

广田股份 (002482)

建筑装饰/建筑与工程

发布时间: 2016-01-01

**增持**

上次评级: 增持

证券研究报告 / 公司深度报告

## 互联网家装等新业务基本成型, 平台战略稳步推进

### 核心观点:

自年初以来, 公司加快了在定制精装、互联网家装以及智能家居等三大新业务领域的布局, 目前新业务体系已经基本成型。此外, 公司还积极探索装饰施工机器人领域, 占据了一定先发优势。随着各项新业务逐渐发展成熟, 公司平台发展战略稳步推进, 未来估值预计将稳步提升。

### 报告摘要:

**公司转型力度大, 新业务布局速度快。**随着建筑行业进入调整修复期。建筑企业纷纷谋求转型, 拓展新的业务方向。广田股份作为建筑装饰类龙头企业之一, 转型力度明显大于业内其他企业。公司在去年就开始了互联网家装和智能家居的探索, 今年新增加了定制精装业务。三大新业务齐头并进, 发展迅速, 体现了团队强大高效的执行效率。

**新业务布局基本完成, 明年开始进入成熟期。**公司涉足的三大新业务在年内已经基本完成布局或落地。定制精装业务板块, 公司已与多家开发商达成合作协议, 开始进入实质性推进阶段; 互联网家装业务板块, 公司5月28号推出“过家家”平台, 11月28日在深圳第一家直营店开业, 明年在全国主要城市将全面铺开; 智能家居业务板块, 9月1号公司发布了“图灵猫”产品, 也是业内第一款系统集成式智能家居产品。

**阶梯式探索新业务, 机器人领域明年有望完成布局和落地。**公司按照阶梯式思路布局新业务, 公司在2015年7月投资设立了广田机器人有限公司, 也是业内第一家探索建筑装饰细分领域机器人的公司, 未来有望成为解决行业施工管理难点的重要方向, 推动公司估值进一步提升。

**三大举措为转型保驾护航, 平台战略稳步推进。**为了提升转型效率, 降低转型风险, 公司从夯实传统业务优势、大力引进外部优秀人才、施行“合伙人制度”等三大举措着手, 为新业务的发展保驾护航, 公司平台战略稳步推进。

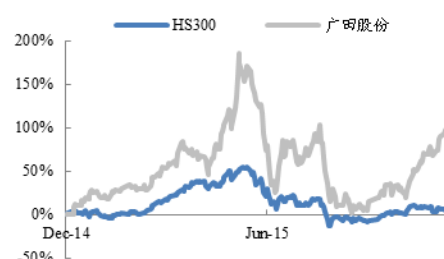
**预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.73 元、0.79 元、0.85 元。**目前公司股价对应的 PE 分别为 37 倍、34 倍、32 倍。考虑到 2016 年三大新业务逐步成熟, 业务收入增长预期较好, 给予公司“增持”评级。

**风险提示: 新业务发展不及预期、团队融合、回款风险、现金流风险等。**

### 股票数据

收盘价(元)	28.4
12个月股价区间(元)	14.78~43.11
总市值(百万元)	17182
总股本(百万股)	625
A股(百万股)	625
B股/H股(百万股)	—
日均成交量(百万股)	7.4

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	17.98%	76.93%	91.80%
相对收益	12.43%	60.87%	83.11%

### 相关报告

《传统业务持续承压, 新业务体系逐渐成型》

2015-12-22

《建筑行业: 地产产业链行情只是迟到, 不会缺席》

2015-12-4

财务摘要(百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	8691	9788	8379	8409	8842
(+/-)	28%	13%	-14%	0%	5%
归属母公司净利润	523	537	456	492	532
(+/-)%	38%	3%	-15%	8%	8%
每股收益(元)	1.01	1.04	0.73	0.79	0.85
市盈率	27	26	37	34	32
市净率	3.8	3.3	2.8	2.6	2.4
净资产收益率(%)	14%	12.8%	7.5%	7.6%	7.7%
股息收益率(%)	0.7%	0.	0.4%	0.4%	0.5%
总股本(百万股)	517	517	625	625	65

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550515090001

021-20361151 wang\_xy@nesc.cn

研究助理: 徐慧强

执业证书编号: S0550115120045

## 目 录

<b>1. 另类视角挖掘潜在投资机会 .....</b>	<b>3</b>
1.1. 我们与众不同的新观点.....	3
1.2. 我们对公司投资价值的看法.....	3
1.3. 盈利预测及估值.....	4
<b>2. 公司行业地位及影响力稳居前三.....</b>	<b>5</b>
2.1. 业务结构及发展概况.....	5
2.2. 公司稳居行业三甲.....	5
2.3. 营业收入和营业利润.....	6
<b>3. 政策春风再度，装饰行业有望逆周期上行.....</b>	<b>7</b>
3.1. “稳增长”是硬约束，基建是重要手段.....	7
3.2. 去库存政策加速房地产销售端回暖.....	7
3.3. 亚投行开业在即，“一带一路”战略加速.....	8
<b>4. 三大新业务基本完成布局，在业内处于领先水平 .....</b>	<b>9</b>
4.1. 定制精装业务布局及发展.....	9
4.2. 互联网家装业务布局及发展.....	10
4.3. 智能家居业务布局及发展.....	11
<b>5. 继续探索装饰施工机器人领域，储备布局型业务 .....</b>	<b>13</b>
<b>6. 三大举措为转型升级保驾护航 .....</b>	<b>15</b>
6.1.1. 夯实传统业务优势.....	15
6.1.2. 从外部引进大量优秀团队，人才储备充足.....	15
6.1.3. 实行合伙人制度，新业务团队共享发展成果 .....	16
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>17</b>
7.1. 新业务发展不及预期风险.....	17
7.2. 新引进团队融合风险.....	17
7.3. 应收账款风险.....	17
7.4. 现金流不足风险.....	17

## 1. 另类视角挖掘潜在投资机会

### 1.1. 我们与众不同的新观点

#### 1.1.1. 建筑行业 V 型反转趋势逐渐明朗

在今年前三季度的时候，建筑行业整体下行趋势明显。行业总产值以及上市公司订单增速都出现了大幅下滑。这是行业资深周期调整以及宏观经济传导效应的必然结果。但是根据我们最新的调研结果以及数据观察来看，行业基本面正在出现微妙的变化。

三季度之后，受益于政府去库存政策力度加码刺激房地产销售端回暖、政府大力推进 PPP 模式以及“一带一路”战略推进加速等三大利好趋势，建筑行业迎来了新的广阔市场空间，建筑企业的订单将会持续放量。

#### 1.1.2. 公司在家装和公装市场两端受益，前景看好

我们看好公司未来传统业务板块营收的增长，主要有两点逻辑：

第一，政府的去库存政策预计将会贯穿明年全年，房地产销售端持续回暖。而房地产销售端回暖，会带动家装市场业务的放量。而且较其他装饰类企业而言，公司还有跟恒大的传统合作优势，每年具有稳定数量的商品房精装业务。

第二，在“稳增长”背景下，政府在基建投资这块会持续发力。尤其是 PPP 项目会逐批上马，带来大量的新增公装业务订单。作为综合实力较强、公装经验丰富的装饰类企业，会持续受益。

#### 1.1.3. 新兴业务布局领先，公司可能获得超预期收益

自年初以来，公司加快了在定制精装、互联网家装以及智能家居三大新业务领域的推进速度，完成了在这三大新业务领域的初步布局。其中，定制精装业务和互联网家装业务都已经开始正式落地，进入实质性的推动阶段。智能家居领域也有推出战略性产品“图灵猫”。公司在新业务领域的发展速度优于市场预期。

目前，在定制精装、互联网家装和智能家居三大领域全面铺开的企业较少。公司在这方面的布局处于相对领先地位。根据公司的规划，各项新业务在明年将全面进入落地推广阶段，新业务规模将快速增长。此外，公司还积极探索建筑施工机器人业务。2015 年 7 月，公司联合设立了广田机器人有限公司，正式涉足智能机器人领域，也是业内第一家涉足建筑装饰施工细分领域机器人的公司。目前，公司已经在和多家开发商就机器人开发与应用业务合作进行洽谈。明年公司在建筑装饰机器人领域有望实现新的突破。

综合来看，公司阶梯式探索新业务，传统业务优势及公司资源优势助力新业务快速发展。公司在新业务领域的布局宽度和发展速度，在行业内处于领先地位。随着明年各项新业务快速推进，并带来稳定增长的营收，公司有望获得超预期收益，在业内具有明显先发优势。

### 1.2. 我们对公司投资价值的看法

我们认为，基于传统业务回暖以及新业务开始创造逐步增长的营收，2016 年公司的业绩将会比较有保障，业务转型和业绩提升带动公司估值持续上升。

从 EPS 角度来看，2016 年公司业绩优于今年基本没有太大悬念，在去库存政策持续的背景下，房地产销售端回暖叠加新业务收入加速增长将会给公司 2016 年的业绩带来充足的保障。

从 PE 角度看，公司是业内转型力度最大、转型速度最快的公司之一，兼具行业龙头以及业务转型的概念，对应目前股价，公司 PE 仅为 37 倍，估值并不高。2016

年，随着公司业绩的回升以及新业务的快速落地并实现业务收入，将会驱动公司估值进一步回升。

### 1.3. 盈利预测及估值

#### 1.3.1. 2015 年盈利预测

由于传统装饰装修业务市场的不景气以及业内价格竞争激烈，我们预测 2015 年公司营收为 83.79 亿元，同比下滑 14%。归属于母公司的营业利润为 4.56 亿元，同比下滑 15%。对应的 EPS 为 0.73 元，PE 为 37 倍。

#### 1.3.2. 最近三年盈利预测

预计公司 2015~2017 年归属母公司净利润分别为 4.56 亿元、4.92 亿元、5.32 亿元，EPS 分别为 0.73 元、0.79 元、0.85 元，目前公司股价对应 2015 年、2016 年、2017 年的 PE 分别为 37 倍、34 倍、32 倍。

考虑到未来几年是公司新业务快速发展期，新业务营收将逐步扩大并为公司带来稳定收益，鉴于公司新业务领域的领先地位和先发优势，公司有可能获得超过市场平均水平的超额收益回报，我们给予公司“增持”评级。

表 1: 公司利润表各项主要指标预测值

单位: 百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	8691	9788	8379	8409	8842
营业成本	7314	8128	6988	7017	7388
营业税金及附加	285	323	277	278	292
营业费用	137	156	134	134	141
管理费用	146	170	276	252	265
财务费用	80	143	26	24	19
资产减值损失	109	228	120	100	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	619	640	557	604	657
营业外收入	4	8	40	40	40
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	623	647	597	644	697
所得税	95	98	102	109	119
净利润	528	550	496	534	579
少数股东损益	5	13	40	43	46
归属于母公司净利润	523	537	456	492	532
EPS (元)	1.01	1.04	0.73	0.79	0.85

数据来源: 东北证券

表 2: 公司产品销售预测值

单位: 百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
装饰工程施工	8535	9582	8144	8144	8552
装饰工程设计	145	142	135	135	141
园林绿化	—	6	95	128	160
木制品销售	10	18	10	7	7
智能家居与工程	—	36	-9	-9	-23

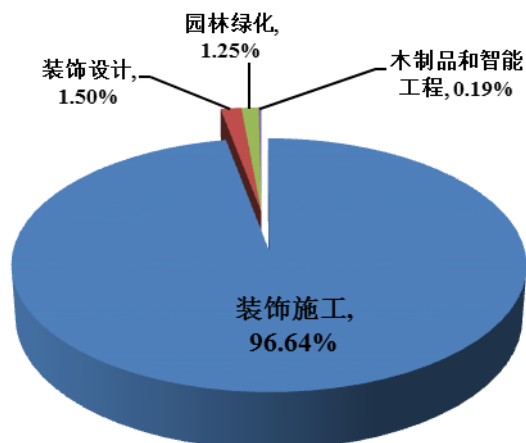
数据来源: 东北证券

## 2. 公司行业地位及影响力稳居前三

### 2.1. 业务结构及发展概况

公司是一家以建筑装饰设计与施工，绿色建材研发与生产为主体的专业化、综合性上市集团企业公司，业务主要包括装饰施工、装饰设计、智能工程、木制品销售以及园林绿化等五个方面。目前，公司最主要的业务板块仍然是建筑施工。公司2015年上半年公告显示，建筑施工业务对公司营业收入的贡献比例高达96.64%。

图 1：广田股份营收占比最大的业务板块仍是建筑施工



数据来源：东北证券，Wind

### 2.2. 公司稳居行业三甲

公司综合实力雄厚，是建筑装饰龙头企业之一。公司是中国建筑装饰协会副会长单位，是国内公共建筑装饰行业龙头企业之一，是国内从事住宅精装修业务的行业领导者。公司致力于为大型房地产项目、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。在工程质量上，公司获得的鲁班奖、全国建筑工程装饰奖已达几十项，处于行业领先地位。

2015年12月，由中国建筑装饰行业百强评价办公室组织的2014年度中国建筑装饰百强企业评价活动名单公布，公司再次荣获“2014年度中国建筑装饰行业百强企业”第3名。这也是自2011年来公司连续第5次入围前三甲。表明公司在行业内得到了广泛的认可。

表 3：2014 年度中国建筑装饰百强企业前 10 名企业

排名	获奖企业名称
第 1 名	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司
第 2 名	浙江亚厦装饰股份有限公司
第 3 名	深圳广田装饰集团股份有限公司
第 4 名	深圳市深装总装饰股份有限公司/ 深圳市洪涛装饰股份有限公司
第 5 名	深圳市科源建设集团有限公司/ 北京港源建筑装饰工程有限公司
第 6 名	真真是宝鹰建设集团股份有限公司/ 深圳瑞和建筑装饰股份有限公司
第 7 名	北京弘高建筑装饰工程设计有限公司/ 深圳市奇信建设集团股份有限公司
第 8 名	神州长城国际工程有限公司/ 深圳市建艺装饰集团股份有限公司
第 9 名	深圳市中装建设集团股份有限公司/ 中建三局装饰有限公司
第 10 名	建峰建设集团股份有限公司/ 深圳市特艺达装饰设计工程有限公司

数据来源：互联网，东北证券



表 4: 2010 年~2014 年度中国建筑装饰百强企业前 5 名

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
第一名	金螳螂	金螳螂	金螳螂	金螳螂	金螳螂
第二名	亚厦股份	亚厦股份	亚厦股份	亚厦股份	亚厦股份
第三名	广田股份	广田股份	广田股份	广田股份	广田股份
第四名	深装总/中国建筑装饰	深装总/洪涛股份	深装总/洪涛股份	深装总/洪涛股份	深装总/洪涛股份
第五名	洪涛股份	瑞和股份	科源建设/港源装饰	科源建设/港源装饰	科源建设/港源装饰

数据来源：互联网，东北证券

此外，公司还十分重视科研投入。公司设立了行业内首家也是唯一一家科技研究院——深圳市广田科学技术发展研究院。作为公司下属的发展研究智库，研究院代表公司积极参加对外研发合作，尤其是在绿色建材方面的研究成绩斐然。

“十二五”期间，研究院曾与绿色建筑材料国家重点实验室合作推进建筑室内健康型建材产业化技术与集成示范项目，该项目的研究成果在行业内受到了广泛关注。在深圳、武汉、厦门、朔州、北京、烟台等地展开了超过 10 万平方米的示范应用面积。

### 2.3. 营业收入和营业利润

受宏观经济增长放缓，房地产市场景气度不高之影响，上半年公司传统业务订单未能充分释放。同时，公司发行短期融资券和公司债后，财务费用同比增加，股权激励费用列支亦导致管理费用同比增加，业绩较去年同期下滑明显。

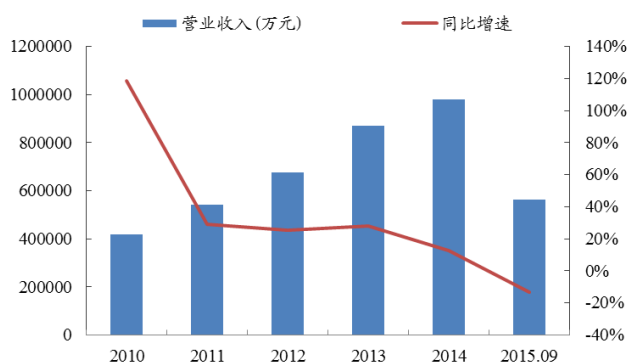
2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 56.31 亿元，同比下滑 13.51%。从目前趋势看，随着房地产市场销售端逐渐回暖，公司受益于在传统装饰业务领域的优势，营业收入在明年一季度有望企稳回升。同期，公司实现净利润 2.59 亿元，净利润率为 4.6%，连续两年下滑。主要原因有三点：

一是新业务仍处于净投入期，未给公司创造盈利，拉低了公司整体利润率水平；

二是行业整体不景气导致市场竞争白热化，竞争主体之间为了争夺业务存在竞相压价的现象，对于公司盈利水平产生一定不利影响；

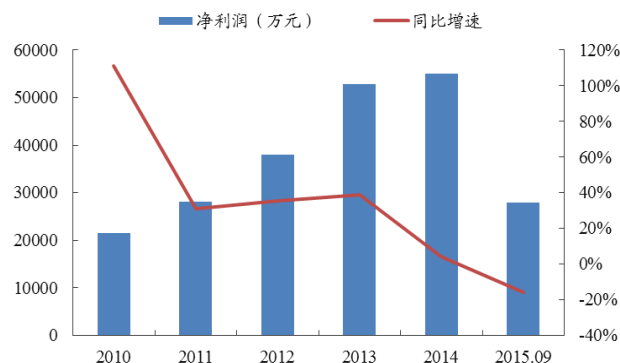
三是为了适应转型以及新业务发展的需要，公司从外部引进了大量优秀人才，公司的人力成本有一定上升。随着明年上半年各项新业务逐步落地，开始为公司带来较高的收益回报，预计公司利润率将会得到改善。

图 2: 广田股份历年营业收入及同比增幅



数据来源：东北证券，Wind

图 3: 广田股份历年净利润及同比增速



数据来源：东北证券，Wind

### 3. 政策春风再度，装饰行业有望逆周期上行

就像我们之前的年度投资策略报告《新常态下，突围与破局——建筑工程行业 2016 年投资策略》中分析的那样，由于宏观经济增速放缓，全社会固定资产投资以及房地产开发投资增速持续下行，导致建筑行业整体进入了一个调整期，行业总产值和上市公司新签订单增速都出现了一定下滑。

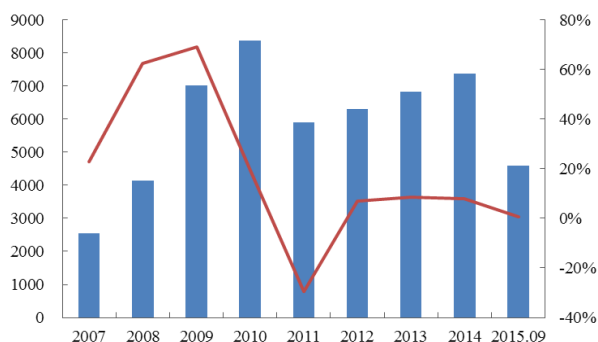
但是，以三季度为转折点，情况正在发生变化。我们追寻政策脉络，从政府基建投资、房地产去库存以及“一带一路”战略三条主线进行梳理，可以发现建筑行业正在进入一个新的机遇周期。

#### 3.1. “稳增长”是硬约束，基建是重要手段

十三五规划中，预定到 2020 年我国 GDP 和人均收入较 2010 年“翻一番”。要实现这个目标，未来 5 年我国 GDP 增速底线为 6.56%。在当前宏观经济持续下行压力以及经济转型调整背景下，保持年均 6.56% 的增速并不是一件容易的事。今年三季度 GDP 增速降为 6.9%，创近 6 年来新低。在“三驾马车”中除了消费有回暖趋势外，投资和出口都持续疲软。

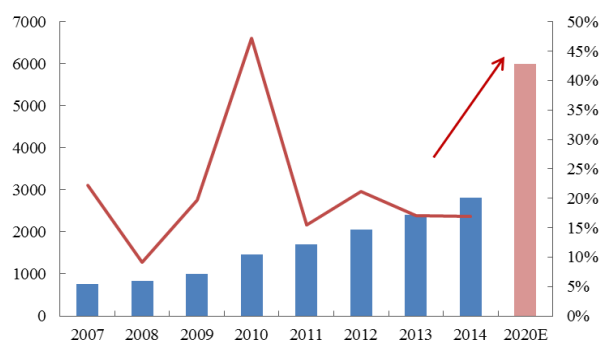
在稳经济、保增长的大背景下，我们认为，政府在 2016 年会加大基建领域的投资力度。以铁路、轨道交通、水利、环保等为主的基建项目会加速推进。

图 4: 铁路历年固定资产投资(亿元)及同比增速



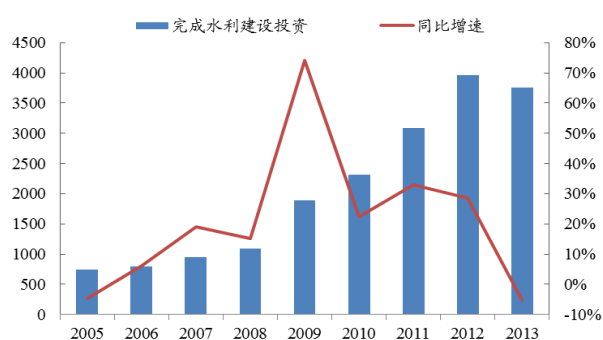
数据来源：东北证券，WIND 资讯

图 5: 轨道交通规模(公里)将急剧增大



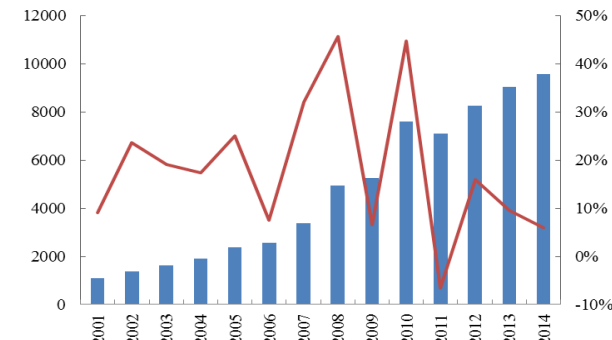
数据来源：东北证券，WIND 资讯

图 6: 历年水利建设投资额(亿元)及同比增速



数据来源：东北证券，WIND 资讯

图 7: 全国环境治理投资额(亿元)及同比增速



数据来源：东北证券，WIND 资讯

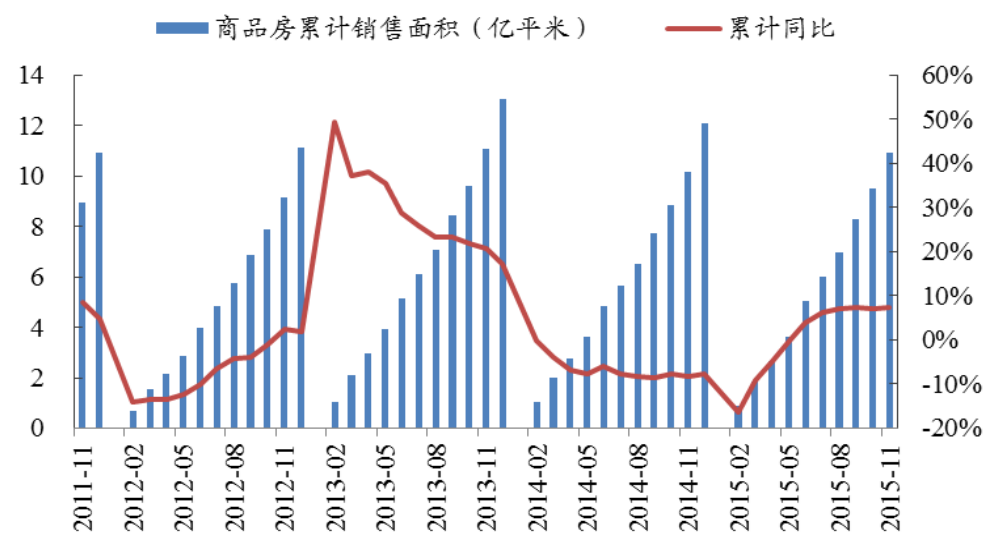
#### 3.2. 去库存政策加速房地产销售端回暖

12 月 22 日，中央经济工作会议提出明年五大任务：去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。去库存被单独列为明年的重点工作之一，突出了房地产市场的重要地位。而在经济持续下行压力下，政府为了“稳增长”，促进房地产去库存、带

动投资端企稳回升也是必然选择。

我们预计，去库存政策将会贯穿明年全面，政策力度将会视房地产市场回暖情况适时加码。2016 年，政府可能的去库存政策包括：继续降低房贷利率、降低二套房商贷首付、加快推进棚户区改造和货币化安置等等。随着去库存政策持续，潜在刚性需求和改善性需求会加速提前释放，房地产销售端将迎来一轮回暖上升周期。而房地产销售的持续回暖，将会直接释放庞大的家装业务需求，建筑装饰类企业将会持续受益。

图 8：房地产市场销售端已经在逐渐回暖



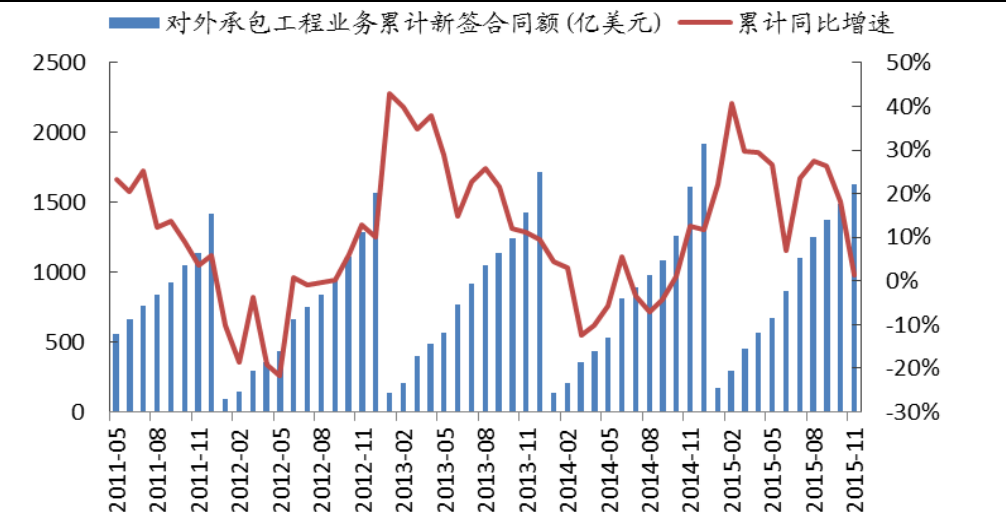
数据来源：东北证券，Wind

### 3.3. 亚投行开业在即，“一带一路”战略加速

12 月 25 日，财政部发布消息称，《亚洲基础设施投资银行协定》达到生效条件，亚洲基础设施投资银行正式成立。根据筹建工作计划，亚投行开业仪式暨理事会和董事会成立大会将于 2016 年 1 月 16-18 日在北京举行。

亚投行的开业，意味着“一带一路”战略的推进和落地将加速。国内的建筑企业将有望获得更多的海外市场订单，海外建筑工程与建筑装饰业务将会持续放量。

图 9：对外承包工程业务新签合同额逆势稳步增长



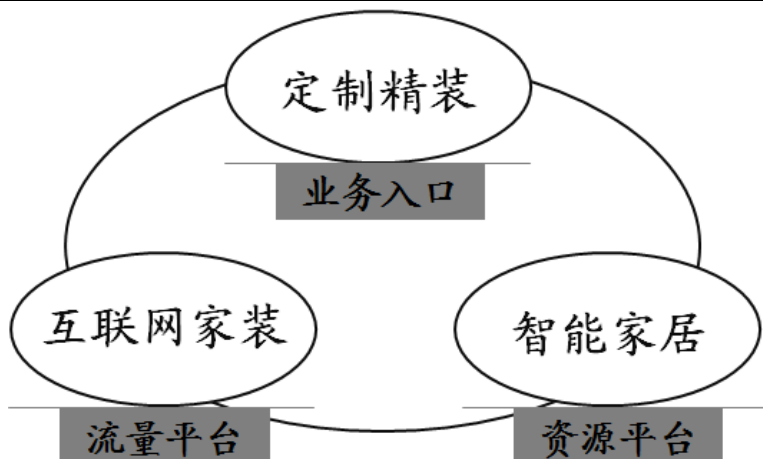
数据来源：东北证券，Wind



#### 4. 三大新业务基本完成布局，在业内处于领先水平

目前,公司在定制精装、互联网家装以及智能家居领域的布局已经基本完成,区别于传统装饰施工板块的新业务体系雏形正在逐渐成型。在新业务体系中,定制精装业务将会成为公司装修业务的入口,互联网家装将会成为公司业务的流量平台,而智能家居则会作为未来公司切入家居服务及泛家居消费的资源集成平台。

图 10: 公司的新业务体系雏形逐渐成型



数据来源：东北证券

##### 4.1. 定制精装业务布局及发展

###### 4.1.1. 定制精装业务简介

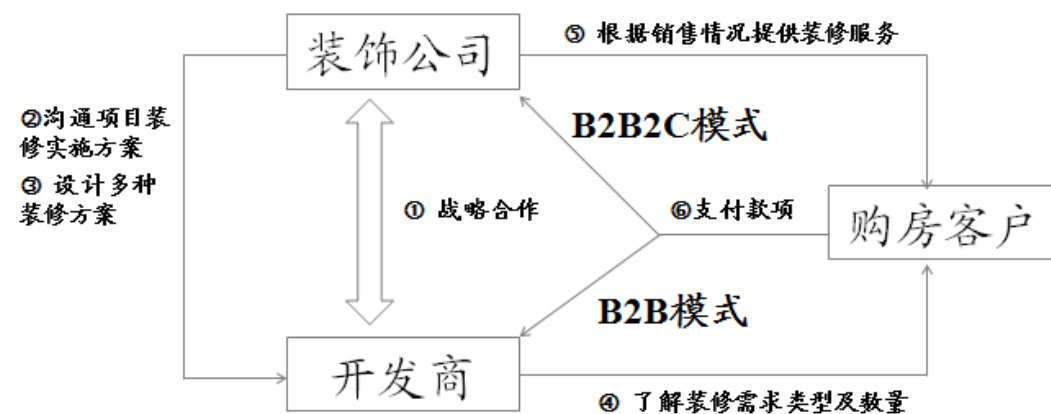
目前，房地产市场每年新房销售额是数万亿级别的，开发商也越来越趋向于做精装房，一方面可以实现溢价，二是可以形成自己差异化优势。对于购房者而言，不仅可以一定程度上减少经济成本，还比较省时省力。但是，目前市场上的精装市场也是存在明显的弊端，主要就是缺乏个性化以及售后比较难有保障。

而定制精装业务是对传统批量精装修业务的升级，具有较大的市场空间和盈利弹性。我们认为，在房地产白银时代定制精装将会是未来装修装饰市场的主流趋势。

###### 4.1.2. 公司定制精装业务发展及评价

基于住宅精装积累的优势资源和装修经验，公司着手部署定制精装业务。目前定制精装业务主要包括 B2B 和 B2C 两种模式。

图 11: 定制精装业务流程以及 B2B 模式和 B2C 模式比较



数据来源：东北证券

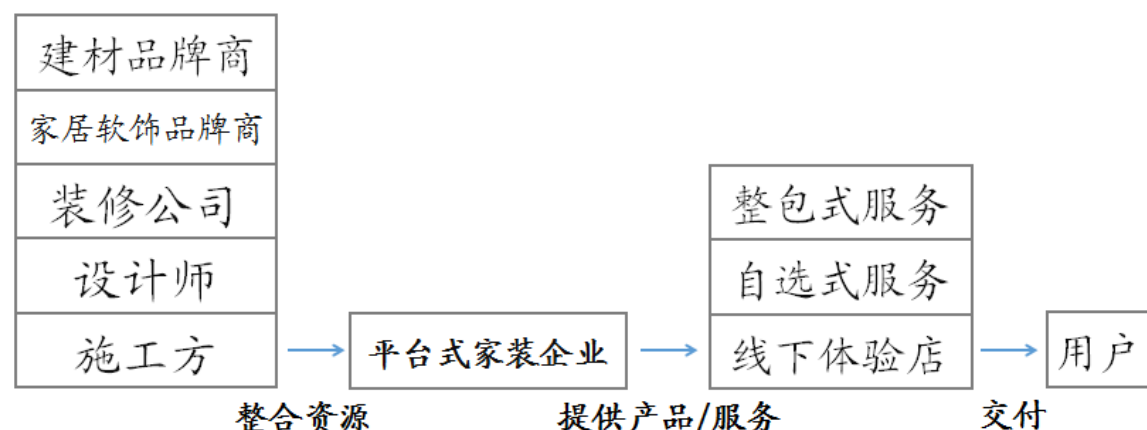
公司定制精装业务的推广较为顺利。2015 年 9 月，公司与浙江佳源集团就定制精装业务达成合作协议，定制精装业务开始正式落地。此外，公司与恒大集团具有长期的良好合作关系，未来恒大可能会有大批量商品房定制精装业务订单。明年定制精装业务有望将成为公司新的利润增长点。

## 4.2. 互联网家装业务布局及发展

### 4.2.1. 互联网家装业务简介

家装行业是与“互联网+”融合程度比较深的典型行业。2015 年以来，“互联网家装”迅速发展，比较典型的业务模式是装修装饰企业在家装市场上跟互联网企业合作，形成线上线下的业务链条闭环。

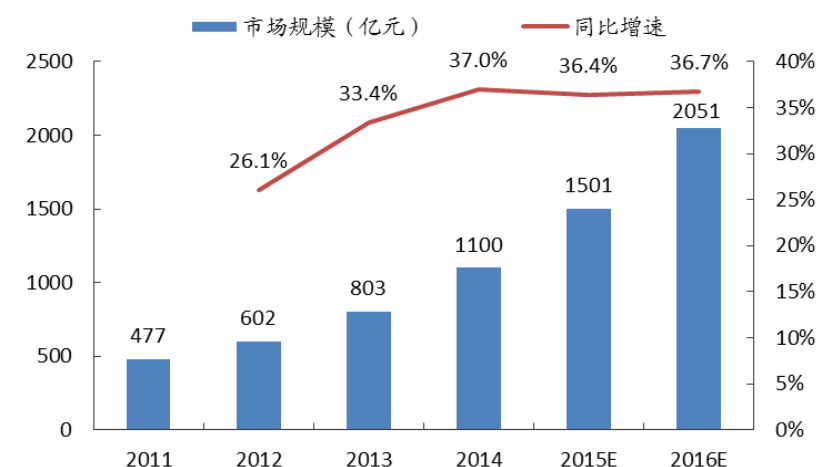
图 12: 互联网家装平台业务模式



数据来源：互联网，东北证券

中国室内装饰协会发布数据称，2013 年、2014 年中国家装行业增速均超过 10%，2014 年家装行业总产值达到 1.5 万亿元。根据易观智库的数据，2014 年互联网家装市场规模为 1100 亿元，占整个家装行业比例仅为 7.3%。目前来看，互联网家装市场规模仍然较小，未来仍有很大提升空间。

图 13: 国内互联网家装市场规模逐年扩大



数据来源：互联网，东北证券

### 4.2.2. 公司互联网家装业务发展及评价

作为介入互联网家装业务、打造绿色家装 O2O 领军企业的重要战略举措，2015 年 5 月 28 日，公司正式推出了互联网家装平台“过家家”。公司计划依托丰富的家

装经验，以定制精装为切入点，整合线上线下资源，直接为家庭消费者提供绿色、低碳、智能的生态家装产品。

图 14：过家家装修网功能示意图



数据来源：东北证券，过家家官网

经过 5 个多月的试运营之后，11 月 21 日第一家“过家家”直营店在深圳正式开业。这也标志着公司互联网家装业务正式进入全面推广期。2015 年 12 月，“过家家装修网”荣获“中国家装行业电商十强”的殊荣。根据公司规模，明年“过家家”直营店将在全国主要城市全面铺开。互联网家装业务有望进入快速发展期，对公司未来营收将会产生持续的增厚效应。

### 4.3. 智能家居业务布局及发展

#### 4.3.1. 智能家居业务简介

智能家居，是以住宅为平台，利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术、音视频技术将家居生活有关的设施集成，构建高效的住宅设施与家庭日程事务的管理系统。智能家居带给消费者的主要好处就是提升家居安全性、便利性、舒适性、艺术性，并实现环保节能的居住环境。

当前，一方面智能家居产品越来越契合消费者的现实需求，未来非常有希望成为消费新的流量入口和资源集成平台，这里面蕴藏了千万亿级别的市场空间，是各大企业的必争之地。另一方面，智能家居业务市场在国内还未形成成熟的体系，没有被普遍应用和认可的成熟产品，还处于发展的初级阶段。未来占据技术优势和资源优势的企业有望发展成为行业内的主导者。

#### 4.3.2. 公司智能家居业务发展及评价

公司是进行智能家居产品研发较早的企业之一。公司致力于为家庭用户提供一整套的、集成式家居服务方案，产品理念较市场上其他的单品思维的智能家居产品有一定优势。

9 月 1 号，公司正式发布了第一款智能家居系统产品“图灵猫”，这也是业内第一款系统集成式的智能家居产品。“图灵猫”具有自动感知、智能调节的特点，在普通家庭中接入后，其内置的智能系统将对用户的睡眠、运动等日常生活情况进行个性化观察，深入学习后无需操作即可指挥家电自动适应用户日常起居的方方面面，实现真正意义上的智能家居。

图 15: 图灵猫产品组成结构



数据来源：东北证券，图灵猫产品官网

“图灵猫”产品系统包括传感器、中控器和旋钮。传感器可以实现数据收集，中控器是“图灵猫”的控制中心，手机、pad 都可以和中控器连接实现控制，旋钮可以实现远程控制。依托公司现有丰富的线下资源，未来“图灵猫”系列产品的大规模推广将十分有利，公司智能家居业务的前景也是非常乐观。

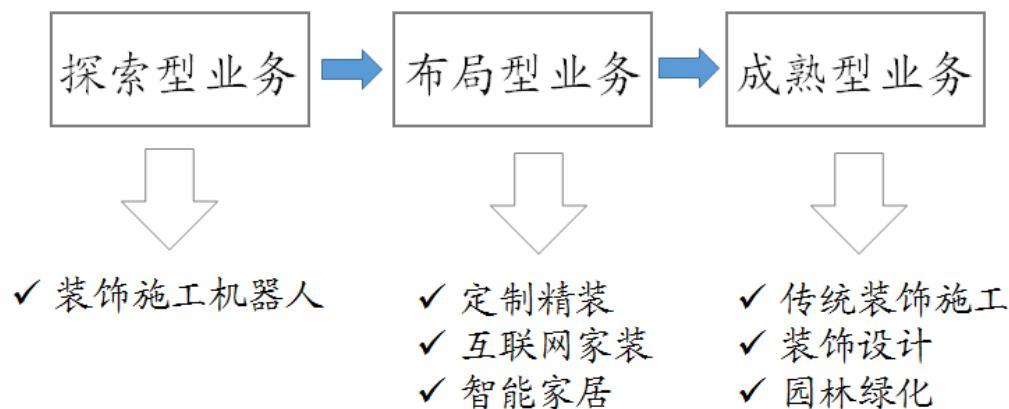
借助装修入口的优势，进军智能家居领域及泛家居消费市场，是公司践行“三步走”发展战略，打造家居运营服务平台的重要步骤。未来，公司将依托“图灵猫”建立“装饰装修—智能家居—智慧社区”闭环生态圈，依托用户大数据开展社区、金融等服务。

## 5. 继续探索装饰施工机器人领域，储备布局型业务

为满足公司战略发展规划以及业务转型升级的需要，2015 年 7 月，公司全资子公司广田装饰集团（香港）有限公司和深圳广田投资控股有限公司以及刘云辉等四位自然人共同投资设立广田机器人有限公司。

这是公司在布局三大新业务之外，开辟的另一块新兴业务试验田，进一步完善了公司业务阶梯，为布局型业务做好了储备，是公司长远发展战略的重要体现。

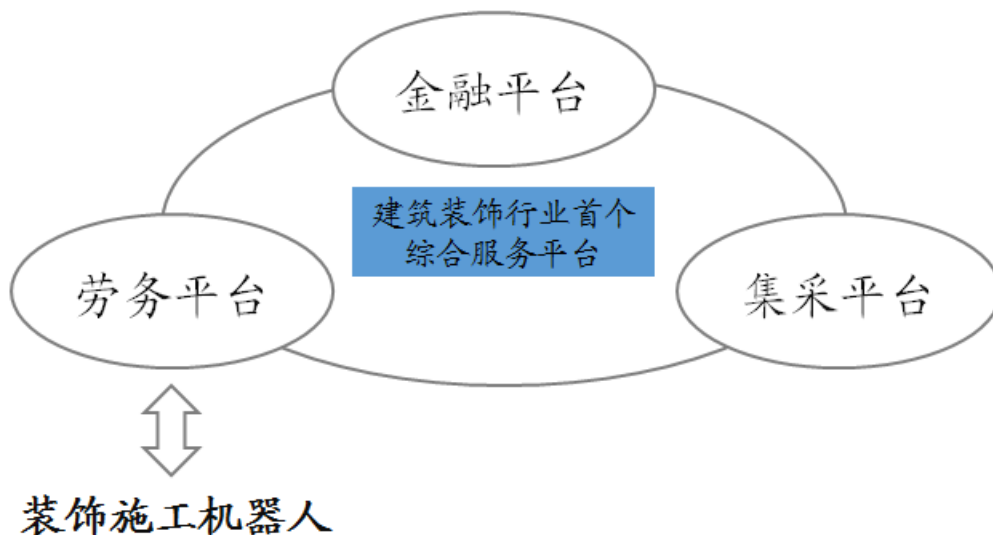
图 26: 公司阶梯式业务结构



数据来源：东北证券

机器人公司拟从事机器人的应用及研发、软件开发、系统集成、技术咨询服务等，计划从物料搬运机器人入手，研发建筑装饰机器人产品群，突破核心技术，形成良性产品开发迭代模式。

图 37: 装饰施工机器人业务将直接服务于劳务平台发展



数据来源：东北证券

公司本次对外投资设立机器人公司，对公司的利好影响主要包括三个方面：

一是，设立机器人公司是公司推进“建筑装饰行业首个综合服务平台”发展战略的重要举措，通过整合公司在智能技术、业务入口等方面的优势资源，介入装修机器人市场，切实提升公司的平台服务能力。

二是，有望解决行业施工管理难的问题，降低装饰装修业务对年轻劳动力的高



度依赖，降低业务用工成本。从未来发展趋势看，装饰施工业务将会从现在拼人力转向拼技术。公司在这块的布局是相当有前瞻性的，未来可以和定制精装、互联网家装等新业务产生协同发展效应。推动公司估值进一步提升。

三是，借成立机器人公司的契机，引进了刘云辉、正端、姜欣等一批智能机器人领域的优秀专家人才，为公司机器人业务奠定了坚实基础。虽然目前建筑装饰机器人在国内还处于研究和试用阶段，还没有实现产业化和商业推广，但公司已经占据了发展先机，具有资源优势、人才优势、技术优势，未来前景看好。

## 6. 三大举措为转型升级保驾护航

自年初以来，公司在转型以及新业务探索方面持续加大投入和布局，已经取得了一定的成果。同时，为了控制转型以及新业务发展的风险，公司施行了如下三大举措。

### 6.1.1. 夯实传统业务优势

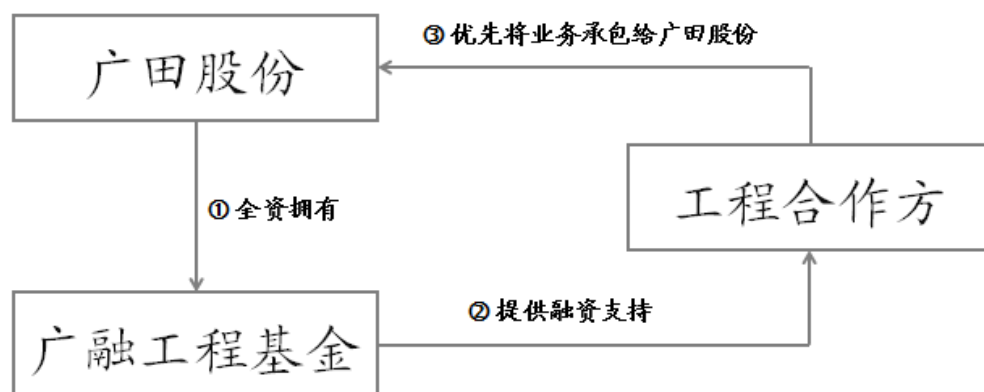
在推进新业务探索的同时，公司全力稳定传统业务板块。主要包括三点：

一是，继续保持与恒大的良好合作关系。目前恒大方面每年仍有 5~6 万套商品房装饰业务，对于公司传统家装业务发展具有重要的稳定作用。

二是，除了保持与恒大的传统合作优势之外，公司还积极拓展新的业务渠道，成效明显。2015 年 5 月，公司与四川门里天府投资有限公司、深圳朗泓房地产有限公司、浙江佳源房地产集团有限公司等 8 家开发商签署了《框架合作协议》。合作方选择公司为其（含子公司）下属项目公司建设楼盘的设计及施工战略合作伙伴之一。根据合作方的统筹安排，公司承接合作方及其子公司属下项目公司建设楼盘的建筑装饰业务。

三是，利用旗下金融平台拓展产融结合业务。公司借助全资子公司——广融工程产业基金，积极寻找产融结合的业务机会。通过给项目方提供信贷支持，获得承接项目方装饰业务的优先权。目前，公司这块业务发展稳定，未来还有进一步扩张的趋势。

图 48: 公司以金融手段撬动装饰装修业务



数据来源：东北证券

### 6.1.2. 从外部引进大量优秀团队，人才储备充足

为了满足新业务发展的需要，公司大力从外部引进相应领域的专家人才，为新业务发展储备人才。

在定制精装业务板块，公司持续从业内其他大型建筑装饰企业引进了多位高级别的管理人才，加上公司本身在这块经验比较丰富，人才储备比较充足。在智能家居业务板块，公司以广田智能为平台，先后从腾讯、百度、华为等公司引进了大批专家人才，他们在系统技术研发以及智能硬件领域的丰富经验，有利于提升公司智能家居业务板块的整体实力；在互联网家装业务板块，公司从腾讯、阿里巴巴、京东等互联网巨头引进多位高端人才组建了互联网家装团队，他们在互联网运营方面的丰富经验将有利于弥补公司互联网平台搭建和运营方面的经验短板，使得公司互联网家装平台建设及运营得到充分保障。

公司还计划继续从外部引进在装饰业务领域经验丰富的人才配备到相关新业

务板块去，加快新业务推进和落地。

### 6.1.3. 实行合伙人制度，核心团队共享发展成果

在推进新业务发展的同时，公司积极探索与之相适应的制度模式。公司先后在智能家居业务板块、智能机器人以及互联网家装等业务板块实行合伙人制度，让这些新业务的团队直接参股，一起共享新业务发展的成果。

尤其是智能家居业务板块和互联网家装业务板块，针对从腾讯、百度、华为、阿里巴巴等企业引进的高端人才，公司给予股权激励，让他们以公司“合伙人”的身份参与公司业务的管理和推进。这不仅有利于强化公司新业务板块的团队凝聚力，快速推进新业务向前发展，而且也可以形成正向的积极示范效用，对内继续激励其他员工，对外可以吸引更多优秀人才加盟。

今后，公司在新业务领域将继续采用“合伙人”制度，吸引业内顶尖专家及高端人才加盟，充分激发他们的积极性和创造性，为新业务的发展奠定坚实基础。

**表 5：公司“合伙人”制度施行情况**

新业务公司	核心团队持股	核心团队代表	担任职务	个人背景
过家家	49%	丁力	总裁	原国内某著名金融 IT 公司总经理
广田智能	17.3%	刘明岩	首席技术官	原腾讯公司云平台产品中心总监
广田机器人	49%	刘云辉	公司董事	香港中文大学教授

数据来源：东北证券

## 7. 风险提示

### 7.1. 新业务发展不及预期风险

公司目前重点推进的定制精装、互联网家装以及智能家居三大新业务，从目前情况看，各项新业务推进也都相对较顺利。

根据公司计划，明年各项新业务将全面铺开，并开始为公司带来稳定增长的营收。但由于新业务市场存在不确定性，而且公司在新业务拓展方面经验有限，新业务发展可能存在不及预期的风险。

### 7.2. 新引进团队融合风险

为了满足公司转型以及新业务发展需要，公司先后从腾讯、华为以及京东等互联网巨头引进了大批新员工。组建的新业务团队要适应公司的文化、融入公司的整体氛围，并和公司内部其他团队形成良性互动需要一个过程。这不仅对公司整体运营效率会产生影响，而且也是各项新业务发展顺利与否的重要影响因素。

### 7.3. 应收账款风险

截止 2015 年三季度末，公司应收账款余额为 789910.92 万元，较期初增加了 18.15%，增幅较为明显。而且从前三季度数据看，公司应收账款同比增幅是在不断上升的，存在潜在风险。考虑到年末是公司传统集中结账、收账期，应收账款预计将有所改善。

表 6: 2015 年前三季度公司应收账款变化情况 (单位: 万元)

	期末余额	期初余额	增减幅度
一季度	721038.91	668590.97	7.8%
二季度	737336.45	同上	10.28%
三季度	789910.92	同上	18.15%

数据来源: 东北证券

### 7.4. 现金流不足风险

截止 2015 年三季度末，公司短期借款余额为 138533.33 万元，较期初大幅增加了 98.05%，公司短期偿债能力存在一定压力。不过，从前三季度数据来看，三季度短期借款较二季度末减少了 8456.67 万元，随着年末应收账款逐步减少，公司现金流改善，公司短期偿债能力将会增强。

表 7: 2015 年前三季度公司短期借款余额变化情况 (单位: 万元)

	期末余额	期初余额	增减幅度
一季度	122250.00	69950.00	74.77%
二季度	146990.00	69950.00	110.14%
三季度	138533.33	69950.00	98.05%

数据来源: 东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	8106	10338	12575	13097
交易性金融资产	2119	2309	3189	3676
应收款项	0	0	1	1
存货	634	236	419	420
其他流动资产	4471	6686	7708	7737
<b>流动资产合计</b>	<b>118</b>	<b>147</b>	<b>251</b>	<b>252</b>
可供出售金融资产	625	693	699	702
长期投资净额	139	267	307	309
固定资产	731	989	881	840
无形资产	29	1	6	7
商誉	371	408	395	359
<b>非流动资产合计</b>	<b>48</b>	<b>58</b>	<b>52</b>	<b>47</b>
<b>资产总计</b>	<b>282</b>	<b>522</b>	<b>428</b>	<b>426</b>
短期借款	8837	11327	13456	13937
应付款项	4488	6396	6005	6025
预收款项	705	700	700	700
一年内到期的非流动负债	2301	3210	2795	2807
<b>流动负债合计</b>	<b>104</b>	<b>109</b>	<b>140</b>	<b>140</b>
长期借款	1378	2378	2370	2378
其他长期负债	599	648	1233	1233
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>599</b>	<b>648</b>	<b>1233</b>	<b>1233</b>
归属于母公司股东权益合计	5086	7044	7238	7259
少数股东权益	517	517	625	625
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1941</b>	<b>1950</b>	<b>3349</b>	<b>3349</b>

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>9788</b>	<b>8379</b>	<b>8409</b>	<b>8842</b>
营业成本	8128	6988	7017	7388
营业税金及附加	323	277	278	292
资产减值损失	228	120	100	80
销售费用	156	134	134	141
管理费用	170	276	252	265
财务费用	143	26	24	19
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>640</b>	<b>557</b>	<b>604</b>	<b>657</b>
营业外收支净额	3	7	40	40
<b>利润总额</b>	<b>647</b>	<b>597</b>	<b>644</b>	<b>697</b>
所得税	98	102	109	119
净利润	550	496	534	579
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>537</b>	<b>456</b>	<b>492</b>	<b>532</b>
少数股东损益	13	40	43	46

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>537</b>	<b>456</b>	<b>492</b>	<b>532</b>
资产减值准备	228	120	100	80
折旧及摊销	26	72	67	62
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	143	26	24	19
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
运营资本变动	(254)	(1938)	(17)	2391
其他	(206)	225	45	(131)
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>245</b>	<b>(1159)</b>	<b>611</b>	<b>2873</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>15</b>	<b>40</b>	<b>(26)</b>	<b>(39)</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>368</b>	<b>1998</b>	<b>(98)</b>	<b>(99)</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>628</b>	<b>880</b>	<b>487</b>	<b>2736</b>

财务与估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>				
每股收益（元）	1.04	0.73	0.79	0.85
每股净资产（元）	8.08	9.72	10.39	11.11
每股经营性现金流量（元）	0.47	-1.86	0.98	4.60
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	13%	-14%	0%	5%
净利润增长率	3%	-15%	8%	8%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	17.0%	16.6%	16.6%	16.4%
净利率	5.5%	5.4%	5.8%	6.0%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率（次）	1.8	1.2	1.1	1.3
存货周转率（次）	12.3	10.0	10.0	10.3
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	62.2%	53.8%	52.1%	51.2%
流动比率	1.6	2.1	2.2	2.2
速动比率	1.5	2.0	2.1	2.1
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用率	1.7%	3.3%	3.0%	3.0%
财务费用率	1.5%	0.3%	0.3%	0.2%
<b>分红指标</b>				
分红比例	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股息收益率	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%
<b>估值指标</b>				
P/E（倍）	26.0	37.0	34.3	31.7
P/B（倍）	3.3	2.8	2.6	2.4
P/S（倍）	1.4	2.0	2.0	1.9
净资产收益率	12.8%	7.5%	7.6%	7.7%

资料来源：东北证券



### 分析师简介

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间8年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

### 东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市  
自由大路1138号  
邮编：130021  
电话：4006000686  
传真：(0431)5680032  
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区  
源深路305号  
邮编：200135  
电话：(021)20361009  
传真：(021)20361159

中国北京市西城区  
锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编：100033  
电话：(010)63210866  
传真：(010)63210867

### 销售支持

冯志远  
电话：(021)20361158  
手机：13301663766

朱一清  
电话：(021) 20361105  
手机：18601607177

朱登科  
电话：(021)20361101  
手机：15802115568