

建筑行业

署名人: 罗泽兵

S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

参与人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

公司基本资料

发行前总股本(百万股)	120
发行股本(百万股)	40
A股发行后总股本(百万股)	160
发行前每股净资产(元)	3.33
发行前资产负债率	63.3%

发行基本信息

9月8-10日	初步询价
9月13日	确定发行价格
9月15日	网下申购缴款及网上申购
9月17日	网下申购多余款项退还

广田股份

002482

建议询价区间 43.50-47.25 元

与大型房产开发企业紧密合作的住宅精装优势企业

投资要点:

- 公司是以住宅精装修见长的行业领先企业之一。公司是我国建筑装饰行业的龙头企业之一,公司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。公司是行业内较早进入住宅精装修领域的优势企业,09年公司收入中住宅精装修的比例达到40%,较07年20%的水平上升了20个百分点。
- 国内城市化进入中期阶段,“宜居”要求将带来住宅精装修需求的快速提升。过去20年间我国城市化率快速上升,城市化率由1990年的26.40%上升到2008年的45.7%。与发达国家70%左右的城市化率水平相比,我国城市化进程目前正处于中期阶段。该阶段居民住宅消费的突出特点表现为从住宅居住功能的基本要求转向对居住舒适性的高度关注,从而带来装饰需求的快速上升。05-08年国内装饰行业产值的复合增长率为26%,预计未来3年这一领域的装饰需求年均增速仍将保持在15-20%的高水平上。
- 与大型房企的结盟合作仍是公司未来发展的主要战略。在过去几年的房地产发展中,随着房地产开发的竞争趋于激烈,为实现房屋销售价格的最大化,大型房地产开发企业一方面迅速提高住宅精装修的比例,同时也更为注重住宅装修质量以吸引客户,这为装饰行业内的优势企业提供了良好的合作机会。目前公司前5大客户在公司的收入占比较高,处于50-60%之间,预计未来与大型房企的深度合作仍是公司实现业务量快速上升的主要战略。
- 建议申购价为43.50-47.25元。预计10-12年公司对发行后的每股收益为1.33、1.89和2.36元。我们参照同类公司的市盈率及近期市场新股发行的定价水平,给予公司对应11年EPS的市盈率为23-25倍,得到公司每股的合理定价为43.50-47.25元,建议投资者在此区间进行申购。
- 风险提示: 房地产调控持续带来的利润率波动及收款风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1918	3600	4860	6075
同比(%)	54%	88%	35%	25%
归属母公司净利润(百万元)	101	212	303	378
同比(%)	85%	109%	43%	25%
毛利率(%)	12.2%	12.4%	12.4%	12.4%
ROE(%)	33.5%	10.3%	12.8%	13.7%
每股收益(元)	0.85	1.33	1.89	2.36

资料来源: 中投证券研究所。10-12年每股收益按发行后1.60亿股的股本摊薄计算。

1、公司是以住宅精装修见长的行业领先企业之一

公司是我国建筑装饰行业的龙头企业之一，公司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。

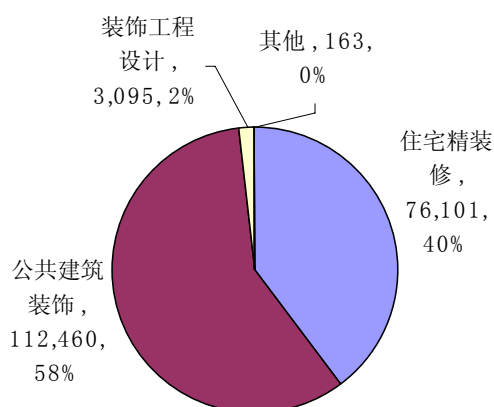
表 1 公司在装饰行业百强企业中的综合排名

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

资料来源：建筑装饰行业协会

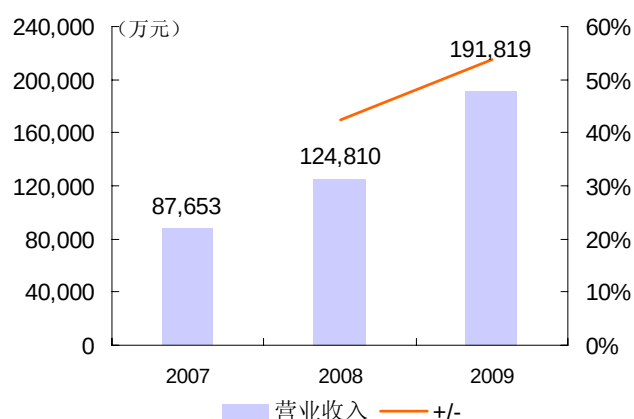
07-09 年公司收入快速增长，09 年达到 19.2 亿元，这期间的复合增速为 48%。公司收入的快速增长主要来源于在住宅精装修领域的快速扩张，09 年公司收入中住宅精装修的比例达到 40%，较 07 年 20%的水平上升了 20 个百分点。

图 1 公司收入构成（09 年，单位：万元）



资料来源：公司招股说明书

图 2 公司 07-09 年收入及增速



资料来源：公司招股说明书

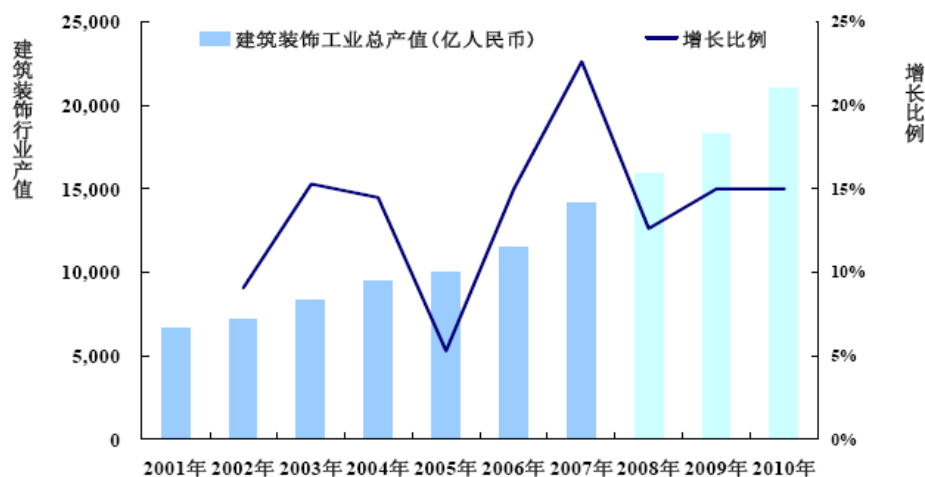
2、城市化进入中期阶段，“宜居”要求提升住宅精装修的需求

过去 20 年间我国城市化率快速上升，城市化率由 1990 年的 26.40% 上升到 2008 年的 45.7%。与发达国家 70% 左右的城市化率水平相比，我国城市化进程目前正处于中期阶段。该阶段居民住宅消费的突出特点表现为从住宅居住功能

的基本要求转向对居住舒适性的高度关注，从而带来装饰需求的快速上升。

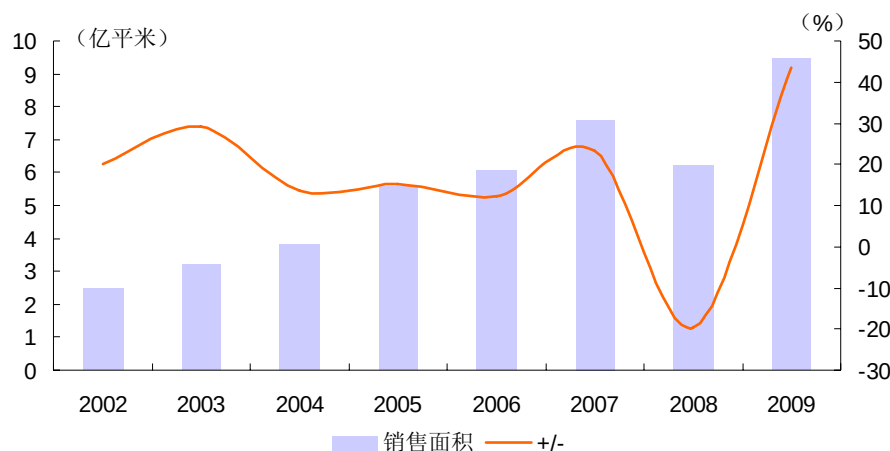
根据装饰行业协会的统计，05-08 年国内装饰行业产值的复合增长率为 26%，预计未来 3 年这一领域的装饰需求年均增速仍将保持在 15-20% 的高水平上。

图 3 国内建筑装饰行业历年产值及增速



资料来源：建筑装饰行业协会

图 4 国内商品房历年销售面积及增速

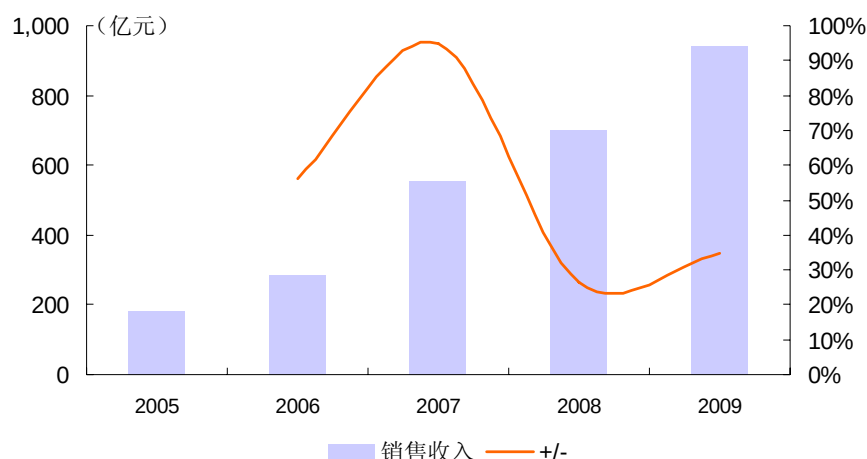


资料来源：国家统计局

3、与大型房企的战略结盟是公司快速发展的主要动力

在过去几年的经营发展中，公司下游房地产行业的集中度快速上升，大型房地产开发企业通过资本、品牌和管理优势的发挥实现了其经营规模快速扩张。在房地产开发竞争趋于激烈的局面下，为实现房屋销售价格的最大化，大型房地产开发企业一方面迅速提高住宅精装修的比例，同时也更为注重住宅装修质量以吸引客户。这为装饰行业内的优势企业提供了良好的合作机会。

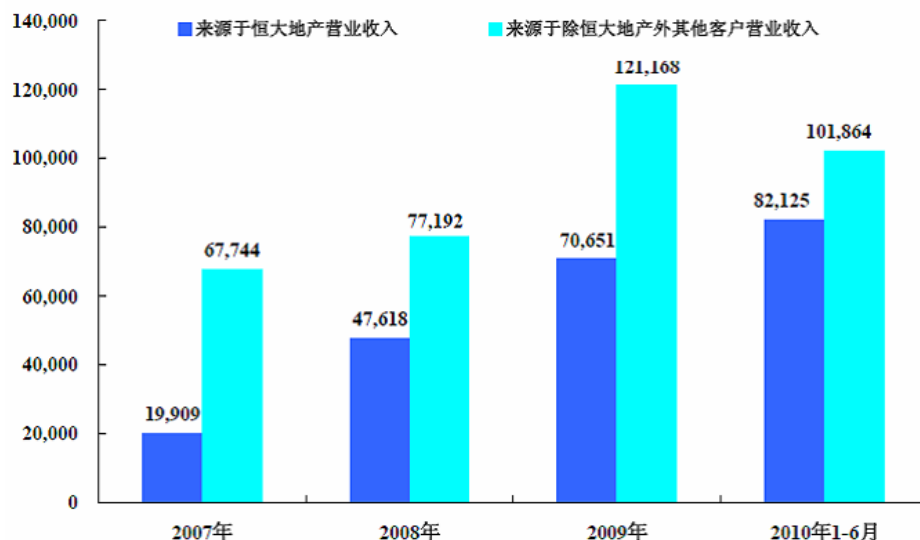
图 5 A 股 4 家主要房企的合计销售收入及增速



资料来源：wind。4 家房企包括万科、保利、金地、招商地产。

公司是装饰行业内较早把握住这一发展规律的领先企业，较早进行了与大型房产企业的战略合作。公司销售收入中，前五大客户的销售占比一直较高，2010 年 1-6 月、2009 年、2008 年和 2007 年分别为 64.79%、53.38%、51.17% 和 30.18%，2007 年后的上升趋势明显。

图 6 公司对恒大地产销售收入在全部收入中的结构变化（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书

在前 5 大销售客户中，恒大地产占据主导地位。08、09 年公司来自恒大地产的收入分别为 4.8、7.1 亿元，在当年公司收入的占比分别达到 38.15% 和 36.83%。按单平米 1000 元的装修成本进行估算，09 年公司与恒大地产的合作装修面积在 70 万平方米左右，而目前恒大地产的年销售总面积在 500 万平方米以上，公司与恒大地产这类主要客户仍有进一步扩大合作的空间。

这将有助于公司实现营业量的稳步提升，同时较大限度的控制销售费用和管理费用的扩张。

4、募投项目分析

公司此次募投项目拟筹集资金 4.3 亿元。其中绿色装饰产业基地园建设拟投入 2.8 亿元，主要用于装饰部品部件、干粉砂浆的生产；设计研发中心拟投入 0.8 亿元；营销网络的建设拟投入 0.7 亿元。

表 2 公司募投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资金额	备案情况	环评情况
1	绿色装饰产业基地园建设项目	28,228.00	深发改备 [2010] 0002 号	深宝环批[2009] 605385、605270 号
2	设计研发中心项目	7,752.00	深发改备 [2010] 0001 号	-
3	营销网络优化建设项目	6,919.10	-	-
合 计		42,899.10	-	-

资料来源：公司招股说明书

5、盈利预测

2008-2009 年公司年度新签订单分别为 17.5、35.0 亿元，我们预计 2010-2012 年新签订单有望实现年均 30% 的增速。按新签及当前在手订单的金额，考虑装修合同的一般实施周期，预计 2010-2012 年公司的收入分别为 36.0、48.6 和 60.8 亿元，期间的复合增速为 29.9%。

毛利率方面，随着 09 年以来装修行业内规模企业的快速发展，预计未来行业竞争态势将有所增强，但在行业需求快速增长的背景下，公司的毛利率及净利率水平仍将维持基本稳定，预计公司 2010-2012 年的毛利率在 12.4% 左右。预计此次发行后公司 2010-2012 年的完全摊薄 EPS 分别为 1.33、1.89 和 2.36 元。

表 3 公司盈利预测

利润表		单位：百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1918	3600	4860	6075	
营业成本	1684	3153	4259	5320	
营业税金及附加	65	122	165	207	
营业费用	13	22	27	32	
管理费用	30	43	53	61	
财务费用	6	-5	-36	-41	
资产减值损失	-2	-2	-2	-2	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	122	267	393	498	
营业外收入	5	5	5	5	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	127	272	399	503	
所得税	26	60	96	126	
净利润	101	212	303	378	
少数股东损益	0	0	0	0	

归属母公司净利润	101	212	303	378
EBITDA	134	270	376	484
EPS (元)	0.85	1.33	1.89	2.36

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	664	2487	2694	3167	营业收入	1918	3600	4860	6075
现金	270	1742	1688	1909	营业成本	1684	3153	4259	5320
应收账款	255	479	646	808	营业税金及附加	65	122	165	207
其它应收款	18	32	44	54	营业费用	13	22	27	32
预付账款	31	63	85	106	管理费用	30	43	53	61
存货	82	158	213	266	财务费用	6	-16	-36	-41
其他	7	13	18	22	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
非流动资产	107	313	485	560	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	52	244	426	499	营业利润	122	278	393	498
无形资产	40	40	40	40	营业外收入	5	5	5	5
其他	15	29	20	21	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	771	2800	3179	3727	利润总额	127	283	399	504
流动负债	398	654	800	970	所得税	26	62	96	126
短期借款	0	0	0	0	净利润	101	221	303	378
应付账款	164	347	469	585	少数股东损益	0	0	0	0
其他	233	308	332	385	归属母公司净利润	101	221	303	378
非流动负债	70	70	0	0	EBITDA	134	270	376	484
长期借款	70	70	0	0	EPS (元)	0.85	1.38	1.89	2.36
其他	0	0	0	0					
负债合计	468	724	800	970	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	120	160	160	160	成长能力				
资本公积	51	1563	1563	1563	营业收入	53.7%	87.7%	35.0%	25.0%
留存收益	132	353	656	1034	营业利润	85.7%	128.1%	41.6%	26.7%
归属母公司股东权益	303	2076	2379	2756	归属于母公司净利润	85.1%	117.7%	37.2%	24.7%
负债和股东权益	771	2800	3179	3727	获利能力				
					毛利率	12.2%	12.4%	12.4%	12.4%
					净利率	5.3%	6.1%	6.2%	6.2%
					ROE	33.5%	10.6%	12.7%	13.7%
					ROIC	68.5%	46.9%	37.1%	38.7%
					偿债能力				
					资产负债率	60.7%	25.9%	25.2%	26.0%
					净负债比率	27.79	17.94%	7.50%	6.19%
					流动比率	1.67	3.80	3.37	3.26
					速动比率	1.46	3.56	3.10	2.99
					营运能力				
					总资产周转率	2.75	2.02	1.63	1.76
					应收账款周转率	6	9	8	8
					应付账款周转率	8.52	12.33	10.45	10.10
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	1.38	1.89	2.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.65	1.12	1.75
					每股净资产(最新摊薄)	1.89	12.97	14.87	17.23

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

李凡, 中投证券研究所建材建筑行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中铁二局、中国中铁、中国铁建、葛洲坝、中材国际、海油工程、中国建筑、中国中冶、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434