

## 复星战略入股，业务转型升级

### 核心观点：

非公开发行引入复星，公司将借此契机加速业务转型升级，建设大装饰产业平台，大力开拓互联网家装及智能家居业务。公司1月5日公告非公开发行股票募集资金17亿元，其中8亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充流动资金。非公开发行对象为深圳前海复星(10亿元)、叶远东(5亿元)、西藏益升投资(2亿元)，发行价格14.02元，锁定期3年。非公开发行完成后，前海复星将持有公司10.9%的股份，成为公司的第三大股东。我们判断公司后续将借助复星丰富的渠道、品牌、金融等资源和产业运营经验，在多个领域合作，推动产业转型升级。定增实施后，保守估计将减少公司财务费用4000万元，增厚利润约6.4%。

公司作为住宅精装修龙头，受益地产弹性大。我们预计未来两年装饰产值增速将达10-12%；未来十年住宅精装修市场容量有望达2万亿。公司2014年前三季度实现营业收入/净利润65.11/3.21亿元，YOY+9.32%/1.24%。公司在上市公司中住宅精装修业务占比最高，其中恒大收入占比稳定在50%左右。2014年恒大销售额1376.3亿元，YOY+37%。从历史经验看，降息将促进地产等下游行业需求提升，每次降息降准后，全国商品房销售增速都在短期内由负转正，并且开始大幅增长。2014年11月21日央行降息后房地产销售复苏明显，四季度销量超市场预期，CRIC监测的全国62个城市2014年Q1-Q4成交面积YOY-17%/-17%/-12%/-7%。

饱满在手订单保障业绩持续增长，股权激励保驾护航。2014年公司公告的新签重大合同10项，金额达52.1亿元，加上其余订单和框架协议，总额预计超过百亿。ERP系统运用与事业部改革显著提升管控能力，业绩有望逐季提升。根据公司的激励方案，公司向公司董事、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%，解锁条件为2014-2016年营收增速8%/15%/16%，净利润增速2%/17%/16%。

公司未来成长驱动因素：(1)借力属地化事业部改革，加速全国扩张；(2)互联网家装和智能家居业务开拓，打造大装饰平台。公司自2012年以来进行了5次收购增资，构建了涵盖装饰、建筑智能化、园林、软装和幕墙的大装饰业务格局；(3)产融结合商业模式创新打开成长空间；(4)非公开发行引入复星加速业务转型升级。

风险提示：房地产回暖低于预期，触网智能家居低于预期等。

盈利预测与估值：我们预测公司2014/15/16年EPS分别为1.04/1.26/1.6元（考虑此次股本摊薄后备考EPS分别为0.84/1.04/1.35元），根据行业可比公司估值以及公司在行业中的地位，给予公司15年18-20倍的PE，目标价22.7-25.2元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	8691.33	9155.43	10547.61	13195
增长率(%)	28.2	5.6	15.2	25.2
归母净利润(百万)	522.93	537.86	666.21	862.31
增长率(%)	38.1	4.1	19.5	25.1
每股收益	1.01	1.04	1.26	1.67
市盈率	14.98	14.55	12.01	9.06

资料来源：中国银河证券研究部，股价为2015年1月5日股价

### 广田股份 (002482.SZ)

**推荐** 维持评级

目标价：**22.7-25.2元**

#### 分析师

鲍荣富

电话：021-20252629

邮箱：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

特此鸣谢

周松

电话：021-68596786

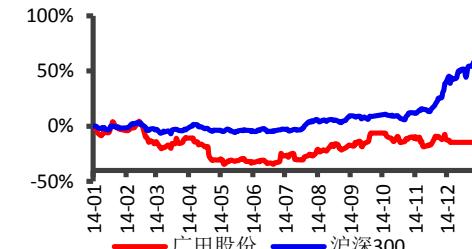
邮箱：zhousong\_yj @chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130114120010

#### 市场数据 时间 2015.01.05

A股收盘价(元)	15.13
A股一年内最高价(元)	26.37
A股一年内最低价(元)	11.60
上证指数	3350.52
市净率	1.98
总股本(万股)	51717.7
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)	69.17

#### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

## 目 录

一、公司主营业务：住宅公装齐头并进，受益地产弹性大 .....	2
(一) 公司主营业务分析：住宅精装及公装齐头并进 .....	2
(二) 公司业务将受益于房地产市场回暖 .....	3
(三) 公司财务情况分析 .....	7
二、行业分析：空间广阔，互联网家装带来新的机遇 .....	8
(一) 住宅精装修：未来十年市场容量有望达 2 万亿 .....	9
(二) 高端公共装修：每年市场需求超 1000 亿元 .....	9
(三) 互联网家装和智能家居带来新的机遇 .....	10
三、公司未来成长的驱动因素 .....	11
(一) 借力属地化事业部改革，全国扩张加速 .....	11
(二) 互联网家装和智能家装业务开拓，打造大装饰平台 .....	12
(三) 产融结合商业模式创新打开成长空间 .....	12
(四) 非公开发行引入复星加速业务转型升级 .....	13
四、风险提示 .....	13
五、盈利预测、估值及评级 .....	14

## 一、公司主营业务：住宅公装齐头并进，受益地产弹性大

### (一) 公司主营业务分析：住宅精装及公装齐头并进

公司是公共建筑装饰行业龙头企业之一、住宅精装修业务的行业领导者。公司积极利用资本优势展开行业上下游并购整合，不断完善总包管理、设计、园林、智能、幕墙、软装、机电等业务实力，构建总包集成管理服务平台。

图 1：广田股份的业务模式



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

公司主要提供装饰施工和设计服务。装饰施工在 2014 年上半年营业收入占比为 97.90%，装饰设计在占营业收入的比例为 1.45%。

图 2：公司各项业务收入占总收入比重

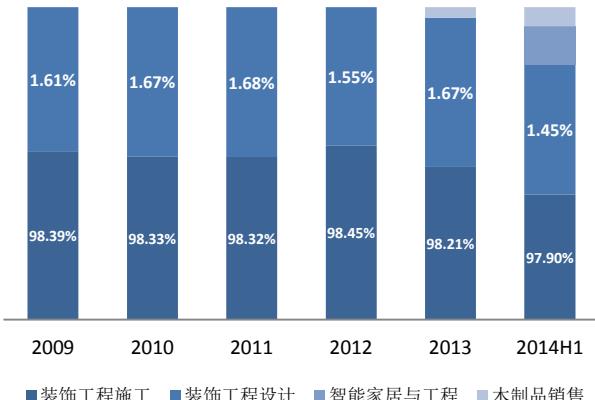
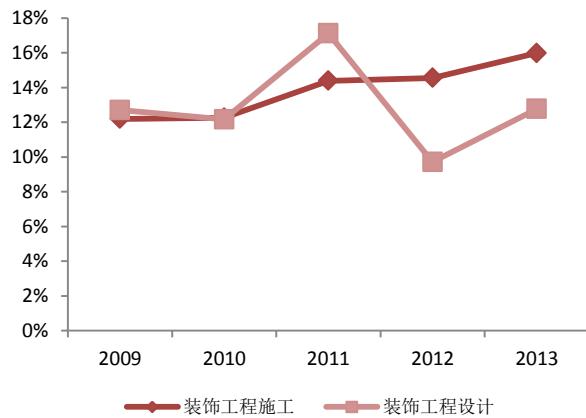


图 3：2009-2013 年公司各项业务毛利率

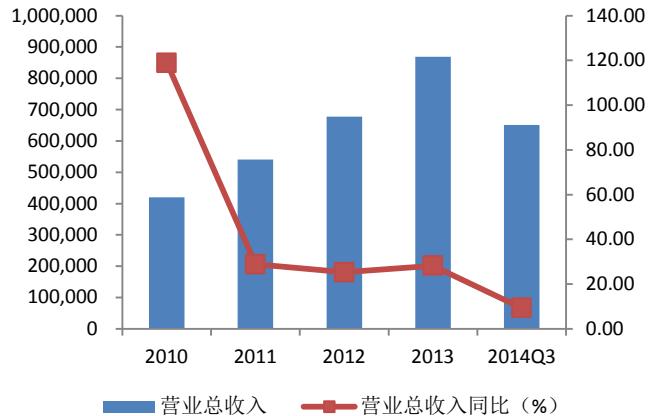


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

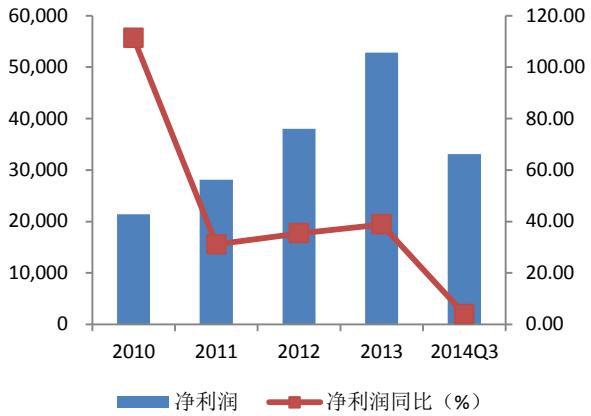
2014 年前三季度，公司实现营业收入/净利润 65.11/3.21 亿元，YOY+9.32%/1.24%。

图 4：上市以来公司营业收入及同比增长情况



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 5：上市以来公司净利润及同比增长情况

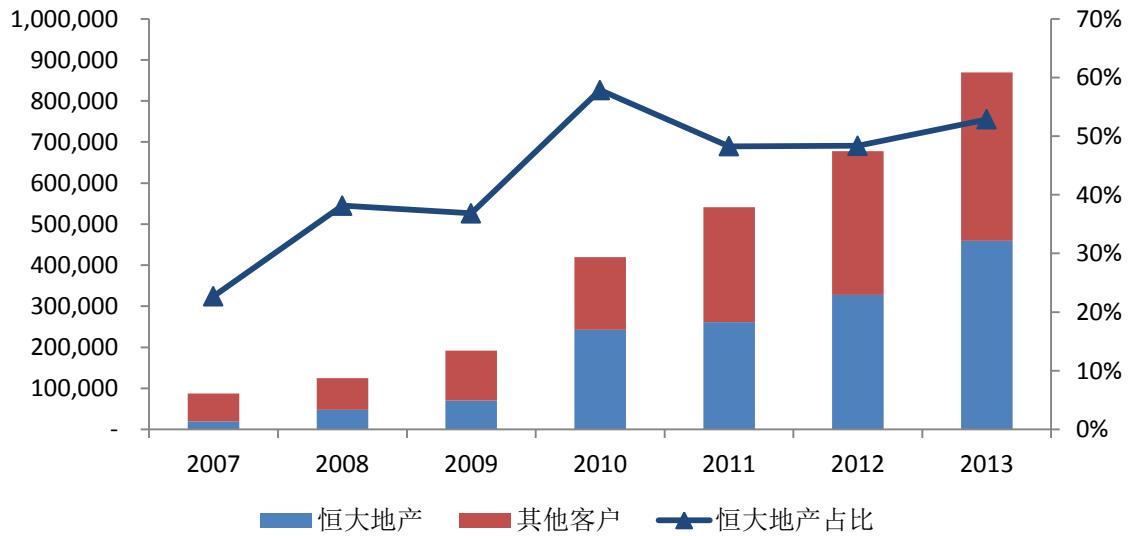


资料来源:wind, 中国银河证券研究部

## (二) 公司业务将受益于房地产市场回暖

广田股份在住宅精装修领域规模最大，收入占比超过 40%。公司业务主要和大地产商进行合作。与恒大地产形成了良好的长期合作伙伴关系，收入占比目前稳定在 50%左右，随着公司大客户、大项目战略的推进，公司对其他客户的营业收入也不断增长。

图 6：公司销售收入中恒大地产占比情况



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

短期来看降息将促进地产等下游行业需求提升。从历史经验看，降息对地产需求提振作用显著，销售面积及新开工面积均显著回升，其中对新开工的影响滞后约 5-6 个月。在第一轮降息中，全国商品房销售面积月度累计同比增速从 2008 年 9 月的 -20% 不断提高至 2009 年 11 月的 54%。在第二轮降息中，销售面积增速从 2012 年 2 月的 -14% 升至 2013 年 2 月的 49.5%。

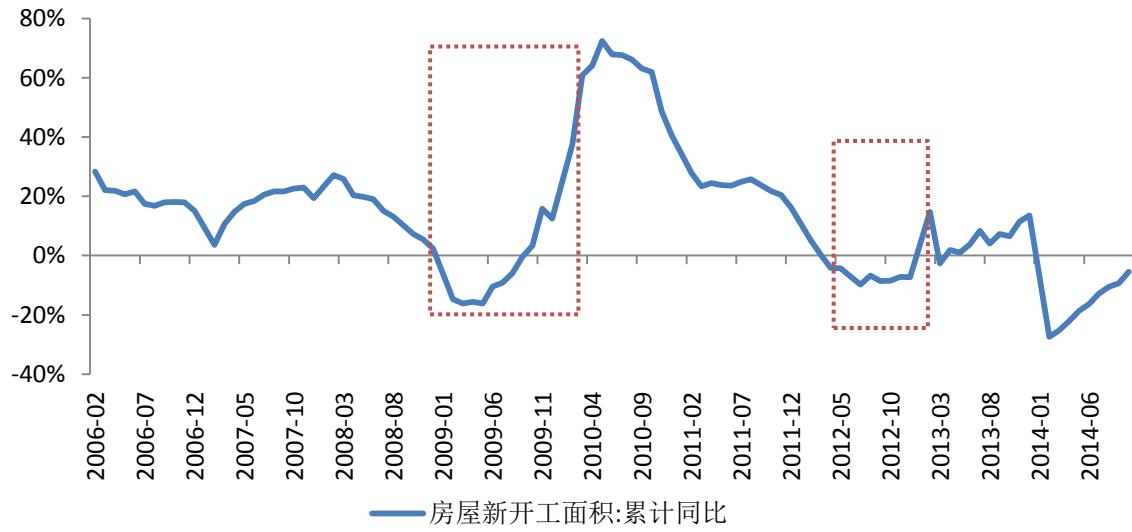
每次降息降准后，全国商品房销售增速都在短期内由负转正，并且开始大幅增长。2014年10月，房地产销售面积的累计增速为-7.8%，又处在新一轮的低点。11月21日央行宣布降息，我们判断可能会进入第三轮降息通道。

图 7：全国商品房销售面积累计同比



资料来源：wind, 中国银河证券研究部

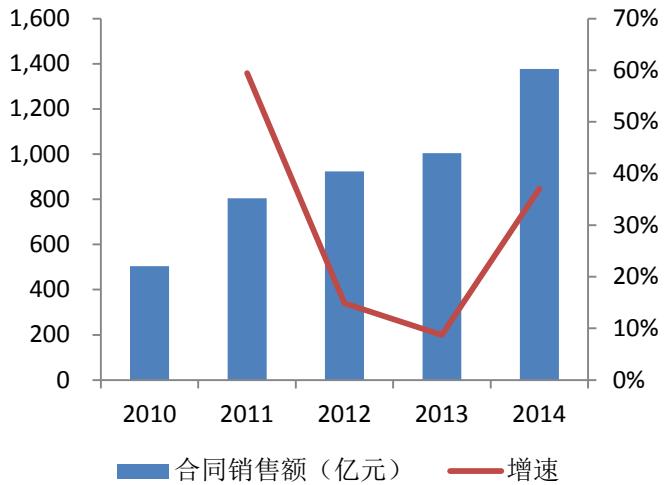
图 8：全国房屋新开工面积累计同比



资料来源：wind, 中国银河证券研究部

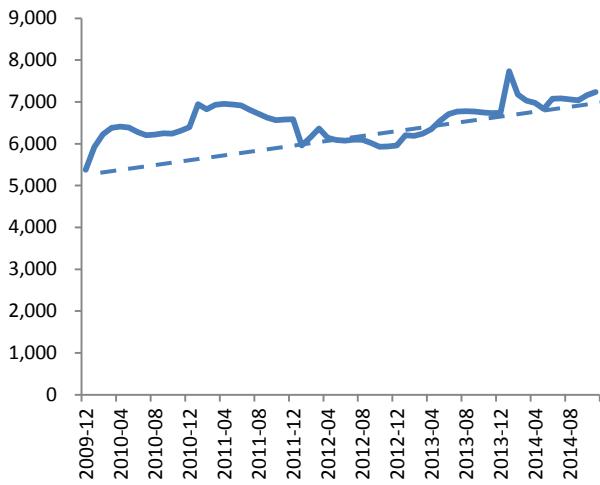
2014年受房地产行业政策影响，恒大地产的销售回暖，房屋销售均价和销售额都呈上升趋势，合同销售额1376.3亿元，YOY+37%。

图 9：2009 年-2014 年恒大地产合同销售额



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 10：恒大地产合同销售均价



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

公司的家装业务基本上以框架协议的模式与大型地产商进行合作。公司 2014 年新增合同 28.08 亿元，连同恒大的合同，总计 63 亿元，充足的在手订单保证了公司未来的业绩。

表 1：公司住宅精装修业务重大在手订单

编号	签署时间	项目名称	业主	项目合同金额
1	2014 年 5 月 13 日	柳州市方东房地产开发有限公司 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	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	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
4	2014 年 3 月 12 日	华为荔枝园员工宿舍（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
5	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
				总计： 630763.69 万元

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

由于广田股份在住宅精装修领域排名第一，市场往往忽略其在建筑工装市场上巨大的业务规模量和品牌实力。公司是最早大规模开展商业综合体的公司之一，在工装其他领域，广田股份是铁道部首批铁路客站装修装饰、幕墙工程施工重点企业。

**表 2：公司过去承接的轨道交通、机场建设项目**

编号	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。
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
3	火车站类	广州白云国际机场
		景德镇机场改扩建项目等
		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：公司公告，中国银河证券研究部

公司目前承接的公共建筑装修施工已经从传统的酒店、商场和写字楼跨越到医院等等，充足的公共装饰订单为企业发展奠定了基础。

**表 3：公司工装业务重大在手订单**

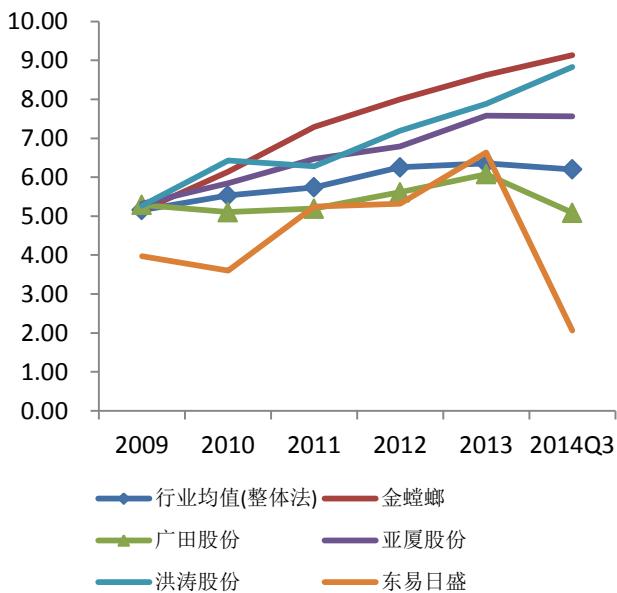
编 号	签署时间	项目名称	业主	项目合同金额
1	2014 年 5 月 13 日	安徽省新桥阳光半岛国际大酒店采光顶棚与外幕墙工程	上海绿地建设（集团）有限公司	20020 万元
2	2014 年 5 月 13 日	宁夏回乡文化园二期开发建设项目	宁夏回乡文化实业有限公司	20000 万元
3	2014 年 5 月 13 日	美年广场二期幕墙工程	四川西美投资有限公司	15004.9 万元
4	2014 年 5 月 13 日	广西九洲国际项目、柳州九洲国际项目的装饰装修及安装工程、柳州九洲国际酒店室内装修等	广西九洲天龙房地产开发有限公司及柳州九洲天龙房地产开发有限公司	120000 万元
6	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
7	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
总计：				240024.9 万元

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### (三) 公司财务情况分析

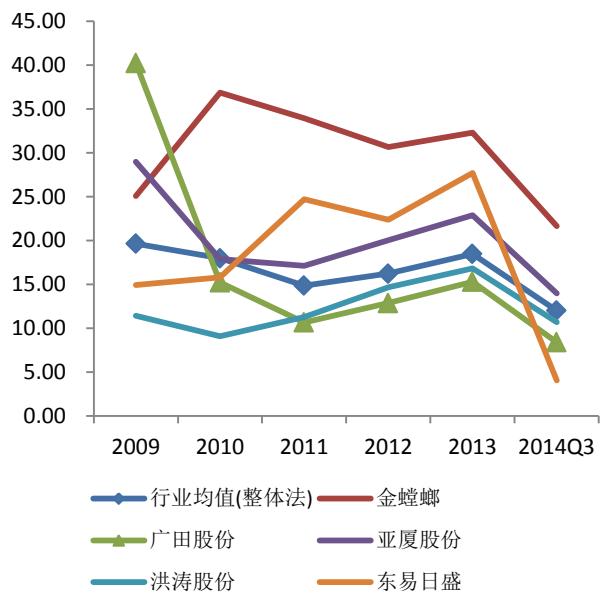
公司 2014 年第三季度的销售净利率和净资产收益率分别为 5.09% 和 8.38%，高于同在住宅精装修领域的东易日盛。

图 11：行业内各公司 09 年以来销售净利率变化



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

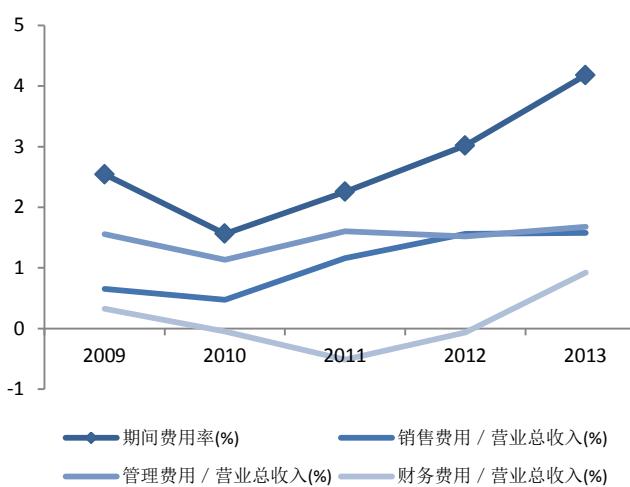
图 12：行业内各公司 09 年以来净资产收益率变化



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

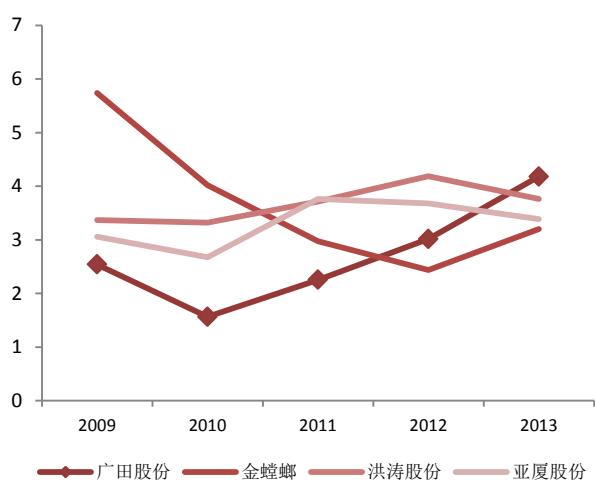
2013 年，公司期间费用有较大幅度增长，销售费用和管理费用分别为 1.57% 和 1.67%。主要原因是公司研发支出增加以及债券的发行。

图 13：2009-2013 年公司销售、管理、财务费用率



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

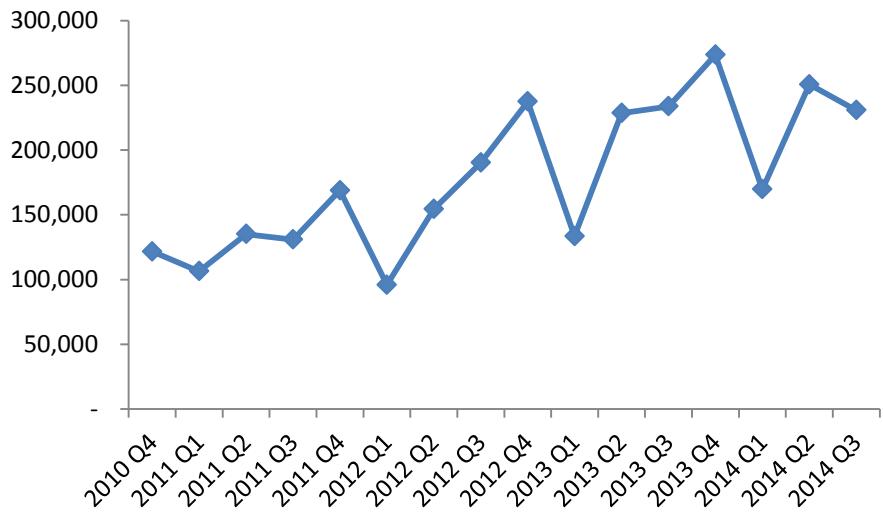
图 14：2009-2013 年可比公司期间费用率



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

受行业季节周期性的影响，每年第四季度将会迎来收入高峰，销售收入为全年四个季中最高。预计 2014 年第四季度公司的销售收入将高于 2013 年同期。

图 15：公司按季度销售收入情况

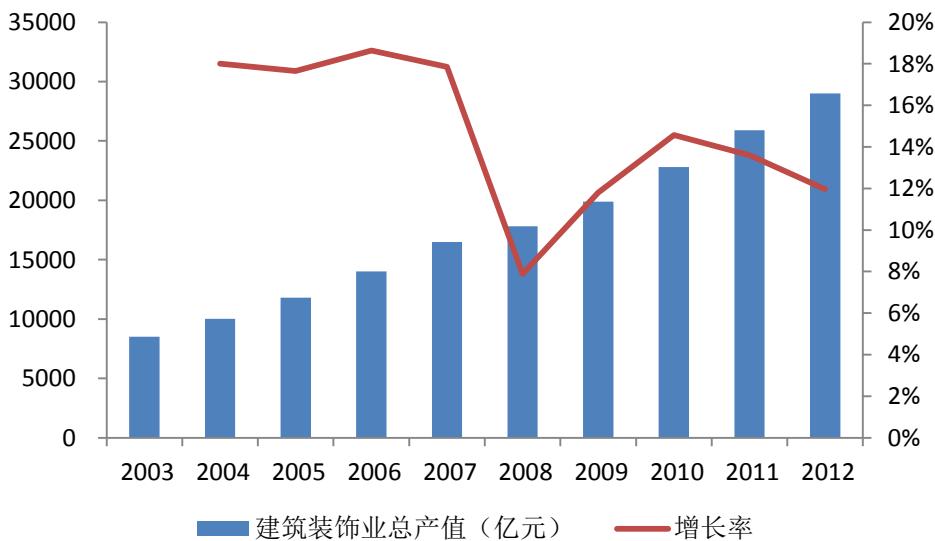


资料来源：wind，中国银河证券研究部

## 二、行业分析：空间广阔，互联网及智能化带来新机遇

根据中国建筑装饰协会统计数据显示：我国建筑装饰行业总产值由 2003 年的 8500 亿元提升至 2012 年的 29000 亿元，年复合增长率达到 14.61%。装饰需求仍然不是中短期内限制装饰公司增长的核心变量，预计装饰行业产值在未来两年内仍将保持 12-15% 的增长区间。

图 16：建筑装饰业总产值及增速



资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

装饰行业集中度近年呈现缓慢提升趋势，但绝对水平仍然较低。2013 年行业百强企业平均产值 16 亿元，CR100 仅为 6.04%。我们判断建筑装饰不同层次市场的集中度趋势未来大概率将走向分化，行业龙头公司将在高端市场凭借管理和品牌优势扩张渠道和区域，并借助收购和并购加快成长，并有可能出现全国性和区域性装饰巨头，成为某些区域寡头。

**表 4：装饰市场未来演变路径**

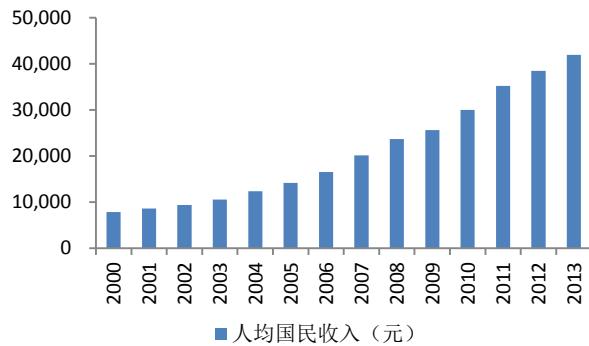
细分市场	公司收入规模	项目单体规模	市场定位	集中度趋势
低端市场	<1000 万	<100 万	装修对象以家庭、小型商铺和办公楼等为主，业务主要集中在单个城市。	基本不变
中端市场	0.1-3 亿	100-1200 万	装修对象以厂房、办公楼、经济酒店和超市等为主，业务覆盖多个城市，集中在省级范围。	缓慢提升
高端市场	>3 亿	>1200 万	装修对象以高端酒店、办公楼、博物馆等为主，多进行楼盘的整体装修，业务覆盖全国范围。	加速提升

资料来源：中国银河证券研究部

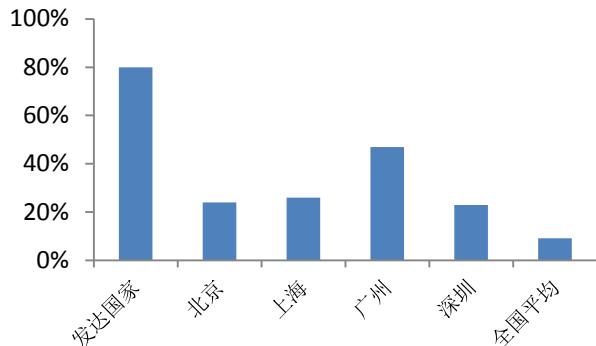
## (一) 住宅精装修：未来十年市场容量有望达 2 万亿

未来 10 年我国住宅新增需求约 160 亿平米，我们选用 800-1200 元/平方米的装饰价格区间、精装修整体占比按目前的 10% 作为预测值，粗略估计我国住宅精装修的市场规模十年内将达 16000 亿，十年内精装修整体占比若上升至 12.5%，市场规模则有望达到 2 万亿。

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%。一线发达城市如北京、上海、深圳的精装住宅占比也只有 30% 左右，而发达国家精装住宅占比均达到了 80% 以上。

**图 17：我国人均国民收入情况**


资料来源：国家统计年鉴，中国银河证券研究部

**图 18：我国城市住宅精装修比例与发达国家对比**


资料来源：广田股份招股说明书，中国银河证券研究部

## (二) 高端公共装修：每年市场需求超 1000 亿元

五星级酒店、文化场馆、机场航站楼等领域存在装饰标准高，施工工艺专业、资质门槛限定等特征，属于装饰市场结构分层中的高端市场。由于施工难度较大，工程质量管理严格，中小型装饰公司短期内无法切入上述领域，因此属于上市装饰公司等一流梯队直接面对的目标市场。我们判断高端装饰领域每年至少将为上市公司提供 1000 亿元左右的市场规模。

**表 5：各细分领域市场需求预测**

公共装饰领域	每年需求
交通基建	铁路、机场是主力，每年新增需求 500 亿元
高档酒店	每年 200 亿元市场容量

文化场馆

国家重点扶持，高端市场每年可提供 230 亿装饰需求

医院

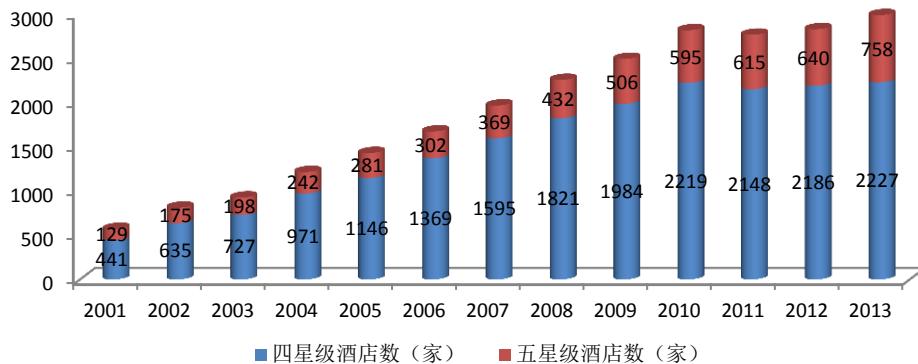
正在成为新兴的高端装饰细分领域，市场容量为 150-400 亿元。

合计

1000-1500 亿元

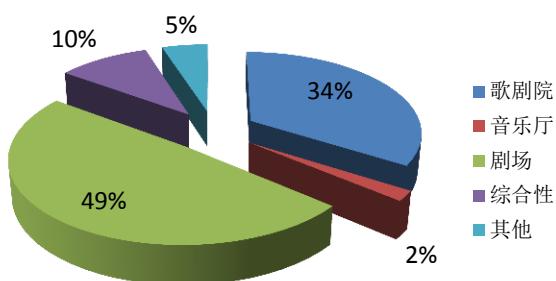
资料来源：中国银河证券研究部

图 19：2001-2013 年全国四星级和五星级酒店数量



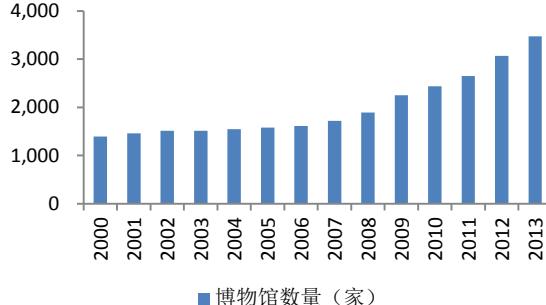
资料来源：wind, 中国银河证券研究部

图 20：剧院和剧场在演出场馆建设中占比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 21：博物馆建设数量发展状况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

### (三) 互联网家装和智能家居带来新机遇

根据中国建筑装饰协会数据，2013 年我国建筑装饰行业总产值为 2.89 万亿元，其中家装市场总产值 1.35 万亿元。但受制于客户单体项目金额小、个性化要求多、售后维修服务管理难、信息不对称程度高等因素，家装市场领域并未真正的的龙头企业。装饰行业内上市公司凭借在品牌、设计、项目管理、供应商整合、标准化服务等方面的优势，加大了对互联网家装市场的开拓。

表 6：各上市公司互联网家装业务拓展

公司名称	时间	并购公司	被并购公司主营业务
金螳螂	2013 年	家装 e 站	电子商务
亚夏股份	2014 年	炫维网络	互联网软件与服务
洪涛股份	2014 年	中装新网科技	互联网电子商务

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

智能家居将带来智能装饰市场的巨大需求，为建筑装饰产业带来新的增长点。智能工程的设计施工目前已经成为一些大型装饰企业的重要业务内容。

表 7：智能家居市场规模预测

时间	商品住宅竣工面积 (万平方米)	智能家居覆盖率 (假设)	智能家居销售单价 (元/平方米)	智能家居设备市场规模 (亿元)
2013	87,343	13%	103	117
2014	96,078	16%	106	163
2015	105,685	19%	109	219
2016	116,254	22%	112	286
2017	127,879	25%	115	368
2018	140,667	28%	120	473

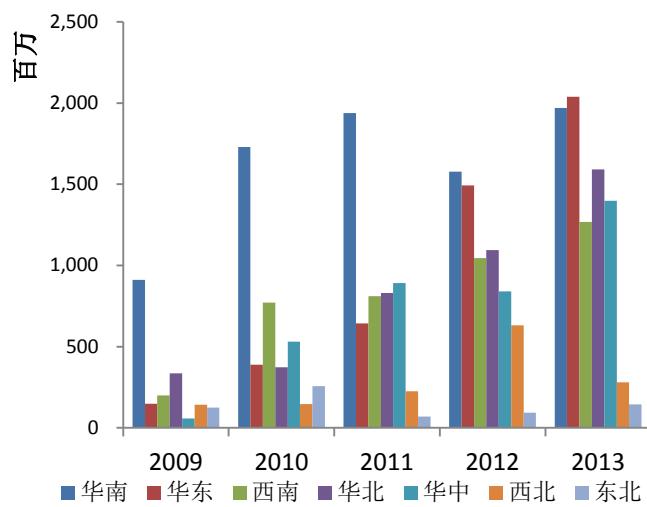
资料来源：公开资料，公司公告，中国银河证券研究部整理

### 三、公司未来成长驱动因素

#### (一) 借力属地化事业部改革，全国扩张加速

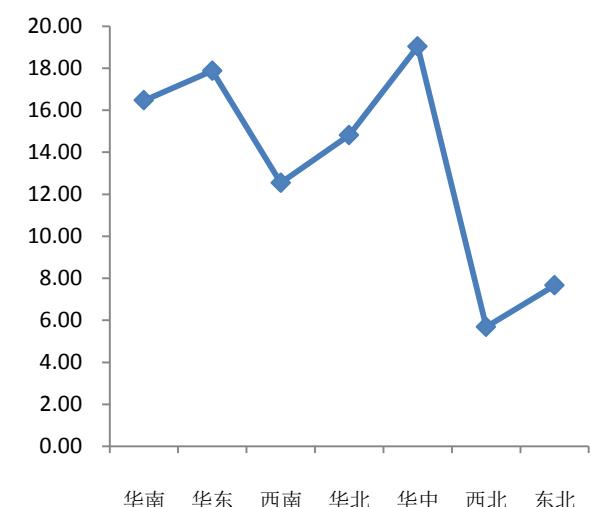
公司深化了业务属地化事业部制度的改革，提升了区域业务拓展能力。在收购成都华南建筑（2012）和南京柏森（2014）进军西南和华东市场之后，公司在西南和华东市场上的销售增长迅速，2013年增长21%和37%。成长最快的地区为华北和华中，同比增长45%和66%。

图 22：2009-2013 公司销售市场结构 (分年度)



资料来源：wind, 中国银河证券研究部

图 23：2013 年分地区销售毛利率 (%)



资料来源：wind, 中国银河证券研究部

## (二) 布局互联网家装和智能家居业务，打造大装饰平台

从 2012 年开始，公司围绕打造大装饰格局，进行了 5 次收购或增资、设立了软装公司，并成立了工程产业基金。构建涵盖装饰、建筑智能化、园林、软装及幕墙的业务格局，并通过产业基金实现总包项目的落地。

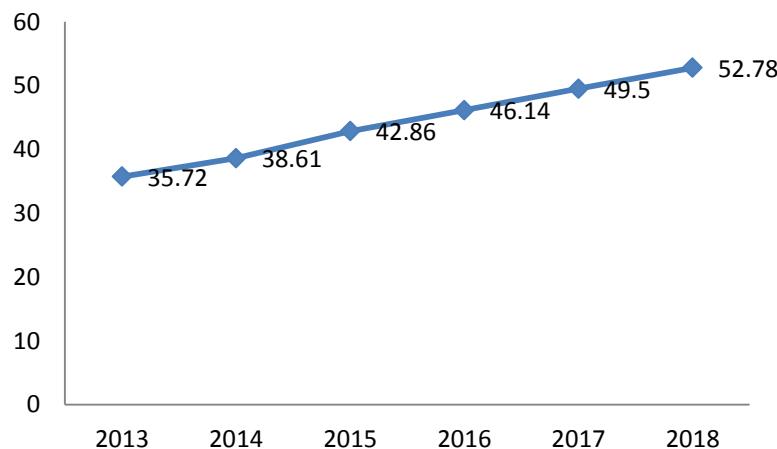
表 8：广田股份总包集成战略

时间	事项	股权	价格（万元）	对方主营业务
2012-09-29	收购：深圳方特装饰工程	51%	8310	幕墙业务
2012-11-19	参股：深圳新基点	10%	2400	智能建筑
2013-10-15	设立：深圳市广融工程产业基金管理	100%	10000	工程金融
2013-11-26	设立：广田软装公司	100%	3000	软装业务
2013-12-27	收购：深圳新华丰生态环境发展	51%	3063	园林业务

资料来源：公开资料，公司公告，中国银河证券研究部整理

作为国内最大的住宅精装修企业，公司一直深入调研探索移动互联网家装的最佳切入点和商业模式，在智能家居的系统集成上有天然优势，未来有可能依托自己巨大的业务量在该领域实现突破。公司在 2012 年被授予国家数字家庭应用示范产业基地智慧家庭（居住区）试点单位，参与物联网智慧家庭（居住区）领域的国家标准研发、编制。同年收购了深圳市新基点智能技术有限公司 10% 股权，该公司的主营业务为为智能建筑系统集成提供整体设计和咨询服务、为智能化集成系统提供软件和系统实施，在业内具有较高知名度和较强实力。

图 24：2013-2018 年我国智能建筑在新建建筑中的比例预测（单位：%）



资料来源：前瞻网，中国银河证券研究部

## (三) 产融结合等商业模式创新打开成长空间

近几年来公司一直致力于打造专业高效的总包集成管理服务平台，产融结合是其有效的辅助手段之一。广融工程产业基金的设立是广田股份在行业内的首创。公司可以用 10% 的劣后资金撬动整个工程，对业务拓展意义深远。广融工程产业基金的运营吸引了地方开发商和地方城投公司，减少了公司的运营成本，降低了公司的资金风险，扩大了盈利规模。

图 25：广融工程产业基金运作示意图



资料来源:智库百科, 中国银河证券研究部

#### (四) 非公开发行引入复星加速业务转型升级

上海复星高科技(集团)有限公司创建于1992年,是目前拥有上市公司数量最多的民营企业,也是中国最大的民营控股企业集团之一,业务范围涉及生物制药、房地产、信息产业、商贸流通、金融、钢铁、证券、银行、汽车等。

此次定增完成后,复星集团将成为广田第三大股东,复星在多家建筑装饰上市公司中选择战略投资广田股份,说明其非常看好广田股份所处的建筑装饰行业,认可公司的管理团队及战略。未来复星可以与广田股份在更多领域展开合作,广田股份可以借助复星丰富的渠道、品牌、金融等资源和产业运营经验以及全球化的投资能力,进一步拓展业务,推动业务转型及发展。广田股份实际控制人的兄长叶远东也以14.02元认购5亿元股份,彰显了控制人对公司未来的信心。此外,募集的资金可以满足公司营运资金的需求,保持现有业务持续增长,培育新的利润增长点,推进公司新型平台化战略,实现经营模式转型升级,为可持续发展提供保障。

表 9: 增发情况

序号	发行对象	认购数量(股)	认购金额(万元)
1	前海复星	71,326,676	100,000
2	叶远东	35,663,338	50,000
3	西藏益升	14,265,335	20,000
	合计	121,255,349	170,000

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

## 四、风险提示

**宏观经济大幅下滑风险。**宏观经济的其他因素的传导导致整体经济低迷,难以刺激房地产业以及下游的装饰装修。

**房地产销售回暖低于预期。**房地产政策的效果现在尚不明朗,若销售增长低于预期,将不会刺激装修行业的增长。

新业务转型低于预期。广田股份目前一直深入关注和调查互联网家装和智能家居领域，如果公司采取行动低于预期，也会对预期造成一定的影响。

## 五、盈利预测、估值及评级

我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 1.04/1.26/1.6 元(考虑此次股本摊薄后备考 EPS 分别为 0.84/1.04/1.35 元)，根据行业可比公司的估值以及公司在行业中的地位，给予公司 15 年 18-20 倍的 PE，目标价 22.7-25.2 元，维持“推荐”评级。

**资产负债表**

	单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	8106	9675	10847	13697
现金	2119	2563	2848	3695
应收账款	4471	4922	5481	6857
其他应收款	118	159	183	228
预付账款	131	154	177	221
存货	625	772	887	1106
其他流动资产	641	1103	1271	1589
<b>非流动资产</b>	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
其他非流动资产	282	578	729	688
<b>资产总计</b>	8837	10801	12339	15192
<b>流动负债</b>	4488	5962	6925	9000
短期借款	705	1400	1767	2655
应付账款	2301	2704	3103	3872
其他流动负债	1481	1858	2054	2473
<b>非流动负债</b>	599	606	604	604
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	599	606	604	604
<b>负债合计</b>	5086	6568	7529	9604
少数股东权益	39	52	67	87
股本	517	517	517	517
资本公积	1941	1941	1941	1941
留存收益	1253	1723	2285	3043
归属母公司股东权益	3711	4182	4744	5501
<b>负债和股东权益</b>	8837	10801	12339	15192

**现金流量表**

	单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-58	267	494	220
净利润	528	560	681	881
折旧摊销	31	47	62	75
财务费用	80	35	64	96
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-784	-391	-332	-927
其他经营现金流	88	16	20	95
<b>投资活动现金流</b>	81	-395	-413	-64
资本支出	103	200	350	0
长期投资	-5	-5	0	0
其他投资现金流	180	-200	-63	-64
<b>筹资活动现金流</b>	482	572	203	691
短期借款	87	695	367	888
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
其他筹资现金流	281	-124	-164	-196
<b>现金净增加额</b>	506	444	284	847

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	8691	9155	10547	13195
营业成本	7314	7725	8867	11064
营业税金及附加	285	302	343	422
营业费用	137	156	169	208
管理费用	146	160	179	222
财务费用	80	35	64	96
资产减值损失	109	115	128	152
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	619	662	798	1031
营业外收入	4	4	5	6
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	623	666	803	1036
所得税	95	105	122	155
<b>净利润</b>	528	560	681	881
少数股东损益	5	13	15	20
归属母公司净利润	523	548	666	861
<b>EBITDA</b>	730	744	924	1202
<b>EPS (元)</b>	1.01	1.06	1.29	1.67

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.2%	5.3%	15.2%	25.1%
营业利润	32.4%	6.9%	20.6%	29.1%
归属于母公司净利润	38.2%	4.8%	21.5%	29.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	15.8%	15.6%	15.9%	16.2%
净利率(%)	6.0%	6.0%	6.3%	6.5%
ROE(%)	14.1%	13.1%	14.0%	15.7%
ROIC(%)	21.2%	16.9%	17.7%	19.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	57.6%	60.8%	61.0%	63.2%
净负债比率(%)	13.86%	21.32%	23.48%	27.65%
流动比率	1.81	1.62	1.57	1.52
速动比率	1.67	1.49	1.44	1.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.09	0.93	0.91	0.96
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	3.38	3.09	3.05	3.17
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.06	1.29	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	0.52	0.96	0.42
每股净资产(最新摊薄)	7.18	8.09	9.17	10.64
<b>估值比率</b>				
P/E	13.75	13.12	10.80	8.35
P/B	1.94	1.72	1.52	1.31
EV/EBITDA	9	8	7	5

## 插图目录

图 1: 广田股份的业务模式 .....	2
图 2: 公司各项业务收入占总收入比重 .....	2
图 3: 2009-2013 年公司各项业务毛利率 .....	2
图 4: 上市以来公司营业收入及同比增长情况 .....	3
图 5: 上市以来公司净利润及同比增长情况 .....	3
图 6: 公司销售收入中恒大地产占比情况 .....	3
图 7: 全国商品房销售面积累计同比 .....	4
图 8: 全国房屋新开工面积累计同比 .....	4
图 9: 2009 年 -2014 年恒大地产合同销售额 .....	5
图 10: 恒大地产合同销售均价 .....	5
图 11: 行业内各公司 09 年以来销售净利率变化 .....	7
图 12: 行业内各公司 09 年以来净资产收益率变化 .....	7
图 13: 2009-2013 年公司销售、管理、财务费用率 .....	7
图 14: 2009-2013 年可比公司期间费用率 .....	7
图 15: 公司按季度销售收入情况 .....	8
图 16: 建筑装饰业总产值及增速 .....	8
图 17: 我国人均国民收入情况 .....	9
图 18: 我国城市住宅精装修比例与发达国家对比 .....	9
图 19: 2001-2013 年全国四星级和五星级酒店数量 .....	10
图 20: 剧院和剧场在演出场馆建设中占比 .....	10
图 21: 博物馆建设数量发展状况 .....	10
图 22: 2009-2013 公司销售市场结构 (分年度) .....	11
图 23: 2013 年分地区销售毛利率 (%) .....	11
图 24: 2013-2018 年我国智能建筑在新建建筑中的比例预测 (单位: %) .....	12
图 25: 广融工程产业基金运作示意图 .....	13

## 表格目录

表 1: 公司住宅精装修业务重大在手订单 .....	5
表 2: 公司过去承接的轨道交通、机场建设项目 .....	6
表 3: 公司工装业务重大在手订单 .....	6
表 4: 装饰市场未来演变路径 .....	9
表 5: 各细分领域市场需求预测 .....	9
表 6: 各上市公司互联网家长业务拓展 .....	10
表 7: 智能家居市场规模预测 .....	11
表 8: 广田股份总包集成战略 .....	12
表 9: 增发情况 .....	13

## 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，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（6002375.SZ）、普邦园林（002663.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提供。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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)