

**证券研究报告—动态报告公司快评**
**建筑工程**
**工程承包**
**洪涛股份 (002325)**

公司动态跟踪

**推荐**

(维持评级)

2012年01月19日

# 新型细分市场树立标杆，传统优势领域需求旺盛

**证券分析师：邱波**

0755-82133390

qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120021

**联系人：刘萍**

0755-82130678

liuping@guosen.com.cn

## ■ 高端品牌得以强化、新型细分市场树立标杆

**在传统优势细分市场继续领先。**从公司披露的公开信息我们判断 2011 年公司新签合同会有较高增长，增幅或创历史新高，公司在 11 年中标多个超亿元项目，承接了一大批重点大型装饰工程，其中包括中国政协办的中国文史馆、西柏坡干部学院和深圳麒麟山庄等剧院和国宾馆项目，完成了希尔顿、喜达屋、洲际等国际品牌公司的多个五星级酒店工程，公司在装饰领域的高端地位、品牌得以强化。

**新型细分市场树立标杆，形成准入门槛优势。**公司 2011 年承揽的滨海医院是国内目前档次最高的医院，目前已经试营业，目前在国承担揽超亿元医院项目的装饰公司还很少，公司的适时切入积累了门槛优势。未来两到三年，深圳拟建和在建三甲医院达 13 个，都有可能成为公司的潜在订单，另外，公司在总承包、境外项目、泛光项目、机场地铁领域等方面都有突破，亦为未来业务领域的拓展奠定了坚实基础。

**业务结构稳健高端。**主要体现在两方面，一是客户结构高端：公司超过 60% 的客户来自政府、上市公司、跨国企业和央企，来自地产的客户约占 30%，第一大客户业务占比低于 10%；二是产品结构高端：文教卫生占公司业务的比例为 12%，五星级酒店 43%，办公楼 26%，交通枢纽 5%。

**现金流稳定，回款正常。**由于公司项目属高端项目，客户支付能力强，一般预付款达到 10%-30%，进度款可收到 75%，完工后收款到 85%，即使 2011 年在银根收紧的背景下，回款状况也强于同行多数装饰公司。

## ■ 对 12 年形势的研判

我们判断，2012 年房地产调控不会放松，房地产企业进行行业内整合的可能性较大，调控加大了地产商对装饰等合作公司的要求，品牌、技术等更为重要，像公司这样的龙头企业反而更有优势。在去年 4 季度，高端装饰公司来自地产商的邀请招标有增多的趋势；未来公司仍将继续专注于酒店、综合体等对开发商项目中至关重要的部分，同时将加大对客户的预选力度，确保项目风险可控。

**地方融资平台问题：**市场普遍担心公司 40% 的客户来自于政府项目，地方政府土地财政受房地产行业下行的影响后，支付能力变弱，实际上，公司的传统细分优势市场是主要集中于教科文卫，是政策扶持的重点，这类项目一般在立项时很多会纳入政府部门预算，资金相对有保障。

**预计 12 年毛利率相对 11 年将稳中有升。**按照募投项目建设进程，公司的工厂化项目将于 2012 年达产，由于木制品占公司成本的 20%-30%，而公司的剧院项目较多，对 GRG 的需求较大，因此，募投项目投产对公司成本降低作用明显，毛利率有望相应提升。

**传统优势领域需求依然畅旺。**未来两年全国各大、中城市的拟建剧院项目超过 100 个，因公司在剧院、大堂装饰领域的特殊地位，公司在这一领域优势明显，过往中标率超过 30%，将有望在未来两到三年逐步转化为公司的实际需求。其它领域如三甲医院、CBD 超高层建筑等的未来需求也较多，有爆发式增长的可能。

## ■ 维持“推荐”评级

**维持 11/12/13 年 EPS0.64/1.00/1.51 元的业绩预测，**分别同比增长 53%/55%/51%。公司稳健的经营风格确保其在调控背景下仍能保持较高质量的快速增长，维持中长期“推荐”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	803	768	727	699
应收款项	708	1080	1694	2560
存货净额	10	31	45	72
其他流动资产	44	43	70	103
<b>流动资产合计</b>	<b>1564</b>	<b>1921</b>	<b>2536</b>	<b>3434</b>
固定资产	77	109	85	41
无形资产及其他	27	43	42	40
投资性房地产	12	12	12	12
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1680</b>	<b>2084</b>	<b>2674</b>	<b>3527</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	397	555	869	1314
其他流动负债	170	200	313	472
<b>流动负债合计</b>	<b>567</b>	<b>755</b>	<b>1181</b>	<b>1786</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
<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>567</b>	<b>755</b>	<b>1181</b>	<b>1786</b>
少数股东权益	0	0	3	9
股东权益	1114	1329	1490	1733
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1680</b>	<b>2084</b>	<b>2674</b>	<b>3527</b>

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.65	0.64	1.00	1.51
每股红利	0.09	0.19	0.30	0.45
每股净资产	7.42	5.77	6.46	7.52
ROIC	9%	13%	21%	31%
ROE	9%	11%	15%	20%
毛利率	16%	16%	16%	16%
EBIT Margin	9%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	9%	9%	9%	9%
收入增长	15%	54%	57%	51%
净利润增长率	40%	53%	55%	51%
资产负债率	34%	36%	44%	51%
息率	1%	2%	3%	5%
P/E	22.7	22.8	14.7	9.7
P/B	2.0	2.5	2.3	1.9
EV/EBITDA	21.0	20.5	13.6	10.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>1508</b>	<b>2319</b>	<b>3636</b>	<b>5495</b>
营业成本	1270	1954	3058	4621
营业税金及附加	51	79	123	186
销售费用	20	29	44	66
管理费用	39	63	89	125
财务费用	(9)	(13)	(13)	(12)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(15)	(16)	(25)	(38)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	122	191	310	471
营业外净收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>124</b>	<b>191</b>	<b>310</b>	<b>471</b>
所得税费用	27	43	78	118
少数股东损益	0	0	3	6
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>97</b>	<b>148</b>	<b>230</b>	<b>347</b>

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>97</b>	<b>148</b>	<b>230</b>	<b>347</b>
资产减值准备	7	0	(2)	(6)
折旧摊销	3	8	12	12
公允价值变动损失	15	16	25	38
财务费用	(9)	(13)	(13)	(12)
营运资本变动	(163)	(203)	(232)	(328)
其它	(7)	0	5	12
<b>经营活动现金流</b>	<b>(48)</b>	<b>(31)</b>	<b>38</b>	<b>76</b>
资本开支	(22)	(71)	(10)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(22)</b>	<b>(71)</b>	<b>(10)</b>	<b>0</b>
权益性融资	0	112	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(13)	(44)	(69)	(104)
其它融资现金流	(56)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(82)</b>	<b>67</b>	<b>(69)</b>	<b>(104)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(152)</b>	<b>(35)</b>	<b>(41)</b>	<b>(28)</b>
货币资金的期初余额	955	803	768	727
货币资金的期末余额	803	768	727	699
企业自由现金流	(82)	(116)	12	58
权益自由现金流	(138)	(106)	22	67

## 相关研究报告:

《洪涛股份-002325-重大事件快评: 获 T3 航站楼装饰合同有重大意义》 —— 2011-12-07

《洪涛股份-002325-成长加速》 —— 2011-08-18

《洪涛股份-002325-借品牌之势, 乘渠道之风, 谱成长之曲》 —— 2011-07-13

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告信息均来源于公开资料, 我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供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。