

广田集团 (002482.SZ) 中报点评

精装修龙头公司，业绩实现较快增长且现金流明显改善

核心观点：

- **收入增速环比大幅提高，归母净利润增加 31.9%，现金流明显改善**

上半年公司营业收入 51.81 亿元，同比增长 32.42%；恒大地产对公司收入贡献为 42%，比较稳定。归母净利润 2.15 亿元，同比增加 31.90%；扣非净利润 2.08 亿元，同比增长 29.27%；毛利率为 11.69%，较上年同期减少 2.81 个百分点。归母净利率为 4.34%，略有下降。公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润区间为 3.28-4.47 亿元，变动幅度为 10%-50%。

- **上半年新签订单 49 亿元，住宅订单占比仍在提升，海外订单有突破**

上半年公司新签订单总额 49 亿元，其中住宅类订单尤为亮眼，占比 61.3%，公共建筑装饰订单占比 35.5%，装饰设计占比为 2.67%；木制品销售占比为 0.50%。分季度看，二季度新签订单 27.6 亿元，较一季度增长 28.9%。今年 7 月公司中标莫斯科中国贸易中心项目，金额约 5.51 亿元。

- **发行可转债、设立产业基金，不断提高融资能力**

公司 8 月公告拟发行超过 12.5 亿元的可转换公司债券募集资金，期限为 6 年；公司 6 月参与设立明弘股权投资合伙企业，产业基金规模不超过 4 亿元，未来公司将利用投资和并购的方式进一步发展智慧家居。

- **精装修龙头，收入、利润增速向好，订单充足，维持“买入”评级**

作为精装修龙头企业，公司今年上半年公司收入、净利润都实现较高增长，整体订单尤其住宅业务订单也表现亮眼，对业绩持续增长提供支撑。并且，装饰行业作为完全竞争行业，在龙头公司经历了几年的挣扎之后，目前已经迎来了以扩张资产负债表并购整合的历史时刻，公司收购福建双阳后资质齐全，未来可承接 PPP、总承包等大型项目，扩大规模。综上，我们仍看好公司未来发展，预计其 2017-2019 年 EPS 为 0.34、0.43、0.54 元，维持对公司的“买入”评级。

- **风险提示**

房地产市场调控趋严影响公司精装修订单；投资增速加速下行影响行业景气度。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,010.01	10,112.54	13,152.52	16,667.86	20,961.74
增长率(%)	-18.16%	26.25%	30.06%	26.73%	25.76%
EBITDA(百万元)	750.22	632.40	851.08	1,056.05	1,372.00
净利润(百万元)	278.92	402.72	523.99	663.87	824.46
增长率(%)	-48.02%	44.39%	30.11%	26.69%	24.19%
EPS(元/股)	0.181	0.262	0.341	0.432	0.536
市盈率(P/E)	161.21	35.31	26.58	20.98	16.89
市净率(P/B)	3.12	2.33	2.09	1.90	1.71
EV/EBITDA	58.80	23.27	16.79	13.53	11.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心，所有 EPS 都是按最新股本摊薄

公司评级

买入

当前价格

9.06 元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-20

相对市场表现



分析师：郭鹏 S0260514030003



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

相关研究：

广田集团 (002482.SZ) 年报 2017-04-10

点评：资产减值损失减少促进净利率提升，住宅类订单亮眼

广田集团 (002482.SZ) 跟踪 2017-03-10

报告：16 年业绩亮眼，家装、家居业务整装待发

广田集团 (002482.SZ) 三季 2016-10-27

报点评：业绩明显提速，加强与恒大等客户多元领域合作

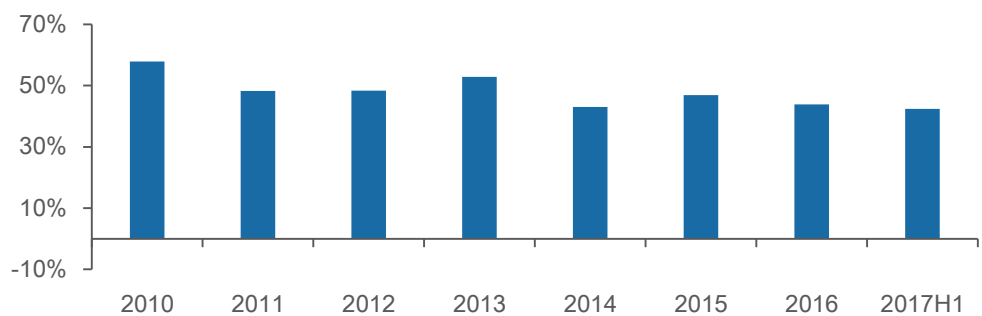
联系人：张欣劼 010-59136612

zhangxinjie@gf.com.cn

1、收入增速环比明显提高，恒大占比稳定，毛利率下降

公司2017年上半年实现收入51.81亿元，同比增长32.42%，大幅超过上年同期6.98%的增速，主要是订单增加带来业务提升。目前公司已累计完成精装房50万套以上，精装修市场占有率全国第一，而且中国恒大对公司的收入贡献一直在40-50%左右。而且，2016年底公司控股股东广田控股旗下子公司广田投资以50亿元参与恒大地产第一轮定增，成为恒大地产8家战投之一，更进一步促进与恒大业务上的战略合作伙伴关系。

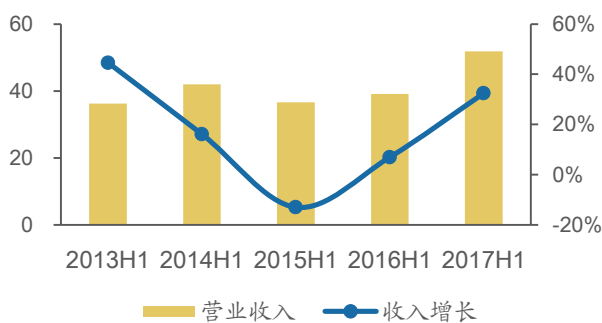
图1：公司第一大客户恒大地产集团占公司营业收入比重



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

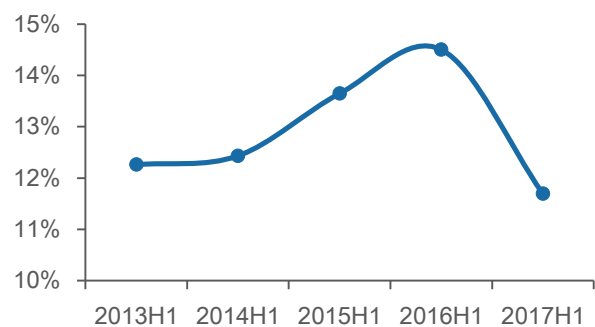
公司剔除营改增影响后的毛利率((毛利-营业税金及附加)/销售收入)为11.69%，较上年同期减少2.81个百分点，可能是毛利率较高的公共装饰业务占比有所下降以及福建双阳并表影响。

图2：营业收入（亿元）及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：剔除营改增影响后毛利率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

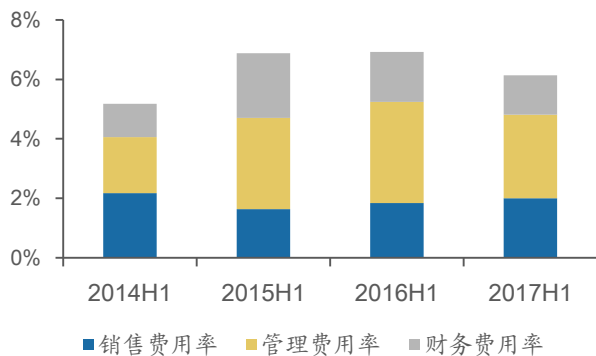
2、费用率、资产减值损失下降，但归母净利率略有下降

费用方面，2017年上半年公司期间费用率为6.13%，同比下降0.79个百分点。其中，占比最大的管理费用率降低0.6个百分点；销售费用率增加0.06个百分点；财务

费用率减少0.35个百分点。资产减值损失为0.28亿元，同比减少70.90%，主要是公司本期加强了项目收款力度所致，而且应收账款较期初减少21.01%。投资收益为-73.75万元，同比增长88.40%，主要是开展工程金融业务获取的投资收益。

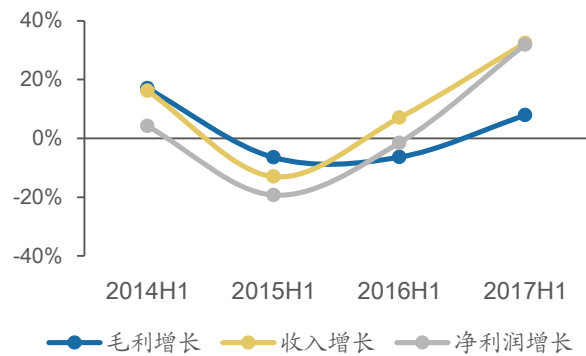
2017年上半年公司归母净利润为2.15亿元，同比增加31.90%，归母净利率为4.34%，同比下降0.01个百分点。公司预计2017年1-9月归属于上市公司股东的净利润区间为3.28-4.47亿元，变动幅度为10.00%-50.00%。

图4：期间费用率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5：毛利、净利润、收入增速

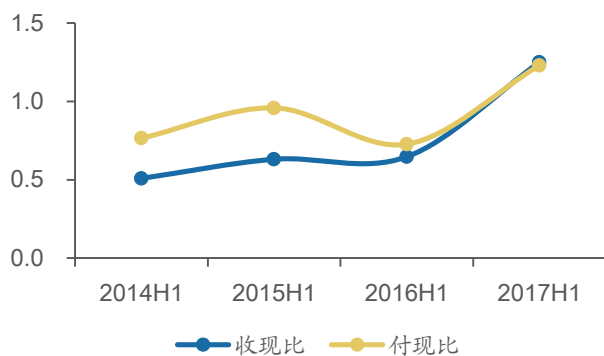


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3、收现比增速高于付现比，经营性现金流由负转正

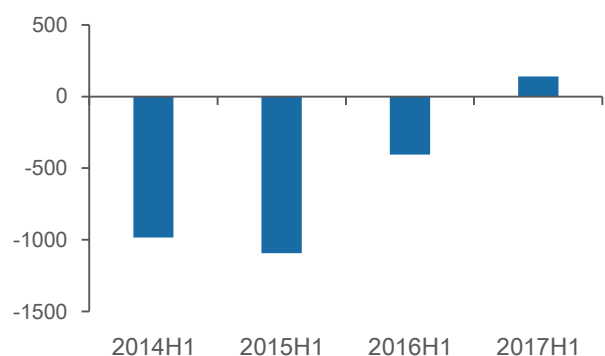
2017年上半年公司收现比和付现比较去年同期分别上升0.61、0.51个百分点，收现比上升幅度远大于付现比，公司经营活动产生的现金流净额由以往同期的负值转正，明显好转。

图6：收付现比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图7：经营活动产生的现金流量净额(百万)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

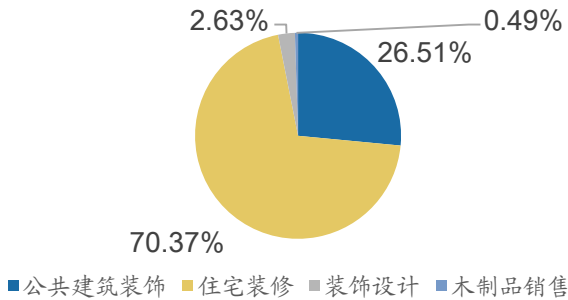
4、二季度住宅订单占比仍在提升，海外订单有突破

2017年上半年公司新签装修装饰业务订单总金额达到49.01亿元。分季度来看，第二季度新签业务订单27.60亿元，较一季度增长28.91%，其中住宅业务新签订单达到了业务总量的70.37%，可能大部分都是来自恒大地产。

截至半年报，公司在手订单225.68亿元，是2016年营业收入的2.23倍，其中住

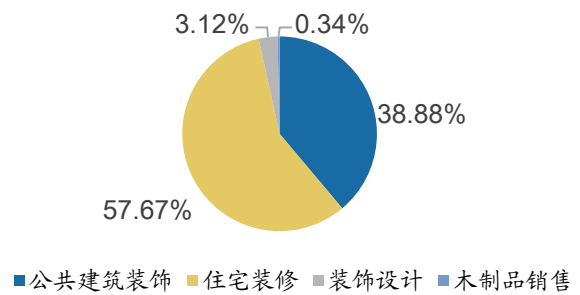
宅业务占比57.67%。

图8: 2017年第二季度新签订单份额



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图9: 截至今年半年报, 公司在手订单业务份额



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

此外, 在国家“一带一路”战略背景下, 公司不断完善海外服务体系, 成立了海外事业部, 搭建香港、澳门子公司平台, 先后完成了塞班、哈萨克斯坦、迪拜、泰国子公司的注册, 开拓中东、东南亚、非洲等地区市场。今年7月, 公司全资子公司广田俄罗斯中标莫斯科中国贸易中心项目, 合同金额约5.51亿元人民币, 占公司2016年营业收入的5.45%。

5、发行可转债、设立产业基金, 不断提高融资能力

公司在今年8月公告拟发行超过12.5亿元(含发行费用)的可转换公司债券募集资金, 期限为6年。此次募集资金, 一方面是为了促进公司信息化建设、技术应用建设, 助力业务升级; 另一方面也将改善公司的资本结构, 提高偿债能力。

此外, 今年6月公司作为有限合伙人与中金鼎鑫资本管理有限公司、万鼎富通投资管理有限公司共同作为普通合伙人共同发起设立明弘股权投资合伙企业, 未来将利用投资和并购的方式进一步发展智慧家居。该智能家居投资产业基金规模不超过4亿元。首期认缴出资规模不低于1.11亿元, 其中广田集团认缴出资不低于1亿元, 中金鼎鑫认缴出资不低于1000万元, 万鼎富通认缴出资不低于100万元。

表1: 发行可转债为项目融资(单位: 万元)

项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金总额	募集资金在项目总投资额中占比
广田设计中心建设项目	80,795.99	74,000.00	91.59%
信息化建设项目	10,900.63	8,750.00	80.27%
BIM 技术应用中心建设项目	9,315.50	7,250.00	77.83%
补充流动资金	35,000.00	35,000.00	100%
合计	136,012.12	125,000.00	91.90%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

6、投资建议

作为精装修龙头企业，公司今年上半年公司收入、净利润都实现较高增长，整体订单尤其住宅业务订单也表现亮眼，对业绩持续增长提供支撑。并且，装饰行业作为完全竞争行业，在龙头公司经历了几年的挣扎之后，目前已经迎来了以扩张资产负债表来并购整合的历史时刻，公司收购福建双阳后资质齐全，未来可承接PPP、总承包等大型项目，扩大规模。综上，我们仍看好公司未来发展，预计其2017-2019年EPS为0.34、0.43、0.54元，维持对公司的“买入”评级。

风险提示

房地产市场调控趋严影响公司精装修订单；投资增速加速下行影响行业景气度。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	12238	13356	14938	18294	22879
货币资金	2656	1555	2631	3334	4192
应收及预付	8512	10531	10901	13468	16937
存货	735	815	928	1014	1272
其他流动资产	335	455	478	478	478
非流动资产	1418	2489	2576	2662	2725
长期股权投资	32	39	39	39	39
固定资产	398	357	427	496	560
在建工程	5	12	32	52	52
无形资产	368	827	808	804	803
其他长期资产	614	1254	1271	1271	1271
资产总计	13656	15845	17514	20956	25604
流动负债	6399	8168	9348	12160	16018
短期借款	618	867	1806	2506	4166
应付及预收	4707	6710	7042	9154	11353
其他流动负债	1075	591	500	500	500
非流动负债	1317	1374	1305	1305	1305
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1183	1185	1185	1185	1185
其他非流动负债	134	190	120	120	120
负债合计	7716	9542	10652	13465	17323
股本	625	1550	1537	1537	1537
资本公积	3319	2342	2342	2342	2342
留存收益	1910	2251	2775	3439	4263
归属母公司股东权	5855	6143	6654	7318	8142
少数股东权益	161	198	199	199	200
负债和股东权益	13656	15845	17514	20956	25604

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-816	215	371	287	-454
净利润	311	400	525	665	825
折旧摊销	35	61	35	36	38
营运资金变动	-1490	-360	-373	-652	-1680
其它	328	113	184	238	363
投资活动现金流	-821	-587	-44	-57	-37
资本支出	-51	-263	-89	-102	-82
投资变动	-679	-673	45	45	45
其他	-91	349	0	0	0
筹资活动现金流	4323	1554	748	474	1350
银行借款	1615	791	939	700	1660
债券融资	-1116	-1036	-35	-35	-35
股权融资	1457	8	0	0	0
其他	2366	1792	-155	-191	-274
现金净增加额	2687	1182	1076	703	859
期初现金余额	2309	2656	1555	2631	3334
期末现金余额	4996	3839	2631	3334	4192

注: 所有EPS都是按最新股本摊薄

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%)					
营业收入增长	-18.2	26.2	30.1	26.7	25.8
营业利润增长	-48.9	37.7	35.2	27.8	24.8
归属母公司净利润增长	-48.0	44.4	30.1	26.7	24.2
获利能力 (%)					
毛利率	16.9	10.8	11.2	11.2	11.4
净利率	3.9	4.0	4.0	4.0	3.9
ROE	4.8	6.6	7.9	9.1	10.1
ROIC	12.2	7.3	9.8	11.2	12.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.2	60.1	60.9	64.2	67.5
净负债比率	-0.1	0.1	0.1	-	0.1
流动比率	1.91	1.64	1.60	1.50	1.43
速动比率	1.77	1.51	1.47	1.40	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.69	0.79	0.87	0.90
应收账款周转率	1.16	1.18	1.36	1.40	1.40
存货周转率	9.33	11.64	12.59	14.60	14.60
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.26	0.34	0.43	0.54
每股经营现金流	-0.53	0.14	0.24	0.19	-0.30
每股净资产	9.36	3.96	4.33	4.76	5.30
估值比率					
P/E	161.2	35.3	26.6	21.0	16.9
P/B	3.1	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	58.8	23.3	16.8	13.5	11.0

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8010	10113	13153	16668	20962
营业成本	6657	9020	11676	14806	18569
营业税金及附加	261	56	58	73	92
销售费用	141	186	239	308	388
管理费用	235	279	363	460	579
财务费用	160	127	123	176	255
资产减值损失	227	73	128	111	153
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	79	45	45	45
营业利润	327	451	609	778	971
营业外收入	45	31	21	20	20
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	370	480	629	797	990
所得税	59	80	105	133	165
净利润	311	400	525	665	825
少数股东损益	32	-2	1	1	1
归属母公司净利润	279	403	524	664	824
EBITDA	750	632	851	1056	1372
EPS (元)	0.18	0.26	0.34	0.43	0.54

广发建筑工程行业研究小组

- 郭 鹏: 首席分析师, 华中科技大学工学硕士, 2015 年、2016 年新财富环保行业第一名, 多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 张欣劼: 联系人, 俄亥俄州立大学金融硕士, 2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使⽤,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。