

家装龙头因势而进，开启高增长之路

公司深度研究

◆ 深耕家装市场，装饰主业发展成果卓著：

公司在家装市场景气上行及适时营销策略的催化下，16年新签装修装饰业务订单总金额为126.64亿元人民币，同比增长22.36%。2017年第1季度新签订单20.72亿元，累计已签约未完工订单达183.64亿元，为16年营收的1.8倍，未来业绩高增长有保障。同时，公司积极实施“走出去”战略，成立了海外事业部，加快海外业务拓展，开辟中东、东南亚、非洲等新兴市场。此外，公司开展外延并购，16年来相继收购上海荣欣和福建双阳，通过强强联合实现资源共享和优势互补，完善产业链，实现协同发展。

◆ 打造智慧家居，加速布局互联网家装领域：

公司15年通过创立图灵猫，针对智能家居进行了积极的业务布局与市场引导，16年与深圳市新豪方房地产等公司签署了金额约4200万元的“图灵猫”销售协议，成功实施推动了智慧家居业务的有效落地。同时公司积极探索移动互联网时代下的新住宅装修商业模式，于15年推出了“过家家”互联网家装业务平台，近期拟完成300家线下体验店的布局，打通线上线下打造全国家装生态圈。16年广田引入腾讯作为战略合作伙伴，在武汉地区共同设立了腾广科技有限公司，为“过家家”开拓区域市场、加强全国布局迈出了重要的一步。

◆ 推进产融结合，工程与金融协同并进：

公司13年出资设立广融基金，是业内首家推出工程金融模式的企业，16年广融基金共投入资金8.5亿元，带动公司承接工程合同约19.1亿元，利用金融杠杆撬动工程业务，为企业带来了大量优质的工程业务。同时公司16年分别与与东莞银行、恒大人寿成立了规模6亿、30亿元的产业基金，积极加强与金融机构的合作。今年6月，公司成立了“招商创融-广田集团应收账款资产支持专项计划”，开创了业内ABS业务先河，收到参与资金13.8亿元，有效盘活了账面资产、释放运营资金。

◆ **财务预测与估值：**预计公司2017~2018年EPS分别为0.35、0.47元，当前股价对应17年PE为26倍，**维持“推荐”评级。**

◆ **风险提示：**房地产销售增速下滑；装饰主业拓展不及预期；客户集中度过高。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8010	10,113	12,156	14,376	16,603
增长率(%)	-18.2	26.2	20.2	18.3	15.5
净利润(百万元)	278.9	403	536	728	933
增长率(%)	-48.0	44.4	33.1	35.9	28.1
毛利率(%)	16.9	10.8	15.1	15.6	16.2
净利率(%)	3.5	4.0	4.4	5.1	5.6
ROE(%)	4.8	6.6	8.2	10.3	11.9
EPS(摊薄/元)	0.45	0.26	0.35	0.47	0.60
P/E(倍)	20.31	34.9	26.2	19.3	15.1
P/B(倍)	0.98	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

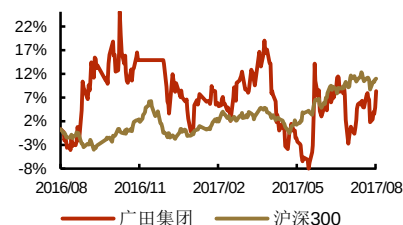
王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.08.18

收盘价(元)：9.06
总股本(亿股)：15.37
总市值(亿元)：139.28
近3月换手率：51.7%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.87	0.4	0.65
绝对	11.44	10.01	11.35

相关研报

内容目录

1、 广田集团——稳中蓄进的家装龙头.....	3
1.1、 深耕主业二十余载，成就家装龙头典范.....	3
1.2、 公司经营稳健，业绩增速进入上升通道.....	4
2、 家装行业景气上行，消费升级利好龙头	6
2.1、 家装行业呈现“大行业，小公司”格局.....	6
2.1.1、 我国建筑装饰行业发展历程.....	6
2.1.2、 我国建筑装饰行业正处于快速增长阶段.....	6
2.1.3、 行业竞争激烈，集中程度偏低，但已呈现集中的趋势.....	7
2.2、 新房销售火爆、存量房空间巨大带动后周期家装景气上行.....	8
2.2.1、 新房销售火爆，利好后周期装饰行业	8
2.2.2、 进入存量时代，二次装修助推行业增长.....	9
2.3、 家装消费升级，市场份额向行业龙头集聚	10
3、 深耕家装市场，装饰主业发展成果卓著	12
3.1、 市场景气+营销发力，公司新签订单大幅增长	12
3.2、 加快海外业务拓展，开辟新兴市场	12
3.3、 外延并购加速，助力产业链协同发展.....	13
4、 打造智慧家居，互联网家装加速布局	15
4.1、 智慧家居取得新突破，建立闭环生态圈	15
4.2、 引入腾讯战略伙伴，积极推进互联网家装	17
5、 推进产融结合，工程与金融协同并进.....	20
5.1、 产业基金和金融子公司协同发力，承接主营业务	20
5.2、 启动资产专项计划，开创装饰应收账款 ABS 先河.....	20
6、 盈利预测与估值.....	21
6.1、 盈利预测	21
6.2、 估值.....	23
7、 风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

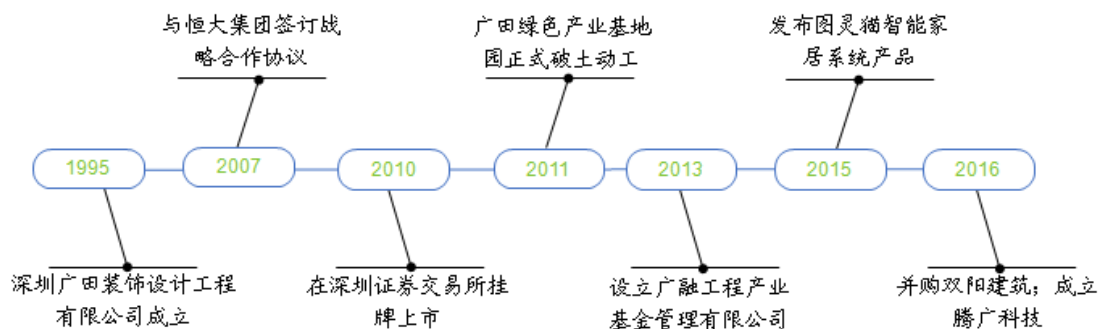
1、广田集团——稳中蓄进的家装龙头

1.1、深耕主业二十余载，成就家装龙头典范

深圳广田集团股份有限公司（股票简称：广田集团）成立于1995年，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，是行业内资质种类最全、等级最高的领军企业。公司成立以来已累计完成精装房50万套以上，市场占有率全国第一，同时2010-2016年连续7年入选中国建筑装饰行业百强企业前三名，行业龙头地位显著。

- 1995年** 深圳市广田装饰设计工程有限公司成立。
- 1999年** 通过ISO9001质量体系认证。
- 2001年** 首次获建筑装饰界最高荣誉鲁班奖。
- 2002年** 首次获全国建筑工程装饰奖；中国商标局审定“广田”商标注册。
- 2004年** 广田开发的首个楼盘东方都会大厦，开创国内住宅精装修领域先河；公司被评为“建筑装饰行业十大知名品牌”。
- 2007年** 与恒大集团签订战略合作协议，开辟国内建筑装饰企业与大型房地产企业携手共赢的先河。
- 2008年** 集团旗下的装饰公司完成股份制改造，深圳广田装饰集团股份有限公司正式成立。
- 2010年** 集团旗下装饰公司成功登陆A股市场，股票简称“广田股份”，股票代码002482
- 2011年** 广田绿色产业基地园正式破土动工；公司在2010年度全国建筑装饰企业百强评选中荣获第三名。
- 2013年** 公司于深圳前海设立广融工程产业基金管理有限公司。
- 2015年** 广田图灵猫智能家居系统产品发布会。
- 2016年** 通过并购控股福建省双阳建筑工程有限公司；与腾讯公司下属公司共同投资成立腾广科技有限公司。

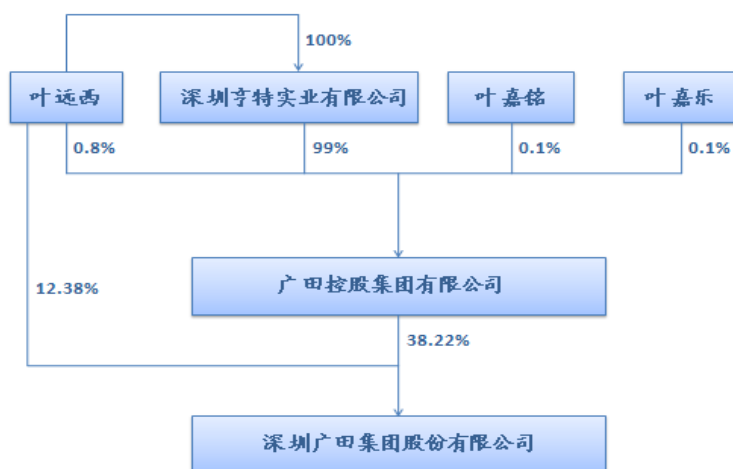
图表1：公司发展历程一览



资料来源：新时代证券研究所整理

公司实际控制人为叶远西先生，合计控制上市公司 50.6% 的股权。叶远西先生为公司创始人，现任广田控股集团有限公司董事长、中国建筑装饰协会副会长。

图表2： 公司股权结构

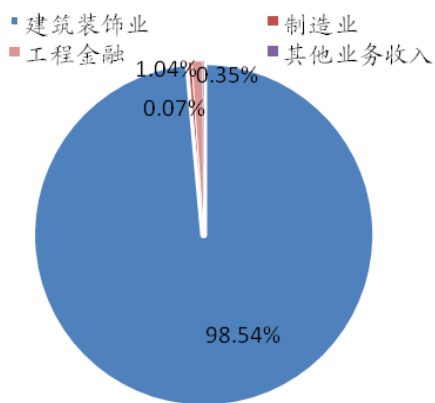


资料来源：新时代证券研究所，公司年报

1.2、公司经营稳健，业绩增速进入上升通道

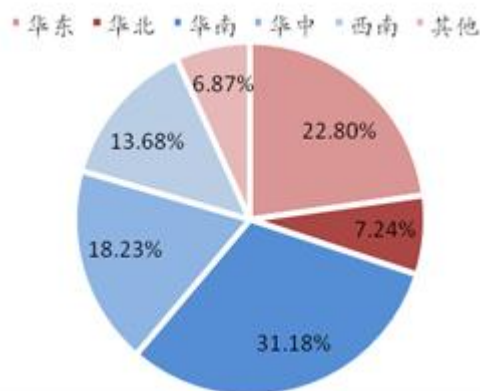
公司主要为大型房地产项目、政府机构、大型企业、高档酒店等工程供装饰设计和施工服务。为大力推动传统产业的转型升级，公司正在积极发展互联网家装、智能家居、金融服务等新业务。目前，建筑装饰业仍为主营业务，占营业收入比重 98.54%。从地区来看，公司业务布局全国。华南地区营业收入占比达 31.18%，是广田集团业务主要集中地。其次是华东、华中和西南地区，分别占比 22.80%、18.23% 和 13.68%。

图表3： 公司 2016 年分产品营收占比



资料来源：新时代证券研究所，公司年报

图表4： 公司 2016 年分地区营收占比



资料来源：新时代证券研究所，公司年报

自 2010 年上市以来，公司始终秉持稳健的经营发展策略，保持着持续稳定的增长。2016 年，公司实现营业收入 101.13 亿元，同比增长 26.25%；实现归属上市公司股东的净利润 4.03 亿元，同比增长 44.39%。截至 2017 年第一季度，公司共实现营收 18.63 亿元，同比增长 17.94%；实现归属上市公司股东的净利润 5653 万元，同比增长 23.69%。公司 2016 年营业收入和净利润增长的主要原因是公司加强内部管控、增大营销力度、大力拓展业务，使得工程合同量和产值有较大幅度增长。

图表5： 公司近年营收及增速情况



资料来源：新时代证券研究所，公司财报

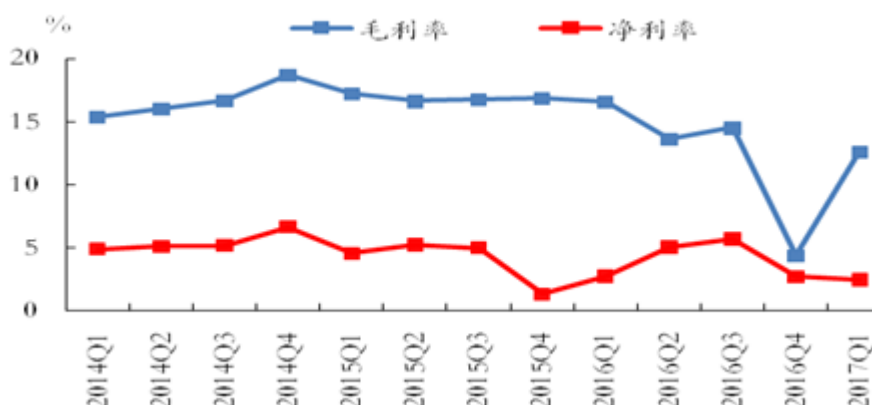
图表6： 公司近年归母净利润及增速情况



资料来源：新时代证券研究所，公司财报

公司近年毛利率和净利率呈稳定态势。2016 年第四季度毛利率偏低的主要原因是公司绿色装饰产业基地园建设项目期投资额较大，营业成本升高。新投产生产线达到稳定生产需要一个过程，在形成规模生产之前，单位产品分摊的固定成本较高。而同期净利率没有同步大幅下降的主要原因是：(1) 出售子公司深圳市广田置业有限公司取得投资净收益 0.87 亿元；(2) 因会计估计变更减少了本期计的资产减值损失 0.6 亿元；(3) 取得营业外收入 0.25 亿元。

图表7： 广田集团近年毛利率和净利率变化



资料来源：新时代证券研究所，公司财报

2、家装行业景气上行，消费升级利好龙头

2.1、家装行业呈现“大行业，小公司”格局

建筑装饰行业作为建筑工程行业的重要组成部分，通过运用装饰材料对建、构筑物内外部进行装饰装修，提升其使用功能和艺术价值，具有丰富的技术含量和艺术内涵。根据装饰建筑物使用性质的不同，建筑装饰行业又细分为公共建筑装饰业（公装）和住宅装饰业（家装）。

2.1.1、我国建筑装饰行业发展历程

改革开放以来，我国建筑装饰行业逐步发展成为一个专业化工程领域，行业大致经历了快速起步期、震荡期、稳步发展期和快速发展期四个阶段。目前，在我国城镇化建设及固定资产投资的拉动下，包括公共建筑及住宅在内的建筑装饰行业仍保持高速增长。

图表8：建筑装饰行业发展演变

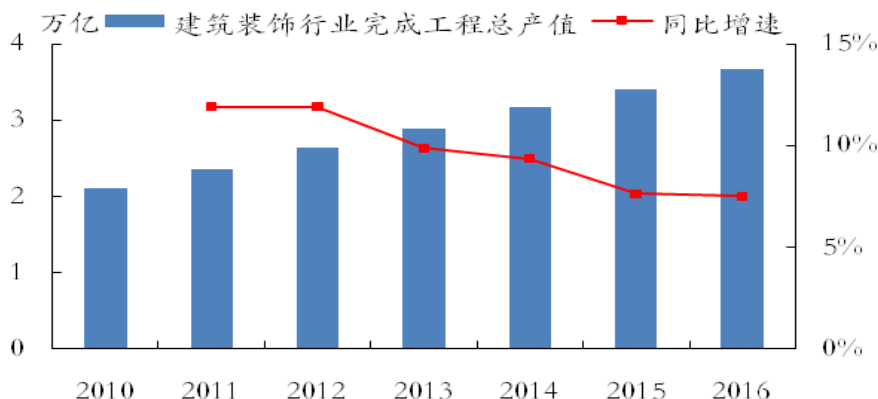
发展阶段	重要事件
快速起步期（1978年-1988年）	建筑装饰只是建筑业的一个细小分支，在行业初始阶段，还没有现成的施工操作指导以及成熟完整的行业规范。
震荡期（1989年—1993年）	1990年11月，建设部颁布了《建筑工程装饰设计单位资格分级标准》，明确建筑装饰业的行业规范。
稳步发展期（1994年—2004年）	1996年和1997年，原建设部分别发布《建筑幕墙工程施工企业资质等级标准》和《家庭居室装饰装修管理施行办法》，明确建筑装饰业细分行业——建筑幕墙行业和家庭装饰行业的管理规范。
快速发展期（2005年至今）	伴随中国经济的快速增长以及相关行业的蓬勃发展，建筑装饰行业愈加显示出了其巨大的发展潜力，市场增长空间以平均每年20%左右的速度递增。

资料来源：新时代证券研究所整理

2.1.2、我国建筑装饰行业正处于快速增长阶段

建筑装饰行业的发展与国民经济的发展水平息息相关，我国快速发展的经济为建筑装饰行业的发展提供了坚实的基础。近年来，由于我国经济的快速增长，城镇化进程加快，房地产、建筑业持续回温，带动建筑装饰行业展现出了巨大的发展潜力。根据国家统计局发布的《2016年国民经济和社会发展统计公报》初步核算，2016年全年国内生产总值744,127亿元，比上年增长6.7%。全年房地产开发投资102,581亿元，比上年增长6.9%。在这其中，住宅投资68,704亿元，增长6.4%；办公楼投资6,533亿元，增长5.2%；商业营业用房投资15,838亿元，增长8.4%。受益于中国经济和固定资产投资的持续增长，中国建筑装饰业将在未来较长时期内呈现持续稳步增长的态势。

2016年是建筑装修装饰行业落实“十三五”发展任务，取得较好发展业绩的一年。受经济结构性改革和房地产市场交易活跃，二手房交易带来的改造性装修装饰工程量稳步增长，新建建筑装修装饰量有所回升等因素的影响，我国建筑装饰行业市场空间巨大。根据中国建筑装饰行业协会发布的《2016年中国建筑装饰行业发展报告》，2016年建筑装饰行业完成工程总产值3.66万亿元，比2015年增加了2550亿元，增长幅度为7.5%，高于宏观经济增长速度0.8个百分点。

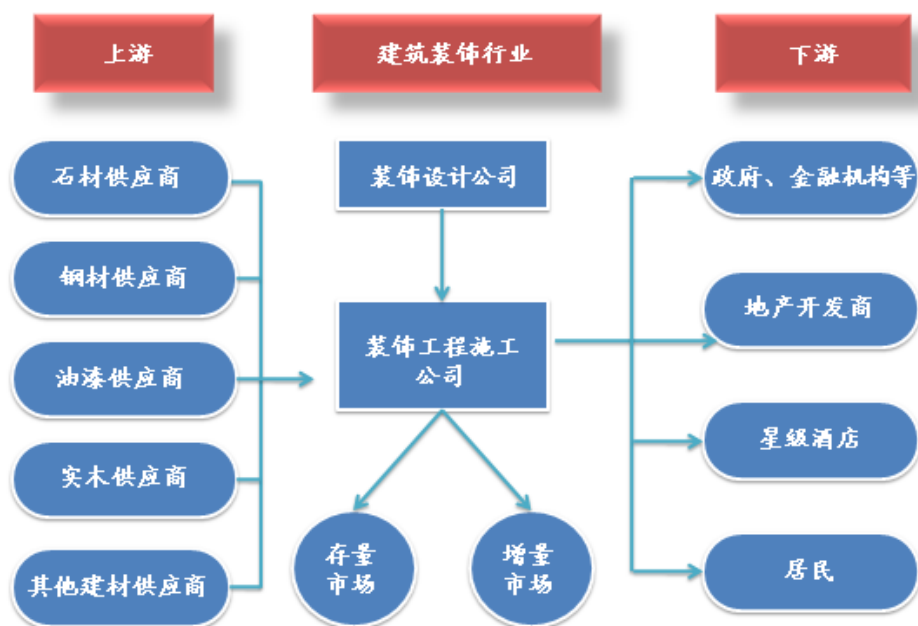
图表9：建筑装饰行业完成工程总产值及同比增速（2011-2016）

资料来源：新时代证券研究所，Wind

根据中国建筑装饰协会数据，2016 年住宅装修装饰全年完成工程总产值 1.78 万亿元，比 2015 年增加了 1200 亿元，增长幅度为 7.2%。从细分子行业来看：精装修成品房全年完成工程总产值 7000 亿元，比 2015 年增加了 600 亿元，增长幅度为 9.38%；新建住宅毛坯房装修装饰工程总量 5500 亿元，比 2015 年增加 100 亿元，增长幅度为 1.85%；改造性住宅装修装饰工程总产值 5300 亿元，比 2015 年增加了 800 亿元，增长幅度为 17.78%。由此我们看到，在消费者消费意愿增强和消费观念升级的驱动下，改善型二次装修市场开始进入加速释放期，这将助推家装行业进入高增长阶段。

2.1.3、行业竞争激烈，集中程度偏低，但已呈现集中的趋势

由于建筑装饰行业市场规模大，进入门槛相对较低，因此市场集中度依然较低。根据中国产业信息网数据，2014 年行业 CR10 为 2.1%，CR100 为 8.3%，呈现出“大行业、小公司”的局面。

图表10：建筑装饰行业上下游关系

资料来源：新时代证券研究所整理

根据中国建筑装饰行业协会官方网站发布的《2016年中国建筑装饰行业发展报告》，2016年全行业企业总数约为13.2万家左右，比2015年减少了约0.3万家，降幅2.22%，企业数量进一步减少。退出市场的主要是在三、四线城市以散户住宅装修装饰为主的小微企业，有资质证书的企业退出市场的极少。2016年新增有资质的企业在6000家左右，使有资质的建筑装饰工程企业数量达到91000家左右，行业内有资质企业比例达到68.9%。

我国建筑装饰市场趋于成熟、产品服务同质化严重，导致现有企业竞争较为激烈，随着龙头企业上市，小企业退出，市场集中度逐步增加。由于龙头公司比小企业在管理与成本控制方面更具优势，消费者更青睐注重产品创新与质量把控的大企业，行业逐步的透明和规范，以及下游大型地产企业都会与固定的龙头装修企业结为合作伙伴，未来建筑装饰行业市场份额将加快向龙头公司集聚。

图表11： 部分上市装饰企业与长期合作房企

装饰企业	合作房企
金螳螂	万科、保利地产、恒大、深圳星河、华夏幸福
亚厦股份	宁波康园、恒大、滨江集团
东易日盛	华润置地、山东中海华创、北京中海豪峰
广田集团	恒大、碧桂园、万科
奇信股份	金地集团、北京建工、北控
全筑股份	恒大、上海陆家嘴、复地集团、上海城开
洪涛股份	青岛加洲、柳州东城

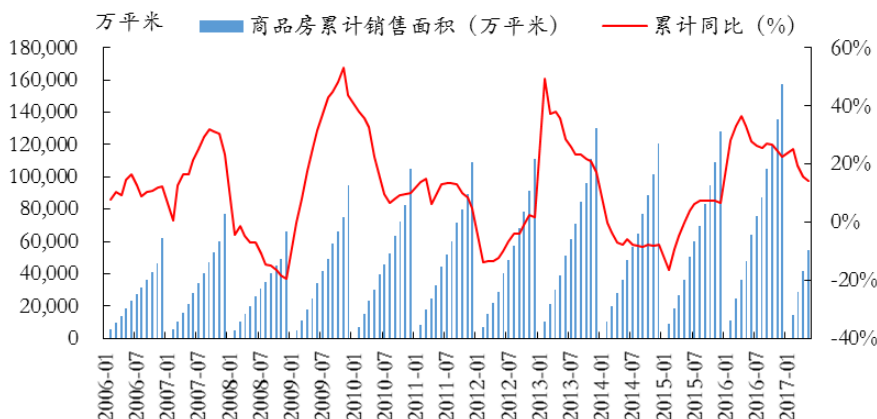
资料来源：新时代证券研究所整理

2.2、新房销售火爆、存量房空间巨大带动后周期家装景气上行

家装市场作为地产后市场的重要组成部分，可分为一次装修与二次装修两大业务板块：前者依靠房地产增量市场的新房销售带动的装修需求，后者依赖于存量房业主对家居环境的改善型需求。就增量市场而言，2017年三四线城市房地产销售前景乐观，这将为新房装修市场提供足够的空间支撑。就存量市场而言，虽然一线城市新建住宅销售寥寥，但是大量二手房交易和潜在的家居改善需求都将带来建筑装饰市场的显著提升。因此我们推断，家装行业将在2017年迎来爆发式增长。

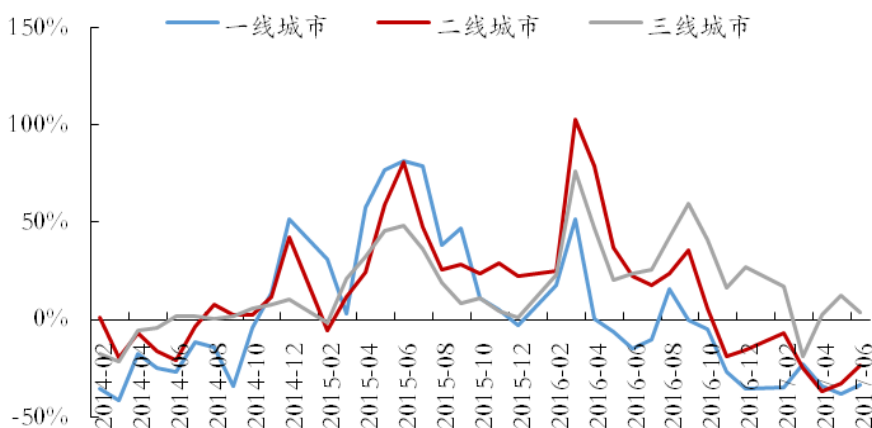
2.2.1、新房销售火爆，利好后周期装饰行业

在房地产增量方面，2015年，在积极的财政政策和宽松的货币政策引导下，楼市见底复苏，房地产销售自2015年初开始回暖，进入上行周期。从商品房累计销售面积同比增速来看，2015年6月商品房累计销售面积增速开始由负转正并一路走高，于2016年4月达到增速36.5%的阶段顶点。截止2017年5月商品房累计销售面积5.48亿平米，同比增速为14.3%。

图表12：商品房累计销售面积及增速

资料来源：新时代证券研究所，Wind

同时，新房销售热度呈现出从一二线城市向三四线城市传导的趋势。2015年初一二线城市销售面积同比出现较大涨幅，三线城市销售面积同比亦有回暖，但涨幅不及一二线。2016年10月，为抑制房价过快上涨，多个一二线城市密集出台楼市调控政策，一二线新房销售增速受此影响出现回落，而三四线城市政策持续友好，市场热度不减，销售增速开始超过一二线城市。

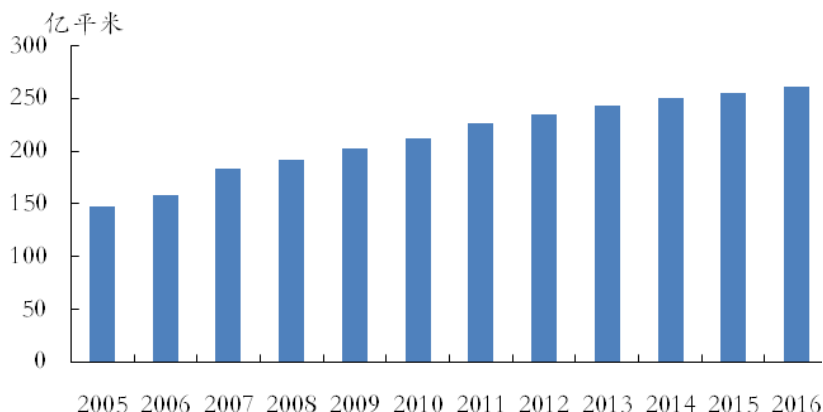
图表13：一至三线城市新房每月日均成交面积同比增速

资料来源：新时代证券研究所，Wind

根据最新数据，2017年6月一二三线城市新房月均成交面积同比增速分别为-33.6%、-23.7%及3.9%。一二线城市新房销售面积同比下滑，而三线城市销售增速依然为正。未来在一二线城市限购和三四线城市去库存的政策引导之下，三四线城市的楼市销售火爆将持续推动家装行业新房装修、尤其是精装房装修的市场增长。

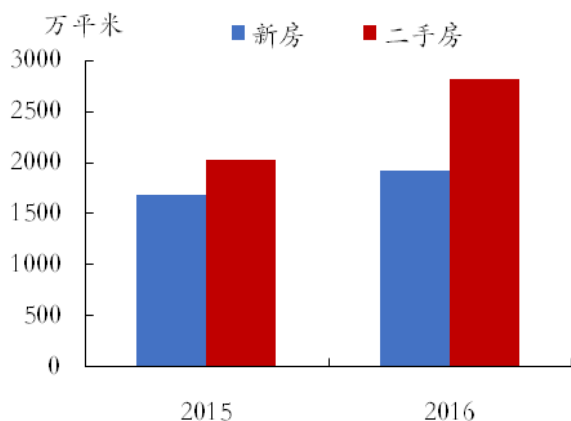
2.2.2、进入存量时代，二次装修助推行业增长

在房地产存量方面，根据住建部的数据，当前中国城镇人均住房面积已超36.6平方米，结合2016年中国城镇常住人口为79298万人，可估算我国目前住宅面积约为290亿平方米。相比于2016年房地产15.7亿的销售面积增量，地产存量房面积约为增量房的18倍。家庭装修一般的更新周期为8-10年，具有一定的可持续性。只要每年有5%的存量房进行二次装修，就会带来与一次装修相当的市场份额。可见，存量房对建筑装饰行业带来的需求拉动是持续性的。

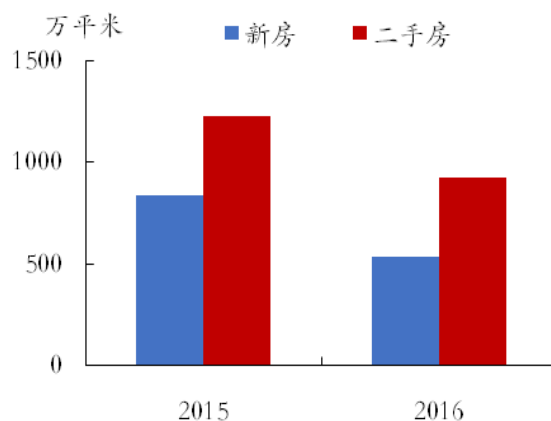
图表14： 城镇住房建筑面积

资料来源：新时代证券研究所，Wind，住建部

与二三线城市房地产交易主要为新房不同，一线城市二手房交易量已经超过新建住宅。具体来看，以北京和深圳这两个一线城市为例：北京市 2015 年新房销售面积 1677 万平方米，二手房销售面积 2023 万平方米，二手房销售面积为新房的 1.2 倍，2016 年新房与二手房销售面积分别为 1910、2810 万平方米，二手房销售面积为新房的 1.5 倍，二手房销售占比逐年提升；对于深圳，2015 年二手房与新房销售面积之比为 1.5:1，2016 年该比例扩大为 1.7:1，二手房销售占比亦有扩大趋势。随着一线城市新建住房供应量的逐渐减少，一线城市楼市已进入存量房时代。存量房占主导的一线城市房地产后周期，房屋装修以改善型二次装修为主。

图表15： 2015-2016 年北京新房、二手房销售面积

资料来源：新时代证券研究所，公司财报

图表16： 2015-2016 年深圳新房、二手房销售面积

资料来源：新时代证券研究所，公司财报

2.3、家装消费升级，市场份额向行业龙头集聚

随着我国居民可支配收入的不断提高和社会消费品的更新换代，消费结构也呈现出从基本型向高档化转变的趋势，居民对家居环境改造提升的需求日益强烈，高档次、个性化住宅装饰消费需求逐步扩大，配套服务的标准也在不断提升。住宅装饰需求由简单的满足基本居住属性向家居环境舒适美观提升，这不仅增加了装饰行业的市场规模，而且对装饰的工艺、材料、质量、档次、精细化程度提出了更高的要求，从而促使相关公司为迎合消费需求而优化生产结构、凸显产品差异和重塑品牌意识，推动装饰行业整体水平向更高层次发展。

住宅精装修具有节能、环保的特点，符合国家的产业发展政策，因此获得国家政策支持的大力支持。2002年，建设部颁布《商品住宅装修一次到位实施细则》，指出推行装修一次到位就是要逐步取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品。2013年发展改革委和住房与城乡建设部的《绿色建筑行动方案》提出，要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。目前，从一线城市的情况来看，精装修住宅的比例正在逐步提升，但与主要发达国家的水平仍存在较大差距，因而市场潜力巨大。

装饰行业目前处于“大行业，小龙头”格局，市场空间广阔，企业规模偏小，集中度偏低。受益于家装市场消费结构升级，市场份额将快速向行业中注重品牌建设、产品质量、配套服务和研发创新的龙头企业集聚，这些“小龙头”处于“大行业”中，由研发实力、管理水平和营销网络建设等先发优势带来的市场份额集聚效应，将使企业的竞争力和高成长性得到持续增强。

2016年度装饰行业上市公司的业绩情况也印证了龙头公司高成长的观点，以南方龙头广田集团为例，2016年度实现归母净利润402.72亿元，同比增长44.4%，远超建筑装饰行业平均净利润增速4.7%。

图表17：装饰板块上市公司2016年营收及归母净利润情况

公司	业态	2016年营收 (百万)	YOY (%)	2016年归母净利润 (百万)	YOY (%)
东易日盛	家装	2,998.91	32.9%	172.87	75.7%
瑞和股份	公装	2,436.68	33.9%	94.95	46.5%
广田集团	家装	10,112.54	26.2%	402.72	44.4%
神州长城	公装	4,665.00	16.3%	473.66	36.6%
全筑股份	公装	3,335.89	52.7%	100.39	21.6%
江河集团	公装	15,239.59	-5.7%	351.56	12.5%
名雕股份	公装	690.97	2.6%	50.58	5.2%
金螳螂	公装	19,600.66	5.1%	1,683.39	5.1%
建艺集团	公装	2,126.90	14.8%	82.25	3.4%
中装建设	公装	2,691.71	3.6%	156.18	1.5%
宝鹰股份	公装	6,815.51	-0.6%	339.51	1.2%
*ST弘高	公装	3,755.53	14.2%	239.76	-11.2%
柯利达	公装	1,636.98	0.6%	48.41	-12.2%
奇信股份	公装	3,289.67	-1.5%	108.75	-16.6%
亚泰国际	公装	1,663.85	-7.9%	80.93	-26.1%
亚厦股份	公装	8,936.85	-0.4%	319.29	-44.2%
洪涛股份	公装	2,877.12	-4.3%	130.81	-63.4%
东易日盛	家装	2,998.91	32.9%	172.87	75.7%
瑞和股份	公装	2,436.68	33.9%	94.95	46.5%
广田集团	家装	10,112.54	26.2%	402.72	44.4%

资料来源：新时代证券研究所，公司公告

3、深耕家装市场，装饰主业发展成果卓著

3.1、市场景气+营销发力，公司新签订单大幅增长

市场方面，地产销售自去年以来全面超预期，带动后周期装饰行业景气上行，公司在手订单中住宅装修占 65%，主打家装业务，家装市场的景气上行将对公司产生重大利好。虽然自 2016 年 9 月以来，全国多地出台了力度较大的地产限购限贷政策，但是地产销售依旧保持火爆：2017 年第 1 季度，全国房地产开发投资额累计 1.93 万亿，同比增长 9.1%；商品房销售额累计 2.32 万亿，同比增长 25.1%；商品房销售面积累计 2.90 万亿，同比增长 19.5%。公司层面来看，公司第一大客户恒大地产 2017 年第 1 季度销售额达到 1134.1 亿元，同比增长 69.3%；销售面积 1244.5 万平方米，同比增长 64.7%，这将对公司的新签订单带来极大拉动。

营销方面，公司继续贯彻“大市场、大客户、大项目”三大营销战略，加强营销力量，统筹营销资源，在复杂的经济形势和行业增长速度趋缓的背景下，业务开拓取得了较大突破：一是加强“团队营销”观念，重点加强营销中心、各经营单位之间的“纵向联动”和各分公司、营销团队之间的“横向交流”力度，实现资源共享，互通有无；二是聚焦“高端客户”，公司将着手组建大客户管理部，明确服务内容和工作流程，实现大客户经理负责制，在继续加强与第一大客户中国恒大集团战略合作伙伴关系的基础上，重点开拓其他大型房地产商业务，将目标市场锁定在政府工程及优质客户上。三是紧盯“高端项目”，确立公司在高端市场的竞争优势，积极开拓高端项目和地标性项目。四是深耕“核心区域”，实现对接当地资源，缩短服务半径，最大程度地提高效率，树立“区域化”营销理念，完成在以上海为中心的长三角，以北京为中心的京津冀，以成都为中心的西南，以西安为中心的西北等全国重点区域的营销团队布局。并且继续巩固目前在华南、西南等区域市场的竞争优势，重点挖掘其他区域性市场。

在近期家装市场景气上行及公司适时营销策略的催化下，2016 年公司新签装饰装修业务订单总金额为 126.64 亿元人民币，同比增长 22.36%。2017 年第 1 季度新签订单 20.72 亿元，累计已签约未完工订单达 183.64 亿元，为 16 年营收的 1.8 倍，未来业绩高增长有保障。同时，本年度公司承接的工程项目逐步实现由“量”向“质”的转变，优质大工程项目比例有较明显的提升，特别是在承接的大型地标性公共装饰项目上取得了较大的突破，提升了公司品牌知名度。

3.2、加快海外业务拓展，开辟新兴市场

随着国家“一带一路”战略的不断推进，海外建筑装饰工程景气度不断提升，建筑装饰企业将迎来新的历史发展前景。优秀装饰企业将积极参与海外市场业务，或随建筑央企“走出去”，或独立承揽海外市场项目，在海外市场的蓝海中得到更快的发展。

公司积极实施“走出去”战略，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，加快海外营销网络的建设。并且积极响应国家打造丝绸之路经济带的战略目标，开拓中东地区市场业务，已与哈萨克斯坦有关政府机构和大型房地产商进行多次沟通，并与当地最大的建筑房地产开发商 BI 集团达成了合作。

公司于 2016 年 5 月与博华太平洋国际控股有限公司、广东阳西中澳游艇产

业有限公司等六方签署《战略框架协议》，合作内容包括但不限于建筑装饰设计及施工、智能家居、软装、定制精装等，金额合计 105.69 亿元。博华太平洋主营业务为高端休闲娱乐产业，目前正在塞班岛开发超豪华综合娱乐场度假村，项目总投资约七十亿美元，本次框架协议公司与其合作金额约 3 亿美元。

同时公司与中铁四局集团有限公司签署了《框架合作协议》，通过发挥各自优势，在市场营销、产业推动等多个领域开展强强合作，实现资源共享、优势互补，共同促进双方产品与服务的延伸和发展，打造双赢、可持续发展的局面。中铁四局作为国际基础设施投资、建设领域的行业翘楚企业，能充分发挥土建施工、项目总包及自主投资开发优势，叠加本公司在智能家居、装饰设计施工、融资平台方面的优势，通过双方全方位、整体性的战略合作，利用“一带一路”发展机遇，进一步提升双方拓展国际新兴市场、提供新型产品和服务的空间和能力，促进公司长远发展。

2017 年，公司海外业务部继续打造国际业务平台，大胆实施“走出去”战略，积极稳妥地推进海外业务，开拓“一带一路”沿线新兴市场。公司海外业务有望加速开拓，业绩实现超预期增长。

3.3、外延并购加速，助力产业链协同发展

为了快速涉足“成品装潢”领域，完善公司家装供应链体系，实现强强联合，公司于 2016 年 1 月通过增资和受让股权的方式以 1.5 亿元取得成品装潢领军企业上海荣欣装潢设计有限公司 44% 的股权，在营销、设计、供应链、施工等方面获得资源共享和互补。

家装行业目前的瓶颈在于“一户一设计，一户一施工”的家装模式，导致家装无法在全国范围复制，无法规模化。而其解决之道在于产业化塑造家装产业链，对家装全部流程优化再造，将家装从服务属性变更为产品属性。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，其“成品装潢”模式荣获“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。荣欣的“成品装潢”模式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，使得装潢成本大幅降低，从而实现客户利益的最大化。并且，该模式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。因此，荣欣装潢设计目前商业模式成型、产品理念符合家装工业化趋势。此外，未来几年将是家装风口，上海荣欣的业务模式能够与广田股份各个产业链起到很好的协同效应，成为智能家居的重要入口，同时也为互联网家装提供线下施工、供应链等支持，实现“线上线下”有机融合，助力广田打造“线下家装---线下互联网家装---智能家居---智慧家”闭环生态圈。

2016 年 11 月公司通过收购深圳市泰达投资发展有限公司 60% 的股权控股福建省双阳建筑工程有限公司，在现有的内装饰、幕墙、园林、机电等工程业务领域外拓展建设工程施工业务，扩大了公司的业务范围，增加了新的利润增长点。

收购福建双阳不仅拓展了建设工程施工业务，而且使公司获得建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级等五个壹级资质，截止目前公司拥有壹级、甲级资质共计 15 项，是建筑装饰企业中高等级资质最完备的企业之一。福建双阳在福建等东南地区从事建筑施工业务已有多年，积累了较多的市场和客户资源。因此，收购有利于公司深耕福建等东南地区市场，同时有效地与广田的营销网络、项目团队产生协同效应，从而提升公司的整体市场竞争力。此外，福建双阳建设工程总承包的优势有助于公司产业链各项业务的协同发展，打造公司“大装饰”全产业链，对公司整体发展战略的实施、效益的提升和市场的拓展具有重要的意义。未来公司

仍将不断完善产业链，打造一个专业、高效的总包集成服务平台。

图表18： 装饰板块上市公司 2016 年营收及归母净利润情况

	上海荣欣		福建双阳	
	营业收入（百万）	净利润（百万）	营业收入（百万）	净利润（百万）
第一年	350	28	1000	30
第二年	402.5	32.2	1500	45
第三年	463	37.03	2250	67.5

资料来源：新时代证券研究所，公司公告

注：如业绩承诺期间两公司未实现承诺净利润，两公司应将实际业绩同目标业绩之间的差值分别向广田集团进行补偿。

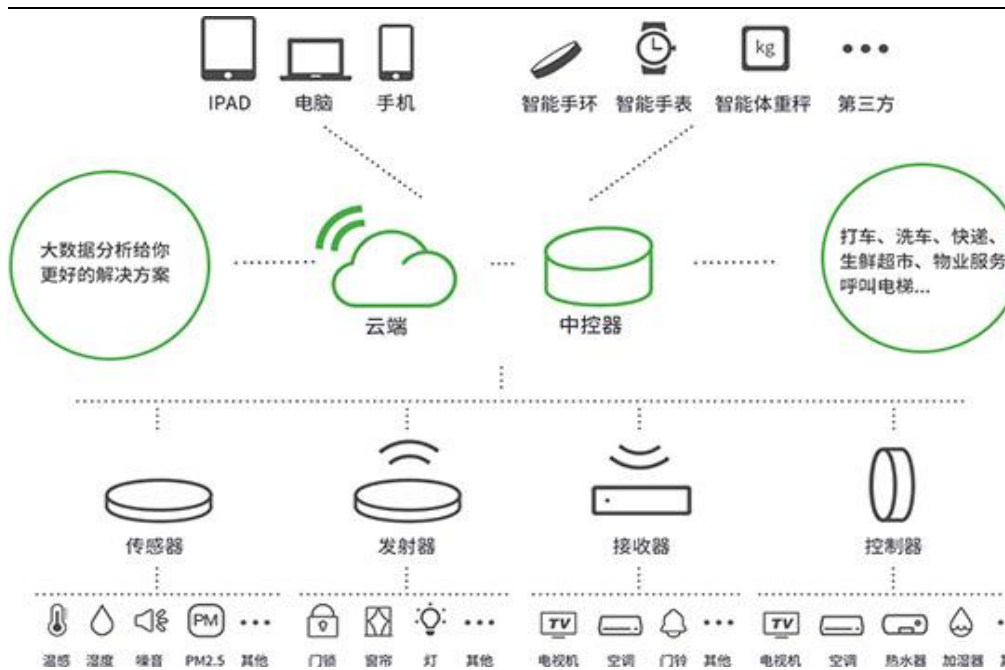
4、打造智慧家居，互联网家装加速布局

4.1、智慧家居取得新突破，建立闭环生态圈

随着国家对智能家居政策倾斜力度加大，智能家居市场迎来发展元年。然而，置换成本高、操作复杂、实用性不强、各类产品不兼容等问题使智能家居市场遭遇了“资本热、市场冷”的现状。作为装饰行业的领军企业，广田集团倾心打造“图灵猫”智能家居系列产品，为家庭提供智能化整体解决方案。

图灵猫品牌由子公司广田智能创立于2015年9月1日，秉承“科技让家更懂你”的品牌理念，致力于改善居住环境，让生活更智慧更美好。其核心团队成员来自BAT、IBM、华为、中兴等一线高科技公司，拥有领跑业内的软硬件研发设计实力。图灵猫智能家居系统主要由中控、传感器、旋钮、智能插座四个部分组成，通过与其他家居设备的互联互通，建立一个智能生态环境，能够做到空间感知、万物互联以及智能管控。帮助用户克服时空阻隔，第一时间有效联动家中设备，同时家中设备亦能互相感知相互联动。只需一个应用在手，即可拥有一个可随时“看到、感知、控制”的家。此外，图灵猫作为一个开放的平台，还支持市面上超过95%的家电，将智能管家效能最大化。图灵猫智慧家居首创了与装修公司深度合作定制智能家居的产品模式，以此减轻了用户在安装和布局过程中的负担，同时增加了智能化的程度。通过互联网轻便的连接一切家电，并针对多种不可遥控家电做出与其连通的改良方案。图灵猫能针对于星级酒店、高档住宅、商业综合体、大型场馆等智能化系统打造完美的软硬件整体解决方案，真正意义上实现了让技术服务于人的体验回归，给用户带来独一无二的智慧家居体验。

图表19：图灵猫系统示意图



资料来源：新时代证券研究所，公司资料

广田智能于2015年正式发起“图灵猫+开放生态计划”，期望与各类围绕家庭服务的企业建立创新智慧家庭生态圈。该计划可为合作伙伴提供智慧家庭高端用户服务的入口、营销咨询、数据分析等多方面支持。未来图灵猫将立足于合作伙伴的产品及服务特性，通过大数据计算，于用户家庭生活的适当场景下进行个性化推荐，让产品或服务得以更好地满足用户需求，同时助力合作伙伴赢取海量用户及丰厚营

收。该计划自推出以来，已有十余家合作伙伴加入。它们分布在生活 O2O 服务、智能硬件设备、可穿戴设备、快递服务、互联网医疗、在线支付等诸多领域，与图灵猫共同致力于建立中国第一个高品质智慧家庭生态圈。

图表20： 图灵猫合作伙伴



资料来源：新时代证券研究所，公司资料

公司针对智能家居进行了积极的业务布局与市场引导，以 B2B 为主要业务模式，与国内主要房地产企业进行系统性洽谈与合作，并开始铺设面向全国的销售网络，为智能家居市场的启动奠定了坚实的基础。2016 年公司与深圳市新豪方房地产有限公司、深圳市飞天云信息科技有限公司等签署了金额约 4200 万元的“图灵猫”销售协议，其中深圳新豪方将采购 2065 万元产品用于其豪方天际房地产项目。图灵猫商业化项目的成功实施推动了智慧家居业务的有效落地，预计 2017 年或将爆发。此外，图灵猫将成为恒大每年销售的 15 万套精装房的标配，也极可能吸引恒大 500 万的现有业主对家居进行智能化升级。智能家居市场放量或将带动公司未来业绩进一步增长。

图灵猫产品目前正处于初级阶段，即智能设备的研发以及以家装为入口发展智慧家庭的阶段。预计 3-5 年会进入第二阶段，即实现智慧社区。5-10 年实现第一个智慧城市样板。最终实现智能家居的生态闭环，成为各项生活服务的接口。未来图灵猫将借助广田传统精装修、定制精装、互联网家装三大渠道铺货，建立起“装饰装修-智慧家居产品-智慧家庭-智慧社区”的闭环生态圈。将低频次的消费转化成高频次的消费，从一次性利润向长久的多次消费性利润转化，最终实现产业链变现节点的后移。

图表21： 图灵猫发展路径



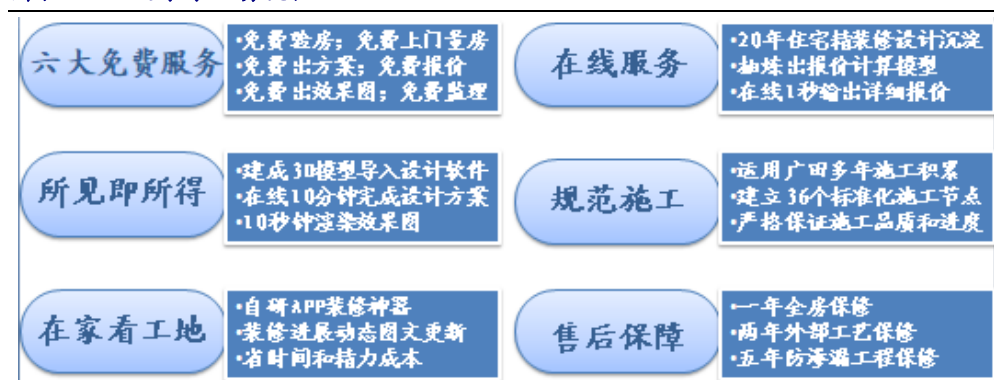
资料来源：新时代证券研究所，公司资料

4.2、引入腾讯战略合作伙伴，积极推进互联网家装

在当今互联网+的热潮中，广田借助互联网平台和信息通信技术，积极探索移动互联网时代下的新住宅装修商业模式，创造新的消费者体验和公司利润增长点，于2015年推出了“过家家”互联网家装业务平台。

子公司深圳过家家科技有限公司借助广田集团20年住宅精装修优势，员工来自腾讯、阿里巴巴、京东和传统家装公司精英，以设计、施工管理、供应链为基础平台，与互联网技术、现代IT技术、VR虚拟现实增强技术结合，打造场景化的电子商务平台。与用户进行线上线下的互动，提供“所见即所得”的、免费DIY快速设计、APP远程施工监管等服务。“过家家”现阶段主要针对“80后、90后”为主的首次置业装修的年轻用户，通过轻量化的设计软件，用户可以自主DIY设计、10秒钟渲染出效果图、1秒钟出报价和施工周期；并且设计方案中的全部主材、家具、软装配饰可购买，从而保证装修效果对用户做到真正的“所见即所得”。不仅如此，通过用户APP、项目经理APP、监理APP和后台ERP的相互打通，还可以将施工期间的每日进展以图文方式呈现给用户，让用户远程也能查看施工进展，实现施工过程的信息透明化，避免年轻用户频繁跑工地。让项目经理和监理可以实现远程管理工地，协调工人，材料收货等操作，提高工作效率。

图表22：过家家服务亮点



资料来源：新时代证券研究所，公司资料

过家家创新性的推出“臻品家”产品，在基准装修包的基础上，叠加厨房包，卫浴包和水电包。此全包套餐能做到厨卫不限面积，从而提高性价比和装修体验。其整装产品套餐还根据不同客户的购买力和需求分为“舒适系”和“乐享系”。其中，“舒适系”的报价为每100平米140128元，“乐享系”的报价则是在此基础上每平方米增加356元。这种报价前置，预算透明，多种选包随意搭配的业务模式未来有望吸引更多年轻消费者。

图表23：推出全套餐餐，提升性价比



资料来源：新时代证券研究所，过家家装修网

图表24：装修预算报价界面



资料来源：新时代证券研究所，过家家装修网

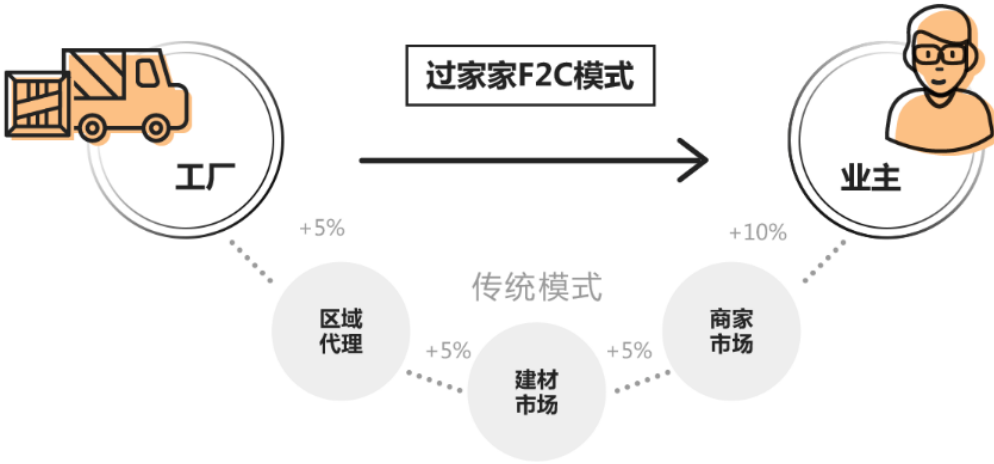
依托母公司超强的资源整合能力，过家家连接行业上下游合作商和资源，为用户提供更优质高效的服务和更高性价比的材料。装修主材全部选用一线品牌，包括欧神诺瓷砖、大自然地板、梦天木门、老板厨电和友邦吊顶等。而辅材也选用精品环保产品，采用国际标准品质检验，保证看不见的工程也安全环保。合作辅材包括金龙羽品牌电线、伟星品牌水管和广田涂料净醛内墙漆等名优产品。公司开创性的采用 F2C 模式，砍掉所有中间环节，以工厂底价直供，节省材料成本至少 25%。并且自建仓储，统一配送材料，以确保施工进度。

图表25：过家家合作伙伴



资料来源：新时代证券研究所，公司资料

图表26：过家家工厂直供模式



资料来源：新时代证券研究所，公司资料

装修是一个高度信息不对等的行业，过家家利用互联网和自身专业知识解决了选材、施工、设计以及选择服务商的信息不对等问题。过家家模式利用线上社区引流用户，线下体验馆转化用户，在施工过程中提供主材打包以及 APP 监控解决各个环节的痛点。装修属于一次性消费，客户的积累和口碑的树立是未来能否将低频次消费转换成长期高频次消费的关键。过家家在首次对客户服务之后，在赚取一次性利润的同时争取建立信任带来后期盈利。除一次性利润之外，未来有可能将家装作为入口提供社区服务以及获得沉淀数据运营的长期利润。相对于市场上的私人装修队，公司在价格上不具备绝对优势，但是胜在性价比高，重点在于客户体验。是否能够做出用户满意的产品是未来能否实现多点变现的决定性因素。从当前的客户的反馈来看用户体验较好，“过家家”模式比较受客户欢迎的原因包括体验店的落地，较快的设计，施工水平以及在施工过程中的互动。

2015 年 11 月，过家家首家装修体验馆在深圳南山开业，标志着过家家正式打通线上线下流程，过家家式互联网 O2O 装修服务落地。公司到目前为止已开业四家线下体验店，近期拟通过“城市合伙人”、“事业合伙人”的机制，完成 300 家体验店的布局，打造全国家装生态圈。预计 5 年后“过家家”能够覆盖全部一线城市和大多数二三线城市。

2016 年，广田引入腾讯作为战略合作伙伴，在武汉地区共同设立了腾广科技有限公司，合作开展互联网家装业务。公司借力腾讯海量的用户数据分析、成熟的互联网服务经验、充沛的现金流以及微信和 QQ 对用户强有力的影响力，协同双方在线上引流、家装施工能力和品牌等方面的优势资源，抢占家装市场份额，深层次开展“过家家”互联网家装业务。这也表明“过家家”向开拓区域市场以及布局全国迈出了重要的一步。

5、推进产融结合，工程与金融协同并进

5.1、产业基金和金融子公司协同发力，承接主营业务

产融结合是行业发展的必由之路，金融服务推动工程产业的发展壮大，工程的拓展又能为公司金融服务开辟新的盈利增长点，二者相互促进，形成工程与金融的良性循环。公司利用自身资金优势、融资优势和信誉优势，将工程与金融有效结合并积极创新，扩大与其他金融机构的合作，充分发挥金融杠杆作用，围绕上下游积极开展工程产业基金、融资担保、小额贷款、融资租赁、保理、消费金融、产业并购基金等产业金融服务，并推动主业的规模扩张。

公司是业内首家推出工程金融模式的企业，2013年11月出资设立深圳市广融工程产业基金管理有限公司，为专业从事地产类工程产业专项投融资的专业投资管理机构。依托强大的广田集团实力背景、凭借独特的研究评价体系以及创新的投资管理模式，立足专业化、规范化，致力于为建筑装饰工程及相关产业项目提供一流的投资管理服务。2016年广融基金共投入资金8.5亿元，带动公司承接工程合约19.1亿元，利用金融杠杆撬动工程业务，为企业带来了大量优质的工程业务。

公司同时积极加强与金融机构的合作，2016年公司分别与东莞银行合作成立了规模6亿元的产业基金，与恒大人寿保险有限公司合作成立了规模30亿元的产业基金，通过整合社会资源，做大做强公司工程金融业务，切实提升了公司业务承接能力。为进一步促进公司金融服务平台的建设，公司投资设立了深圳市广融融资担保有限公司、深圳市广融小额贷款有限公司，并成立了金服集团，以更好地统筹公司金融板块业务的实施和发展。目前，广融融资担保有限公司和广融小额贷款有限公司均已取得营业执照并正式运营，2017年金融业务贡献收入有望达到2亿元。

5.2、启动资产专项计划，开创装饰应收账款ABS先河

2017年6月，公司成立“招商创融-广田集团应收账款资产支持专项计划”。目前，该专项计划的资产支持证券已获投资人超额认购，实际收到参与资金13.8亿元，将对公司盈利能力产生积极影响。公司属于建筑装饰行业，应收账款占比通常较高，坏账导致近几年有大量的资产减值损失。此次资产支持专项计划成立，首先将促进公司盘活账面资产，提高应收账款周转率，加强资产的流动性和变现能力，有助于公司扩大规模，承接PPP、总承包等大型工程。其次将释放大量运营资金，应收账款的出表将减少大额应收账款坏账损失的确认，对公司利润有极大的改善作用。再次，广田集团是首个尝试ABS业务的建筑装饰企业，公司发挥行业龙头企业的带头作用，为全行业拓展融资渠道提供了良好示例。最后，ABS虽会增加一定财务费用，但减少了资产减值损失，因此能够降低费用支出，整体上可以达到有效降低财务成本的目的，并且也减少公司所受信贷政策的影响。

6、盈利预测与估值

6.1、盈利预测

装饰工程施工：

假设：1) 2017 年受益装饰市场高景气及消费升级带动，公司装饰工程施工收入增速保持在 20%，2018/2019 年考虑房地产投资趋稳及公司营收扩大产生的基数效应，营业收入年增速以 2%~3% 放缓；2) 公司毛利率保持在 15% 左右。

由此预计公司装饰工程施工 17-19 年营业收入约为 108.17/127.64/146.79 亿元，对应毛利润为 16.50/19.47/22.75 亿元。

图表27： 公司装饰工程施工业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7648	9014	10817	12764	14679
YOY	-20.18%	17.86%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利	1303	957	1650	1947	2275
毛利率	17.04%	10.62%	15.25%	15.25%	15.50%

资料来源：新时代证券研究所

土建施工：

假设：公司土建施工业务非主营业务且非未来大力拓展方向，预计 2017-2019 年增速将维持在 10% 上下，毛利率持平。

据此估计公司土建施工业务 17-19 年营业收入约为 7.09/7.80/8.58 亿元，对应毛利润约为 0.11/0.12/0.13 亿元。

图表28： 公司土建施工业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入		645	709	780	858
YOY			10.00%	10.00%	10.00%
毛利		8	11	12	13
毛利率		1.17%	1.50%	1.50%	1.50%

资料来源：新时代证券研究所

装饰工程设计：

假设：装饰工程业务营收增速由于基数效应从 20% 逐年递减，毛利率持平。

预计装饰工程设计业务 17-19 年营业收入约为 2.23/2.57/2.83 亿元，对应毛利润约为 0.28/0.32/0.35 亿元。

图表29： 公司装饰工程设计业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	134	186	223	257	283
YOY	-5.47%	39.02%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利	17	23	28	32	35
毛利率	12.40%	12.48%	12.50%	12.50%	12.50%

资料来源：新时代证券研究所

工程金融：

假设：工程金融为公司新兴业务，且为未来重点发展方向之一，未来三年将维持较高增速；根据 16 年水平，假设毛利率保持在 90%。

我们预计该业务 17-19 年营业收入约为 1.69/2.53/3.54 亿元，对应毛利润约为 1.52/2.28/3.19 亿元。

图表30： 公司工程金融业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入		106	169	253	354
YOY		77.28%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利		94	152	228	319
毛利率		89.56%	90.00%	90.00%	90.00%

资料来源：新时代证券研究所

园林绿化：

假设：园林绿化的营收增速未来将保持在 25%~30%；毛利率为 5%~6%。

预计 17-19 年营业收入约为 1.31/1.64/2.05 亿元，对应毛利润约为 0.08/0.08/0.10 亿元。

图表31： 公司园林绿化业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	98	101	131	164	205
YOY	1519.77%	2.44%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利	1	6	8	8	10
毛利率	1.32%	6.42%	6.00%	5.00%	5.00%

资料来源：新时代证券研究所

木制品销售：

假设：业务营收增速未来将保持在 40%~60%；毛利率为-10%。

预计 17-19 年业务营收约为 0.57/0.86/1.20 亿元，对应毛利润约为 -0.06/-0.09/-0.12 亿元。

图表32： 公司木制品销售业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	63	36	57	86	120
YOY	249.72%	-43.45%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利	-31	-3	-6	-9	-12
毛利率	-48.54%	-9.71%	-10.00%	-10.00%	-10.00%

资料来源：新时代证券研究所

智能家居与工程：

假设：本业务虽然目前营收规模不大，但市场潜力巨大，为未来重点发展方向之一，未来三年将保持 50%-120% 的高速增长；毛利率为 40%-50%，随着智能家居模式技术的成熟及拓展带来的规模效应，毛利率将逐步提升。

我们预计智能家居业务 17-19 年营业收入约为 0.42/0.63/0.94 亿元，对应毛利

润约为 0.17/0.28/0.47 亿元。

图表33： 公司智能家居与工程业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7	19	42	63	94
YOY	-80.29%	166.39%	120.00%	50.00%	50.00%
毛利	3	6	17	28	47
毛利率	36.57%	30.68%	40.00%	45.00%	50.00%

资料来源：新时代证券研究所

主要财务指标：

图表34： 广田集团主要财务指标（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8010	10113	12156	14376	16603
YOY	-18.2%	26.2%	20.2%	18.3%	15.5%
毛利率	16.9%	10.8%	15.3%	15.6%	16.2%
期间费用	536	592	587	689	802
占比	6.7%	5.9%	4.8%	4.8%	4.8%
归母净利	279	403	553	728	934
YOY	-48.0%	44.4%	37.3%	31.7%	28.2%

资料来源：新时代证券研究所

6.2、估值

根据我们的盈利预测，广田集团在 2017 年至 2019 年营业收入分别为 12.16、14.38、16.60 亿元，归母净利分别为 5.53、7.28、9.34 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.36、0.47、0.60 元，当前股价对应 PE 分别为 26、19、15x。公司作为家装行业龙头，在家装市场持续景气及消费升级带动下，业绩稳健高增长，给予“推荐”评级。

7、风险提示

房地产销售增速下滑；装饰主业拓展不及预期；客户集中度过高。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	12238	13356	15611	17627	20050	营业收入	8010	10113	12156	14376	16603
现金	2656	1555	3259	3028	3200	营业成本	6657	9020	10317	12128	13914
应收账款	6906	9680	8752	10350	11954	营业税金及附加	261	56	401	474	548
其他应收款	140	244	194	230	266	营业费用	141	186	221	262	302
预付账款	159	193	186	218	250	管理费用	235	279	353	417	481
存货	735	815	1032	1213	1391	财务费用	160	127	13	11	19
其他流动资产	1641	868	2188	2588	2989	资产减值损失	227	73	210	210	210
非流动资产	1418	2489	1492	1462	1440	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	32	39	30	30	30	投资净收益	-1	79	0	0	0
固定资产	398	357	378	386	394	营业利润	327	451	641	874	1129
无形资产	66	68	61	55	50	营业外收入	45	31	28	35	35
其他非流动资产	922	2025	1023	991	966	营业外支出	2	1	2	2	2
资产总计	13656	15845	17103	19089	21490	利润总额	370	480	667	907	1162
流动负债	6399	8168	9052	10442	12079	所得税	59	80	111	150	193
短期借款	618	867	700	700	966	净利润	311	400	556	756	969
应付账款	3073	4086	4643	5458	6261	少数股东损益	32	-2	20	28	36
其他流动负债	2709	3215	3709	4285	4852	归属母公司净利润	279	403	536	728	933
非流动负债	1317	1374	1310	1310	1310	EBITDA	515	605	726	949	1205
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.26	0.35	0.47	0.60
其他非流动负债	1317	1374	1310	1310	1310						
负债合计	7716	9542	10362	11752	13389	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	161	198	219	246	282	成长能力					
股本	625	1550	1550	1550	1550	营业收入(%)	(18.2)	26.2	20.2	18.3	15.5
资本公积	3319	2342	2342	2342	2342	营业利润(%)	(48.9)	37.7	42.2	36.3	29.2
留存收益	1834	2213	2631	3199	3927	归属于母公司净利润(%)	(48.0)	44.4	33.1	35.9	28.1
归属母公司股东权益	5779	6105	6523	7091	7819	获利能力					
负债和股东权益	13656	15845	17103	19089	21490	毛利率(%)	16.9	10.8	15.1	15.6	16.2
						净利率(%)	3.5	4.0	4.4	5.1	5.6
						ROE(%)	4.8	6.6	8.2	10.3	11.9
						ROIC(%)	6.3	6.7	7.3	9.2	10.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.5	60.2	60.6	61.6	62.3
						净负债比率(%)	4.5	5.5	4.1	3.7	4.5
						流动比率	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7
						速动比率	1.8	1.5	1.6	1.6	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5
						应付账款周转率	2.1	2.5	2.4	2.4	2.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.45	0.26	0.35	0.47	0.60
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.30	0.14	0.75	-0.02	0.11
						每股净资产(最新摊薄)	9.24	3.94	4.21	4.57	5.04
						估值比率					
						P/E	20.31	34.88	26.21	19.29	15.05
						P/B	0.98	2.30	2.15	1.98	1.80
						EV/EBITDA	23.87	20.3	16.9	13.0	10.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 公司发展历程一览.....	3
图表 2: 公司股权结构.....	4
图表 3: 公司 2016 年分产品营收占比.....	4
图表 4: 公司 2016 年分地区营收占比.....	4
图表 5: 公司近年营收及增速情况.....	5
图表 6: 公司近年归母净利润及增速情况.....	5
图表 7: 广田集团近年毛利率和净利率变化.....	5
图表 8: 建筑装饰行业发展演变.....	6
图表 9: 建筑装饰行业完成工程总产值及同比增速 (2011-2016)	7
图表 10: 建筑装饰行业上下游关系.....	7
图表 11: 部分上市装饰企业与长期合作房企.....	8
图表 12: 商品房累计销售面积及增速.....	9
图表 13: 一至三线城市新房每月日均成交面积同比增速.....	9
图表 14: 城镇住房建筑面积.....	10
图表 15: 2015-2016 年北京新房、二手房销售面积.....	10
图表 16: 2015-2016 年深圳新房、二手房销售面积.....	10
图表 17: 装饰板块上市公司 2016 年营收及归母净利润情况.....	11
图表 18: 装饰板块上市公司 2016 年营收及归母净利润情况.....	14
图表 19: 图灵猫系统示意图.....	15
图表 20: 图灵猫合作伙伴.....	16
图表 21: 图灵猫发展路径.....	16
图表 22: 过家家服务亮点.....	17
图表 23: 推出全包套餐, 提升性价比.....	18
图表 24: 装修预算报价界面.....	18
图表 25: 过家家合作伙伴.....	18
图表 26: 过家家工厂直供模式.....	18
图表 27: 公司装饰工程施工业务营业收入预测 (百万元)	21
图表 28: 公司土建施工业务营业收入预测 (百万元)	21
图表 29: 公司装饰工程设计业务营业收入预测 (百万元)	21
图表 30: 公司工程金融业务营业收入预测 (百万元)	22
图表 31: 公司园林绿化业务营业收入预测 (百万元)	22
图表 32: 公司木制品销售业务营业收入预测 (百万元)	22
图表 33: 公司智能家居与工程业务营业收入预测 (百万元)	23
图表 34: 广田集团主要财务指标 (百万元)	23

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间10年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 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。

推荐： 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： 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： 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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>