

2017年07月14日

广田集团 (002482.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

建筑装饰

## 全面布局家装蓝海, 资产注入预期增强

### ■建筑工业化加速, 行业集中度提升:

(1) 装配式建筑推进, 全装修市场格局向 2B 转换: 我们测算, 2017-2020 新建住宅全装 2B 市场增量近 1.12 万亿元, 公司批量装修经验丰富, 战投荣欣装潢, 引进标准化产品和管理, 抢占 2B 市场优势突出。

(2) 互联网家装崛起, 龙头加速装跑马圈地: 我们预计二次装修年均市场超 1.4 万亿元; 公司搭建互联网平台, 打造“过家家”家装品牌, 2017 年计划设立门店 50 家以上, 线上线下+品牌树立, 抢占 C 端市场。

(3) “金融投资”提升市场竞争力: 公司充分利用产业基金、小贷、应收账款 ABS 等多元金融方式推进产融结合, 资本运作能力凸显, 公司综合竞争力, 加速市占率提升。

### ■订单持续稳定增长, 管理优化改善盈利:

(1) 绑定大客户战略: 公司与恒大地产长期合作, 销售收入占比近 50%; 2016 年新签订单 126.64 亿元, 同增 22.36%, 2017 年 1 季度新签 21.41 亿元, 受益大客户战略, 订单持续稳增, 业务规模不断扩张。

(2) 借道一带一路, 加速海外市场开拓, 为后续订单增量奠定基础。

(3) 精细化管理: 2016 年推进精细化管理, 实现现金流入同增 126.35%, 管理费用率下降 6.12%; 管理优化将有效提升公司利润率水平。

### ■控股股东战略明确, 存在资产注入预期:

(1) “广田控股”2020 实现“千亿产值, 千亿市值”的目标明确。

(2) 2016 年 8 月, 广田控股引进资本运作精英张翼担任总裁, 12 月迅速推动 50 亿元战略投资恒大, 预计后期仍有持续资本运作。

(3) 2016 年底至今, 控股股东累计增持公司股份近 2.2 亿元, 2016 年 12 月收购事项终止, 公司公开表示将继续实施有效并购重组。

■投资建议: 上调业绩预估, 维持买入-A 投资评级。预计公司 2017-2019 年营收同比增长 25.0%/23.6%/19.1%, 净利润同增 34.3%/31%/25.5%; 6 个月目标价为 12.25 元, 相当于 2017 年 35 倍动态市盈率。

■风险提示: 全装修推进缓慢、地产调控、应收坏账、客户集中度高。

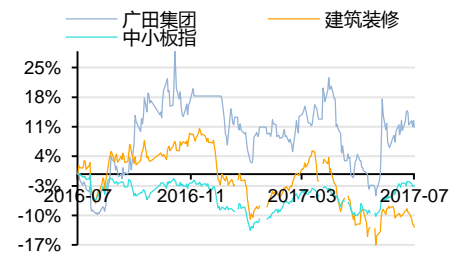
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价: **12.25 元**  
股价 (2017-07-13) **9.00 元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	13,835.52
流通市值(百万元)	11,791.62
总股本(百万股)	1,537.28
流通股本(百万股)	1,310.18
12 个月价格区间	7.37/10.52 元

#### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.89	-9.11	20.0
绝对收益	-0.89	-7.67	18.29

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030004  
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

#### 相关报告

广田集团: 外延并购加速  
智慧家居布局, “一带一路”战略初见成果/金嘉欣 2017-04-10

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	8,010.0	10,112.5	12,638.6	15,626.7	18,603.8
净利润	278.9	402.7	540.8	837.5	1,052.2
每股收益(元)	0.18	0.26	0.35	0.54	0.57
每股净资产(元)	3.76	3.97	4.19	5.29	5.75

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	49.6	34.4	25.8	19.7	15.7
市净率(倍)	2.4	2.3	2.1	1.7	1.6
净利润率	3.5%	4.0%	4.3%	4.5%	4.8%
净资产收益率	4.8%	6.6%	8.3%	8.6%	10.0%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%
ROIC	13.5%	10.8%	11.7%	14.8%	11.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 政策推动全装时代，集中度或加速提升</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公装住宅各占半壁江山，家装市场增速较快.....	4
1.2. 政策推动全装修时代来临，行业集中度或加速提升.....	5
1.3. 家装市场空间巨大，龙头率先享受盛宴.....	7
<b>2. 打造“装饰工程”平台，全面进军家装蓝海</b> .....	<b>8</b>
2.1. 国内装饰龙头企业，订单稳增保障业绩释放.....	8
2.2. 2B、2C 双重发力，全面布局家装蓝海.....	10
2.3. 建筑施工+园林绿化，打造“大装饰”全产业链.....	11
<b>3. 智能产品多点开花，打造“智能家居”平台</b> .....	<b>12</b>
3.1. 智能家居空间广阔，中国市场发展增速较高.....	12
3.2. 进军智能家居市场，打造“图灵猫”品牌.....	13
3.3. 智能门锁+装修机器人，智能家居版图持续扩大.....	14
<b>4. 打造“金融投资”平台，提升市场竞争力</b> .....	<b>15</b>
4.1. ABS 拓宽融资渠道，产业基金“融资促订单”.....	15
4.2. 小贷公司+担保公司，试水“产融结合”新模式.....	16
<b>5. 存在资产注入预期，优化管理加速海外</b> .....	<b>17</b>
<b>6. 估值与投资建议：</b> .....	<b>20</b>
6.1. 业绩预测及估值比较.....	20
6.2. 市占率提升有望二次腾飞，存在外延或资产注入预期.....	22
6.3. 风险提示：.....	23

## 图表目录

图 1: 2012-2016 房地产开发投资完成额及增速.....	4
图 2: 2012-2016 建筑装饰行业总产值及增速.....	4
图 3: 2011-2016 年家装和公装行业总产值.....	4
图 4: 2012-2016 装修装饰行业企业数量及企业均产值.....	5
图 5: 公司 2015-2016 新签订单数量和金额.....	9
图 6: 2012-2016 公司与恒大地产的销售额及销售占比.....	10
图 7: 2012-2016 公司营业收入（单位：亿元）.....	10
图 8: 公司 2014-2016 园林绿化业务收入及毛利率（单位：百万）.....	11
图 9: 公司装饰工程板块布局逻辑图.....	12
图 10: 2012-2020 中国智能家居市场规模及成长率（亿元）.....	12
图 11: 公司智能家居布局逻辑图.....	15
图 12: 公司 2012-2016 应收账款规模及增速.....	16
图 13: 公司“金融投资”平台布局逻辑图.....	17
图 14: 公司目前持股结构（截至 2017 年 6 月末）.....	18
图 15: 广田控股旗下平台.....	18
图 16: 2012-2016 公司存货周转率走势.....	19
图 17: 2012-2016 公司应收账款周转率走势.....	19
图 18: 2012-2016 公司现金收现比情况.....	19
图 19: 2012-2016 年公司管理费用率走势.....	19
图 20: 2011-2016 建筑装饰行业境外工程产值及增速.....	19

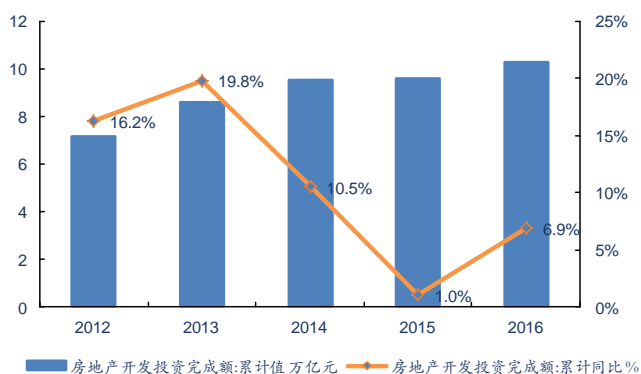
图 21: 广田集团核心逻辑图 .....	23
表 1: 《装配式建筑评价标准》装修评分指标 .....	5
表 2: 部分地区全装修发展目标 .....	6
表 3: 部分全装修政策汇总 .....	6
表 4: 装修装饰行业上市公司营收规模 .....	7
表 5: 2016-2020 全装修市场空间预测 .....	8
表 6: 2017-2012 年住宅二次装修市场空间预测 .....	8
表 7: 公司自身拥有的资质汇总 .....	9
表 8: 2016Q4 和 2017Q1 经营数据 (单位: 亿元) .....	9
表 9: 过家家 2017 线下门店布局图 .....	11
表 10: 福建双阳 7 个一级资质汇总 .....	11
表 11: “图灵猫”智能家居产品销售协议详情 (万元) .....	14
表 12: “图灵猫”相关战略合作 .....	14
表 13: 公司新设产业基金汇总 .....	15
表 14: 公司专项计划资产支持证券基本情况 .....	16
表 15: 截至目前公司在手海外框架协议汇总 .....	20
表 16: 2017-2019 公司各项业务收入及增速预测 .....	21
表 17: 同行业可比公司估值情况 (WIND 一致预期) (2017 年 7 月 13 日数据) .....	21

## 1. 政策推动全装时代，集中度或加速提升

### 1.1. 公装住宅各占半壁江山，家装市场增速较快

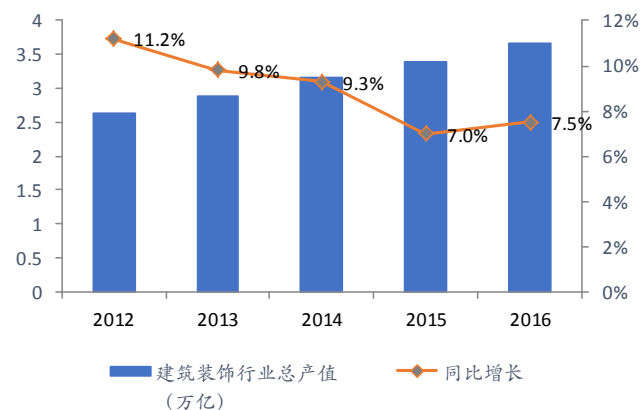
2016年装修装饰总产值3.66万亿元，市场增速放缓。装修装饰行业处于地产行业下游，与地产行业景气度密切相关，2011至2016年，装修装饰行业总产值逐步提升，从2.35万亿元增加至3.66万亿元，5年增幅55.7%；行业增速由2012年的11.2%逐步下降至2016年7.5%。

图 1：2012-2016 房地产开发投资完成额及增速



资料来源：中国建筑装饰协会、安信证券研究中心

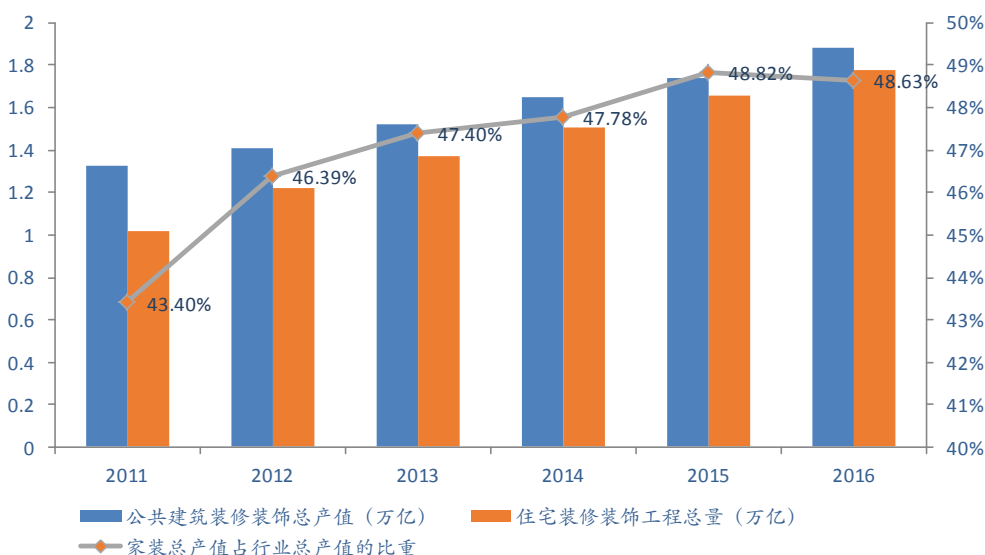
图 2：2012-2016 建筑装饰行业总产值及增速



资料来源：中国建筑装饰协会、安信证券研究中心

近年来家装市场快速扩容，目前家装市场占比近5成。2011-2016年，公装市场和家装市场都处于稳步上升趋势，公共建筑装饰装修总产值由1.33万亿增加至1.88万亿，5年增幅为41.4%，家装总产值由1.02万亿增加至1.78万亿，5年增幅为74.5%，同期，家装市场发展速度显著高于公装，家装总产值占建筑装饰总产值由43.4%上升至48.63%。

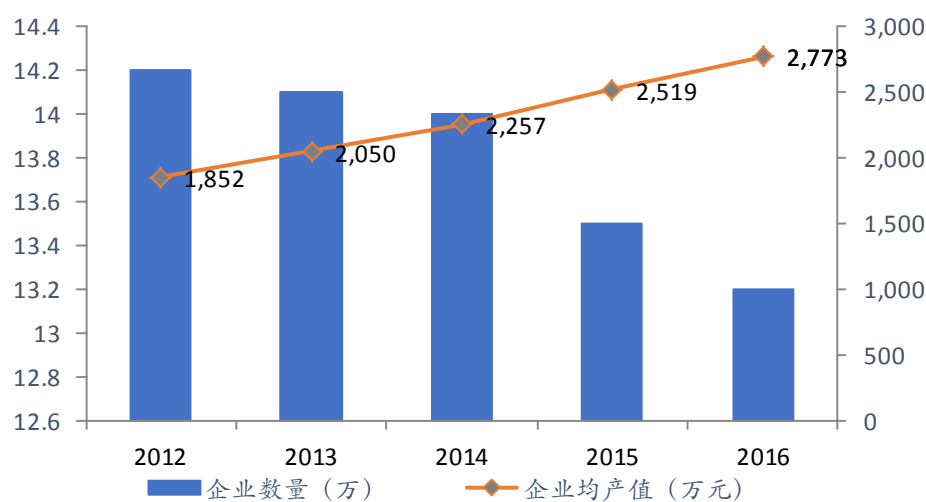
图 3：2011-2016 年家装和公装行业总产值



资料来源：中国建筑装饰协会、安信证券研究中心

行业规模持续扩大,行业集中度上升。2012年建筑装饰行业总产值2.63万亿，业内企业数量14.2万家，企业均产值1852万元，2016年行业总产值上升至3.66万亿，业内企业数量下降至13.2万家，企业均产值2773万元，企业均产值不断上升，行业集中度稳步提升。

图 4：2012-2016 装修装饰行业企业数量及企业均产值



资料来源：中国建筑装饰协会、安信证券研究中心

## 1.2. 政策推动全装修时代来临，行业集中度或加速提升

全装修指房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完毕，厨房与卫生间的基本设备全部安装完成。在环保、节能大主题下，装配式建筑、全装修建筑政策红利不断释放，装修市场从 2C 转向 2B，龙头企业市场占有率有望提升。

**装配式建筑政府指标明确，全装修纳入装配率指标计算公式，加快产业发展。**(1) 装配式建筑推进指标明确，推广驱动强：2016 年国务院发文指出力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。2017 年 3 月住建部发文要求到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上。此外各地方政府制定了明确的指标要求，如到 2020 年，浙江装配式建筑占新建建筑达到 30% 以上，福建 20% 以上。中央和政府制定了明确的强制性指标，装配式建筑发展有政策保障。(2) 全装修纳入装配式建筑技术标准：《装配式建筑评价标准》(意见稿) 中指出装配式建筑应实现建筑全装修，进行建筑、结构、设备管线、装饰装修一体化设计和建造，将全装修作为计分计入装配化率计算，一体化装修能力作为评分标准。随着装配式建筑进入快速推广期，全装修受益装配式建筑政策红利，有望进入快速发展期。

表 1：《装配式建筑评价标准》装修评分指标

评价项目	评价指标	装配式混凝土得分	装配式钢结构得分
内隔墙采用非砌筑比例	50%≤比例<80%	5~8	5~8
	比例≥80%	10	10
墙面采用免抹灰比例	比例≥70%	3	3
楼(地)面采用干式工法比例	比例≥70%	4	6
集成式厨房比例	比例≥70%	3	3
集成式卫生间比例	比例≥70%	6	5
管线与结构分离比例	比例≥70%	4	3

资料来源：住建部、安信证券研究中心

**全装修优势明显，中央、地方发展目标明确，全装修市场有望打开。**全装修能够减少二次装修的比例，显著减少建筑垃圾、提高资源使用效率，减少二次装修带来的噪音等污染，此外全装修从分户装修转向集中装修，集中采购、集中施工，极大地节约成本。(1) 指标明确，政策驱动力较强：住建部建筑十三五规划指出，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。地方政府也纷纷出台相关政策，如浙江省 2016 年 10 月起新建住宅全部实行全装

修,海南省自 2017 年 7 月起各市县商品住宅项目要全部实行全装修,随着各地政府强制性要求全装修住宅的实施,全装修市场有望打开。(2) 消费者补贴:多地对购买全装修住宅的消费者进行补贴,如长沙市购买全装修住宅享受 60 元/平方米补贴,马鞍山享受 20 元/平方米补贴,消费者接受意愿提升。

**表 2: 部分地区全装修发展目标**

	北京	上海	安徽	海南	浙江	山东	四川
2015	保障房 100%						
2017		外环线内 100%	保障房 100%	100%	100%	设区城市 100%	
2020							50%以上

资料来源:住建部、各省住建委、安信证券研究中心

**表 3: 部分全装修政策汇总**

时间	地区	文件名	政策要点
2006/12/8	国家税务总局	《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》	房地产开发企业销售已装修的房屋,其装修费用可以计入房地产开发成本,作为土地增值税的扣除项目
2015/5/1	北京	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》	(一)自 2015 年 5 月 1 日起,由市保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房。(二)棚户区改造安置房自住房型商品住房由开发建设单位编制装修方案,并依方案组织实施,鼓励采用装配式装修工艺,具体方式及内容通过安置协议或购房合同约定。
2015/5/19	长沙	《关于加快推进全装修住宅建设的意见》	在长沙购买绿色建筑、产业化住宅、全装修普通商品住宅,将获得每平米 60 元的补贴。
2016/3/23	四川	四川省人民政府《关于推进建筑产业化发展的指导意见》	到 2020 年,全省基本形成适应建筑产业现代化的市场机制和发展环境,在房屋、桥梁、水利、铁路等建设中积极推进建筑产业化。装配率达到 30% 以上的建筑,占新建建筑的比例达到 30%;新建住宅全装修达到 50%。
2016/8/18	上海	上海市住建委《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	从 2017 年 1 月 1 日起,凡出让的本市新建商品房建设用地,全装修住宅面积占新建商品住宅面积(三层及以下的低层住宅除外)的比例为:外环线以内的城区应达到 100%,除奉贤区、金山区、崇明区之外,其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%,至 2020 年应达到 50%。本市保障性住宅中,公共租赁住房(含集中新建和商品住房中配建)的全装修比例为 100%。实施的全装修住宅工程,以单位工程(幢号)为计量单位。
2016/9/18	浙江	浙江省人民政府办公厅《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	实现新建住宅全装修全覆盖。2016 年 10 月 1 日起,全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅,全部实行全装修和成品交付,鼓励在建住宅积极实施全装修。
2016/9/20	马鞍山	《关于做好全装修普通商品住房财政补贴工作的通知》	对在市区购买符合全装修标准商品住房的居民,由财政给予购房补助,补贴标准为每平方米 20 元。
2016/9/30	国务院	关于大力发展装配式建筑的指导意见	提出,推进建筑全装修。实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备安装共同施工。积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式,倡导菜单式全装修,满足消费者个性化需求。
2016/12/7	海南	海南省人民政府《关于继续落实“两个暂停”政策进一步促进房地产市场健康发展的通知》	从 2017 年 7 月 1 日起,各市县商品住宅项目要全部实行全装修
2017/3/1	住建部	住房城乡建设部建筑节能与科技司 2017 年工作要点	推动与装配式建筑相适应的设计、生产、施工、验收和招投标等监管制度创新,合力推进装配式建筑工程总承包和装配式建筑全装修。
2017/5/4	住建部	《建筑业十三五规划》	到 2020 年,城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%,新开工全装修成品住宅面积达到 30%,绿色建材应用比例达到 40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%

资料来源:住建部、税务局、各级政府网站、安信证券研究中心

**全装修时代下,市场特点从 2C 向 2B 转换,装饰龙头优势突出,将先行受益。**(1) 全装修政策推进将带动家装市场格局由 2C 转向 2B 市场:传统家装主要表现为分户格局,由购房者自主装修,采用“一户一设计、一户一施工”模式,因此现有中小家装公司数量规模庞大,全装修住宅装修市场为 2B 市场,由房地产开发商进行招标,采用集中装修模式。此次全装

修推进为政府主导，自上而下进行行业格局转变，驱动力极强。(2) 全装修市场龙头企业竞争优势明显，市场占有率有望提升：①设计实力：龙头企业设有专门的设计院，专业的设计团队，住宅设计质量有保障。②投标能力：全装修项目由房地产开发商招标，一般中小装修企业主要面向购房者，很少与房地产商直接合作，龙头企业规模较大，与大型房开业务协同性较高。③项目经验：龙头企业在批量装修业务方面，布局较早，且很多龙头企业已经与大型房地产开发商达成长期合作伙伴关系，项目经验丰富，竞争优势较强。④标准化施工能力，成本控制能力：全装修具有集中设计、集中采购、集中施工的特点，标准化装修能够显著降低装修成本，龙头企业拥有自己的生产线，标准化能力较高，成本优势凸显。(3) 现有装修装饰行业集中度较低，龙头上升空间较大：中国装修装饰协会统计，我国 2016 年建筑装饰总产值 3.66 万亿，根据申万 3 级行业分类，装修装饰上市企业 23 家，2016 年 23 家公司行业营收总规模 972.27 亿元，占行业总产值仅 2.66%，行业集中度较低。随着全装修住宅的推进，家装行业面临洗牌，龙头企业市场占有率有望提升。

**表 4：装修装饰行业上市公司营收规模**

证券简称	2016 年营业收入 (亿元)	营收占行业总产值的比例 (%)
广田集团	100.57	0.27%
金螳螂	193.85	0.53%
江河集团	151.75	0.41%
亚厦股份	88.26	0.24%
宝鹰股份	67.55	0.18%
神州长城	46.55	0.13%
洪涛股份	28.36	0.08%
建艺集团	21.02	0.06%
奇信股份	32.44	0.09%
中装建设	26.53	0.07%
瑞和股份	24.08	0.07%
东易日盛	29.54	0.08%
全筑股份	33.18	0.09%
亚泰国际	16.41	0.04%
*ST 弘高	37.25	0.10%
维业股份	15.78	0.04%
柯利达	16.18	0.04%
大丰实业	15.87	0.04%
美芝股份	9.42	0.03%
名雕股份	6.79	0.02%
名家汇	4.13	0.01%
华凯创意	5.26	0.01%
罗顿发展	1.5	0.00%
<b>23 家合计</b>	<b>972.27</b>	<b>2.66%</b>

资料来源：wind、安信证券研究中心

### 1.3. 家装市场空间巨大，龙头率先享受盛宴

**新建住宅全装修推进，市场集中度将显著提升。**奥维云网数据统计显示，日本、瑞典、法国、美国、德国等发达国家住宅全装修比例达到 80% 以上；奥维云网 (AVC) 《2016 年中国房地产精装修市场数据解读报告》提出，2016 年我国新建住宅中精装修住宅约 115 万套，相对当年新开工住宅约 1159 万套 (2016 年新开工住宅面积，按 100 平方/套计算)，我国当前住宅精装比例约 10%。根据我国全装修目标、当前住宅全装修比例情况，我们对未来几年全装修市场进行测算，基本假设如下：

**假设一：静态假设 2017-2020 年新开工住宅面积为过去 5 年 (2012-2016) 的平均值 12.48**

亿平方米；

**假设二：**假设全国 2016 年新建住宅全装修率为 10%；

**假设三：**根据建筑业十三五规划，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，假设 2017-2020 年全国新开工住宅全装修率分别为 15%、20%、25%、30%；

**假设四：**我们参考公司 2016 年年报在测算城市化进程对装饰行业影响时，按照基础装修价格约为 600-1000 元/平方米的保守价格估算市场，我们假设装饰企业参与全装修住宅市场造价为 1000 元/平方米。

根据以上假设，我们预计在政策推动下，2017-2020 年全装修住宅市场空间分别为 1872 亿元、2496 亿元、3120 亿元、3744 亿元，四年市场空间合计 1.12 万亿元，我们判断政策推动下的新建住宅全装修市场将从 2C 向 2B 转换，装饰龙头将充分享受新建住宅全装修市场。

**表 5：2016-2020 全装修市场空间预测**

	2,016	2,017E	2,018E	2,019E	2,020E
房屋新开工面积：住宅（万平方米）	115,911	124,796	124,796	124,796	124,796
新建住宅全装修率	10%	15%	20%	25%	30%
新建全装修住宅面积（万平方米）	11,591	18,719	24,959	31,199	37,439
全装修市场空间（亿元）	1,159	1,872	2,496	3,120	3,744

资料来源：wind、安信证券研究中心

**C 端二次装修市场容量过万亿，互联网家装助龙头企业提升市占率。**一般住宅在使用 10 年后，存在二次装修需求，这部分家装市场较为分散，主要表现在 C 端个人消费者自主装修，根据房屋使用 10 年后存在二次装修需求前提，我们测算每年二次装修市场空间超万亿。

**基本假设：**

**假设一：**一般房屋使用 10 年存在二次装修需求，我们假设 2017 年二次装修需求面积为，2007 年商品房销售面积，以此类推；

**假设二：**二次装修价格为 2000 元/平方米。

根据以上假设，2017-2011 年 C 端 2 次装修市场空间分别为 1.4 万亿、1.19 万亿、1.72 万亿、1.87 万亿和 1.93 万亿。目前装修装饰企业为占领该市场，纷纷成立互联网装饰平台，线下铺设实体门店，同时树立家装品牌，利用线上线下结合+打造品牌的模式，提升自身在 C 端市场占有率。推进互联网家装，项目实操经验丰富、管理能力突出和资金实力雄厚的装饰龙头企业，在互联网家装市场更具竞争力，互联网家装快速推进也将加速行业集中度提升。

**表 6：2017-2012 年住宅二次装修市场空间预测**

	2,017	2,018	2,019	2,020	2021
二次装修面积（万平方米）	70,136	59,280	86,185	93,377	96,528
二次装修市场空间（亿元）	14,027	11,856	17,237	18,675	19,306

资料来源：wind、安信证券研究中心

## 2. 打造“装饰工程”平台，全面进军家装蓝海

### 2.1. 国内装饰龙头企业，订单稳增保障业绩释放

公司装修装饰资质齐全，设计能力较强，国内公建装饰领域处于领先地位。(1) 资质：公司拥有包含建筑装修装饰工程、幕墙工程、机电设备安装工程、建筑智能化工程设计与施工及消防设施工程设计与施工 6 项壹级资质，资质齐全，在建筑装饰领域可以全方位开展业务。

(2) 设计能力较强：公司拥有建筑装饰工程设计专项甲级、建筑幕墙工程设计专项甲级等设计资质，设计能力行业领先，全资旗下子公司深圳市广田建筑装饰设计研究院，连续四年进入中装新网发布的“中国建筑装饰设计机构五十强企业”前三名；(3) 公装业务发展情况：



公司官网显示，截至目前，公司已经承接了 200 多个星级酒店项目，60 多个城市高档写字楼、80 多个商业综合体，大型场馆装修获得 500 多项奖项，轨道交通占据全国 80% 以上的市场份额。

同时，加强跨区域拓展，公司 2014 年 6 月收购南京柏森 60% 股权，加强在长三角区域业务拓展。南京柏森成立于 1996 年，南京工装领域老牌企业，广田集团立足深圳，重点业务分布在华南地区，南京柏森立足南京，深耕长三角地区，与公司业务形成区域优势互补。

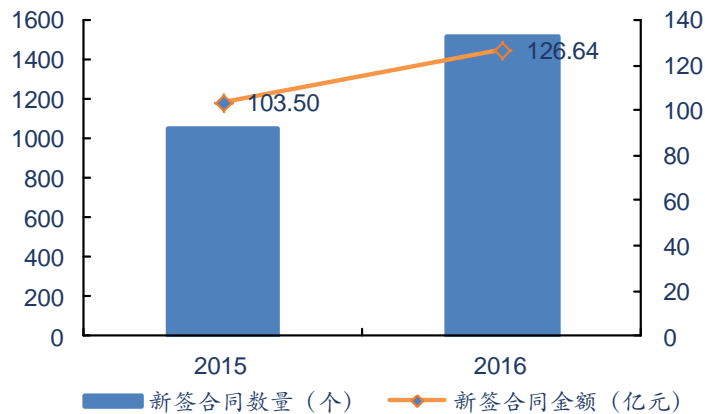
表 7：公司自身拥有的资质汇总

序号	资质名称
1	建筑装修装饰工程专业承包壹级
2	建筑幕墙工程专业承包壹级
3	机电设备安装工程专业承包壹级
4	金属门窗工程专业承包壹级
5	建筑智能化工程设计与施工壹级
6	消防设施工程设计与施工壹级
7	建筑装饰工程设计专项甲级
8	建筑幕墙工程设计专项甲级

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

订单持续稳定增长，保障公司业务规模不断扩张。2016 年公司新签订单数量 1512 个，同比上涨 43.18%，新签订单金额 126.64 亿元，同比增速 22.36%；公司发布 2017 年 1 季度经营数据显示，公司 1 季度合计新签订单 21.41 亿元（工装 10.08/家装 10.64 亿元），已中标尚未签约订单金额 5.81 亿元。受益公司住宅装修绑定恒大地产，大客户合作战略逐步突破，公司订单保持持续稳定增长态势，为公司业务规模扩张奠定基础。

图 5：公司 2015-2016 新签订单数量和金额



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 8：2016Q4 和 2017Q1 经营数据（单位：亿元）

业务类型	2016 年第四季度经营数据			2017 年第一季度经营数据		
	新签订单金额	累计已签约未完工订单金额	已中标尚未签约订单金额	新签订单金额	累计已签约未完工订单金额	已中标尚未签约订单金额
装饰施工	34.88	208.22	4.82	20.72	183.64	5.8
其中：公共建筑装饰	9.23	67.28	3.03	10.08	65.52	3.26
住宅装修	25.65	140.93	1.79	10.64	118.12	2.54
装饰设计	0.89	6.4	-	0.58	5.19	-
木制品销售	0.48	0.61	0.07	0.11	0.31	0.01

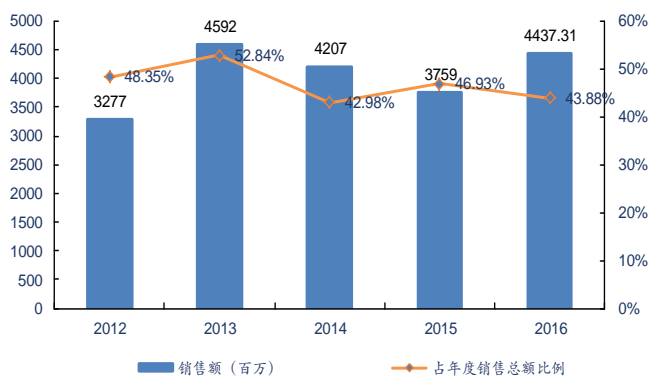
合计	36.25	215.23	4.89	21.41	189.14	5.81
----	-------	--------	------	-------	--------	------

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2.2. 2B、2C 双重发力，全面布局家装蓝海

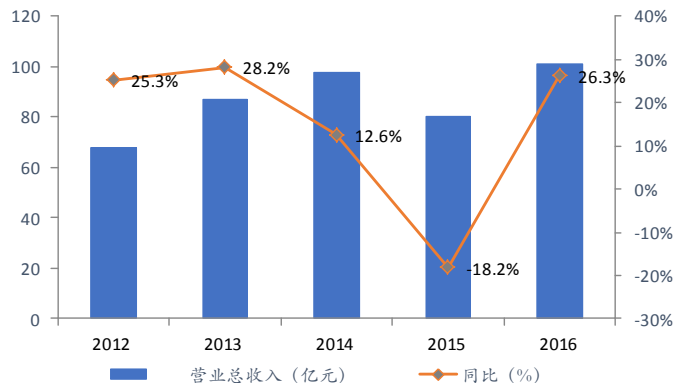
**家装线下采取绑定大客户战略，保障稳定经营。**(1) 绑定恒大地产，销售额贡献接近 5 成：公司家装市场保持与恒大地产稳定的合作，2013 年以来，恒大地产持续为公司第一大客户，销售额占公司营业收入比例近 5 成，2016 年恒大地产贡献销售额 44.37 亿元，占公司当年营业收入的 43.88%。(2) 业绩稳定发展：公司与恒大保持长期合作，有助于公司保持订单和营收的稳定，2016 年公司新签合同 126.63 亿元，同比增长了 22.36%，全年公司营业收入 101.13 亿元，同比增长了 26.25%。

图 6：2012-2016 公司与恒大地产的销售额及销售占比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 7：2012-2016 公司营业收入 (单位：亿元)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**战略投资上海荣欣装潢，打造标准化产品，为开辟 2B 市场奠定基础。**传统家装主要采用“一户一设计，一户一施工”模式，造成巨大资源浪费和噪音污染，也是家装市场分散，集中度偏低的主要原因，在国家大力推进建筑工业化、住宅全装修的政策背景下，绑定大客户，发展标准化产品势在必行。公司 2016 年以 1.529 亿元战略投资“上海荣欣装潢”，布局标准化家装；荣欣装潢在上海设有 13 家直营店，全国设有 17 家加盟店，3 年业绩承诺为营业收入累计不低于 12.155 亿元，净利润合计不低于 9723 万元。

荣欣装潢一直致力于发展“成品装潢”新模式，荣欣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，可以做到 (1) 标准化“整套家装”，集中采购成本优势突出：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”，从硬装到软装修的六面体装修一次性到位，荣欣装潢发挥 B 端集中采购成本优势，产品价格优势显著；(2) 标准化产品+标准化管理，节约时间提升效率：荣欣装潢致力于研发标准化“整套家装”产品，同时优化管理流程，从产品、报价、施工做到标准化管理，有效节约时间；同时，原材料集中采购、统一规划降低损耗，改善产品效益；(3) 标准化流程具备可复制性，为规模化经营奠定基础：荣欣“成品装潢”以产业化思路整合家装产业链，对家装全部流程进行优化，具有可复制性的基因。

**打造互联网家装品牌+牵手互联网巨头，进军住宅装修 2C 市场。**公司 2015 年建立深圳广田云万家科技有限公司，专注互联网家装领域，打造“过家家”网络平台，发展 C 端市场。(1) 商业模式：顾客在线预约门店时间后，到门店进行合同洽谈，签订合同后，由线下门店负责后续施工和维护。(2) 业务优势：公司拥有 20 年 50 万套住宅精装经验，在建筑材料成本、装修设计等方面具有优势。(3) 业务发展：根据“过家家”网站显示，公司 2017 年目标建立线下门店 50 家，2018 年达到 100 家，截至 2017 年 6 月末，已有 5 家门店开业，与 10 个城市签订了合作书，随着线下门店逐步建立，公司 C 端家装业务有望实现快速扩张。(4) 牵手互联网巨头腾讯：2016 年 12 月，公司旗下“广田云万家”与腾讯旗下“湖北腾楚”共

同发起成立了腾广科技（武汉）有限公司，注册资本 1000 万元，占股各 50%，此次合作可以以湖北为开端，互联网家居全国布局增加砝码，腾广科技（武汉）有限公司现已开业。

**表 9：过家家 2017 线下门店布局图**

江苏	广东	江西	云南	山东	广西
5 城	7 城	3 城	4 城	4 城	3 城
湖南	四川	山西	福建	贵州	合计
3 城	4 城	4 城	3 城	3 城	57 城

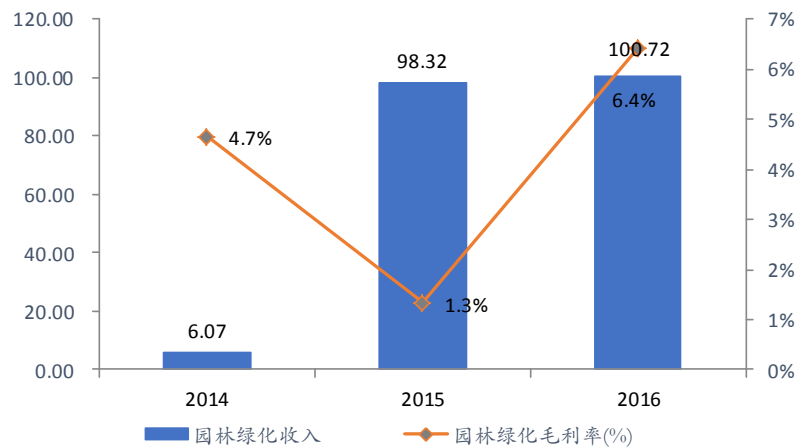
资料来源：过家家官网、安信证券研究中心

### 2.3. 建筑施工+园林绿化，打造“大装饰”全产业链

公司积极打造“大装饰”工程产业平台，围绕建筑装饰行业业务链进行并购整合，2013 年收购新华丰，布局园林工程板块，2016 年收购福建双阳，布局建筑工程板块。

公司 2013 年以 3063 万元收购了新华丰 51% 的股权，布局园林工程业务，园林业务呈稳步上升状态。(1) 资质完善：新华丰拥有城市园林绿化企业资质壹级、造林工程施工资质证书乙级、市政公用工程施工总承包叁级、园林古建筑工程施工专业承包叁级和林业有害生物防治工程等相关资质，公司资质得到完善。(2) 扩充产业链，资源整合：建筑装饰与园林景观有密切的联系，收购新华丰后，新华丰与公司就原有的客户资源、施工资源、供应商资源等进行深度的整合，带来协同效应，提升公司整体实力。(3) 业绩发展：公司收购新华丰后，园林绿化业务营收快速增长，2016 年公司园林绿化业务收入增加至 1 亿元以上。

**图 8：公司 2014-2016 园林绿化业务收入及毛利率（单位：百万）**



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司 2016 年收购福建双阳，涉足建筑工程领域，资质完善，产业链延伸。(1) 资质：福建双阳拥有建筑工程施工总承包、市政公用总承包等 7 项一级资质，收购该公司后，公司资质日益完善。(2) 提高公司区域竞争力：福建双阳承接项目 200 多个，获国家、省、市优质工程奖 25 项，在区域内用一定的知名度，经过多年发展，已经深耕福建等东南地区，公司收购后，其业务团队与广田营销团队产生协同作用，能够提供公司在东南地区的知名度与竞争力。(3) 延长产业链：装修装饰处于房屋建筑项目的下游，本次布局建筑工程有助于公司延长产业链，扩大了公司的业务范围，增加了利润点，借助福建双阳的建筑工程总承包优势，公司业务有望实现规模化扩张，“大装饰”产业布局日趋完善，2016 年公司土建施工业务营业收入 6.45 亿元。

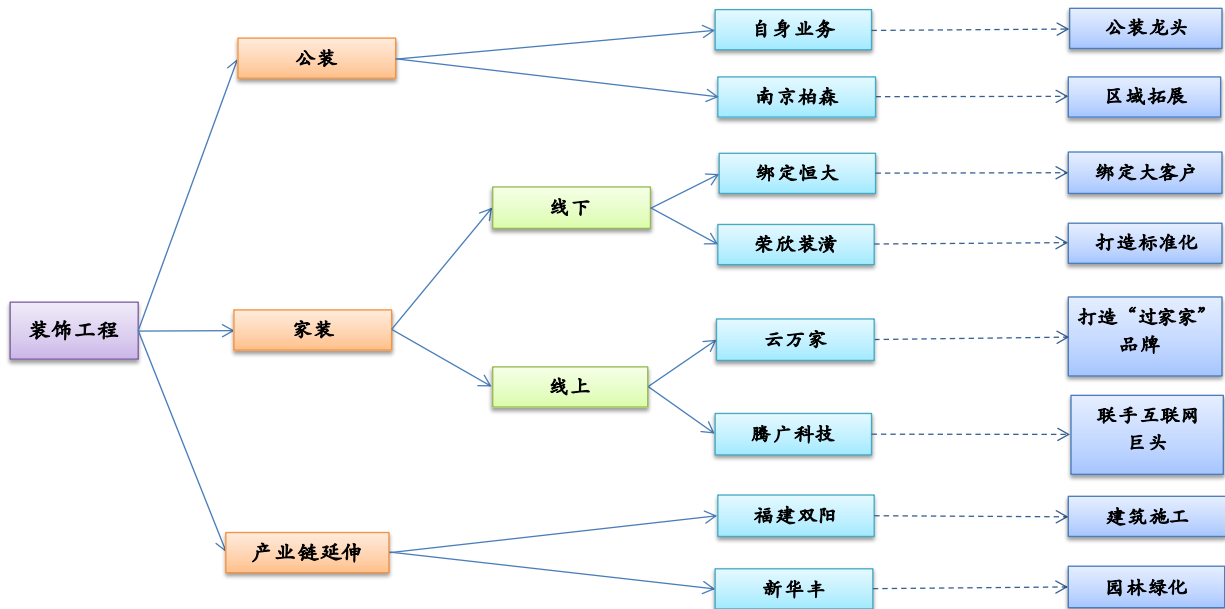
**表 10：福建双阳 7 个一级资质汇总**

序号	资质名称	序号	资质名称
1	建筑工程施工总承包壹级	1	古建筑工程专业承包 壹级
2	市政公用工程施工总承包 壹级	2	建筑装修装饰工程专业承包一级

3	钢结构工程专业承包 壹级	3	建筑机电安装工程专业承包一级
4	地基基础工程专业承包 壹级		

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 9：公司装饰工程板块布局逻辑图



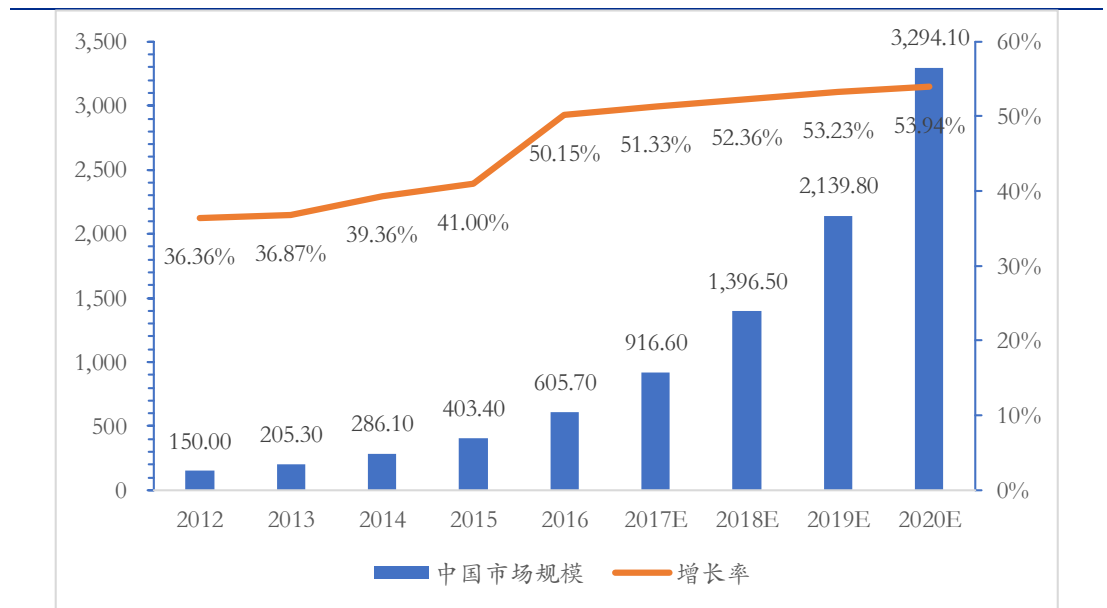
资料来源：安信证券研究中心

### 3. 智能产品多点开花，打造“智能家居”平台

#### 3.1. 智能家居空间广阔，中国市场发展增速较高

中国智能家居起步较晚，中国人口基数较高，预计将进入快速发展期。(1) 定义：智能家居指的是以住宅作为平台，依托物联网技术，将硬件、软件系统及云计算平台整合而成的家居生态圈。使用者可以对联网的设备进行远程操控，联网的设备则可以通过收集并分析使用者的行为数据进行自我学习升级，从而为用户提供高效、便捷、舒适且又个性化的居家生活体验。(2) 市场规模及增速：根据千家网的统计，2012 年中国智能家居市场销售额为 150 亿元，2016 年上升至 605.7 亿元，预计 2019 年中国智能家居市场规模会成长至 2139.8 亿元，到 2020 年，有望突破 3,000 亿元；2016 年至 2020 年中国智能家居市场年均复合增长率保持 50% 以上，中国智能家居市场正处于快速发展壮大的阶段。

图 10：2012-2020 中国智能家居市场规模及成长率（亿元）



资料来源：千家网、安信证券研究中心

**智能家居获政府重点支持，政策红利较多。**2016年5月，国家发改委、科技部、工信部、网信办等四部委联合发布了《“互联网+”人工智能三年行动实施方案》，智能家居被列为七大工程之一获得重点推广，实施智能家居的企业将获得多种渠道补贴，包括中央预算内资金补贴、专项建设基金、工业转型升级资金、国家重大科研计划等，智能家居产业前期研发投入较高，政府补贴一定程度上可以调动企业积极性，随着政府支持力度的不断增强，预计智能家居产业将进入快速发展期。

### 3.2. 进军智能家居市场，打造“图灵猫”品牌

公司自2006年布局智能家居产业，自主研发“图灵猫”品牌，产品功能齐全。**(1) 智能家居历程：**公司于2006年注册成立了深圳广田智能科技有限公司（下称“广田智能”），2014年广田智能组建了专业智能家居产品研发及生产团队：“图灵猫”项目组，正式涉足智能家居领域。2015年9月，第一款智能家居产品“图灵猫”正式上线。**(2) 产品功能：**“图灵猫”包括家电控制、安防、娱乐、健康管理、家庭能源管理、周边服务、物业服务、线上支付、广告推送等九大功能，能够兼容目前市面上95%以上的家电，透过自带的中控将各类连接联网，通过内置智能系统对用户的日常生活情况进行个性化观察，深入学习后系统就可以自主指挥家电来服务于用户的日常起居。**(3) 附加体验：**此外公司还与众安在线财产保险签署了战略合作协议，由其为图灵猫产品定制产品相关的财产保险并附带业主家庭财产保险，产品销售的同时提供给客户全方位的放心体验。**(4) 员工激励：**截至2016年12月，广峰创投持有广田智能7%的股份，广峰创投合伙人为广田智能的主要核心技术成员，员工持股能够提升团队工作积极性、维持团队稳定性，有利于企业进一步加速在智能家居领域的开拓。

**新签订单+战略合作，“图灵猫”有望迅速打开市场。****(1) 新签销售协议：**2016年公司与“新豪方”及“飞天云”签署了金额约4,200万元的“图灵猫”品牌智能家居产品销售协议。**(2) 与房地产商合作：**2016年公司与南京港源投资咨询有限公司签署了战略合作协议，南京港源是江苏省大型住宅及商用物业开发商，在江苏省各大城市或中心镇的组合共有19个物业开发项目，南京港源将广田智能定为旗下楼盘中将智能家居优先供应商。**(3) 与家电零售商合作：**2016年公司与江苏五星电器有限公司签署了战略合作协议，五星电器是中国家电零售业前三强企业，在江苏、安徽、浙江、河南、四川、云南等省份拥有专业化连锁卖场300多家；五星电器将以旗下实体卖场为依托，每月定量向广田智能下单“图灵猫”系列产品放

在旗下卖场中销售。随着战略合作的不断推进，公司智能家居业务有望获得快速发展。

表 11：“图灵猫”智能家居产品销售协议详情（万元）

公告时间	合同名称	合同金额	购买方
2016/10/18	《图灵猫 1591 系列产品深圳地区代理协议》	2,150	深圳市飞天云信息科技有限公司
2016/10/18	《豪方天际项目智能家居系统供货合同》	2,066	深圳市新豪方房地产有限公司
	合计	4,200	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 12：“图灵猫”相关战略合作

签约时间	合作方	合作内容
2016/5/14	南京港源投资咨询有限公司	甲乙双方的合作涵盖全球区域的产品供应及方案策略，其中包括图灵猫智能家居系统配套产品及第三方产品设备。乙方提供的产品服务包括安装、质量保证、接入定制服务等。
2016/5/14	江苏五星电器有限公司	甲乙双方的合作涵盖华东区域的产品供应及方案策略，其中包括图灵猫智能家居系统配套产品及相关第三方产品设备。乙方提供的产品服务包括销售、安装、售后服务、接入定制服务等。
2016/5/14	众安在线财产保险股份有限公司	众安保险为广田智能图灵猫产品定制产品相关的财产保险并附带业主家庭财产保险，旨在产品销售的同时提供给客户全方位的放心体验。互联网保险销售，依托广田智能图灵猫产品的用户管理平台，进行后续的场景化、精准化保险产品方案推送和销售。双

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3. 智能门锁+装修机器人，智能家居版图持续扩大

智能锁业务规模与国外差距较大，预计未来几年进入快速发展期。根据中国报告大厅发布的《2016 全国智能门锁发展前景分析》，2016 年我国智能门锁市场规模 600 亿元，智能门锁市场占有率仅 2%，与日韩市场 70% 及欧美市场 50% 的占比相差甚远，预计未来几年将是中国智能锁市场占有率提升的加速期。

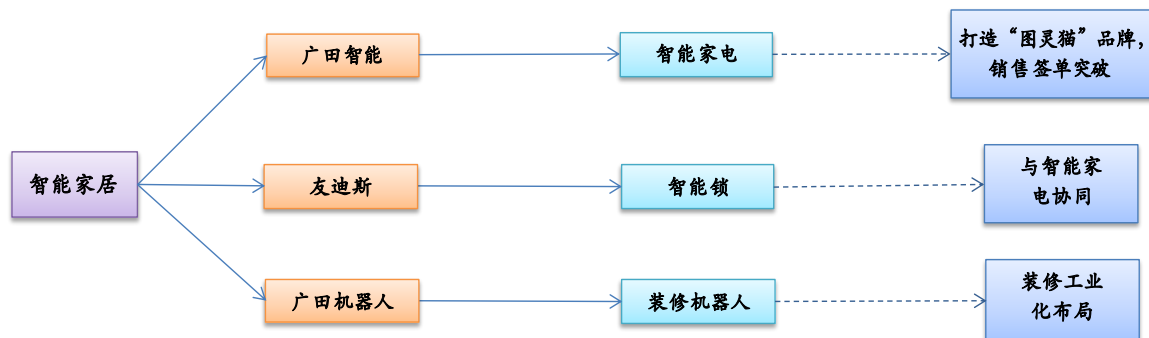
2015 年公司出资 341.43 万元收购了“友迪斯”23.9% 的股份，布局高端智能电子锁市场，成为智能家居平台重要一环。**(1) 产品特点：**友迪斯的智能锁采用人脸识别技术，人脸识别具有非接触性（用户不需要和设备直接接触）及非强制性（用户不需要专门配合人脸采集设备）等特点，可以应用于安防监控领域，国内人脸识别在内民用市场、安防等领域的使用建设刚刚起步，基于国内庞大的人口基数，发展前景可观，公司投资友迪斯有助于公司率先介入人脸识别民用市场，形成先发优势。**(2) 业务协同：**友迪斯的人脸识别锁可以被纳入公司智能家居平台，通过主控系统实现对人脸识别锁的集中控制，进一步完善公司智能家居的安防能力，以达到软硬件的最佳结合。

劳动力短缺或将成为建筑装饰业新常态，智能机器人市场需求强烈。建筑装饰行业需要较多的劳动力，近年来随着体力劳动力数量的大幅减少，劳动力的短缺成为困扰建筑装饰行业发展的“新常态”，因此建筑装饰行业迫切的需要替代劳动力，催生了行业对自动化和装修机器人的强烈需求。根据 IFR（国际机器人联合会）的统计数据，2014 年国内工业机器人销量达 5.6 万台，预计 2015 年-2017 年年均增长率将超过 25%。到 2017 年末，中国机器人保有量或将超过 40 万台，未来中国机器人市场的容量将会进一步扩展。

布局智能机器人产业，完善智能家居布局，促进企业转型升级。**(1) 布局机器人：**2015 年 7 月，公司全资子公司“广田香港”与“广田控股”（关联公司）、刘云辉等四名自然人共同投资设立广田机器人有限公司，其中广田香港、广田控股分别出资 372.5 万元及 627.5 万元，占机器人公司 19% 及 32% 的股权。**(2) 业务协同：**公司作为建筑装饰行业龙头企业之一，大额订单、总承包订单数量逐年增加，随着劳动力数量下降、用工成本增长，成本负担加重，

此次投资研发建筑装饰机器人并产业化有望改善劳动力短缺负担。(3) 智能化布局：随着扫地机器人的出现，机器人在家居中的应用范围日趋广泛，此次布局智能机器人产业，与智能家居产业有望实现技术共享。

图 11：公司智能家居布局逻辑图



资料来源：安信证券研究中心

## 4. 打造“金融投资”平台，提升市场竞争力

### 4.1. ABS 拓宽融资渠道，产业基金“融资促订单”

“金融投资”为公司“三步走”的 3 大平台之一，公司成立了金服集团统筹金融相关业务发展，先后成立了产业基金、应收账款资产证券化、小贷公司、担保公司，实现产业资本和金融结合，提升公司综合竞争力。

成立产业基金，助力公司“装饰工程”业务承接，帮助“智能家居”平台挖掘优质标的，实现业务快速拓展。公司是业内首家推出工程金融的企业，公司 2013 年出资 1 亿元设立了深圳市广融工程产业基金管理有限公司，2015 年 7 月，公司完成了对广融基金的增资，增资后注册资本增加至 4 亿元，2016 年广融基金参与设立了 2 家产业基金，对公司的上下游企业进行布局。①下游：2016 年 8 月，广融基金出资 2 亿元与东莞证券、汇垠天然共同发起成立广融东银基金，注册资本 6.006 亿元，广融基金占比 33.33%，该基金将对向深圳广田集团股份有限公司的下游企业或者目标下游企业进行债权投资。②上游：2016 年 10 月，广融基金出资 7.5 亿元与合源融达共同发起成立广融恒金基金，注册资本 30.003 亿元，广融基金占比 25%，该基金将对向一线或二线城市的酒店、公寓、办公楼、综合体等类似的工程项目。对公司上游项目进行投资，有助于公司承接项目。③智能家居布局：公司 2017 年 6 月 16 日，公司发布公告拟出资不低于 1 亿元与中金鼎鑫、万鼎富通成立智能家居产业投资基金，基金规模不超过 4 亿元，首次出资不超过 1.11 亿元，此次参股智能家居产业投资基金，有助于公司更快速了解产业发展，更加便捷地找到符合公司发展战略的投资标的，为公司后续智能家居板块业务拓展和投资并购奠定基础。

表 13：公司新设产业基金汇总

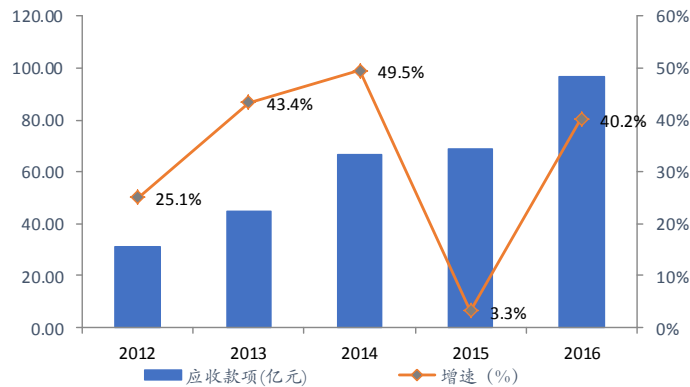
日期	基金名称	基金规模	出资额
2017 年 6 月 16 日	深圳市明弘股权投资合伙企业（有限合伙）	不超过 4 亿元，首次出资额不低于 1.11 亿元	广田集团认缴出资不低于 1 亿元，中金鼎鑫认缴出资不低于 1000 万元，万鼎富通认缴出资不低于 100 万元。
2016 年 10 月 26 日	珠海市广融恒金投资发展合伙企业（有限合伙）	30.003 亿	合源融达：22.5 亿元；广融基金：7.5 亿元；广融汇：30 万元
2016 年 8 月 9 日	珠海市横琴广融东银产业基金合伙企业（有限合伙）	6.006 亿	广融基金：2 亿元；东莞证券：4 亿元；汇垠天然：6 万元

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司应收账款持续走高，行业痛点问题显现，影响“装饰工程”平台推进。公司主要从事建

筑装饰业务的设计与施工，公司客户处于相对强势地位，建筑装饰行业议价能力低，普遍存在垫资施工的情况，在单纯承接施工项目的传统业务模式下，行业内企业回收应收账款只能依靠指定专门人员、加大催收力度等手段，但都无法及时了解客户的资金状况和付款能力，也无法形成合理有效的制约和保障机制以保证资金的回收，从而导致行业内企业的应收账款余额较高且规模不断增大的问题。公司 2012-2016 年应收账款分别为 31.19 亿元、44.71 亿元、66.86 亿元、69.06 亿元、96.8 亿元，分别同比增长了 25.09%、43.36%、49.55%、3.3%、40.16%，应收账款规模持续走高。

图 12：公司 2012-2016 应收账款规模及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**发起设立应收账款资产证券化，解决行业痛点。**公司 2017 年 6 月发起了《招商创融-广田集团应收账款资产支持专项计划》，首次参与资金高达 13.8 亿元，该项目分位优先一级、优先 2 级和次级，投资年限分比为 1 年、2 年、2 年，预期收益分比为 5.5%、6.5%、次级的收益全部优先级本息清偿完毕后一次性获得剩余收益，应收账款资产证券化业务的开启，对公司目前应收账款规模持续上升的现状得到了有效缓解：（1）盘活存量资金：将公司账面上的巨额应收账款资金利用起来，转化成流动性较高的现金资产，一定程度上缓解应收账款资金占用较高的问题，同时提高资产的试用效率。（2）优化资本结构：通过变现积压的应收账款，可以降低债务水平，改善资本结构，降低资产负债率。（3）拓宽融资渠道：资产证券化是股权融资、债券融资之外的另一种融资形式，可成为公司现有融资方式的有益补充。（3）降低融资成本：资产证券化能有效降低融资成本，减少企业受银行信贷政策影响。

表 14：公司专项计划资产支持证券基本情况

证券类别	期限	预期收益率 (%/年)	评级	发行规模 (亿元)	面值 (元)	还本付息安排
优先 1 级	1 年	5.5	AA+	7.7	100	每 3 个月付息，过手摊还本金
优先 2 级	2 年	6.5	AA	4.8	100	每 3 个月付息，过手摊还本金
次级	2 年	—	未评级	1.3	100	全部优先级本息清偿完毕后一次性获得剩余收益

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

#### 4.2. 小贷公司+担保公司，试水“产融结合”新模式

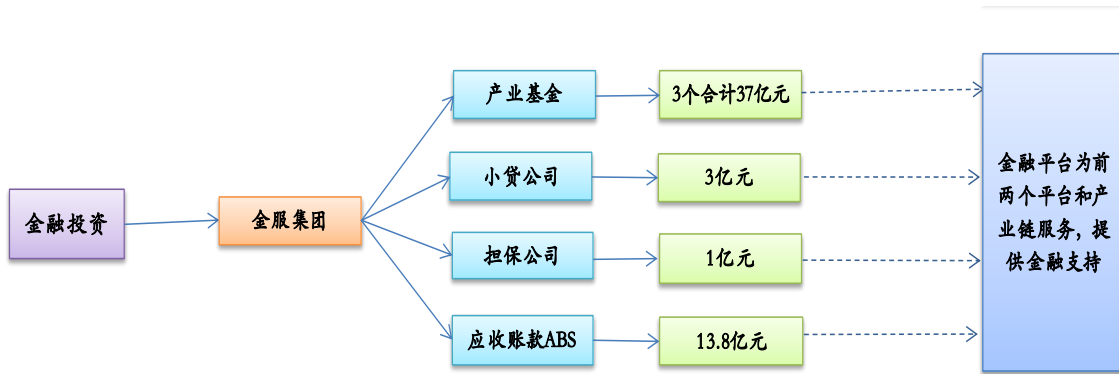
公司 2017 年 3 月出资 3 亿元成立了深圳市广融小额贷款有限公司，向上游供应商提供融资，公司“金融投资”平台蓝图再次拓展，“产融结合”更进一步。（1）业务范围：围绕公司上游供应商的业务往来，向上游中小微供应商提供融资服务。（2）风险可控：可以用该供应商的应付账款作为质押，同时还将根据融资规模以及供应商的资信情况要求供应商提供资产抵押、股权质押、实际控制人连带责任保证担保等风控措施。（3）对公司业务发展的益处：① 采购成本有望降低：公司向上游供应商提供融资，扶持上游供应商的技术创新和发展壮大，一定程度上为公司争取更大的采购价格服务。② 增加供应商粘性：成立小贷公司，可以丰富



公司与供应商的合作方式，增加了供应商的粘性，一定程度上为公司提供了稳定的供应商。  
③跨界经营、资源整合：随着工业 4.0 和互联网技术的兴起，跨界经营已经成为了一种新常态，公司利用闲置资金，使产业资本和金融资本有效结合，有助于公司提高综合竞争力，推动企业可持续发展。

公司 2017 年 3 月出资 1 亿元成立了深圳市广融担保有限公司，为公司上下游企业提供担保，促进“金融投资”平台建设。(1) 市场需求：我国装修装饰行业普遍存在行业集中度低的特点，根据中国建筑装饰协会统计，2014 年全国建材家居类企业总数约为 52.2 万家，而亿元以上企业仅占 8.5%，行业集中度非常低，建筑装饰行业普遍面临着融资困难、融资成本高的问题。(2) 业务优势：公司通过与上下游企业之间的业务往来，可以分析判断该企业的实际业务状况，降低信息不对称带来的风险，从而进行信用分析，为其提供担保，降低融资成本。(3) 对公司业务发展的益处：公司为上下游企业提供担保，有助于公司对上下游合作方进行更加深入的了解，有利于企业选择优质的合作方，同时增加上下游企业粘性，增加公司利润点，提升企业综合竞争力。

图 13：公司“金融投资”平台布局逻辑图

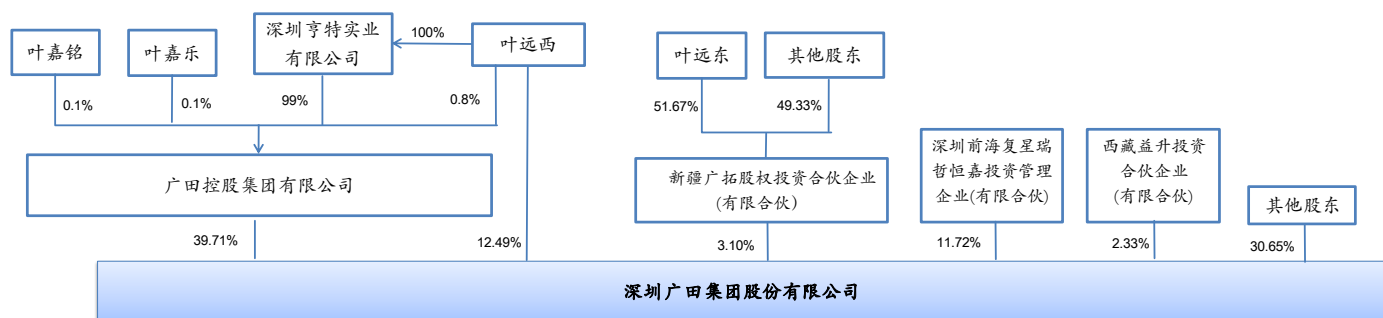


资料来源：安信证券研究中心

## 5. 存在资产注入预期，优化管理加速海外

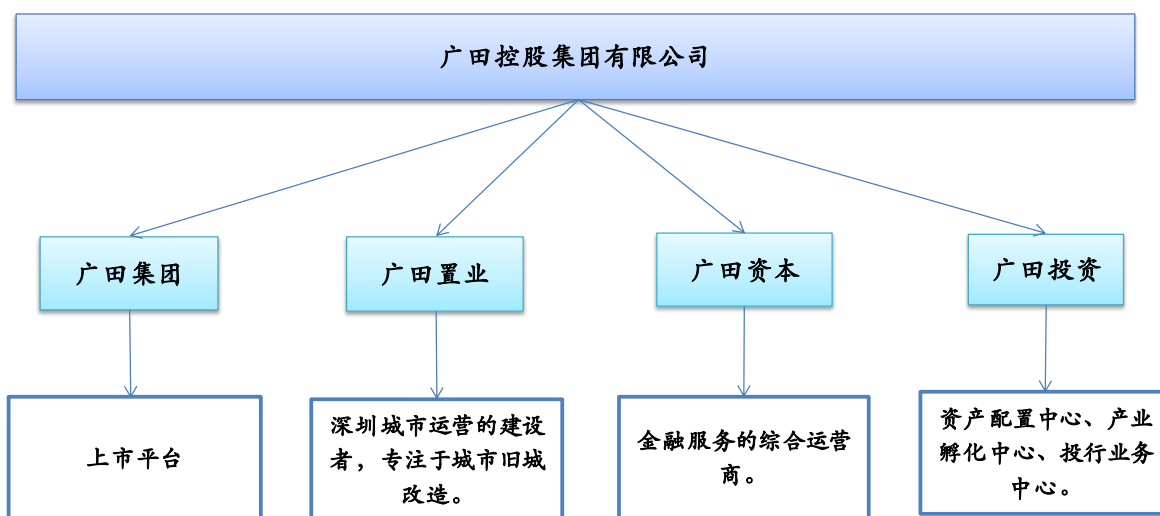
控股股东（广田控股）战略定位高远，公司资本运作能力提升，存在资产注入预期。公司控股股东广田控股自身战略目标明确，未来 5-10 年实现从传统产业运营商到品牌运营商、服务投商转型，加快广田国际化和创新产业发展，推动产业和金融相结合，实现 2020 年产值和市值双千亿目标，并力争用 10 年时间从中国 500 强迈进世界 500 强行列，广田控股旗下拥有广田集团、广田置业、广田投资和广田资本四大业务板块，其中广田投资定位于广田控股集团的资产配置中心、产业孵化中心和投行业务中心。2016 年下半年以来，广田控股对自身及公司战略布局动作加快，2016 年 8 月引进原海航集团的创业团队精英，金融投资和资本运作领域专业人士张翼担任广田控股集团总裁，张翼先生到位后，2016 年 12 月迅速推进“广田投资”50 亿元增资恒大地产，参与恒大地产重组深深房回归 A 股，此次投资进一步稳固公司与恒大业务上的战略合作伙伴关系，2017 年以来广田控股对自身股权结构进行调整，实际控制人叶远西通过亨特；同时，2016 年 12 月 26 日-2017 年 6 月 25 日期间，“广田控股”累计增持公司 2980 万股，占总股本的 1.61%，合计总金额 2.2 亿元，增持均价约 8.88 元/股。公司作为广田控股集团旗下唯一上市平台，势必成为广田控股实现战略目标的核心资产运作平台，目前公司“三大平台”业务布局已然清晰，集团公司对公司增持尘埃落地，我们认为后续广田控股或将以实际资本运作或资产注入方式，助力公司战略落地，实现跨越式增长。

图 14：公司目前持股结构（截至 2017 年 6 月末）



资料来源：公司公告、企查查、安信证券研究中心

图 15：广田控股旗下平台



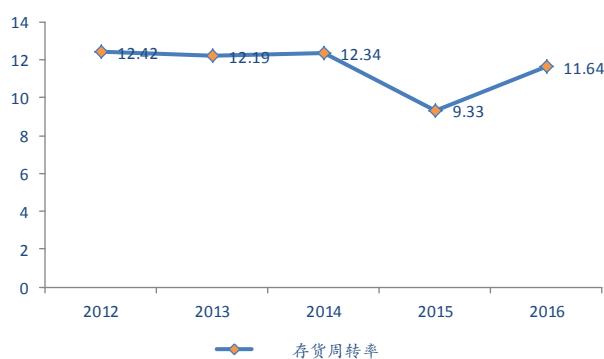
资料来源：广田控股官网、安信证券研究中心

**前次收购意外终止，公司将持续外延并购。**2016 年 11 月公司发布公告称拟以现金或发行股票方式收购资产，预计交易金额不超过 20 亿元，重大资产购买的标的属于建筑工程行业，主营楼宇建造、土木工程等相关业务，后因相关合作条款存在分歧，于 2016 年 12 月发布终止重大资产重组事项，公司在投资者说明会上表示后续将与标的公司继续保持沟通，此外，虽然本次收购事项终止，但为实现公司战略目标，将继续实施有效并购重组，通过内生增长和外延扩张相结合的方式促进企业健康快速发展。

**全方位加强管理，旨在提升效率，预计管理改善将助力改善公司利润率水平。**公司 2016 年大力推进精细化管理，重点推进“五大策划”，分别为项目策划、商务策划、资金策划、结算策划和收款策划，并取得一定地成效：(1) 应收账款催收方面：公司组建了回款结算小组，

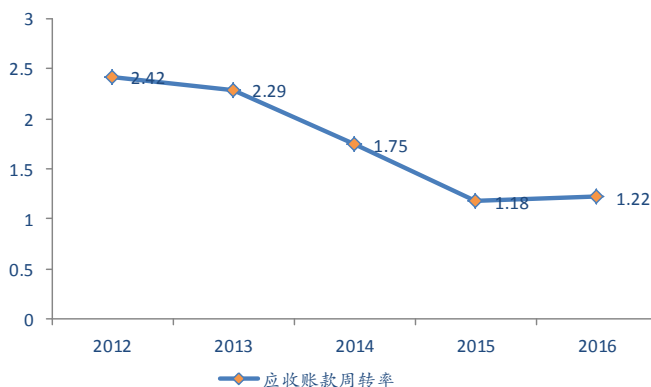
采取逐个项目签订目标责任状的方式，定专人、定指标、定时间，落实定期考核机制，切实改善公司应收账款现状。2016年公司应收账款周转率一改之前下降趋势，达到1.22次，同比上涨了3.4%，为近年来首次上升。(2)项目周转方面：公司重点挖掘优质供应商，同时在小贷公司基础上加强和供应商的合作，与大型建材企业建立战略合作关系，建立自己的采购资源库，加强履约能力建设，存货可以按时出库，存货周转率上升，2016年公司存货周转率为11.64次，同比上涨了24.76%。(3)经营性现金流量：通过加强应收账款的结算回款，签订目标责任书和项目结算策划，大幅改善了公司的现金流情况，公司2016年销售商品、提供劳务产生的现金收入为72.37亿元，同比上涨了47.7%，现金收现比为0.72，同比上涨了17%，经营性活动产生的现金流量净额为2.15亿元，同比增长126.35%。(4)项目管理方面：受益批量化装修，装饰工程项目具有标准化、可复制的特点，公司加强项目经理管理，每个工程只需派出1-2个项目负责人，按照公司制定的项目施工流程进行管理，能够缩短工期，按时按量完成任务，公司项目经理人均产量上升，管理费用率上升势头转向，2016年公司管理费用率为2.76%，同比下降了6.12%。

图 16： 2012-2016 公司存货周转率走势



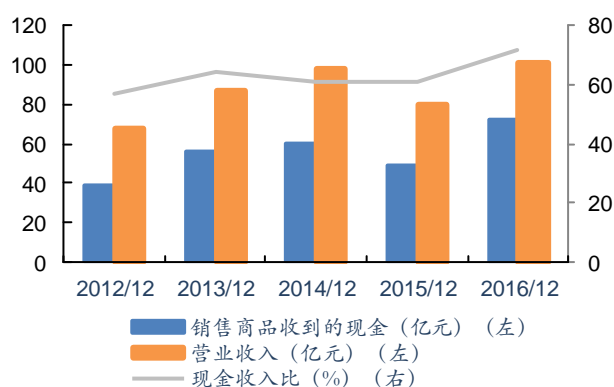
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 17： 2012-2016 公司应收账款周转率走势



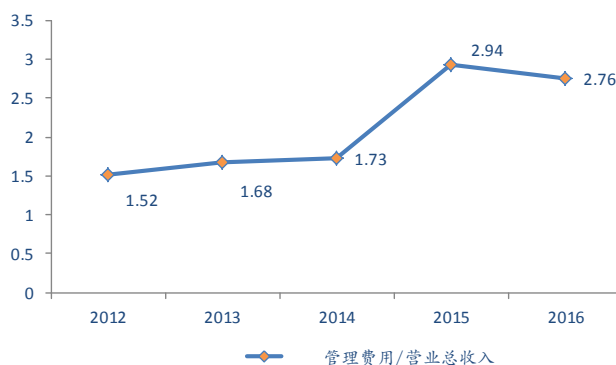
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 18： 2012-2016 公司现金收现比情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

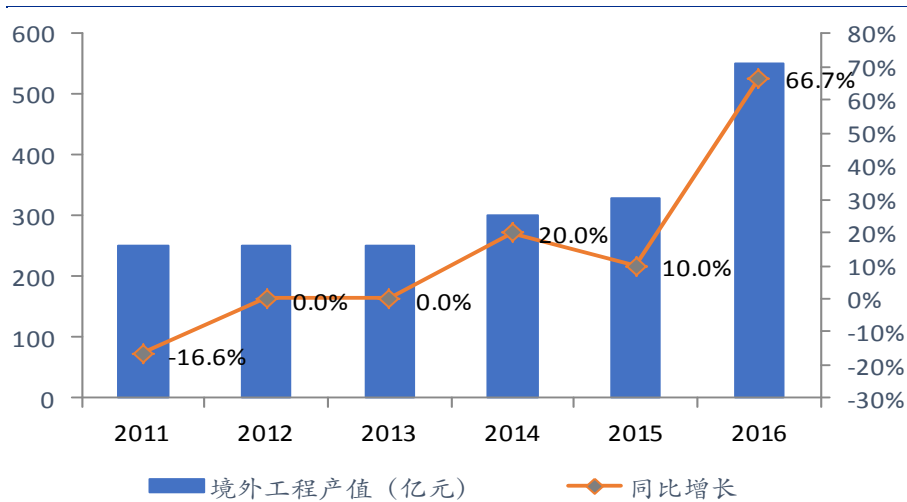
图 19： 2012-2016 年公司管理费用率走势



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

一带一路将加强基础设施和交通的互联互通，这为装修装饰行业发展海外市场创造了机遇。根据中国装修装饰行业协会统计,2014-2016年,我国建筑装饰行业境外工程产值分别为300亿元、330亿元、550亿元,分别同比上涨了20%、10%、66.7%,2016年境外工程业务量提速。

图 20： 2011-2016 建筑装饰行业境外工程产值及增速



资料来源：中国建筑装饰协会、安信证券研究中心

2016 年公司顺应行业发展，借助“一带一路”东风，加速海外布局，从扩展业务区域和绑定央企两个维度拓展海外市场。(1) **区域拓展**：公司成立了海外事业部，搭建香港、澳门子公司平台，先后完成了塞班、哈萨克斯坦、迪拜、泰国子公司的注册，开拓中东、东南亚、非洲等地区市场，海外营销网络建设加速。(2) **捆绑央企**：公司 2016 年 5 月发布公告与中铁四局签署了战略合作协议，中铁四局为世界 500 强企业，是国际基础设施投资、建设领域的行业翘楚，业务遍布 20 多个国家和地区，累计完成或正在施工铁路、公路、房建、水利等工程百余项，中铁四局为施工企业，广田集团为装修装饰企业，业务协同性较高，此次公司与其签订战略合作协议，公司海外项目承接数量有望提升。(3) **海外合作**：公司与哈萨克斯坦有关政府机构和大型房地产商进行了深入的沟通交流，并与当地最大的建筑房地产开发商 BI 集团 (BI Group) 达成了合作。(4) **海外工程**：截至目前，公司公告的框架协议中，海外业务框架协议总金额达到 6.4 亿美元，占公司 2015 年度营业收入的 52%，海外业务比重上升。

表 15：截至目前公司在手海外框架协议汇总

序号	合同方	合同金额 (亿美元)	占 2015 年营收的比重
1	Imperial Pacific International (CNMI), LLC	3	24.4%
2	Modeltronix Trading L.L.C	1.8	14.6%
3	Best Value (Thailand) Co., Ltd.	1.6	13.0%
合计		6.4	52.05%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 6. 估值与投资建议：

### 6.1. 业绩预测及估值比较

公司战略布局清晰，公装、家装齐头并进+布局智能家居+打造金融平台，全方位做大做强“大装饰”产业链；(1) 大装饰产业立足公建市场同时，积极进军家装蓝海；家装市场采取线下捆绑大客户+标准化产品推进占领 2B 市场，线上联姻互联网巨头+品牌打造突击 2C 市场，线上线下同步进行；(2) 公司前瞻布局智能家居占据市场先机，智能家电、智能锁和智能机器人全线布局，智能家居有望成为公司业绩高增加速器；(3) 公司设立金服集团，将产业和金融结合，为上下游企业拓宽融资渠道，同时盘活存量资金，助力公司做大做强，提升公司市场占有率；我们对公司各细分业务收入增速假设条件如表 16，同时假设公司各业务板块毛利率水平保持平稳上行，在此情形下，预计公司 2017-2019 年，公司营业收入分别为 126.39 亿元、156.27 亿元和 186.04 亿元，同比增速 25.0%、23.6%和 19.1%；归属母公司股东净利润分别为 5.41 亿元、7.09 亿元和 8.90 亿元，同比增长了 34.3%、31.0%和 25.5%。

**表 16：2017-2019 公司各项业务收入及增速预测**

营业收入	2016	2017E	2018E	2019E
装饰工程施工	9,014.21	11448.05	14310.06	17172.07
YOY(%)		27%	25%	20%
土建施工	644.73	696.31	765.94	827.21
YOY(%)		8%	10%	8%
装饰工程设计	186.11	201.00	221.10	238.79
YOY(%)		8%	10%	8%
工程金融	105.50	113.94	125.33	135.36
YOY(%)		8%	10%	8%
园林绿化	100.72	108.78	119.66	129.23
YOY(%)		8%	10%	8%
木制品销售	35.72	38.58	42.44	45.83
YOY(%)		8%	10%	8%
智能家居与工程	18.94	23.68	31.96	43.15
YOY(%)		25%	35%	35%
产品	10,105.92	12,630.32	15,616.48	18,591.64
YOY(%)		24.98%	23.64%	19.05%

资料来源：wind、安信证券研究中心

目前上市装修装饰公司共 23 家, 选取 WIND 可提取未来三年动态估值的 18 家装修装饰公司比较, 根据 wind 一致预期, 金螳螂、亚厦股份等 18 家装修装饰公司 2017-2018 年动态平均 PE 分别为 37.28 倍、30.46 和 24.76 倍; 根据我们测算, 广田集团 2017-2019 年动态 PE 分别是 25.8 倍、19.7 和 15.7 倍, 分别为 18 家装修装饰公司平均估值水平的 69%和 65%和 63%。公司在 19 家公司中总市值排名第二, 公司业务规模和业绩增速较快, 估值低于行业平均水平。

**表 17：同行业可比公司估值情况 (WIND 一致预期) (2017 年 7 月 13 日数据)**

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	2017PE	2018PE	2019PE
002081.SZ	金螳螂	10.70	282.83	14.44	12.09	10.34
002375.SZ	亚厦股份	8.72	116.85	25.69	21.40	18.04
601886.SH	江河集团	10.02	115.64	23.58	18.81	16.47
000018.SZ	神州长城	7.50	127.37	18.16	12.98	9.43
002047.SZ	宝鹰股份	8.43	106.48	24.74	19.92	16.39
002325.SZ	洪涛股份	7.08	88.16	34.72	27.14	24.78
002504.SZ	*ST 弘高	8.10	83.09	16.06	12.82	0.00
002822.SZ	中装建设	11.70	70.20	35.93	29.76	26.03
002781.SZ	奇信股份	29.39	66.13	37.93	30.17	24.83
002620.SZ	瑞和股份	14.25	51.66	37.29	28.04	21.33
603030.SH	全筑股份	9.54	51.39	36.69	28.30	21.67
002713.SZ	东易日盛	21.95	55.70	24.11	18.54	14.06
002811.SZ	亚泰国际	23.56	42.41	45.43	39.46	34.29
002789.SZ	建艺集团	49.11	39.88	41.19	34.20	28.62
603828.SH	柯利达	21.06	38.98	48.59	38.86	28.64
002830.SZ	名雕股份	22.75	30.33	52.97	48.21	45.59
002856.SZ	美芝股份	31.86	32.29	53.81	46.13	39.37
300592.SZ	华凯创意	23.55	28.82	62.37	50.97	41.08
	<b>公司均值</b>	18.78	84.01	37.28	30.46	24.76
002482.SZ	广田集团	9.00	138.36	25.80	19.70	15.70
	<b>广田集团占五家均值比重</b>	0.48	1.65	0.69	0.65	0.63

资料来源：wind、安信证券研究中心

## 6.2. 市占率提升有望二次腾飞，存在外延或资产注入预期

公司作为装饰龙头企业，将充分享受行业景气度提升，同时自身战略定位清晰，基本面良好，助力业绩进入高增通道，我们认为公司核心投资逻辑包括以下三点：1、“建筑工业化加速，龙头市占率持续提升”、2、“订单充足+精细化管理，助力业绩进入高增通道”、3、“控股股东战略明确，存在资产注入预期”。

**建筑工业化加速，市场占有率提升：**（1）装配式建筑推进，全装修市场格局向 2B 转换：全装修推进将带动家装市场格局由 2C 转向 2B 市场，家装市场面临洗牌，公司批量化装修经验丰富，同时战略投资上海荣欣装潢，引进标准化产品和标准化管理，市场占有率有望提升。

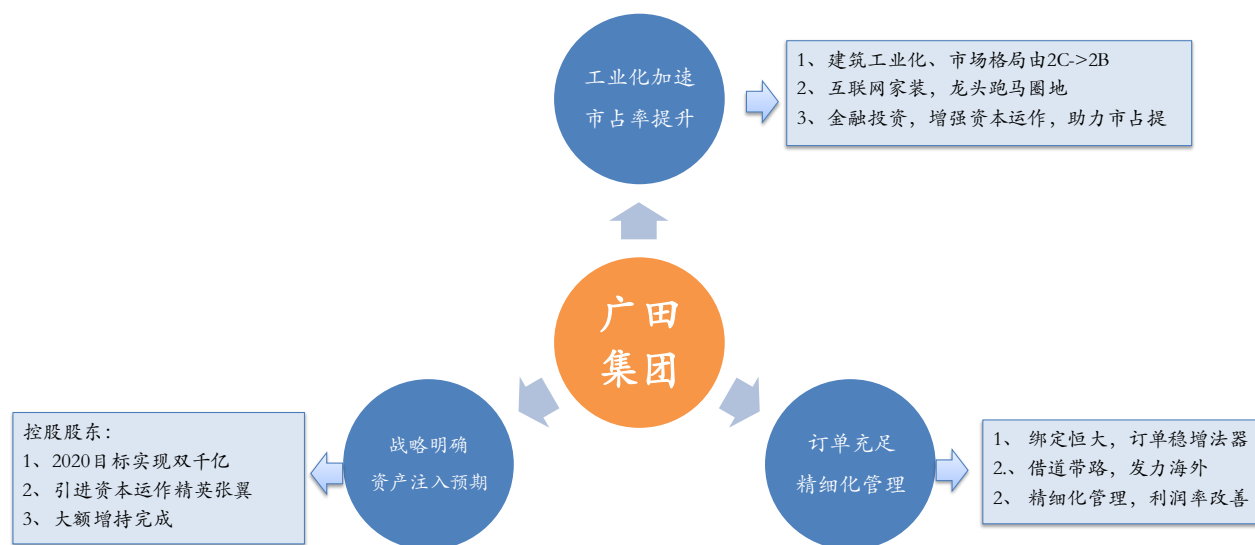
（2）互联网家装崛起，龙头加速装跑马圈地：2015 年公司成立了互联网家装品牌“过家家”，计划 2017 年线下门店 50 家以上，线上线下结合+品牌树立，快速抢占市场。（3）“金融投资”提升市场竞争力：公司设立金服集团，充分利用产业基金、小贷、应收账款 ABS 等多元金融方式为产业链和自身装饰业务输血，增强资本运作能力，有效提升公司综合竞争力，加速市占率提升。

**订单持续稳定增长，管理优化改善盈利。**（1）绑定大客户战略：公司与恒大保持战略合作伙伴关系，与恒大的销售收入占总收入近 50%，同时公司控股股东以 50 亿元战略投资恒大，业务与恒大绑定，公司大客户绑定战略保障订单持续稳定增长，公司营收规模稳增法器。（2）公司借道一带一路，加速海外市场开拓，为后续订单增量奠定基础（3）精细化管理：2016 年公司重点推进“五大策划”，加大项目垂直管理，提升管理效率，公司利润率水平将持续提升。

**控股股东战略明确，存在资产注入预期。**（1）控股股东“广田控股”战略定位较高，2020 实现“千亿产值，千亿市值”的目标，公司作为集团唯一上市平台，是控股集团成长核心资产。（2）广田控股引进资本运作精英张翼担任总裁，迅速推动 50 亿元战略投资恒大，预计后期仍有持续资本运作。（3）2016 年底以来，公司控股股东已完成大额增持公司股份近 2.2 亿元，彰显股东业绩信心。（4）公司 2016 年 12 月终止非公开发行所涉的收购事项，公司在投资者说明会上表示为实现公司战略目标，将继续实施有效并购重组，通过内生增长和外延扩张相结合的方式促进企业健康快速发展。

我们上调公司业绩预估，预计公司 2017-2019 年，公司营业收入分别为 126.39 亿元、156.27 亿元和 186.04 亿元，同比增速 25.0%、23.6%和 19.1%，同期实现净利润分别为 5.41 亿元、7.09 亿元和 8.90 亿元，同比增长了 34.3%、31.0%和 25.5%。对应 2017 年 7 月 13 日收盘价，动态 PE 分别为 25.8 倍、19.7 倍和 15.7 倍；我们看好公司三大平台布局，维持对公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.25 元，相当于 2017 年 35 倍动态市盈率。

图 21：广田集团核心逻辑图



资料来源：安信证券研究中心

### 6.3. 风险提示：

全装修进展不及预期、房地产行业政策调控、应收账款坏账风险、客户集中度较高等风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,010.0	10,112.5	12,638.6	15,626.7	18,603.8	成长性					
减:营业成本	6,657.4	9,020.2	11,176.4	13,750.3	16,360.7	营业收入增长率	-18.2%	26.2%	25.0%	23.6%	19.1%
营业税费	261.3	55.6	63.2	85.9	102.3	营业利润增长率	-48.9%	37.7%	44.8%	31.3%	24.3%
销售费用	140.7	186.4	202.2	257.8	315.8	净利润增长率	-48.0%	44.4%	34.3%	31.0%	25.5%
管理费用	235.2	279.2	313.1	390.7	470.7	EBITDA 增长率	-36.2%	17.9%	26.0%	37.0%	23.5%
财务费用	160.5	126.7	81.5	161.6	200.2	EBIT 增长率	-37.7%	18.4%	27.1%	38.7%	24.3%
资产减值损失	226.8	72.7	175.8	158.4	135.7	NOPLAT 增长率	-38.4%	17.4%	26.5%	39.6%	24.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.9%	17.3%	10.6%	57.7%	-7.8%
投资和汇兑收益	-1.1	78.9	25.9	34.6	46.5	净资产增长率	38.7%	6.1%	6.6%	25.9%	8.8%
营业利润	327.2	450.6	652.4	856.5	1,064.9	利润率					
加:营业外净收支	42.6	29.7	26.6	33.0	29.7	毛利率	16.9%	10.8%	11.6%	12.0%	12.1%
利润总额	369.8	480.3	678.9	889.4	1,094.6	营业利润率	4.1%	4.5%	5.2%	5.5%	5.7%
减:所得税	59.0	79.9	115.4	146.8	180.6	净利润率	3.5%	4.0%	4.3%	4.5%	4.8%
净利润	278.9	402.7	540.8	708.7	889.5	EBITDA/营业收入	6.5%	6.0%	6.1%	6.7%	7.0%
						EBIT/营业收入	6.1%	5.7%	5.8%	6.5%	6.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	18	13	10	7	5
						流动资产周转天数	138	145	132	151	154
						流动营业资本周转天数	507	456	385	398	389
						应收帐款周转天数	312	302	275	296	291
						存货周转天数	32	28	29	30	29
						总资产周转天数	561	525	447	441	426
						投资资本周转天数	168	172	156	171	169
						投资回报率					
						ROE	4.8%	6.6%	8.3%	8.6%	10.0%
						ROA	2.3%	2.5%	3.6%	3.3%	4.3%
						ROIC	13.5%	10.8%	11.7%	14.8%	11.6%
						费用率					
						销售费用率	1.8%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%
						管理费用率	2.9%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
						财务费用率	2.0%	1.3%	0.6%	1.0%	1.1%
						三费/营业收入	6.7%	5.9%	4.7%	5.2%	5.3%
						偿债能力					
						资产负债率	56.5%	60.2%	56.8%	62.9%	56.8%
						负债权益比	129.9%	151.4%	131.4%	169.4%	131.6%
						流动比率	1.91	1.64	1.78	1.73	1.79
						速动比率	1.80	1.54	1.62	1.61	1.64
						利息保障倍数	3.04	4.56	9.01	6.30	6.32
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.05	0.07	0.09	0.11
						分红比率	22.2%	19.1%	18.8%	20.0%	19.3%
						股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	310.9	400.4	540.8	708.7	889.5	EPS(元)	0.18	0.26	0.35	0.46	0.57
加:折旧和摊销	34.7	61.3	34.9	34.9	34.9	BVPS(元)	3.76	3.97	4.19	5.29	5.75
资产减值准备	226.8	72.7	-	-	-	PE(X)	49.6	34.4	25.8	19.7	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.3	2.1	1.7	1.6
财务费用	169.3	121.8	81.5	161.6	200.2	P/FCF	-22.5	-121.1	-13.0	-19.8	32.2
投资损失	1.1	-78.9	-25.9	-34.6	-46.5	P/S	1.7	1.4	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	31.9	-2.3	22.7	34.0	24.5	EV/EBITDA	32.8	22.0	17.2	14.1	10.3
营运资金的变动	-1,856.2	-1,303.6	-65.3	-3,431.8	649.8	CAGR(%)	33.7%	31.7%	0.8%	33.7%	31.7%
经营活动产生现金流量	-815.6	214.9	588.7	-2,527.2	1,752.5	PEG	1.5	1.1	31.0	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-820.7	-587.0	204.0	-20.1	23.6	ROIC/WACC	1.3	1.0	1.1	1.4	1.1
融资活动产生现金流量	1,660.5	-447.2	-1,296.0	2,745.8	-1,537.9	REP	3.1	2.6	2.1	1.2	1.5

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

金嘉欣、苏多永声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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

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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034