

广田股份 (002482.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 维持评级

公司点评

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑

分析师 SAC 执业编号：S1130210090001
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

广田股份与恒大签署战略合作协议点评

事件

广田股份于 2010 年 11 月 28 日发布公告，宣布了与金螳螂、亚厦股份之前类似的与恒大的战略合作协议，恒大地产每年安排约 35 亿元的装修施工任务给广田股份，并逐年增加约 10 亿元左右的施工任务；广田股份承诺战略合作期间承接其它房地产商的住宅精装修工程施工业务不得超过公司年度营业额的 10%，本协议生效前公司已合作的客户除外。

评论

该事件本身：属于框架性战略协议：1、近日，金螳螂、亚厦股份、广田股份分别与恒大集团签订战略合作协议，此次广田股份公告的协议金额上为 35 亿元，大于签署两个公司的 30 亿元。2、这些协议属于框架性协议，是原则性的协议，在实际数值、工期等因素上都有不确定性。3、对于恒大来说，与资本市场追捧的优秀装饰公司合作，尤其是含有排他性条款，对于提升公司品牌和形象有积极意义；对于金螳螂、亚厦来说，可以复制广田这样的在住宅精装修领域的“增长奇迹”和“增长捷径”。4、因此以上几个协议，数字并不重要，重要的是对于合作双方都有战略层面的重大意义。

行业层面：该事件是我们强调的“行业盈利模式发生改变”的一个体现：1、近年来由于行业的快速发展，装饰龙头公司已经基本脱离该行业年收入 5-6 个亿收入的瓶颈，具体体现就是行业百强企业大部分徘徊在这个限度以下，前十名企业收入规模不断增长。尤其今年资本市场装饰板块的初步成型，使得业主在寻找行业优秀公司方面更具有针对性，这将使得龙头公司合同数量和单体合同金额大幅上升。2、我们之前一直强调，该行业是典型的“大行业、小公司”的投资逻辑，订单从来不是问题，关键是企业的诸多核心竞争力是否可以顺利消化这些订单。3、住宅精装修本来应该是家装企业的延伸领域，但是目前来看，公装企业在该领域的快速布局已经成为定局，住宅精装修的示范效应一旦打开，市场容量将快速上升。

公司层面：龙头公司积极备战，快速扩张：1、人才方面：龙头公司今年在招聘和培训方面下了前所未有的功夫，几个公司的建造师和项目经理的数量快速上升，有目共睹。2、材料方面：龙头公司加快与地板、洁具等材料商的筛选、拓展、合作，该方面属于买方市场，问题不大。3、现场施工工人：该方面是我们有所担忧的地方，施工班组在短期具有数量上的刚性，也是工程质量控制方面最难的地方。

对于广田股份：该协议并无实质意义：1、众所周知，广田股份与恒大之间层有生死相依的友谊，即使没有该协议，广田依然对恒大的几乎所有档次、所有标段的工程有第一选择权。2、关于其中的排他性条款，恒大在住宅精装修领域优势明显，也已经耕耘多年，公司与多家龙头地产公司有长久合作，协议中的排他性条款对公司的限制是十分有限的。3、因此，上述协议的公告并不影响我们对广田未来增长数值和路径的预测。

投资建议

我们看好广田股份未来的发展，维持对公司未来的盈利预测，2010-2012 年 EPS 分别为 1.34、2.46、3.7 元，维持“买入”评级。

图表1：三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	877	1,248	1,918	4,084	6,639	9,991
增长率		42.4%	53.7%	112.9%	62.6%	50.5%
主营业务成本	-779	-1,101	-1,684	-3,570	-5,763	-8,663
%销售收入	88.8%	88.3%	87.8%	87.4%	86.8%	86.7%
毛利	98	147	234	514	877	1,328
%销售收入	11.2%	11.7%	12.2%	12.6%	13.2%	13.3%
营业税金及附加	-28	-42	-65	-151	-246	-370
%销售收入	3.2%	3.4%	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%
营业费用	-10	-12	-13	-29	-46	-70
%销售收入	1.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-17	-23	-30	-57	-93	-140
%销售收入	1.9%	1.8%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
息税前利润（EBIT）	43	70	126	277	492	749
%销售收入	4.9%	5.6%	6.6%	6.8%	7.4%	7.5%
财务费用	-5	-4	-6	18	38	47
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-7	0	2	-6	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	0	0	0	0	0
%税前利润	32.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	49	66	122	288	526	790
营业利润率	5.6%	5.3%	6.3%	7.1%	7.9%	7.9%
营业外收支	6	1	5	-2	-2	0
税前利润	55	66	127	286	524	790
利润率	6.3%	5.3%	6.6%	7.0%	7.9%	7.9%
所得税	-5	-11	-26	-72	-131	-197
所得税率	8.8%	17.3%	20.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	51	55	101	215	393	592
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净：	51	55	101	215	393	592
净利率	5.9%	4.4%	5.3%	5.3%	5.9%	5.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	51	55	101	215	393	592
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	5	4	18	16	18
非经营收益	-16	6	5	11	7	5
营运资金变动	28	-23	20	-73	-84	-108
经营活动现金净流	71	43	131	171	333	507
资本开支	-29	-11	-4	-13	-10	-9
投资	1	0	-39	-1	0	0
其他	54	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	26	-11	-42	-14	-10	-9
股权募资	0	0	0	1,569	-12	0
债权募资	-33	-10	80	-60	0	1
其他	-2	-5	-5	-5	-5	-5
筹资活动现金净流	-35	-15	75	1,504	-17	-4
现金净流量	61	18	164	1,661	306	495

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	88	106	270	1,930	2,237	2,732
应收款项	158	336	281	673	1,095	1,647
存货	83	72	82	196	316	475
其他流动资产	20	42	31	109	175	262
流动资产	349	555	664	2,908	3,822	5,115
%总资产	87.2%	88.7%	86.1%	96.6%	97.5%	98.2%
长期投资	0	10	10	11	10	10
固定资产	45	55	52	47	40	34
%总资产	11.2%	8.8%	6.8%	1.5%	1.0%	0.6%
无形资产	0	0	40	42	45	47
非流动资产	51	71	107	102	97	92
%总资产	12.8%	11.3%	13.9%	3.4%	2.5%	1.8%
资产总计	400	626	771	3,010	3,918	5,208
短期借款	60	0	60	0	0	0
应付款项	169	342	298	795	1,286	1,934
其他流动负债	25	32	40	59	95	143
流动负债	254	374	398	854	1,381	2,077
长期贷款	0	50	70	70	70	71
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	254	424	468	924	1,451	2,148
普通股股东权益	147	201	303	2,086	2,467	3,060
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	400	626	771	3,010	3,918	5,208

比率分析

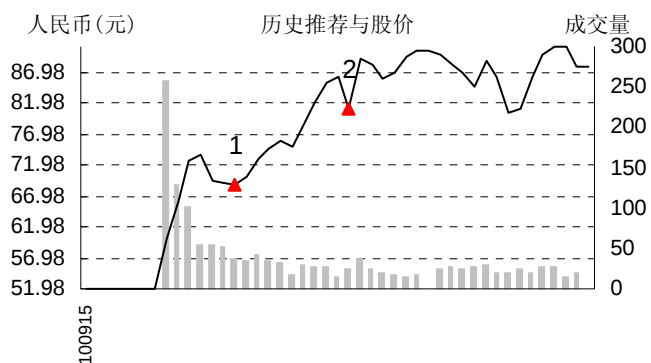
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.428	0.457	0.845	1.343	2.457	3.703
每股净资产	2.932	1.678	2.524	13.040	15.420	19.124
每股经营现金净流	0.593	0.361	1.093	1.066	2.080	3.172
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	35.03%	27.21%	33.50%	10.30%	15.93%	19.36%
总资产收益率	12.83%	8.76%	13.16%	7.14%	10.03%	11.38%
投入资本收益率	18.88%	22.86%	23.30%	9.62%	14.53%	17.93%
增长率						
主营业务收入增长率		42.39%	53.69%	112.91%	62.57%	50.48%
EBIT增长率		62.57%	81.93%	118.77%	77.70%	52.24%
净利润增长率		6.72%	85.09%	111.79%	82.96%	50.74%
总资产增长率		56.28%	23.20%	290.57%	30.17%	32.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.3	56.1	53.8	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	19.5	25.6	16.7	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	10.8	45.9	42.9	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	16.1	16.1	9.9	4.1	2.1	1.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.08%	-27.81%	-46.15%	-89.16%	-87.81%	-86.95%
EBIT利息保障倍数	9.3	16.8	20.2	-15.4	-12.8	-16.1
资产负债率	63.38%	67.81%	60.71%	30.68%	37.03%	41.24%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-14	买入	68.68	N/A
2	2010-10-28	买入	81.11	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室