

建筑装饰

广田股份(002482.SZ)/87.06 元
“榕树式”扩张助公司突破瓶颈，提升估值

事 项

我们通过多种渠道调研了公司。

主要观点

➤ **首次提出了装修企业增长驱动力的六因素分析模型。**对于增长而言，我们认为资金和市场两个因素对于短期的增长作用力大，团队和口碑两个因素对于中长期的作用力大，而部分因素的互斥性又要求公司在长期的增长和短期的增长间作出平衡。

我们对四家装饰企业采用六因素分析法做了一个大致区分。在这一框架下，对于公司而言，我们预期资金和市场的力量将会推动公司在短期内快速增长，团队和公司选择的经营模式对短期的爆发式增长构成制约，但是将平滑长短期的增长曲线。公司有望在长短期内均保持快速发展。

➤ **利润模块在发生变化，公司的核心价值有望逐步凸显。**从装饰业发展的趋势看，材料和人工的弹性在缩小，管理将会是公司未来主要利润来源，同时也是公司价值的反映。公司以四家装修上市公司当中最低的毛利率水平做出接近最高的净利率水平，凸现公司的精细化管理和成本控制能力，而我们认为这正是公司的核心价值。

➤ **“榕树式”架构助公司突破规模瓶颈，提升估值。**未来装修企业的核心价值将会是管理能力，管理的矛盾集中反映的规模限制上。过去，装修企业“长不大”的原因很大程度上是超出控制之外的规模侵蚀了核心利润模块。在新的技术力量支持下，公司目前正在推动的远程控制，远程控制的核心是技术进步，远程控制有望使得公司成为“榕树式”架构，打破长不大的怪圈，我们预期公司业务将能够像榕树一样在一个单一平面上的大面积扩张。这一架构实际上已经有在行业内其他公司成功运作的案例，我们很可能正在见证一段中国出现 500 亿级装修企业的历史。

➤ 公司目前在手合同充足，我们预测公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 1.31、2.35、3.35 元，对应动态 PE 分别为 68X、38X、27X。在 2012 年之后 5 年，我们预期推动公司短期增长的资金和市场因素不会完全消失，市场结构的变化有望将使公司的核心价值凸显，集中度提升是大的趋势，“榕树式”架构有望建立，团队大规模培养应该在那时开花结果。我们预期公司有望保持 40% 的增速，考虑到超募资金是 09 年全年净利润的 15 倍，我们认为公司股价对应 2011 年 PE 45X 较为合理，当前股价仍有 19% 的折价，我们首次关注并给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：张弛

Tel: 010-59370823

Email: zhangchi@hczq.com

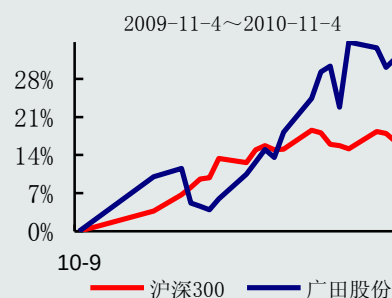
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	16000
流通 A 股/B 股(万股)	3200/0
资产负债率(%)	60.71
每股净资产(元)	2.52
市盈率(倍)	137.33
市净率(倍)	34.55
12 个月内最高/最低价	91.4/59.81

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、六因素分析表明公司的增长曲线会相对平滑	3
二、市场的变化导致公司利润模块在发生变化，公司的核心价值将逐步显现	6
三、“榕树式”扩张有望打破装修企业长不大的怪圈	7
四、盈利预测及估值	8
五、背景资料	9
1. 股权结构和组织架构	9
2. 资质和排名	11
3. 公司部分过往项目	12
4. 四家装修上市公司财务数据对比	15

图表目录

图表 1 增长驱动力的六因素分析框架	3
图表 2 装修四家上市公司的六因素比较	3
图表 3 定额定价到清单计价的转变	4
图表 4 两种模式的比较	5
图表 5 装修的三个利润模块	6
图表 6 两种组织结构的困惑	7
图表 7 榕树式扩张有望打破规模瓶颈	8
图表 8 “榕树式”扩张的核心是远程控制	8
图表 9 主营收入预测	9
图表 10 净利润预测	9
图表 11 公司股权结构	9
图表 12 组织结构图	10
图表 13 分公司一览	10
图表 14 中装协装饰企业百强排名前十	11
图表 15 中国住宅全装修（工装）企业实力榜	11
图表 16 前六名资质一览	11
图表 17 综合体类	12
图表 18 交通类	12
图表 19 博物馆类	13
图表 20 酒店类	13
图表 21 金融机构类	14
图表 22 政府公共建筑类	14
图表 23 销售净利率	15
图表 24 销售毛利率	15
图表 26 速动比率	15
图表 26 资产负债率	15
图表 28 应收账款周转次数	15
图表 28 存货周转次数	15

一、六因素分析表明公司的增长曲线会相对平滑

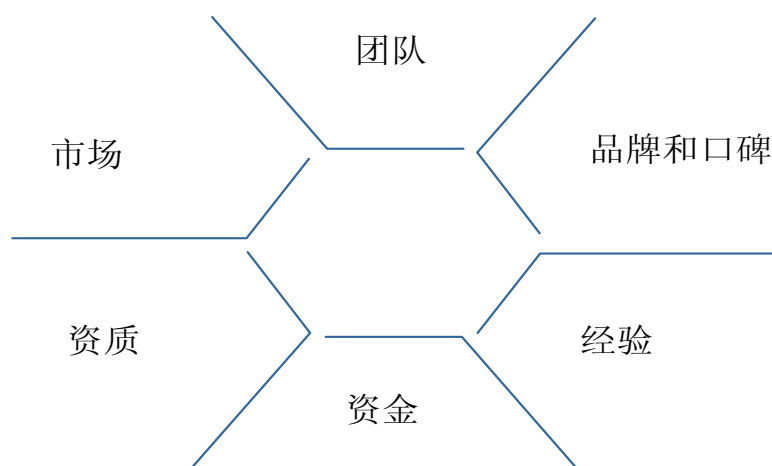
公司的高成长不仅仅是因为上市推动，我们预期公司增长是长短期兼顾的……

广田股份源于装饰之乡深圳，是国内最具实力的公装企业之一，其特点鲜明，住宅精装修占公司业务的比例达到一半，占据最好的市场。以四家装修上市公司当中最低的毛利率水平做出接近最高的净利率水平，凸现公司的精细化管理和成本控制能力，而我们认为这是未来装修企业的核心价值。

09 年主营收入 19 亿，预计 10 年将达 40 亿，快速向装修龙头金螳螂看齐。

我们希望能够站在业主和分析师两个角度，去预期公司未来的增长前景。总结的说，我们认为，主要有六个方面的因素成为一个装修企业成长的驱动力，分别是资金、市场、团队、品牌口碑、资质、经验。反过来说，这六个方面也是竞争对手的门槛。

图表 1 增长驱动力的六因素分析框架



资料来源：华创证券研究所

对于增长而言，我们认为资金和市场两个因素对于短期的作用力大，团队和口碑两个因素对于中长期的作用力大，资质和经验往往构成门槛，而驱动长期和短期的增长的内在因素往往又形成矛盾，需要公司作出取舍。

我们对四家装饰企业采用六因素分析法做了一个大致区分，当然，团队和口碑涉及到我们主观的判断。在这一框架下，我们预期资金和市场的力量将会推动公司在短期内快速增长，团队和公司所选择的经营模式对短期的爆发式增长构成制约，但是将平滑长短期的增长曲线。

图表 2 装修四家上市公司的六因素比较

	短期作用力大		中长期作用力大		必要门槛	
	资金	市场	团队	品牌口碑	资质	经验
广田	1	1	2	2	1	2
亚厦	2	1	2	2	1	2
金螳螂	4	3	1	1	1	1
洪涛	3	4	2	2	1	2

资料来源：华创证券研究所

对于公司而言，我们详述如下：

资金：

资金的限制目前对于公司而言是不存在的，公司上市净募资金 19.96 亿元，超募资金 15.67 亿元，三季报货币资金 23 亿元，此外还有相当的银行授信。但是我们注意到公司仍然在加快应收账款的周转和降低存货以提升资金的使用效率。

资金通常是一个门槛。新开工项目需要资金支持，主要是涉及到保证金及前期费用，所需资金的比例通常为合同额的 10%-15%。根据公司的开工计划，考虑到周转，我们认为现金余额的比例不应低于未来半年预计主营收入的 15%。资金短缺的状况可能会使部分需求资金较大的项目无法开工，从而影响到主营收入；相反，充裕的资金可以开工一些之前无法开工的项目。

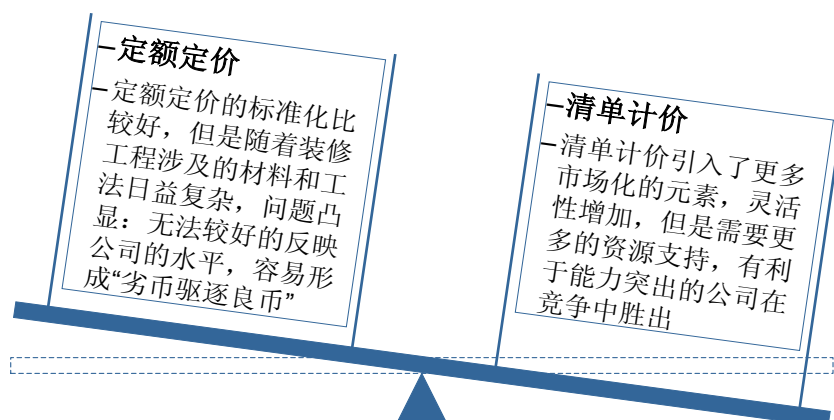
市场：

在艰难环境中生长的小草迎来了春风

我们预期公司深耕的房地产精装修市场将会是未来发展最快的市场。此外，市场的内在结构也在发生一些变化。我们注意到从 08 定额开始，市场正在逐步由定额定价转变为清单计价。定额定价是建筑工程当中传统的做法，但是装修与土建的产别在这里显现出来：土建的材料和工法相对单一和固定，装修的材料和工法日益复杂，导致定额定价难以反映装修企业自身的水平，容易形成“劣币驱逐良币”。清单计价引入了更多市场化的元素，灵活性增加，虽然需要更多的资源支持，但是有利于管理能力和成本控制能力突出的公司在竞争中胜出。我们认为市场的这一变化对公司的影响是巨大而深远的。

实际上，房地产开发商相对专业，房地产精装修毛利率理论上偏低；此外，相同模块的大量复制导致房地产精装修的存货偏高，应收账款周转偏弱，资金占用和资金成本偏大（详情请参见背景资料），但是我们注意到公司在毛利率比较低的情况下，净利率却与其他三家上市装修企业持平，表明公司的出色的成本控制能力。然而，房地产精装修市场的优点是市场化程度相对高，大规模的扩张相对容易，公司在“弱项上不弱”，而强项上强，是我们看好公司的一大理由。

图表 3 定额定价到清单计价的转变



资料来源：华创证券研究所

敬请阅读正文之后的免责声明

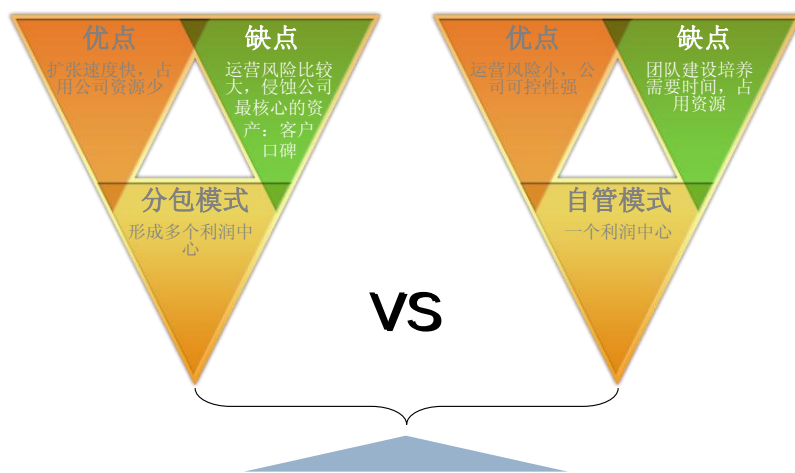
团队：

团队是目前制约公司增长最重要的因素，实际上公司面临的问题并非“能与不能”那么简单，而是取舍。

相比于其他因素而言，人才梯队的建设和培养需要时间，是最不能“爆发性增长”的因素。而且我们并不认为公司在团队方面比其他三家上市装修企业具有明显优势。

但是实际上，人力资源市场上并不缺乏装修行业的专业人才，团队涉及到的核心问题其实是经营模式，公司需要在两个不同的经营模式之间做出艰难的抉择，即分包模式和自管模式。

图表 4 两种模式的比较



资料来源：华创证券研究所

分包模式在公司中形成了多个利润中心，其优点是占用资源较少，短期内扩张速度快，缺点是运营风险比较大，并且侵蚀公司的核心资产。自管模式的优点风险小，可持续性较强，但是团队建设需要时间同时需要的资源量大。

我们很高兴的看到了公司选择了自管模式，并正在这一模式下大步狂奔，我们认为公司的这一选择是符合市场需求的，事实上，分包模式在房地产精装修市场并不太可行。自管模式更加有利于公司的长期发展，而非用“百米冲刺的速度跑马拉松”。

品牌和口碑：

公司在行业内拥有良好的口碑。

品牌和口碑实际上就是我们在“团队”中所提到的核心资产，资本市场认为装修行业门槛很低，实际上我们认为处处是门槛。公司的情况是“表内轻资产、表外重资产”，品牌和口碑需要相当长时间的积累和维护，甚至牺牲增速。

我们注意到，有观点认为公司品牌和口碑处于巨大的运营风险当中，而实际上我们认为这种风险是很小的，因为实际上公司在主动的维护，其可控性是很强的。“与恒大如果闹翻了怎

么办”是一个概率不大的假设。

资质：

公司拥有《建筑装修装饰工程专业承包壹级》、《建筑幕墙工程专业承包壹级》等六项施工壹级资质和《建筑装饰工程设计专项甲级》、《建筑幕墙工程设计专项甲级》等四项设计甲级资质。

相对于其他三家上市同行而言，公司没有园林和广告资质，这是和房地产精装修业务相协调的，公司拥有智能和消防资质。资质的效果表现为乘积效应，而非简单的相加效应。

经验：

公司在住宅精装修、综合体、公共建筑精装修方面拥有丰富经验，具体标杆项目可参见“背景资料”。经验需要长时间的积累，是业主最看重的内容，也是进入高端市场的一大门槛。

二、市场的变化导致公司利润模块在发生变化，公司的核心价值将逐步显现

我们注意到，从 08 定额开始，市场正在逐步由定额定价转变为清单计价。清单计价有利于管理能力和成本控制能力突出的公司在竞争中胜出。实际上，这只是市场在走向规范和透明的诸多标志之一。

我们认为市场的变化对公司的影响是巨大而深远的。

装饰业的利润分为三个模块：材料、人工、管理，分别对应装饰定额当中的材料费、人工费、现场管理费和利润。从装饰也发展的趋势看，材料和人工的弹性已经和正在缩小，利润空间的压缩使得行业集中度正在提高，管理将会是公司未来主要利润来源和核心价值，公司一直身处竞争最激烈的市场，以四家装修上市公司当中最低的毛利率水平做出接近最高的净利率水平，市场的透明化和规范化将使公司的核心价值未来逐步凸显。

图表 5 装修的三个利润模块



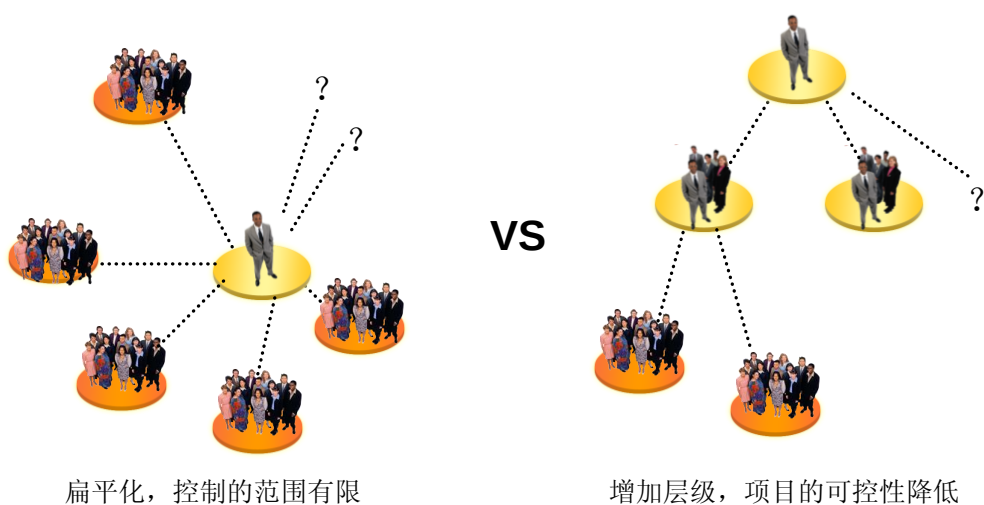
资料来源：华创证券研究所

三、“榕树式”扩张有望打破装修企业长不大的怪圈

装修企业通常都有某种规模限制，实际上，这里面有一对矛盾，矛盾的实质是利润来自管理。过去，装修企业“长不大”的原因很大程度上是**超出控制之外的规模**侵蚀了核心利润模块，而对于装修企业而言，总部的控制和资源又是核心竞争力。

公司目前正在经历由 20 亿规到 100 亿规模的跨越，随着规模的扩张，在传统的技术力量支持下，公司面临着两种选择：一种是平面扩张，实际上，其控制范围也是有限的；另一种是增加管理层级，而增加管理层级意味着终端项目的可控性降低。

图表 6 两种组织结构的困惑



资料来源：华创证券研究所

公司目前正在推动的远程控制，新的技术使得远程控制现在已经成为可能，远程控制有望使得公司成为“榕树式”架构，打破长不大的怪圈，这一架构实际上已经在行业内其他公司有成功运作的案例，我们很可能正在见证一段中国出现 500 亿级装修企业的历史。

在新的技术力量支持下，我们预期远程控制将会使公司的扩张方式发生革命性的变化，使得公司管理架构表现为“榕树式”，树冠是公司的业务覆盖面，横向主干是总部的管控和资源支持，纵向衍生出来的枝干是区域分部管理的区域性资源对各自区域业务的支撑。使得公司业务在一个单一平面上的大面积扩张成为可能，“榕树”的覆盖面积在获得枝干的支撑后大幅增加。我们预期 100 亿将不再是公司的规模瓶颈。

图表 7 榕树式扩张有望打破规模瓶颈



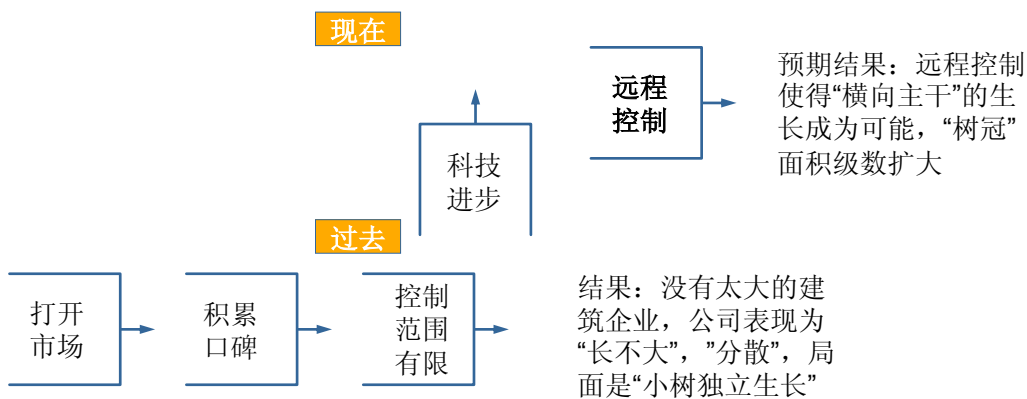
“榕树式”扩张：纵向枝干和横向主干支撑的平面扩张

不增加层级，却同样做到扁平

资料来源：华创证券研究所

“榕树式”扩张的核心是远程控制，远程控制的核心是技术进步。最基础的经济学逻辑在纷繁的世界中发挥着作用。

图表 8 “榕树式”扩张的核心是远程控制

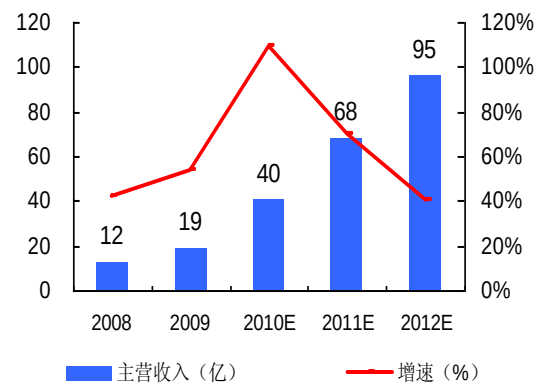


资料来源：华创证券研究所

四、盈利预测及估值

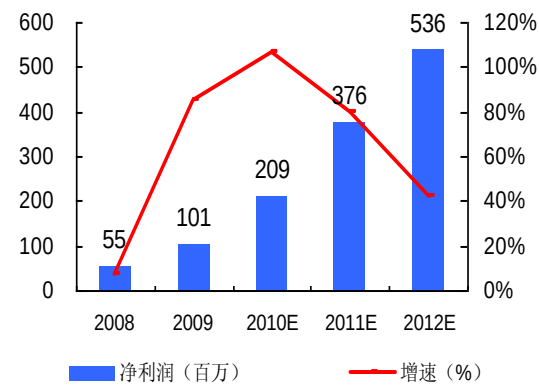
公司目前在手合同充足，我们预期公司 2010、2011、2012 年主营收入分别为 40 亿、68 亿、95 亿，归属母公司净利润分别为 2.09 亿、3.76 亿、5.36 亿，EPS 分别为 1.31、2.35、3.35 元，对应动态 PE 分别为 68X、38X、27X。

图表 9 主营收入预测



资料来源：华创证券研究所

图表 10 净利润预测



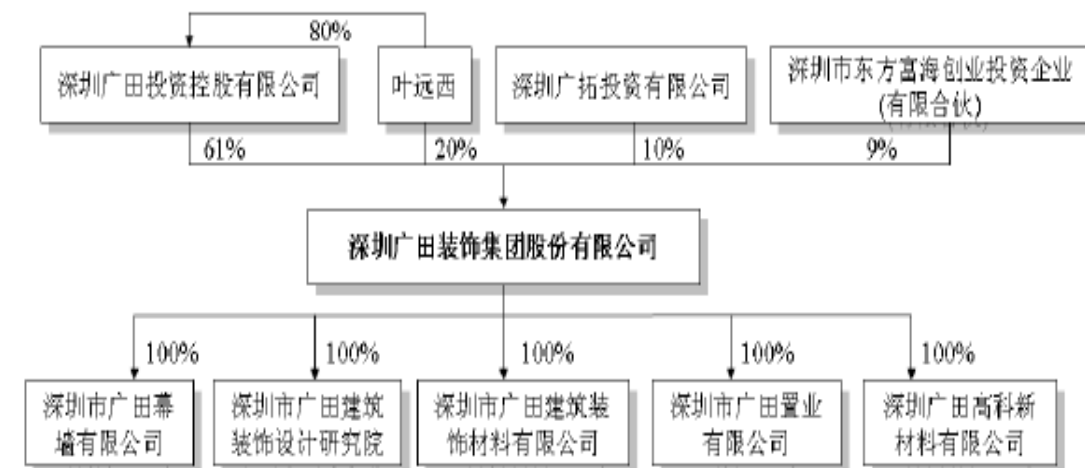
资料来源：华创证券研究所

在 2012 年之后 5 年，我们预期推动公司短期增长的资金和市场因素不会完全消失，市场结构正在向有利公司的方向转变，管理能力的核心价值有望凸显，集中度提升是大的趋势，“榕树式”架构将会建立，目前正在进行的团队大规模培养应该在那时开花结果。我们预期公司保持 40% 的增速是正常的，考虑到超募资金是 09 年全年净利润的 15 倍，我们认为公司股价对应 2011 年 PE 45 X 较为合理，当前股价仍有 19% 的折价，我们首次关注并给予推荐评级。

五、背景资料

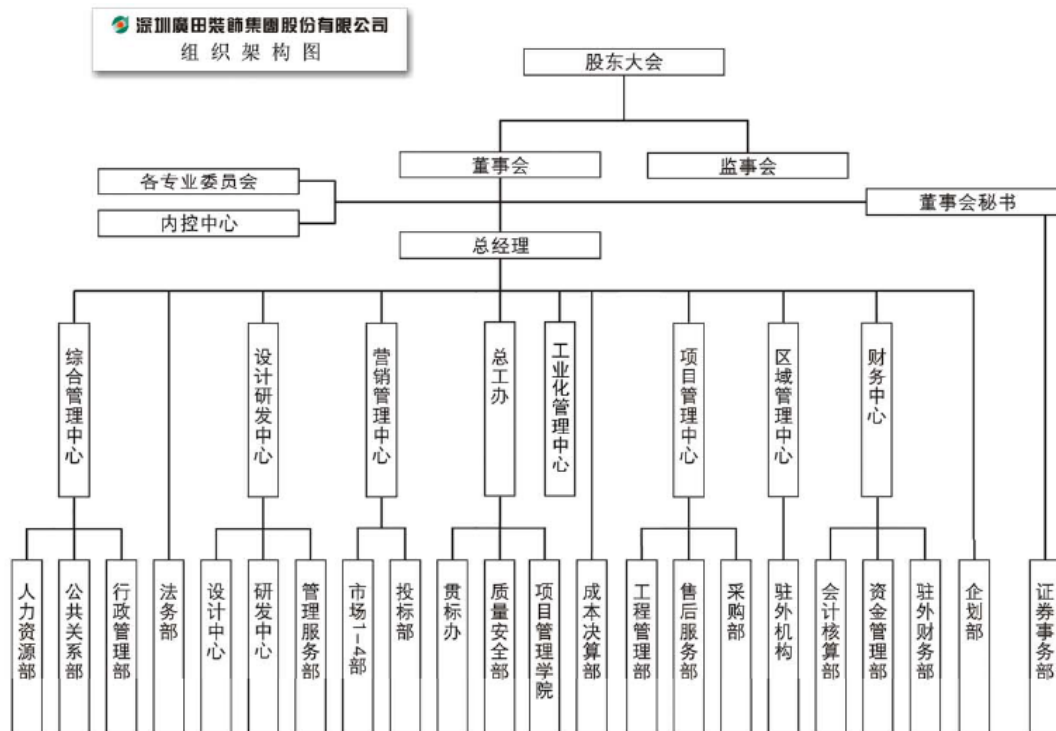
1. 股权结构和组织架构

图表 11 公司股权结构



资料来源：招股说明书

图表 12 组织结构图



资料来源：招股说明书

图表 13 分公司一览

序号	分公司名称	成立日期	营业场所
1	北京分公司	2009.04	北京市怀柔区雁栖经济开发区雁栖大街 31 号 1 幢 2 层
2	广州分公司	2008.07	广州市越秀区天河路 47 号之二华银商务中心 7 楼
3	佛山南海分公司	2008.10	佛山市南海区里水镇草场白塔村 6 号
4	成都分公司	2008.01	成都市青羊区青龙街 18 号 1-1 栋 18 楼 10-11 号
5	安徽分公司	2007.05	合肥市马鞍山路金地国际城 2 号公寓 318-219
6	江西省分公司	2008.06	南昌市人民政府大院东四路 23 号龙式大厦 B 座 208 室
7	西安分公司	2009.03	西安市碑林区柿园路 169 号安顺世纪广场 1 幢 10 层 H 号房
8	沈阳分公司	2009.07	沈阳市和平区中华路 88-1 号 1006 室
9	北京轨道交通建筑装饰工程分公司	2009.08	北京市怀柔区雁栖经济开发区雁栖大街 31 号 1 幢 2 楼
10	宁夏分公司	2009.10	银川市兴庆区南苑康晨沿街商铺 2 号商业楼 12 号营业房
11	厦门分公司	2010.04	厦门市思明区莲坂商业广场西区 331 号
12	重庆分公司	2010.06	重庆市渝北区龙山街道龙山路 64 号龙景花园 B 幢 2-13

资料来源：招股说明书

2. 资质和排名

公司是我国公共建筑装饰行业龙头企业之一，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。在 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”中，公司排名第一。

图表 14 中装协装饰企业百强排名前十

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：招股说明书

图表 15 中国住宅全装修（工装）企业实力榜

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：招股说明书

公司目前拥有《建筑装修装饰工程专业承包壹级》、《建筑幕墙工程专业承包壹级》等六项施工壹级资质以及《建筑装饰工程设计专项甲级》、《建筑幕墙工程设计专项甲级》等四项设计甲级资质，在资质等级上已经达到建筑装饰企业的领先水平。获得的鲁班奖、全国建筑工程装饰奖共计 20 项，获得省市级奖项 100 余项。

图表 16 前六名资质一览

序号	企业名称	施工壹级	设计甲级	合计
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	4	2	6
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	4	2	6
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	2	2	4
4	中国建筑装饰工程有限公司	4	2	6
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	6	1	7
6	深圳广田装饰集团股份有限公司	6	4	10

资料来源：招股说明书

3. 公司部分过往项目

图表 17 综合体类

序号	项目名称	主要特点及情况
1	广州太古汇商场	广州市标志性重点工程建设项目，是广州天河商圈中首个集购物、餐饮、休闲、娱乐、写字楼、酒店和文化中心于一体的商业航母
2	石家庄万象天成	是石家庄着力打造现代化服务业聚集区发展战略中的重点项目，也是石家庄“三年大变样”16个“精品项目”中的重点项目，是集写字楼、五星级酒店、高尚公寓楼和大型 shoppingmall 的商业综合体
3	星河苏活购物公园（COCO PARK）	2007 年度全国建筑工程装饰奖及 2007 年度广东省优秀建筑装饰工程，2007 年度深圳市金鹏奖。是集文化、艺术、餐饮、购物、娱乐、休闲观光等多功能于一体的体验式园林情景式购物中心，是中国首个“内街”式购物中心
4	恒大六大中心系列项目	包含商业中心、饮食中心、娱乐中心、会议中心、健康中心、运动中心六大块，工程地点遍布天津、重庆、南京、清远、武汉、长沙、成都等各大城市
5	凯晨世贸中心	北京标准最高的顶级写字楼之一，由北京建筑设计研究院和美国 SOM 公司联合设计
6	北京远洋大厦	是建国五十周年的献礼工程，申奥标志性建筑，荣获国家工程建设质量银质奖及深圳市优质样板工程奖
7	商业广场类项目	深圳茂业百货、深圳岁宝百货、深圳群星广场、深圳新一佳超市、深圳人人乐超市、深圳远望数码商城、长沙通程商业广场
8	沃尔玛项目	公司承接有深圳南山、深圳龙岗、北京市、汕头市、西安市、太原市、大同市等 7 项沃尔玛店的装饰工程业务
9	影城类项目	公司承接有万达、星河、金逸等公司 6 项电影院施工工程及数项剧院工程，积累了如光学、声学等丰富的影剧院施工经验

资料来源：招股说明书

图表 18 交通类

序号	项目名称	项目情况
1	城市轨道交通类	天津地铁（一号线、二号线、三号线）、北京地铁（四号线、九号线、亦庄线）、成都地铁一号线一期工程 OCC 项目、沈阳地铁、西安地铁等。其中天津地铁三号线设计荣获第四届文博会创意设计作品交通类唯一金奖
2	机场类	青岛机场二期扩建、乌鲁木齐机场、喀什国际机场、徐州机场、广州白云国际机场、景德镇机场改扩建工程等
3	火车站类	天津火车站、青岛东站、新疆伊宁火车站、上海至南京城际轨道交通站房等

资料来源：招股说明书

图表 19 博物馆类

序号	项目名称	项目主要特点及情况
1	中华世纪坛	荣获 2002 年度全国建筑装饰工程奖。为了迎接 21 世纪新千年而兴建的标致性建筑
2	深圳会展中心	荣获 2006 年度全国科技创新奖及深圳市政府颁发的突出贡献奖。是深圳市 CBD 的标志性建筑，由德国 GMP 公司设计，是深圳市最大的单体建筑，是集展览、会议、商务、餐饮、娱乐等多种功能为一体的超大型公共建筑
3	贵阳大剧院	荣获 2007 年度中国建筑工程鲁班奖及 2006 年度全国建筑工程装饰奖。贵州最大最豪华的剧院，是西南地区建设规模最大、档次最高的综合型多功能剧院之一
4	深圳博物馆新馆（设计）	中国文博会创意设计作品展铜奖。中国唯一一个以改革开放史作为核心内容的博物馆，是深圳市“文化立市”的一项重要工程，也是深圳市纪念我国改革开放 30 周年庆典活动的重要组成部分
5	湖北博物馆	2008 年度全国建筑工程装饰奖及 2008 年度广东省优秀建筑装饰工程，2008 年度深圳市金鹏奖。是湖北省唯一的省级综合性博物馆，也是全省最重要的文物收藏、研究和展示机构

资料来源：招股说明书

图表 20 酒店类

序号	项目	项目情况
1	丽思卡尔顿酒店	深圳丽思卡尔顿酒店，荣获 2009 年度全国建筑工程装饰奖及 2009 年度广东省优秀建筑装饰工程
2	希尔顿酒店	昆山希尔顿酒店、海南三亚希尔顿酒店
3	喜来登酒店	深圳大梅沙喜来登酒店、广州粤海喜来登酒店、惠州雅居乐喜来登酒店
4	凯宾斯基酒店	惠州凯宾斯基酒店
5	万豪国际酒店	广州万豪酒店、上海雅居乐万豪酒店、沈阳万豪大酒店
6	洲际酒店	苏州晋和洲际酒店
7	戴斯酒店	深圳双城世纪戴斯酒店
8	费尔蒙大酒店	昆山阳澄湖费尔蒙大酒店，是费尔蒙酒店集团在亚洲开设的第三家酒店

资料来源：招股说明书

图表 21 金融机构类

序号	项目名称	项目情况
1	中国人民银行	西安分行、塘沽中心支行、贵州毕节中心支行
2	中国工商银行	贵州分行、襄樊分行、深圳分行、深圳上步支行、西宁分行
3	中国建设银行	深圳前进支行、深圳龙兴支行、深圳城建支行、深圳公明支行、深圳沙河支行、深圳南油支行、深圳前海支行、深圳新安支行、深圳机场支行、深圳福滨支行、合肥城西支行
4	中国银行	总行、辽宁本溪分行
5	中国农业银行	云南省分行、贵州省分行、郑州商都支行。郑州商都支行获 2006 年度河南省优良工程奖
6	国家开发银行	四川分行
7	兴业银行	深圳分行、深圳科技支行、深圳福田支行、深圳南山支行、福州元红大厦、西安土门支行。深圳分行荣获 2005 年度深圳市金鹏奖
8	深圳发展银行	青岛分行、广州分行、佛山三水支行
9	中信银行	南宁分行、成都分行。南宁分行荣获 2009 年度金鹏奖

资料来源：招股说明书

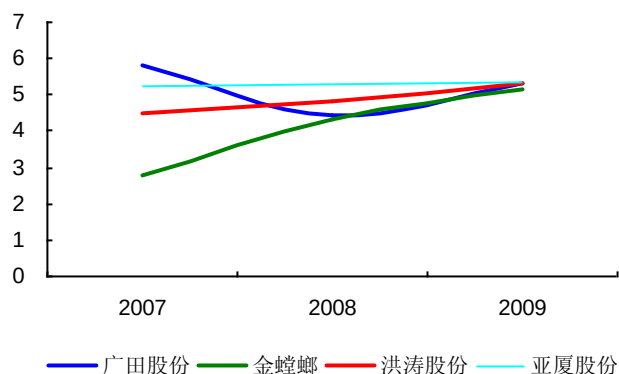
图表 22 政府公共建筑类

序号	项目名称	项目情况	备注
1	外交部新闻领事中心大楼	新的外交部新闻发布厅所在地	
2	江苏省会议中心	江苏省委省政府对外接待的重要窗口	
3	南京市政府会议中心	南京市政府重点工程之一	
4	云南海埂会议中心	西南最大的政府行政会议中心之一	
5	国家电力中心	位于北京市长安街，是国家重点工程之一	2002 年度中国建筑工程鲁班奖
6	深圳市公路枢纽控制中心	深圳市交通局的高级行政办公楼	2001 年度中国建筑工程鲁班奖
7	深圳市宝安行政中心	深圳市宝安区政府办公楼	首届中国创意设计优秀作品奖
8	武汉长江工程建设局办公楼	长江工程建设局办公所在地	2006 年度湖北省优质建筑装饰工程奖
9	杭州日报社新闻中心	杭州日报社办公所在地	2004 年度浙江省钱江杯奖，2004 年度深圳市金鹏奖
10	广西人民医院	大型综合性省级三级甲等医院，是广西的医疗中心	荣获 2007 年度全国建筑装饰科技创新奖、广东省优秀工程奖及 2009 年度全国建筑工程装饰奖
11	山东临沂人民医院	是鲁东南地区最大的一所三级甲等综合性医院，其现代化主体大楼被专家誉为“中国医院第一楼”。	荣获 2004 年度中国建筑工程鲁班奖

资料来源：招股说明书

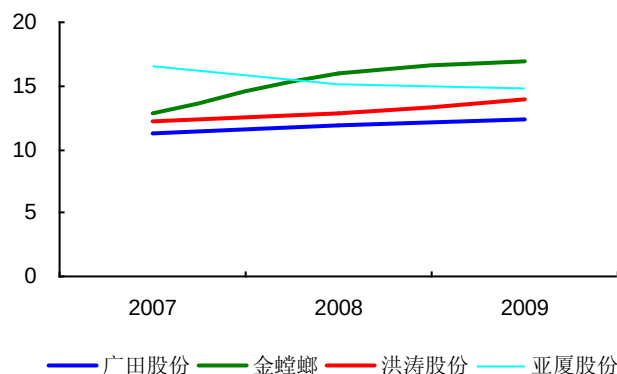
4. 四家装修上市公司财务数据对比

图表 23 销售净利率



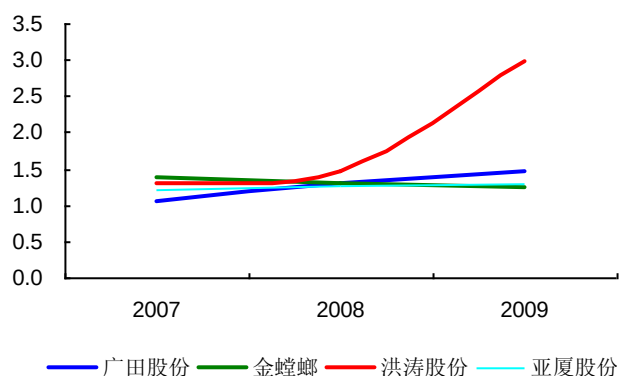
资料来源: Wind

图表 24 销售毛利率



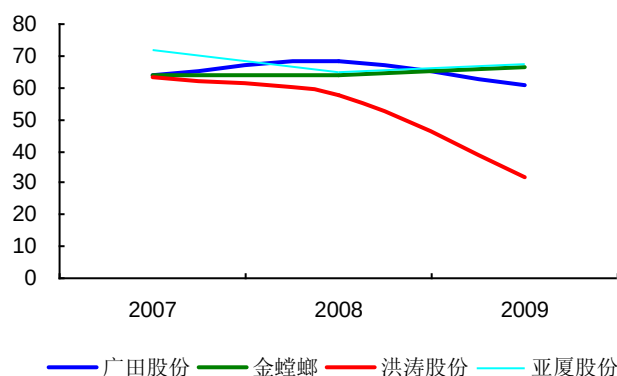
资料来源: Wind

图表 25 速动比率



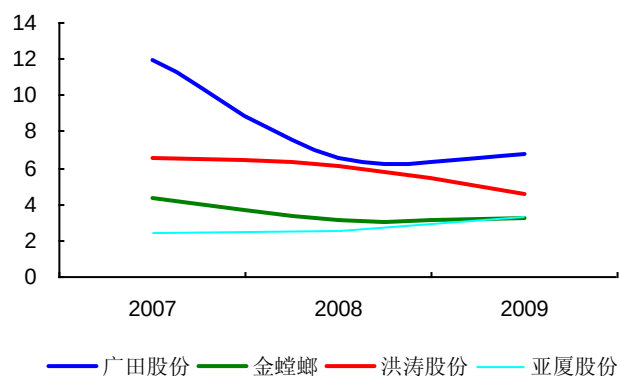
资料来源: Wind

图表 26 资产负债率



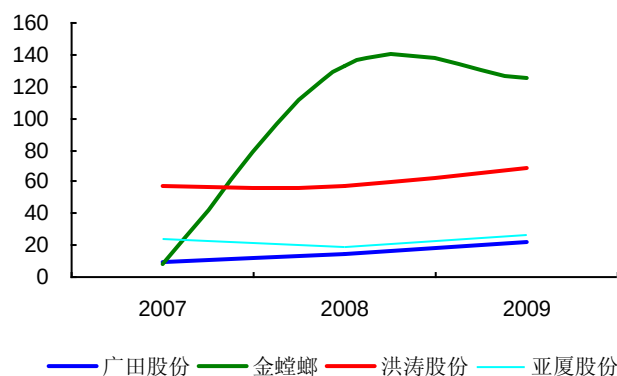
资料来源: Wind

图表 27 应收账款周转次数



资料来源: Wind

图表 28 存货周转次数



资料来源: Wind

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	664	2964	3482	4372
现金	270	2156	2225	2664
应收账款	255	641	1090	1527
其它应收款	18	41	28	29
预付账款	31	38	42	48
存货	82	79	88	95
其他	7	8	9	10
非流动资产	107	262	463	561
长期投资	0	0	0	0
固定资产	52	196	380	457
无形资产	40	52	69	92
其他	15	14	13	12
资产总计	771	3227	3945	4934
流动负债	398	668	1010	1464
短期借款	0	0	0	0
应付账款	164	352	598	836
其他	233	316	412	628
非流动负债	70	71	71	71
长期借款	70	70	70	70
其他	0	1	1	1
负债合计	468	739	1081	1534
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	160	160	160
资本公积金	51	1986	1986	1986
留存收益	132	341	717	1253
归属母公司股东权益	303	2487	2864	3399
负债和股东权益	771	3227	3945	4934

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	131	119	252	523
净利润	101	209	376	536
折旧摊销	6	8	17	25
财务费用	6	-15	-34	-39
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	20	-83	-107	2
其它	-2	0	0	-0
投资活动现金流	-42	-163	-217	-123
资本支出	4	150	200	100
长期投资	0	-1	-1	-1
其他	-38	-14	-18	-24
筹资活动现金流	75	1930	34	39
短期借款	0	0	0	0
长期借款	20	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	0	1935	0	0
其他	55	-45	34	39
现金净增加额	164	1887	69	439

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1918	4009	6815	9541
营业成本	1684	3520	5977	8358
营业税金及附加	65	136	232	324
营业费用	13	20	30	38
管理费用	30	46	75	95
财务费用	6	-15	-34	-39
资产减值损失	-2	34	44	54
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	268	491	710
营业外收入	5	5	4	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	127	272	495	714
所得税	26	63	119	179
净利润	101	209	376	536
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	101	209	376	536
EBITDA	134	260	474	696
EPS（元）	0.85	1.31	2.35	3.35

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	53.7%	109.0%	70.0%	40.0%
营业利润	85.7%	120.0%	83.5%	44.4%
归属母公司净利润	85.1%	106.4%	79.6%	42.4%
获利能力				
毛利率	12.2%	12.2%	12.3%	12.4%
净利率	5.3%	5.2%	5.5%	5.6%
ROE	33.5%	8.4%	13.1%	15.8%
ROIC	68.5%	50.1%	49.9%	63.4%
偿债能力				
资产负债率	60.7%	22.9%	27.4%	31.1%
净负债比率	27.79%	9.47%	6.47%	4.56%
流动比率	1.67	4.44	3.45	2.99
速动比率	1.46	4.32	3.36	2.92
营运能力				
总资产周转率	2.75	2.01	1.90	2.15
应收帐款周转率	7	9	8	7
应付帐款周转率	8.52	13.63	12.59	11.66
每股指标(元)				
每股收益	0.63	1.31	2.35	3.35
每股经营现金	0.82	0.74	1.58	3.27
每股净资产	1.89	15.55	17.90	21.24
估值比率				
P/E	105.32	68.04	37.87	26.59
P/B	35.28	5.73	4.97	4.19
EV/EBITDA	105	54	30	20

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801