

广田股份 (002482.SZ) 半年报点评

传统业务放缓，三大新业务稳步推进

核心观点：

● 传统工装业务放缓，毛利率有所提升

公司主营业务中，住宅精装修的比例较大，因而收受地产景气下行的影响也较大，收入同比下降 12.98%，较上年同期明显放缓。公司装饰施工和智能工程业务的毛利率较去年小幅提升，因此毛利增速为-6.45%，高于收入增速。

● 互联网家装、智能家居思路清晰，明确

公司互联网家装转型的思路主要为：先采取直营摸索的方式，用自己的工人保证客户的体验，在管理模式成熟以后再考虑引进加盟商和外包。

● 仍看好装饰行业前景

近期市场大幅调整，装饰公司估值严重下挫，已经进入价值投资区间。在全社会投资仍为正增长的情况下，装饰行业市场容量并未出现明显萎缩，各龙头企业正在积极开拓互联网家装、定制精装等新领域，我们仍然十分看好装饰行业未来前景。

● 投资建议

受宏观经济影响，公司传统公装业务放缓。然而凭借公司在住宅精装修领域的龙头地位，公司强势进军智能家居、定制精装、互联网家装、装饰机器人等多元业务，可见公司做大做强的决心。我们看好公司未来发展，预计公司 2015-2017 年 EPS 为 1.11、1.26、1.44 元，维持对公司的“买入”评级。

● 风险提示

市场流动性风险，新业务推进不达预期。

盈利预测：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	8,691.33	9,787.97	10,817.24	11,986.40	13,237.47
增长率(%)	28.23%	12.62%	10.52%	10.81%	10.44%
EBITDA(百万元)	838.92	1,044.37	1,092.90	1,225.82	1,365.42
净利润(百万元)	522.93	536.54	599.80	678.17	775.43
增长率(%)	38.15%	2.60%	11.79%	13.07%	14.34%
EPS（元/股）	0.971	0.997	1.114	1.260	1.441
市盈率（P/E）	19.38	14.58	15.97	14.12	12.35
市净率（P/B）	2.73	1.87	2.05	1.83	1.63
EV/EBITDA	11.11	6.52	9.80	9.16	8.62

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

20.58 元

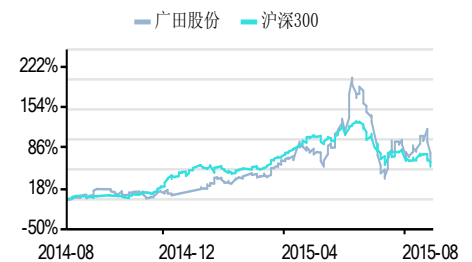
前次评级

买入

报告日期

2015-08-26

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）公告 2015-05-13

点评：智能家居、互联网家装、定制精装取得显著进展

广田股份（002482.SZ）14 2015-04-16

半年报点评：积极布局绿色家装 O2O，三步走战略指明方向

广田股份（002482.SZ）业绩 2015-02-06

快报点评：快报符合预期，更需看到新管理层做出的努力

联系人：岳恒宇 010-59136612

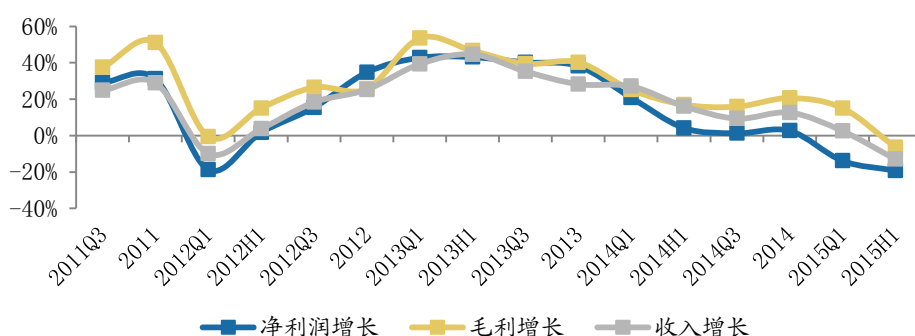
yuehengyu@gf.com.cn

公司实现营业收入36.58亿元，同比下降12.98%；归属于上市公司股东的净利润1.66亿元，同比下降19.27%，点评如下：

1、传统精装业务放缓，毛利率有所提升

公司主营业务中，住宅精装修的比例较大，因而收受地产景气下行的影响也较大，收入同比下降12.98%，较上年同期明显放缓。公司正在实行“建筑装饰综合服务平台+绿色家装O2O+家居智能服务平台”的“三步走”发展战略，积极发展定制精装、互联网家装、智能家居三大新业务，以应对传统公装业务的下滑。公司装饰施工和智能工程业务的毛利率较去年小幅提升，因此毛利增速为-6.45%，高于收入增速。

图1：公司收入增速放缓，毛利增速高于收入增速



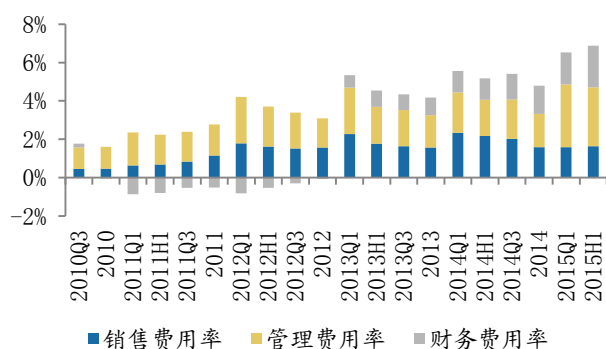
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2、期间费用率、资产减值损失增多拉低利润增速

费用率方面，公司今年上半年新发行5亿元短期融资券和5.9亿元公司债，导致利息支出增加41.3%，财务费用率上升1.04个百分点；股权激励费用导致管理费用明显增加，管理费用率上升1.19个百分点；销售费用随公司业务规模小幅下降。总体来看期间费用率较去年上升1.69个百分点，为4.79%。由于宏观经济不景气，公司回款相应放慢，应收账款同比增加28.6%，资产减值损失占收入比例较上年同期增加了0.57个百分点。综合上述因素，最终净利润增速为-19.27%，明显低于收入增速。公司非公开发行股票已经获得证监会审核通过，若募集资金到位，公司财务费用有望降低。公司对今年1-9月净利润的增长区间在-20%至10%之间。

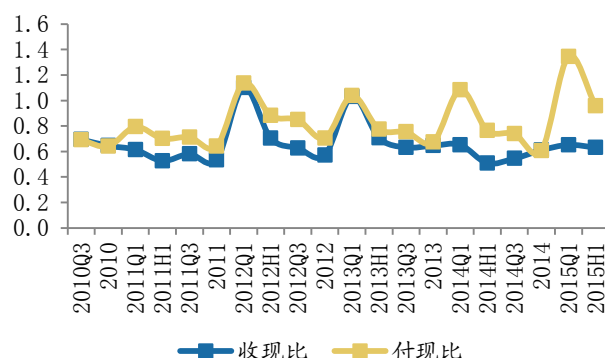
公司今年上半年收现比与付现比都同比上升，其中付现比上升幅度更大，受此影响经营活动现金流变同比下降11.21%。

图2：公司期间费用率上升



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图3：公司收付现比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

3、互联网家装、智能家居思路清晰，目标明确

公司互联网家装转型的思路主要为：先采取直营摸索的方式，用自己的工人保证客户的体验，在管理模式成熟以后再考虑引进加盟商和外包。

拓展方面的思路主要为：以点带面的方法，现在自己优势地区打造成成熟的模式和良好的口碑，再向外辐射。前期以积累口碑为主，为后期拓展做准备。

产品方面的思路主要为：倾向于构建差异化的品牌和产品定位，以智能家具为卖点，做出差异化、先以毛利率为目标，努力打造一个以未来盈利为目标的平台。

“过家家”是公司互联网家装的核心看点，其中装修中的潜规则，猫腻都清晰明了地向客户阐述，有望化解客户在家装中可能遭遇的痛点。目前，过家家处于测试阶段，网站和APP用户界面已经面市。

图4：过家家装饰网服务



数据来源：过家家装饰网，广发证券发展研究中心

公司在家装的其他领域，例如智能门锁、智能家居等方面有积极的投资和努力。公司增资上海友迪斯形成先发优势，介入人脸识别锁民用市场，打开智能家居入口。智能门锁摸摸锁已在天猫上首发，销售量在预售是表现良好，有望在形成公司装修品牌更清晰地差异化的同时，以点突破，在转型过程中占领属于公司自己的高地。公司旗下智能科技有限公司的“图灵猫”升级智能家居，将于9月1日正式发布会，其最具优势的地方是它的开放性和兼容性，即使是不同品牌，不同型号的家电，都可以实现兼容互联。公司已经成功开发了智能家居的APP，真正实现“智能家”。

图 5：图灵猫开拓智能家居市场



数据来源：图灵猫官网

图 6：图灵猫开拓智能家居市场



数据来源：图灵猫官网

4、仍然看好装饰行业未来前景

近期市场大幅调整，装饰公司估值严重下挫，已经进入价值投资区间。在全社会投资仍为正增长的情况下，装饰行业市场容量并未出现明显萎缩，各龙头企业正在积极开拓互联网家装、定制精装等新领域，我们仍然十分看好装饰行业未来前景。

5、投资建议

受宏观经济影响，公司传统公装业务放缓。然而凭借公司在住宅精装修领域的龙头地位，公司强势进军智能家居、定制精装、互联网家装、装饰机器人等多元业务，可见公司做大做强的决心。我们看好公司未来发展，预计公司2015-2017年EPS为1.11、1.26、1.44元，维持对公司的“买入”评级。

6、风险提示

市场流动性风险，新业务推进不达预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	8106	10338	12084	13877	15854
货币资金	2119	2309	2704	2992	3300
应收及预付	5354	7230	8561	9979	11564
存货	625	693	713	800	883
其他流动资产	7	106	105	105	105
非流动资产	731	989	1204	1288	1348
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	342	342	342
资产总计	8837	11327	13287	15165	17201
流动负债	4488	6396	7864	9174	10556
短期借款	705	700	3192	4001	4845
应付及预收	3241	4627	4673	5173	5711
其他流动负债	541	1069	0	0	0
非流动负债	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
负债合计	5086	7044	8511	9821	11202
股本	517	517	517	517	517
资本公积	1941	1950	1950	1950	1950
留存收益	1253	1712	2204	2764	3409
归属母公司股东权益	3711	4179	4671	5231	5876
少数股东权益	39	104	105	114	123
负债和股东权益	8837	11327	13287	15165	17201

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	8691	9788	10817	11986	13237
营业成本	7314	8128	8972	9934	10966
营业税金及附加	285	323	346	384	424
销售费用	137	156	216	252	278
管理费用	146	170	222	228	245
财务费用	80	143	166	281	306
资产减值损失	109	228	186	98	92
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	619	640	709	810	927
营业外收入	4	8	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	623	647	711	812	929
所得税	95	98	110	126	144
净利润	528	550	601	686	785
少数股东损益	5	13	1	8	9
归属母公司净利润	523	537	600	678	775
EBITDA	839	1044	1093	1226	1365
EPS (元)	0.97	1.00	1.11	1.26	1.44

现金流量表

单位: 百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-58	245	-1658	1	34
净利润	528	550	601	686	785
折旧摊销	31	33	32	36	41
营运资金变动	-784	-672	-2648	-1114	-1235
其它	168	335	356	392	443
投资活动现金流	81	15	-239	-119	-98
资本支出	-103	-67	-239	-119	-98
投资变动	-5	-317	0	0	0
其他	190	400	0	0	0
筹资活动现金流	482	368	2293	407	373
银行借款	935	1097	2542	809	844
债券融资	-248	-655	-51	0	0
股权融资	106	0	0	0	0
其他	-311	-74	-198	-403	-471
现金净增加额	506	628	395	288	308
期初现金余额	1577	2119	2309	2704	2992
期末现金余额	2082	2747	2704	2992	3300

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.2	12.6	10.5	10.8	10.4
营业利润增长	32.4	3.3	10.8	14.2	14.4
归属母公司净利润增长	38.2	2.6	11.8	13.1	14.3
获利能力(%)					
毛利率	15.8	17.0	17.1	17.1	17.2
净利率	6.1	5.6	5.6	5.7	5.9
ROE	14.1	12.8	12.8	13.0	13.2
ROIC	23.7	26.6	15.3	14.4	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	57.6	62.2	64.1	64.8	65.1
净负债比率	-0.2	-0.2	0.2	0.3	0.4
流动比率	1.81	1.62	1.54	1.51	1.50
速动比率	1.64	1.48	1.43	1.41	1.40
营运能力					
总资产周转率	1.09	0.97	0.88	0.84	0.82
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
每股指标(元)					
每股收益	0.97	1.00	1.11	1.26	1.44
每股经营现金流	-0.11	0.46	-3.08	-	0.06
每股净资产	7.18	8.08	9.03	10.11	11.36
估值比率					
P/E	20.2	15.2	16.6	14.7	12.9
P/B	2.7	1.9	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.1	6.5	9.8	9.2	8.6

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。
- 岳恒宇：研究助理，CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015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 03-04	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
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。