

证券研究报告

建筑与工程

推荐 (维持)

证券分析师

徐炜

建筑和建材行业研究员

S1060110030233

22627752

xuwei850@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

广田股份 (002482)

加快省外扩张，股权激励效果可期待

事项：

公司于2011年12月28日分别与河南建地产发展有限公司、海南万勃投资有限公司、四川省意德实业有限公司正式签署了《战略合作协议》。具体项目的工程施工合同尚须公司与各合作方另行协商签订，合作项目、合同的签订时间、金额、工期尚未确定。对此，我们的观点如下：

平安观点：

■ “战略合作”或仍以住宅精装修为主

本次签署战略合作协议的三家地产公司，从规模上看都属于中小型开发商，且主要业务都在二三线城市。我们没有超找到“海南万勃”和“四川意德”的项目信息，而“河南建”为河南漯河的地区性开发商，近期在郑州拍得一块楼面地价近3000元/平方米的普通住宅用地，定位高端。我们猜测这三家地产公司与广田股份的合作仍以住宅精装修为主，但由于公司偏小，资金实力还需审视。

■ 公司正加快省外扩张步伐

公司自上市以来一直在寻求省外扩张，华南地区业务占比不断下降，2011年上半年华南地区收入比重41.48%，较去年同期下降了6.32个百分点。深圳是国内装修行业竞争最为激烈的地区，拥有上百家装饰专业承包一级资质企业，协会评出的“建筑装饰百强企业”中有29%在深圳，有超过半数曾在深圳承揽业务。我们认为，公司上市后品牌形象和资金实力大幅提高，积极扩展省外业务在情理之中。

■ 明年业绩弹性大，股权激励效果可期待

公司目前订单充足，前三季度收入增速逐季下滑，主要原因一是公司为抵御下游风险的谨慎做法，二是主要客户的施工进度放缓。但目前公司尚未出现订单取消或合同违约的情况，我们认为今年放缓的订单在明年将会完成，公司业绩增速可能出现拐点。此外，明年是公司完成股权激励后第一年，目前股价与行权价格差距非常大，激励效果值得期待。公司于今年11月30日完成了期权授予，期权费用对2011~2014年的EPS影响分别为0.01、0.06、0.03和0.01元，期权行权价为32.78元。

■ 维持“推荐”评级

预测公司2011~2013年的EPS为0.90元、1.35元和1.90元，对应当前22.18元股价的动态PE分别为25倍、16倍和12倍。我们认为公司订单充足，期权授予后管理层有业绩动力，但精装修业务下游需求复苏仍需等待时机，给予公司2012年动态PE20倍的估值，六个月目标价27元，较目前股价有22%的上涨空间，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

宏观经济特别是固定资产投资增速大幅低于预期；公司出现重大工程事故导致订单增长大幅低于预期；应收账款出现较大比例坏账。

附件：“战略合作”伙伴简介

■ 河南昌建地产发展有限公司

公司隶属于双汇集团，成立于 2003 年 6 月 18 日，注册资金 2 亿元，主要业务包括房地产开发、建筑装饰、物业管理、酒店管理、商业运营等五大领域。

从过往产品看，公司有住宅、酒店、商业综合体等多种业态的开发经验。先后在河南漯河开发了双汇国际花园、双汇商务酒店、双汇商务写字楼、双汇新旺角、双汇欧洲故事、双汇西班牙玫瑰、昌建外滩等精品项目，2008 年 1 月开发信阳双汇欧洲故事项目，正式开启省域化征程。

从规模看，昌建属于中小型开发商。截至 2009 年公司累计开发及在建面积近 180 万平方米，累计投入资金 6 亿元。

近期进军郑州，重点仍在河南省内。2011 年 8 月公司拍得郑州南阳路临近北环一块普通商品住房用地，楼面地价为每平方米 2895.59 元，总价 5.6345 亿元。郑州市国土资源局招拍挂信息显示，上述地块容积率小于 3.0，要求套型建筑面积 90 平方米以下住房面积所占比重，不低于住房建筑面积的 70%。同时，项目须配建公租房面积不低于 19500 平方米，不少于 390 套，并须在项目一期进行建设。

资料来源：昌建地产网站www.shdc.com.cn，平安证券研究所

■ 海南万勃投资有限公司

公司于 2000 年 9 月份注册，注册资金 2000 万元，主要从事项目投资、房地产开发、酒店经营等业务。在三亚先后开发多个酒店以及住宅项目，先后成为三亚市房地产协会副会长单位、三亚企业家协会副会长单位、中国老年学学会老龄产业专业委员会常务理事单位。“万勃温泉海景山庄”、“万勃盛世新第”、“三亚·清平乐”等项目，累计开发面积 180000 m²，其中“万勃温泉海景山庄”项目被市场推崇为三亚市的优秀楼盘，列为三亚市重点开发项目。

目前正在开发的“三亚·清平乐”项目，是专门为中老年人量身打造的亲情养老社区，其建设的特点风格，在三亚房地产界独树一帜，铸造了房地产界的精品。公司总裁杨立新先生被选为三亚市房地产协会副会长。

未在海南住建厅网站超找到公司的资质信息。

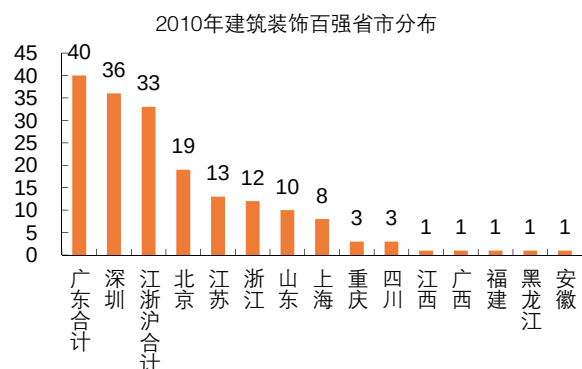
资料来源：海南省住宅与房地产信息网www.hnrealstate.gov.cn，平安证券研究所

■ 四川省意德实业有限公司

房地产开发三级资质企业（一级最高、四级最低），可承担建筑面积 15 万平方米以下的开发建设项目，以及与其投资能力相当的工业、商业、公共建筑、基础设施建设项目的开发建设，不得承担十二层以上、跨度超过 24 米的建筑；并可在全省范围承揽房地产开发项目。

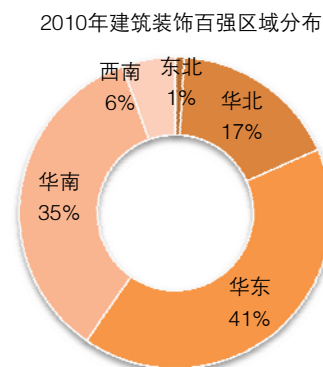
资料来源：四川省住建厅，平安证券研究所

图表1 深圳装修行业竞争激烈



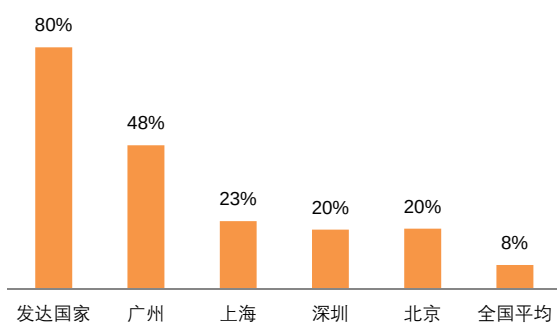
资料来源：中国建筑新闻网，平安证券研究所

图表2 建筑装饰百强区域分布



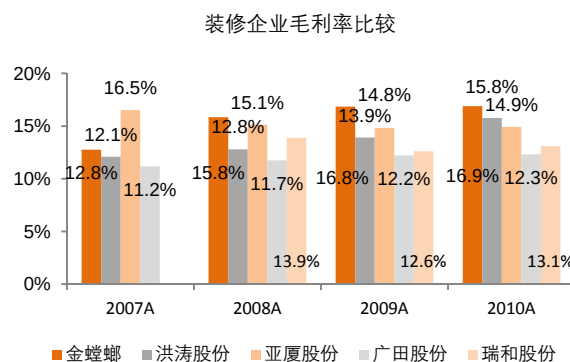
资料来源：中国建筑新闻网，平安证券研究所

图表3 住宅精装修比例提升空间大



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表4 装修上市公司毛利率比较



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表5 推进住宅精装修“工程化”的有关政策

政府文件名称	地方政策主要内容
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）	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”
国家 政策	地方 政策
商品住宅装修一次到位实施导则	上海 到 2010 年，上海全装修住宅占新建商品住宅的比例在中心城区达到 60%—70%，其他地区力争达到 30%—40%
商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点	杭州 2008 年起，杭州新建商品住宅中，全装修房的比例要占 50% 以上
关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知	北京 发布《北京市廉租房、经济适用房及两限房技术导则》，要求政策性住房全部带装修

资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3441	4565	5537	6926	营业收入	4198	5626	7882	10887
现金	2236	2331	2808	3674	营业成本	3681	4895	6848	9457
应收账款	969	1861	2235	2572	营业税金及附加	142	191	267	368
其他应收款	28	38	54	74	营业费用	20	45	63	81
预付账款	9	67	73	97	管理费用	48	87	111	154
存货	190	259	355	494	财务费用	-2	-31	-35	-44
其他流动资产	9	9	13	16	资产减值损失	40	60	60	60
非流动资产	119	181	389	603	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	51	99	289	483	营业利润	270	378	567	810
无形资产	39	49	59	69	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	28	33	41	50	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3559	4747	5926	7529	利润总额	274	378	567	810
流动负债	1046	1978	2755	3794	所得税	59	91	136	203
短期借款	0	0	0	0	净利润	214	288	431	608
应付账款	705	1469	2054	2837	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	341	509	700	957	归属母公司净利润	214	288	431	608
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	276	356	556	814
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.34	0.90	1.35	1.90
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1046	1978	2755	3794	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	160	320	320	320	营业收入	118.9%	34.0%	40.1%	38.1%
资本公积	2007	2007	2007	2007	营业利润	121.4%	40.4%	49.9%	42.8%
留存收益	346	442	844	1409	归属于母公司净利润	111.3%	34.2%	49.9%	40.9%
归属母公司股东权益	2513	2769	3171	3736	获利能力				
负债和股东权益	3559	4747	5926	7529	毛利率(%)	12.3%	13.0%	13.1%	13.1%
现金流量表					净利率(%)	5.1%	5.1%	5.5%	5.6%
单位:百万元					ROE(%)	8.5%	10.4%	13.6%	16.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	85.0%	63.6%	118.5%	1414.6%
经营活动现金流	103	159	701	1126	偿债能力				
净利润	214	288	431	608	资产负债率(%)	29.4%	41.7%	46.5%	50.4%
折旧摊销	8	8	23	47	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-2	-31	-35	-44	流动比率	3.29	2.31	2.01	1.83
投资损失	0	0	0	0	速动比率	3.11	2.18	1.88	1.70
营运资金变动	-155	-157	258	493	营运能力				
其他经营现金流	37	51	24	22	总资产周转率	1.94	1.35	1.48	1.62
投资活动现金流	-1359	-63	-230	-260	应收账款周转率	6	3.76	3.64	4.28
资本支出	9	60	220	250	应付账款周转率	8.47	4.50	3.89	3.87
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-1350	-3	-10	-10	每股收益(最新摊薄)	0.67	0.90	1.35	1.90
筹资活动现金流	1872	-1	6	1	每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.50	2.19	3.52
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.85	8.65	9.91	11.67
长期借款	-70	0	0	0	估值比率				
普通股增加	40	160	0	0	P/E	33.12	24.68	16.46	11.68
资本公积增加	1956	0	0	0	P/B	2.82	2.56	2.24	1.90
其他筹资现金流	-54	-161	6	1	EV/EBITDA	18	14	9	6
现金净增加额	616	95	477	867					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257