

2010-09-18

广田股份 002482.SZ

住宅精装修市场的领头羊

◇ 报告起因：新股 IPO 定价

◆ 中国建筑装饰行业龙头企业，住宅精装修市场综合实力排名第一

公司是国内从事住宅精装修业务的行业领导者，是国内建筑装饰行业为数不多能够同时大批量、高密度、多区域实施各类型、各级别住宅精装修业务的大型装饰公司。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。

◆ 住宅精装修未来市场容量巨大

从国外市场发展来看，因节能环保、标准化施工等特点，国外住宅精装修比率高达 80%。由于国家节能、环保、低碳的政策要求，如今国内市场 8% 的比率，未来市场空间巨大，预计未来 10 年住宅精装修市场新增容量平均每年将达到 1.02 万亿元。

公司是最早大规模切入该市场，该业务占营业收入比已从 07 年的 20% 上升到 09 年的 40%，具有先发优势。

◆ “品牌+资金+一体化+管理能力”构成公司核心竞争力

品牌效应助力公司产业扩张。公司自成立以来，一直致力于以品牌品质建设占领市场之营销策略，即以优质的工程质量获得良好声誉，以获取潜在客户。目前公司是行业等级最高、资质最全的企业之一。

建筑装饰企业投标大中型建筑装饰工程，在招投标阶段需要支付投标保证金等大笔资金，公司上市后资金实力更加雄厚，资金优势更为明显，有利于扩张大中型项目。

“重设计”的一体化装饰使公司占据行业高点。公司“设计施工一体化”的经营模式，有利于设计理念的贯彻始终，达到完满的效果。此外这种以设计赢得客户的经营模式，使得公司无须过多依赖业务承接人员，从而摆脱了装饰行业“业务随着人才流失而流失”的情况。

公司管理水平突出。由于较高的管理水平以及细分市场的特点使得公司的费用率逐年降低，远低于可比上市公司。

◆ 募投项目推进绿色装饰事业发展

公司紧跟行业发展的潮流，大力发展一体化装饰、标准化生产、工业化生产、现场装配化、智能化，从而推进绿色装饰事业的快速发展。与此相匹配，公司继续加大对研发的投入，力争占据中国绿色装饰技术的最前沿及最高端。

◆ 预计上市合理价：52.72-63.2 元

预计公司 2010-2012 年摊薄后每股收益为 1.23、1.97、2.52 元，年均复合增长率 58.3%；公司属于建筑装饰行业，我们综合绝对估值与相对估值的方法，认为公司股票的内在合理价值区间为 40.61-46.42 元/股，对应 10 年 PE 为 33-37.7 倍。预计上市合理价为 52.72-63.2 元/股，对应 10 年 PE 为 43-51 倍。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,248	1,918	3,851	5,920	7,343
净利润（百万元）	55	101	196	315	403
每股收益	0.34	0.63	1.23	1.97	2.52
每股自由现金流 (FCFF)	-0.02	0.38	-1.40	-2.17	0.10
经营性 ROIC	17.87%	23.14%	22.01%	19.80%	20.55%
ROE（归属母公司）	27.21%	33.50%	13.90%	18.87%	20.72%

预计上市合理价 52.72-63.2 元

分析师：

陈浩武

021-22169050

chenhaowu@ebsecn.com

联系人：

张斯会

021-22169104

zhangsihui@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	51.98
发行规模(百万股)	40
发行后总股本(百万股)	160
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-09-15
主承销商	财富里昂证券有限责任公司
主要股东	深圳广田投资控股有限公司
第一大股东持有比例(%)	45.75%
实际控制人	叶远西
实际控制人持有比例(%)	51.6%

募股资金投向

项目名称	金额(万元)
总金额	42,899

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

内容目录

公司概况	4
住宅精装修业务的行业领头羊	4
一体化经营具备协同优势，先行耕耘住宅精装修市场	4
公司本次发行概况	6
行业篇：良好的市场环境支持公司稳定发展	7
建筑装饰业：仍处黄金时期，空间巨大	7
住宅精装修市场更是未来重点市场	8
行业结构：低端市场集中度低，中高端市场优势企业相对集中	9
竞争对手：金螳螂、亚厦股份、洪涛股份	10
行业主要进入壁垒	10
公司篇：优势突出的综合建筑装饰企业	11
公司发展战略	11
“重设计”的一体化装饰使公司占据行业高点	11
品牌效应助力公司产业扩张	11
雄厚的资金优势有利于扩张大中型项目	12
费用率控制良好表现出公司出色的管理能力	13
净利润率逐年增长，盈利能力表现良好	14
公司募投项目分析	15
盈利预测及估值	16
盈利预测	16
公司估值	17
风险分析	20

图表目录

图表 1: 2007 年度-2008 年度建筑装饰行业前十名企业名单	4
图表 2: 广田股份历年营业收入构成	5
图表 3: 广田股份 2007 年营业收入构成	5
图表 4: 广田股份 2007 年装饰工程施工营业收入拆分	5
图表 5: 广田股份 2010 年中期营业收入构成	5
图表 6: 广田股份 2010 年中装饰工程施工营业收入拆分	5
图表 7: 广田股份 2007 年营业利润构成	6
图表 8: 广田股份 2007 年装饰工程施工营业利润拆分	6
图表 9: 广田股份 2010 年中期营业利润构成	6
图表 10: 广田 2010 年中装饰工程施工营业利润拆分	6
图表 11: 广田装饰历年来承接主要项目一览	6
图表 12: 广田装饰 A 股发行后股权结构图	7
图表 13: 我国全社会固定资产投资总额与增速	8
图表 14: 我国建筑业总产值与增速	8
图表 15: 我国人均 GDP 和城市化率稳定提高	8
图表 16: 预计 2015 年我国五星级酒店将超过 500 家	8
图表 17: 国内房屋累计新开工面积（住宅）与增速	9
图表 18: 国内房屋累计施工面积（住宅）与增速	9
图表 19: 国内建筑装饰龙头企业情况	10
图表 20: 公司与装饰业前 5 名企业品牌比较	12
图表 21: 公司与装饰业前 5 名企业品牌比较	12
图表 22: 2006 年 12 月金螳螂上市，规模迅速扩张	13
图表 23: 2010 一季度亚夏也因上市而扩张规模	13
图表 24: 公司与可比公司费用控制情况	14
图表 25: 可比公司净利润率比较	15
图表 26: 广田股份主营业务收入复合增长率 56.5%	16
图表 27: 广田股份净利润复合增长率 58.5%	16
图表 28: 广田股份各业务模块收入增长及预测（2007-2012E）	17
图表 29: 国内可比建筑装饰类公司估值水平	19
图表 30: 广田股份估值结果汇总	19

公司概况

住宅精装修业务的行业领头羊

公司为综合建筑装饰工程承建商，主要为大型房地产项目、政府机构、大型国企、跨国公司、高档酒店等提供综合建筑装饰解决方案及工程承建服务。

公司是我国公共建筑装饰行业龙头企业之一，连续七年入选中国建筑装饰行业百强企业综合实力前十名；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，最新的 2009 年国内百强企业排名已上升至第四名。

公司是国内住宅精装修市场的行业领头羊，能够同时大批量、高密度、多区域实施各类型、各级别住宅精装修业务的大型装饰公司。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。

图表 1: 2007 年度-2008 年度建筑装饰行业前十名企业名单

公司名称	2008 年度排名	2007 年度排名
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：中国建筑装饰网、招股说明书、光大证券研究所

一体化经营具备协同优势，先行耕耘住宅精装修市场

经过 15 年发展，公司已形成设计-施工-研发一体化经营格局，内部设计部门与技术研发中心形成“产学研”一体的产业化研发平台。公司“设计施工一体化”的模式，有利于设计理念的贯彻始终，达到完满的效果。此外这种以设计赢得客户的经营模式，使得公司无须过多依赖业务承接人员，从而摆脱了装饰行业“业务随着人才流失而流失”的情况。再加上一体化装饰、标准化生产、工业化生产、现场装配化、智能化等方面优势，使本公司能够发挥主营业务间的协同效应，提高特大型、复杂、高精尖项目的竞争能力，以及项目的运营效率和盈利水平。

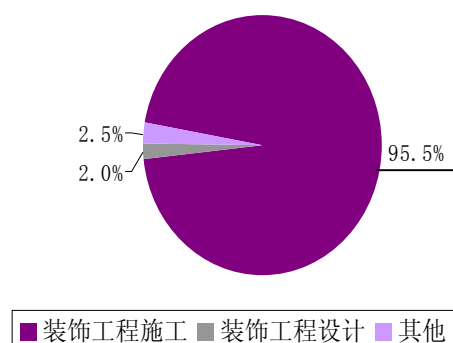
分业务来看，装饰工程施工业务为广田装饰最主要的收入和利润来源。进一步又可细分为住宅精装修和公共建筑装饰两块。以 2009 年数据，两项业务收入占比 98.3%，营业利润占比 98.15%。其中，住宅精装修市场容量巨大且毛利率水平高于公共建筑装饰，公司战略布局眼光独到，先行一步在行业内最早大规模进入住宅精装修市场，业务占比迅速提高，已由 2007 年的 20% 占比上升到 2009 年的 40% 占比。

图表 2: 广田股份历年营业收入构成

营业收入构成	2007A	2008A	2009A	2010H
装饰工程施工	95.5%	97.9%	98.3%	97.7%
住宅精装修	20.2%	39.8%	39.7%	40.2%
公共建筑装饰	75.2%	58.1%	58.6%	57.5%
装饰工程设计	2.0%	1.7%	1.6%	2.1%
房产销售	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
其他	2.5%	0.3%	0.1%	0.0%

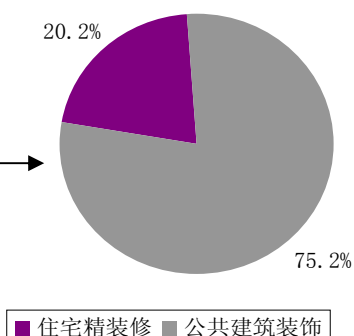
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图表 3: 广田股份 2007 年营业收入构成



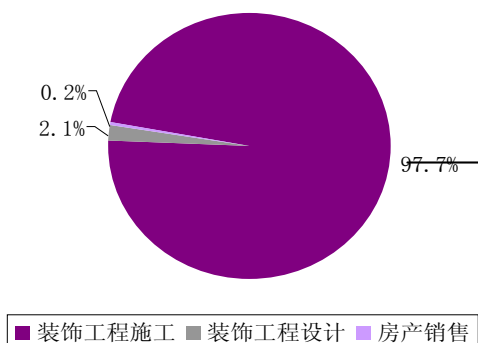
资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图表 4: 广田股份 2007 年装饰工程施工营业收入拆分



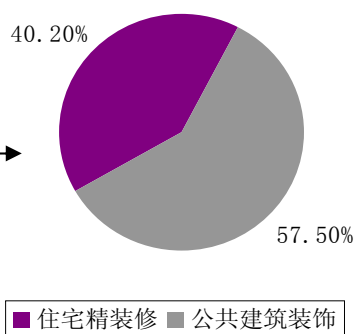
资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图表 5: 广田股份 2010 年中期营业收入构成



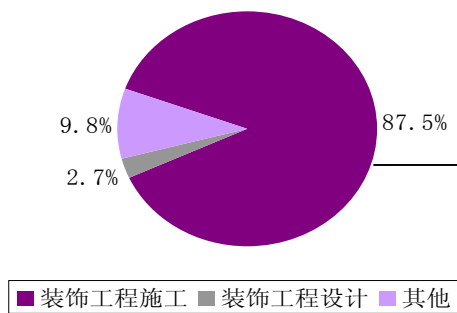
资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图表 6: 广田股份 2010 年中装饰工程施工营业收入拆分



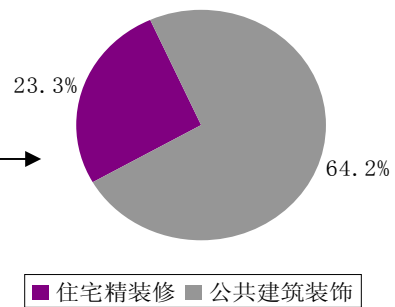
资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图表 7:广田股份 2007 年营业利润构成



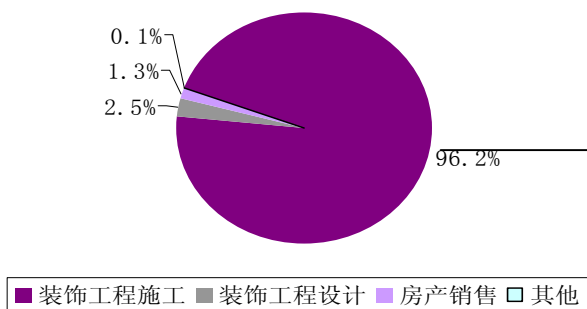
资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图表 8:广田股份 2007 年装饰工程施工营业利润拆分



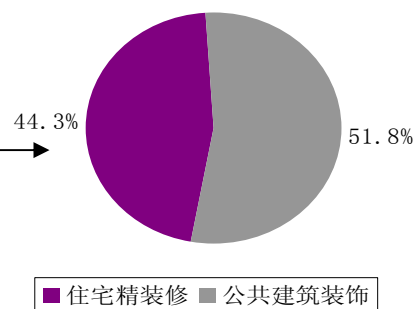
资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图表 9:广田股份 2010 年中期营业利润构成



资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图表 10:广田 2010 年中装饰工程施工营业利润拆分



资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图表 11: 广田装饰历年来承接主要项目一览

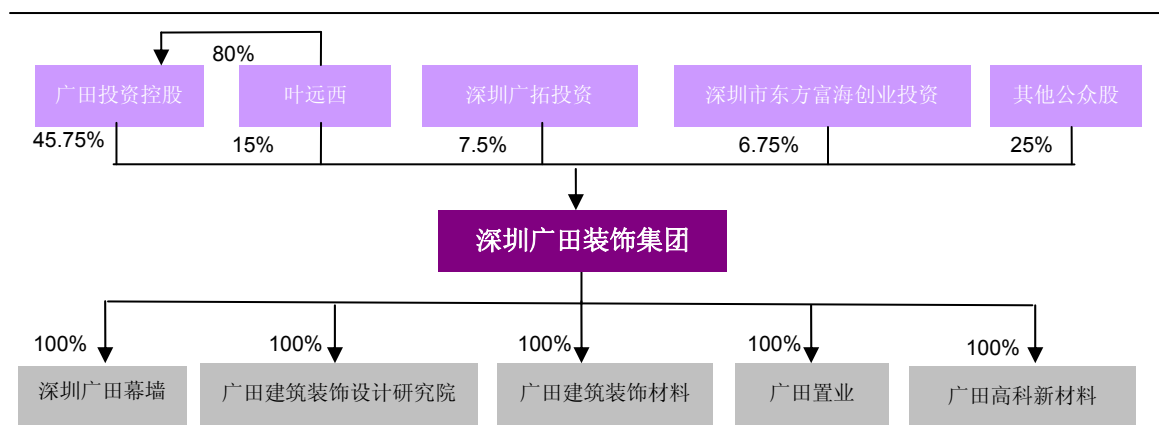
住宅精装修		公共建筑装饰	
住宅	商业综合体	公共文化类建筑装饰工程	高端酒店装饰工程
恒大御景半岛	广州太古汇商场	中华世纪坛	丽思卡尔顿酒店
恒大山水城	石家庄万象天成	深圳会展中心	希尔顿酒店
恒大金碧海岸	星河苏活购物公园	贵阳大剧院	喜来登酒店
万科东方尊峪	恒大六大中心系列	深圳博物馆新馆	凯宾斯基酒店
厦门万科金域蓝湾	凯晨世贸中心	湖北博物馆	万豪国际酒店

资料来源：招股说明书、光大证券研究所

公司本次发行概况

本次计划发行 4000 万股 A 股，发行后公司总股本 1.6 亿股。发行后，叶远西直接和间接持有公司 51.6% 的比例，仍为公司实际控股股东。

图表 12:广田装饰 A 股发行后股权结构图



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

行业篇：良好的市场环境支持公司稳定发展

建筑装饰业：仍处黄金时期，空间巨大

公司所处行业属于建筑业中的建筑装饰业子行业。根据建筑物使用性质的不同，建筑装饰业可进一步细分为公共建筑装饰业和住宅装饰业。

21 世纪以来，中国经济迅速发展，全社会固定资产投资增长强劲，02-09 年复合增速为 27.48%；高速增长的全社会固定资产投资推动中国建筑业的迅猛发展，02-09 年中国建筑业总产值年复合增速达 22.31%。

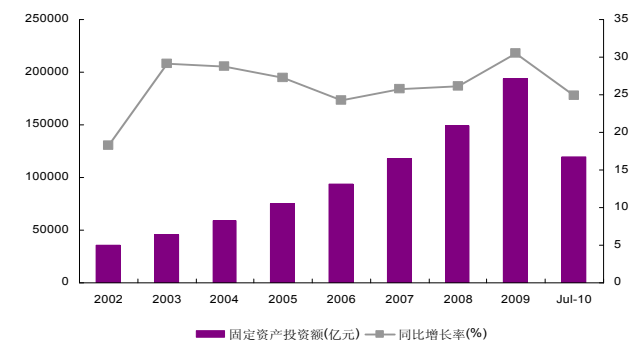
建筑装饰行业伴随着建筑业的快速发展进入了黄金时期。根据中国建筑装饰协会编制的行业“十一五”发展规划，到 2010 年全行业要在转变经济增长方式的基础上，力争实现总产值较“十五”末期翻一番，实现产值 21,000 亿元，平均增速 15%以上。

同时，我国城市化率从上一世纪 90 年代的 26.4%上升到 2009 年的 46.6%，我国“十一五”规划中国城市化率至 2010 年将达到 47%。这一水平与发达国家 80%以上的城市化率相比仍有着非常大的提升空间。我们预计到 2020 年我国城市化率将达到 55%，也就是说未来 10 年需要我国仍然需要新建住房 204.71 亿平方米，对应我国的住宅装饰市场年均增速要达到 17%以上。

最后，与土木建筑业、设备安装业等一次性完成工程业务不同，每个建筑物在其完成直到整个使用寿命的周期中，都需要进行多次装饰装修。因此建筑装饰行业在同样的市场容量中还具备乘数效应的特点！举例来说，国内酒店装修周期为 6-8 年，以 24 年为经营期限的计算，每家酒店需要装修 3-4 次，以单价每平方米 4000 元、面积 6 万平方米估算，一

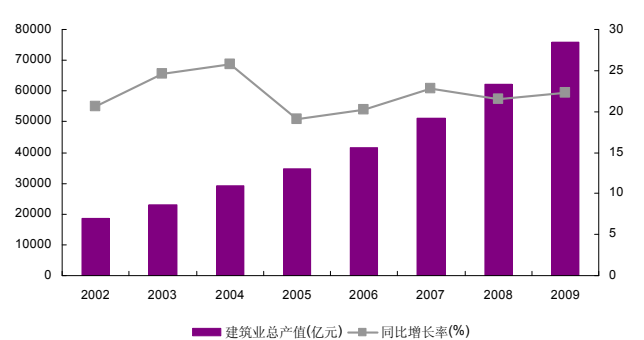
般每次装饰造价不低于 2.4 亿元；截止到 07 年我国五星级酒店为 361 家，国家旅游局预计 2015 年将超过 500 家。香格里拉、万豪、雅高、喜达屋等世界顶尖酒店管理集团均有高端酒店数量增长 50%至 200% 的目标。因此国内星级酒店的发展也为装饰企业提供着广阔的市场。

图表 13:我国全社会固定资产投资总额与增速



资料来源: WIND、光大证券研究所

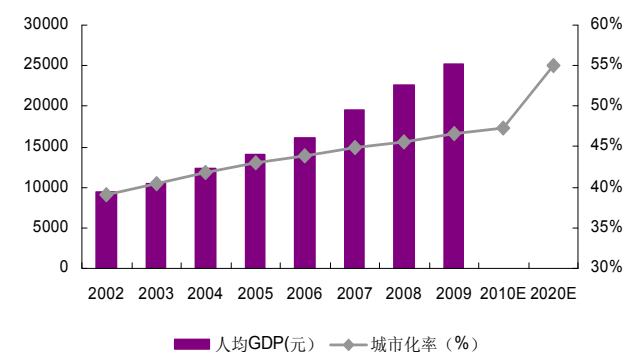
图表 14:我国建筑业总产值与增速



资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 15: 我国人均 GDP 和城市化率稳定提高

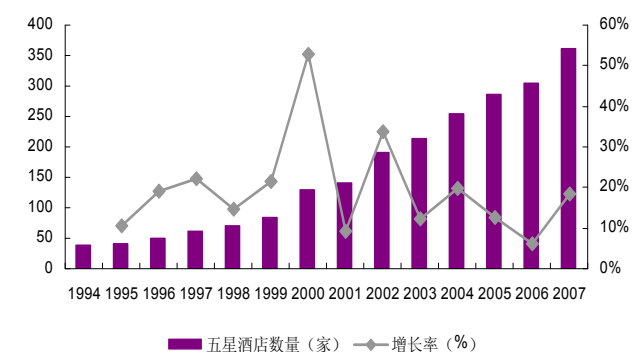
预计 2020 年我国城市化率 55%



资料来源: WIND、互联网、光大证券研究所

图表 16: 预计 2015 年我国五星级酒店将超过 500 家

2007 年我国五星级酒店为 361 家



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

住宅精装修市场更是未来重点市场

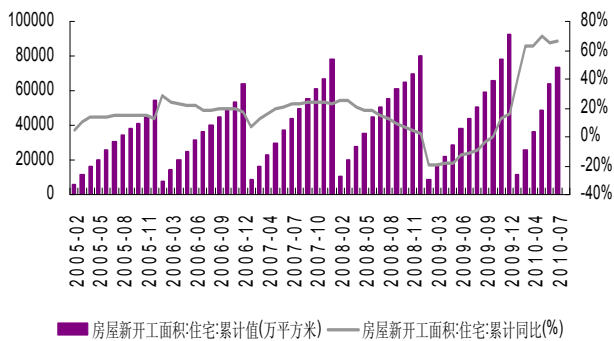
因住宅精装修具有节能环保、标准化施工、专业化程度较高等特点，近年来国家对住宅精装修市场的发展一直积极鼓励，相继发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》、《商品住宅装修一次到位实施导则》等相关文件，旨在通过逐步取消毛坯房、直接向消费者提供精装修成品房，规范住宅装修市场，推进住宅产业化发展，从而大幅增加了住宅精装修的市场容量。

如今国内住宅精装修比率只有 8%，远低于发达国家平均 80%的比率，未来市场空间巨大。在“十一五”期间伴随着工业化和城镇化进程的加

速，房地产行业继续快速发展。截止到 2010 年 7 月，国内住宅新开工面积累计达到 7.3 亿平米，同比增长 66%，国内住宅施工面积累计达到 25.2 亿平米，同比增长 28%，预计未来 10 年需要新建住房 204.71 亿平方米，遵循保守原则，以每平方米 1000 元测算，精装修市场占据其中 50% 的市场，住宅精装修市场平均每年新增容量将达到 1.02 万亿元。预计住宅装饰市场年均增长更达到 17% 以上。

图表 17：国内房屋累计新开工面积（住宅）与增速

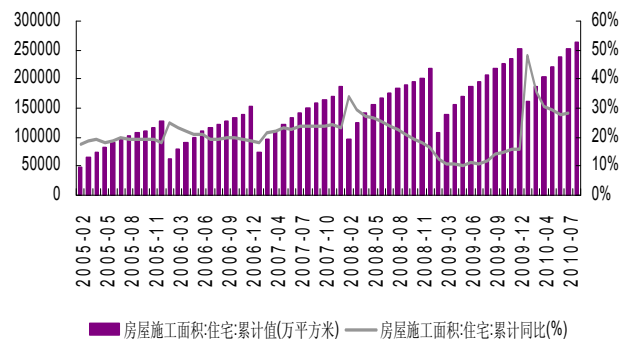
10 年 1-7 月国内住宅新开工面积累计 7.3 亿平米，同比增长 66%



资料来源：WIND、互联网、光大证券研究所

图表 18：国内房屋累计施工面积（住宅）与增速

10 年 1-7 月国内住宅施工面积累计 25.2 亿平米，同比增长 28%



资料来源：招股说明书、光大证券研究所

行业结构：低端市场集中度低，中高端市场优势企业相对集中

行业高景气度，但微观层面，我国建筑装饰业企业数量众多（至 08 年底我国建筑装饰企业数量约 15 万家）、竞争无序、企业效益低下甚至亏损；中观层面，行业集中度低，2008 年行业前 100 强企业完成的产值总量占全行业产值的 6%，占公共建筑装饰产值的 13%。

上述因素影响下，低端建筑装饰市场中的企业在产业链上下游端均不具备定价权，被动的承担着行业波动风险和盈利能力低下的现实。

但在中高端市场，由于业主要求设计和施工单位具备较高的专业设计和施工能力、承接过标志性工程、有同类工程的实践经验等，门槛相对较高，入围投标的企业以本区域性优势企业和全国性龙头企业为主，所以中高端建筑装饰市场行业利润率较高并且一直呈稳定态势。

根据中国建筑装饰行业协会统计，2008 年全国拥有壹级建筑装饰工程专业承包企业 995 家，壹级建筑幕墙工程专业承包企业 223 家，甲级建筑装饰工程专项设计企业 614 家，甲级幕墙工程专项设计企业 196 家，同时具有壹级装饰施工、甲级装饰设计两项资质的企业 40 家，同时具有壹级幕墙施工、甲级幕墙设计两项资质的企业 95 家，同时拥有上述四项资质的企业 51 家。

竞争对手：金螳螂、亚厦股份、洪涛股份

在 2008 年中国建筑装饰行业百强企业综合实力前十名中，目前已上市的金螳螂（排名第一）、亚厦股份（第二）、洪涛股份（第五）是公司在行业中的主要竞争对手。各公司都有其独特竞争优势，广田装饰在住宅精装修市场先行一步，优势明显。

图表 19：国内建筑装饰龙头企业情况

公司	2010H1 收入 (亿)	2010H1 利润总额 (亿)	擅长领域	2009 主要业务收入占比	2010H1 主要业务收入占比
金螳螂	24.48	1.69	室内装饰、幕墙等的专业化装饰企业，设计能力突出，国内建筑装饰行业第一家上市公司	装饰 83%，幕墙 12%	装饰 80%，幕墙 13%
亚厦股份	18.65	1.41	专注于大型公共建筑、高端星级酒店、高档住宅精装修等装饰、幕墙工程的设计与施工	公共建筑 45%，住宅 27%，幕墙 26%	公共建筑装饰 80%，幕墙 18%
洪涛股份	6.37	0.44	公共建筑装饰行业，目前主要为政府机构、大型国有企业、跨国公司、高档酒店等提供建筑装饰设计、施工服务	装饰 96%	装饰 96%
广田装饰	18.40	1.24	大型公共建筑、高档星级酒店等高端建筑装饰市场，形成了住宅精装修、商业综合体等专业细分市场的领先优势	装饰 98% (其中公共 58%，住宅 40%)	装饰 97% (其中公共 57%，住宅 40%)

资料来源：光大证券研究所

行业主要进入壁垒

● 品牌壁垒

对于建筑装饰企业而言，丰富的从业经验带来的品牌认知度是企业取得客户信任的决定性因素。特别是住宅精装修、商业综合体等工程项目，需要企业能够根据自身积累的行业经验和能力，满足客户多样性的需求。因此，客户更愿意与知名度高的企业保持长期战略合作。

● 资金壁垒

建筑装饰企业投标大中型建筑装饰工程，在招投标阶段需要支付投标保证金、施工过程中需要履约保证金、安全保证金、材料预付款和质量保证金，因此，中小企业难以承接大中型建筑装饰项目。

公司篇：优势突出的综合建筑装饰企业

公司发展战略

公司以提供综合建筑装饰解决方案及综合工程承建服务为主，积极推进绿色化、一体化、工业化、智能化，切实打造并完善绿色装饰产业基地、设计研发基地、营销网络体系，成为中国最具创新能力、最具绿色影响力、最具诚信力的综合建筑装饰工程承建商。

“重设计”的一体化装饰使公司占据行业高点

一体化装饰是基于绿色装饰理念，集绿色建材、绿色施工和绿色检测于一体，集抹灰、防水、保温和装饰于一体，集轻质化、机械化和模具化于一体的集成装饰技术，就其范围来说，需要集研发、设计、施工、检测、维护、服务等全过程、多环节为一体。

传统装饰施工企业只从施工环节开始，只能在较低的层面上竞争。要想形成公司核心竞争优势和提升产业附加值，必须从研发、设计上下苦功，取得行业领先地位：装饰设计包含较多设计师个性化元素，设计施工由同一家公司完成有利于设计理念的贯彻始终；为满足设计的要求，也需要对施工工艺进行改进。因此在“设计施工研发一体化”的模式之下，以设计赢得客户，进而带来施工业务，同时又通过技术研发提升施工质量，形成一体化的建筑施工体系。

目前公司拥有设计师 150 余人，其中高级室内设计师 20 余人，共计 13 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。公司合计获得的各类设计奖项 100 余项。

公司已形成设计-施工-研发一体化经营格局，内部设计部门与技术研发中心形成“产学研”一体的产业化研发平台，从设计演绎出产品生产控制、现场装配、施工协作及标准化的集合平台优势。

品牌效应助力公司产业扩张

公司自成立以来，一直致力于以品牌品质建设占领市场之营销策略，即以优质的工程质量获得良好声誉，以获取潜在客户，形成了“承接工程-优质的工程质量-获得良好声誉-承接新工程”的良性循环。

“广田”商标被认定为“中国驰名商标”、“广东省著名商标”、“深圳市知名品牌”，是建筑装饰行业为数不多获得“中国驰名商标”的企业。

凭借优秀的质量、先进的技术和成熟的管理经验，“广田”荣誉无数：截止 2009 年 12 月 31 日，本公司获得的鲁班奖、全国建筑工程装饰奖共计 20 项；获得各类省市级奖项 100 余项；获得各类设计大奖 100 余项；获得各类社会荣誉 200 余项。

经过近 15 年发展，“广田”在业内树立了良好品牌形象。在国内住宅精装修类装饰工程细分市场综合实力排名第一，2010 年中国房地产测评中心发布“2009 中国住宅全装修（工装）企业实力榜”，本公司排名第一。

图表 20：公司与装饰业前 5 名企业品牌比较

排名	公司名称	中国驰名商标
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	是
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	是
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

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图表 21：公司与装饰业前 5 名企业品牌比较

排名	公司名称	住宅全装修（工装）企业实力榜
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	3
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	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	1

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

雄厚的资金优势有利于扩张大中型项目

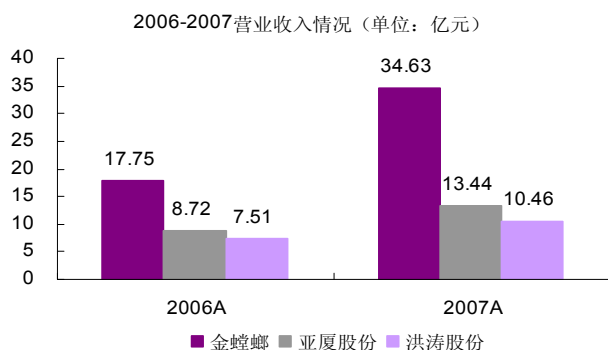
建筑装饰企业投标大中型建筑装饰工程，在招投标阶段需要支付投标保证金、施工过程中需要履约保证金、安全保证金、材料预付款和质量保证金等大笔资金，从而构成了进入行业大中型项目的资金壁垒。

2007 年以来，公司签订的单个合同金额持续增长，截止到 2009 年末，公共建筑合同发面，3000 万元以上的合同金额比例从 67% 上升至 78%，住宅精装修方面，平均造价在 1200 元/平方米以上的合同金额比例达到 95%，说明公司的发展方向是中高端的大资金项目。

公司上市后资金实力更加雄厚，资金优势更为明显，有利于扩张大中型项目。我们跟踪了金螳螂 2006 年 12 月份上市之后一年的表现，规模扩张速度明显高于同行业的亚厦和洪涛，2007 年的营业收入同比增速达到

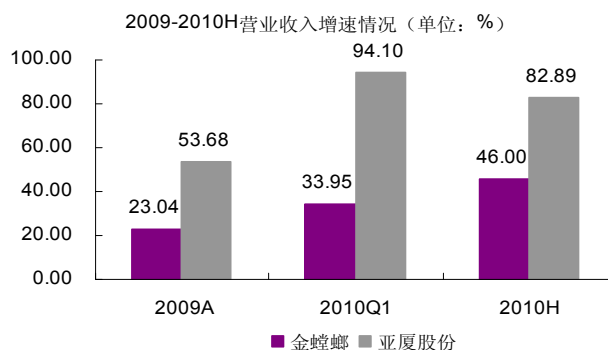
95%，而亚夏和洪涛营业收入增速为 54%和 39%。2010 年 3 月亚夏股份首次公开发行上市，上市后营收规模增速也相当明显，2010 年一季报与中报显示，亚夏股份的营业收入同比增长达到 94%和 83%，明显快于同期的金螳螂与洪涛。

图表 22：2006 年 12 月金螳螂上市，规模迅速扩张
2007 年金螳螂营业收入增速率达到 95%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 23：2010 一季度亚夏也因上市而扩张规模
2010 一季度和中期亚夏营业收入增长率达到 94%和 83%



资料来源：WIND、光大证券研究所

费用率控制良好表现出公司出色的管理能力

公司管理水平突出。由于较高的管理水平以及细分市场的特点使得公司的期间费用率逐年降低，从 2007 年的 3.64%降到 2009 年的 2.54%，2010 年中报期间费用率进一步降到 1.73%。随着公司经营规模的不断扩大，规模效应日益明显。

与此同时三家竞争对手（金螳螂、洪涛股份以及亚夏股份）07,08,09 年期间费用率平均值为 3.99%、4.51%、4.61%。与之相比公司的费用控制更良好。

细分来看，公司期间费用率偏低的主要原因在于管理费用率大大低于可比上市公司平均值。主要原因在于：

（1）公司致力于品牌建设，以良好的口碑获取潜在客户，节省了推广费用等。

（2）公司的住宅精装修比重较大，2009 年占营业收入达到 40%，该业务具有较高的延续性，不少长期合作客户以成为战略合作伙伴（如恒大、百仕达等），因此此类销售费用较少，也因为如此公司的客户集中度偏高。

（3）公司将财务、人事、采购等人员开支计入成本，从而费用降低，相对应毛利率也相应降低，略低于可比上市公司平均值。

图表 24：公司与可比公司费用控制情况

证券代码	证券简称	2009	2008	2007
销售费用率	金螳螂	2.82%	3.07%	2.43%
	洪涛股份	0.77%	0.89%	1.16%
	亚厦股份	0.72%	0.86%	0.60%
	平均值	1.44%	1.61%	1.40%
	公司	0.66%	0.96%	1.18%
管理费用率	金螳螂	3.00%	3.25%	2.41%
	洪涛股份	2.36%	2.30%	2.06%
	亚厦股份	2.27%	2.60%	2.02%
	平均值	2.54%	2.72%	2.16%
	公司	1.56%	1.83%	1.93%
财务费用率	金螳螂	-0.09%	-0.06%	-0.14%
	洪涛股份	0.24%	0.26%	0.17%
	亚厦股份	0.07%	0.36%	1.26%
	平均值	0.07%	0.19%	0.43%
	公司	0.32%	0.33%	0.53%
期间费用率	金螳螂	5.74%	6.26%	4.70%
	洪涛股份	3.37%	3.45%	3.39%
	亚厦股份	3.06%	3.82%	3.88%
	平均值	4.61%	4.51%	3.99%
	公司	2.54%	3.12%	3.64%

资料来源：招股说明书、光大证券研究所

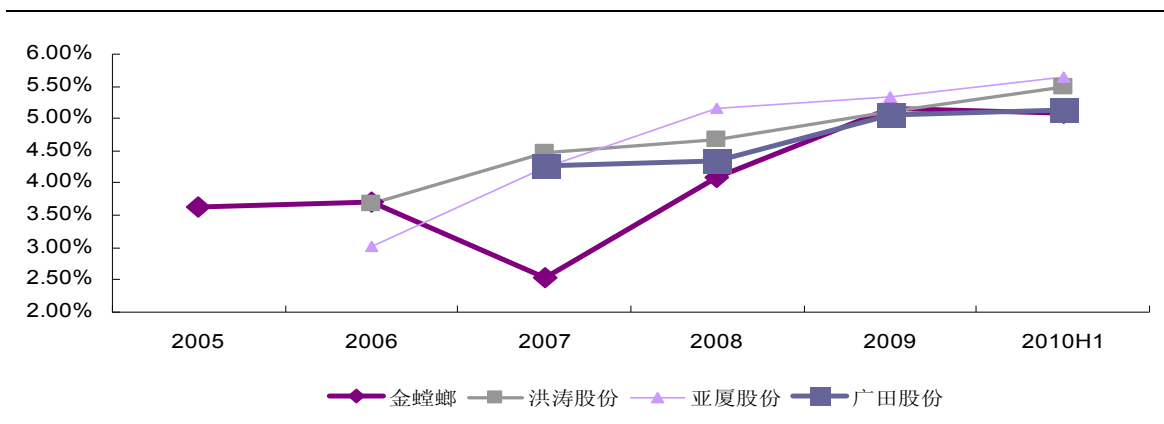
净利润率逐年增长，盈利能力表现良好

公司盈利能力持续向好。归属母公司净利润率（扣除非经常性损益）从 2007 年的 4.33% 上升到 2009 年的 5.06%，呈现逐年上升趋势，其中公司 2009 年净利润较 2007 年增长 155.64%，营业收入增长 118.84%，表现出良好的成长性。

与此同时三家竞争对手（金螳螂、洪涛股份以及亚厦股份）07,08,09 年净利润率平均值为 3.72%、4.59%、5.12%。公司净利润里与同行业可比公司基本持平。

图表 25：可比公司净利润率比较

2010 年中报广田股份净利润率达到了 5.12%



资料来源：WIND、光大证券研究所

公司募投项目分析

本次 A 股发行的募集资金扣除发行费用后将分别用于绿色装饰产业基地园建设项目、设计研发中心项目和营销网络优化建设项目。具体项目如下：

1、约 2.8 亿元用于绿色装饰产业基地园建设项目：对于可“复制”生产的住宅精装修业务来说，通过工业化、标准化生产、现场装配来实现“绿色建材+绿色施工”的生产模式，形成了一条绿色装饰的产业链，建设期 2 年，预计 2013 年建成并达产 60%，预计实现收入 3.56 亿元。

2、约 0.78 亿元用于设计研发中心项目：设计是行业的核心竞争力，“设计施工研发一体化”是公司的优势之一，因此为了巩固公司在市场上的龙头地位，增强设计研发能力是公司长期的任务，建设期 2 年，建成后将产生营业收入 8500 万元。

3、约 0.69 亿元用于营销网络优化建设项目：借本次公司上市之机，公司展开全国范围的战略布局，其中北京、广州、重庆等地区占合同总额的 46%，是公司营销网络的战略核心。公司将在全国主要中心城市布局 1 家分公司，从而支起一张稳定的营销网络，迅速扩大企业的品牌优势，抢占更大市场份额，建设期 2 年。

盈利预测及估值

盈利预测

按照装饰工程设计、装饰工程施工（包括住宅精装修与公共建筑装饰）和其他共四个板块分别对其未来的营业收入和毛利率水平进行预测。

整体盈利水平预测

预计公司 10-12 年收入水平将分别达到 37.88、58.26 和 72.25 亿元，增速分别为 100.8%、53.7%和 24.1%，收入年均复合增长率为 56.5%；预计公司 10-12 年净利润水平将分别达到 1.97、3.16、4.04 亿元，增速分别为 94.1%、60.3%、28.0%，利润年均复合增长率为 58.5%。预计公司 10-12 年摊薄后每股收益为 1.23、1.97 和 2.52 元。

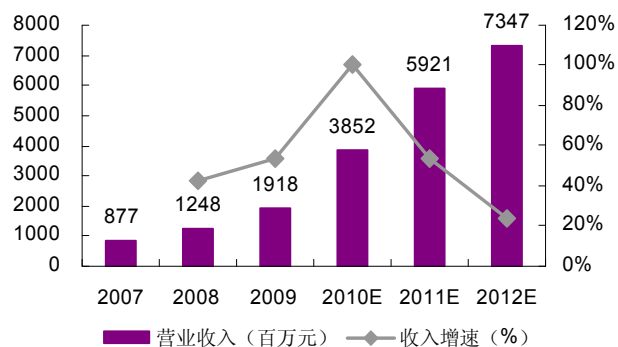
公司各业务模块收入预测

由于建筑装饰行业的高景气度，年均增速超过 15%，其中住宅精装修市场空间不断扩大，年均增速将超过 17%。根据公司 2007 年至 2010 年中期营业收入的情况以及目前已有的订单情况，预计公司 2010-2012 年的装饰施工工程营业收入的增速分别为 101%、54%、24%。由于公司的设计施工研发一体化设计业务也将保持同比例增长。

公司各业务模块毛利率预测

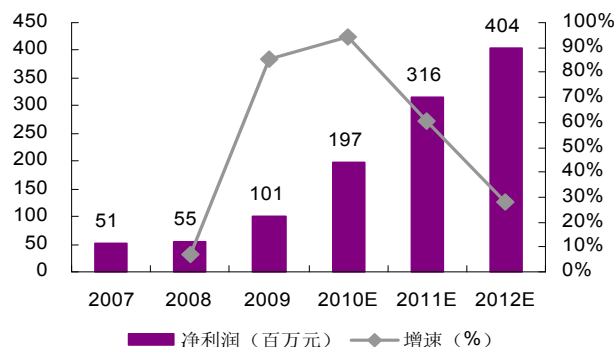
随着公司经营规模的不断扩大，规模效应日益明显。公司的毛利率水平也将稳步提升。

图表 26：广田股份主营业务收入复合增长率 56.5%



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图表 27：广田股份净利润复合增长率 58.5%



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图表 28：广田股份各业务模块收入增长及预测（2007-2012E）

分业务收入增速假设	2007 年	2008 年	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
综合收入增速		42.4%	53.7%	100.8%	53.7%	24.1%
装饰工程施工		46.0%	54.3%	100.9%	53.8%	24.0%
住宅精装修		180.3%	53.0%	102.0%	55.0%	28.0%
公共建筑装饰		9.9%	55.1%	100.2%	53.0%	21.2%
装饰工程设计		24.8%	42.8%	100.0%	50.0%	30.0%
其他		-81.3%	-60.7%	10.0%	10.0%	10.0%
分业务盈利能力假设	2007 年	2008 年	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
综合毛利率	11.2%	11.8%	12.2%	12.8%	13.2%	13.5%
装饰工程施工	10.3%	11.5%	12.2%	12.8%	13.2%	13.5%
住宅精装修	12.9%	13.4%	13.6%	14.0%	14.5%	15.0%
公共建筑装饰	9.5%	10.2%	11.2%	12.0%	12.3%	12.4%
装饰工程设计	15.2%	17.1%	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	43.4%	67.1%	24.1%	30.0%	30.0%	30.0%
分业务主营收入测算	2007 年	2008 年	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
Σ	876.53	1248.10	1918.19	3851.88	5921.05	7347.40
装饰工程施工	836.97	1222.28	1885.61	3788.18	5826.22	7224.52
住宅精装修	177.43	497.33	761.01	1537.23	2382.71	3049.87
公共建筑装饰	659.54	724.94	1124.60	2250.95	3443.51	4174.65
装饰工程设计	17.37	21.67	30.95	61.90	92.85	120.71
其他	22.20	4.15	1.63	1.79	1.97	2.17
分业务主营成本测算	2007 年	2008 年	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
Σ	778.5	1101.5	1684.0	3357.2	5137.5	6353.3
装饰工程施工	751.2	1082.2	1655.7	3303.3	5057.2	6249.2
住宅精装修	154.6	430.9	657.4	1322.0	2037.2	2592.4
公共建筑装饰	596.6	651.2	998.3	1981.3	3019.9	3656.8
装饰工程设计	14.7	18.0	27.0	52.6	78.9	102.6
其他	12.6	1.4	1.2	1.3	1.4	1.5

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司估值

前提假设

我们假设公司成功发行 4000 万股，以发行后 1.6 亿股本计，预计对应的 10-12 年的归属于母公司所有者的净利润为 1.97 亿、3.16 亿、4.04 亿，折合 EPS 为 1.23 元/股、1.97 元/股、2.52 元/股，净利润同比增长率分别为 94.1%、60.3%、28.0%。

绝对价值评估：33.23-39.98 元/股

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%

$\beta(\text{levered})$	1.00
$R_m - R_f$	9.62%
$K_e(\text{levered})$	12.98%
税率	23.00%
K_d	4.57%
V_e	532.2
V_d	40.0
目标资本结构	6.99%
WACC	12.39%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-384.42	-9.00%
第二阶段	1,681.63	39.37%
第三阶段 (终值)	2,973.72	69.63%
企业价值 AEV	4,270.93	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1,573.31	36.84%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	40.00	-0.94%
总股本价值	5,804.24	135.90%
股本 (百万股)	160.00	-
每股价值 (元)	36.28	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.01	0.015	0.02	0.025	0.03
11.39%	39.17	40.32	41.59	43.00	44.57
11.89%	36.70	37.69	38.77	39.98	41.32
12.39%	34.48	35.34	36.28	37.31	38.46
12.89%	32.48	33.23	34.05	34.94	35.92
13.39%	30.68	31.33	32.04	32.82	33.67

资料来源：光大证券研究所

相对价值评估：52.72—63.2 元/股

公司属于建筑装饰行业，我们选取在 A 股上市的建筑装饰行业排名前三的公司：金螳螂 (002081)、洪涛股份 (002325)、亚夏股份 (002375)。3 家可比上市公司 09 年平均 PE 为 85.0 倍，10 年平均 PE 为 47.1 倍。

我们参照行业平均的估值水平，认为可以给予公司 2010 年摊薄后 (EPS1.23 元/股)43-51 倍 PE,合理的投资价值在 52.72 – 63.2 元的区间。

图表 29：国内可比建筑装饰类公司估值水平

公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
	2010-9-7		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
金螳螂	44.20	141.08	0.63	1.09	1.57	70.33	40.63	28.21
洪涛股份	36.39	54.59	0.46	0.75	1.08	79.04	48.24	33.76
亚厦股份	66.26	139.81	0.63	1.26	2.00	105.67	52.44	33.08
平均值						85.0	47.1	31.7

资料来源：光大证券研究所

综上所述，考虑绝对估值与相对估值方法，我们认为公司股票的内在合理价值区间为 40.61-46.42 元/股，对应 10 年 PE 为 33-37.7 倍。预计上市合理价为 52.72-63.2 元/股，对应 10 年 PE 为 43-51 倍。

图表 30：广田股份估值结果汇总

估值结果汇总	合理价值区间 元/股		10 年动态 PE X	
	下限	上限	下限	上限
绝对估值法	33.23	39.98	27.02	32.50
相对估值法	52.72	63.2	42.86	51.38
合理价值区间	40.61	46.42	33.02	37.74

资料来源：光大证券研究所

风险分析

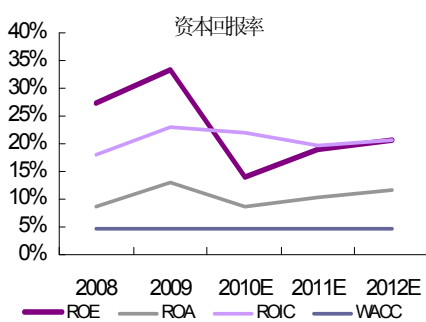
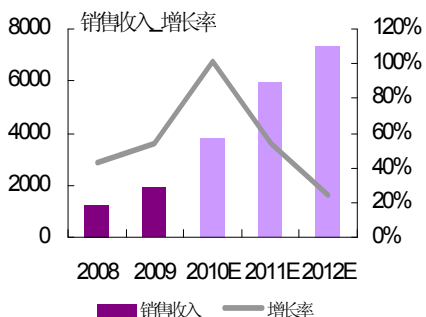
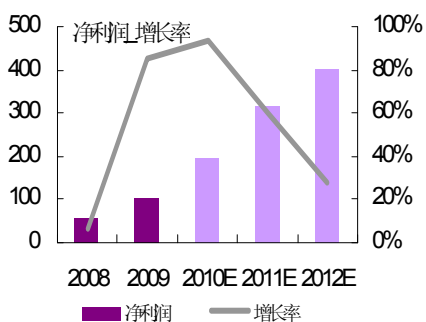
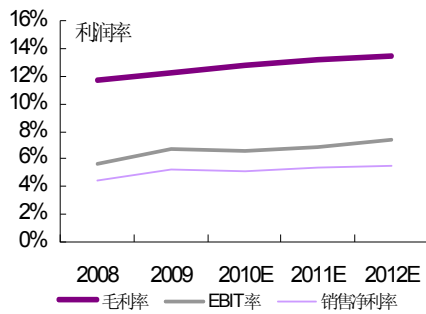
客户集中度偏高风险

公司对前五大客户的营业收入占总营业收入的比重逐年上升,2010年1-6月、2009年、2008年和2007年分别为64.79%、53.38%、51.17%和30.18%。恒大地产是公司的第一大客户,2009年、2008年和2007年公司对其营业收入比重分别为36.83%、38.15%和22.71%,相对于其他客户所占比重较高。公司业务对主要客户存在一定的依赖风险。

宏观经济波动和政策变化的风险

建筑装饰行业的发展与一个国家的经济发展水平相关,经济增长的周期性波动对建筑装饰行业有一定影响。其中,公司主要业务之一的住宅精装修业务与房地产行业的发展关联相对更为紧密。国家宏观经济的波动和宏观政策对房地产行业的调控仍可能影响公司的现金流量状况,对公司的生产经营产生一定的影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,248	1,918	3,851	5,920	7,343
营业成本	1,101	1,684	3,357	5,138	6,351
折旧和摊销	4	6	11	18	27
营业税费	42	65	128	200	247
销售费用	12	13	23	41	73
管理费用	23	30	65	101	125
财务费用	4	6	2	0	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	66	122	250	409	537
利润总额	66	127	255	414	537
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	54.80	101.43	196.04	314.53	402.68

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	626	771	2,290	3,014	3,465
流动资产	555	664	2,153	2,698	2,996
货币资金	106	270	1,180	1,057	1,151
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	310	255	596	1,058	1,142
应收票据	2	7	9	14	21
其他应收款	24	18	77	118	147
存货	72	82	201	308	381
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	55	52	82	221	343
无形资产	0	40	45	50	55
总负债	424	468	879	1,348	1,521
无息负债	374	338	809	1,278	1,451
有息负债	50	130	70	70	70
股东权益	201	303	1,411	1,667	1,943
股本	120	120	160	160	160
公积金	53	63	965	1,012	1,072
未分配利润	28	120	286	495	711
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	43	131	106	133	401
净利润	55	101	196	315	403
折旧摊销	4	6	11	18	27
净营运资金增加	65	80	398	509	244
其他	-81	-56	-500	-708	-273
投资活动产生现金流	-11	-42	-46	-197	-180
净资本支出	0	-40	56	197	180
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-10	-3	-102	-395	-360
融资活动现金流	-15	75	850	-58	-127
股本变化	70	0	40	0	0
债务净变化	-10	80	-60	0	0
无息负债变化	180	-36	471	469	174
净现金流	18	164	910	-123	94

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	42.39%	53.69%	100.75%	53.73%	24.05%
净利润增长率	6.72%	85.09%	93.27%	60.44%	28.02%
EBITDA 增长率	96.64%	80.52%	96.51%	62.33%	32.75%
EBIT 增长率	92.99%	83.76%	96.23%	62.58%	31.77%
盈利能力 (%)					
毛利率	11.75%	12.21%	12.82%	13.21%	13.51%
EBITDA 率	5.93%	6.96%	6.82%	7.20%	7.70%
EBIT 率	5.58%	6.67%	6.52%	6.90%	7.33%
税前净利润率	5.31%	6.63%	6.61%	6.99%	7.31%
税后净利润率 (归属母公司)	4.39%	5.29%	5.09%	5.31%	5.48%
ROA	8.76%	13.16%	8.56%	10.43%	11.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.21%	33.50%	13.90%	18.87%	20.72%
经营性 ROIC	17.87%	23.14%	22.01%	19.80%	20.55%
偿债能力					
流动比率	1.49	1.67	2.66	2.11	2.06
速动比率	129.95%	146.15%	241.22%	187.01%	180.15%
归属母公司权益/有息债务	4.03	2.33	20.16	23.81	27.76
有形资产/有息债务	12.41	5.58	32.06	42.34	48.71
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.34	0.63	1.23	1.97	2.52
每股红利	0.00	0.00	0.37	0.79	1.26
每股经营现金流	0.27	0.82	0.66	0.83	2.51
每股自由现金流(FCFF)	-0.02	0.38	-1.40	-2.17	0.10
每股净资产	1.26	1.89	8.82	10.42	12.15
每股销售收入	7.80	11.99	24.07	37.00	45.89

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。