.51	137.34
增长率(%)	42.90	(12.69)	35.07	22.17	21.00
EPS(元/股)	0.38	0.33	0.45	0.55	0.66
市盈率(P/E)	25.88	29.64	21.94	17.96	14.84
市净率(P/B)	2.58	2.37	2.13	1.92	1.71
市销率(P/S)	1.04	0.85	0.71	0.57	0.48
EV/EBITDA	20.34	11.80	13.16	10.98	9.58

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	9.79元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	208.24
流通A股股本(百万股)	64.89
A股总市值(百万元)	2,038.70
流通A股市值(百万元)	635.29
每股净资产(元)	4.29
资产负债率(%)	60.64
一年内最高/最低(元)	22.48/8.75

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

股价走势

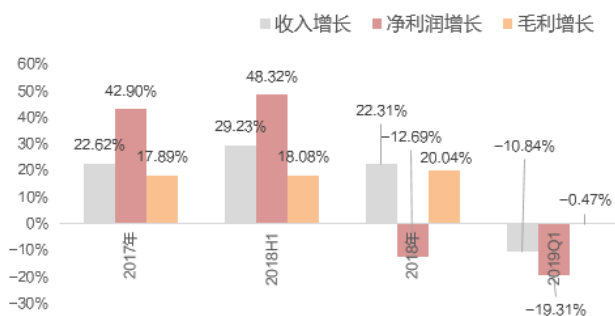


资料来源：贝格数据

相关报告

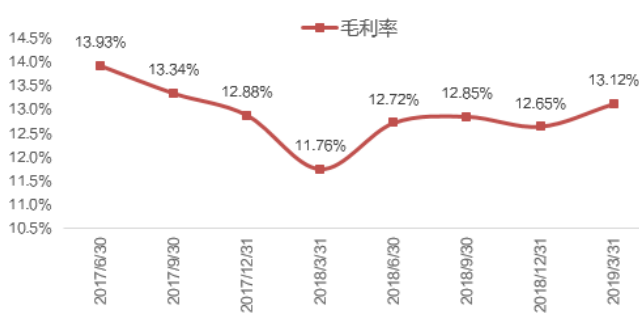
1 《维业股份-首次覆盖报告:上市装修公司新秀崭露头角，行业龙头有望再次起航》 2018-11-02

图 1：成长能力



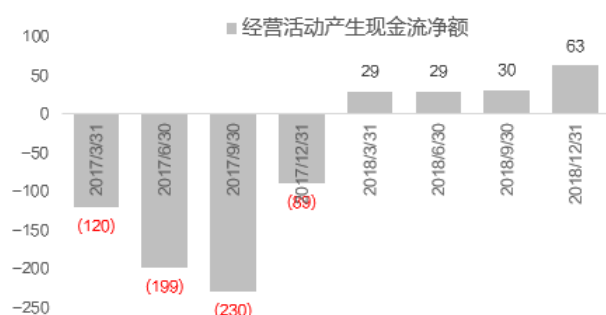
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率情况



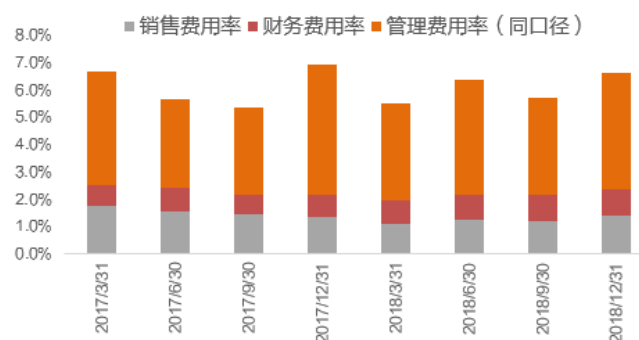
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：金螳螂电子商务有限公司业绩情况（单位：百万）



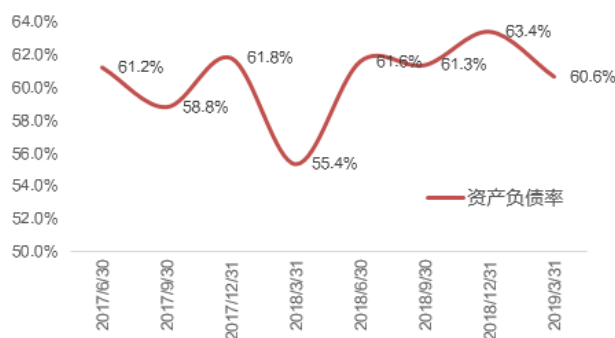
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：期间费用率



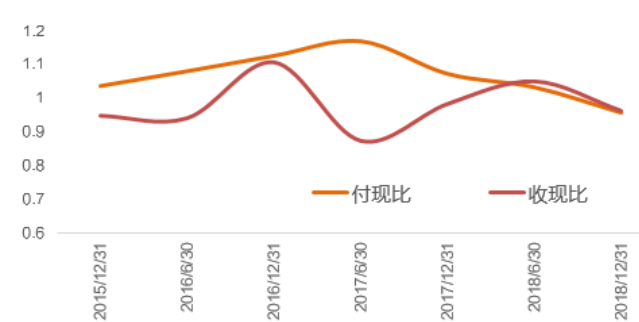
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司收付现比



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	459.51	475.39	230.06	534.19	340.15
应收票据及应收账款	1,180.23	1,412.14	1,775.66	2,268.78	2,673.18
预付账款	2.94	8.57	5.63	12.37	9.64
存货	105.88	115.22	157.60	188.29	234.68
其他	130.06	134.41	126.39	149.98	169.95
流动资产合计	1,878.61	2,145.73	2,295.34	3,153.61	3,427.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	25.22	118.87	140.78	182.59	223.36
在建工程	45.77	0.96	36.58	69.95	71.97
无形资产	15.01	14.76	14.11	13.45	12.79
其他	100.02	160.15	170.87	169.04	164.13
非流动资产合计	186.02	294.74	362.32	435.02	472.25
资产总计	2,064.64	2,440.48	2,657.66	3,588.63	3,899.84
短期借款	373.36	438.76	453.22	866.75	929.52
应付票据及应付账款	758.74	934.51	1,056.58	1,346.90	1,457.49
其他	134.57	165.36	149.32	181.01	200.43
流动负债合计	1,266.68	1,538.63	1,659.12	2,394.66	2,587.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	91.13	78.57
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.42	7.54	8.46	8.14	8.04
非流动负债合计	8.42	7.54	8.46	99.26	86.61
负债合计	1,275.10	1,546.17	1,667.58	2,493.92	2,674.05
少数股东权益	0.00	32.68	32.68	32.68	32.68
股本	138.62	208.24	208.24	208.24	208.24
资本公积	349.62	292.28	292.28	292.28	292.28
留存收益	664.11	661.70	749.16	853.79	984.87
其他	(362.82)	(300.59)	(292.28)	(292.28)	(292.28)
股东权益合计	789.54	894.31	990.08	1,094.71	1,225.79
负债和股东权益总	2,064.64	2,440.48	2,657.66	3,588.63	3,899.84

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	78.78	67.13	92.91	113.51	137.34
折旧摊销	3.75	6.79	3.14	5.47	7.87
财务费用	16.63	24.43	24.71	40.15	56.51
投资损失	(0.62)	(3.21)	(1.91)	(2.56)	(2.24)
营运资金变动	(273.12)	(65.32)	(298.88)	(230.60)	(333.15)
其它	85.12	32.88	(0.19)	0.03	0.04
经营活动现金流	(89.46)	62.70	(180.24)	(74.00)	(133.63)
资本支出	46.09	107.24	59.08	80.32	50.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(163.47)	(183.75)	(116.78)	(157.82)	(97.94)
投资活动现金流	(117.38)	(76.51)	(57.70)	(77.50)	(47.85)
债权融资	373.36	438.76	453.22	957.87	1,008.09
股权融资	244.92	(5.80)	(16.39)	(40.15)	(56.51)
其他	(237.12)	(435.19)	(444.21)	(462.10)	(964.14)
筹资活动现金流	381.17	(2.23)	(7.38)	455.63	(12.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	174.33	(16.03)	(245.32)	304.12	(194.04)

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,958.12	2,394.94	2,875.79	3,561.25	4,251.85
营业成本	1,705.82	2,092.08	2,520.76	3,119.36	3,727.07
营业税金及附加	6.75	8.68	10.42	12.90	15.40
营业费用	26.27	33.00	41.12	50.92	60.80
管理费用	63.75	91.19	109.50	135.60	144.56
研发费用	1.16	11.57	13.89	13.18	18.13
财务费用	15.78	22.95	24.71	40.15	56.51
资产减值损失	34.75	18.64	19.65	20.74	21.83
公允价值变动收益	0.00	(0.13)	(0.19)	0.03	0.04
投资净收益	0.62	3.21	1.91	2.56	2.24
其他	(3.22)	(9.17)	(3.44)	(5.19)	(4.56)
营业利润	106.44	122.92	137.47	171.00	209.84
营业外收入	1.23	0.03	0.63	0.33	0.48
营业外支出	(0.68)	1.40	0.36	0.88	0.62
利润总额	108.34	121.55	137.73	170.44	209.69
所得税	29.56	54.42	44.83	56.94	72.35
净利润	78.78	67.13	92.91	113.51	137.34
少数股东损益	0.00	(1.66)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	78.78	68.78	92.91	113.51	137.34
每股收益(元)	0.38	0.33	0.45	0.55	0.66

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	22.62%	22.31%	20.08%	23.84%	19.39%
营业利润	34.26%	15.49%	11.83%	24.39%	22.71%
归属于母公司净利润	42.90%	-12.69%	35.07%	22.17%	21.00%
获利能力					
毛利率	12.88%	12.65%	12.35%	12.41%	12.34%
净利率	4.02%	2.87%	3.23%	3.19%	3.23%
ROE	9.98%	7.98%	9.70%	10.69%	11.51%
ROIC	24.91%	13.35%	14.60%	12.85%	12.45%
偿债能力					
资产负债率	61.76%	63.36%	62.75%	69.50%	68.57%
净负债率	-10.91%	-4.10%	22.54%	38.70%	54.49%
流动比率	1.48	1.39	1.38	1.32	1.32
速动比率	1.40	1.32	1.29	1.24	1.23
营运能力					
应收账款周转率	1.72	1.85	1.80	1.76	1.72
存货周转率	22.42	21.66	21.08	20.59	20.10
总资产周转率	1.07	1.06	1.13	1.14	1.14
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.33	0.45	0.55	0.66
每股经营现金流	-0.43	0.30	-0.87	-0.36	-0.64
每股净资产	3.79	4.14	4.60	5.10	5.73
估值比率					
市盈率	25.88	29.64	21.94	17.96	14.84
市净率	2.58	2.37	2.13	1.92	1.71
EV/EBITDA	20.34	11.80	13.16	10.98	9.58
EV/EBIT	20.87	12.22	13.42	11.26	9.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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