

# 广田股份 (002482.SZ) 14 年年报点评

## 积极布局绿色家装 O2O，三步走战略指明方向

### 核心观点：

- 收入增速放缓，毛利率有所提升

公司主营业务中，住宅精装修的比例较大，因而收受去年地产景气下行的影响也较大，收入增速较去年大幅放缓。然而公司大客户、大项目战略的推进使得非恒大客户收入增速较快，恒大地产占比有所下降。装饰施工的毛利率较去年提升 1.12 个百分点，因此毛利增速为 20.59%，高于收入增速。

- 财务费用率、减值损失增多拉低利润增速，经营性现金流转负为正

公司 14 年多发行了一期 5 亿的短期融资券，导致利息支出增加 52.9%，财务费用上升；公司业务量增加导致应收账款同比增加 49.5%，资产减值损失增加。综合上述因素，最终净利润增速大幅低于收入增速。公司收付现比都同比下降，但付现比下降幅度更大，经营活动现金流变负为正。

- 积极布局互联网家装、智能家居

目前，公司的互联网家装团队正在积极探索最佳切入点。同时，智能化也是公司大装饰战略重要一环，旗下的智能技术公司正在积极布局智能领域。5 月 12 日，深圳文博会广田分会场将盛大开幕，届时我们有望目睹公司家装和智能家居的最新进展。

- 投资建议

在地产投资下行的压力下，公司大客户、大项目战略的推进加快非恒大地产客户收入；布局互联网家装、智能家居，积极拓展新利润增长点；并且引入复星集团和新业务的筹备将为公司的业绩带来上升的动力。预计公司 2015-2017 年 EPS 为 1.20、1.44、1.72 元，维持对公司的“买入”评级。

- 风险提示

地产行业景气下行，新业务开拓不达预期风险；

### 盈利预测：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	8,691.33	9,787.97	11,772.03	14,126.44	16,921.14
增长率(%)	28.23%	12.62%	20.27%	20.00%	19.78%
EBITDA(百万元)	838.92	1,044.37	1,172.42	1,411.43	1,692.43
净利润(百万元)	522.93	536.54	620.75	742.36	887.83
增长率(%)	38.15%	2.60%	15.69%	19.59%	19.60%
EPS (元/股)	1.011	1.037	1.200	1.435	1.717
市盈率 (P/E)	19.38	14.58	22.15	18.52	15.48
市净率 (P/B)	2.73	1.87	2.93	2.58	2.26
EV/EBITDA	11.11	6.52	12.67	11.27	10.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

26.58 元

### 前次评级

买入

报告日期

2015-04-16

### 相对市场表现



分析师：唐笑 S0260512030009



010-59136616



tangxiao@gf.com.cn

### 相关研究：

广田股份 (002482.SZ) 业绩快报点评：快报符合预期，更需看到新管理层做出的努力 2015-02-06

广田股份 (002482.SZ)：限制性股票激励计划草案点评

2014-10-09

广田股份(002482.SZ):14 年上半年业绩预告修正公告点评

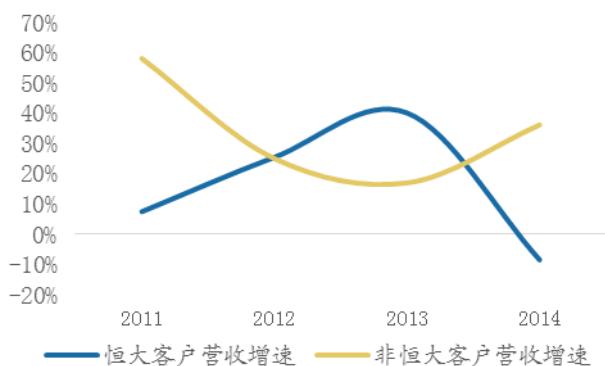
2014-07-15

公司近日发布2014年年报，报告期内实现收入97.88亿元，同比增加12.62%；实现归母净利润5.37亿元，同比增加2.6%。点评如下：

## 1、收入增速放缓，毛利率有所提升

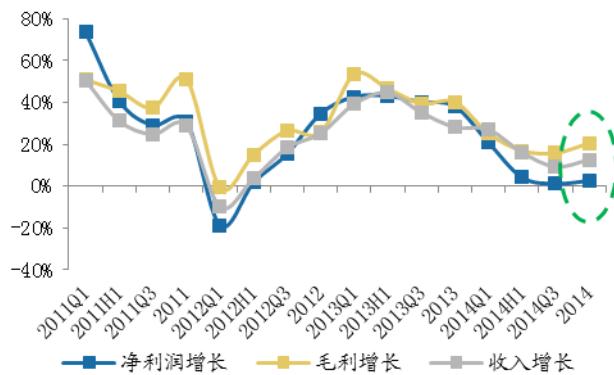
公司主营业务中，住宅精装修的比例较大，因而收受去年地产景气下行的影响也较大，收入增速较去年大幅放缓。不过，公司4季度单季收入增速较前两季度有明显提升，实现全年收入增长12.62%，高于业绩快报的8.84%，略超预期。主要客户对收入的贡献上，公司大客户、大项目战略的推进使得非恒大客户收入增速较快，恒大地产占比有所下降。装饰施工的毛利率较去年提升1.12个百分点，因此毛利增速为20.59%，高于收入增速。

图 1：大客户战略推进使得非恒大客户收入较快



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 2：公司净利润增速低于收入增速



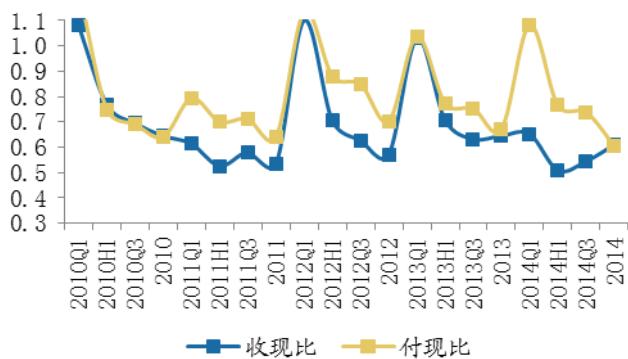
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 2、财务费用率、减值损失增多拉低利润增速，经营性现金流转负为正

费用率方面，公司14年较13年多发行了一期5亿的短期融资券，导致利息支出增加52.9%，财务费用率上升0.54个百分点；管理费用率和销售费用率基本保持稳定。总体来看期间费用率较去年上升0.61个百分点，为4.79%。由于公司业务量增加导致应收账款同比增加49.5%，资产减值损失占收入比例较13年增加了1.08个百分点。综合上述因素，最终净利润增速为2.6%，大幅低于收入增速。

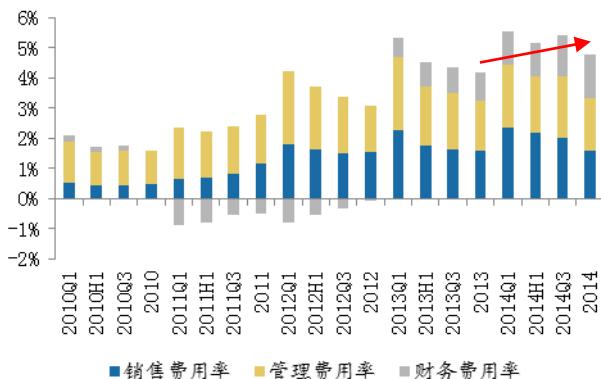
公司14年收现比与付现比都同比下降，其中付现比下降幅度更大，受此影响经营活动现金流变负为正，为2.45亿元，四季度回款大幅提升起到了很大作用。

图 3：公司收现比、付现比有所下降



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 4：公司期间费用率上升



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### 3、积极布局互联网家装、智能家居

公司在住宅精装修领域的市场占有率稳居行业第一，公司借此优势进入互联网家装和智能家居领域。公司发展战略也将绿色家装O2O作为三步走发展战略（最终成为建筑装饰综合服务平台+绿色家装O2O+家居运营服务平台）的重要一环。目前，公司的互联网家装团队正在积极探索最佳切入点。同时，智能化也是公司大装饰战略重要一环，旗下的智能技术公司正在积极布局智能领域。5月12日，深圳文博会广田分会场将盛大开幕，届时我们有望目睹公司家装和智能家居的最新进展。

### 4、复星参与定增嫁接产业资源，激励计划为管理层提供动力

公司在1月提出的非公开增发预案中，拟发行股票募集资金不超过17亿元，主要用于偿还银行贷款和补充流动资金。此次定增引入了复星旗下的投资公司（认购其中10亿将成为第三大股东），其入股有望为公司提供优质的产业资源和金融平台，显著增强公司在产业扩张中的竞争力。此外，实际控制人之兄的认购体现了对公司未来发展的坚定信心。

表 1：限制性股票激励计划第一年的目标已经达标

	2011	2012	2013	前3年平均	2014	增速	业绩考核目标	是否达标
营业收入（亿元）	54.10	67.78	86.91	69.60	97.88	40.6%	35%	是
扣非归母净利润（亿元）	2.81	3.76	5.20	3.92	5.30	35.1%	35%	是

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

公司在14年10月提出限制性股票激励计划，该激励对象为在任高管和核心技术人员，将增强核心人才凝聚力，也能够对新班子起到较好的激励作用。公司设置了两个业绩考核目标：以2011-2013年净利润平均值为基数，2014-2016年净利润增长率和营业收入增长率分别不低于35%、50%、80%和35%、55%、80%。目前第一年的业绩目标已经达标。

## 5、投资建议

在地产投资下行的压力下，公司大客户、大项目战略的推进加快非恒大地产客户收入；积极布局互联网家装、智能家居，积极拓展新利润增长点；并且引入复星集团和新业务的筹备将为公司的业绩带来上升的动力。预计公司2015-2017年EPS为1.20、1.44、1.72元，维持对公司的“买入”评级。

## 风险提示

地产行业景气下行，新业务开拓不达预期风险

**资产负债表**
**单位：百万元**

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	8106	10338	13037	16238	20146
货币资金	2119	2309	2943	3532	4230
应收及预付	5354	7230	9317	11761	14783
存货	625	693	777	945	1132
其他流动资产	7	106	0	0	0
<b>非流动资产</b>	731	989	897	982	1041
长期股权投资	29	1	1	1	1
固定资产	371	408	478	544	605
在建工程	28	21	41	61	61
无形资产	168	343	342	341	339
其他长期资产	134	216	36	36	36
<b>资产总计</b>	8837	11327	13934	17220	21187
<b>流动负债</b>	4488	6396	8486	11134	14328
短期借款	705	700	3409	5051	7052
应付及预收	3241	4627	5078	6083	7277
其他流动负债	541	1069	0	0	0
<b>非流动负债</b>	599	648	646	646	646
长期借款	0	0	50	50	50
应付债券	595	596	596	596	596
其他非流动负债	4	51	0	0	0
<b>负债合计</b>	5086	7044	9132	11780	14975
股本	517	517	517	517	517
资本公积	1941	1950	1950	1950	1950
留存收益	1253	1712	2229	2858	3621
归属母公司股东权	3711	4179	4696	5325	6088
少数股东权益	39	104	105	114	125
<b>负债和股东权益</b>	8837	11327	13934	17220	21187

**现金流量表**
**单位：百万元**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	-58	245	-1801	-492	-623
净利润	528	550	622	751	899
折旧摊销	31	33	32	36	41
营运资金变动	-784	-672	-3001	-1782	-2208
其它	168	335	545	502	647
<b>投资活动现金流</b>	81	15	-67	-119	-98
资本支出	-103	-67	-67	-119	-98
投资变动	-5	-317	0	0	0
其他	190	400	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	482	368	2502	1200	1419
银行借款	935	1097	2759	1643	2000
债券融资	-248	-655	-51	0	0
股权融资	106	0	0	0	0
其他	-311	-74	-206	-443	-581
<b>现金净增加额</b>	506	628	634	589	699
<b>期初现金余额</b>	1577	2119	2309	2943	3532
<b>期末现金余额</b>	2082	2747	2943	3532	4230

**主要财务比率**

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	28.2	12.6	20.3	20.0	19.8
营业利润增长	32.4	3.3	14.7	20.9	19.6
归属母公司净利润增长	38.2	2.6	15.7	19.6	19.6
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	15.8	17.0	16.9	16.9	16.9
净利率	6.1	5.6	5.3	5.3	5.3
ROE	14.1	12.8	13.2	13.9	14.6
ROIC	23.7	26.6	16.4	15.4	14.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.6	62.2	65.5	68.4	70.7
净负债比率	-0.2	-0.2	0.2	0.4	0.6
流动比率	1.81	1.62	1.54	1.46	1.41
速动比率	1.64	1.48	1.42	1.35	1.31
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.09	0.97	0.93	0.91	0.88
应收账款周转率	2.22	1.67	1.62	1.52	1.43
存货周转率	12.19	12.34	12.59	12.41	12.41
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.01	1.04	1.20	1.44	1.72
每股经营现金流	-0.11	0.47	-3.48	-0.95	-1.20
每股净资产	7.18	8.08	9.08	10.30	11.77
<b>估值比率</b>					
P/E	19.4	14.6	22.1	18.5	15.5
P/B	2.7	1.9	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	11.1	6.5	12.7	11.3	10.2

**利润表**
**单位：百万元**

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	8691	9788	11772	14126	16921
营业成本	7314	8128	9778	11734	14059
营业税金及附加	285	323	377	452	541
销售费用	137	156	235	297	355
管理费用	146	170	241	268	313
财务费用	80	143	173	323	409
资产减值损失	109	228	233	165	182
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	619	640	734	887	1061
营业外收入	4	8	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	623	647	736	889	1063
所得税	95	98	114	138	165
<b>净利润</b>	528	550	622	751	899
少数股东损益	5	13	1	9	11
<b>归属母公司净利润</b>	523	537	621	742	888
EBITDA	839	1044	1172	1411	1692
EPS (元)	1.01	1.04	1.20	1.44	1.72

## 广发建筑行业研究小组

唐笑：首席分析师，北京大学光华管理学院金融硕士，具备多年建筑行业研究经验，2012年2月进入广发证券发展研究中心。2013年新财富最佳分析师建筑与工程行业第三名。

## 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	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
	03-04			
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司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。  
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。