

广田集团（002482.SZ）年报点评

资产减值损失减少促进净利率提升，住宅类订单亮眼

核心观点：

● 收入增长较快、毛利率明显下降，住宅装修订单占比大幅提升

16 年实现收入同比增长 26.25%，增速由负转正；新签装修装饰业务订单总额 126.64 亿元，同比增长 22.36%；在手订单为 215.23 亿元，是公司 16 年收入两倍以上，为今年业绩增长提供支持。剔除营改增影响后的毛利率略降 3.37 个百分点。

● 费用率下降、会计变更导致资产减值损失下降，净利率略有提升

16 年期间费用率为 5.86%，较 2015 年略降。公司资产减值损失为 0.73 亿元，同比减少 67.8%，公司会计估计变更导致。16 年公司净利率为 3.98%。

● 收现比增长、付现比下降，现金流由负转正

● 住宅精装修龙头公司，顺应“一带一路”战略拓展海外市场

● 并购福建双阳，拓展总包集成优势

● 投资建议

2016 年公司收入、净利润都实现较高增长，整体订单尤其住宅装饰业务订单也表现亮眼，对今年业绩提供支撑。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 0.30、0.34、0.37 元，维持对公司的“买入”评级。

● 风险提示

家装业务推进不达预期；固定资产投资增速加速下行导致公装业务低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	8,010.01	10,112.54	11,615.13	13,038.30	14,353.38
增长率(%)	-18.16%	26.25%	14.86%	12.25%	10.09%
EBITDA(百万元)	750.22	632.40	929.75	940.78	1,001.14
净利润(百万元)	278.92	402.72	462.43	523.28	578.86
增长率(%)	-48.02%	44.39%	14.83%	13.16%	10.62%
EPS（元/股）	0.180	0.260	0.298	0.338	0.373
市盈率（P/E）	162.58	35.61	32.02	28.29	25.58
市净率（P/B）	3.12	2.33	2.35	2.29	2.22
EV/EBITDA	59.31	23.46	16.42	17.55	17.04

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

9.81 元

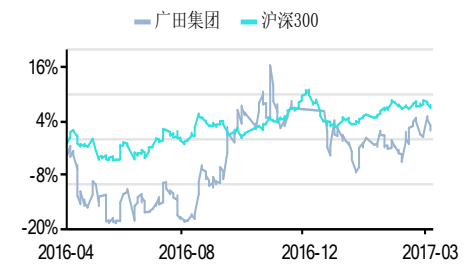
前次评级

买入

报告日期

2017-04-10

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）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

广田集团（002482.SZ）跟踪 2016-09-30

报告：新领导注入新活力，多元业务推进力度空前

联系人：张欣劼 010-59136612

zhangxinjie@gf.com.cn

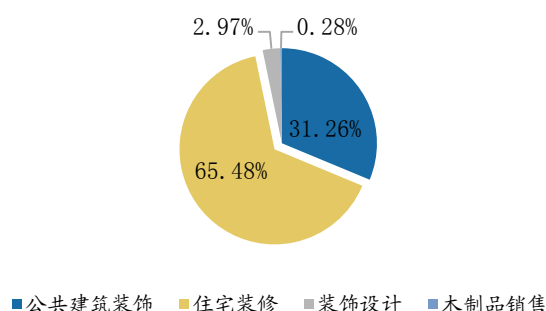
公司近日发布2016年年报，全年实现营业收入101.13亿元，同比增长26.25%；全年实现归母净利润4.03亿元，同比增加44.39%。点评如下：

1、收入增长较快、毛利率明显下降，住宅装修订单占比大幅提升

公司2016年实现收入同比增长26.25%，较2015年的-18.17%明显提升，可能受益于2016年上半年房地产行业景气度较高影响。2016年全年公司新签装修装饰业务订单总额为126.64亿元，同比增长22.36%，增速较为亮眼。公司在手订单（已签约未完工订单）为215.23亿元，是公司2016年收入的两倍以上，为今年业绩增长提供一定支持。从在手订单业务来看，住宅装修占比（预计大部分为精装修订单）达到了65.48%，占比较高，公共建筑装饰业务占比为31.26%。

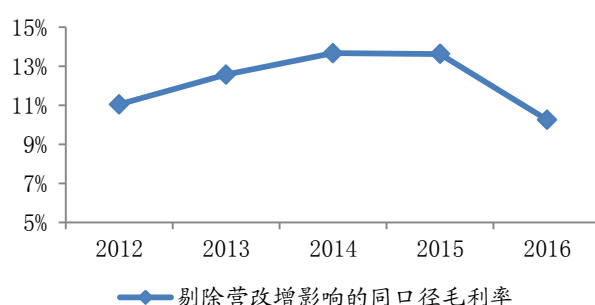
2016年公司剔除营改增影响后的毛利率（（毛利-营业税金及附加）/销售收入）为10.25%，较上年降低3.37个百分点，可能是由于高利率的公共建筑装饰业务占比下降所致。

图1：2016年末累计已签约未完工订单金额



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：剔除营改增影响后毛利率下降



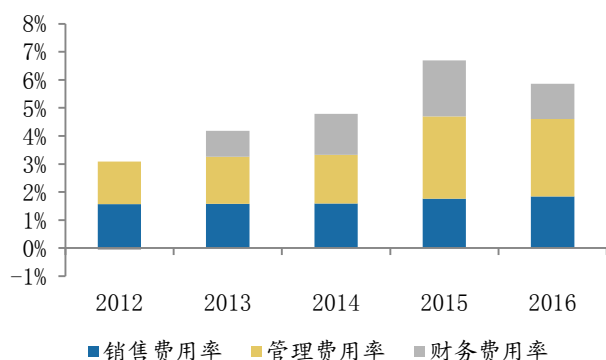
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

2、费用率下降、会计变更导致资产减值损失下降，净利率略有提升

费用方面，2016年期间费用率为5.86%，较2015年降低0.84个百分点。其中，占比最大的管理费用率下降0.18个百分点；财务费用率降低0.75个百分点，主要是利息支出减少所致；销售费用率上升0.09个百分点。2016年公司资产减值损失为0.73亿元，同比减少67.8%，主要是公司会计估计变更（信用期内应收账款改用余额百分比法计提坏账准备）减少了本期计提的资产减值损失。公司应收账款增速从2015年的3.3%上升至21.4%，预计与第一大客户结算方式改变有关。

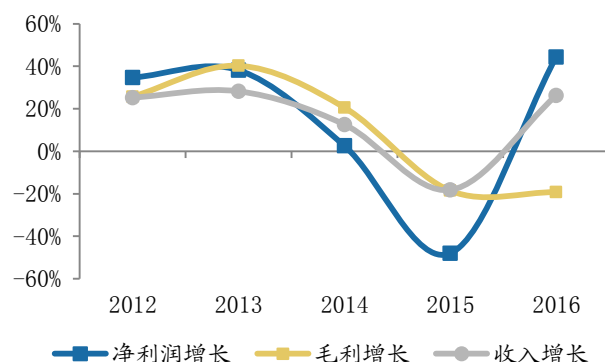
整体来看，2016年公司归母净利润为4.03亿元，同比增加44.39%，净利率为3.98%，较上年增加0.5个百分点。

图5：期间费用率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：毛利、净利润、收入回落后增长

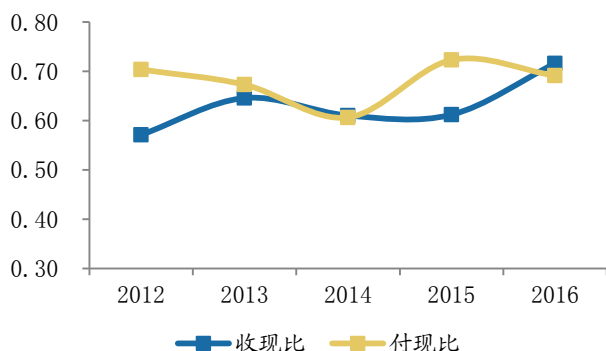


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3、收现比增长、付现比下降，现金流由负转正

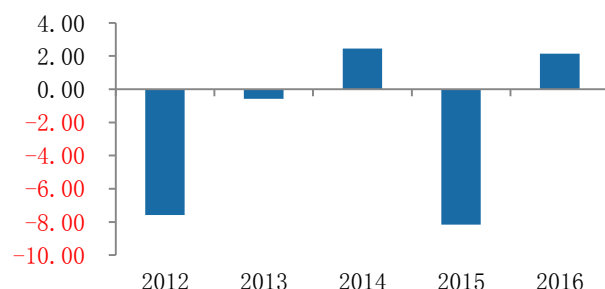
2016年公司收现比和付现比较去年同期分别上升10.39和下降3.18个百分点，收现比增长且付现比下降。公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，大幅提升。

图7：年度收付现比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：经营活动产生的现金流量净额(亿元)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

4、住宅精装修龙头公司，顺应“一带一路”战略拓展海外市场

公司是批量住宅精装修领域龙头企业，已累计完成精装房50万套以上，市场占有率全国第一。受益于地产销售景气等因素，公司2016年住宅装修订单占比（预计大部分为精装修订单）也明显提升。中国恒大对公司的收入贡献一直在40-50%左右，是公司第一大客户，2016年公司对其营业收入比重为43.88%。而且广州恒大材料设备有限公司是公司的第一大供应商，去年对其采购额占公司采购总额的40.32%。今年一季度三、四线城市地产销售好于预期，公司主要合作方恒大、碧桂园等大型房企明显受益，也将进一步推进公司精装修业务发展。

图3：各县城市商品房成交情况



数据来源：广发地产小组研究、广发证券发展研究中心

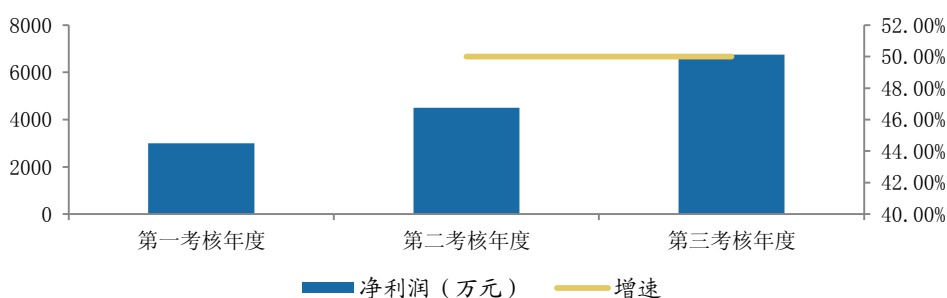
此外，近年来在国家“一带一路”战略背景下，公司不断完善海外服务体系，成立了海外事业部，搭建香港、澳门子公司平台，先后完成了塞班、哈萨克斯坦、迪拜、泰国子公司的注册，开拓中东、东南亚、非洲等地区市场。2016年董事长范志全率队出访哈萨克斯坦后，公司始终与哈萨克斯坦各方保持密切联系，近日哈萨克斯坦建筑企业BI集团阿曼董事长一行到访广田，双方就BI集团承建的哈萨克斯坦首都阿斯塔纳市多功能行政和住宅综合体“绿色城区”室内装修工程项目顺利达成合作。

5、并购福建双阳，拓展总包集成优势

公司正在拓展自身的总包集成优势，积极打造“大装饰”工程产业平台，围绕建筑装饰行业业务链进行并购整合，公司在2016年收购了深圳泰达60%股权，主要目的在于整合福建双阳的建筑施工优势资源。公司因收购福建省双阳建筑工程有限公司新增建筑工程施工总承包壹级等五个壹级资质，补强公司工程领域的短板，有利于扩展业务范围，完善装饰产业链。此外，福建双阳在福建及东南地区积累了丰富的市场和客户资源，有利于公司深耕东南地区市场。

根据业绩承诺，自公司股权转让福建双阳的股权交割日所在的当季度第1个自然日开始的三个考核年度营业收入依次不低于10亿元、15亿元、22.5亿元；净利润依次不低于3000万元、4500万元、6750万元；并且，三个考核年度的净利润率不低于3%。经营活动现金流净额不得为负，收比率低于70%，可见业绩承诺较为严格。2016年福建双阳还并表不到2个月，预计今年开始将对公司业绩产生积极影响。

图4：福建双阳业绩承诺净利润绝对值和增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

6、投资建议

2016年公司收入、净利润都实现较高增长，整体订单尤其住宅装饰业务订单也表现亮眼，对今年业绩提供支撑。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0.30、0.34、0.37元，维持对公司的“买入”评级。

风险提示

家装业务推进不达预期；固定资产投资增速加速下行导致公装业务低于预期。

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	13728	16129	17749
货币资金	2656	1555	2904	3260	3588
应收及预付	8512	10531	10014	11940	13143
存货	735	815	810	930	1018
其他流动资产	335	455	0	0	0
非流动资产	1418	2489	1550	1635	1698
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	802
其他长期资产	614	1254	245	245	245
资产总计	13656	15845	15278	17764	19447
流动负债	6399	8168	7587	9884	11356
短期借款	618	867	2134	3727	4606
应付及预收	4707	6710	5453	6157	6751
其他流动负债	1075	591	0	0	0
非流动负债	1317	1374	1235	1235	1235
长期借款	0	0	50	50	50
应付债券	1183	1185	1185	1185	1185
其他非流动负债	134	190	0	0	0
负债合计	7716	9542	8821	11119	12591
股本	625	1550	1550	1550	1550
资本公积	3319	2342	2342	2342	2342
留存收益	1910	2251	2403	2585	2789
归属母公司股东权益	5855	6143	6296	6478	6681
少数股东权益	161	198	199	205	212
负债和股东权益	13656	15845	15278	17764	19447

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8010	10113	11615	13038	14353
营业成本	6657	9020	10192	11540	12639
营业税金及附加	261	56	64	72	79
销售费用	141	186	174	196	266
管理费用	235	279	290	326	406
财务费用	160	127	136	233	284
资产减值损失	227	73	291	126	67
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	79	79	79	79
营业利润	327	451	547	625	691
营业外收入	45	31	2	2	2
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	370	480	548	627	693
所得税	59	80	85	97	107
净利润	311	400	463	530	586
少数股东损益	32	-2	1	6	7
归属母公司净利润	279	403	462	523	579
EBITDA	750	632	930	941	1001
EPS (元)	0.18	0.26	0.30	0.34	0.37

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-816	215	-395	-639	145
净利润	311	400	463	530	586
折旧摊销	35	61	35	36	38
营运资金变动	-1490	-360	-1451	-1498	-800
其它	328	113	557	294	321
投资活动现金流	-821	-587	785	-40	-19
资本支出	-51	-263	706	-119	-98
投资变动	-679	-673	79	79	79
其他	-91	349	0	0	0
筹资活动现金流	1661	-447	959	1035	202
银行借款	1615	791	1317	1594	879
债券融资	-1116	-1036	-190	0	0
股权融资	1457	8	0	0	0
其他	-296	-209	-168	-559	-676
现金净增加额	25	-819	1349	356	329
期初现金余额	2309	2656	1555	2904	3260
期末现金余额	2334	1838	2904	3260	3588

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	14.9	12.3	10.1
营业利润增长	-48.9	37.7	21.3	14.4	10.6
归属母公司净利润增长	-48.0	44.4	14.8	13.2	10.6
获利能力(%)					
毛利率	16.9	10.8	12.3	11.5	11.9
净利率	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1
ROE	4.8	6.6	7.3	8.1	8.7
ROIC	12.2	7.3	11.3	9.4	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	56.2	60.1	57.6	62.5	64.6
净负债比率	-0.1	0.1	0.1	0.3	0.3
流动比率	1.91	1.64	1.81	1.63	1.56
速动比率	1.77	1.51	1.68	1.52	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.69	0.75	0.79	0.77
应收账款周转率	1.16	1.18	1.46	1.35	1.35
存货周转率	9.33	11.64	12.59	12.41	12.41
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.26	0.30	0.34	0.37
每股经营现金流	-0.53	0.14	-0.25	-0.41	0.09
每股净资产	9.36	3.96	4.06	4.18	4.31
估值比率					
P/E	162.6	35.6	32.0	28.3	25.6
P/B	3.1	2.3	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	59.3	23.5	16.4	17.5	17.0

广发公用事业行业研究小组

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 楼	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	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。