

2016 年 01 月 15 日
广田股份 (002482.SZ)

控股上海家装著名品牌，互联网家装业务加速扩张

■**事项：**公司公告：1) 拟以自有资金向上海荣欣装潢设计增资人民币 7000 万元（占 20.14% 股权）并以 8290 万元购买荣欣装潢设计 23.86% 的股权，完成后公司成为荣欣装潢设计第一大股东（占 44% 的股权）。2) 拟出资 3 亿元设立小额贷款公司，并成立金融服务集团以统筹金融服务平台的建设和营运。3) 聘任晏绪飞担任总经理，张麒担任内控中心负责人。

■**标的荣欣工业化装修模式领先。**荣欣装潢是上海装饰业内第一家著名商标企业，目前在上海设有 13 家直营店，在全国设有 17 家加盟店，其“成品装潢”采用工业化装修，标准化流水线生产，提供一整套装修、家具、电器、布艺软装产品，性价比极高。荣欣承诺 2016 年 4 月起每 12 个月净利润分别不低于 2800/3220/3703 万元，此次收购折合 16 年约 12 倍 PE。

■**扩大家装版图增厚利润，形成智能家居入口并提供互联网家装落地支持。**此次投资是工装龙头与家装龙头携手开拓家装市场，“成品装潢”模式符合未来家装发展趋势，有望全国范围复制；未来将与图灵猫和过家家形成协同，作为智能家居的重要入口，也为互联网家装提供客户资源、施工、供应链等落地支持，并为其通过股权投资开拓全国市场积累了经验。

■**金融服务平台助力主业发展并有望拓展利润来源。**公司着力打造金融服务平台，在布局工程产业基金、融资担保后设立小贷公司，为上游中小微供应商提供融资并争取优惠采购价，有望形成新的利润增长点；与金融机构和社会资金合作，围绕装饰和人居环境产业链开展投融资，完善产业链布局。

■**图灵猫起量后估值类比 Nest，建筑机器人尝试极具潜力。**图灵猫进驻 30+ 小区样板房，对应上万户意向订单，形成规模后逐步打造健康管理及社区服务圈；未来若与恒大等龙头地产商在住宅精装修中全面置入图灵猫产品每年可销数万套，届时估值完全可类比以 200 亿元卖给 Google 的 Nest。公司进军建筑机器人亦极具潜力，后续进度预计形成持续催化剂。

■**投资建议：**我们预测公司 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.68/0.76/0.86 元，考虑到公司开拓互联网家装、智能家居和装修机器人的巨大潜力，目标价 30.4 元，买入-A 评级。

■**风险提示：**宏观经济下行风险，业务转型升级风险。

| 摘要(百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入 | 8,691.3 | 9,788.0 | 8,515.5 | 9,367.1 | 10,772.2 |
| 净利润 | 522.9 | 536.5 | 427.0 | 474.9 | 539.7 |
| 每股收益(元) | 0.84 | 0.86 | 0.68 | 0.76 | 0.86 |
| 每股净资产(元) | 5.94 | 6.69 | 9.17 | 9.82 | 10.56 |

| 盈利和估值 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 27.5 | 26.8 | 33.7 | 30.3 | 26.6 |
| 市净率(倍) | 3.9 | 3.4 | 2.5 | 2.3 | 2.2 |
| 净利润率 | 6.0% | 5.5% | 5.0% | 5.1% | 5.0% |
| 净资产收益率 | 14.1% | 12.8% | 7.5% | 7.7% | 8.2% |
| 股息收益率 | 0.5% | 0.6% | 0.4% | 0.5% | 0.6% |

公司快报

证券研究报告

建筑装饰

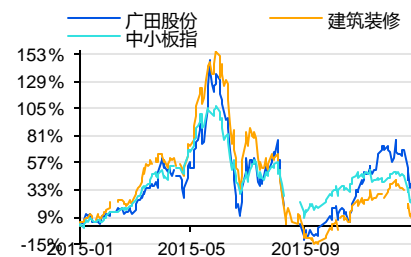
 投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价： 30.4 元
股价 (2016-01-14) 23.01 元

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 14,376.92 |
| 流通市值 (百万元) | 11,039.67 |
| 总股本 (百万股) | 624.81 |
| 流通股本 (百万股) | 479.78 |
| 12 个月价格区间 | 15.50/43.08 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|-------|-------|
| 相对收益 | -4.01 | 31.65 | 11.09 |
| 绝对收益 | -21.17 | 24.11 | 36.75 |

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
 xiatian@essence.com.cn
 021-68763692

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002
 yangt@essence.com.cn
 021-68765859

宋易潞

报告联系人

songyl@essence.com.cn
 021-68766750

相关报告

| | |
|---------------------------------|------------|
| 广田股份：“过家家”亮相，互联网家装宝剑出鞘 | 2015-11-17 |
| 广田股份：图灵猫切入互联网医疗服务，定位家庭生活消费全方位管家 | 2015-08-31 |
| 广田股份：涉足装修机器人引领装修工业化革命 | 2015-07-02 |
| 广田股份：涉足人脸识别民用市场，构筑智能家居产业链 | 2015-06-04 |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

附荣欣装潢介绍

荣欣装潢是上海装潢业内第一家著名商标企业，被评为上海十大最具价值服务商标企业。2015 年，荣欣装潢荣获全国工商联评选的“二十年中国家装行业 10 佳突出成就企业”、“中国家装企业 10 大家装领军企业”，特别是“成品装潢”模式在《中国经济报》一年一度的评选中，荣获“2015 年中国杰出商业模式奖”。目前在上海设有 13 家直营店，在全国设有 17 家加盟店。

公司创始人陈国宏先生从事家装业务 20 余年。目前兼任中国室内装饰协会副会长、中国建筑装饰协会名誉副会长、上海室内装饰行业协会会长、全国工商联家具装饰业商会家装专业委员会执行会长、华东理工大学城市文化研究所所长和硕士生导师，先后撰写主编出版过《追寻工业化装修之路》等十多本书籍。

公司在工业化装修领域首批展开探索，2000 年率先建立了占地 20 亩，厂房两万平米的荣欣工业园区，将实木家具、板式家具、木门、移门、冲淋房、台盆柜、成套橱柜、楼梯等装潢部件进行大批量工厂化预制，并在 2010 年推出成品装潢馆。

图 1：荣欣装潢一体化设计装修理念



资料来源：荣欣官网，安信证券研究中心

“成品装潢”的特点：

- 1) **30 天**：预约到验收只需 30 天；
- 2) **799 元**：成品装修套餐最低只需 799 元/平米；
- 3) **100%**：所有主材全部采用一线品牌；
- 4) **20 年**：行业 20 年标杆企业

图 2：家装 1 号（9.9 万元全包送家具）



资料来源：荣欣官网，安信证券研究中心

图 3：家装 2 号（11.9 万元全包送家具）



资料来源：荣欣官网，安信证券研究中心

“成品装潢”适应家装产业化趋势，在产品端、设计端、展示端、施工端、供应链端等环节均做了较大的优化和流程再造，其优势体现在：

1) 荣欣成品装潢提供了“一整套装修、家具、电器、布艺软装整体装潢产品”，且极具性价比优势，克服了装修繁琐、劳累、操心、费钱的烦恼。例如家装 1 号产品，100 平米仅需 9.9 万，就可满足所有的六面体传统装修，包括 24 组客厅、卧室、书房、厨房、卫生间的家具、11 组丹麦品牌的灯具，四件台湾生产的床上用品和三组窗帘及一组芝华士的组合功能沙发的全部配套。

2) 成品装修把工厂化装修带到了工业化的装修时代，对装修流程做了优化和改进。标准化产品、标准化施工、标准化报价，节约了客户百分之六十以上的装修时间。

3) 成品装修实现了工业化产品价廉物美的特性，提供极具性价比的产品。由于标准化的流水线生产，使生产效率大幅提高，以及标准化产品带来材料损耗下浮百分之三十的效果，使得价廉物美变成了现实可能。因此，荣欣装潢的成品模式，使得装潢成本大幅降低，从而实现客户利益的最大化。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|---------|----------|---------|----------|----------|-------------|--------|--------|---------|--------|-------|
| (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业收入 | 8,691.3 | 9,788.0 | 8,515.5 | 9,367.1 | 10,772.2 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 7,314.4 | 8,127.5 | 7,076.4 | 7,784.0 | 8,951.7 | 营业收入增长率 | 28.2% | 12.6% | -13.0% | 10.0% | 15.0% |
| 营业税费 | 285.4 | 323.5 | 281.0 | 318.5 | 366.3 | 营业利润增长率 | 32.4% | 3.3% | -18.3% | 12.1% | 13.7% |
| 销售费用 | 137.3 | 156.0 | 140.5 | 159.2 | 183.1 | 净利润增长率 | 38.2% | 2.6% | -20.4% | 11.2% | 13.6% |
| 管理费用 | 145.9 | 169.7 | 247.0 | 262.3 | 301.6 | EBITDA 增长率 | 52.8% | 11.9% | -32.1% | 10.5% | 22.5% |
| 财务费用 | 80.2 | 143.3 | -2.1 | -12.9 | 38.0 | EBIT 增长率 | 51.0% | 12.0% | -33.5% | 10.1% | 22.9% |
| 资产减值损失 | 108.7 | 227.8 | 250.0 | 270.0 | 265.0 | NOPLAT 增长率 | 58.4% | 12.1% | -35.0% | 9.4% | 22.9% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 5.0% | 9.1% | 28.7% | 15.9% | 25.9% |
| 投资和汇兑收益 | - | -0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.0 | 净资产增长率 | 18.7% | 14.2% | 36.4% | 7.2% | 7.6% |
| 营业利润 | 619.5 | 640.0 | 522.7 | 585.9 | 666.5 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 3.3 | 7.4 | 4.4 | 3.8 | 3.7 | 毛利率 | 15.8% | 17.0% | 16.9% | 16.9% | 16.9% |
| 利润总额 | 622.8 | 647.4 | 527.1 | 589.8 | 670.2 | 营业利润率 | 7.1% | 6.5% | 6.1% | 6.3% | 6.2% |
| 减:所得税 | 94.6 | 97.7 | 89.6 | 103.2 | 117.3 | 净利润率 | 6.0% | 5.5% | 5.0% | 5.1% | 5.0% |
| 净利润 | 522.9 | 536.5 | 427.0 | 474.9 | 539.7 | EBITDA/营业收入 | 8.3% | 8.3% | 6.5% | 6.5% | 6.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 8.0% | 8.0% | 6.1% | 6.1% | 6.5% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 固定资产周转天数 | 15 | 14 | 18 | 18 | 17 |
| 货币资金 | 2,119.2 | 2,308.9 | 2,314.8 | 2,341.8 | 2,477.6 | 流动营业资本周转天数 | 89 | 83 | 116 | 132 | 143 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 303 | 339 | 402 | 403 | 401 |
| 应收帐款 | 4,589.0 | 6,833.0 | 4,615.7 | 8,394.2 | 6,866.4 | 应收帐款周转天数 | 162 | 210 | 242 | 250 | 255 |
| 应收票据 | 633.9 | 236.2 | 1,088.4 | 472.8 | 1,442.3 | 存货周转天数 | 25 | 24 | 25 | 24 | 24 |
| 预付帐款 | 131.4 | 160.9 | 86.9 | 181.2 | 133.3 | 总资产周转天数 | 331 | 371 | 445 | 444 | 439 |
| 存货 | 625.1 | 692.7 | 486.7 | 767.4 | 674.8 | 投资资本周转天数 | 113 | 107 | 147 | 163 | 171 |
| 其他流动资产 | 7.3 | 106.3 | 106.3 | 116.9 | 128.6 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | 24.0 | 8.0 | 10.7 | 14.2 | ROE | 14.1% | 12.8% | 7.5% | 7.7% | 8.2% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 6.0% | 4.9% | 4.5% | 3.6% | 4.3% |
| 长期股权投资 | 29.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | ROIC | 21.3% | 21.8% | 11.0% | 10.4% | 10.2% |
| 投资性房地产 | 7.5 | 11.7 | 11.7 | 11.7 | 11.7 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 371.0 | 408.5 | 437.0 | 483.7 | 529.4 | 销售费用率 | 1.6% | 1.6% | 1.7% | 1.7% | 1.7% |
| 在建工程 | 28.4 | 20.6 | 41.0 | 63.9 | 86.3 | 管理费用率 | 1.7% | 1.7% | 2.9% | 2.8% | 2.8% |
| 无形资产 | 48.3 | 58.1 | 55.8 | 53.5 | 51.2 | 财务费用率 | 0.9% | 1.5% | 0.0% | -0.1% | 0.4% |
| 其他非流动资产 | 246.5 | 465.6 | 459.7 | 475.1 | 494.9 | 三费/营业收入 | 4.2% | 4.8% | 4.5% | 4.4% | 4.9% |
| 资产总额 | 8,836.7 | 11,327.2 | 9,712.8 | 13,373.6 | 12,911.7 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 705.0 | 699.5 | - | 172.7 | 404.4 | 资产负债率 | 57.6% | 62.2% | 39.9% | 53.2% | 47.8% |
| 应付帐款 | 2,340.8 | 3,279.3 | 1,528.7 | 3,761.5 | 2,223.4 | 负债权益比 | 135.6% | 164.5% | 66.3% | 113.6% | 91.7% |
| 应付票据 | 579.3 | 867.7 | 392.1 | 993.7 | 600.0 | 流动比率 | 1.81 | 1.62 | 2.60 | 1.89 | 2.38 |
| 其他流动负债 | 862.5 | 1,549.7 | 1,421.7 | 1,576.3 | 1,705.0 | 速动比率 | 1.67 | 1.51 | 2.46 | 1.77 | 2.24 |
| 长期借款 | - | - | - | 195.2 | 942.8 | 利息保障倍数 | 8.73 | 5.47 | -248.98 | -44.38 | 18.53 |
| 其他非流动负债 | 598.8 | 647.6 | 528.4 | 414.3 | 300.7 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 5,086.3 | 7,044.0 | 3,870.9 | 7,113.7 | 6,176.2 | DPS(元) | 0.12 | 0.13 | 0.10 | 0.11 | 0.13 |
| 少数股东权益 | 39.1 | 104.1 | 114.6 | 126.3 | 139.6 | 分红比率 | 14.8% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 股本 | 517.2 | 517.2 | 624.8 | 624.8 | 624.8 | 股息收益率 | 0.5% | 0.6% | 0.4% | 0.5% | 0.6% |
| 留存收益 | 3,194.1 | 3,661.9 | 5,102.5 | 5,508.8 | 5,971.0 | | | | | | |
| 股东权益 | 3,750.3 | 4,283.3 | 5,841.9 | 6,259.9 | 6,735.4 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 净利润 | 528.2 | 549.7 | 427.0 | 474.9 | 539.7 | EPS(元) | 0.84 | 0.86 | 0.68 | 0.76 | 0.86 |
| 加:折旧和摊销 | 30.6 | 33.2 | 30.4 | 35.6 | 41.2 | BVPS(元) | 5.94 | 6.69 | 9.17 | 9.82 | 10.56 |
| 资产减值准备 | 108.7 | 227.8 | - | - | - | PE(X) | 27.5 | 26.8 | 33.7 | 30.3 | 26.6 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 3.9 | 3.4 | 2.5 | 2.3 | 2.2 |
| 财务费用 | 82.8 | 158.0 | -2.1 | -12.9 | 38.0 | P/FCF | 25.7 | 51.9 | -12.5 | 141.2 | 64.4 |
| 投资损失 | - | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/S | 1.7 | 1.5 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| 少数股东损益 | 5.2 | 13.1 | 10.5 | 11.7 | 13.3 | EV/EBITDA | 12.7 | 8.2 | 22.8 | 21.0 | 18.1 |
| 营运资金的变动 | -282.2 | -124.1 | -809.3 | -571.8 | -1,133.4 | CAGR(%) | -2.7% | 0.2% | 4.8% | -2.7% | 0.2% |
| 经营活动产生现金流量 | -57.5 | 245.3 | -343.5 | -62.5 | -501.2 | PEG | -10.2 | 136.1 | 7.0 | -11.2 | 135.3 |
| 投资活动产生现金流量 | 81.3 | 15.3 | -61.0 | -105.7 | -110.6 | ROIC/WACC | 2.2 | 2.3 | 1.4 | 1.2 | 1.2 |
| 融资活动产生现金流量 | 481.8 | 367.6 | 410.4 | 195.2 | 747.6 | REP | 1.5 | 1.0 | 2.3 | 2.4 | 1.9 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

夏天、杨涛声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会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, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-68762965 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-68766287 | mengsf@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 原晨 | 010-59113590 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-59113565 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-59113567 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-88888888 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| | 张青 | 0755-82821681 | zhangqing2@essence.com.cn |
| | 邓欣 | 0755-82821690 | dengxin@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034