

上市公司新股简评研究报告

住宅精装修市场龙头

公司概况：国内装饰市场行业领先企业

公司主营业务涵盖装修装饰设计、施工（幕墙制作与施工）等业务，细分市场包括住宅精装修、公共建筑（大型公共建筑与高端星级酒店等）与商业综合体装饰等，目前拥有装修装饰工程/幕墙工程专业承包壹级等六项施工壹级资质、装饰工程设计/建筑幕墙工程设计专项甲级等四项设计甲级资质，此外公司设立的以节能环保装饰技术为突破方向的技术研发中心08年被认定为深圳市市级研发中心，其资质等级和研发水平在业内领先；公司已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，在2009年中国建筑装饰行业协会评选的中国装饰业百强的第六名，是国内装修装饰行业领先企业之一。

公司是住宅精装修细分市场龙头

公司在行业内最早大规模切入住宅精装修市场，打响了品牌，从排名来看，根据中国建筑装饰协会证明函，公司在国内住宅精装修类装饰工程细分市场综合实力排名第一，在2010年中国房地产评测中心发布的2009年中国住宅全装修（工装）企业实力榜中排名第一。从客户来看，公司合作伙伴包括恒大、万科、百仕达、中海、皇庭、龙湖、太古、雅居乐、中信、万达、苏宁置业等国内外主流地产商。1H10来自于恒大地产的收入占比达到44.6%，此外公司与百仕达、皇庭地产达成了战略合作协议。从收入来看，公司2009年住宅精装修市场收入7.6亿元，在收入中占比39.7%，收入规模和占比都领先于亚夏股份、洪涛股份等住宅精装修市场优势企业。

高端星级酒店、客运站等公装市场领先

公司在高端星级酒店装饰细分市场具有明显的领先优势，参与设计、施工的国际顶级酒店及五星级酒店包括丽思卡尔顿、希尔顿、万豪、凯宾斯基、洲际等，数量达37家，约占2009年底全国五星级酒店8.6%；此外，公司切入了对外开放度较低的铁路客运站（天津火车站、青岛东站、宁沪城际交通站与新疆伊宁火车站）与城市轨道交通（天津地铁1-3号线、北京地铁4/9/亦庄线、成都/沈阳/西安地铁等）以及机场（青岛、乌鲁木齐、喀什、徐州、广州白云、景德镇等）装饰市场，是铁道部首批铁路客站装修装饰、幕墙工程施工重点企业，是业内承接地铁设计线路最长、拓展城市最多的建筑装饰企业。

盈利能力稳步提升

公司07-09年、1H10的毛利率分别为11.2%、11.8%、12.2%和12.6%，总体稳步提升。尽管公司毛利率低于已上市的其他三装饰公司，但公司净利率水平却基本相同，主要原因是公司将项目部的财务人事采购后勤等相关管理人员的开支在项目成本中直接列支，降低管理费用率的同时也拉低了毛利率，而根本原因是公司大客户战略、客户集中，以费用率控制对冲对大客户的让利。

广田股份（002482）

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440108081868

发布日期：2010年09月09日

预计上市合理价格：48.8-58.2元

发行数据

发行价格（元）	
发行规模（万股）	4000
发行后总股本（万股）	16,000
发行方式	上网定价法人配售
发行日期	2010-9-15
上市日期	
主承销商	财富里昂证券
主要股东	
深圳广田投资控股有限公司	61.00%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
绿色装饰产业基地建设项目	28,228
设计研发中心项目	7,752
营销网络优化建设目	6,919.10
总金额	42,899.10



募集资金项目完善产业链和提升项目承揽能力

公司本次计划发行 4000 万股，计划募集资金 4.29 亿元，用于绿色装饰产业基地建设项目、设计研发中心项目和营销网络优化建设目。绿色装饰产业基地建设项目主要是部品部件（木制品、幕墙铝合金门窗和软饰品）和轻质干粉砂浆项目，前者可以提高部品部件自给率、提升装饰效率和质量，而后者是由传统的商品砂浆向节能环保方向开发的创新成果。绿色装饰产业基地建设项目建设期两年，业绩贡献在 2013 年，达产后预计年营业收入和利润总额将达到 5.93 亿和 1.07 亿元。设计与研发中心项目将设计研发人员规模由当前的 170 人提高至 730 人，有利于提升公司的研发水平和设计施工能力。营销网络优化建设项目将形成全国主要区域中心城市布局分公司的营销网络，提升项目承揽能力。

公司增长前景看好

尽管市场担忧当前的房地产宏观调控对公司业绩增长的持续性，但我们坚定看好公司的增长前景。从中短期来看，公司在手订单饱满（截至 6 月底公司在手订单 34.6 亿元，为 09 年营业收入的 1.8 倍），10 年前 8 月商品房新开工面积同比增速持续高位（装饰对房地产新开工有滞后），保障了 2010-2011 年的快速增长。而从长期来看，公司的住宅精装修（城市化、消费升级、政策推动、住宅精装修率提升）、高端星级酒店（经济复苏推动新增市场，存量市场空间大）与铁路客运站/城市轨道交通站等优势市场（至少 2015 年前景气度高）增长看好，而装修装饰市场集中度也是稳步提升，公司长期增长前景看好。

盈利预测与投资建议

预计公司 2010-2012 年收入增速为 103%、52%和 25%，毛利率总体稳步，净利润增速为 92%、60%和 23%，三年复合增长率为 55.8%，EPS 为 1.22、1.94 和 2.40 元。参考目前已上市的三装饰公司的估值水平（09 年 70-105 倍、10 年 41-54 倍、11 年 30-37 倍的 PE 水平），考虑到公司未来三年的快速增长，我们认为公司上市后的合理价格区间为 48.8-58.2 元（对应于 11 年 25-30 倍 PE），建议申购区间为 39.04-46.56 元。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	1,918	3,900.47	5,942.24	7,411.82
主营收入增长率	53.69%	103.34%	52.35%	24.73%
EBITDA（百万）	134	358.68	521.84	641.10
EBITDA 增长率	78.78%	76.30%	45.49%	22.85%
净利润（百万）	101	194.38	311.04	383.98
净利润增长率	85.09%	91.63%	60.02%	23.45%
EPS（元）	0.634	1.215	1.944	2.400



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



分析师介绍

田东红：中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

郑 军：建筑建材、水务行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，3 年证券从业经验，中级会计师；专注于从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

韩 梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhoulv@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。