

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

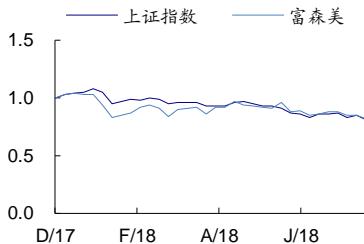
富森美(002818)

增持

(首次评级)

2018年08月22日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	445/90
总市值/流通(百万元)	10,975/2,257
上证综指/深圳成指	2,734/8,549
12个月最高/最低(元)	42.01/24.14

证券分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-MAIL：wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

联系人：刘馨竹

E-MAIL：liuxinz@guosen.com.cn

财报点评

营收利润增长；自营+委管并进

● 营收利润双双增长

2018年上半年，公司实现营业收入7.43亿元，同比增长17.18%；上半年归母净利润3.91亿元，同比增长15.95%，EPS为0.89元。其中，Q2收入4.15亿元，同比增长24.36%，归母净利润2.13亿元，同比增长19.47%。上半年公司收入增长主要因公司经营的卖场面积增加、租金水平上涨及新增写字楼销售所致，其中写字楼销售对销售收入贡献为7600万元，剔除这部分影响，收入增速为5.19%，扣非后净利润增速约为6-7%。公司预计1-9月实现归母净利润5.5亿元-6.2亿元，同比增长8.64%-22.47%。

● 写字楼销售致盈利能力小幅下滑

18年上半年，公司毛利率为70.62%，同比下降0.22pct，主要因销售写字楼部分毛利率较低，市场租赁、市场服务业务毛利率都有所提升。毛利率的小幅下降致公司净利率小幅下降，18年上半年净利率为52.66%，同比下降0.56pct。

● 委托管理模式加速拓展

委托管理方面，上半年公司新签约项目2个，总规模17.80万平方米，新开业物业规模为7.00万平方米。自建项目方面，新都二期于2018年3月正式建成并投入运营，建筑面积约为3.6万平方米，入驻153家商户。

● 股票激励机制推出，高管增持彰显信心

公司限制性股票激励计划已于5月21日完成股票授予登记，合计授予股票582.40万股，约占总股本的1.32%。通过股票激励，利于建立、健全公司长效激励约束机制。公司实控人刘兵先生截止7月22日，累计增持公司股份174.74万股，增持金额共计4547.62万元，交易均价为26.02元。

● 风险提示

租金增幅增速放缓；新项目运营进度不及预期。

● 自营+委管齐头并进，给予“增持”评级

公司作为区域性家居流通市场龙头，自营+委管业务齐头并进，高速发展。股票激励机制推出，高管增持彰显信心；公司实控人刘兵先生累积增持均价为26.02元，低于公司当前股价，建议关注。预计公司18/19/20年EPS分别为1.75/1.74/1.85元，给予“增持”评级，

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,221	1,258	1,643	1,434	1,508
(+/-%)	17.3%	3.1%	30.5%	-12.7%	5.2%
净利润(百万元)	556	651	780.00	776.59	821.27
(+/-%)	22.8%	17.1%	19.8%	-0.4%	5.8%
摊薄每股收益(元)	1.25	1.46	1.75	1.74	1.85
EBIT Margin	55.9%	59.3%	53.2%	59.8%	59.8%
净资产收益率(ROE)	14.6%	15.4%	16.4%	14.7%	14.1%
市盈率(PE)	19.9	16.9	14.2	14.2	13.4
EV/EBITDA	13.0	12.1	10.7	10.7	10.2
市净率(PB)	2.90	2.60	2.32	2.09	1.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

营收利润双双增长

2018年上半年，公司实现营业收入7.43亿元，同比增长17.18%；上半年归母净利润3.91亿元，同比增长15.95%；扣非后归母净利润3.82亿元，同比增长15.91%，EPS为0.89元。其中，Q2收入4.15亿元，同比增长24.36%，归母净利润2.13亿元，同比增长19.47%。

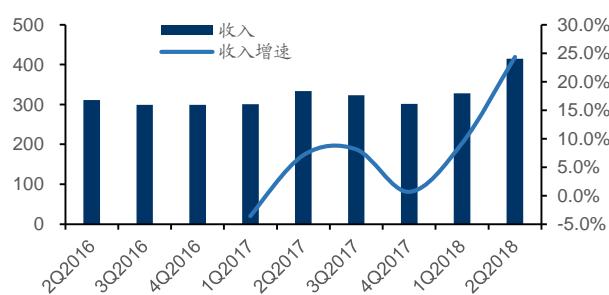
上半年公司收入增长主要因公司经营的卖场面积增加、租金水平上涨及新增写字楼销售所致，其中写字楼销售对销售收入贡献为7600万元，剔除这部分影响，收入增速为5.19%；我们测算地产销售上半年利润贡献约为3200万，剔除影响，公司扣非后净利润增速约为6-7%。公司预计2018年写字楼销售将实现收入为29,000余万元，利润约8,000余万元。公司拟每10股派发现金红利5.00元（含税），共计派发股利2.23亿元。

公司还公布前三季度业绩预告，预计1-9月实现归母净利润5.5亿元-6.2亿元，同比增长8.64%-22.47%。

分地区看，上半年四川省内其他地区及重庆地区的收入为2413.52万元，同比增长70.56%，主要因加盟及委托管理项目增加所致。

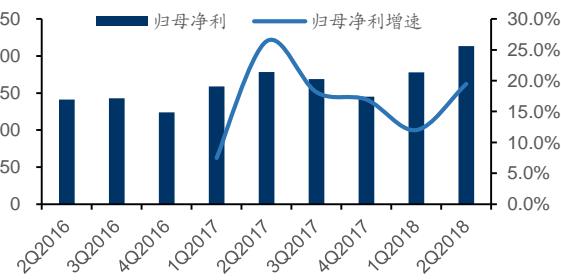
资产负债表方面，上半年公司无形资产增加4.96亿元，增长46.01%，主要系富森天府取得天府新区项目土地使用权，计入土地成本5.19亿元；新都二期于2018年3月完工转入投资性房地产。

图1：公司分季度营收及营收增速（百万元，%）



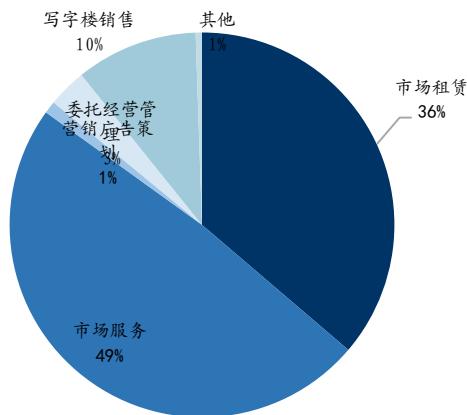
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度归母净利及净利增速（百万元，%）



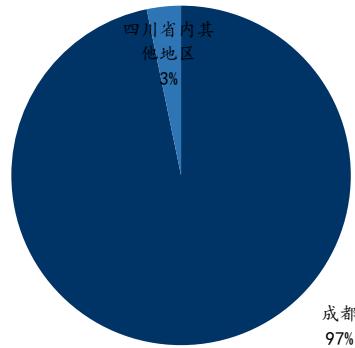
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2018H1公司分产品营业收入构成（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2018H1公司分地区营业收入构成（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

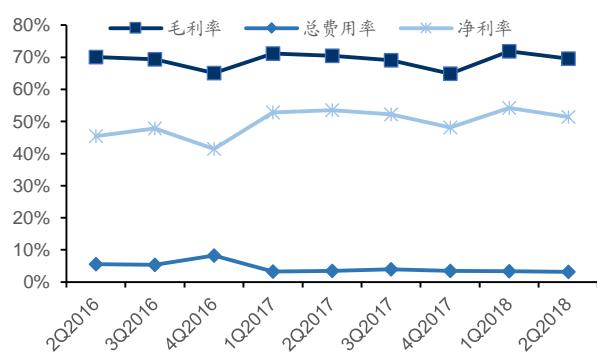
写字楼销售致盈利能力小幅下滑

18年上半年，公司毛利率为70.62%，同比下降0.22pct，主要因销售写字楼部分毛利率较低，市场租赁、市场服务业务毛利率都有所提升；18Q2毛利率为69.62%，同比下降0.9pct。

期间费用率方面，18H1销售费用率为0.16%，同比增长0.04pct；管理费用率为3.28%，同比维持稳定；财务费用率为-0.18%，同比优化0.12pct，总费用率为3.26%，同比小幅优化。

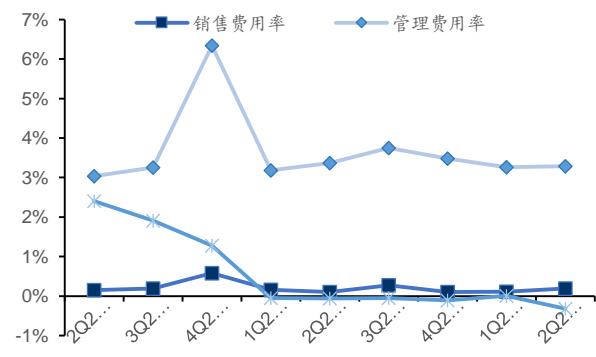
毛利率的小幅下降致公司净利率小幅下降，18年上半年净利率为52.66%，同比下降0.56pct。

图5：公司分季度的毛利率、净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

委托管理模式加速拓展

委托管理方面，上半年公司新签约项目2个，总规模17.80万平方米，新开业物业规模为7.00万平方米；累积签约项目达到7个，物业总规模为64.90万平方米，已开业运营的物业规模为26.80万平方米。

自建项目方面，新都二期于2018年3月正式建成并投入运营，建筑面积约为3.6万平方米，入驻153家商户。新都二期的运营有利于公司业绩增长，就近服务新都地区的建材消费市场，进一步巩固和增强公司在四川乃至西南地区的品牌影响力。自营总面积突破90万平方米。

表1：公司上半年新签约项目一览

项目名称	签约时间	城市	经营委管期限	建筑面积(万平方米)	现状
泸州科维商城项目	2018.1.1	四川省泸州市	10年	7	在营
富森美（自贡）国际家居广场	2018.5.8	四川省自贡市	10年	10.8	在建

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

股票激励机制推出，高管增持彰显信心

2018年，公司推出限制性股票激励计划，并于5月21日完成股票授予登记。此次股票激励合计授予限制性股票数量为582.40万股，约占总股本的1.32%，授予价格为14.83元/股，其中对公司145名董事、高管、中层及核心业务骨干进行股权激励的数量为506.30万股，预留数量为76.10万股。通过股票激励，

利于建立、健全公司长效激励约束机制，调动员工积极性。

6月21日，公司控股股东、实际控制人刘兵先生计划在12个月内增持1亿元，累计增持比例不超过本公司已发行股份的2%。截止7月22日，刘兵先生累计增持公司股份174.74万股，增持金额共计4547.62万元，交易均价为26.02元。

表2：公司股票激励计划及解禁详情

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	以2017年利润总额为基数， 2018增长率不低于10%；	30%
第二个解除限售期	以2017年利润总额为基数， 2019增长率不低于20%；	30%
第三个解除限售期	以2017年利润总额为基数， 2020年增长率不低于30%；	40%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

自营+委管齐头并进，给予“增持”评级

公司作为区域性家居流通市场龙头，自营+委管业务齐头并进，高速发展。股票激励机制推出，高管增持彰显信心；公司实控人刘兵先生累积增持均价为26.02元，低于公司当前股价，建议关注。预计公司18/19/20年EPS分别为1.75/1.74/1.85元，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	987	2071	2067	2722	营业收入	1258	1643	1434	1508
应收款项	4	5	5	5	营业成本	391	608	437	460
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	77	100	87	92
其他流动资产	614	657	574	603	销售费用	2	3	2	2
流动资产合计	1605	2733	2645	3330	管理费用	74	101	93	95
固定资产	411	713	767	718	财务费用	(1)	(38)	(51)	(59)
无形资产及其他	1078	1035	991	948	投资收益	11	10	10	10
投资性房地产	2222	2222	2222	2222	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	43	43	43	43
资产总计	5315	6702	6625	7219	营业利润	769	922	918	971
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	87	149	97	102	利润总额	770	922	918	971
其他流动负债	959	1677	1133	1192	所得税费用	119	142	141	150
流动负债合计	1046	1826	1229	1294	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	20	20	20	20	归属于母公司净利润	651	780	777	821
其他长期负债	7	7	7	7					
长期负债合计	27	27	27	27					
负债合计	1073	1853	1257	1321					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	4242	4757	5270	5812					
负债和股东权益总计	5315	6610	6526	7132					
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.46	1.75	1.74	1.85	净利润	651	780	777	821
每股红利	0.50	0.60	0.59	0.63	资产减值准备	0	1	0	(0)
每股净资产	9.53	10.69	11.84	13.06	折旧摊销	252	333	296	309
ROIC	16%	18%	18%	18%	公允价值变动损失	1	0	0	0
ROE	15%	16%	15%	14%	财务费用	(1)	(38)	(51)	(59)
毛利率	69%	63%	70%	70%	营运资本变动	(584)	737	(512)	34
EBIT Margin	59%	53%	60%	60%	其它	(0)	(1)	(0)	0
EBITDA Margin	79%	73%	80%	80%	经营活动现金流	321	1849	560	1164
收入增长	3%	31%	-13%	5%	资本开支	(90)	(500)	(300)	(230)
净利润增长率	17%	20%	0%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	20%	28%	19%	19%	投资活动现金流	(90)	(500)	(300)	(230)
息率	2.0%	2.4%	2.4%	2.5%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	16.9	14.2	14.2	13.4	负债净变化	0	0	0	0
P/B	2.6	2.3	2.1	1.9	支付股利、利息	(221)	(265)	(264)	(279)
EV/EBITDA	12.1	10.7	10.7	10.2	其它融资现金流	130	0	0	0
					融资活动现金流	(312)	(265)	(264)	(279)
					现金净变动	(81)	1084	(4)	655
					货币资金的期初余额	1068	987	2071	2067
					货币资金的期末余额	987	2071	2067	2722
					企业自由现金流	209	1309	209	876
					权益自由现金流	340	1341	252	926

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032