

# 全筑股份 (603030.SH)

## 成长性优异的住宅全装修细分龙头

**住宅全装修细分领域龙头，成长性优异。**公司是住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商，业务涵盖设计、施工、部品加工全产业链，同时也涉及公装及豪宅装修。持续推进大客户战略，深度绑定房地产龙头客户，受益于地产行业集中度提升，业务规模快速扩张。近期公司预告2018年实现归母净利润2.55-2.75亿元，同比增长55%-67%，延续高增长趋势，未来随着住宅全装修渗透率进一步提升，公司业绩有望持续高增长。

**2018全年订单持续高增长。**公司公告2018年新签合同额107.8亿元，较2017年增长39%，增速维持高位；其中全装修施工/定制精装/设计分别新签63.9/25.8/4.3亿元，同比增长42%/108%/97%。分季度来看，2018Q1-4分别新签21.6/42.7/22.4/21.2亿元。截至2018年末，公司累计已签约待实施合同额为109.9亿元，约为2017年收入比的2.4倍，在手订单充裕，保障业绩稳健。

**拟引入国盛海通基金增资全筑装饰，现金流有望得到改善。**公司近期公告与国盛海通基金签署《战略投资框架协议》，拟由国盛海通基金以对全筑装饰增资的方式获得不超过其20%的股权。全筑装饰是公司旗下承接和实施住宅全装修业务的平台，具备设计甲级和施工一级资质。若本次交易最终完成，将有望改善全筑装饰资金状况、减少财务成本并降低资产负债率，提升业务发展空间。

**回购股份彰显公司未来发展信心。**公司于2018年10月通过回购股份议案，拟回购公司股份0.5-2亿元，回购价不超过8.8元/股，预计回购数量为568-2273万股，约占总股本的1.05%-4.22%。截至2019年1月31日，公司已通过集中竞价交易方式累计回购股份5500万元，合计963万股，约占公司总股本的1.79%。积极回购公司股份彰显了公司未来发展信心。

**投资建议：**我们预测公司2018-2020年的归母净利润分别为2.7/3.5/4.4亿元，同比增长65%/30%/26%，对应EPS分别为0.50/0.66/0.83元，2017-2020年CAGR为39.2%。当前股价对应PE分别为14/11/8倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产政策调控风险，市场竞争风险，《战略投资框架协议》不能落地风险，原材料及劳动力成本快速上涨风险等。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,336	4,625	7,461	9,932	12,481
增长率 yoy (%)	52.7	38.7	61.3	33.1	25.7
归母净利润(百万元)	100	165	271	354	444
增长率 yoy (%)	21.6	64.1	64.7	30.4	25.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.19	0.31	0.50	0.66	0.83
净资产收益率(%)	6.3	10.0	13.7	15.2	16.2
P/E(倍)	37.3	22.7	13.8	10.6	8.4
P/B(倍)	2.6	2.3	2.0	1.7	1.4

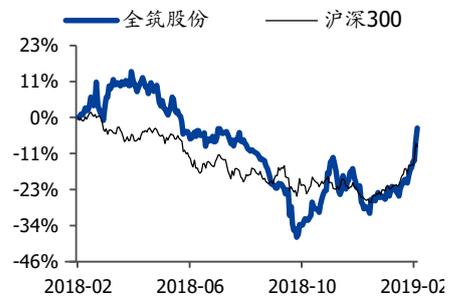
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	装修装饰
最新收盘价	6.95
总市值(百万元)	3,741.03
总股本(百万股)	538.28
其中自由流通股(%)	99.20
30日日均成交量(百万股)	3.97

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

##### 分析师 杨涛

执业证书编号: S0680518010002

邮箱: yangtao1@gszq.com

##### 分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

#### 相关研究

- 《全筑股份(603030.SH): 受益住宅全装修趋势, 高成长性突出》2018-08-21
- 《全筑股份(603030.SH): 实力突出的住宅装修龙头, 受益于全装修趋势快速成长》2018-07-15



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3392	4353	8883	11289	15629	<b>营业收入</b>	3336	4625	7461	9932	12481
现金	577	380	1788	2418	3016	营业成本	2994	4001	6505	8652	10848
应收账款	1856	2538	4706	5641	8075	营业税金及附加	18	12	136	146	127
其他应收款	41	119	90	263	426	营业费用	39	35	75	99	123
预付账款	59	55	118	122	177	管理费用	98	275	253	364	498
存货	415	553	718	1069	1184	财务费用	29	64	75	123	186
其他流动资产	443	708	1463	1777	2752	资产减值损失	79	45	90	130	181
<b>非流动资产</b>	565	954	878	1011	1150	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	3	3	4	5	投资净收益	0	4	1	1	2
固定投资	458	467	578	680	800	<b>营业利润</b>	79	197	328	419	519
无形资产	41	51	52	54	55	营业外收入	35	5	15	16	18
其他非流动资产	66	433	244	273	290	营业外支出	0	0	1	1	0
<b>资产总计</b>	3956	5307	9761	12300	16779	<b>利润总额</b>	114	201	342	435	537
<b>流动负债</b>	2434	3361	7256	9163	13206	所得税	22	30	73	88	102
短期借款	604	674	2046	3136	4322	<b>净利润</b>	91	171	269	347	434
应付账款	1399	1980	4367	4693	7361	少数股东收益	-9	6	-3	-7	-10
其他流动负债	431	707	843	1334	1522	<b>归属母公司净利润</b>	100	165	271	354	444
<b>非流动负债</b>	74	240	548	862	891	EBITDA	160	262	438	587	749
长期借款	74	5	-3	10	17	EPS (元/股)	0.19	0.31	0.50	0.66	0.83
其他非流动负债	0	235	550	852	874						
<b>负债合计</b>	<b>2508</b>	<b>3601</b>	<b>7804</b>	<b>10025</b>	<b>14096</b>						
少数股东权益	18	100	97	90	80	<b>主要财务比率</b>					
股本	177	539	539	539	539	<b>会计年度</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
资本公积	815	500	500	500	500	<b>成长能力</b>					
留存收益	438	592	832	1141	1528	营业收入 (%)	52.7	38.7	61.3	33.1	25.7
归属母公司股东收益	1430	1607	1859	2185	2602	营业利润 (%)	-21.9	150.4	66.6	27.9	23.9
<b>负债和股东权益</b>	<b>3956</b>	<b>5307</b>	<b>9761</b>	<b>12300</b>	<b>16779</b>	归属母公司净利润 (%)	21.6	64.1	64.7	30.4	25.6
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率 (%)	10.2	13.5	12.8	12.9	13.1
						净利率 (%)	3.0	3.6	3.6	3.6	3.6
						ROE (%)	6.3	10.0	13.7	15.2	16.2
						ROIC	5.2	7.5	6.9	6.8	7.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	63.4	67.8	80.0	81.5	84.0
						净负债比率 (%)	7.7	22.9	13.1	32.2	49.6
						流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
						速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
						应收账款周转率	2.2	2.1	2.1	1.9	1.8
						应付账款周转率	2.6	2.4	2.1	1.9	1.8
						<b>每股指标 (元/股)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.31	0.50	0.66	0.83
						每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.61	-0.24	-0.21	-0.81	-0.38
						每股净资产 (最新摊薄)	2.66	2.98	3.45	4.06	4.83
						<b>估值指标 (倍)</b>					
						P/E	37.3	22.7	13.8	10.6	8.4
						P/B	2.6	2.3	2.0	1.7	1.4
						EV/EBITDA	24.21	17.0	10.6	9.2	8.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 公司概况：成长性优异的住宅全装修细分龙头 .....	5
1.1. 住宅全装修老牌龙头，高管持股激励充分 .....	5
1.2. 新签订单高增长，在手订单充裕，未来业绩增长动力充足 .....	6
1.3. 拟引入国盛海通基金增资全筑装饰，现金流有望得到改善 .....	6
1.4. 回购股份彰显公司未来发展信心 .....	7
2. 住宅全装修：行业发展的必然趋势，住宅产业化成熟的重要标志 .....	7
2.1. 住宅全装修多重优势显著，政策大力推广加速发展 .....	7
2.2. 住宅精装修行业渗透率不断提升，未来市场空间广阔 .....	9
2.3. 行业 B2B 业务特征显著，定制精装是重要补充方向 .....	9
3. 公司竞争优势：经验丰富、深耕大客户战略 .....	10
3.1. 住宅全装修老牌龙头，有望最受益行业快速发展 .....	10
3.2. 积极推进多元化大客户战略，房企集中度提升促业务规模持续增长 .....	11
3.3. 积极培育新业务增长点，B2B2C 业务拓展成效显著 .....	12
4. 财务分析：营收业绩持续高增长 .....	13
4.1. 公司营收业绩持续高速增长 .....	13
4.2. 现金流分析：战略投资者增资及项目回款有望带动现金流改善 .....	15
4.3. 偿债能力分析：有息资产负债率较低 .....	16
4.4. 杜邦分析：ROE 居中游，销售净利率偏低 .....	16
5. 盈利预测、估值与投资建议 .....	17
6. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 公司历年营收分业务结构占比 .....	5
图表 2: 公司历年营收分区域占比 .....	5
图表 3: 公司股权结构图 .....	6
图表 4: 截至 2018 年末公司新签及在手合同情况 .....	6
图表 5: 公司回购股份上下限金额及股份占比情况 .....	7
图表 6: 住宅全装修的主要优势 .....	7
图表 7: 近年来国家部门和各省市关于全装修的主要政策 .....	8
图表 8: 2013 年以来精装修占当期住宅竣工套数比例不断提升 .....	9
图表 9: 2017-2020 年全国住宅全装修市场规模测算 .....	9
图表 10: 全装修和精装修对比 .....	10
图表 11: 公司住宅全装修作品：上海黄浦华庭 .....	10
图表 12: 公司住宅全装修作品：南京恒大华府 .....	10
图表 13: 公司合作地产商 .....	11
图表 14: 2017 年公司前五名应收账款客户 .....	11
图表 15: top100 各梯队房企集中度 .....	12
图表 16: top100 各梯队房企年销售金额门槛（亿元） .....	12
图表 17: 全筑定制精装发展历程 .....	12
图表 18: B2B2C 模式介绍 .....	13
图表 19: 全筑定制精装战略布局 .....	13
图表 20: 公司定制精装修四大产品线 .....	13
图表 21: 公司历年营收及增速 .....	14

图表 22: 公司历年业绩及增速.....	14
图表 23: 公司毛利率与行业对比.....	14
图表 24: 公司净利率与行业对比.....	14
图表 25: 公司期间费用率与行业对比.....	15
图表 26: 公司历年费用率构成.....	15
图表 27: 公司历年经营性及投资性现金流情况.....	15
图表 28: 公司收现比与同业对比.....	15
图表 29: 截至 2018 年 Q3 公司在手现金及短期刚性债务情况.....	16
图表 30: 公司资产负债率与行业对比.....	16
图表 31: 公司有息资产负债率与行业对比.....	16
图表 32: 公司历年杜邦分析拆解.....	17
图表 33: 公司与可比公司 2017 年杜邦分析拆解.....	17
图表 34: 可比公司估值表.....	17
图表 35: 全筑股份与沪深 300 历史估值 (PE_ttm).....	18
图表 36: 公司 PE-Band.....	18

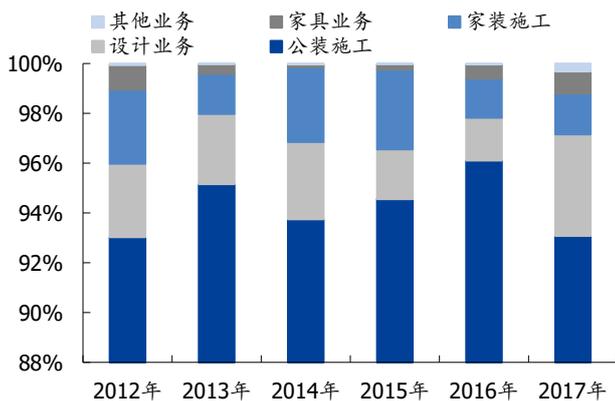
## 1. 公司概况：成长性优异的住宅全装修细分龙头

### 1.1. 住宅全装修老牌龙头，高管持股激励充分

华东地区从事住宅全装修的龙头企业。公司专业从事住宅全装修近 20 年，目前形成了以传统业务板块为主的全筑装饰集团、以创新业务为主的全筑新军集团以及设计全产业链业务为核心的全筑设计集团三大板块；是集建筑装饰研发、设计、施工、家具生产、软装配套和建筑科技为一体的装饰集团公司，能够提供涵盖高端住宅、全装修楼盘、酒店、办公等空间的全产业链服务。

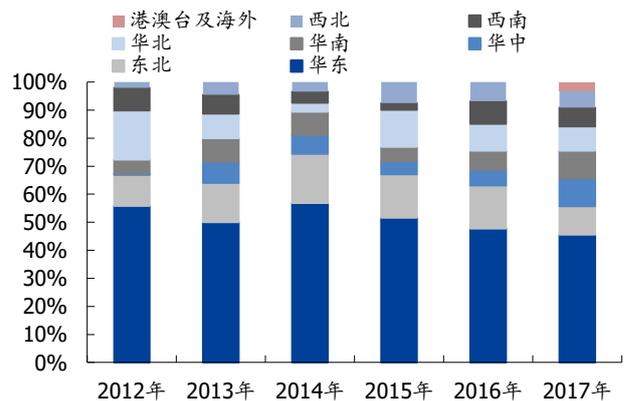
公装施工是公司主要收入来源，近三年全装修业务占比均超 80%。2017 年公司公装业务占比 93.1%，其中公司主要从事住宅全装修业务，近三年全装修业务占总收入比例均超过 80%；2017 年设计业务占比 4.1%，呈现逐年上升趋势。分区域来看，公司目前的主要业务区域仍是华东地区，2015-2017 年华东地区业务占比 51.7%/48.2%/45.5%，整体占比逐步下降。公司以华东地区辐射全国，华东以外地区占比逐年提升。

图表 1: 公司历年营收分业务结构占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

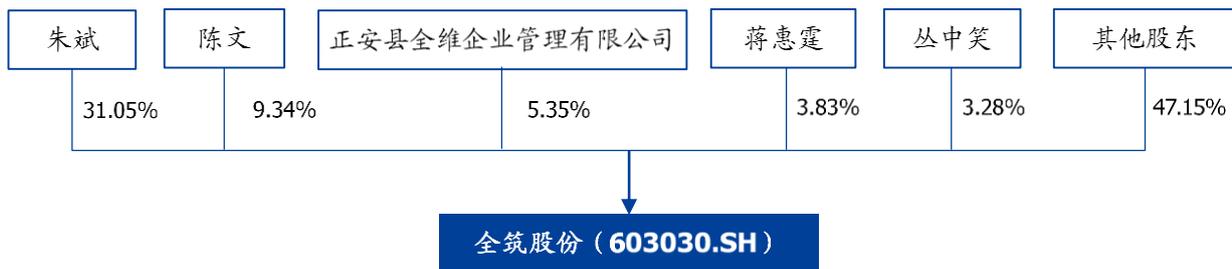
图表 2: 公司历年营收分区域占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

股权结构相对分散，高管持股绑定核心利益。公司控股股东、实际控制人为朱斌先生，也是公司董事长，截至目前持有公司 31.05% 的股权。朱斌先生为同济大学建筑学硕士毕业，拥有高级建筑市内设计师、国家一级注册建造师等资质，同时担任上海市装饰装修行业协会副会长。其余股东中，陈文先生、蒋惠霆先生、丛中笑先生均为公司高管，分别担任公司董事/总经理、副总经理、副董事长/副总经理，其分别持有公司 9.34%/3.83%/3.28% 的股权，核心高管激励充足。

图表 3: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.2. 新签订单高增长, 在手订单充裕, 未来业绩增长动力充足

公司 2018 年新签合同额 107.79 亿元, 较 2017 年同期增长 38.89%, 增速维持高位; 其中全装修施工/定制精装/设计分别新签 63.91/25.81/4.29 亿元, 同比增长 42.15%/107.67%/97.19%。分季度来看, 2018Q1-4 分别新签 21.56/42.69/22.39/21.15 亿元。截至 2018 年末, 公司累计已签约待实施合同额为 109.90 亿元, 在手订单与 2017 年收入比为 2.38 倍, 在手订单较为充裕, 保障未来业绩持续增长。

图表 4: 截至 2018 年末公司新签及在手合同情况

	累计新签合同金额 (亿元)	新签流转中合同金额 (亿元)	截止报告期末累计已签约待实施合同金额 (亿元)
设计	<b>4.29</b>	<b>0.15</b>	<b>3.88</b>
施工总计	71.86	4.31	68.46
其中: 全装修施工	<b>63.91</b>	<b>2.92</b>	<b>52.24</b>
公装施工	7.48	1.39	15.71
家装施工	0.47		0.52
木制品	1.00	0.00	1.18
软装	0.71		0.25
幕墙门窗	3.53		2.67
定制精装	<b>25.81</b>	<b>0.87</b>	<b>32.97</b>
其他	0.57		0.49
<b>总计</b>	<b>107.79</b>	<b>5.32</b>	<b>109.90</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3. 拟引入国盛海通基金增资全筑装饰, 现金流有望得到改善

公司近期公告与上海国盛海通股权投资基金合伙企业(有限合伙)签署《战略投资框架协议》, 并与国盛海通基金协商拟由国盛海通基金以对全筑装饰增资的方式获得不超过其 20% 的股权。全筑装饰是公司旗下承接和实施住宅全装修业务的平台, 具备设计甲级和

施工一级资质。若本次交易最终完成，将改善全筑装饰未来承接业务中可能出现的资金问题，同时降低财务成本、改善公司的现金流并降低资产负债率。

#### 1.4. 回购股份彰显公司未来发展信心

公司于2018年10月通过回购股份议案，回购资金总额为不低于5000万元，不高于2亿元，回购股份价格不超过8.8元/股。按回购金额5000万元测算，预计回购数量不低于568.18万股，约占公司现有总股本的1.05%；按回购金额2亿元测算，预计回购数量不高于2272.73万股，约占公司现有总股本的4.22%。回购公司股份彰显公司未来发展前景信心，截至2019年1月31日，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份962.86万股，占公司总股本的1.79%，支付的总金额为5500万元。

图表5: 公司回购股份上下限金额及股份占比情况

金额	股份数量	回购股份占总股本比例
5000万元	不低于568.18万股	1.05%
20000万元	不高于2272.73万股	4.22%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 住宅全装修: 行业发展的必然趋势, 住宅产业化成熟的重要标志

### 2.1. 住宅全装修多重优势显著, 政策大力推广加速发展

住宅全装修优势明显, 整体看, 住宅全装修可以通过规模化、标准化的装修实现降低建筑污染、提升施工效率、提升装修品质以及减少装修引起的邻里矛盾, 更加符合当前80、90后的消费习惯(较为忙碌无暇装修, 且缺乏装修经验)。此外, 由于全装修的装修材料需要在交付前统一经过国家部门检验, 避免了材料污染, 带来更加健康的居住环境。

图表6: 住宅全装修的主要优势

优势	描述
降低建筑污染	据中国建筑装饰协会行业发展部测算, 住宅装饰装修平均一户可能产生两吨垃圾, 其中有85%是可以回收再利用的资源。因此全装修规划化生产可以有效地降低建筑污染排放。
提升施工效率	个人住户由于普遍缺乏装修的知识, 往往需要持续投入较长的时间和精力进行装修, 而全装修则可通过标准化装修极大提升装修效率, 符合当前80、90后的消费习惯。
提升装修品质	全装修通过专业的标准化装修, 能够避免一般住户自己装修所忽视的问题, 提升装修品质。
材料环保	开发商在统一交付前需要经过国家相关部门的检验, 若选材不达标, 施工工艺不合格, 则无法交付给住户。
减少装修邻里矛盾	全装修通过规模化的装修, 一般在住户入住之前就完成房屋的全装修, 避免了邻里间因装修噪音或杂物堵塞导致的矛盾。

资料来源: 国盛证券研究所

各省市政策不断, 促进全装修战略推进。2017年5月住建部发布的《建筑业发展“十三五”规划》中提出, 到2020年绿色建筑占新建建筑比重达50%, 新开工全装修住宅面

积占比达 30%。各省市自 2014 年以来亦陆续出台了相关政策，鼓励大力推进住宅全装修交房。

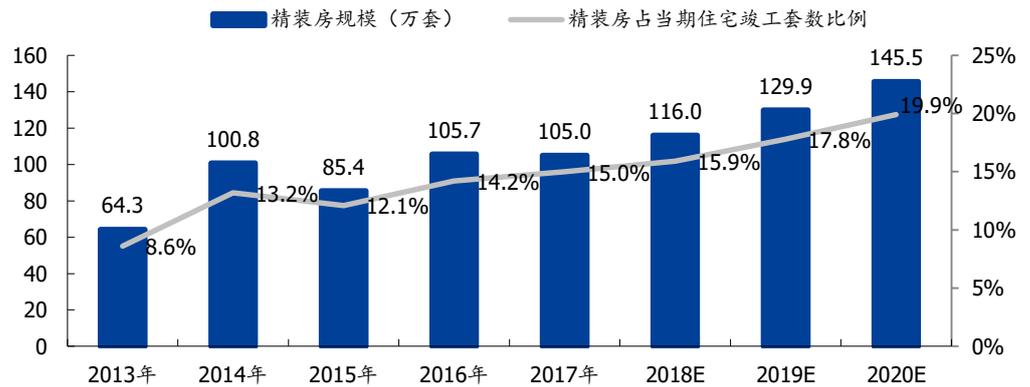
图表 7: 近年来国家部门和各省市关于全装修的主要政策

颁布时间	地区/部门	文件名	主要内容
2012/4/27	住建部	《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》	要大力推广住宅全装修，推行新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2015/10/30	北京市	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》	自 2015 年 5 月 1 日起，由市保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房。自 2015 年 10 月 31 日起，凡新纳入市保障性住房年度建设计划的项目（含自住型商品住房）全面推行全装修成品交房。
2016/8/18	上海市	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	2017 年 1 月 1 日起，凡出让的上海市新建商品房建设用地，全装修住宅面积占新建商品住宅面积（三层及以下的低层住宅除外）的比例为：外环线以内的城区应达到 100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%，至 2020 年应达到 50%。保障性住房中，公共租赁住房（含集中新建和商品住房中配建）的全装修比例为 100%。
2016/8/31	浙江省	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在住宅积极实施全装修。
2017/5/4	住建部	《建筑业发展十三五规划》	到 2020 年，新开工全装修成品住宅占新建建筑比重达 30%。
2018/3/15	长沙市	《关于进一步推进新建商品住宅全装修建设的通知》	新建全装修商品住宅销售合同网签备案时，毛坯和装修分开计价。同时，规定内五区新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于 70%。
2018/4/12	山东省	《山东省装配式建筑发展规划(2018-2025)》	对“十三五”期间装配式建筑发展做出相应指导性规定。新建高层必须使用精装修。烟台市将定位为全省装配式建筑产业发展标杆城市，装配式建筑将全面推行全装修，普及建筑信息模型技术，新建住宅小区、棚户区改造项目及公用建筑将全面推广装配式建筑，市民贷款购买装配式住宅，也可享受对应房价、贷款等政策优惠。
2018/4/16	湖南省	《关于促进全省建筑业改革发展二十条意见》	自 2018 年 1 月 1 日起，湖北省各市新建商品住宅中，将全面推行一体化装修技术，结束“毛坯时代”。
2018/4/19	威海市	《关于加强新建住宅全装修工程质量监督管理的通知》	要求全装修住宅工程全面纳入基本建设程序管理，实行土建安装与全装修一体化设计，全装修与建筑、结构、设备等各专业同步设计、同步报审。
2018/5/21	太原市	《太原市加快绿色建筑发展的通知》	今后太原市 10 万平方米以上新建住宅小区内的居住建筑项目将全面执行绿色建筑标准。到 2020 年，全市 50% 新建建筑达到绿色建筑标准要求。
2018/6/7	武汉市	《长沙市新建商品住宅全装修建设实施细则》	全装修部分应控制在合理的价格内（暂定不得超过 2500 元/平方米，根据市场成本变化适时调整）。
2018/12/28	西安市	《西安市推进新建住宅全装修工作实施意见》	自 2019 年 1 月 1 日起，西安市行政区域内(含西咸新区)新出让或划拨土地上，除拆迁安置房以外的住宅建设项目实行全装修。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**全装修行业目前面临三个促进行业需求大幅增长的因素：**（1）随着全装修以及装配式建筑要求政策的推进，以全装房交房的楼盘比例面临快速提升趋势。（2）尽管房地产投资大周期可能已经过去，但房地产市场向龙头集中，而龙头公司一方面在践行精装修交房方面更具积极性促使精装修率更快提升，一方面龙头房企习惯于批量发包，使得上市精装修公司面临大额订单机会。（3）目前面临房地产开发投资和开工的回暖小周期。

图表 8: 2013 年以来精装修占当期住宅竣工套数比例不断提升



资料来源: 全装联, 国盛证券研究所

## 2.2. 住宅精装修行业渗透率不断提升, 未来市场空间广阔

根据住建部的《建筑业发展“十三五”规划》要求“到 2020 年全国新开工全装修成品住宅占新建建筑比重达 30%”, 2018 年全国住宅新开工面积为 15.3 亿平方米, 我们假设 1) 2019/2020 年全国住宅新开工面积同增 10.0%/9.0%; 2) 2017/2018/2019/2020 年全国住宅全装修渗透率分别为 20%/24%/28%/30%; 3) 全国住宅全装修平均价格为 1100-1200 元每平方米, 则 2020 年住宅新开工面积均为 18.4 亿平方米, 预计 2020 年全装修市场规模达 6000-7000 亿元, 2017-2020 年四年 CAGR 达 29.1%。

图表 9: 2017-2020 年全国住宅全装修市场规模测算

年份	2017E	2018E	2019E	2020E
全国住宅新开工面积 (亿平方米)	12.8	15.3	16.9	18.4
同比增速	10.5%	19.7%	10.0%	9.0%
住宅全装修渗透率	20.0%	24.0%	28.0%	30.0%
全国住宅全装修房屋面积 (亿平方米)	2.6	3.7	4.7	5.5
假设每平米价格 1100 元, 则市场规模为	2818	4047	5194	6066
假设每平米价格 1200 元, 则市场规模为	3074	4415	5666	6617

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.3. 行业 B2B 业务特征显著, 定制精装是重要补充方向

全装修行业 B2B 特征明显, 与大型房企深度合作提升业务规模。全装修行业主要客户为房地产企业, 一般不直接服务于终端消费者, 因此全装修 B2B 业务特征非常显著。且由于装修装饰行业门槛较低, 竞争激烈, 因此行业毛利率、净利率较低, 且回款速度慢。龙头装修装饰公司往往跟信用较强的大型房地产企业进行深度合作绑定, 保障业务规模与回款。

定制精装是行业未来发展重要补充方向。定制精装即通过定制化服务满足客户对装修高

品质的个性化要求。定制精装属于精装修的范畴，一方面有利于装修装饰公司突破当前B2B业务特征，面向终端消费者提供个性化服务，另一方面可以有效提升行业毛利率及显著改善业务现金流。定制精装是一个重要的行业补充方向。

图表 10: 全装修和精装修对比

对比项	全装修	精装修
特点	指装修的范围。全装修标准化一体化设计，建筑技术先进，环保节约，成本较低。	指装修的档次。精装修品牌、材料使用高档。
标准	所有空间粉刷完成；厨卫设备全部安装完成。	顶面有一定的造型和设计；地面采用仿古砖、或结合大理石等中高档材料；卫浴和厨房采用知名品牌并经过高品质的精细装修。
售价	价格较低	价格较高

资料来源：链家网百科，国盛证券研究所

### 3. 公司竞争优势：经验丰富、深耕大客户战略

#### 3.1. 住宅全装修老牌龙头，有望最受益行业快速发展

从过去行业经验看，只有少部分上市装饰公司能适应于住宅全装修市场。主要原因有两个：（1）其装修的精度要求非常高，由于最终业主入住后会对居家细节反复观察并挑剔，因此这种压力会通过开发商传导至装修公司。相对而言公装工程的细节要求就不如住宅精装修要求高，因为人在公共建筑中停留的时间短、对细节并不挑剔。这种精细化的施工要求使得一部分公司并不适应。（2）业主为地产商，具有非常强大的议价能力，尤其是在当今房地产行业向龙头集中的过程中，地产龙头往往会形成一批装饰供应商，在挑选时相互比价。由于作品是住宅，相对于酒店、公共空间而言更为标准化，因此在预算管理方面更为细致。

公司自 2000 年起专注于全装修领域，品牌实力突出，精细化住宅施工能力强，获得龙头开发商广泛认可且形成长期合作。公司全装修业务遍及 20 余省 50 多个城市，覆盖了 700 多个楼盘，有着数万平方米的成功案例。近三年公司全装修业务收入占比均在 80% 以上，在目前上市装饰公司中全装修业务占比最高，受益于行业快速发展弹性最大。

图表 11: 公司住宅全装修作品：上海黄浦华庭



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 12: 公司住宅全装修作品：南京恒大华府



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

### 3.2. 积极推进多元化大客户战略，房企集中度提升促业务规模持续增长

公司下游房企资源较为丰富。经过近 20 年的行业积累，公司与众多大型房地产企业建立了良好的合作关系，其中多为房地产开发前 30 强。公司历年保持着前十大客户的相对稳定性，与此同时，公司每年都将开发一批新客户，一定程度上分散经营风险。

图表 13: 公司合作地产商



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司与地产大客户长期保持稳定合作关系。2017 年公司前五大客户营收 28.77 亿元，占比达 62.20%。2017/2018H1 应收账款前五名合计金额均超过总额的一半。公司客户资源长期集中在前几名大客户中，客户资源稳定，促进业绩稳定增长。

图表 14: 2017 年公司前五名应收账款客户

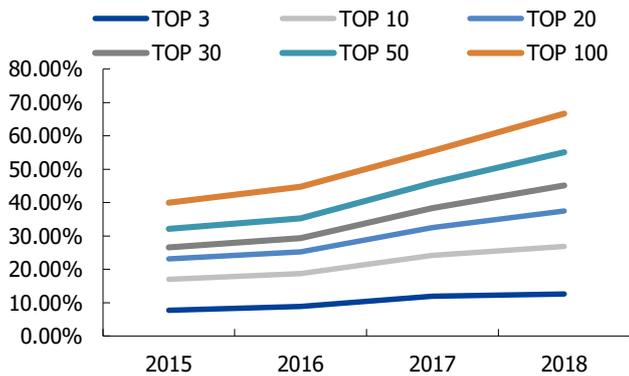
单位名称	与本公司关系	金额（万元）	年限	占应收账款总额比例
恒大地产集团有限公司及其下属控股单位	非关联方	1,051.12	3 年以内	38.29%
上海绿地（集团）有限公司及其下属控股单位	非关联方	135.77	1 年以内	4.95%
三盛集团及其下属控股单位	非关联方	97.19	3 年以内	3.54%
上海北蔡房地产发展有限公司及其下属控股单位	非关联方	61.06	1 年以内	2.22%
复地（集团）股份有限公司及其下属控股单位	非关联方	59.84	3 年以内	2.18%
<b>合计</b>		<b>1404.98</b>		<b>51.18%</b>

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

龙头房企发展迅猛，为公司未来全装修楼盘提供广阔空间。公司第一大客户为恒大地产，业务来往持续密切，其中公司预计约 40% 的营收均来源于恒大地产。恒大地产 2018 年房地产销售额达 5513 亿元，销售面积 5244 万平方米，超额完成 5500 亿的年度销售目标，2019 年恒大销售目标为 6000 亿，继续保持稳健增长。

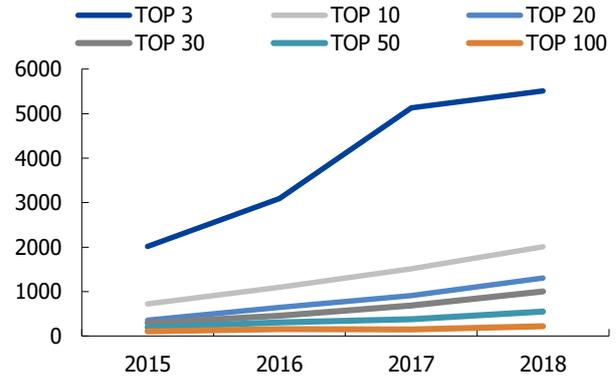
**房企集中度提升促业务规模持续增长。**根据国家统计局 2018 年上半年数据，房地产开发企业加快了拿地速度、开工速度、销售速度，快速回笼资金。根据 CRIC，年房地产行业集中度进一步提升，其中，2018 年 TOP3/ TOP10/ TOP20/ TOP30 房企集中度为 12.6%/26.9%/37.5%/45.2%，TOP50 金额集中度较 17 年大幅提升 9.2 个 pct 至 55.1%。2018 年 TOP10 门槛超 2000 亿元、TOP30 门槛已达千亿。龙头房企资源优势、品牌溢价、资金实力、融资能力等综合竞争力越发突出，对政策会有预判并作出相应调整，抗风险能力强，有望促公司业务规模持续增长

图表 15: top100 各梯队房企集中度



资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

图表 16: top100 各梯队房企年销售金额门槛 (亿元)

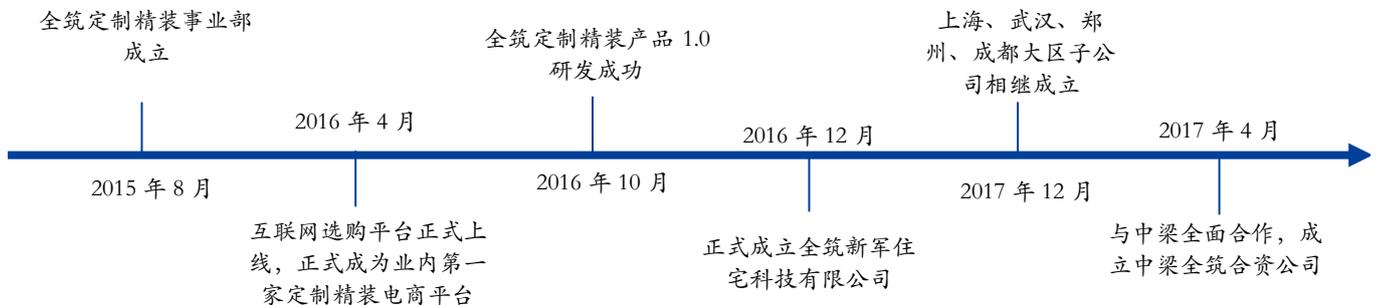


资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

### 3.3. 积极培育新业务增长点，B2B2C 业务拓展成效显著

**积极培育定制精装业务，打造未来新增长点。**我国在住宅建造方面要达到欧美、日本等发达国家住宅全装修的比例，或许仍需较长的一段时间，未来毛坯房与全装修住宅仍将并存。公司自 2015 年 8 月起成立定制精装事业部，积极拓展定制精装业务，瞄准全装修存量市场，通过房地产企业导入到个人小业主，从而进一步扩大公司的业务来源。公司于 2016 年 12 月投资设立了控股子公司上海全筑新军住宅科技有限公司，2017 年在上海、武汉、郑州、成都大区成立子公司，2017 年与中梁合作成立中梁全筑合资公司。

图表 17: 全筑定制精装发展历程

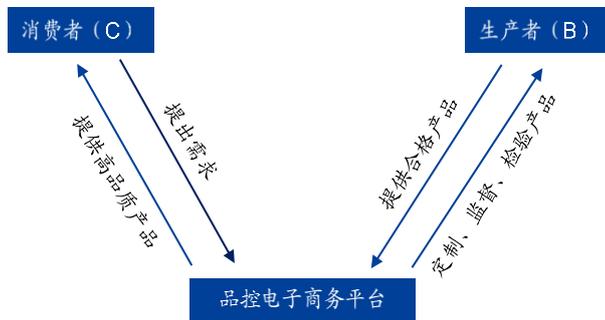


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司以 B2B2C 模式积极推动定制精装修的发展，深耕六大重点区域。公司以 B2B2C 模式积极推动定制精装修的发展，将供应商、生产商、经销商、消费者各个产业链紧密连接，更加综合化，可提供更优质的服务。公司总部设立在上海，重点深耕上海、南京、

杭州、成都、郑州、武汉六个大区业务，同时在重庆、合肥、长沙、南昌、佛山等地开拓业务。

图表 18: B2B2C 模式介绍



资料来源：国盛证券研究所

图表 19: 全筑定制精装战略布局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**四大产品线+六大增值包，线上+线下全方位提供定制精装服务。**公司定制精装目前有“安居、宜居、品居、华居”档次由低到高四大产品线，每个产品线中均有“收纳包、颜值包、品质生活包、智慧家庭包、健康舒适包、软装包”共 6 大增值包，提供从硬装到软装的一站式精装服务。同时不仅有线下场景样板间，还开发了线上感知体验，包括网页 3D 浏览以及 VR 虚拟样板间体验，全方位提供定制化精装修服务。

图表 20: 公司定制精装修四大产品线

产品线	产品定位	适合人群	产品特点
安居	平价精品，适居宜租	单身白领，年轻小夫妻	玩转时尚，主打现代简约风
宜居	高性价比，爆款产品	主流刚需业主	经济适居，关注全屋收纳
品居	小资情怀，品味生活	新中产及有孩家庭	中产调性，设计与功能兼备
华居	低调奢华，品质不凡	精英高管成功人士	尊享生活型，追求高品质

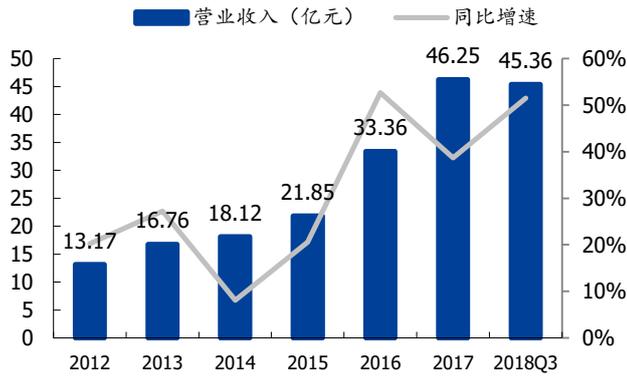
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 4. 财务分析：营收业绩持续高增长

### 4.1. 公司营收业绩持续高速增长

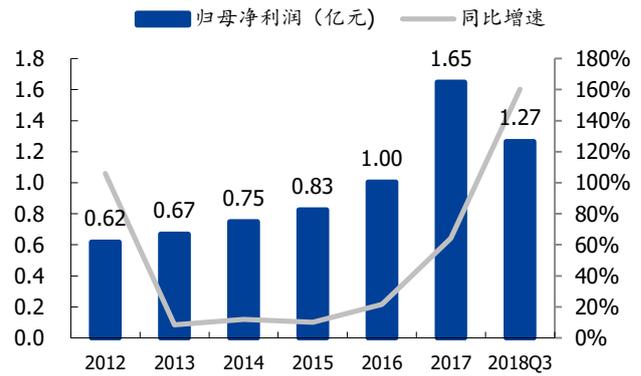
公司自上市以来营收及业绩维持高速增长。公司于 2015 年上市，上市以来发展迅速，营收业绩高速增长：2016-2018Q3，公司分别实现营业收入 33.4/46.3/45.4 亿元，同比增长 53%/39%/52%；分别实现归母净利润 1.0/1.7/1.3 亿元，同比增长 22%/64%/160%。此外，公司公告预计 2018 年实现实现归母净利 2.55-2.75 亿元，同比增长 54.8%-66.9%；实现归母扣非净利 2.50-2.70 亿元，同比增长 59.7%-72.4%，主要系公司公装业务较去年同期增长 40%以上。

图表 21: 公司历年营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

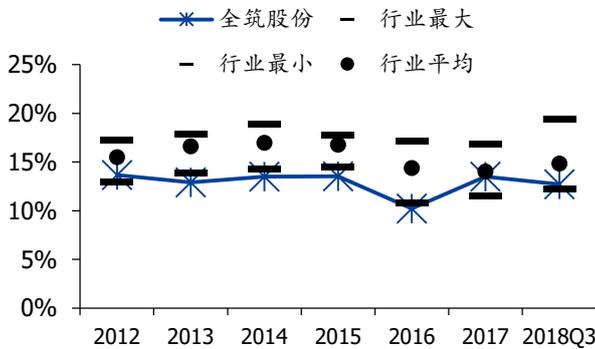
图表 22: 公司历年业绩及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

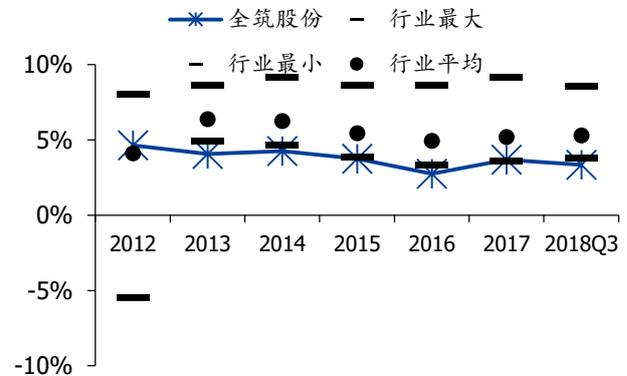
毛利率与净利率低于行业平均水平, 业务结构调整初有成效, 未来利润率有望提升。2017/2018Q3 公司毛利率为 13.49%/12.71%, 低于行业平均水平 0.53/2.15 个 pct (行业可比公司如下: 金螳螂、广田集团、亚厦股份、宝鹰股份、奇信股份、建艺集团); 2017/2018Q3 公司净利率为 3.69%/3.34%, 较行业平均水平分别低 1.50/1.95 个 pct。公司目前业务结构调整初有成效, 2018 年定制精装业务及设计业务订单增速均超过 70%, 随着订单逐步向收入转化, 未来有望不断提升公司盈利能力。

图表 23: 公司毛利率与行业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

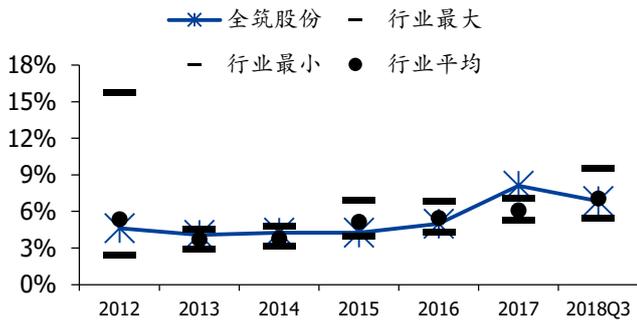
图表 24: 公司净利率与行业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

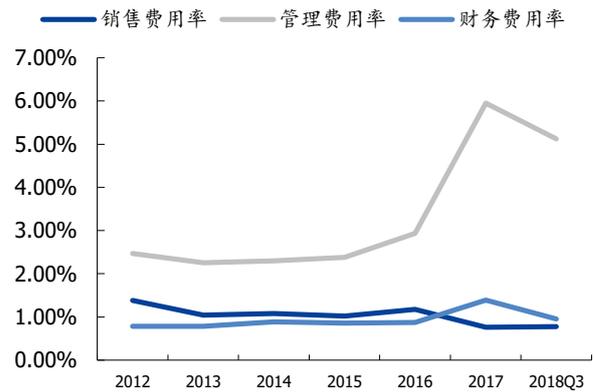
费用率与行业平均水平基本一致, 研发费用导致近年来管理费用率上升。2017 年公司期间费用率为 8.11%, 高出行业平均水平 2.03%, 较去年同期大幅提高 3.12 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.42/+3.01/+0.52 个 pct, 管理费用率上升主要原因为研发费用单独归集至管理费用列示所致。2018Q3 公司期间费用率为 6.85%, 基本与行业平均水平持平。

图表 25: 公司期间费用率与行业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 公司历年费用率构成



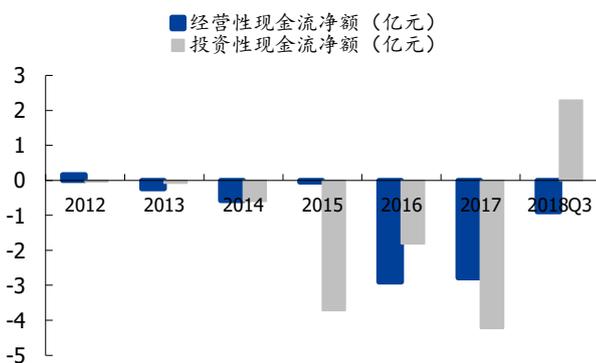
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 4.2. 现金流分析: 战略投资者增资及项目回款有望带动现金流改善

公司现金流出较大, 战略投资者增资及项目回款有望带动现金流改善。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为-2.79 亿元, 与上年基本持平; 投资活动产生的现金流量净额为净流出 4.23 亿元, 较上年多流出一倍。2018Q1-3, 公司经营性现金流净额为-0.89 亿元, 投资性现金流净额为 2.29 亿元。公司近年来处于业务开拓期, 订单增长迅速, 同时外延并购动作不断, 致经营性和投资性现金流量均有较大净流出, 公司公告近期由国盛海通基金拟以对全筑装饰增资的方式获得不超过其 20% 的股权, 同时随着项目回款持续提升, 未来现金流有望得到改善。

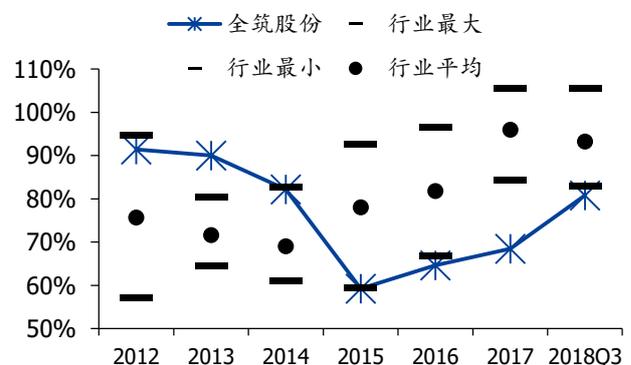
收现比自 15 年起逐年提升, 但整体仍偏低。2016-2018Q3 年公司收现比逐年提升, 分别为 64.65%/68.50%/80.80%, 呈逐年上升趋势, 但分别低于行业平均水平 17.21%/27.53%/12.48%, 整体收现比依然处于偏低状态。

图表 27: 公司历年经营性及投资性现金流情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 公司收现比与同业对比

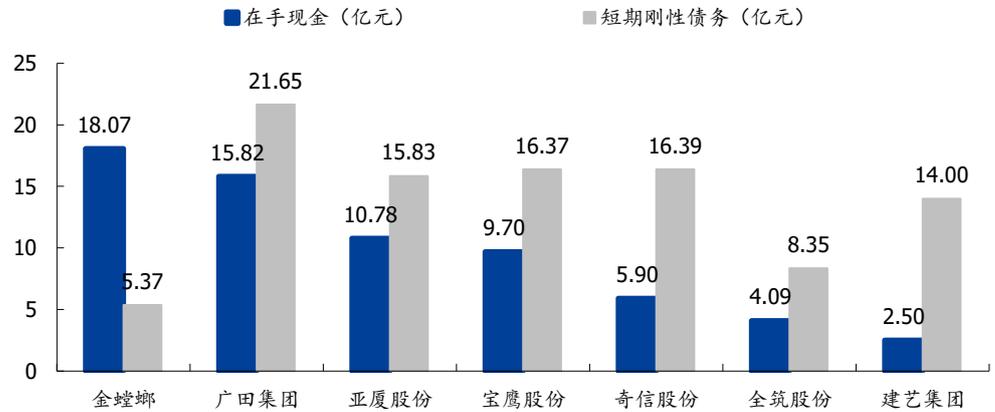


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.3. 偿债能力分析：有息资产负债率较低

在手现金与短期刚性债务比偏低，短期现金流压力较大。截至 2018 年三季度末，公司在手现金为 4.09 亿元，短期刚性债务为 8.35 亿元，在手现金与短期刚性债务比仅高于奇信股份及建艺集团，比例偏低，短期现金流压力偏大。

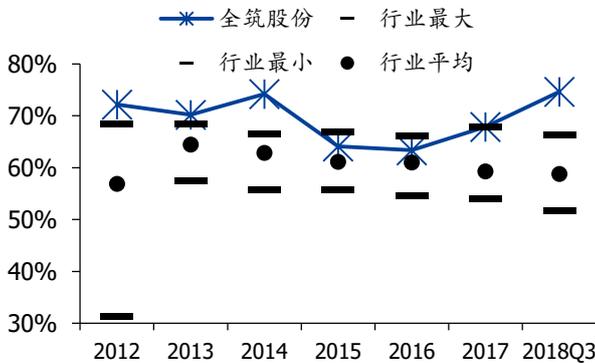
图表 29：截至 2018 年 Q3 公司在手现金及短期刚性债务情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

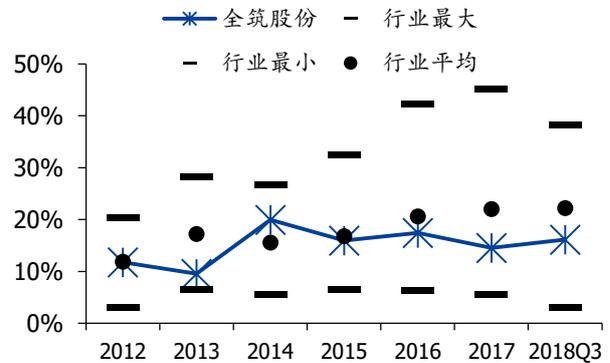
公司资产负债率较高，但有息资产负债率偏低。公司 2017/2018Q3 资产负债率分别为 67.84%/74.66%，为可比公司中的最高水平；但公司 2017/2018Q3 的有息资产负债率仅为 14.54%/16.16%，分别低于行业平均水平 7.53%/6.06 个 pct。

图表 30：公司资产负债率与行业对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 31：公司有息资产负债率与行业对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 4.4. 杜邦分析：ROE 居中游，销售净利率偏低

公司 ROE 水平在可比公司中居中游，杜邦分解指标中销售净利率偏低，整体经营较为稳健。截至 2017 年，公司 ROE 在可比公司中仅次于金螳螂及宝鹰股份。公司近年来 ROE 出现回落主要系上市以来扩张较快，总资产周转率有所下降所致，但 2017 年公司总资产周转率与权益乘数均在可比公司中均排名第一。

图表 32: 公司历年杜邦分析拆解

时间	ROE	杜邦分析拆解			总资产周转率			总资产	
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数	营业收入	总资产	平均总资产	总负债	所有者权益
2012年	24.98%	4.68%	1.41	3.78	13.17	9.98	12.07	7.20	2.78
2013年	21.51%	4.00%	1.55	3.47	16.76	11.61	14.97	8.15	3.46
2014年	19.62%	4.14%	1.29	3.66	18.12	16.40	17.44	12.16	4.24
2015年	13.01%	3.78%	1.08	3.20	21.85	24.15	19.98	15.48	8.67
2016年	8.81%	3.01%	1.05	2.79	33.36	39.56	27.60	25.08	14.48
2017年	10.85%	3.56%	1.00	3.05	46.25	53.07	39.81	36.01	17.07

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 公司与可比公司 2017 年杜邦分析拆解

公司简称	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
金螳螂	17.88%	9.14%	0.76	2.56
宝鹰股份	11.40%	5.12%	0.84	2.66
全筑股份	10.85%	3.56%	1.00	3.05
广田集团	10.12%	5.16%	0.79	2.48
奇信股份	8.78%	3.82%	0.99	2.33
建艺集团	8.13%	3.74%	0.75	2.91
亚厦股份	4.88%	3.94%	0.47	2.64

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

我们预测公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 2.7/3.5/4.4 亿元, 同比增长 65%/30%/26%, 对应 EPS 分别为 0.50/0.66/0.83 元, 2017-2020 年 CAGR 为 39.2%。当前股价对应 PE 分别为 14/11/8 倍, 维持“买入”评级。

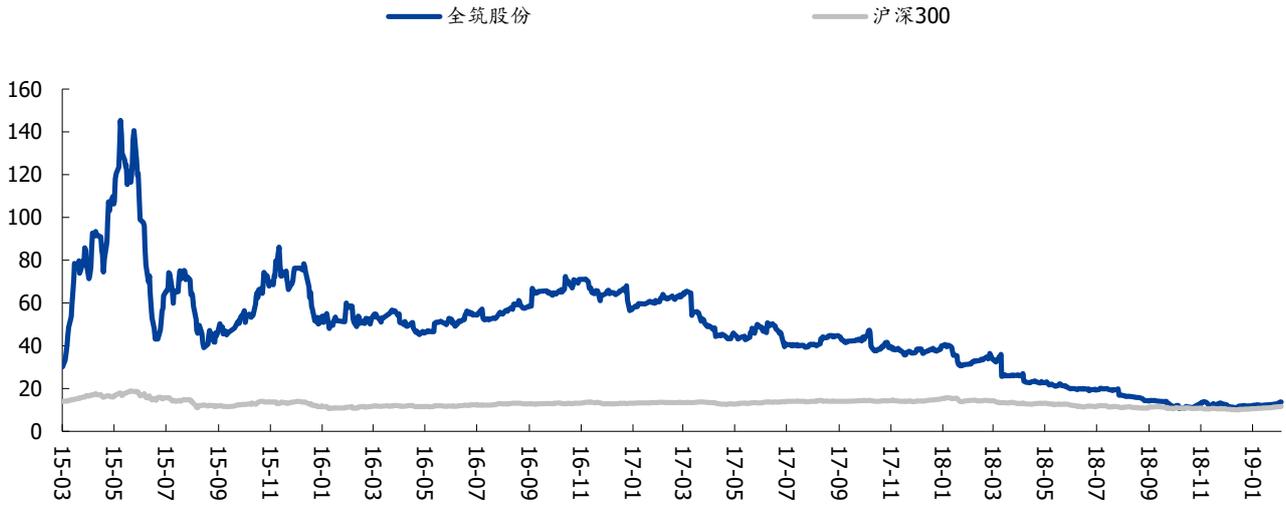
图表 34: 可比公司估值表

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
金螳螂	10.53	0.72	0.79	0.91	1.02	14.7	13.4	11.6	10.3	2.20
东易日盛	17.82	0.83	0.99	1.19	1.43	21.5	17.9	14.9	12.4	3.87
亚厦股份	6.12	0.27	0.28	0.36	0.51	22.9	21.8	16.8	12.0	1.06
广田集团	5.84	0.42	0.29	0.29	0.35	13.9	19.8	19.8	16.5	1.27
奇信股份	17.01	0.66	0.88	1.05	1.30	25.8	19.3	16.2	13.1	1.99
平均值						19.8	18.5	15.9	12.9	2.08

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价截至 2019/2/26

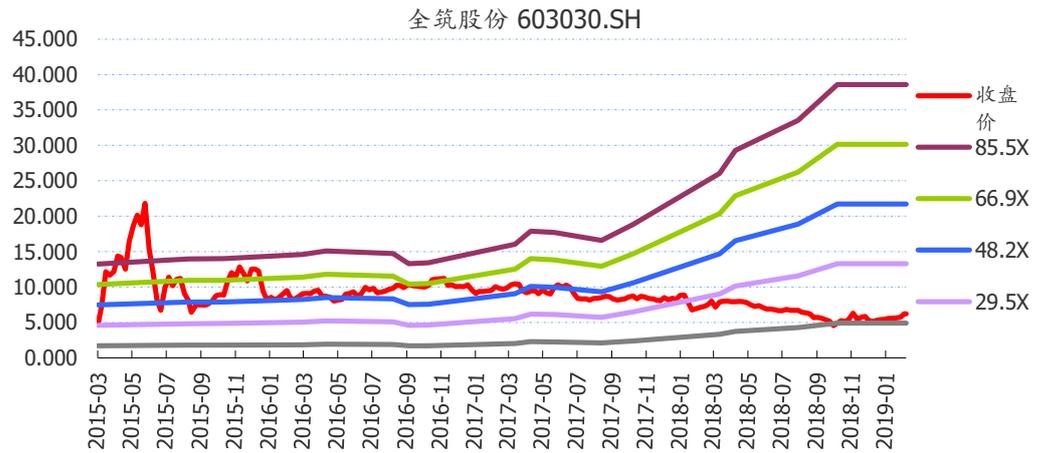
当前估值处于历史低位。公司历史 PE (TTM) 整体高于沪深 300, 上市后最高曾达到过 145 倍 PE, 当前公司股价对应 PE (TTM) 14.7 倍, 已经处于上市历史以来的最低区域。

图表 35: 全筑股份与沪深 300 历史估值 (PE\_ttm)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 公司 PE-Band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6. 风险提示

地产政策调控风险，市场竞争风险，《战略投资框架协议》不能落地风险，原材料及劳动力成本快速上涨风险等。

**1、地产政策调控风险。**住宅装饰行业与房地产行业存在一定的关联性。近年来，我国政府采取了金融、税收、行政等一系列手段对房地产行业进行宏观调控。如果未来政府继续出台更严厉的调控政策，可能对公司住宅装饰业务的开拓产生不利影响。

**2、市场竞争风险。**近年来越来越多从事公装的装饰公司切入到住宅装饰领域，如金螳螂、广田集团等，公司面临的行业竞争压力增大。

**3、《战略投资框架协议》不能落地风险。**近期与国盛海通基金签署的《战略投资框架协议》是否实施尚存不确定性，后续合作以最终签署的正式文件为准。

**4、原材料及劳动力成本快速上涨风险。**若原材料价格及劳动力成本快速上涨，将导致工程总成本上升，影响公司效益。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com