

高成长性锁定亮丽业绩

广田股份 (002408)

行业: 建筑建材

2011.1.6

评级: 谨慎推荐

当前价格: 85.49 元/股

52 周股价走势图



分析师

广州证券研究所行业组

联系电话: 020-87322668

联系电邮: yjs@gzs.com.cn

相关报告

-《广田股份调研快报: 高成长性锁定亮丽业绩》20101215

广证研究

投资要点

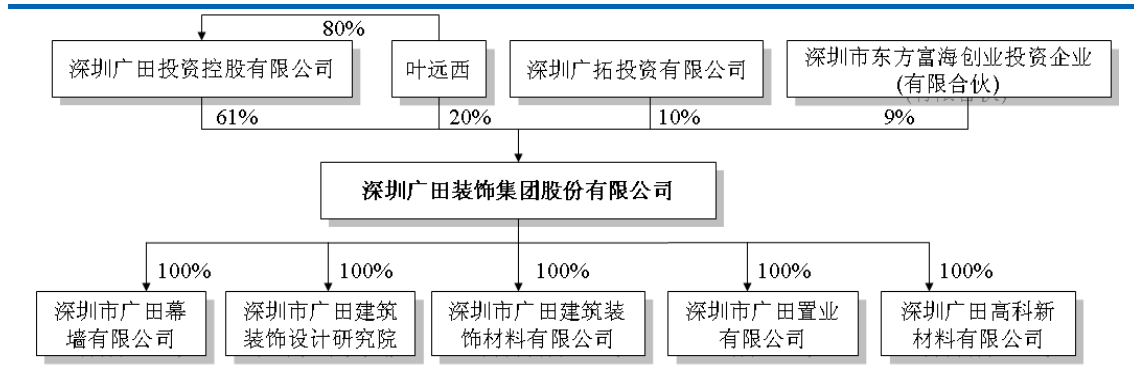
- 广田股份是国内建筑装饰行业的龙头企业之一, 主要为大型房地产项目、政府机构、大型国企、跨国公司、高档酒店等提供综合建筑装饰解决方案及工程承建服务。公司资质齐全, 工程质量过硬, 屡获奖项。
- 建筑装饰行业发展极具潜力, 行业集中度低, 属于“大行业小公司”类型, 利好龙头企业。建筑装饰业具有类似消费行业的特性, 而且以消费升级为驱动力。行业呈现出类弱周期行业的特性, 其发展可持续性更强且发展趋势更为平稳。
- 作为建筑装饰行业仅有的四家龙头上市公司之一, 广田股份的高成长性突出, 而且运营效率出色, 盈利能力也在持续改善中。
- 公司在国内住宅精装修细分市场实力第一。目前住宅精装修业务收入占公司总营业收入四成, 未来计划继续扩大住宅精装修业务, 使得其业务收入达到总收入的五成。住宅精装修业务的比例提高也将有利于公司毛利率的提高。
- 2010 年营收估计大增 110%。未来 3 年公司计划采取更为稳健的战略, 预估营收增速为 52%、35%和 30%, 对应 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.13 元/股、1.79 元/股和 2.43 元/股。成长性突出, 给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 上游行业投资下降的风险; 客户集中度较高的依赖风险; 公司的快速发展也带来管理挑战; 市场竞争加剧, 技术优势不明显的风险。
- 盈利预测 (单位: 百万元) (以当前价格预测)

指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,918	4,028	6,123	8,266
(+/-%)	53.7%	110.0%	52.0%	35.0%
净利润	101	181	287	389
(+/-%)	85.1%	78.0%	58.9%	35.6%
每股收益 (元)	0.85	1.13	1.79	2.43
市盈率 (P/E)	100.3	75.1	47.3	34.9
市净率 (P/B)	33.6	28.1	17.6	11.7
EV/EBITDA	79.5	49.6	32.4	24.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

1. 公司简介

深圳广田装饰集团股份有限公司（简称广田集团）于2008年由广田集团股东发起设立，并于2010年9月29日在深圳交易所上市。公司控股股东是深圳广田投资控股有限公司，成立于1993年1月。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书

表 1 公司股票基本数据

股票数据	
总股本(百万股)	160.00
总市值(百万元)	13,688.00
流通 A 股占总股本比例 (%)	25.00
12 个月最高(元)	97.68
12 个月最低(元)	59.81
最新报告期每股收益(元)	1.27
每股净资产(元)	15.32

资料来源：广州证券研究所根据 WIND 资讯数据整理

表 2 公司股东结构（截至 2010 年 9 月 30 日）

股东名称	持股比例 (%)
深圳广田投资控股有限公司	45.75
叶远西	15.00
深圳广拓投资有限公司	7.50
深圳市东方富海创业投资企业(有限合伙)	6.75
中国南方电网公司企业年金计划-中国工商银行	0.06
中国石油天然气集团公司企业年金计划-中国工商银行	0.05
中银国际-中行-中银国际证券中国红基金宝集合资产管理计划	0.05
中航证券有限公司	0.05
中国银行-嘉实稳健开放式证券投资基金	0.05
中国银行-嘉实回报灵活配置混合型证券投资基金	0.05

资料来源：广州证券研究所根据 WIND 资讯数据整理

公司是国内建筑装饰行业的龙头企业之一，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。承建的精品工程包括北京中华世纪坛、外交部新

敬请参阅最后一页重要声明

闻领事中心大楼、深圳会展中心、井冈山革命博物馆、天津地铁、北京地铁、深圳丽思卡尔顿酒店、广州万豪酒店、苏州晋合洲际酒店、广州太古汇商场、石家庄万象天成、恒大御景半岛、恒大金碧海岸等。经过十五年的发展，已形成了住宅精装修、商业综合体等专业细分市场的领先优势，并具有行业领先的技术研发水平。2002年至2009年连续八年入选中国建筑装饰行业百强企业综合实力前十名，其中2009年名列综合实力第四名。

公司工程质量过硬，截至2010年年底获得的鲁班奖、全国建筑工程装饰奖共计25项，获得省市级奖项100余项，处于行业领先地位。

在施工资质上，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。

表3 公司拥有的施工资质

序号	资质名称	发证机关	证书编号
1	建筑装修装饰工程专业承包壹级	住房和城乡建设部	B1034044030410
2	建筑幕墙工程专业承包壹级		
3	机电设备安装工程专业承包壹级		
4	金属门窗工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅	
5	建筑智能化工程设计与施工壹级	住房和城乡建设部	C144006749
6	消防设施工程设计与施工壹级		
7	建筑装饰工程设计专项甲级	住房和城乡建设部	A144006749
8	建筑幕墙工程设计专项甲级		

资料来源：公司招股说明书

2. 行业发展极具潜力，且具有消费行业特性。行业集中度低，利好龙头企业。

根据我国《国民经济行业分类与代码》，公司所处行业属于建筑业中的建筑装饰业子行业。住房和城乡建设部及各地建设行政主管部门为建筑装饰行业的主管部门。建筑装饰业是指从事为建筑、构筑物运用装饰材料对其内部和外部进行装饰装修，提高它的使用功能和艺术价值的工程活动的行业。建筑装饰业将科技与工艺相结合，具有丰富的技术含量和艺术内涵。根据建筑物使用性质的不同，建筑装饰业划分为公共建筑装饰业、住宅装饰业和幕墙工程三种业态。

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。酒店类公共建筑一般5-7年更新一次，其他建筑物一般不超过10年更新一次。因此，建筑装饰行业的发展具有乘数效应和需求可持续性的特点，未来市场空间不仅取决于新建建筑的数量及面积，也取决于现有建筑物需要再装修的数量和面积。

2.1 行业发展极具潜力

改革开放以来，我国建筑装饰行业逐步发展成为一个专业化领域，总的来说，我国建筑装饰行业经历了形成期（1978-1988年）、稳步发展期（1989-2000年）和快速发展期（2005年至今），目前行业处于繁荣发展阶段。

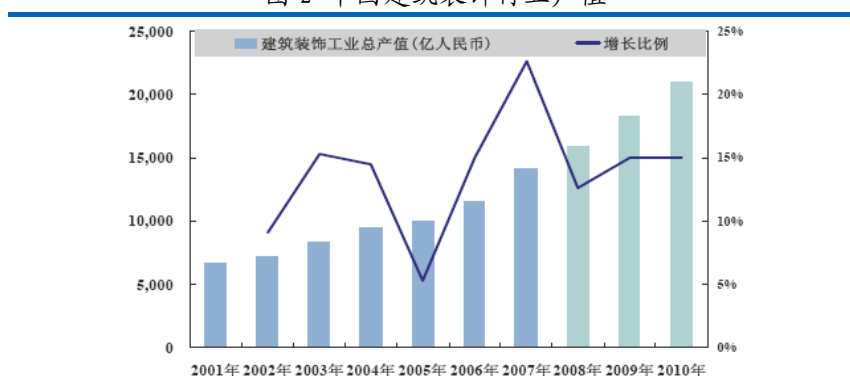
在我国城镇化建设及固定资产投资的拉动下，包括公共建筑及住宅在内的建筑装饰行业仍将保持高速增长从1990到2010年，中国城市化率由26.40%上升到47%，20年间提高了20.6个百分点。城市化进程的加快

敬请参阅最后一页重要声明

带动了基础设施建设和房地产业的发展。这一时期,投入到基础设施建设方面的投资大幅度增长,2002-2008年全社会固定资产投资年均增长高达24.51%,尤其是包括住宅和各种商业、公共建筑的建设快速发展,产生了大量装饰需求。

中国建筑装饰协会的“十二五”规划显示:“十二五”期间,我国仍然处于城市化水平快速提升的时期。每年城市化率将提高近1个百分点,每年将有1300万左右的农业人口转化为城市人口,直接拉动建筑业需求6亿平方米以上,预计增量市场每年的容量将达2万元。存量市场方面,以我国现有城市建筑面积400亿平方米计算,存量建筑的改造性装修任务量也十分巨大。中国建筑装饰协会估算,未来3年~5年存量市场需求每年将达8000亿元。在“存量+增量”双重增长的需求刺激下,建筑装饰行业将迎来加速成长期。中国建筑装饰协会计划到2015年行业工程总产值力争达到3.8万亿元,比2010年增长1.7万亿元,总增长率为81%,年平均增长率为12.3%左右。

图2 中国建筑装饰行业产值



资料来源: 公司招股说明书

国内星级酒店的发展带来大量的建筑装饰需求

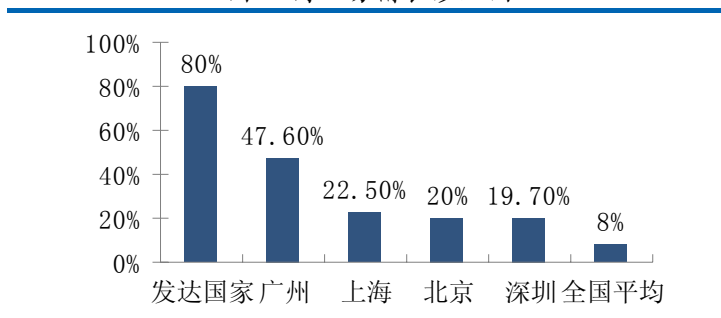
截至2010年二季度我国的四、五星级酒店总数分别为1796家和463家,国家旅游局预计2015年五星级酒店将超过500家。根据LodgingEconometrics的统计,2010年二季度国内在建、一年内开工和早期计划阶段的酒店项目有1192个,其中在建的826个。酒店在建和计划建设项目数已经接近08年二季度的峰值1240个,景气度较高。此外,国际连锁酒店的第三次中国扩张浪潮已经开始,香格里拉、万豪、雅高、喜达屋等世界顶尖酒店管理集团均有高端酒店数量增长50%至200%的目标。尽管在金融危机影响下国际酒店的扩张有所减缓,但进程并未停止,尤其是国内的二、三线城市,市场潜力可观。新增的酒店建设必然带来装修的需求,为装修行业带来大量的订单。就存量的酒店来说,定期装修翻新的需求也不容忽视。一般而言,酒店装修的装修周期为6年至8年,如果以30年的经营期限计算,每家五星级酒店都需要进行4至6次的装修。以单价每平方米4000元、面积6万平方米估算,一般每次装饰造价应不低于2.4亿元,为装饰企业提供了广阔的市场空间。

国内住宅精装修比例偏低,未来该领域潜力巨大

从欧美住宅建设成熟市场发展轨迹来看,随着城市化进程快速推进,住宅产业化将成为未来国内房地产开发的主流趋势。目前我国的商品房住宅精装修出售的比例偏低,全国平均只有8%的商品房是精装修成品房。虽然广州、上海、北京等一线城市的精装修房的比例逐步提升,但与主要发达国家的比例相比,仍存在较大差距,未来市场发展的潜力十分可观。

敬请参阅最后一页重要声明

图 3 商品房精装修比例



资料来源：公司招股说明书

此外，国家对于住宅产业化、住宅精装修市场的发展一直持鼓励态度。早在1999年，建设部就发布了《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见（国办发（1999）72号）》，推进住宅产业化；2002年，建设部发布了《商品住宅装修一次到位实施导则》及配套的《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》，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。2008年，住房和城乡建设部又发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，进一步完善扶持政策，推广全装修房。此外，根据深圳市政府2008年出台的《深圳市人民政府关于印发深圳生态文明建设行动纲领（2008-2010）和九个配套文件及生态文明建设系列工程的通知》和《关于推进住宅产业现代化的行动方案》，作为全国住宅产业化发展改革首个试点城市，深圳将力争2010年底前，销售住宅基本实现100%一次性装修。同时进行多项配套的改革，包括在土地出让合同中明确规定新建住宅必须进行“全装修”，政府投资兴建政策性住房必须实行“全装修”等。除深圳市外，广州、上海、山西、南京等地区也出台了大量推进住宅精装修发展的强制性政策要求，住宅精装修在全国的逐步推广对于建筑装饰企业是一个重要的契机。

国家实施的大规模基础建设投资，为建筑装饰行业提供了巨大的发展机会

2008年底，我国公布了4万亿拉动内需保增长的经济刺激政策，大规模兴建及改造基础设施。基础设施的兴建及改造，可以为建筑装饰行业提供巨大的市场发展机会。根据最新的“十二五”规划，中国交通基础设施正迎来一波新的建设高峰。至“十二五”末期，我国将新建城市轨道交通线路约93项，总建设里程约2700公里，投资规模约10700亿元；2009-2012年铁路建设投资计划约为2万亿元，平均每年投资都将在6000-7000亿元；“十二五”期间初步估计机场建设投资规模约为3500亿元，包括新建和改扩建项目投资，新增机场项目70多个。根据规划，2009-2020年，城市轨道交通新增营业里程将达到6560公里，截至2020年，我国城市轨道交通累计营业里程将有望达到7395公里。大规模的轨道交通建设及原有路线改造，将产生大量的车站装饰业务。同样，民航、公路，大型场馆等项目的建设，也将为建筑装饰企业带来更多的机遇。

行业技术基础较薄弱，技术创新提升空间大

除了上述的行业订单机会以外，在技术创新上下功夫，也可以大有可为。建筑装饰行业的传统是从业人员专业基础较薄弱，专业技术素质不高。行业的技术专业培养起步较晚。因此行业的技术创新提升的空间巨大。工程技术的创新和以工厂化生产为内容的管理创新，能够大幅提高生产效率和提升产品质量，提高企业的盈利能力。与此同时，以节能、环保、低碳、减排为重点内容的技术创新更容易获得国家的政策和科研资金支持，具有技术优势的企业也将有机会依靠技术创新获得更大的市场份额和更高的行业地位。

2.2 建筑装饰行业具有消费行业特性

首先，建筑物需要多次装修的特性就决定了建筑装饰业具有类似消费行业的特性。其次，消费升级作为建筑装饰行业的驱动力为行业带来了大量的发展空间。

居民消费结构升级会为住宅装饰市场带来巨大的需求。据世界银行的统计，人均国民收入达到1000美元是城镇化的“起飞点”，人均国民收入在800—3000美元时也是住房消费的旺盛期。2008年我国人均国民收入为2770美元，正处于消费结构升级带动产业结构升级阶段，这将为住宅装饰市场带来巨大的需求。在“十一五”期间房地产行业伴随着工业化和城镇化的加速，继续保持较快的发展速度。根据有关部门测算，未来10年间需要新建住宅204.71亿平方米，大量住宅投入使用，将产生巨大的住宅装饰需求。此外，居民消费升级也相应会带动更多的旅游、娱乐、饮食、购物、展会等需求，对应的交通设施、餐饮酒店、影院、购物中心、会展中心、商业综合体等建筑物的增加必然会拉动对建筑装饰行业的“消费”。

建筑装饰行业的“消费”特性使其显示出弱周期行业的特点，虽身处房地产行业的下游，受强周期行业波动影响却不甚明显。即使是在房地产行业受宏观调控的情况下，住宅精装修作为未来房地产发展的方向也能逐步获得更大的市场。假设根据未来10年间新建住宅204.71亿平方米，按每平方米1000元的标准保守测算，精装修市场占据其中50%的市场，即可产生1.02万亿的装饰容量。因此国家对房地产行业进行宏观调控，对装饰行业住宅精装修业务的发展影响有限。公共建筑装饰业务更多的是与国家基础建设和商业旅游等行业有关，周期波动性不强。由此可见，建筑装饰行业作为类弱周期行业，行业发展可持续性更强且发展趋势更为平稳。

2.3 行业集中度偏低，利好行业龙头

根据中国建筑装饰协会的统计，2009年行业前100强企业完成的产值总量占全行业产值的6.2%，占公共建筑装饰产值的15%，行业集中度较低。但是随着竞争的日趋激烈和资质要求的提高，行业已经进入整合时期。建筑装饰行业的企业数量，由2005年的19万家，下降到2010年的14.8万家，下降幅度为23%。企业数量在行业持续发展、市场快速扩张、就业人数持续增长的前提下大幅下降，表明行业的组织化、集中化程度在提高。

目前行业内各企业技术水平和资质差距较大，拥有高级资质的企业比例太小。中国建筑装饰行业协会统计显示，2009年全国拥有壹级建筑装饰工程专业承包企业947家，壹级建筑幕墙工程专业承包企业202家，甲级建筑装饰工程专项设计企业669家，甲级幕墙工程专项设计企业260家，同时具有壹级装饰施工、甲级装饰设计两项资质的企业413家，同时具有壹级幕墙施工、甲级幕墙设计两项资质的企业124家。

未来行业的发展趋势必然是拥有高级资质的企业比例增大和行业内企业数量下降，鼓励优质龙头企业整合行业资源，支持龙头企业做强做大做专做精。作为行业内仅有的四家上市公司之一，广田股份将有望在行业整合中受益。

3. 公司在住宅精装修业实力第一，并着力于绿色环保技术创新

3.1 住宅精装修实力第一

公司的综合实力在行业内处于领先地位。2002年至2009年连续八年入选中国建筑装饰行业百强企业综合实力前十名（2007年公司吸收合并广田建设前，排名的主体为广田建设），其中2007年、2008年连续两年名列第六位，2009年名列第四位。

表4 2007年度-2009年度建筑装饰行业前十名企业名单

公司名称	2009年度	2008年度	2007年度
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	1	1	1
浙江亚厦装饰股份有限公司	2	2	2

敬请参阅最后一页重要声明

深圳市洪涛装饰股份有限公司	3	5	5
深圳广田装饰集团股份有限公司	4	6	6
中国建筑装饰工程有限公司	4	4	4
深圳市深装总装饰工程工业有限公司	5	3	3
深圳市科源建设集团有限公司	6	7	7
北京港源建筑装饰工程有限公司	7	7	9
深圳市建筑装饰（集团）有限公司	8	9	17
深圳长城家俱装饰工程有限公司	9	10	8

资料来源：广州证券研究所根据中国建筑装饰协会网站数据整理

公司进入住宅精装修细分市场较早，从1999年就开始与中远地产合作承接住宅精装修工程。根据中国建筑装饰协会出具的证明函，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。2010年中国房地产测评中心发布的“2009中国住宅全装修（工装）企业实力榜”中公司也名列第一。

图 4 公司住宅精装修及公共装修营业收入（万元）

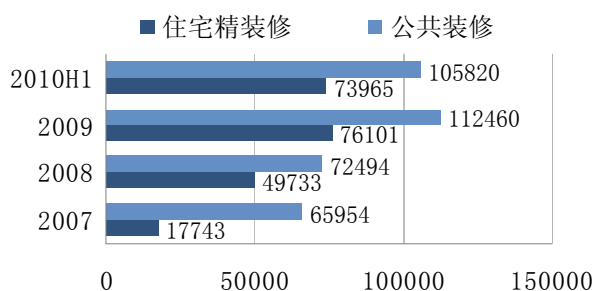
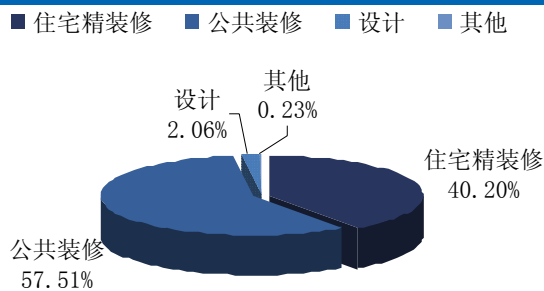


图 5 2010 年上半年公司各类营业收入占比



资料来源：广州证券研究所根据公司公开信息整理

经过十多年的发展，公司逐渐形成了住宅精装修市场的优势，业务逐年增长，2007年、2008年、2009年、2010年上半年的业务收入分别达到17,742.84万元、49,733.25万元、76,100.69万元和73,965.07万元，分别占公司总营业收入的20.24%、39.85%、39.67%和40.20%。未来公司计划继续扩大住宅精装修业务的占比，达到与公共装修业务相当的份额。住宅精装修业务具有“整体复制或菜单式复制”的特点，技术要求相对较低。只要把标准间制造出来，其他各套房都可以大批量地快速复制。公司积极推行的工厂化运作工序应用中在住宅精装修业务上效果将会更加突出，可以更高效地完成工程项目。与此同时，公司也会继续承接公共装修业务工程。一方面公共装修项目有利于提高公司品牌知名度，另一方面公共装修项目也会带来后续的装修业务，对于客户积累有所帮助。在公共装修业务里公司还计划在商业综合体类的细分市场下加大开发力度。

公司的客户集中度较高，但坏账风险基本可控

公司注重住宅精装修业务的特点决定了公司的客户集中度较高。截至2010年上半年，公司对前五大客户的营业收入占总营业收入的比重上升到64.79%。其中，公司对第一大客户恒大地产的营业比重也从2007年的22.71%上升到44.64%。2010年11月，公司与恒大地产签订了《战略合作协议》，约定每年承接恒大地产及其下属项目公司约35亿元的装修项目，而且恒大地产将每年增加约10亿元左右的施工任务给公司。该协议属于意向性协议，具体项目的工程施工合同需由双方另行协商签订，合同的签订时间、金额、工期仍具有不确定性。2009年公司完成恒大地产相关的项目合同金额约12亿元，如果2011年能完成35亿元的合作

敬请参阅最后一页重要声明

项目，则将对公司业绩产生积极的影响。恒大地产除了与广田签订合作协议，与金螳螂和亚厦股份也分别签订了合同金额为30亿元的合作意向协议。预计这一举动将对房地产行业产生示范效应，促进房地产开发商和住宅精装修业龙头的深入合作。

除了恒大地产外，公司已凭借在住宅精装修领域的优势与包括万科、中海、绿地、龙湖、富力、雅居乐、中信、花样年、家园、侨鑫、万达、苏宁置业等数十家房地产开发企业建立合作关系，并已经与百仕达地产有限公司、深圳市皇庭房地产开发有限公司签署了战略合作协议。截止2010年6月30日，本公司与百仕达地产有限公司签订的合同金额已达5亿元。此外，公司与中信地产和雅居乐两家开发商合作的合同份额也比较大。

公司的客户集中度较高，如果客户经营业绩出现波动，就可能使公司的承接订单减少或者回款速度下降。前者的风险确实存在，假使公司前五名客户出现经营情况恶化，公司承接的订单将会有所下降，因此需要拓宽营销网络降低该风险的影响。但整体来说，住宅精装修业的回款风险还是基本可控的。首先，建筑装饰企业进行住宅精装修施工时楼盘一般已经完成封顶并开始预售，在国家目前的商品房预售政策下，销售情况公开透明，建筑装饰企业能够通过政府公开信息对房地产开发企业的销售状况进行分析，从而在承接业务阶段即开始控制风险。其次，对于房地产开发企业来说，一旦住宅精装修完毕，考虑到在较短时间内能够变现并回笼资金，一般不会使其变为烂尾工程，因此，也能确保其按时按约定支付施工款项。再次，根据《中华人民共和国合同法》第二百八十六条：“发包人未按照约定支付价款的，承包人可以催告发包人在合理期限内支付价款。发包人逾期不支付的，除按照建设工程的性质不宜折价、拍卖的以外，承包人可以与发包人协议将该工程折价，也可以申请人民法院将该工程依法拍卖。建设工程的价款就该工程折价或者拍卖的价款优先受偿。”基于上述法律规定，一旦出现建筑装饰企业客户出现无力支付工程款情况，建筑装饰企业还可以依法通过优先受偿保障自身的权利。目前，公司的做法是坚持不垫资，按项目进度确认收入，完工当天能拿到合同金额的85%，结算之后能拿到95%~97%的合同款，只留3%~5%的质保款。资金控制能力较强，出现坏账的风险较低。

3.2 着力绿色环保技术创新

“节能、环保、绿色”装修是装饰行业未来发展的方向，中国建筑装饰协会的“十二五”规划中也明确提出在施工过程中需要进一步降低环境负荷，推进环保、节能、减排、低碳的产业化发展方向。公司较早投入环保技术的研发，技术研发能力处于行业领先水平。

- 公司设立了以节能环保装饰技术为突破方向的技术研发中心，2008年被深圳市政府部门认定为深圳市市级研究开发中心。目前技术研发中心已获得3项国家专利，参与11项国家标准及行业标准编制，荣获53项“全国建筑装饰行业科技创新成果奖”，并为公司的“全国建筑装饰行业产业化实验基地”及“国家十一五科技支撑计划项目产业化示范基地”提供技术支持。
- 公司的技术创新成果包括：（1）《轻质节能干粉砂浆与机械化施工的应用和推广》、《工业装配化装饰与新型复合材料的研究和应用》、《绿色装饰设计和智能化装饰的研究和应用》等53项研究成果获中国建筑装饰协会科技创新成果奖；（2）《国内同行业首创工业装配化装饰与新型复合材料的研究和应用》、《国内同行业首创轻质节能干粉砂浆与机械化施工的应用和推广》等三个项目入选“深圳市企业新纪录”，其中《国内同行业首创一种复合泡沫砂浆及其制备方法和施工方法》因技术的先进性和研发方向的突破性，而荣获“深圳企业新纪录”创新项目奖；（3）《多功能抹灰冲筋模板》、《多功能抹灰收光灰刀》、《多功能抹灰震动靠尺》等十四个项目入选“广东省企业创新纪录”。

公司上市筹集的资金将按轻重缓急顺序投资于下述项目。绿色装饰和技术研发仍然是公司下一步的投入重点。

表 5 募投项目列表（单位：万元）

序号	项目名称	投资总金额	第一年	第二年
1	绿色装饰产业基地园建设项目	28,228.00	16,496.00	11,732.00
2	设计研发中心项目	7,752.00	2,326.00	5,426.00
3	营销网络优化建设项目	6,919.10	1,929.29	4,989.81
	合计	42,899.10	20,751.29	22,147.81

资料来源：公司招股说明书

绿色装饰产业基地园建设期2年，计划于2012年底前投产，按目前的项目进度推算可能会提前完工并投入使用。项目达产后营业收入预计达到59,280万元，利润总额约为10,659万元；设计研发中心建成后预计将产生营业收入8,500万元，利润总额1,200万元；营销网络虽然不能直接产生营业收入，但将拓宽公司的经营区域，进一步提升综合竞争力，按照可行性研究报告分析，未来三年每年将为公司带来的新增业务量约8.7亿元左右。

公司的技术创新目前仍然处于投入阶段，暂时未能体现出效益。未来行业的竞争关键必然在于技术和创新，预计在募投项目顺利达产之后，公司的技术优势将逐渐体现出效益，而公司在研发上持续的投入也将进入收获期。

4. 公司成长性突出，运营效率出色

从前文所述的行业特征可以看到建筑装饰行业具有广阔的发展空间，而且行业集中度低，属于“大行业小公司”类型。作为该行业仅有的四家龙头上市公司之一，广田股份的高成长性确定的，而且盈利能力也在持续改善中。行业内其他三家上市公司是金螳螂、洪涛股份和亚厦股份。金螳螂上市时间最早，规模最大，与洪涛股份相似，业务重心在于公共装修。亚厦股份则与广田股份类似，同为2010年新上市公司，而且在住宅精装修业务上优势更为明显。

图 6 历年营业收入曲线（单位：百万元）

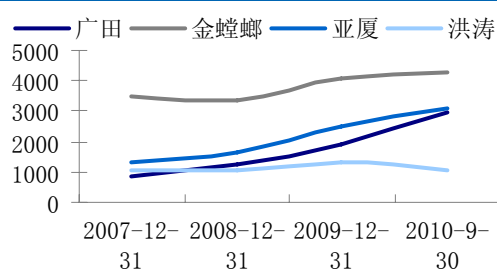
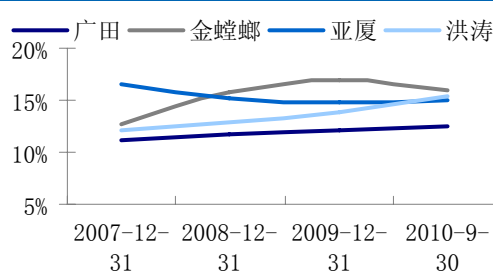


图 7 历年毛利率



资料来源：广州证券研究所根据 WIND 资讯数据整理

从四家装修龙头的历年营业收入曲线可以看到，广田股份的营业收入增长态势明显，虽然上市时间最晚，但是营业收入规模的增长速度体现了其高成长性。从毛利率曲线来看，广田股份的毛利率是四家之中最低的，这与公司的经营策略有关。公司一直致力于大型优质客户的开发和培养，公司给予战略伙伴一定的商业折扣，相应地降低了施工工程的毛利率。由于住宅精装修业的毛利率高于公共装修业，随着住宅精装修业务比例的上升，公司的毛利率也表现出上升的趋势。

虽然公司的毛利率较低，但是净利率与其他三家龙头水平相当，显示其综合盈利能力较强。广田股份的三费率非常低，费用控制能力突出。公司注重培养长期合作的优质客户，在住宅精装修业务上客户关系稳定，节省了大量的销售费用。此外，公司项目部的财务、人事、采购、后勤等职务人员的开支因项

敬请参阅最后一页重要声明

目业绩考核的需要没有在管理费用中列支，直接在项目管理成本中列支，因而较大幅度地降低了管理费用，同时也相应拉低了项目的毛利率。

图 8 历年三费率

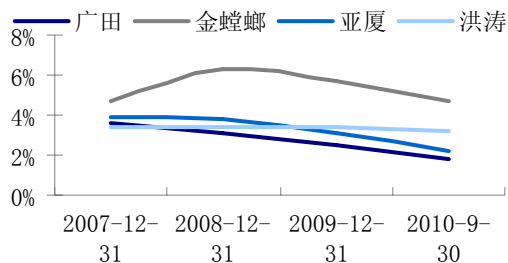
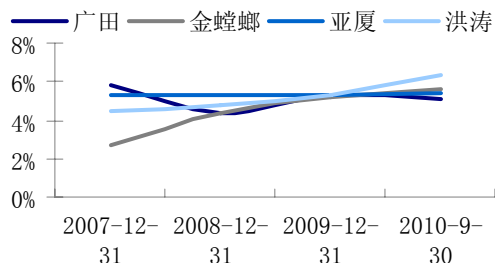


图 9 历年净利率



资料来源：广州证券研究所根据 WIND 资讯数据整理

从四家龙头公司的历年应收账款周转率可以看到，广田股份的周转率最高，显示其运营效率出色。公司的历年总资产周转率也处于业内领先的水平。2010 年三季度公司上市融资总资产增长幅度大造成总资产周转率下降。

图 10 历年应收帐款周转率（次）

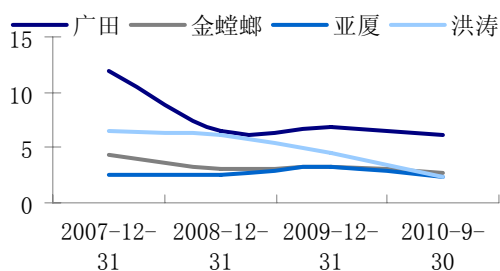
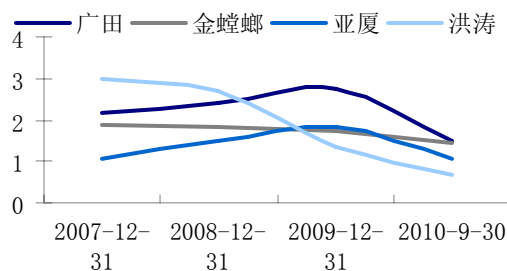


图 11 历年总资产周转率（次）



资料来源：广州证券研究所根据 WIND 资讯数据整理

公司的净资产收益率（ROE）也一直处于业内领先水平，同样也由于 2010 年三季度上市融资净资产增长明显而导致短期内 ROE 下降明显。比较业内四家龙头公司的 PEG 值可以看到，广田股份目前的估值水平相比其成长性比率最低，仅为 0.3，而其他三家公司的 PEG 值都在 0.5 以上。

图 12 历年净资产收益率 ROE

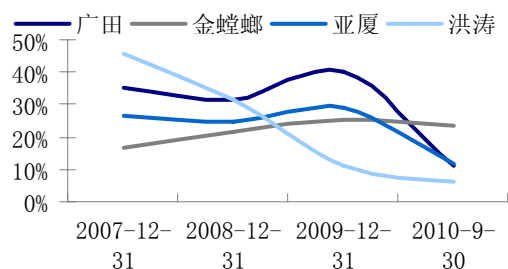
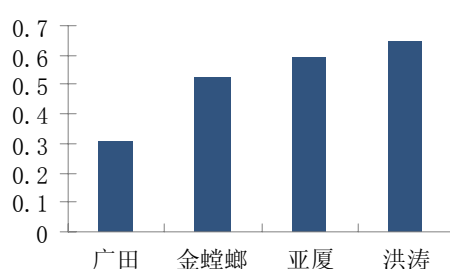


图 13 PEG（2010 三季度数据）



资料来源：广州证券研究所根据 WIND 资讯数据整理

建筑装饰公司的资产负债表中有两个科目可以作为判断业务收入的先行指标：其他应收款和预收款。

敬请参阅最后一页重要声明

一般来说其他应收款主要为投标保证金、工程押金、长期借款互保金、工程项目备用金以及往来款等。根据建筑装饰行业工程投标惯例，部分项目投标时需要向甲方交付投标保证金或者开具投标保函，中标后为保证工程按合同履行还需向甲方提供履约保证金、附加履约保证金或履约保函。投标保证金一般于工程投标结束后返还，履约保证金一般按工程施工进度逐步返还。其他应收款的增长即预示着公司参与投标项目的增加和潜在业务的增长。而预收款项科目主要包括预先收取的工程款项，同理可以从预收款项的增长情况判断出公司新订单的增长状况。

图 14 其他应收款历年增速

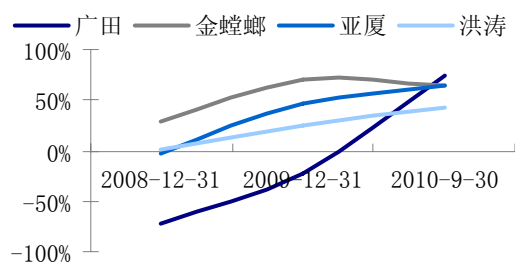
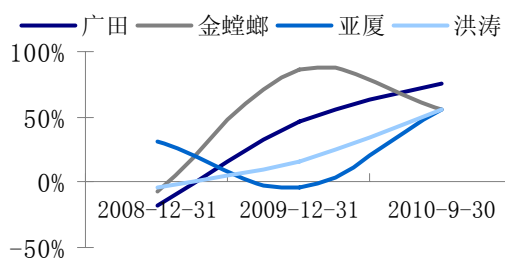


图 15 预收款历年增速



资料来源：广州证券研究所根据 WIND 资讯数据整理

由上图可见，广田股份在最近 3 年的其他应收款和预收款项的增长态势都十分显著，增速领先于其它三家上市公司，再次证明了公司突出的成长能力。

5. 盈利预测

根据公司的业绩预告，2010 年净利润预增 90%~120%。未来几年公司计划采取较为稳健的策略，2011 年计划增长 50%左右，2012 年的增长率预计不会低于 30%。随着业务规模的不断增大，公司的管理难度也随之增加。公司需要对管理模式做出改革以适应未来 100 亿以上的营收规模，因而倾向于采用稳健的策略，为将来的发展打好基础。我们预计公司的业绩增速会略超过该计划，在不考虑红股和增发的情况下，估计 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.13 元/股、1.79 元/股和 2.43 元/股，给予“谨慎推荐”评级。

6. 风险提示

1. 上游行业投资下降的风险：宏观调控房地产行业将成为常态。房地产投资存在下降的风险，从而导致下游建筑装饰行业订单下降。
2. 客户集中度较高的依赖风险：主要客户的经营业绩波动可能使公司承接的业务量减少，从而降低公司营业收入及盈利能力；此外，因主要客户经营业绩波动而使公司对其应收账款的回款速度降低，也会对公司的经营业绩产生不利影响。
3. 公司的快速发展也带来一定的管理挑战：公司面临着管理模式、人才储备、技术创新及市场开拓等各方面的挑战。如果公司管理水平和人才储备不能适应公司规模迅速扩张的需要，组织模式和管理制度未能随着公司规模扩大而及时调整和完善，将难以保证公司盈利水平与经营规模同步增长，使公司面临一定的管理风险。
4. 市场竞争的风险：未来几年建筑装饰行业会继续出现新的上市公司，使公司在资本市场上的稀缺性降低，行业内的竞争激烈程度也随之加剧。由于行业技术基础薄弱，技术创新极易被同行所复制。

敬请参阅最后一页重要声明

表 6 广田股份盈利预测: 单位 (百万元) (以当前价格预测)

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股净资产	1.68	2.52	3.02	4.81	7.25
ROE	27%	33%	37%	37%	34%
资产负债率	68%	61%	84%	82%	76%
P/E	185.6	100.3	75.1	47.3	34.9
P/B	50.5	33.6	28.1	17.6	11.7
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	106	270	2000	3000	3200
应收账款及应收票据	312	263	725	918	1240
存货	72	82	201	306	413
其他流动资产	65	49	83	108	134
流动资产合计	555	664	3010	4333	4987
固定资产	55	52	52	49	42
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	0	40	38	38	37
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	626	771	3064	4283	4814
短期借款及一年内到期借款	0	60	1510	2022	1648
应付款项	231	164	600	803	1083
其他流动负债	141	173	400	608	820
流动负债合计	372	398	2511	3432	3551
长期借款及应付债券	50	70	70	70	70
其他长期负债	2	0	0	0	0
长期负债合计	52	70	70	70	70
负债合计	424	468	2581	3502	3621
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	201	303	483	770	1159
负债和股东权益总计	626	771	3064	4273	4780
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1248	1918	4028	6123	8266
营业收入增长率	42%	54%	110%	52%	35%
营业成本	1101	1684	3532	5352	7223
营业毛利率	12%	12%	12%	13%	13%
营业税金及附加	42	65	137	208	281
销售费用	12	13	24	31	41
管理费用	23	30	60	92	149
财务费用	4	6	19	38	28
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	2	(25)	(25)	(25)
营业利润	66	122	231	377	519
营业利润率	5%	6%	6%	6%	6%

敬请参阅最后一页重要声明

营业外收入	1.32	5.46	0	0	0
营业外支出	0.61	0	0	0	0
利润总额	66	127	231	377	519
所得税	11	26	51	91	130
净利润	55	101	181	287	389
净利润率	4%	5%	4%	5%	5%
净利润增长率	8%	85%	78%	59%	36%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	55	101	181	287	389
EPS	0.46	0.85	1.13	1.79	2.43
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动产生现金流净额	66	156	279	483	567
投资活动现金流量净额	(10)	(37)	1	5	7
融资活动产生现金流量净额	50	20	1450	512	(374)

资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。