

广田股份 (002482)

住宅精装修市场中的高成长企业

——广田股份 IPO 询价定价分析报告

	韩其成	白晓兰	张琨
	021-38676162	021-38674660	021-38674754
	hanqicheng@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com	zhangkun008742@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026	S0880110090085

本报告导读:

建议询价 38.00~45.50, 首日定价 49.40~59.15

投资要点:

- **住宅精装修综合排名第一的房地产园林工程企业。**2010 年上半年, 住宅精装修和公建装饰业务占公司营业收入的比例分别为 40.2%、57.51%。
- **建筑建筑业高成长代表。**2010 年 1-6 月, 公司营业收入达到 18.39 亿元, 同比增长 116.46%, 超过了同行业上市公司。公司 2009 年度较 2007 年度的营业收入大幅增长了 118.84%, 年平均复合增长率为 47.93%, 扣除非经常性损益后的净利润的年平均复合增长率为 59.89%。
- **住宅精装修行业领先, 公共建筑装饰齐头并进。**公司较早的开展了住宅精装修业务, 目前是国内较少能够在多区域、高密度、大批量实施各种类型和各种级别的住宅精装修项目。公司设计能力强, 符合公共建筑装饰设计水平要求高的特点。公司凭借其设计实力, 在酒店、铁路地铁、金融机构、文化场馆等获得一系列项目。
- **绿色装饰研发、大客户战略与全国性扩张。**公司技术研发中心是以节能环保装饰装修技术为突破方向的研发机构, 是行业前十强企业中唯一由政府部门认定的技术研发中心。公司较早与房地产行业龙头企业恒大地产形成合作关系, 在长期合作中形成了良好的沟通体系和默契的伙伴关系, 2010 年 1-6 月年恒大收入占比 44%。公司各区域业务开展势头良好, 其中广州、北京、重庆等地区所占合同份额较高, 约占合同总额的 46%。
- **运营战略模式决定财务特点。**公司业务毛利率相对于其他装饰企业较低, 不过随着公司的业务能力提升以及品牌建立带来的议价能力的提升, 公司毛利率与净利润率都稳步上升。期间费用率与应收账款周转率优于其他三家装饰上市公丝。
- **募投项目:**绿色装饰产业基地园项目、设计研发中心项目, 营销网络优化项目; 绿色工厂化促进公司扩张能力, 设计营销提升全方位势力。
- **盈利预测与估值。**根据对行业与公司的分析, 我们预测公司 2010~2012 年实现的净利润为 2.0 亿元、3.2 亿元、4.15 亿元。对应的每股收益分别为 1.25 元、2.00 元、2.59 元。我们认为发行市盈率以 30.4~36.4 倍为宜, 对应的询价股价为 38.00~45.50。预计广田股份上市的涨幅将达到 30%, 首日价格在 49.40~59.15 元之间, 对应的 2010 年市盈率为 39.5~47.3 倍。

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1248	1918	3787	6007	7643
(+/-)%	42.4%	53.7%	97.4%	58.6%	27.2%
经营利润 (EBIT)	70	126	246	396	511
(+/-)%	62.8%	80.0%	95.2%	61%	29.0%
净利润	55	101	200	320	415
(+/-)%	7.8%	83.6%	98.0%	60.0%	29.7%
每股净收益 (元)	0.34	0.63	1.25	2.00	2.59
每股股利 (元)	-	-	0.38	0.60	0.78

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

38.00-45.50

上市首日定价区间

49.40-59.15

2010.09.10

发行上市资料

总股本 (万股)	12,000
发行量 (万股)	4,000
发行日期	2010.09.14
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	财富里昂证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.33
净资产收益率 (%)	24.1%
资产负债率 (%)	63.3%

主要股东和持股比例

深圳市广田投资控股有限公司	61.00%
叶远西	20.00%
深圳广拓投资有限公司	10.00%
深圳市东方富海创业投资企业	9.00%

目录

1. 盈利模式与行业地位：高成长建筑装饰业龙头	4
1.1. 历史演变与股权结构：管理层间接持股	4
1.2. 行业地位：建筑装饰业的高成长代表	5
2. 增长路径和驱动因素：住宅精装修行业领先，公共建筑装饰齐头并进	6
2.1. 住宅精装修业务市场空间巨大，广田综合势力排第一	6
2.1.1. 住宅精装修业务未来前景广阔	6
2.1.2. 公司是我国住宅精装修综合势力第一	8
2.2. 公共建筑装饰需求稳中提升，公司具备强竞争力	9
2.2.1. 公共建筑装饰市场规模稳中前进	9
2.2.2. 公司设计能力保证在公共建筑装饰市场具有强竞争力	10
3. 竞争优势：绿色装饰、大客户战略与全国性扩张	11
3.1. 节能环保、绿色装饰等技术研发走在行业前列	11
3.2. 较早走上大客户战略	11
3.3. 全国性扩张促进业务发展	12
4. 运营战略模式决定财务特点	13
4.1. 毛利率相对较低，但稳中有升	13
4.2. 费用控制管理能力突出，运营能力较强	13
5. 募集资金投放项目：绿色装饰开创未来，设计与营销网络支持综合发展	14
6. 风险因素分析	14
6.1. 客户集中度较高带来的依赖风险	14
6.2. 公司规模扩大带来的管理风险	14
6.3. 市场竞争加剧的风险	14
7. 盈利预测：2010~2011 年 EPS 为 1.25 元、2.00 元	15
8. 估值及定价：询价区间 38.0~45.5 元	15

图表目录

图 1: 公司发展历程图	4
图 2: 公司发行前股权结构	5
图 3: 公司住宅精装修与公告建筑装饰收入增长	5
图 4: 公司与其他装饰上市公司收入增速	5
图 5: 2007 年公司收入结构	6
图 6: 2010 年 1-6 月公司收入结构	6
图 7: 我国商品房销售面积及增速	7
图 8: 09 年三季度我国住宅精装修与发达国家对比	7
图 9: 公司与亚夏股份 2009 年住宅精装修收入比较	8
图 10: 公司住宅精装修收入占比	8
图 11: 公司与亚夏股份 09 年住宅精装修收入比较	9

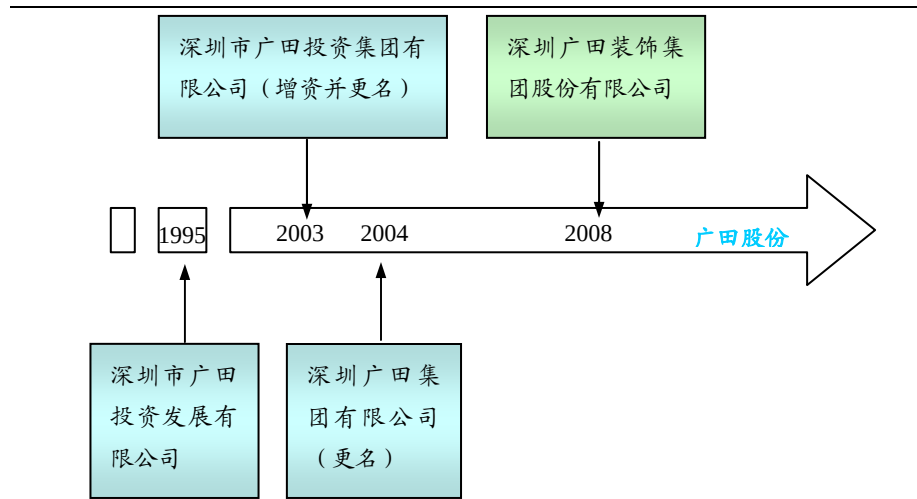
图 12: 我国城市化率及预测	9
图 13: 我国高星级酒店建设情况.....	9
图 14: 我国 2010 年 Q1 在建酒店房间数.....	9
图 15: 我国与发达国家每十万人拥有图书馆数比较.....	10
图 16: 我国博物馆、阅览室数建设情况.....	10
图 17: 公司收入来源于恒大地产占比.....	12
图 18: 公司原材料采购中恒大材料占比.....	12
图 19: 公司 2009 年收入区域结构.....	12
图 20: 洪涛股份 2009 年收入区域结构.....	12
图 21: 公司与其他装饰上市公司毛利率对比.....	13
图 22: 公司与其他装饰上市公司净利润率对比.....	13
图 23: 公司与其他装饰上市公司期间费用率对比.....	13
图 24: 公司与其他装饰公司应收账款周转率对比.....	13
表 1: 公司及其控股子公司主营业务情况.....	4
表 2: 建筑装饰行业前十名企业名单.....	4
表 3: 我国新建住房面积数预测.....	7
表 4: 我国主要城市对住宅精装修产业的发展政策及规划.....	7
表 5: 我国一次性装修相关法律.....	7
表 6: 2009 年度我国住宅全装修综合势力榜比较.....	8
表 7: 公司回头客户收入占比.....	8
表 8: 我国部分在建铁路中心.....	10
表 9: 公司鲁班奖获得列表	11
表 10: 公司与行业前 5 强获得项目比较.....	11
表 11: 公司计划募投项目 (万)	14
表 12: 公司计划募投项目 (万)	15
表 13: 市场估值比较	16
表 14: 近期中小板上市公司发行状况.....	16

1. 盈利模式与行业地位：高成长建筑装饰业龙头

1.1. 历史演变与股权结构：管理层间接持股

广田股份成立于 1995 年，是国内领先的建筑装饰工程承建商，在住宅精装修领域处于行业领先地位，同时在公共建筑装饰领域也具有很强的竞争力。广田股份专注于高端建筑装饰业务，连续七年入选中国建筑装饰行业百强企业综合实力前十位，2007 年、2008 年连续两年名列全国建筑装饰行业百强企业第六名。

图 1：公司发展历程图



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

表 1：公司及其控股子公司主营业务情况

公司名称	主营业务	2009 年总收入	2009 年总资产
广田装饰集团股份有限公司	公共装饰工程及住宅精装修工程的设计施工	183,989 万元	77,068 万元
广田幕墙	金属门窗、幕墙购销、建筑幕墙工程设计、施工。	—	275.03 万元
广田装饰设计研究院	室内装潢、园林绿化等业务设计	188.56 万元	306.51 万元
广田建筑装饰材料	建筑装饰材料的购销	75.33 万元	132.56 万元
广田置业	地下停车场的经营	324.82 万元	5,893.58 万元
广田高科新材料	建筑装饰材料、新型材料的生产、加工、技术开发。	—	5,594.20 万元

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

表 2：建筑装饰行业前十名企业名单

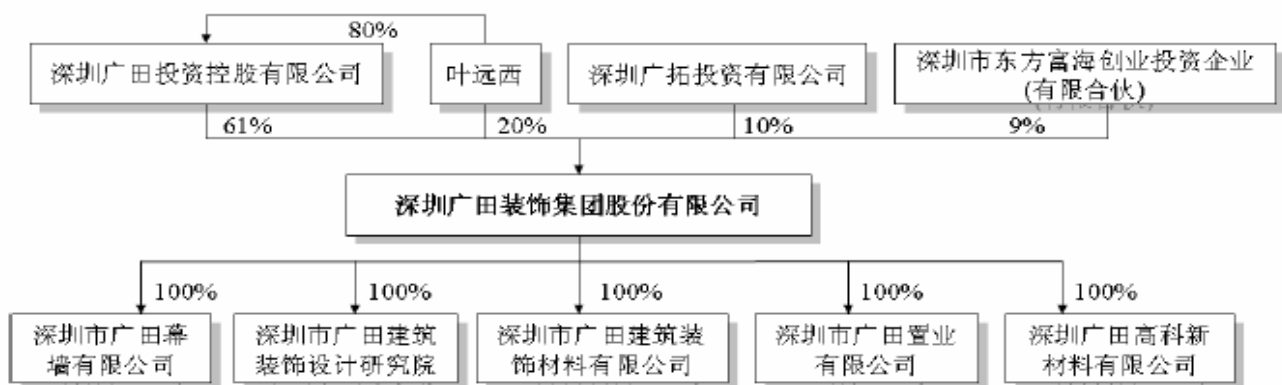
公司名称	2008 年度	2007 年度
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	1	1
浙江亚厦装饰股份有限公司	2	2
深圳市深装总装饰工程工业有限公司	3	3
中国建筑装饰工程有限公司	4	4
深圳市洪涛装饰股份有限公司	5	5
深圳广田装饰集团股份有限公司	6	6
深圳市科源建设集团有限公司	7	7
北京港源建筑装饰工程有限公司	8	9
深圳市建筑装饰（集团）有限公司	9	17
深圳长城家俱装饰工程有限公司	10	8

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

本公司的控股股东为广田控股，实际控制人为叶远西，叶远西直接和间接合计持有本公司 81% 的股份，叶远西之兄叶远东通过广拓投资间接持有本公司 10% 的股份，其中广拓投资的另外 36 位自然人均为股份公司及广田控股的核心管理人员或业务骨干。因此，公司管理层激励比较充足。

公司旗下 5 家全资子公司，分别为广田幕墙，广田建筑装饰设计院，广田建筑装饰材料，广田置业，广田高科新材料。相对于广田股份，5 家子公司总资产以及年收入相对较小，对于公司的影响力有限。

图 2：公司发行前股权结构



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

1.2. 行业地位：建筑装饰业的高成长代表

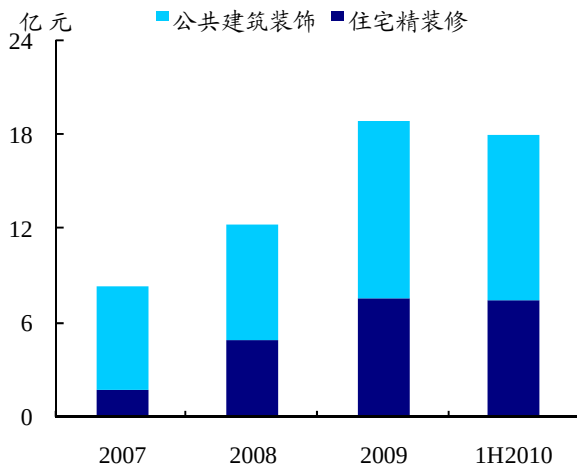
公司目前业务专注于酒店、地铁铁路客运站、机场、商业综合体等公共装饰工程及住宅精装修工程的设计施工，拥有建筑装修装饰、建筑幕墙、机电设备安装、金属门窗工程、建筑智能化和消防设施等 10 个施工及设计壹级/甲级资质，均达到国内装饰业最高等级。

2010 年 1-6 月，公司营业收入达到 18.39 亿元，同比增长 116.46%，超过了同行业上市公司。公司 2009 年度较 2007 年度的营业收入大幅增长了 118.84%，年平均复合增长率为 47.93%，扣除非经常性损益后的净利润的年平均复合增长率为 59.89%。

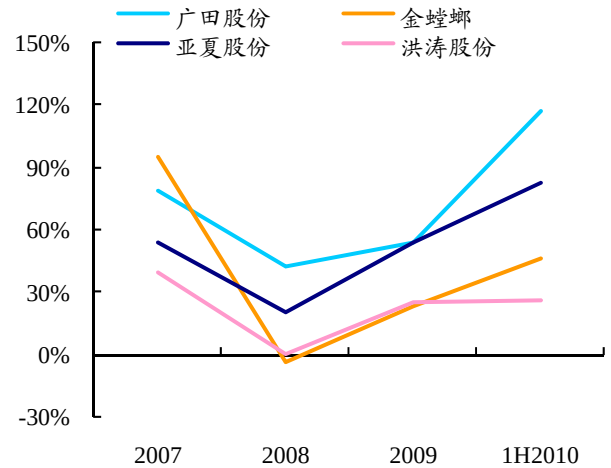
公司已公共建筑装饰业务为基础，逐步发展住宅精装修业务。经过了 2-3 年的学习培育期，住宅精装修业务在业内受到认可，业务规模得到了爆发式地增长，而同时公司仍然牢牢抓住自己在公共建筑装饰业务上的优势，稳定经营，平稳增长。

图 3：公司住宅精装修与公共建筑装饰收入增长

图 4：公司与其他装饰上市公司收入增速



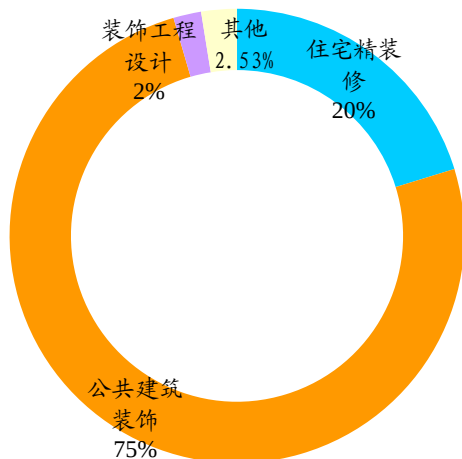
数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

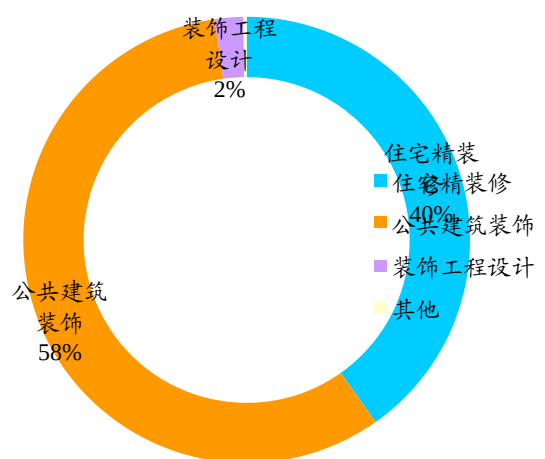
营业收入快速增长的主要原因在于住宅精装修业务的迅猛增长与公共建筑装饰的稳定增长，其中 2009 年度住宅精装修业务较 2007 年度增长了 328.91%，而公共建筑装饰业务较 2007 年度增长了 70.5%。住宅精装修业务收入比重从 2007 年的 20.24% 提升到 2010 年前 6 月的 40.20%。

图 5: 2007 年公司收入结构



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

图 6: 2010 年 1-6 月公司收入结构



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

2. 增长路径和驱动因素：住宅精装修行业领先，公共建筑装饰齐头并进

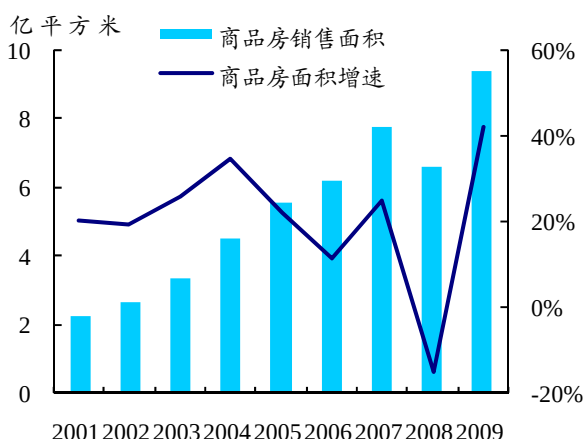
2.1. 住宅精装修业务市场空间巨大，广田综合势力排第一

2.1.1. 住宅精装修业务未来前景广阔

建筑装饰行业在我国国民经济分类中属于建筑行业之中，建筑装饰行业与土木建筑业、设备安装业并列为建筑业的三大组成部分。建筑装饰行业位于建筑业整体链条的末端，起着进一步完善和美化建筑物以及提高其质量和功能的作用。

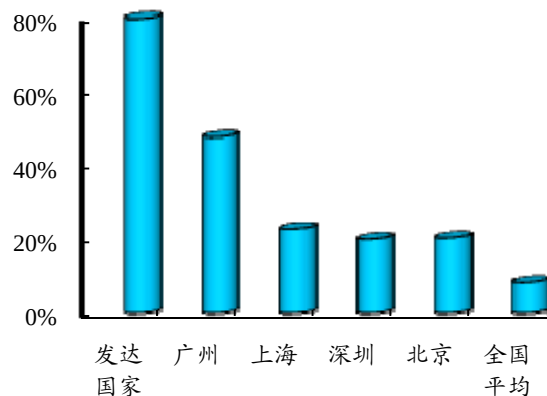
我国建筑装饰行业市场规模巨大，据建筑装饰协会预测，2010 年建筑装饰产值达到 21000 亿元，其中公共装饰 8000 亿，住宅装饰 13000 亿。

图 7: 我国商品房销售面积及增速



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 8: 09 年三季度我国住宅精装修与发达国家对比



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

据世界银行的统计, 人均国民收入达到 1,000 美元是城镇化的“起飞点”, 人均国民收入在 800—3,000 美元时也是住房消费的旺盛期。2009 年我国人均 GDP 达到 3677.86 美元, 由此带来的住宅升级产成为长期趋势。根据有关部门测算, 未来 10 年间需要新建住宅 204.71 亿平方米, 大量住宅投入使用, 将产生巨大的住宅装饰需求。

表 3: 我国新建住房面积数预测

年份	人口 (亿人)	家庭户数 (亿人)	户均人数 (人)	人均住宅面积 (平方米)	新建住宅面积 (亿平米)
2004	12.99	3.66	3.55	25.00	12.50
2010	13.77	4.32	3.19	30.00	80.00
2020	14.72	4.61	3.19	38.00	204.71

数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

从消费者需要以及政策向导来看, 我国将进入住宅精装修进程的高速发展期。建设部与 2008 年 9 月再次发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》, 指出要完善扶持政策, 推广全装修房。而作为全国住宅产业化发展改革的首个试点城市—深圳将于 2010 年全面取消毛坯房, 即商品房将由开发商精装修后出售, 大量的精装修试点工作在开展中。

表 4: 我国主要城市对住宅精装修产业的发展政策及规划

城市	住宅精装修政策规划
深圳	深圳将力争 2010 年底前, 销售住宅基本实现 100% 一次性装修。同时进行多项配套的改革, 包括在土地出让合同中明确规定新建住宅必须进行“全装修”, 政府投资兴建政策性住房必须实行“全装修”
上海	到 2010 年, 上海全装修住宅占新建商品住宅的比例在中心城区达到 60%-70%, 其他地区力争达到 30%-40%
杭州	2008 年起, 杭州新建商品住宅中, 全装修房的比例要占 50% 以上
北京	发布《北京市廉租房、经济适用房及两限房技术导则》, 要求政策性住房全部带装修

数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

表 5: 我国一次性装修相关法律

时间	相关规定
2002-5-01	《住宅室内装饰装修管理办法》
2002-7-18	《商品住宅装修一次到位实施导则》
2008-7-31	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》

数据来源：国泰君安证券研究

2.1.2. 公司是我国住宅精装修综合势力第一

公司较早的开展了住宅精装修业务，目前是国内较少能够在多区域、高密度、大批量实施各种类型和各种级别的住宅精装修项目。通过公司长期的业务开展以及住宅精装修业务水平的提升，公司目前的合作伙伴辐射全国各地，主要包括恒大地产、万科、百仕达、中海地产、皇庭地产、太古地产、龙湖地产、雅居乐地产、侨鑫地产、中信地产、大连万达、花样年地产、苏宁置业等境内外上市公司。

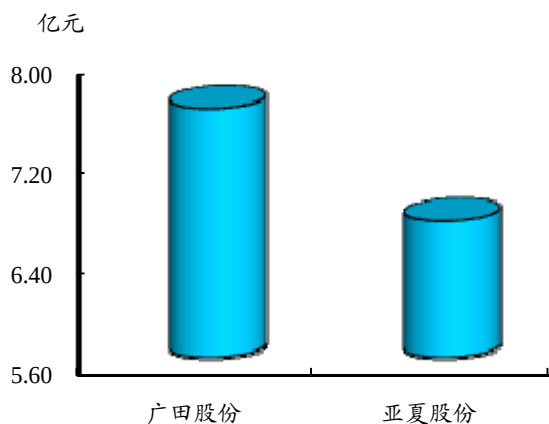
表 6：2009 年度我国住宅全装修综合势力榜比较

建筑装饰行业排名	公司名称	中国驰名商标	住宅全装修综合实力榜
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	是	3
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	是	4
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司		-
4	中国建筑装饰工程有限公司		-
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司		-
6	深圳广田装饰集团股份有限公司	是	1

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

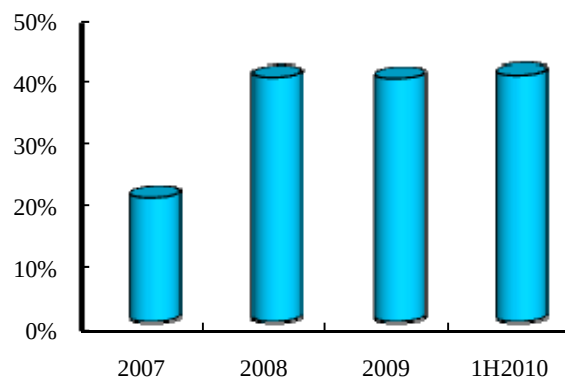
由于住宅精装修具有二次检验、规模巨大等特点，因此对于企业施工难度要求较高，大规模的工程对于企业施工管理也提出挑战。公司在住宅精装修业务通过早期的耕耘，给发包方留下深刻的印象，在住宅精装修领域拥有独特的“广田精装修模式”，从而提升客户粘性，提升客户回头率。

图 9：公司与亚厦股份 2009 年住宅精装修收入比较



数据来源：Wind，招股意向书，国泰君安证券研究

图 10：公司住宅精装修收入占比



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

表 7：公司回头客户收入占比

时间	回头客户收入占比
2007 年	39.11%
2008 年	58.21%
2009 年	65.32%

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

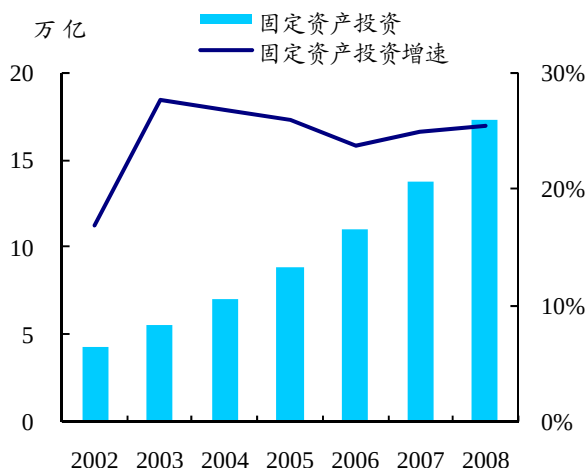
2.2. 公共建筑装饰需求稳中提升，公司具备强竞争力

2.2.1. 公共建筑装饰市场规模稳中前进

公共建筑装饰市场细分需求包括：酒店、公共文化设施、铁路机场、商务楼等。根据中国建筑装饰业协会预测，2010 年我国公共建筑装饰产业产值预计将达到 8000 亿。

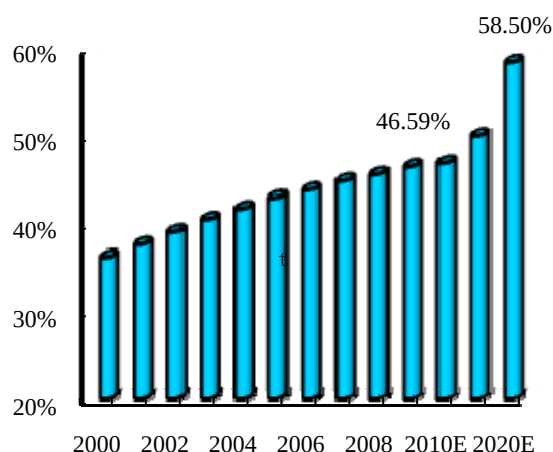
受城市化建设刺激以及消费升级，我国公共建筑装饰需求在固定资产投资高增速的背景下得到了释放。2008 年底，国家公布了 4 万亿拉动内需保增长的刺激政策，大规模的铁路、公路等基建直接促进了 2010 年建筑业后端产业链装饰行业的爆发性需求。

图 11: 公司与亚夏股份 09 年住宅精装修收入比较



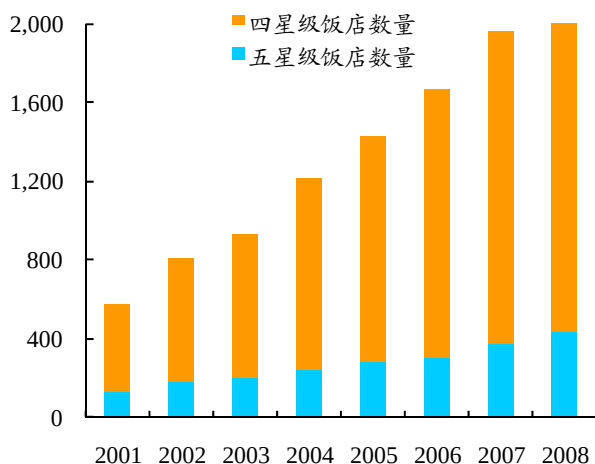
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 12: 我国城市化率及预测



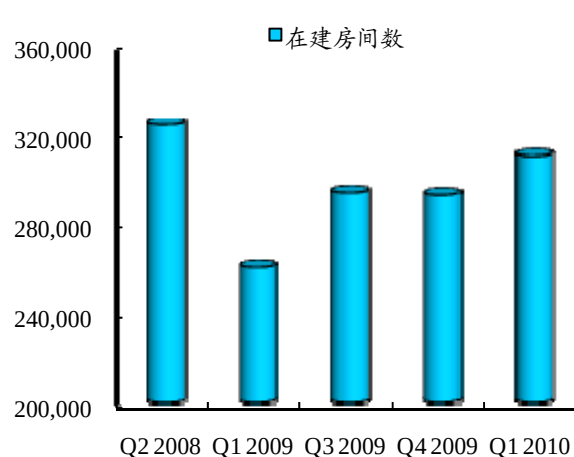
数据来源：WIND,发改委投资研究所，国泰君安证券研究

图 13: 我国高星级酒店建设情况



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 14: 我国 2010 年 Q1 在建酒店房间数



数据来源：LE，国泰君安证券研究

星级酒店：受我国旅游行业快速发展以及人均可支配收入增加，我国高

星级酒店建设长期处于高速阶段；金融危机之后，我国酒店建设重回高峰，酒店业装饰获爆发增长。

铁路、机场：2009 年 8 月，国务院批复了 22 个城市 79 条地铁建设规划，这预示着地铁枢纽中心建设进入规模化阶段；按照《全国民用机场布局规划》，至 2020 年，布局规划民用机场总数达 244 个，其中新增机场 97 个，形成北方(华北、东北)、华东、中南、西南、西北五大区域机场群。铁路、机场建设进入规模化进程将为建筑装饰企业带来更多的项目和发展机遇。

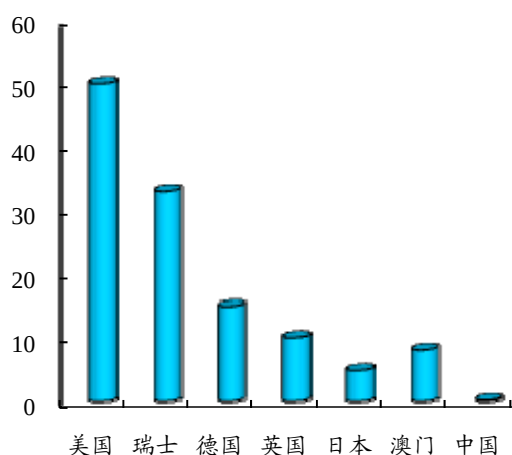
表 8：我国部分在建铁路中心

火车枢纽中心	投资额（亿元）	建设状态
新广州站	130	在建
新武汉站	51	在建
上海虹桥高铁站	49	在建
西安火车北站	40	在建
新成都站	40	在建
郑州东站	40	在建
济南西客站	15	在建
南京南站	40	在建
杭州东站	27	在建

数据来源：国泰君安证券研究

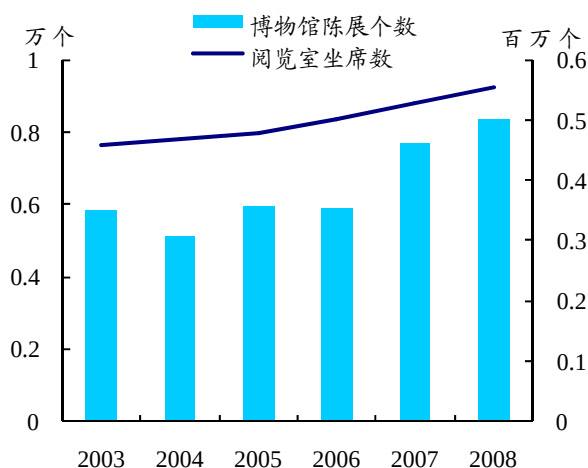
文化场馆：我国的公共文化事业建设一直是处于落后阶段，还有很大的发展空间，《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》中提出，我们要进一步完善大中城市公共文化设施，加强图书馆、博物馆和文化馆（中心）建设。

图 15：我国与发达国家每十万人拥有图书馆数比较



数据来源：《发达国家图书馆概览》，国泰君安证券研究

图 16：我国博物馆、阅览室数建设情况



数据来源：统计局，国泰君安证券研究

2.2.2. 公司设计能力保证在公共建筑装饰市场具有强竞争力

公司设计能力强，符合公共建筑装饰设计水平要求高的特点。公司凭借其设计实力，在酒店、铁路地铁、金融机构、文化场馆等获得一系列项目。

公司拥有强大的创意设计能力，目前拥有设计师 170 余人，其中高级室内设计师 20 余人，共计 23 人先后荣获“全国最有成就的资深室内设计师”、“最具影响力中青年设计师”及“IAID 最具影响力建筑装饰中青年设计师”称号。

表 9：公司鲁班奖获得列表

	项目名称	获奖时间
1	深圳市公路主枢纽控制中心	2001.12
2	国家电力调度中心工程	2002.12
3	桂林漓江饭店改扩建工程	2003.12
4	鲁班奖 临沂人民医院主体大楼	2005.12
5	贵阳大剧院	2007.12
6	井冈山革命博物馆新馆	2008.12

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

3. 竞争优势：绿色装饰、大客户战略与全国性扩张

3.1. 节能环保、绿色装饰等技术研发走在行业前列

“绿色装饰”是中国建筑装饰行业的主流发展趋势，公司技术研发中心是以节能环保装饰装修技术为突破方向的研发机构，公司设立了以节能环保装饰技术为突破方向的技术研发中心，2008 年被深圳市政府部门认定为深圳市市级研究开发中心，是行业前十强企业中唯一由政府部门认定的技术研发中心。

目前技术研发中心已获得 2 项国家专利，参与 11 项国家标准及行业标准编制，荣获 53 项“全国建筑装饰行业科技创新成果奖”，并为公司的“全国建筑装饰行业产业化实验基地”及“国家十一五科技支撑计划项目产业化示范基地”提供技术支持。相对于竞争对手，公司在全中国建筑装饰行业科技创新上的成果远远多于其他装饰企业。

表 10：公司与行业前 5 强获得项目比较

建筑装饰 行业排名	公司名称	全国建筑工程 装饰奖	全国建筑装饰 工程科技示范 工程创新奖	全国建筑装饰 行业科技创新 成果奖	合计
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	16	36	-	52
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	10	35	2	47
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	1	-	-	1
4	中国建筑装饰工程有限公司	7	4	5	16
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	5	-	-	5
6	深圳广田装饰集团股份有限公司	3	18	53	74

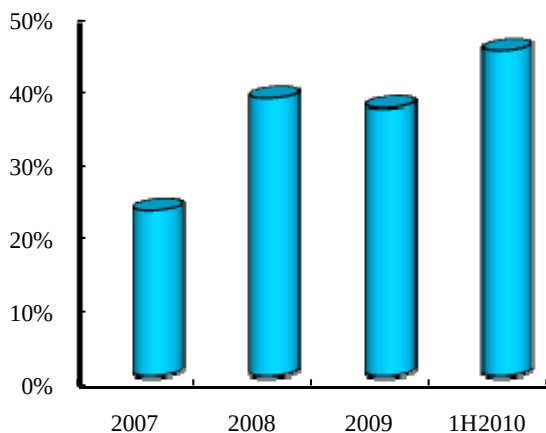
数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

3.2. 较早走上大客户战略

公司较早与房地产行业龙头企业恒大地产形成合作关系，在长期合作中形成了良好的沟通体系和默契的伙伴关系，使得恒大地产在进行住宅精装修业务招标时在同等条件下倾向优先与公司进行合作，从而使双方的

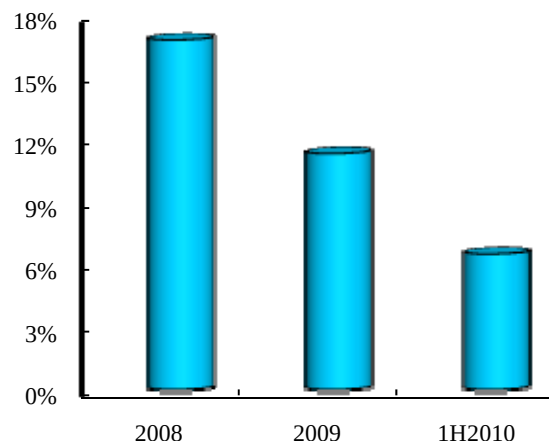
业务具有一定的稳定性和持续性。

图 17: 公司收入来源于恒大地产占比



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

图 18: 公司原材料采购中恒大材料占比



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

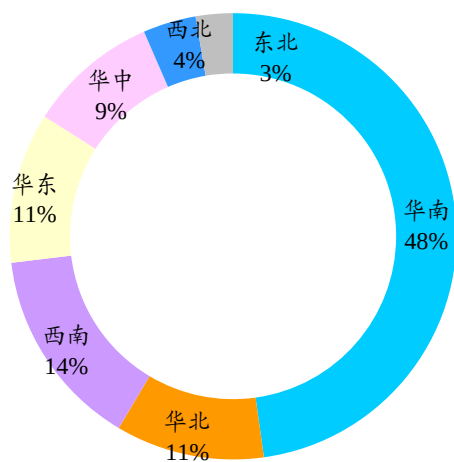
3.3. 全国性扩张促进业务发展

作为深圳的建筑装饰企业, 公司与洪涛股份一样, 很早开始了全国性业务的发展, 特别是与战略合作者协作的时候, 与恒大地产一起开展广东以外的业务, 从而使得公司省外业务收入比例较大, 并且公司收入在全国范围内更加均匀。

公司各区域业务开展势头良好。其中广州、北京、重庆等地区所占合同份额较高, 约占合同总额的 46%, 并作为公司营销网络的战略核心, 对形成覆盖全国的营销渠道网络起到决定性作用。

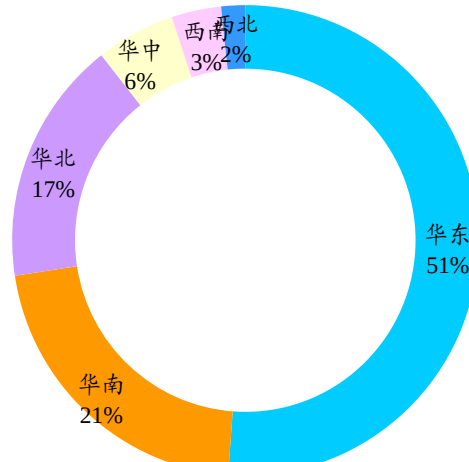
此外, 南京、天津、武汉、太原、西安等地区也具有较好的增长形势。经济较发达的华东、华北地区经济优势明显, 装饰装修需求旺盛, 因而具有较为广阔的市场。

图 19: 公司 2009 年收入区域结构



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

图 20: 洪涛股份 2009 年收入区域结构



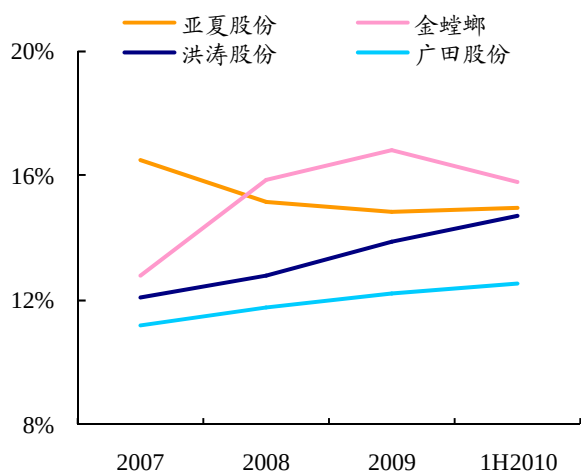
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

4. 运营战略模式决定财务特点

4.1. 毛利率相对较低，但稳中有升

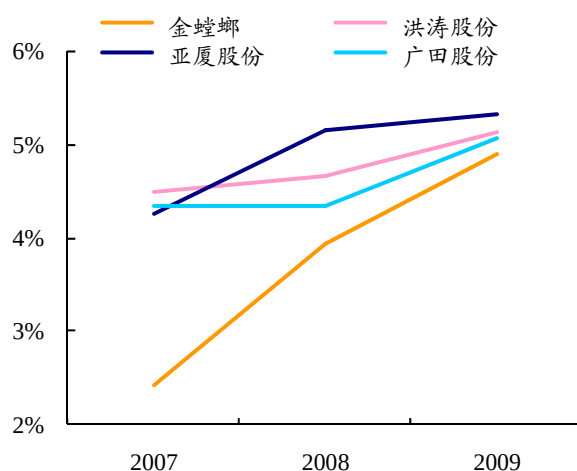
公司早期对于恒大地产和恒大材料的依赖削弱了公司的议价能力，决定了公司业务毛利率相对于其他装饰企业较低，不过随着公司的业务能力提升以及品牌建立带来的议价能力的提升，公司毛利率与净利润率都稳步上升。

图 21: 公司与其他装饰上市公司毛利率对比



数据来源: 招股意向书, WIND, 国泰君安证券研究

图 22: 公司与其他装饰上市公司净利润率对比



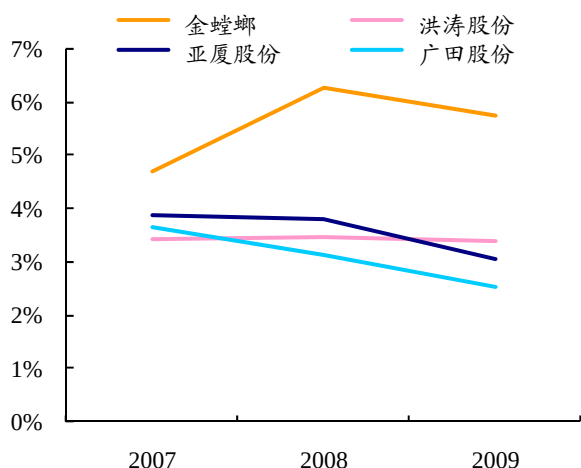
数据来源: 招股意向书, WIND, 国泰君安证券研究

4.2. 费用控制管理能力突出，运营能力较强

而也正是由于公司与恒大地产的长期合作，让公司在费用控制上得到了实惠。战略合作减少了公司的营销费用，使得公司期间费用率一直处于下降状态，低于其他三家装饰上市公司。

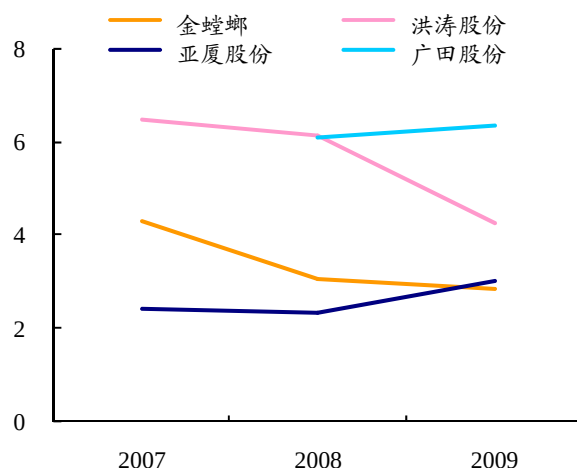
由于装饰企业的运营模式特殊，装饰企业收入确认方式为根据工程完成比获得，同时需求留 5%的质保金。因此，装饰企业应收账款占资产比重往往较大，而恒大地产等优势客户的良好信誉使得公司具有相对良好的应收账款周转率。

图 23: 公司与其他装饰上市公司期间费用率对比



数据来源: 招股意向书, WIND, 国泰君安证券研究

图 24: 公司与其他装饰公司应收账款周转率对比



数据来源: 招股意向书, WIND, 国泰君安证券研究

5. 募集资金投放项目：绿色装饰开创未来，设计与营销网络支持综合发展

公司绿色产业基地园项目是在以前绿色装饰指导下进一步的具体化，其中通过工厂化建设以及新材料的使用实现节能减污。工厂化生产的部品部件可以有效降低施工现场组装产生的污染，减少资源浪费；而节能型轻质干粉砂浆是由传统的商品砂浆向节能环保方向开发应用的创新成果，是国家大力支持推动的绿色建筑材料和绿色建筑施工领域的应用推广项目。

表 11：公司计划募投项目（万）

序号	项目名称	投资总金额	第一年	第二年
1	绿色装饰产业基地园建设项目	28,228.00	16,496.00	11,732.00
2	设计研发中心项目	7,752.00	2,326.00	5,426.00
3	营销网络优化建设项目	6,919.10	1,929.29	4,989.81
	合计	42,899.10	20,751.29	22,147.81

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

设计研发中心项目的实施将促进施工研发和装饰装修设计相结合，从而提升公司竞争实力和装饰施工质量。

公司在未来将形成在全国主要区域中心城市内各布局 1 家分公司的营销网络，以点成线，以线带面，迅速建立和扩大企业的品牌优势，抢占更大市场份额，促进公司销售收入快速增长，壮大企业规模。从而在全国各地增加更多的新客户，使得广田品牌。

6. 风险因素分析

6.1. 客户集中度较高带来的依赖风险

公司目前的客户集中度较高，前五大客户收入占比在 2010 年 1-6 月、2009 年、2008 年和 2007 年分别为 64.79%、53.38%、51.17%和 30.18%，呈现逐步增长的趋势。较高的集中度削弱了公司议价能力，使得装饰业务收款具有更大的风险性。

6.2. 公司规模扩大带来的管理风险

公司目前处于高成长阶段，按照公司目标计划，未来要做到 100 亿的收入以上，这对于公司管理提出了新的挑战。同时，更多高端业务的拓展对于项目经理等一线人才在数量上和员工素质上都要求更高，公司管理学院能否培养足够的人才具有一定的风险。

6.3. 市场竞争加剧的风险

公司是最早大规模开展住宅精装修业务以及商业综合体的公司之一，在行业细分领域具有优势。但是随着住宅精装修等业务的市场空间被更多的竞争对手所认识，细分领域将会出现更激励的竞争局面。目前，金螳螂等龙头企业对于住宅精装修业务重视程度逐步加大，而还有部分未上

市公司正在通过改制等方式提升公司竞争力。

7. 盈利预测：2010~2011 年 EPS 为 1.25 元、2.00 元

根据公司目前的订单情况：截止 2010 年 6 月 30 日，公司住宅精装修未完成合同余额为 15.2 亿，公告建筑装饰未完成合同余额为 19.3 亿，而一般来说，建筑装饰工程工期为 6-8 个月，这部分合同将在 2010 年下半年以及 2011 年转为公司收入。我们假设公司今住宅装饰业务增长 100%，公告建筑装饰业务增长 95%。

表 12：公司计划募投项目（万）

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	877	1,248	1,918	3,787	6,007	7,643
增长%		42.4%	53.7%	97.4%	58.6%	27.2%
营业总成本	806	1,144	1,749	3,445	5,460	6,942
营业成本	779	1,101	1,684	3,319	5,257	6,685
营业税金及附加	28	42	65	126	203	257
销售费用	10	12	13	28	48	61
管理费用	17	23	30	67	103	129
财务费用	5	4	6	4	5	10
资产减值损失	7	0	2	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	0	0	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49	66	122	251	401	520
营业外收入	6	1	5	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0	0
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	55	66	127	251	401	520
减：所得税率	8.8%	17.3%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
减：少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	51	55	101	200	320	415
EPS	0.32	0.34	0.63	1.25	2.00	2.59
扣除非经常损益 EPS	0.32	0.34	0.63	1.25	2.00	2.59

数据来源：国泰君安证券研究

预计 2010 年 EPS1.25，2011 年为 2.00，2012 年为 2.59，增长率分别为 98%、60%、30%。

8. 估值及定价：询价区间 38.0~45.5 元

与公司具有同样业务的上市公司为金螳螂、亚夏股份、洪涛股份，同类公司 2010 年的平均市盈率 48 倍，同类板块市盈率为 37 倍。考虑到最近装饰类股票短期涨幅较大，因此我们认为行业平均市盈率对于新股发行的指导意义更大。

所以,我们认为公司的合理市盈率为 37~48 倍左右,发行价格通常对应合理市盈率有一定的折价,我们认为发行市盈率以 30.4~36.4 倍为宜,对应的股价为 38.00~45.50。

表 13: 市场估值比较

项目	2010-9-9	2009PE	2010PE	2011PE	总股本 (百万 股)	流通 A 股 (百 万股)
同类公司						
亚厦股份	67.8	108.13	57.46	36.72	211	53
金螳螂	43.8	69.68	41.83	29.76	319.194	284.25
洪涛股份	36.3	78.86	48.77	33.63	150	37.5
平均值			48.7	33.4		
相关市场						
A 股		23.48	16.40	13.60		
中小板		54.84	36.99	27.91		
装饰装修		85.62	48.64	33.12		

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

(2) 上市首日定价区间。近期中小板上市公司的首日涨幅平均值为 105%, 考虑到最近上市多为高科技公司, 首日涨幅较大, 我们预计广田股份上市的涨幅将达到 30%, 首日价格在 49.40~59.15 元之间, 对应的 2010 年的市盈率为 39.5~47.3 倍。

表 14: 近期中小板上市公司发行状况

股票	代码	上市日期	发行数量 (万股)	发行价格	发行市盈率 (摊薄, 10EPS)	首日涨跌幅 (%)
艾迪西	002468.SZ	2010-09-08	4000	12.5	27	235.03
二六三	002467.SZ	2010-09-08	3000	26	40	59.57
金正大	002470.SZ	2010-09-08	10000	15	35	85.33
三维工程	002469.SZ	2010-09-08	1660	35.8	43	80.37
金利科技	002464.SZ	2010-08-31	3500	25.6	37	107.74
海格通信	002465.SZ	2010-08-31	8500	38	52	31.39
天齐锂业	002466.SZ	2010-08-31	2450	30	62	176.83
沪电股份	002463.SZ	2010-08-18	8000	16	32	26.375
嘉事堂	002462.SZ	2010-08-18	4000	12	42	75.91
珠江啤酒	002461.SZ	2010-08-18	7000	5.8	32	177.24
平均					40	105

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

张琨:

建材、建筑行业助理研究员，上海财经大学数量经济专业硕士，2010 年加入国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		