

富森美 (002818.SZ)

委管驱动跨区扩张，写字楼销售带动业绩增长提速

核心观点：

● 内生增长趋稳，新增写字楼销售带动收入利润增速提升

公司 1H18 实现营业收入 7.43 亿元，(YoY+17.18%)；归母净利润 3.91 亿元 (YoY+15.96%)。2Q18 单季度实现营业收入 4.14 亿元 (YoY+24.36%)，归母净利润 2.13 亿元 (YoY+19.5%)。公司收入&利润增长提速主要受出售写字楼影响：1H18 全资子公司出售写字楼实现销售收入 7620 万元，净利润 2453 万元，剔除后公司 1H18 营业收入同比增长 5.17%，净利润同比增长 8.68%，内生性增长由经营面积增加、租金上涨带动。据公司披露，出售写字楼全年预计实现销售收入 2.9 亿元，利润 8000 万元。

● 毛利率同比下降 0.22pp，财务费用带动期间费用率下降 0.1pp

1H18 公司毛利率 70.62%，同比降低 0.22PP，主要系新增写字楼销售业务毛利率 (60.37%) 拉低。1H18 公司销售费用+管理费用率基本保持不变；财务费率同比下降 0.12PP 至 -0.18%，主要系利息收入增加所致。从费用结构看，除折旧摊销费用率下降明显外 (-0.37pp)，其他各项费用率保持稳定。

● 自营+委管双轮驱动扩张，推进七大服务业态创新

自营：报告期内新都二期 (3.6 万平方米) 建成并投入运营。自营商场总面积超过 90 万平方米，入驻商户 2700 余户，成都地区龙头地位巩固。**委管：**报告期内在泸州与自贡新签约 2 个项目，截至 2018 年 6 月末已签约 7 个委管项目，物业总规模 64.9 万平方米，已开业运营 26.8 万平方米，开启重庆及成都外四川地区跨区扩张。**业态创新：**形成大物流批发、独立大店、精品家具 MALL、创意创客中心、时尚软装、进口家居及拎包入住七大服务业态，推进“泛家居综合服务平台”建设。考虑全资子公司出售写字楼带来 2018 年一次性收入&利润增加，预计 18-20 年净利润分别为 8.34、7.78、8.52 亿元，EPS 分别为 1.87、1.75、1.92 元，当前价格对应 18-20PE 分别为 14.26、15.29、13.95 倍，看好委管跨区扩张潜力和泛家居战略布局，给予买入评级。

● 风险提示：门店轻资产扩张不及预期；房地产调控影响建材家居后市场；市场景气度下滑，租金下降；全国性家具品牌渠道下沉，竞争加剧。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,221.06	1,258.46	1,660.60	1,465.29	1,578.09
增长率 (%)	17.31%	3.06%	31.96%	-11.76%	7.70%
EBITDA (百万元)	930.50	998.06	986.53	915.98	1,006.07
净利润 (百万元)	555.97	651.19	833.76	777.66	852.28
增长率 (%)	22.82%	17.13%	28.04%	-6.73%	9.59%
EPS (元/股)	1.264	1.480	1.873	1.747	1.915
市盈率 (P/E)	46.42	20.48	14.26	15.29	13.95
市净率 (P/B)	6.77	3.14	2.34	2.03	1.77
EV/EBITDA	26.61	12.39	10.59	11.52	10.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格

买入

24.36 元

前次评级

报告日期

买入

2018-08-21

分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究：

富森美 (002818.SZ)：收 2018-04-12

入、净利平稳增长，区域龙头地位稳固

富森美 (002818.SZ)：自 2018-03-30

营+委管双轮驱动，净利润同比增长 17.13%

富森美 (002818.SZ)：净 2017-08-31

利润同比增长 16.72%，关注轻资产外延扩张

联系人：贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

图 1: 累计营业收入及增速

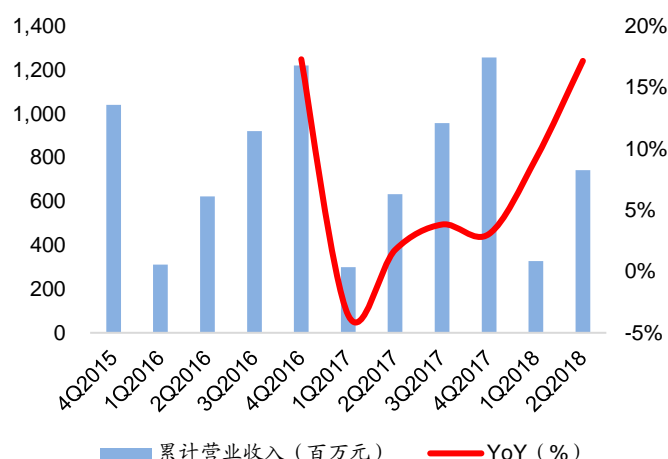
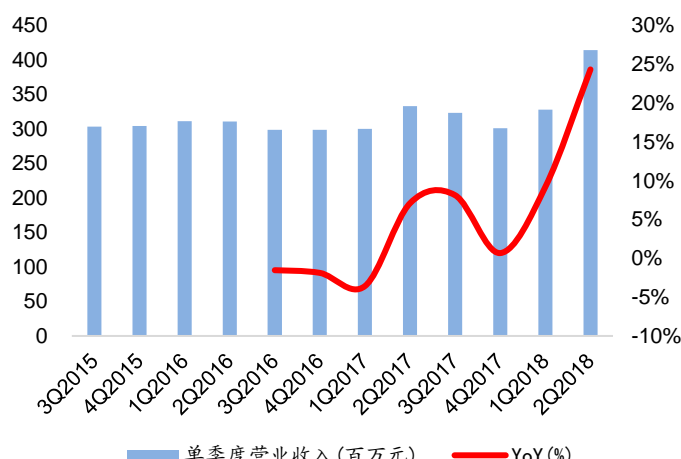


图 2: 季度营业收入及增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 累计归母净利润及增速

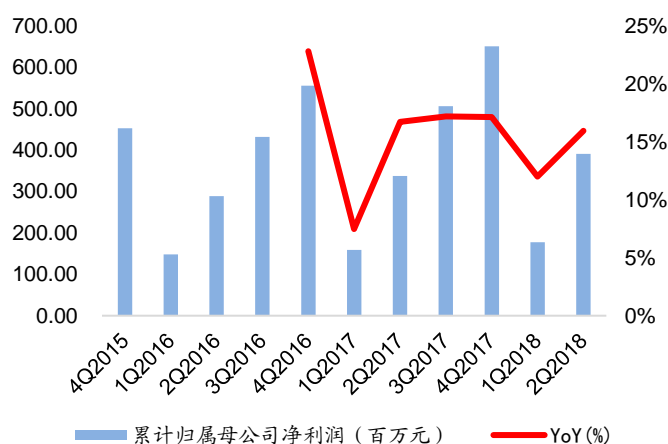
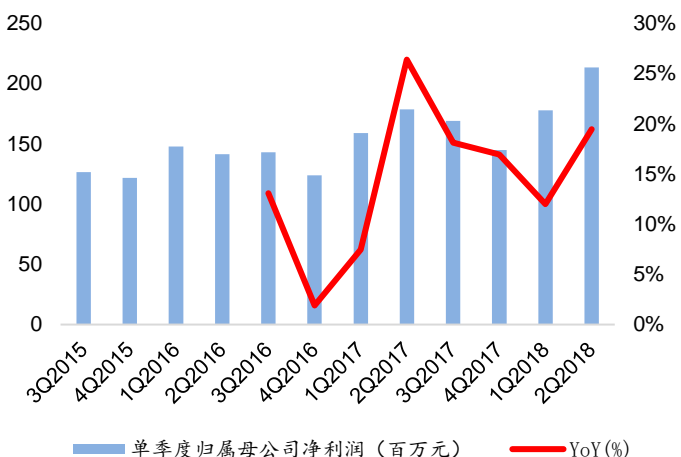


图 4: 季度归母净利润及增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 5: 营业收入按业务板块拆分

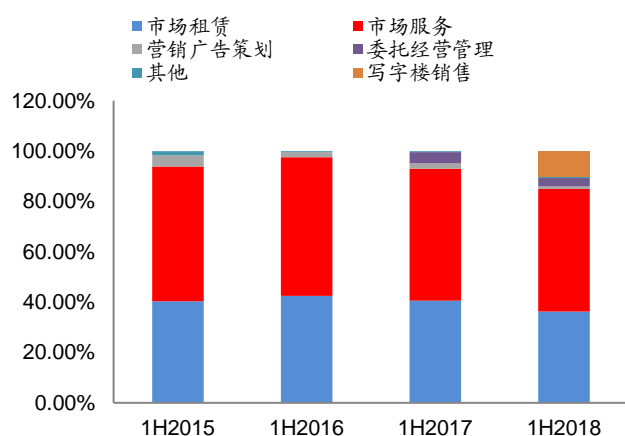
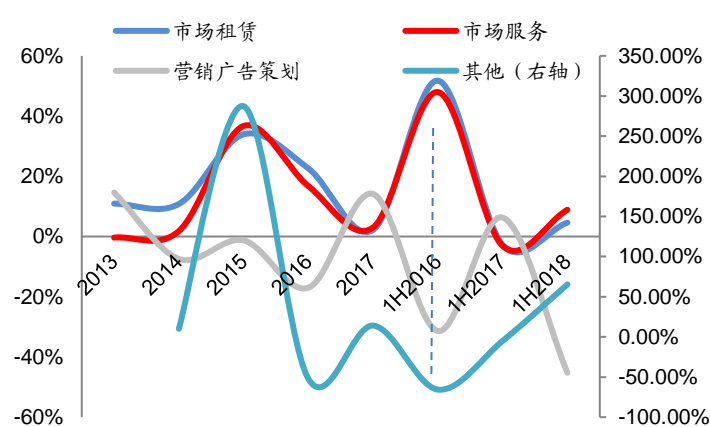


图 6: 各业务板块收入增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 7: 累计销售+管理费用率

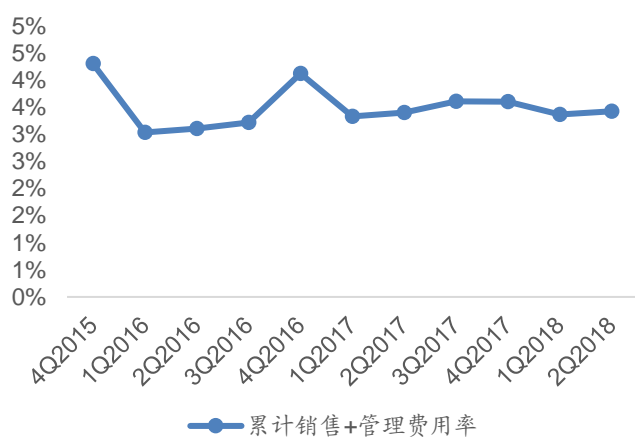
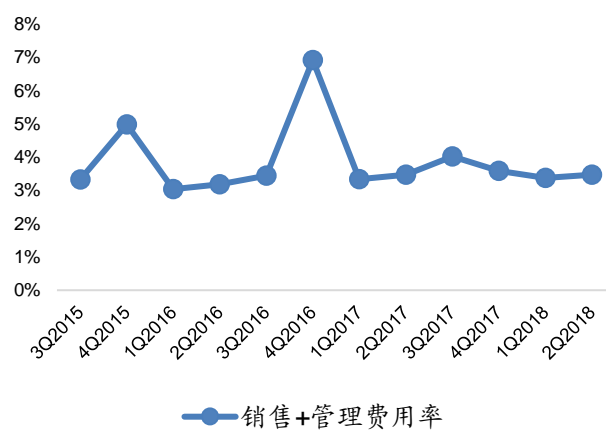


图 8: 单季度销售+管理费用率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 9: 累计财务费率

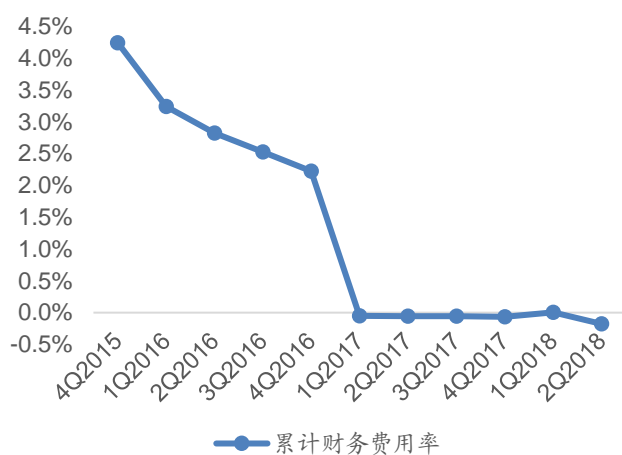
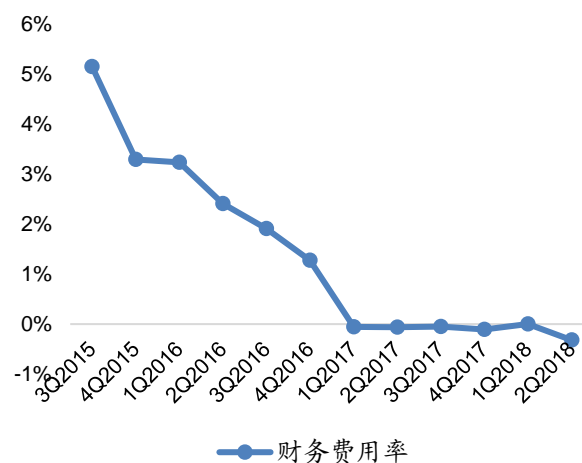


图 10: 单季度财务费率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 公司销售管理费用拆分

单位: 百万元	1H2016	1H2017	1H2018	1H2018 费用占 比	同比增速 1H2017	1H2018
职工薪酬	7.51	10.87	12.91			
营收占比	1.21%	1.72%	1.74%	50.65%	44.74%	18.77%
折旧摊销	5.30	4.76	2.82			
营收占比	0.85%	0.75%	0.38%	11.06%	-10.19%	-40.76%
差旅办公招待费	2.30	2.04	2.28			
营收占比	0.37%	0.32%	0.31%	8.95%	-11.30%	11.76%
咨询服务	0.48	0.89	1.29			
营收占比	0.08%	0.14%	0.17%	5.06%	85.42%	44.94%
广告宣传	0.67	0.70	0.90			
营收占比	0.11%	0.11%	0.12%	3.53%	4.48%	28.57%
消防安保	0.06	0.04	0.15			
营收占比	0.01%	0.01%	0.02%	0.59%	-33.33%	275.00%
其他	3.08	2.31	5.14			
营收占比	0.49%	0.37%	0.69%	20.17%	-25.00%	122.51%
销售管理费用	19.38	21.61	25.49			
营收占比	3.11%	3.41%	3.43%		11.50%	17.93%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 2: 报告期内公司新签约项目

项目名称	签约时间	城市	经营委管期限	建筑面积 (万m ²)	现状
泸州科维商城项目	2018.1.1	四川省泸州市	10 年	7.0	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
合计				17.8	

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

资产负债表	单位：百万元				
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1086	1605	2882	3440	4358
货币资金	1068	987	1461	1354	1465
应收及预付	13	14	22	17	18
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	604	1398	2069	2875
非流动资产	3769	3710	3671	3657	3642
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	334	332	323	316	308
在建工程	208	79	51	36	24
无形资产	1018	1078	1076	1085	1089
其他长期资产	2209	2221	2221	2221	2221
资产总计	4855	5315	6552	7097	8000
流动负债	1015	1046	1472	1254	1316
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1014	1045	1472	1254	1316
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	29	27	27	27	27
长期借款	20	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	7	7	7	7
负债合计	1044	1073	1499	1282	1344
股本	440	440	445	445	445
资本公积	1038	1038	1038	1038	1038
留存收益	2333	2764	3598	4376	5228
归属母公司股东权益	3811	4242	5053	5816	6656
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	4855	5315	6552	7097	8000

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	1221	1258	1661	1465	1578	
营业成本	374	391	522	428	442	
营业税金及附加	114	77	131	110	117	
销售费用	3	2	2	2	2	
管理费用	47	43	51	41	43	
财务费用	27	-1	-11	-13	-13	
资产减值损失	1	1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	23	16	18	17	
营业利润	655	769	981	915	1004	
营业外收入	5	1	5	5	4	
营业外支出	2	0	1	1	1	
利润总额	658	770	985	920	1008	
所得税	102	119	152	142	155	
净利润	556	651	834	778	852	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	556	651	834	778	852	
EBITDA	931	998	987	916	1006	
EPS（元）	1.26	1.48	1.87	1.75	1.91	

现金流量表	单位：百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	839	980	471	-96	121
净利润	556	651	834	778	852
折旧摊销	248	252	32	32	32
营运资金变动	2	82	-376	-884	-744
其它	33	-6	-18	-21	-19
投资活动现金流	-459	-840	0	-10	-8
资本支出	-461	-248	-16	-28	-25
投资变动	0	-592	16	18	17
其他	2	0	0	0	0
筹资活动现金流	217	-221	4	-1	-1
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	-723	0	0	0	0
股权融资	977	0	5	0	0
其他	-36	-221	-1	-1	-1
现金净增加额	596	-81	475	-107	111
期初现金余额	472	1068	987	1461	1354
期末现金余额	1068	987	1461	1354	1465

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	17.3	3.1	32.0	-11.8	7.7
营业利润增长	23.4	17.5	27.6	-6.7	9.7
归属母公司净利润增长	22.8	17.1	28.0	-6.7	9.6
获利能力(%)					
毛利率	69.4	69.0	68.6	70.8	72.0
净利率	45.5	51.7	50.2	53.1	54.0
ROE	14.6	15.3	16.4	13.3	12.7
ROIC	102.3	59.5	56.7	32.4	27.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.5	20.2	22.8	17.9	16.7
净负债比率	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
流动比率	1.07	1.53	1.96	2.74	3.31
速动比率	1.06	1.52	1.95	2.73	3.30
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.25	0.28	0.21	0.21
应收账款周转率	5,237.8	1,504.4	1,577.6	1,991.2	2,234.1
存货周转率					
每股指标(元)					
每股收益	1.26	1.48	1.87	1.75	1.91
每股经营现金流	1.91	2.23	1.06	-0.22	0.27
每股净资产	8.66	9.64	11.42	13.16	15.08
估值比率					
P/E	46.4	20.5	14.3	15.3	13.9
P/B	6.8	3.1	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	26.6	12.4	10.6	11.5	10.4

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 叶群：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018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。