

建筑工程业/工业

全筑股份(603030)

积极推进装配式装修，建设 C 端全生态家居服务平台

	韩其成(分析师)	陈笑(分析师)
	021-38676162	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	chenxia015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880518020002

## 本报告导读:

公司深耕住宅全装修业务实力强，将受益地产竣工及销售好转及政策支持全装修力度增强；4-5 月订单已在好转；拟收回少数股东股权；拓展全生态家居服务等多元业务。

## 投资要点:

**维持增持。**维持预测 2020-22 年 EPS 至 0.47/0.58/0.72 元增速 20/25/23%；公司深耕全装修、且参考同业可比公司估值，给予公司 2020 年 20 倍 PE，上调目标价至 9.4 元，维持增持。

**政策支持力度显著增强，叠加地产竣工及销售大年利好全装修加速推进。**

1)地产融资好转：①近期多家房企披露定增②据金融时报，1-5 月房企土地购置面积降幅较 1-4 月收窄 3.9pct、土地成交价款同增 7.1%(+0.2pct)；2)5 月销售增速 9.7%/竣工增速 6.2%均大幅好转，Q2-Q3 销售及竣工将继续好转利好全装修；3)政策支持全装修力度继续增强，2019 年国内全装修面积 2.4 亿 m<sup>2</sup>同增一倍占比 25%(按商品房竣工面积)/一线约 50%，2020 年要到 30%，但仍远低于发达国家 80%的水平。

**公司深耕全装修实力强，建设 C 端全生态家居服务平台。**1)公司全装修实力强，具客户资源/人员/数据资源等核心优势；2)坚守“两翼一箭”发展战略，创新业务上建设全生态家居服务平台，将提供 C 端生活家居升级服务；3)成功发行 3.84 亿元可转债，将用于在手全装修项目可进一步缓解资金需求；4)拟定增募资 4.66 亿元将用于收回少数股东股权；5)截至 Q1 末已签约待实施 146 亿元(+18%)保障倍数 2.1 倍，Q1 订单受疫情影响但 4-5 月已开始反转回升。

**公司布局装配式装修，有工厂在运行且已在长租公寓等领域发力。**1)我们预测 2020-22 年市场规模约 6431/8138/10326 亿元 CAGR 超 25%；2)公司布局智能家居/装配式内装；装配式装修重要部品如板材领域已有三大工厂运行；3)长租公寓是装配式装修的重要应用领域，公司在 2019 年已交付两大项目，目前还有多个重要项目在设计阶段。

**风险提示：**地产融资收紧，全装修推进不及预期，应收账款风险等

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,521	6,936	7,770	9,169	10,559
(+/-)%	41%	6%	12%	18%	15%
经营利润(EBIT)	539	525	629	771	909
(+/-)%	79%	-3%	20%	23%	18%
净利润(归母)	260	209	251	314	385
(+/-)%	58%	-20%	20%	25%	23%
每股净收益(元)	0.48	0.39	0.47	0.58	0.72
每股股利(元)	0.02	0.04	0.08	0.09	0.09

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	8.3%	7.6%	8.1%	8.4%	8.6%
净资产收益率(%)	14.3%	9.8%	10.5%	11.6%	12.5%
投入资本回报率(%)	13.1%	10.8%	11.4%	12.2%	12.6%
EV/EBITDA	6.13	5.81	6.96	6.20	5.63
市盈率	14.71	18.37	15.27	12.20	9.95
股息率(%)	0.3%	0.6%	1.1%	1.2%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **9.40**

上次预测: 6.58

当前价格: 7.13

2020.07.01

## 交易数据

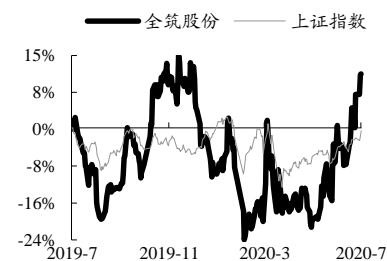
52 周内股价区间(元)	4.88-7.38
总市值(百万元)	3,837
总股本/流通 A 股(百万股)	538/536
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	7.44
日均成交值(百万元)	44.33

## 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	2,157
每股净资产	4.01
市净率	1.8
净负债率	15.73%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.09	0.03
Q2	0.09	0.09
Q3	0.12	0.15
Q4	0.09	0.20
全年	0.39	0.47

## 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	36%	11%
相对指数	7%	25%	12%

## 相关报告

深耕全装修施工，建立“两翼一箭”发展战略  
2020.04.30

Q1 业绩符合预期，全装修签单高增长  
2019.04.23

全装修龙头受益地产回暖，有望延续高增长  
2019.04.03

订单业绩高增长，全装修龙头成长空间大  
2018.10.25

模型更新时间: 2020.07.01

股票研究

工业  
建筑工程业

全筑股份(603030)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **9.40**

上次预测: 6.58

当前价格: 7.13

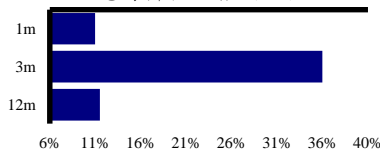
公司网址

www.trendzone.com.cn

公司简介

公司系住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商, 经过多年发展, 业务范围涵盖设计、施工、配套部品加工及售后服务的完整产业链, 是一家专业从事建筑装饰工程服务的综合性企业集团。公司一直专注于住宅全装修领域的系统研发, 并于2010年出台了住宅全装修标准体系(企业标准), 主要包括设计、施工、部品配套、售后服务等各环节的管理、工艺、技术等标准, 是科学计划、组织、监督、指挥、调整、控制全装修实施的指导性标准, 解决了全装修各环节全方位的标准化问题。

绝对价格回报 (%)

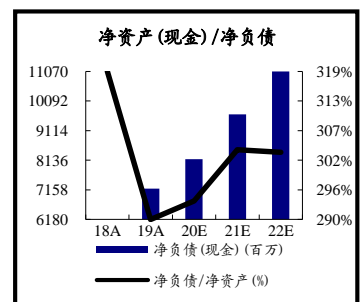
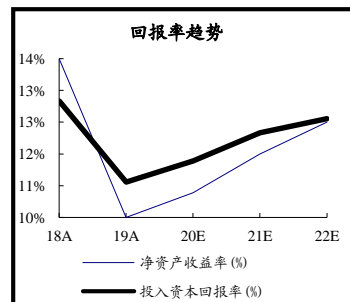
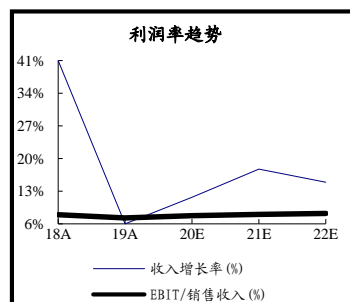
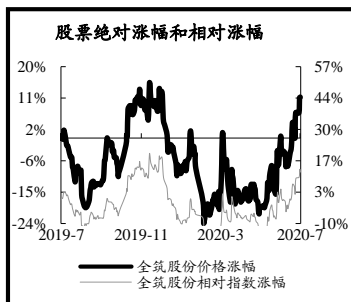


52周内价格范围 4.88-7.38

市值(百万) 3,837

财务预测(单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	6,521	6,936	7,770	9,169	10,559
营业成本	5,576	6,035	6,702	7,885	9,063
税金及附加	15	16	18	21	24
销售费用	43	55	61	72	83
管理费用	170	160	198	228	259
EBIT	539	525	629	771	909
公允价值变动收益	0	7	0	0	0
投资收益	3	5	5	6	8
财务费用	68	90	120	117	123
营业利润	357	334	368	489	589
所得税	74	74	80	105	125
少数股东损益	27	67	51	82	89
净利润	260	209	251	314	385
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	560	1,244	1,116	970	849
其他流动资产	127	41	56	75	97
长期投资	25	25	50	72	94
固定资产合计	460	524	1,014	1,514	2,014
无形及其他资产	102	86	86	86	86
资产合计	8,118	9,675	10,953	12,827	14,721
流动负债	5,802	7,183	8,039	9,388	10,687
非流动负债	378	12	132	262	382
股东权益	1,938	2,480	2,781	3,177	3,651
投入资本(IC)	3,270	3,818	4,348	5,002	5,693
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	429	414	497	609	719
折旧与摊销	35	41	0	0	0
流动资金增量	836	-72	268	400	396
资本支出	-69	-126	-488	-504	-508
自由现金流	1,230	258	277	506	607
经营现金流	192	241	202	173	243
投资现金流	132	-263	-514	-526	-529
融资现金流	-231	181	184	208	163
现金流净增加额	93	159	-128	-145	-122
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	41.0%	6.4%	12.0%	18.0%	15.2%
EBIT增长率	78.7%	-2.5%	19.7%	22.7%	18.0%
净利润增长率	58.1%	-19.9%	20.3%	25.2%	22.6%
利润率					
毛利率	14.5%	13.0%	13.7%	14.0%	14.2%
EBIT率	8.3%	7.6%	8.1%	8.4%	8.6%
净利润率	4.0%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	14.3%	9.8%	10.5%	11.6%	12.5%
总资产收益率(ROA)	3.5%	2.9%	2.8%	3.1%	3.2%
投入资本回报率(ROIC)	13.1%	10.8%	11.4%	12.2%	12.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	41.8	28.5	28.5	28.5	28.5
应收账款周转天数	245.5	272.3	272.0	272.0	272.0
总资产周转天数	454.4	509.1	514.5	510.6	508.9
净利润现金含量	0.7	1.2	0.8	0.5	0.6
资本支出/收入	1.1%	1.8%	6.3%	5.5%	4.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.1%	74.4%	74.6%	75.2%	75.2%
净负债率	318.9%	290.2%	293.8%	303.7%	303.2%
<b>估值比率</b>					
PE	14.71	18.37	15.27	12.20	9.95
PB	1.51	1.45	1.60	1.42	1.24
EV/EBITDA	6.13	5.81	6.96	6.20	5.63
P/S	0.59	0.55	0.49	0.42	0.36
股息率	0.3%	0.6%	1.1%	1.2%	1.3%



**表 1: PE 估值法估算出股票价值为 9.4 元**

	股价(元)	EPS			PE		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
金螳螂	7.84	0.88	1.01	1.15	8.9	7.8	6.8
亚厦股份	10.21	0.32	0.38	0.47	31.9	26.9	21.7
中装建设	8.49	0.36	0.44	0.54	23.6	19.3	15.7
均值					21.5	18.0	14.8
全筑股份 PE 估值						20	
全筑股份合理估值股价(元/股)						9.4	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 可比公司 2019 年 EPS 来自年报, 金螳螂、亚厦股份 2020-21 年 EPS 为国泰君安建筑组预测, 中装建设 2020-21 年 EPS 为 wind 一致预期, 股价取 2020 年 6 月 30 日收盘价计算。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		