

买入 维持

广田股份 (002482)

2015 年 4 月 16 日

业绩符合预期，经营现金流改善，引入战投利好未来发展，建议关注公司的补涨机会

建筑工程行业首席分析师：赵健
SAC 执业证书编号：S0850512080002
zhaoj@htsec.com
021-23219472

联系人：金川
jc9771@htsec.com
021-23219957

2015 年 4 月 15 日收盘价：26.58 元

合理价格区间：29.25-35.1 元

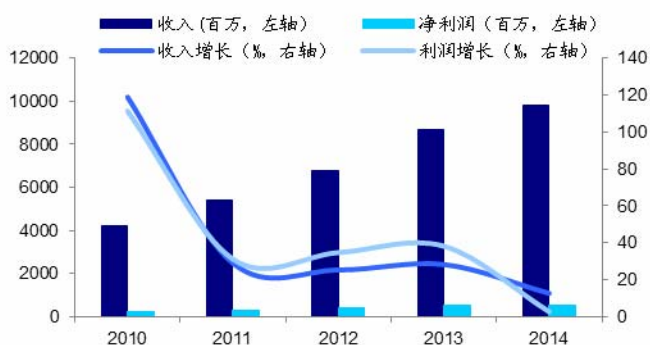
事项：

广田股份公告 2014 年年度业绩，收入为 97.88 亿，同比增长 12.62%；归属净利润为 5.37 亿，同比增长 2.60%；摊薄后每股收益 1.04 元。公司预计 1-3 季度净利润同比增长 30%-50%。2014 年年度利润分配预案为：以 2014 年 12 月 31 日公司总股本 51717.7 万股为基数，每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。

简要评述：

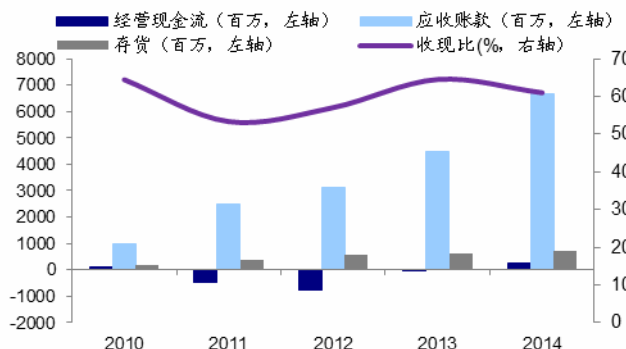
1. **业绩已有预告，基本符合预期，经营现金流由负转正。** 14 年全年实现收入为 97.88 亿，同比增长 12.62%，净利润为 5.37 亿，同比增长 2.60%，其中 4 单季度收入 32.77 亿元，同比增长 19.81%，归属净利润 2.49 亿元，同比增长 1.59%。全年经营现金流为 2.45 亿，由负转正，其中 4 季度经营现金流为正的 13.09 亿，同比大幅净流入；应收账款为 66.86 亿，较年初增长 49.55%；存货为 6.93 亿元，同比增长 10.81%；收现比下降 3.54 个百分点至 61.01%。

图 1 公司收入和利润增长趋势



资料来源：Wind，海通证券研究所

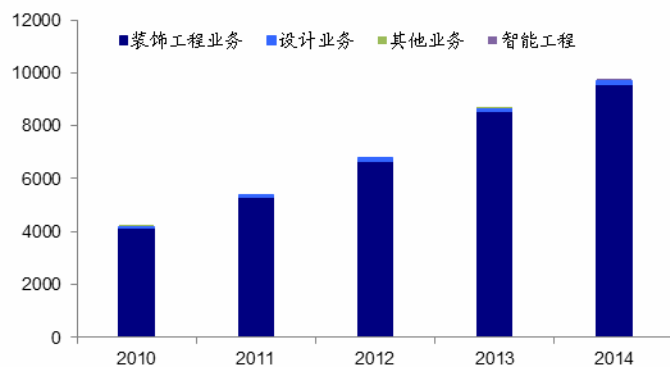
图 2 经营现金流恶化



资料来源：Wind，海通证券研究所

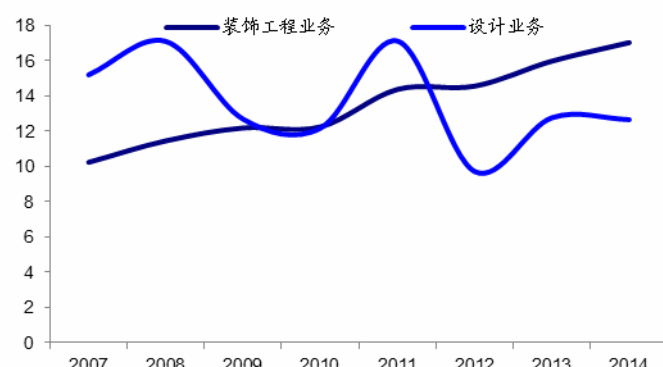
2. **装饰业务平稳，毛利率略有提升，设计业务承压，智能工程业务逐步放量。** 全年装饰施工业务为 95.82 亿，同比增加 12.27%，较为平稳，毛利率提高 1.05 个百分点至 17.03%；设计收入 1.41 亿，同比下降 2.43%，毛利率 12.66%，基本持平；智能工程业务开始放量，全年实现收入 5354 万元，同比增长 53.54%，毛利率达到 23.29%。此外，公司木制品销售实现收入 1806 万元，同比增长 73.33%，但尚未盈利，园林绿化也是本期新业务，收入约 607 万元，体量较小。

图3 公司收入结构(百万)



资料来源：公司2010-2014年年报，海通证券研究所

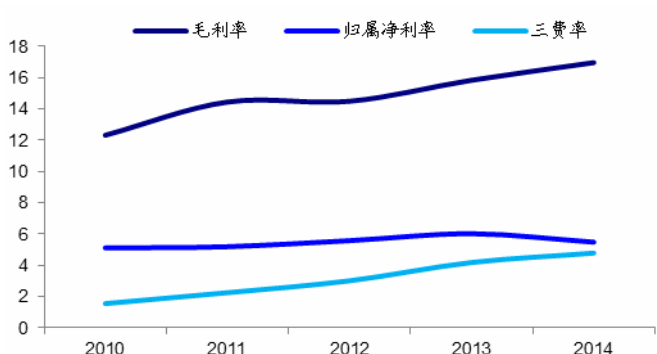
图4 公司各项业务毛利率情况(%)



资料来源：公司2007-2014年年报，海通证券研究所

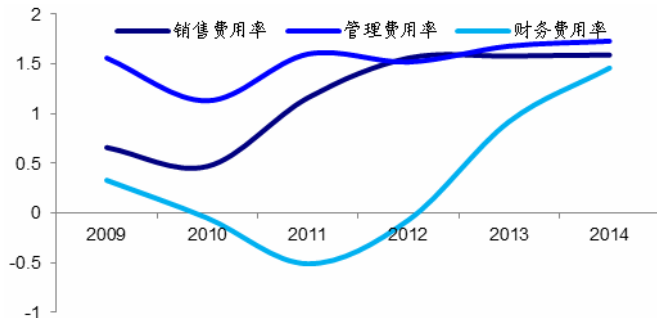
3. 综合毛利率基本持平，三费率略有上升，归属净利率有所下降。14年毛利率为23.59%，与去年相比基本持平；三费率为9.45%，同比略微上升0.21个百分点，其中，销售费用率同比上升0.12个百分点，主要是业务规模扩大带来的相应的人工成本、运输费、工程后期维护费等相关经营费用增长所致，财务费用同比增长0.31个百分点，主要是报告期内融资规模扩大导致的利息支出增加。14年归属净利率为8.55%，同比下降了0.73个百分点。

图5 净利率水平提升(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

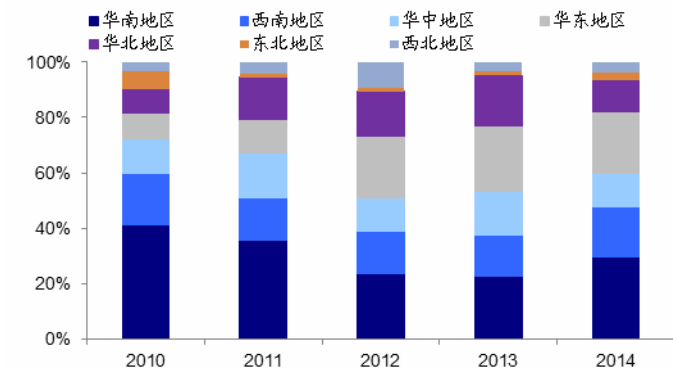
图6 财务费用率大幅上升(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

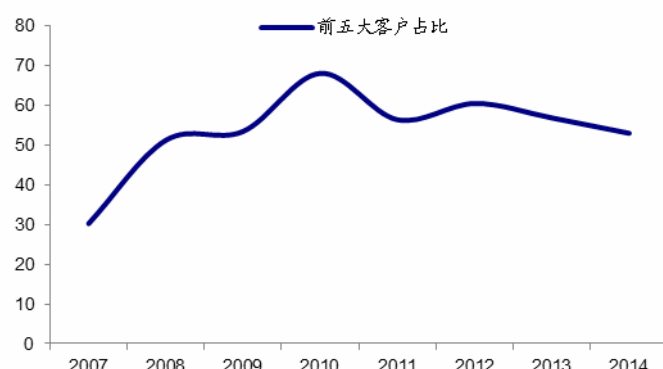
4. 华南、西南地区收入快速增长，华北、华中地区同比出现下滑。全年华南地区实现收入28.80亿元，同比增长46.12%，西南地区收入同比增长也达到42.15%，东北地区同比增长102.59%，但整体体量较小，收入约3亿。华北和华中地区收入出现下滑，同比分别下降30.87%和17.55%，华东和西北地区收入增速相对比较平稳。

图7 收入区域分布更为合理



资料来源：公司2010-2014年年报，海通证券研究所

图8 2014前五大客户占比(%)



资料来源：公司2007-2014年年报，海通证券研究所

5. **盈利预测及估值。**14年来整个装饰板块业绩都不容乐观，转型家装电商和智能家居是未来的最大看点，公司目前正在积极布局互联网家装领域，通过智能家居切入物联网，打造“装饰装修——智能家居——智慧社区”生态圈，15年公司引入战略投资者——前海复星，有利于优化公司股权结构，前海复星也将在未来战略规划、转型升级和资本运作方面发挥积极作用，我们预计2015-2016年的每股收益分别为1.17元和1.34元。给予15年25-30倍的动态市盈率，合理价值区间为29.25-35.1元，维持“买入”投资评级。
6. **主要风险：**经济下滑风险；订单推迟风险；回款风险。

表1 2013 V.S. 2014 财务数据

广田股份 (百万)	2013	2014	YoY(%)	2013Q1-3	2014Q1-3	YoY(%)	2013Q4	2014Q4	YoY(%)
营业收入	8691.33	9787.97	12.62	5956.26	6511.21	9.32	2735.07	3276.76	19.81
营业成本	-7314.45	-8127.55	11.12	-5052.17	-5463.59	8.14	-2262.28	-2663.96	17.76
毛利润	1376.88	1660.42	20.59	904.09	1047.62	15.88	472.79	612.80	29.61
销售税金	-285.42	-323.47	13.33	-199.36	-215.81	8.25	-86.06	-107.66	25.10
销售费用	-137.25	-156.04	13.69	-97.42	-132.19	35.69	-39.83	-23.85	-40.12
管理费用	-145.88	-169.74	16.36	-111.97	-132.75	18.56	-33.91	-36.99	9.08
财务费用	-80.16	-143.32	78.79	-49.37	-87.35	76.93	-30.79	-55.97	81.78
资产减值损失	-108.69	-227.85	109.63	-71.76	-88.70	23.61	-36.93	-139.15	276.79
公允价值变动损益	0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.00	
投资收益	0.00	-0.01		0.00	0.00		0.00	-0.01	
经营利润	619.48	639.99	3.31	374.21	390.82	4.44	245.27	249.17	1.59
营业外收入	3.63	7.59	109.09	3.06	2.27	-25.82	0.57	5.32	833.33
营业外支出	-0.30	-0.23	-23.33	-0.10	-0.03	-70.00	-0.20	-0.20	0.00
利润总额	622.81	647.35	3.94	377.17	393.06	4.21	245.64	254.29	3.52
所得税	-94.64	-97.70	3.23	-58.46	-61.70	5.54	-36.18	-36.00	-0.50
少数股东损益	-5.24	-13.13	150.57	-1.18	-9.90	738.98	-4.06	-3.23	-20.44
归属母公司净利润	522.93	536.52	2.60	317.53	321.46	1.24	205.40	215.06	4.70
经营现金流	-57.54	245.27	-526.26	-567.31	-1063.41	87.45	509.77	1308.68	156.72
主要比率 (%)	2013	2014	YoY(%)	2013Q1-3	2014Q1-3	YoY(%)	2013Q4	2014Q4	YoY(%)
毛利率	15.84	16.96	1.12	15.18	16.09	0.91	17.29	18.70	1.41
销售费用率	1.58	1.59	0.01	1.64	2.03	0.39	1.46	0.73	-0.73
管理费用率	1.68	1.73	0.05	1.88	2.04	0.16	1.24	1.13	-0.11
财务费用率	0.92	1.46	0.54	0.83	1.34	0.51	1.13	1.71	0.58
经营利润率	7.13	6.54	-0.59	6.28	6.00	-0.28	8.97	7.60	-1.37
净利率	6.08	5.62	-0.46	5.35	5.09	-0.26	7.66	6.66	-1.00
所得税率	15.20	15.09	-0.11	15.50	15.70	0.20	14.73	14.16	-0.57
少数股东权益率	0.99	2.39	1.40	0.37	2.99	2.62	1.94	1.48	-0.46

资料来源：Wind，海通证券研究所

报表分析和预测

利润表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	9787.97	11567.8	13650.0	15877.8
营业成本	8127.55	9668.41	11524.3	13379.4
营业税金及附加	323.47	381.74	505.05	587.48
营业税率	3.30	3.30	3.70	3.70
销售费用	156.04	185.09	245.70	317.56
销售费用率	1.59	1.60	1.80	2.00
管理费用	169.74	185.09	273.00	317.56
管理费用率	1.73	1.60	2.00	2.00
财务费用	143.32	12.90	14.71	33.78
财务费用率	1.46	0.11	0.11	0.21
期间费用率	4.79	3.31	3.91	4.21
资产减值损失	227.85	405.82	256.02	289.81
投资收益	-0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	640.01	728.82	831.26	952.18
营业外收入	7.59	0.00	4.10	4.76
营业外支出	0.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	647.37	728.82	835.35	956.95
所得税	97.70	109.32	125.30	143.54
所得税率	15.09	15.00	15.00	15.00
少数股东损益	13.13	14.79	16.96	19.42
归属于母公司股东的净利润	536.54	604.70	693.09	793.98
EPS (元)	1.04	1.17	1.34	1.54
盈利能力 (%)	2014	2015E	2016E	2017E
毛利率	16.96	16.42	15.57	15.73
EBITDA Margin	10.59	10.08	8.29	8.26
EBIT Margin	10.33	9.92	8.07	8.03
营业利润率	6.54	6.30	6.09	6.00
净利率	5.48	5.23	5.08	5.00
ROA	5.32	5.12	5.20	5.08
ROE	13.60	13.57	13.75	13.90
盈利增长 (%)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入增长率	12.62	18.18	18.00	16.32
营业利润增长率	20.59	14.40	11.91	17.53
EBITDA 增长率	24.63	12.50	-2.96	15.83
EBIT 增长率	25.10	13.48	-3.97	15.77
净利润增长率	2.60	12.70	14.62	14.56
偿债能力 (%)	2014	2015E	2016E	2017E
资产负债率	62.19	60.49	61.87	63.15
流动比率	1.62	1.51	1.49	1.48
速动比率	1.51	1.39	1.37	1.36
现金比率	0.36	0.24	0.23	0.22
经营效率指标	2014	2015E	2016E	2017E
应收帐款周转天数	205.17	225.51	224.43	229.73
存货周转天数	29.18	28.38	28.83	29.84
总资产周转率	0.97	0.98	1.02	1.02

资料来源：Wind，海通证券研究所

资产负债表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2308.90	1735.18	2047.51	2381.67
存货	692.69	831.48	1014.14	1204.15
应收账款	6685.91	7806.97	9212.16	11052.2
其他流动资产	650.49	743.38	894.81	1023.43
流动资产	10338.0	11117.0	13168.6	15661.5
流动资产占比	0.91	0.91	0.91	0.93
固定资产	408.49	475.96	577.31	623.67
投资性房地产	11.67	11.67	11.67	11.67
无形资产	58.06	58.06	58.06	58.06
其他非流动资产	511.02	611.22	580.76	534.54
非流动资产	989.23	1156.90	1227.79	1227.94
非流动资产占比	0.09	0.09	0.09	0.07
资产总计	11327.2	12273.9	14396.4	16889.4
短期借款	699.50	809.39	1241.83	1948.75
应付账款	3210.46	3819.11	4552.22	5285.00
其他流动负债	2488.58	2747.11	3063.32	3382.61
流动负债	6398.54	7375.61	8857.36	10616.4
流动负债占比	0.91	0.99	0.99	1.00
长期借款	596.22	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	49.20	49.20	49.20	49.20
非流动性负债	645.42	49.20	49.20	49.20
非流动负债占比	0.09	0.01	0.01	0.00
负债合计	7043.96	7424.81	8906.56	10665.6
股本	517.18	517.18	517.18	517.18
资本公积	1949.90	1949.90	1949.90	1949.90
留存收益	1712.05	2263.10	2886.88	3601.46
少数股东权益	104.14	118.93	135.89	155.31
股东权益合计	4283.26	4849.10	5489.84	6223.85
负债股东权益总计	11327.2	12273.9	14396.4	16889.4
现金流量表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	536.54	604.70	693.09	793.98
折旧摊销	25.60	18.79	29.85	35.25
营运资金变动	-681.06	-712.28	-945.97	-1396.43
其他	364.18	254.43	287.68	343.02
经营活动现金流	245.27	165.64	64.64	-224.19
资本支出	-465.68	-186.47	-100.74	-35.39
投资收益	480.97	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	15.29	-186.47	-100.74	-35.39
债务变化	358.74	96.98	417.74	673.14
股票发行	8.88	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-649.88	-69.31	-79.40
筹资活动现金流	367.63	-552.89	348.43	593.74
现金净流量	628.18	-573.72	312.33	334.16
每股经营性现金流(元)	0.47	0.32	0.12	-0.43

信息披露

分析师声明

赵健：建筑工程行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、中国建筑、海油工程、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国水电、国海股份、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、瑞和股份、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林、精工钢构、鸿路钢构、江河幕墙、中化岩土、成都路桥、苏交科。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。