

股权激励保驾护航，新业务拓展待落地

核心观点：

1. 事件

公司 10 月 8 日公告限制性股票激励计划草案：公司拟向公司董事、高管人员在内的 61 人授予限制性股票 1500 万股，约占股本总额 2.90%，授予价格为 7.53 元/股。激励计划有效期为 4 年，授予日后 12 月内为锁定期，解锁期后分 3 年解锁，三年解锁股票比例分别为 30%、30%、40%。

根据激励计划解锁条件：以 2011-2013 年平均净利润和营收为基数，2014-2016 年营收增速分别不低于 35%、55%、80%；净利润增速分别不低于 35%、50%、80%。公司同时公告假设 12 月为授予权益时间，并以公司停牌前收盘价 16.62 元为基准，则 2014-2017 年限制性股票成本分别为 311 万、3570 万、1732 万、782 万元。

基于上述条件，以公司 2011-2013 年平均营收 69.6 亿元，平均净利润 3.94 亿元为基准测算，我们预计公司要达到解锁条件，则 2014-2016 年营收增速分别需达 8.11%、14.81%、16.13%，同时 2014-2016 年净利润增速分别需达 2.38%、17.13%、15.93%。如公司复牌后至股票授予日股价高于 16.62 元导致公司摊销股票成本提升，则相应的净利润增速需更提高才能满足当年解锁条件。

2. 我们的分析与判断

(一) 装饰主业增速低点已现，未来将逐季增长

公司 2014 年 H1 实现营收 42.03 亿元，同增 16.12%，增速较去年同期下降 28.52%。占比达 99% 的装饰主业营收为 41.74 亿元，其中装饰工程施工业务同增 15.93%。装饰工程设计业务同比下降 15.11%。业绩增速有所放缓。

按季度来看，2014Q2 营收同比增速仅为 9.7%，为近两年来季度 YOY 最低点；净利润同比下降 2.1%。业绩增速不达预期主要是由于部分项目施工进度放缓。公司当前订单十分饱满，预计随着后续公装与住宅精装施业务工进度加快及费用率的摊薄，全年业绩增

广田股份 (002482.SZ)

推荐 维持评级

分析师

鲍荣富

☎：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

傅盈

☎：021-20252602

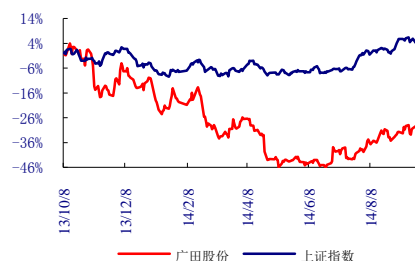
✉：fuying@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050008

市场数据 时间 2014.10.08

A 股收盘价(元)	16.62
A 股一年内最高价(元)	22.88
A 股一年内最低价(元)	11.60
上证指数	2382.79
市净率	2.32
总股本(万股)	51717.70
实际流通 A 股(万股)	45715.83
限售的流通 A 股(万股)	6001.87
流通 A 股市值(亿元)	75.98

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

速将会回升，全年有望继续保持稳健增长。

住宅精装修市场空间巨大，为公司装修主业增长带来机遇。我国正处于消费结构升级带动产业结构升级阶段，住宅装饰有着巨大的市场需求，但目前精装修住宅在我国的住宅总量中占比较低，全国住宅平均精装修比例不足 10%，北京、上海、深圳的精装住宅比例也只有 30% 左右，而发达国家诸如日本、瑞典、法国、美国、德国等的精装住宅占比均达到了 80% 以上。在居民消费结构的不断升级以及国家产业政策的支持的大背景下，住宅精装修市场空间巨

大，根据我们的测算至 2015 年住宅精装修产值将达 1400 亿，精装比例提升是长期趋势。公司作为目前住宅精装修业务规模最大的装饰公司，未来发展潜力巨大。

公司在手订单众多，业绩有望逐季提升。公司 14 年公告新签重大合同 10 项，仅上述合同金额累计达 52.1 亿元，加上其余工程订单，我们认为公司在手订单较为从组，将为公司未来业绩的提升提供了坚实的保障。

（二）区域扩张持续推进，综合管控能力逐渐提升

“大营销战略”推动区域扩张。2014 年公司正式推行大营销战略，营销实施统筹管理。公司调整总部营销中心职能，践行大客户战略，优化区域布局。公司通过新设事业部、新增营销团队开拓西北、西南、东北市场，试水澳门市场，兼并南京柏森提升华东区域竞争力，进一步完善了全国营销网络布局。客户结构单一的情况有所改善，公司业务拓展能力明显提升。

ERP 系统运用与事业部改革显著提升管控能力，毛利率创新高。2014 年 H1 公司综合毛利率为 15.76%，创中期毛利率新高。公司以“三大管理平台+工程项目管理 5 大主线+财务业务一体化”的 ERP 系统方案设计试点已完成，进入全面推行阶段。ERP 系统除实现对项目施工进度、资源、成本、收入、资金之全方位管控外，还整合了工程管控 258 体系各阶段业务核心环节，业务系统可以自动生成财务数据，实现业务到财务的一体化。同时，公司加大事业部改革力度，内部管控力度继续提升。2014 年第二季度，公司季度销售费用率、管理费用率、财务费用率环比均成下降趋势。

（三）新业务布局打开公司长期发展空间

装饰公司“触网”有助于横向扩展布局产业链，直接带来增量市场。上市装饰公司核心竞争力还在于装饰设计、施工主业，而横向扩展进入小公装、家装领域也是能直接复制竞争优势的有效市场，但是上市装饰公司直接介入家装面临人力资源供给不足和新市场增长缓慢等限制，因此借助互联网平台提前布局家装市场成为了最现实的选择。短期来看，家居建材销售毛利率较高，是装饰公司触网盈利的最佳选择，上市装饰公司每年动辄数十亿的建材采购量也为互联网装饰平台的建材家居销售带来了巨大增量，规模带来的成本优势也将更为明显，直接带来利润增量。公司作为住宅精装修领域的领跑者，也在深入调研探索移动互联网家装的最佳切入点和商业模式。我们预计未来公司将开拓家装电商领域，以拓展新市场。

公司 14 年上半年智能家居业务起航，实现营收 1807 万，毛利率高达 38.62%。公司积极布局智能领域，我们判断未来智能家居业务将加速落地：（1）公司作为住宅精装修行业龙头，存量客户基础牢固，而智能家居下游需求与精装修下游需求高度重，布局智能业务可满足客户多方位需求，有助于公司向集成商转型。（2）装饰处于建筑后期产业链环节顶层，近年装饰部品部件智能化比例不断提高，装饰行业具备天然的平台优势、整合能力，也是建筑智能安装各细分领域的总入口。目前公司被授予国家数字家庭应用示范产业基地智慧家庭试点单位，参与物联网智慧家庭领域的国家标准研

发、编制，设有建筑智能子公司深圳广田智能科技有限公司，持有深圳市新基点智能技术有限公司 10% 股权，预计未来公司将在智能家居、智能建筑系统集成等领域取得新突破。

未来随着业务向家装电商、智能家居等领域延伸以及创新业务的规模化发展，有望为公司创造新的盈利增长点并拓宽成长空间。

（四）外延扩张加速公司规模成长与业务转型

暨 2012 年先后收购华南建筑装饰、方特幕墙之后，13 年设立广田软装、并购新华丰园林，14 年收购深圳天雅艺软装、南京柏森实业，积极打造贯穿于行业的“大装饰”产业链，目前涵盖园林、幕墙、装饰、智能、机电、软装等领域的大装饰平台已经初具雏形，为后续总包集成服务模式的有效推进奠定了坚实的基础。通过收并购进行外延扩张将加速公司业务规模化成长，加快公司业务转型，尤其是未来创新业务领域的产业链整合，有望实现公司业绩和估值

的双击。

3. 投资建议

基于公司战略规划和近期的在手订单情况，我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 为 1.08/1.37/1.70 元，未来 3 年 CAGR19.02%，根据行业可比估值及公司成长性，给予公司 15 年 15-18 倍 PE，目标价 20.6-24.7 元，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

行业政策风险、应收账款风险、外延扩张风险等。

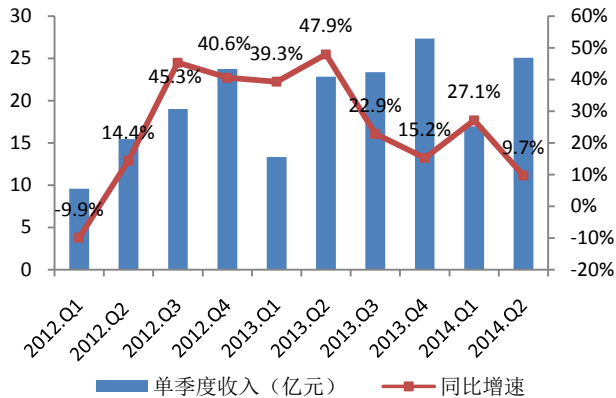
表 1：公司盈利预测及估值表：

项目/年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8691	9433	11442	13758
增长率 YoY%	28.2%	8.5%	21.3%	20.2%
净利润(百万元)	523	561	709	882
增长率 YoY%	38.2%	7.3%	26.5%	24.3%
毛利率%	15.8%	15.6%	15.9%	16.1%
净资产收益率 ROE%	14.1%	13.4%	14.8%	15.8%
每股收益 EPS(摊薄)(元)	1.01	1.08	1.37	1.70
PE	16.4	15.3	12.1	9.7
PB	2.3	2.0	1.8	1.5

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部预测；股价为 2014 年 9 月 25

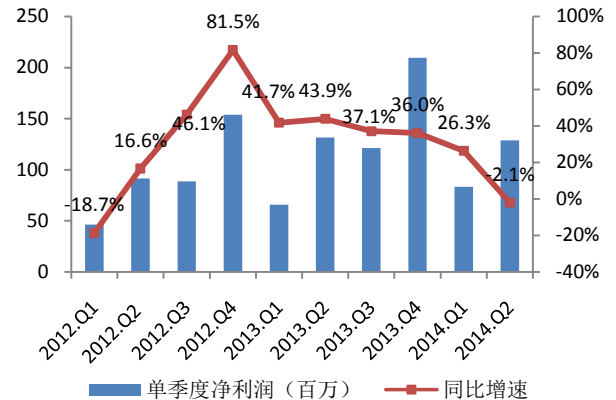
日收盘价

图 1：2012Q1-2014Q2 公司单季度收入及同比增速



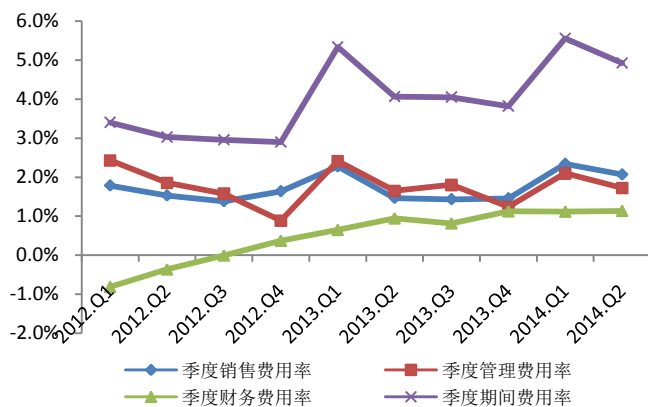
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 2：2012Q1-2014Q2 公司季度净利润及同比增速



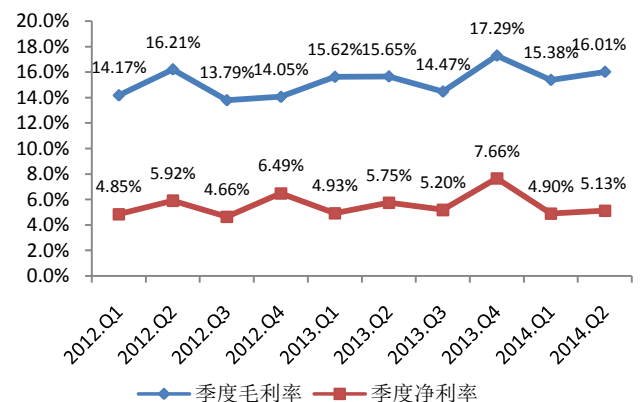
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 3：2012Q1-2014Q2 公司季度期间费用率



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 4：2012Q1-2014Q2 公司季度毛利率及净利率



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 5：2012Q1-2014Q2 公司季度收现比

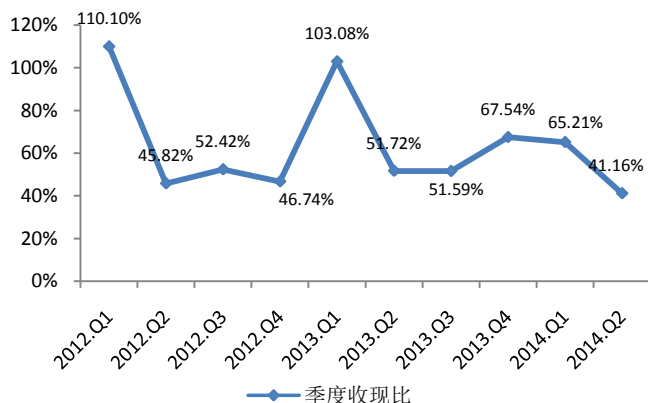
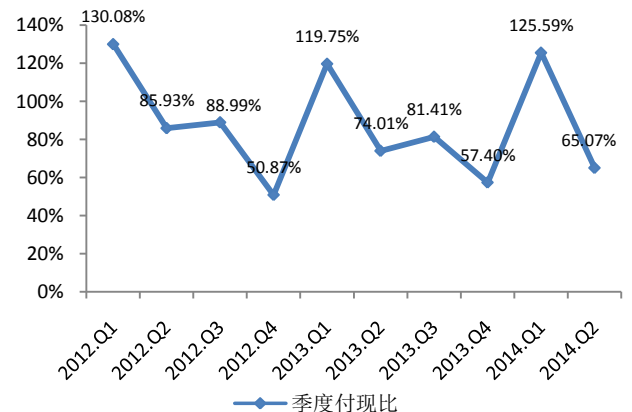


图 6：2012Q1-2014Q2 公司季度付现比



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

表 2 : 公司重大在手订单

编号	类型	签署时间	项目名称	业主	项目合同金额
1	合同	2014 年 5 月 13 日	柳州市方东房地产开发有限公司		
			司开发项目设计及装饰总承包工程	柳州市方东房地产开发有限公司	128480 万元
2	合同	2014 年 5 月 13 日	休格兰花园、华派克交易中心装饰总承包工程	临沂长裕置业有限公司	85000 万元
3	合同	2014 年 5 月 13 日	安徽省新桥·阳光半岛国际大酒店采光顶棚与外幕墙工程	上海绿地建设(集团)有限公司	20020 万元
4	合同	2014 年 5 月 13 日	宁夏回乡文化园二期开发建设项目	宁夏回乡文化实业有限公司	20000 万元
5	合同	2014 年 5 月 13 日	美年广场二期幕墙工程	四川西美投资有限公司	15004.9 万元
6	框架协议	2014 年 5 月 13 日	就广西九洲国际项目、柳州九洲国际项目的装饰装修及安装工程、柳州九洲国际酒店室内装修等	广西九洲天龙房地产开发有限公司及柳州九洲天龙房地产开发有限公司	120000 万元
7	合同	2014 年 3 月 12 日	凤凰新天地装饰总承包工程	青岛磐龙房地产开发有限公司	50000 万元
8	合同	2014 年 3 月 12 日	华为荔校园员工宿舍(西区)精装修分包工程	中建三局建设工程股份有限公司、华为投资控股有限公司	17283.69 万元

9	合同	2014 年 3 月 12 日	四川华佛国际妇产医院装饰工程	四川华佛国际医院投资管理集团有限公司	50000 万元
10	合同	2014 年 3 月 12 日	东莞市鸿富国际酒店室内外装饰装修工程	广东粤政企业投资管理有限公司	15000 万元
11	战略协议	2013 年 11 月 26 日	恒大地产及其子公司属下项目公司部分开发项目 (商业综合体、酒店、住宅楼盘等) 的建筑装修装饰工程施工业务	恒大地产集团有限公司	恒大地产每年安排约 35 亿元的装修施工任务给公司 , 并逐年增加约 10 亿元左右的施工任务
12	战略协议	2011 年 12 月 31 日	公司承接各合作方及其项目公司开发项目的室内外装修的施工及设计业务	宁夏圣雪绒房地产开发有限公司、西安市宏府房地产开发 (集团) 有限公司、内蒙古闻都置业有限责任公司	——
13	战略协议	2011 年 12 月 28 日	公司承接各合作方及其项目公司开发项目的室内外装修的施工及设计业务。	河南昌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	——
14	战略协议	2010 年 11 月 26 日	承接恒大地产及其子公司属下项目公司部分建设楼盘的建筑装修装饰工程施工业务	恒大地产集团有限公司	恒大地产每年安排约 35 亿元的装修施工任务给公司 , 并逐年增加约 10 亿元左

右的施工任务

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

表 3：公司近年收并购情况

时间	交易标的	持股比例	交易金额（万元）	对方公司主营业务
2014.3.21	南京柏森实业有限责 任公司	60%	27000.00	主要从事各类大中型场所建筑装饰装修工程的设计，施工及装饰材料、家俱和相关配套设备的供应和安装。
2014.3.8	深圳市新华丰生态环 境发展有限公司	51%	3063.00	园林设计、园林绿化施工、边坡生态防护、草种贸易等
2012.11.21	深圳市新基点智能技 术有限公司	10%	2400.00	核心业务为智能建筑系统集成整体设计和咨询服务、智能化集成系统软件提供和系统实施、中央监控中心大屏显示系统方案设计
2012.11.10	深圳市方特装饰工程 有限公司 51%股权	51%	8310.00	研究开发各类建筑幕墙、铝合金门窗产品；具有建筑幕墙工程及金属门窗工程专业承包壹级，建筑幕墙工程设计专项甲级资质和钢结构装饰装修等施工资质
2012.5.26	成都市华南建筑装饰 有限公司	60%	4896.00	建筑装饰、装修、水电安装、木制品及生产销售；批发、零售建筑材料及辅料、化工产品

资料来源:公司公告，中国银河证券研究部

资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	8106	9968	11767	14281
现金	2119	2641	3089	3852
应收账款	4471	5072	5946	7150
其它应收款	118	164	199	238
预付账款	131	159	192	231
存货	625	796	962	1154
其他	641	1136	1378	1657
非流动资产	731	1127	1493	1495
长期投资	29	24	24	24
固定资产	371	466	676	715
无形资产	48	58	64	69
其他	282	578	729	688
资产总计	8837	11095	13260	15777
流动负债	4488	6242	7787	9506
短期借款	705	1572	2289	2947
应付账款	2301	2786	3367	4038
其他	1481	1885	2131	2521
非流动负债	599	606	604	604
长期借款	0	0	0	0
其他	599	606	604	604
负债合计	5086	6848	8391	10110
少数股东权益	39	52	68	88
股本	517	517	517	517
资本公积	1941	1941	1941	1941
留存收益	1253	1736	2342	3121
归属母公司股东权益	3711	4195	4801	5579
负债和股东权益	8837	11095	13260	15777

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-58	179	327	389
净利润	528	574	726	902
折旧摊销	31	47	62	75
财务费用	80	40	84	119
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-784	-510	-590	-788
其它	88	28	46	80
投资活动现金流	81	-395	-413	-64
资本支出	103	200	350	0
长期投资	-5	-5	0	0
其他	180	-200	-63	-64
筹资活动现金流	482	738	534	438
短期借款	87	867	718	658
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	5	0	0	0
资本公积增加	108	0	0	0
其他	281	-129	-184	-220
现金净增加额	506	522	448	763

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8691	9433	11442	13758
营业成本	7314	7959	9619	11537
营业税金及附加	285	311	372	440
营业费用	137	160	183	217
管理费用	146	165	195	231
财务费用	80	40	84	119
资产减值损失	109	119	138	158
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	619	678	851	1055
营业外收入	4	4	5	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	623	682	856	1061
所得税	95	108	130	159
净利润	528	574	726	902
少数股东损益	5	13	16	20
归属母公司净利润	523	561	709	882
EBITDA	730	765	997	1250
EPS (元)	1.01	1.08	1.37	1.70

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	28.2%	8.5%	21.3%	20.2%
营业利润	32.4%	9.4%	25.6%	24.0%
归属于母公司净利润	38.2%	7.3%	26.5%	24.3%
获利能力				
毛利率	15.8%	15.6%	15.9%	16.1%
净利率	6.0%	5.9%	6.2%	6.4%
ROE	14.1%	13.4%	14.8%	15.8%
ROIC	21.2%	16.8%	17.8%	19.5%
偿债能力				
资产负债率	57.6%	61.7%	63.3%	64.1%
净负债比率	13.86%	22.95%	27.29%	29.15%
流动比率	1.81	1.60	1.51	1.50
速动比率	1.67	1.47	1.39	1.38
营运能力				
总资产周转率	1.09	0.95	0.94	0.95
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	3.38	3.13	3.13	3.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.08	1.37	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	0.35	0.63	0.75
每股净资产(最新摊薄)	7.18	8.11	9.28	10.79
估值比率				
P/E	16.4	15.3	12.1	9.7
P/B	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	11	10	8	6

资料来源：银河证券研究所，单位：百万元

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报

10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富、傅盈，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

机构请致电：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn