



002482.SZ

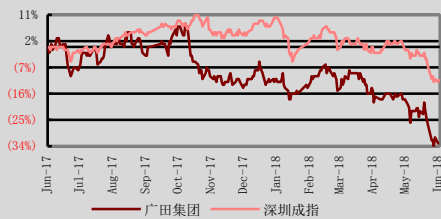
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 5.87

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(25.0)	(18.7)	(22.6)	(33.4)
相对深证成指	(8.6)	(8.1)	(11.0)	(22.0)

发行股数(百万)	1,537
流通股(%)	85
流通股市值(人民币 百万)	7,917
3个月日均交易额(人民币 百万)	40
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
广田控股集团有限公司	40

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 装修装饰

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

*余斯杰为本报告重要贡献者

广田集团

家装 B2B 复制性强, 应收帐款 ABS 改善现金流

投资摘要: 公司深耕地产行业龙头, 随着地产行业集中度提升充分收益。推行应收账款 ABS 改善现金流, 在资金面趋紧的建筑板块投资价值凸显。

支撑评级的要点

- **家装市占率第一, 业务板块布局健康:** 广田聚焦家装与公装, 收入占比各接近 50%。与此同时, 广田积极开展互联网家装、智能家居、产业金融、装修设计、建筑施工等业务板块, 实现产业链整合。广田集团是目前唯一一家推出智能家居产品的装修公司, 也是最早布局批量家装的企业, 目前公司在家装领域市场占有率行业第一, 优势明显。
- **致力项目精细化管理, 项目可复制性强:** 公司致力于项目精细化管理, 有利于批量化降低项目成本。项目来源主要来源于地产客户 2B 项目, 可复制性强, 营收增长弹性大。
- **通过应收账款 ABS 实现现金流回款:** 公司积极推进应收账款 ABS, 实现应收账款的出表现金流回款。在建筑行业普遍资金流趋紧的环境下, 公司现金流一枝独秀, 投资价值凸现。
- **长租公寓利好公司 2B 业务批量化推进:** 随着长租公寓的推行, 一家一户的装修方式将逐渐退出, 规模化集中化的住宅装修将逐步普及, 随着全装修政策的执行, 装饰企业集中度将得到较大提升, 对具有规模化的住宅装修能力而言是较大的市场机会。

评级面临的主要风险

- 下游地产客户订单减少, 项目回款风险。

估值

- 预计 2018-2020 年公司营收分别为 162.96 亿元, 203.70 亿元, 244.43 亿元; 归母净利润分别为 7.82 亿元, 9.61 亿元, 11.41 亿元; EPS 分别为 0.51, 0.63, 0.74。目前行业平均 PE 为 22 倍, 综合考虑公司增长预期以及整体规模, 给予 16 倍市盈率, 目标价 8.16 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	10,113	12,535	16,296	20,370	24,444
变动(%)	26	24	30	25	20
净利润(人民币 百万)	403	647	782	961	1,141
全面摊薄每股收益(人民币)	0.266	0.421	0.509	0.625	0.743
变动(%)	(47.6)	57.9	20.9	22.9	18.8
市场预期每股收益(人民币)	0.266	0.421	0.511	0.639	0.791
全面摊薄市盈率(倍)	22.8	14.4	11.9	9.7	8.2
价格/每股现金流量(倍)	(24.7)	2.8	(31.8)	(50.4)	91.1
每股现金流量(人民币)	(0.25)	2.14	(0.19)	(0.12)	0.07
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	9.7	9.0	7.4	6.3
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.10	0.12	0.15
股息率(%)	0.9	0.9	1.7	2.0	2.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	10,113	12,535	16,296	20,370	24,444
销售成本	9,020	11,086	14,503	18,129	21,755
经营费用	521	621	815	1,018	1,222
息税折旧前利润	671	958	1,036	1,259	1,479
折旧及摊销	61	67	11	13	13
经营利润(息税前利润)	609	891	1,026	1,246	1,466
净利息收入/(费用)	(127)	(127)	(102)	(111)	(117)
其他收益/(损失)	109	172	130	130	130
税前利润	483	764	924	1,135	1,349
所得税	80	117	142	175	208
少数股东权益	(2)	15	24	30	37
净利润	403	647	782	961	1,141
核心净利润	294	475	652	831	1,011
每股收益(人民币)	0.266	0.421	0.509	0.625	0.743
核心每股收益(人民币)	0.195	0.309	0.424	0.541	0.658
每股股息(人民币)	0.050	0.050	0.100	0.120	0.150
收入增长(%)	26	24	30	25	20
息税前利润增长(%)	15	46	15	21	18
息税折旧前利润增长(%)	19	43	8	21	17
每股收益增长(%)	(48)	58	21	23	19
核心每股收益增长(%)	(60)	59	37	27	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	483	764	924	1,135	1,349
折旧与摊销	61	67	11	13	13
净利息费用	127	127	102	111	117
运营资本变动	451	(292)	1,229	1,307	1,205
税金	417	405	(97)	(121)	(146)
其他经营现金流	(422)	(603)	(130)	(134)	(139)
经营活动产生的现金流	215	1,051	(420)	(304)	(10)
购买固定资产净值	263	329	1	0	0
投资减少/增加	673	65	(100)	(100)	(100)
其他投资现金流	349	2,635	27	19	13
投资活动产生的现金流	(587)	2,241	127	118	113
净增权益	(484)	(850)	0	0	0
净增债务	(245)	(575)	0	0	0
支付股息	78	77	154	184	231
其他融资现金流	(106)	(11)	(126)	(127)	(127)
融资活动产生的现金流	(913)	(1,512)	(280)	(311)	(357)
现金变动	(1,284)	696	(574)	(496)	(255)
期初现金	2,656	1,555	2,055	1,481	984
公司自由现金流	(372)	3,292	(294)	(185)	102
权益自由现金流	(723)	2,707	(420)	(312)	(24)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,555	2,055	1,481	984	729
应收帐款	10,338	8,849	11,888	15,169	18,434
库存	815	988	1,394	1,832	2,269
其他流动资产	488	648	964	964	964
流动资产总计	13,356	12,856	15,727	18,950	22,395
固定资产	357	82	105	104	95
无形资产	68	35	55	59	59
其他长期资产	2,064	2,892	2,839	2,824	2,819
长期资产总计	2,489	3,008	2,999	2,987	2,974
总资产	15,845	15,864	18,726	21,936	25,369
应付帐款	5,714	5,063	6,935	8,922	10,909
短期债务	867	761	761	761	761
其他流动负债	1,587	1,637	1,980	2,405	2,915
流动负债总计	8,168	7,460	9,676	12,088	14,584
长期借款	0	4	4	4	4
其他长期负债	1,374	1,521	1,515	1,507	1,496
股本	1,550	1,537	1,537	1,537	1,537
储备	4,753	5,342	5,993	6,800	7,747
股东权益	6,303	6,879	7,531	8,337	9,284
少数股东权益	198	205	229	260	296
总负债及权益	15,845	15,864	18,726	21,936	25,369
每股帐面价值(人民币)	4.04	4.34	4.75	5.26	5.85
每股有形资产(人民币)	9.93	9.83	11.70	13.79	16.02
每股净负债/(现金)(人民币)	0.45	0.15	0.52	0.84	1.00

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.6	7.6	6.4	6.2	6.1
息税前利润率(%)	6.0	7.1	6.3	6.1	6.0
税前利润率(%)	4.8	6.1	5.7	5.6	5.5
净利率(%)	4.0	5.3	4.9	4.9	4.8
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.6	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	5.3	7.5	7.9	9.6	11.3
净权益负债率(%)	10.9	3.4	10.6	15.4	16.5
速动比率(倍)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	23.5	14.9	12.3	10.0	8.4
核心业务市盈率(倍)	32.1	20.2	14.7	11.6	9.5
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
价格/现金流(倍)	(24.7)	2.8	(31.8)	(50.4)	91.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	9.7	9.0	7.4	6.3
周转率					
存货周转天数	29.4	28.8	31.2	32.8	33.9
应收帐款周转天数	373.1	257.7	266.3	271.8	275.3
应付帐款周转天数	231.2	166.7	174.5	179.6	183.0
回报率					
股息支付率(%)	18.8	11.9	19.7	19.2	20.2
净资产收益率(%)	6.4	9.6	10.7	11.9	12.7
资产收益率(%)	2.5	4.2	4.3	4.5	4.6
已运用资本收益率(%)	9.8	16.0	13.9	14.0	14.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测