

广田集团 (002482.SZ)

业绩增速超预期，工装订单结构性改善

● 17年业绩大幅增长，盈利能力有所回升

公司 2017 年实现营业收入 125.4 亿元，同比增长 24.0%；归母净利润为 6.47 亿元，同比增长 60.6%，高于此前业绩快报预计 54.8% 的增速。公司 2017 年 Q1-Q4 归母净利润分别为 0.57/1.59/1.68/2.63 亿元，同比增长 23.7%/35.1%/24.7%/150.5%。公司 17 年业绩大幅增长主要由于：1) 公司 17 年新签订单同比增长 13.3%；2) 深圳广田供应链管理公司及深圳泰达并入财务报表；3) 控股股东对广田高科进行增资，增资后公司对广田高科持股比例相应下降，取得较大投资收益。公司 17 年毛利率为 11.56%，同比提升 0.76pct，净利率为 5.28%，较 16 年提升 1.32pct，公司盈利能力总体有所回升。

● 工装订单结构性改善，大客户战略确保住宅装修订单稳定增长

公司 17 年新签合同 143.52 亿元，同比增长 13%；截止 17 年底已签约未完工合同额 270.3 亿元，订单收入比 2.16 倍，在装修公司中处于领先地位。受益于工装市场复苏，公司 17 年工装订单保持了较快增长速度。恒大作为公司第一大客户，公司有 42% 的业务收入来源于恒大，控股股东参与恒大地产定增，进一步促进公司与恒大业务上的合作关系。同时公司积极发展新的大客户，与招商蛇口合作频频，随着下游地产集中度的提升，公司订单有望进一步提升。

● 收购帕马斯推动公司幕墙业务发展，拓展互联网家装与智能家居业务

公司 17 年 8 月 21 日公告，控股股东拟以 36.6 亿元收购帕马斯 100% 股权并在未来三年内对帕马斯进行产业整合，以解决与广田集团的潜在同业竞争问题。收购帕马斯将给广田带来优秀的幕墙施工技术和先进的管理经验，对公司幕墙业务发展具有重要推动作用。此外，公司积极拓展互联网家装与智能家居业务：广田过家家主要开展互联网家装业务，并与腾讯在武汉地区共同设立合资公司；智能家居方面，目前广田智能家居业务开展顺利，深圳新豪方地产项目已落地，并拟于 2018 年开展智能家居家庭服务和社区化服务的运营。

● 应收账款 ABS 发行助现金流改善，员工持股激发内生动力

公司 17 年实现经营性现金净流入 10.5 亿元，较 2016 年 (2.1 亿元) 大幅提升。17 年公司收现比和付现比分别为 105% 和 98%，同比分别提升 34pct 与 29pct，主要由于公司 17 年开展了两期应收账款资产证券化业务，发行的资产支持证券规模高达 22.8 亿元，有力改善公司现金流状况。公司 18 年 2 月份发布第一期员工持股计划，拟募资 2 亿，有助于提高员工的积极性，激发公司内生动力。

● 盈利预测与投资评级

盈利预测基本假设如下：(1) 营业收入：公司 17 年新签合同额 143.52 亿元，截止 17 年底已签约未完工合同额 270.31 亿元，订单收入比为 2.16 倍，预计公司收入未来将保持稳健增长；(2) 毛利率：公司 17 年综合毛利率为 11.56%，预计未来毛利率基本保持稳定或略有提升；(3) 期间费用率：公司 17 年期间费用率为 5.53%，近两年有逐年下降的趋势，随着公司业务的不开拓，营业收入将继续提升，对应的期间费用率有望进一步降低。公司工装业务逐步复苏，17 年酒店、写字楼等工装订单保持较快增速，订单结构得到改善；同时公司通过推进大客户战略，住宅装修订单量稳步增长。我们预计 18-20 年公司归母净利润分别为 8.3/10.4/12.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.54/0.67/0.81 元，对应 18 年 PE 15 倍，估值水平较低，维持“买入”评级。

● **风险提示：**房地产行业景气度下降，原材料及劳动力成本快速上涨风险，公司订单转化不及预期，全装修业务推进不及预期。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,112.54	12,535.23	16,173.89	19,717.28	23,634.76
增长率(%)	26.25%	23.96%	29.03%	21.91%	19.87%
EBITDA(百万元)	632.40	895.56	1,242.26	1,371.07	1,718.43
净利润(百万元)	402.72	646.71	828.21	1,036.36	1,244.74
增长率(%)	44.39%	60.58%	28.07%	25.13%	20.11%
EPS(元/股)	0.260	0.421	0.539	0.674	0.810
市盈率(P/E)	35.31	19.51	15.07	12.04	10.03
市净率(P/B)	2.33	1.85	1.66	1.46	1.28
EV/EBITDA	23.21	13.65	9.66	8.63	6.77

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 8.12 元

前次评级 买入

报告日期 2018-03-30

相对市场表现



分析师：姚 遥 S0260517070002

18521722468

gfyaoyao@gf.com.cn

相关研究：

广田集团 (002482.SZ) 三季 2017-10-20

报点评：业绩保持快速增长，

多元发展不断做大做强

广田集团 (002482.SZ) 中报 2017-08-20

点评：精装修龙头公司，业绩

实现较快增长且现金流明显

改善

广田集团 (002482.SZ) 年报 2017-04-10

点评：资产减值损失减少促进

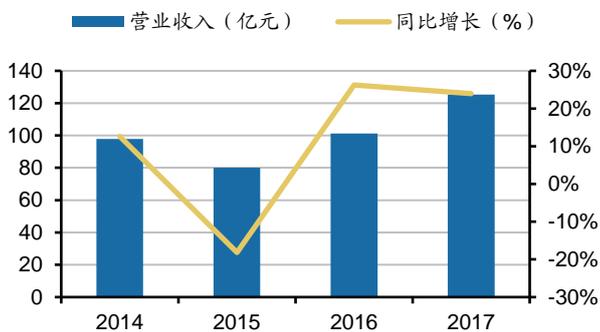
净利率提升，住宅类订单亮眼

17 年业绩大幅增长，盈利能力有所回升

公司2017年实现营业收入125.4亿元，同比增长24.0%；归母净利润为6.47亿元，同比增长60.6%，高于此前业绩快报预计54.8%的增速；扣非净利润4.91亿元，同比增长57.2%。分季度来看，公司17年Q1-Q4营收分别为18.6/33.2/34.9/38.6亿元，同比增长17.9%/42.2%/47.8%/0.6%，归母净利润分别为0.57/1.59/1.68/2.63亿元，同比增长23.7%/35.1%/24.7%/150.5%。公司17年业绩大幅增长主要由于：1) 公司17年新签订单同比增长13.3%；2) 16年四季度纳入合并报表的子公司深圳广田供应链管理公司及深圳泰达投资公司贡献收入增加；3) 控股股东广田控股集团的下属企业对公司全资子公司广田高科进行增资，增资后公司持股比例下降，改为按联营公司进行核算，由此取得较大投资收益。

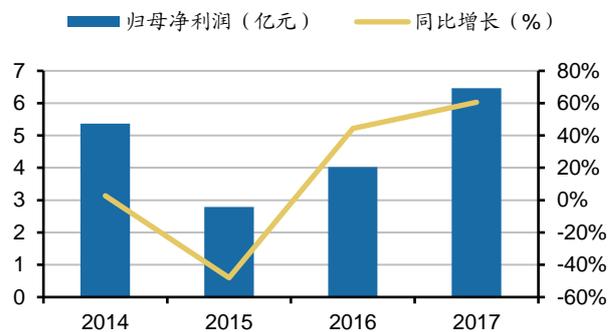
公司17年毛利率为11.56%，较16年提升0.76pct，净利率为5.28%，较16年提升1.32pct，公司盈利能力总体有所回升。公司期间费用率为5.53%，同比下降0.33pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为1.91%、2.60%和1.01%，同比分别+0.07%/-0.16%/-0.24%。

图1：公司17年营业收入稳定较快增长



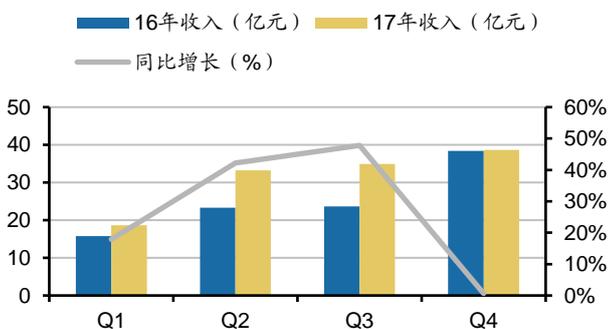
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：公司17年归母净利润稳定较快增长



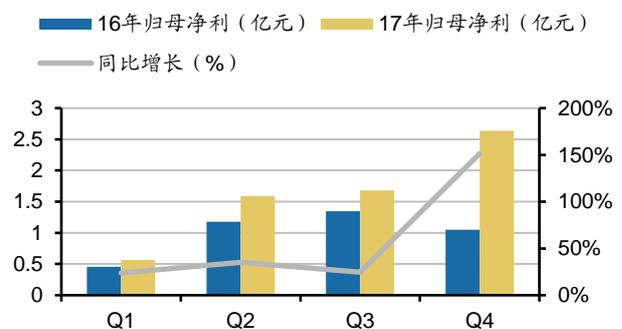
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：17年营收单季度情况



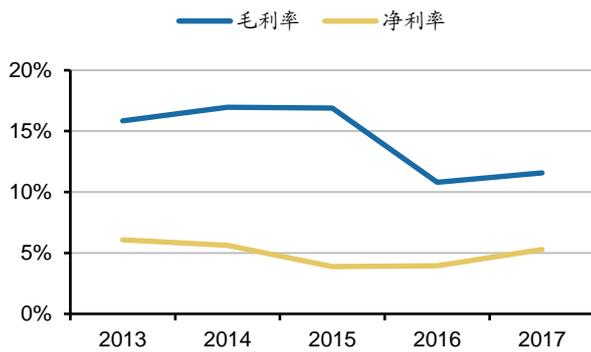
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：17年归母净利润单季度情况



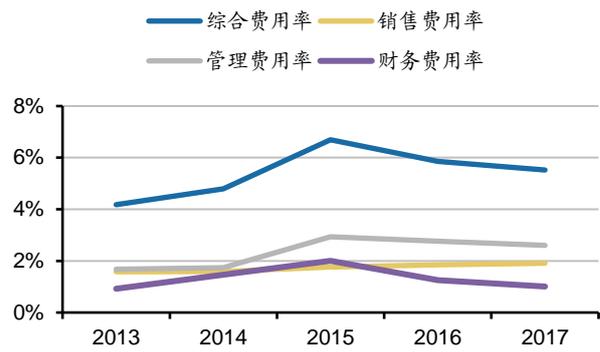
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5: 公司2017年毛利率和净利率有所提升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 公司近几年期间费用率逐年下降



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公装订单结构性改善, 大客户战略确保住宅装修订单稳定增长

公司为国内全装修的龙头企业, 与恒大等大型地产开发商合作多年, 目前正在借助资源优势布局定制精装、智能家居等业务, 大客户战略确保了公司订单的稳定增长。

公司2017年新签合同额143.52亿元, 同比增长13%; 截止17年底已签约未完工合同额270.31亿元, 按照17年营收计算订单收入比为2.16倍, 在装修公司中处于领先地位。受益于消费升级、城镇化建设等原因, 公司2017年度酒店、写字楼等公装订单保持了较快增长速度, 尤其是第4季度公司新签公装合同额34.82亿元, 占全年新签公装合同额的54.6%, 新签公装订单速度明显加快; 而精装业务17年新签合同额75.91亿元, 订单数相对稳定。目前各大地产商已经开始进军长租公寓领域, 预计将会为公司带来一定的订单增量。

近年来地产行业集中度迅速提升, 龙头企业增速均高于行业平均水平, 各梯队房企集中度持续上升。2017年TOP3、TOP10以及TOP20房企销售金额集中度分别达到13%、24%和33%, 较2016年分别提升了4个百分点、5个百分点和8个百分点。2017年前三季度TOP3、TOP10以及TOP20房企销售面积集中度分别达到9%、16%和20%, 较2016年分别提升了2个百分点、3个百分点和4个百分点。而大地产商的全装修比重一直都非常高, 恒大的全装修比例基本达到100%, 万科、碧桂园等大型地产商全装修比例也在90%左右, 远远高于其他地产商。其中, 恒大为公司第一大客户, 公司42%的业务来源于恒大。

公司控股股东广田控股于2016年12月投资50亿元参与恒大地产第一轮定增, 更进一步促进公司与恒大业务上的战略合作伙伴关系。而且公司也在发展新的大客户, 广田集团与招商蛇口合作频频, 承接了多个区域代表性项目的精装修工程。随着地产行业集中度的逐渐提升, 全装修渗透率也将随之提升, 利好全装修业务的开展。同时, 全装修企业和大型地产商进行较好的合作有助于自身提升规模效应, 对大楼盘的装修具备规模化效应, 在一定程度上降低了自身的成本。未来随着下游地产集中度的提升, 公司订单有望进一步提升。

图7: 公司业务领域



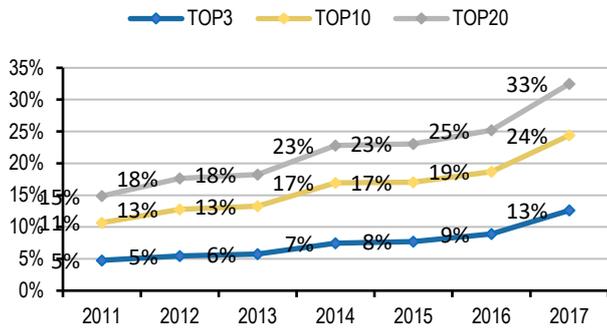
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

表1: 公司订单情况统计 (亿元)

项目	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
单季度新签订单金额:	36.25	21.41	27.60	39.63	54.88
装饰施工	34.88	20.72	26.74	38.17	54.04
装饰施工: 公共建筑装饰	9.23	10.08	7.32	11.54	34.82
装饰施工: 住宅装修	25.65	10.64	19.42	26.63	19.22
装饰设计	0.89	0.58	0.73	1.18	0.84
木制品销售	0.48	0.11	0.13	0.28	
单季度中标未签订单金额:	4.89	5.81	9.74	17.72	4.90
装饰施工	4.82	5.80	9.08	16.92	4.01
装饰施工: 公共建筑装饰	3.03	3.26	0.95	14.06	3.49
装饰施工: 住宅装修	1.79	2.54	8.13	2.87	0.51
装饰设计			0.66	0.80	0.89
木制品销售	0.07	0.01			
截至报告期末累计已签约未完工订单金额:	215.23	189.14	215.95	237.97	270.31
装饰施工	208.22	183.64	208.80	230.48	266.96
装饰施工: 公共建筑装饰	67.28	65.52	86.80	90.88	106.52
装饰施工: 住宅装修	140.93	118.12	121.99	139.60	160.43
装饰设计	6.40	5.19	6.38	6.83	3.36
木制品销售	0.61	0.31	0.77	0.66	

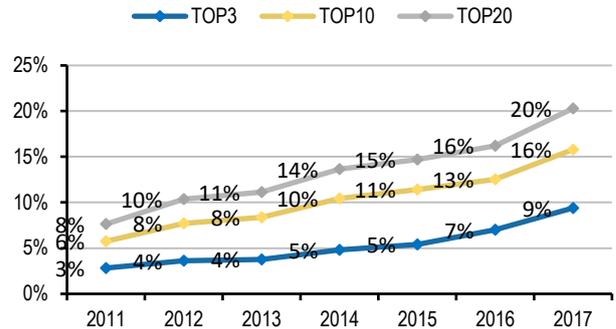
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图8：房地产企业销售金额集中度逐年上升



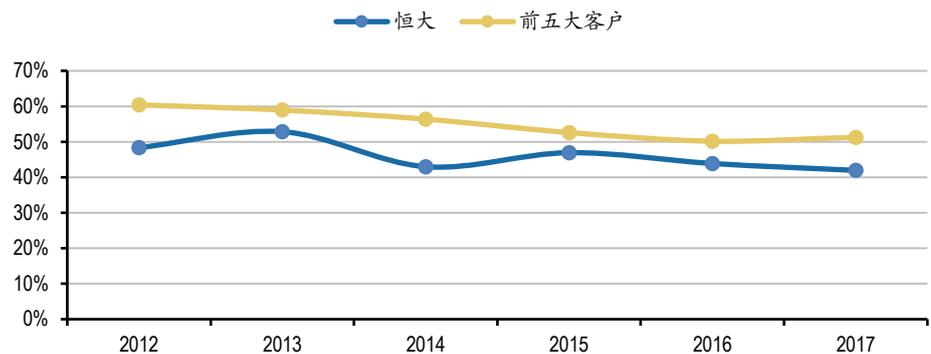
数据来源：CRIC、中国房地产测评中心、广发证券发展研究中心

图9：房地产企业销售面积集中度逐年上升



数据来源：CRIC、中国房地产测评中心、广发证券发展研究中心

图10：广田集团42%的收入来源于恒大



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

收购帕马斯推动公司幕墙业务发展，拓展互联网家装与智能家居业务

公司2017年8月21日发布公告，控股股东广田控股拟以人民币约36.6亿元收购帕马斯100%股权和相关股东贷款。帕马斯是一家定位于全球高端幕墙市场的幕墙工程企业，其主营业务为高端定制幕墙业务，由于公司在国内也有幕墙业务，根据公司公告，广田控股或在未来三年内，将通过广田集团实施非公开发行、发行股份收购资产等方式对帕马斯进行产业整合，以解决广田控股与广田集团的潜在同业竞争问题，收购帕马斯将给广田带来优秀的幕墙施工技术和先进的管理经验，对广田幕墙业务的发展具有重要的推动作用，有助于公司进一步释放业绩。

广田过家家主要开展互联网家装业务，并与腾讯在武汉地区共同设立了腾广科技（武汉）有限公司，合作开展互联网家装业务。同时，借鉴武汉店的模式和经验，过家家

与腾讯及其下属企业将逐步在全国范围内开展业务。智慧家居业务方面，目前广田智能智慧家居业务开展顺利，深圳新豪方地产项目已落地，并拟于2018年开展智能家居家庭服务和社区化服务的运营。B2C家装业务和智能家居是公司装饰装修业务产业链上的重要板块，预计公司将继续加大投入力度，释放新业务订单，提升经营业绩。

应收账款 ABS 发行助现金流改善，员工持股激发内生动力

公司17年实现经营性现金净流入10.5亿元，较2016年（2.1亿元）大幅提升。17年公司收现比和付现比分别为105%和98%，较2016年分别提升34pct与29pct，收现比改善幅度更大，经营性现金流得到明显改善。主要由于公司17年开展了两期应收账款资产证券化业务，发行的资产支持证券规模高达22.8亿元，有力改善公司现金流状况。

公司18年2月份发布第一期员工持股计划方案，拟筹集资金总额不超过2亿元，参与员工合计不超过550人。本次员工持股计划是公司第一次制定相关方案，有助于提高员工的积极性，激发公司内生动力。

盈利预测与投资评级：

盈利预测基本假设如下：（1）营业收入：公司17年新签合同额143.52亿元，同比增长13%；截止17年底已签约未完工合同额270.31亿元，订单收入比为2.16倍，在装修公司中处于领先地位，预计公司收入未来将保持稳健增长；（2）毛利率：公司17年综合毛利率为11.56%，预计未来毛利率基本保持稳定或将略有提升；（3）期间费用率：公司17年期间费用率为5.53%，近两年有逐年下降的趋势，随着公司业务的不开拓，营业收入将继续提升，对应的期间费用率有望进一步降低。公司公装业务逐步复苏，17年酒店、写字楼等公装订单保持较快增速，订单结构得到改善；同时公司通过推进大客户战略，住宅装修订单量稳步增长。我们预计18-20年公司归母净利润分别为8.3/10.4/12.4亿元，对应EPS分别为0.54/0.67/0.81元，对应18年PE 15倍，估值水平较低，维持“买入”评级。

风险提示

房地产行业景气度下降，原材料及劳动力成本快速上涨风险，公司订单转化不及预期，全装修业务推进不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	13356	12856	16493	20211	24586
货币资金	1555	2055	1760	2775	4011
应收及预付	10531	9037	13472	16008	19210
存货	815	988	1261	1428	1364
其他流动资产	455	777	0	0	0
非流动资产	2489	3008	2403	2505	2585
长期股权投资	39	548	548	548	548
固定资产	357	82	166	252	332
在建工程	12	45	65	85	85
无形资产	827	746	710	705	705
其他长期资产	1254	1588	914	914	914
资产总计	15845	15864	18896	22716	27171
流动负债	8130	7458	9732	12514	15723
短期借款	867	761	75	962	2041
应付及预收	6710	6503	9147	11078	13243
其他流动负债	553	194	509	474	438
非流动负债	1374	1525	1455	1455	1455
长期借款	0	4	4	4	4
应付债券	1185	1187	1187	1187	1187
其他非流动负债	190	334	264	264	264
负债合计	9504	8984	11186	13969	17178
股本	1550	1537	1537	1537	1537
资本公积	2342	2317	2317	2317	2317
留存收益	2251	2821	3649	4685	5930
归属母公司股东权	6143	6675	7503	8540	9784
少数股东权益	198	205	206	207	209
负债和股东权益	15845	15864	18896	22716	27171

现金流量表

单位: 百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	215	1051	56	321	404
净利润	400	662	829	1037	1246
折旧摊销	61	67	22	20	20
营运资金变动	-360	241	-1203	-880	-1112
其它	113	81	408	145	250
投资活动现金流	-587	-421	459	-81	-66
资本支出	-263	-329	409	-126	-111
投资变动	-673	-65	50	45	45
其他	349	-27	0	0	0
筹资活动现金流	1554	925	-811	775	898
银行借款	791	1007	-686	887	1079
债券融资	-1036	-1582	-35	-35	-35
股权融资	8	8	0	0	0
其他	1792	1492	-90	-77	-145
现金净增加额	1182	1555	-296	1015	1236
期初现金余额	2656	1555	2055	1760	2775
期末现金余额	3839	3110	1760	2775	4011

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	26.2	24.0	29.0	21.9	19.9
营业利润增长	37.7	75.5	23.3	25.8	20.5
归属母公司净利润增长	44.4	60.6	28.1	25.1	20.1
获利能力(%)					
毛利率	10.8	11.6	11.1	11.9	12.2
净利率	4.0	5.3	5.1	5.3	5.3
ROE	6.6	9.7	11.0	12.1	12.7
ROIC	7.3	13.2	18.0	17.3	18.8
偿债能力					
资产负债率(%)	60.0	56.6	59.2	61.5	63.2
净负债比率	0.1	-	-0.1	-0.1	-0.1
流动比率	1.64	1.72	1.69	1.62	1.56
速动比率	1.52	1.57	1.54	1.47	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.79	0.93	0.95	0.95
应收账款周转率	1.20	1.37	1.36	1.40	1.40
存货周转率	11.64	12.30	11.41	12.17	15.21
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.42	0.54	0.67	0.81
每股经营现金流	0.14	0.68	0.04	0.21	0.26
每股净资产	3.96	4.34	4.88	5.55	6.36
估值比率					
P/E	35.6	19.1	15.1	12.0	10.0
P/B	2.3	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	23.2	13.6	9.7	8.6	6.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10113	12535	16174	19717	23635
营业成本	9020	11086	14381	17370	20743
营业税金及附加	56	55	71	87	104
销售费用	186	239	226	365	437
管理费用	279	326	275	544	652
财务费用	127	127	56	62	127
资产减值损失	73	109	239	108	140
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	79	183	50	45	45
营业利润	451	791	975	1226	1477
营业外收入	31	64	21	20	20
营业外支出	1	75	20	25	30
利润总额	480	779	976	1221	1467
所得税	80	117	147	184	221
净利润	400	662	829	1037	1246
少数股东损益	-2	15	1	1	1
归属母公司净利润	403	647	828	1036	1245
EBITDA	632	896	1242	1371	1718
EPS(元)	0.26	0.42	0.54	0.67	0.81

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥： 分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015-2017 年煤炭行业新财富、水晶球第一名(团队)，2016-2017 年社会服务行业新财富第五名(团队)。

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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使⽤，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。