

2011年8月19日

# 洪涛股份

## 业绩释放加速趋势明显

**买入**

**A** 002325.SZ - 人民币 26.40

目标价格: 人民币 34.70 (↑28.40)

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

洪涛股份公告 2011 年上半年收入 8.69 亿人民币, 同比增幅为 36.6%; 归属母公司股东净利润 4,683 万人民币, 同比增幅为 35.3%。公司预告 1-9 月净利润增幅为 60-90%, 我们认为在实施员工激励方案后公司的业绩释放加速趋势明显, 未来盈利预测仍存在上调的可能。在整体市场业绩面临下调压力的环境下, 存在上调预期的公司属相对稀缺品种, 未来投资者关注度将进一步上升。公司业务短期不涉及地产装修, 一定程度上也抵御了地产调控的影响。公司有息负债为零, 财务状况稳健。公司设计能力优异, 管理层保守的风格有所转变。从结转加上今年新签判断, 并结合下半年公司预期签单量, 今明年两年的业绩已经较有保障。公司市值较小, 看好长期市值成长空间。

### 支撑评级的要点

- 通过增量和存量市场双轮驱动, 市场集中度特别是高端建筑装饰市场的集中度提高, 高端市场保持了良好的发展态势。
- 建筑装饰部品部件工厂化项目已经完成设备订货及安装, 年内部分达产, 未来有利于提升公司毛利率。
- 营销网络建设项目进展顺利, 分支机构已超过 30 家, 终端渠道建设推动营销工作全面爆发。
- 未来不排除通过收购兼并的方式扩张。

### 评级面临的主要风险

- 地方政府去杠杆化速度过快的不利影响。

### 估值

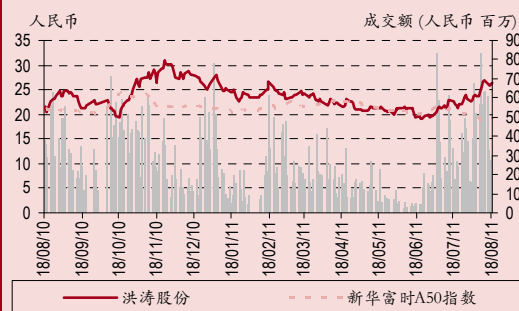
- 我们将公司 2011-2013 的盈利预测分别上调至 0.731、1.155 和 1.635 元人民币, 目标价上调至 34.70 元人民币, 维持买入评级不变。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	1,310	1,508	2,267	3,297	4,541
变动(%)	25	15	50	45	38
净利润(人民币百万)	69	97	164	260	368
全面摊薄每股收益(人民币)	0.307	0.431	0.73	1.155	1.635
变动(%)	37.7	40.4	69.6	58.0	41.5
市场预期每股收益(人民币)			0.70	1.030	1.280
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.658	0.94	1.295
调整幅度(%)	-	-	11.1	22.0	26.3
核心每股收益(人民币)	0.335	0.478	0.77	1.206	1.691
变动(%)	45.8	42.6	62.7	55.1	40.2
全面摊薄市盈率(倍)	86.0	61.2	36.1	22.8	16.1
核心市盈率(倍)	78.8	55.2	33.9	21.9	15.6
每股现金流量(人民币)	0.45	(0.30)	0.42	0.71	1.08
价格/每股现金流量(倍)	58.5	(88.1)	62.2	37.0	24.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.5	24.1	22.5	14.0	9.7
每股股息(人民币)	0.100	0.150	0.18	0.289	0.409
股息率(%)	0.4	0.6	0.7	1.1	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	2	17	24	25
相对新华富时A50指数(%)	10	26	35	34

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	225
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	2,13
3个月日均交易额(人民币 百万)	25
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
刘年新 36	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

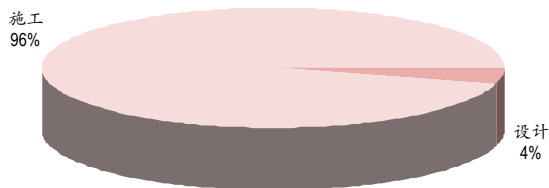
中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**图表 2. 业绩摘要**

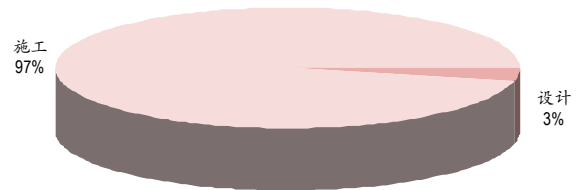
(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变化%
营业收入	637	869	36.6
营业成本	(543) (743)		36.9
营业税金及附加	(21)	(29)	37.7
销售费用	(6) (19)		210.4
管理费用	(19)	(16)	(15.4)
财务费用 2		7	194.7
资产减值损失	(5)	(7)	40.0
营业利润	44	61	38.1
营业外收入	0	0	n.m
营业外支出	(0) (0)		(98.6)
利润总额	44	61	40.0
所得税费用	(9) (15)		57.7
净利润	35	47	35.3
归属于母公司所有者的净利润	35	47	35.3

资料来源：公司数据

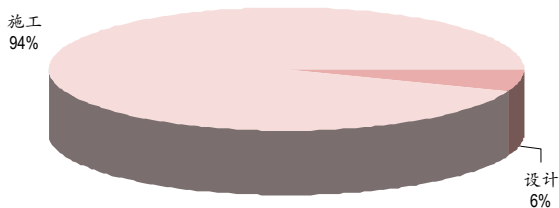
**盈利预测及估值。**公司中期业绩与此前公司预告一致。公司预告 1-9 月净利润增幅为 60-90%，我们认为在实施员工激励方案后公司的业绩释放加速趋势明显。我们对公司 2011-2013 的盈利预测分别上调至 0.731、1.155 和 1.635 元人民币，目标价上调至 34.70 元人民币，维持买入评级不变，对应目标市盈率 2012 年 30 倍，反映了公司长期增长预期和装修子行业估值中枢水平。

**图表 3. 2010 上半年主营收入分布**


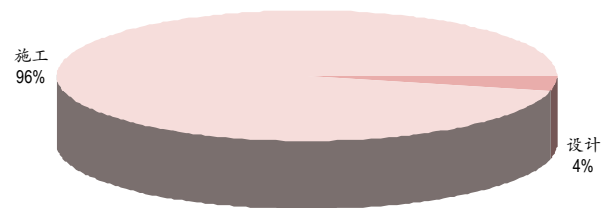
资料来源：公司数据

**图表 4. 2011 上半年主营收入分布**


资料来源：公司数据

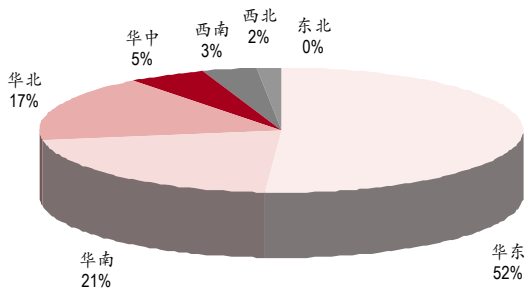
**图表 5. 2010 上半年主营毛利分布**


资料来源：公司数据

**图表 6. 2011 上半年主营毛利分布**


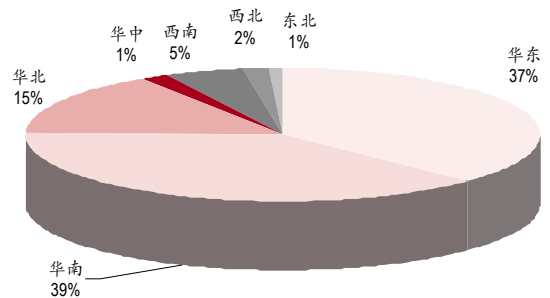
资料来源：公司数据

图表 7. 2010 上半年主营业务收入地区分布



资料来源：公司数据

图表 8. 2011 上半年主营业务收入地区分布



资料来源：公司数据

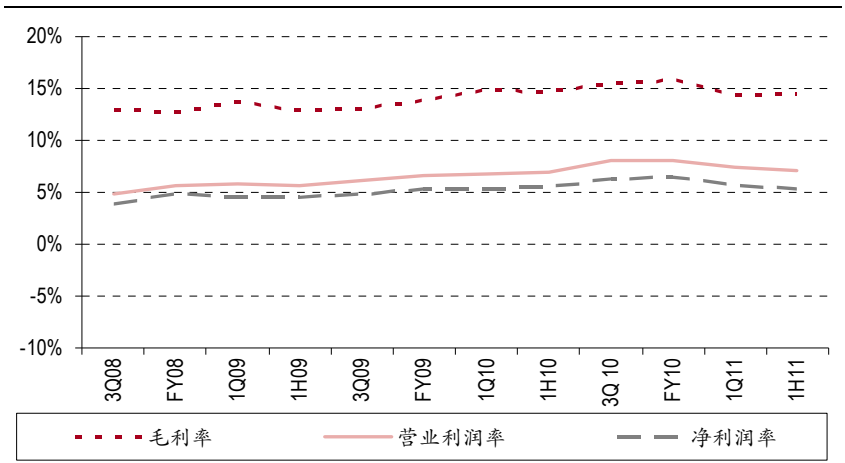
### 2011 年中报业绩符合此前预期。

洪涛股份公告 2011 年上半年收入 8.69 亿人民币，同比增幅为 36.6%；归属母公司股东净利润 4,683 万人民币，同比增幅为 35.3%，与公司业绩快报一致，符合此前预期。

上半年公司持续定位于高端装饰市场，先后设计和施工了 8 项剧院会堂类建筑的装饰装修工程，保持了公司在剧院会堂这一高端建筑装饰细分市场的持续领先优势。公司承接了 23 项五星级酒店的的设计和施工，其中有 13 项是由喜达屋 (STAR.WOOD)、洲际 (INTERCONTINENTAL)、希尔顿 (HI)、万豪 (Marriott)、温德姆 (Wyndham) 等世界著名酒店管理公司管理。公司还承接了一批国际一流的地标性项目，如由普利茨奖获得者库哈斯设计的巨型悬挑超高层标志性建筑——深圳证券交易所运营中心项目；全国公立医院改革样板、设施/管理/服务一流的现代化国际医院——深圳滨海医院 (港大深圳医院) 项目。公司上半年又以总承包模式承担了深圳麒麟山庄贵宾楼改造工程，为推进总承包模式积累了丰富的经验。公司在铁路、机场、医院、商业类项目也有突破，实现了高端公共装饰市场全面发展。

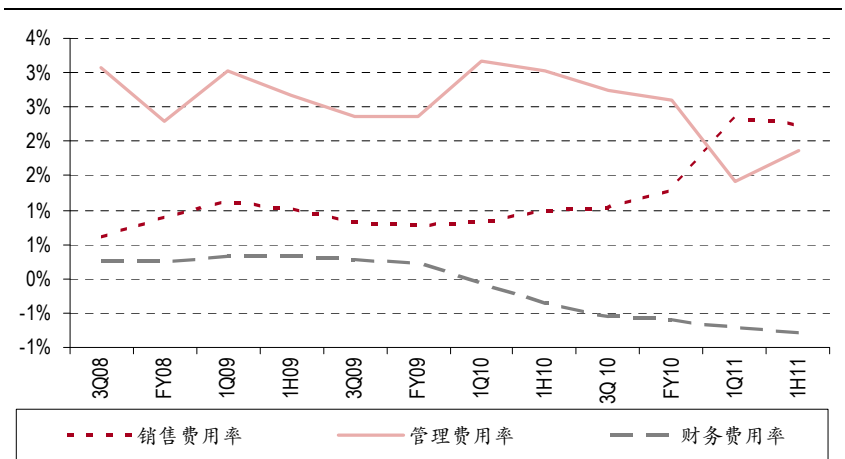
2011年中报公司综合毛利率为14.5%，较去年同期小幅下降0.2个百分点；公司营业利润率为7%，较去年同期小幅提升0.1个百分点；公司净利润率为5.4%，较去年同期小幅下降0.1个百分点。2011年中报销售费用率为2.2%，与去年同期相比上升了1.3个百分点；公司管理费用率为1.9%，较去年同期下降1.2个百分点；利息收入比例进一步上升。虽流动和速动比率小幅下降，公司继续维持净现金状态，有息负债持续为零，未来有比较充裕的杠杆空间。公司长期毛利率改善的动力将来自部件工厂化项目的推进。销售费用增速较快，与公司正在扩张的销售网络建设有关。受宏观紧缩影响，垫资比例有所上升，经营现金流较去年同期下滑51.8%

图表 9. 主要利润率指标



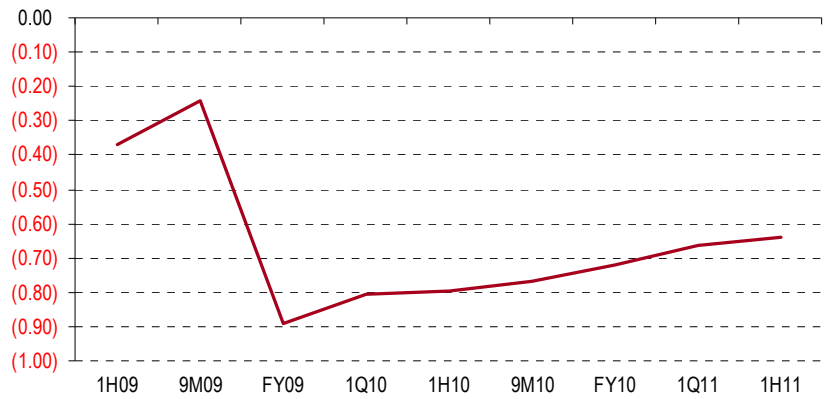
资料来源：公司数据

图表 10. 主要费用率指标



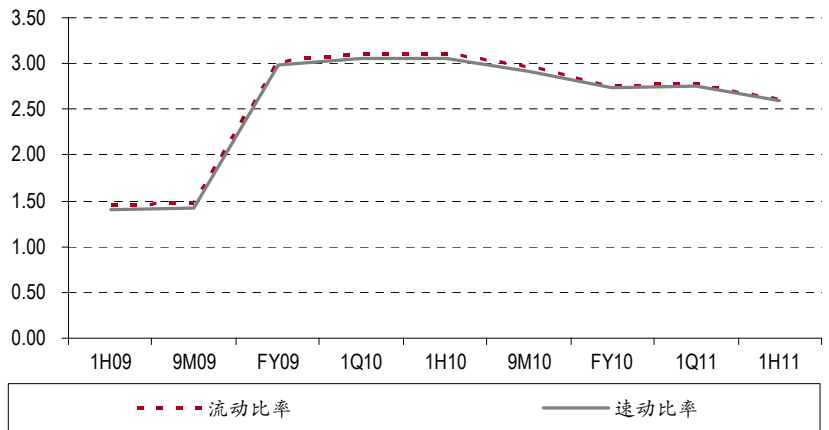
资料来源：公司数据

图表 11.净负债权益比率



资料来源：公司数据

图表 12.公司流动和速动比率



资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,310	1,508	2,267	3,297	4,541
销售成本	(1,128)	(1,270)	(1,906)	(2,747)	(3,774)
经营费用(包括折旧及摊销)	(82)	(107)	(134)	(191)	(262)
<b>息税折旧前利润</b>	100	131	227	359	505
折旧及摊销	(3)	(3)	(4)	(5)	(6)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	97	128	223	354	499
净利息收入(费用)	(3)	9	7	8	8
其他收益/(损失)	(8)	(13)	(14)	(15)	(17)
<b>税前利润</b>	86	124	216	347	491
所得税	(17)	(27)	(52)	(87)	(123)
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	69	97	164	260	368
<b>核心净利润</b>	75	108	175	271	380
每股收益(人民币) 0.30	7	0.431	0.731	1.15	5
核心每股收益(人民币) 0.33	5	0.478	0.778	1.20	6
每股股息(人民币) 0.10	0	0.150	0.183	0.28	9
收入增长(%)	25	15	50	45	38
息税前利润增长(%)	49	32	74	59	41
息税折旧前利润增长(%) 4	5	31	73	58	41
每股收益增长(%)	38	40	70	58	42
核心每股收益增长 46		43	63	55	40

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 955		803	845	917	1,044
应收帐款 420		708	1,064	1,548	2,132
库存 18		10	15	21	29
其他流动资产 20		44	62	86	115
<b>流动资产总计</b>	1,412	1,564	1,986	2,572	3,320
固定资产 49		77	104	133	165
无形资产 28		27	29	33	37
其他长期资产	7	12	12	12	12
<b>长期资产总计</b>	84	116	145	177	213
<b>总资产</b>	1,496	1,680	2,131	2,750	3,533
应付帐款 371		485	728	1,051	1,445
短期债务 40		5	15	15	15
其他流动负债 57		77	132	209	295
<b>流动负债总计</b>	468	567	875	1,275	1,755
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0	0
股本 120		150	225	225	225
资本公积	909	964	1,031	1,249	1,552
<b>股东权益</b>	1,029	1,114	1,256	1,474	1,777
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总负债及权益</b>	1,496	1,680	2,131	2,750	3,533
每股帐面价值(人民币) 8.57		7.42	5.58	6.55	7.90
每股有形资产(人民币) 8.34		7.24	5.45	6.41	7.74
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.62)	(5.32)	(3.69)	(4.01)	(4.57)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 86		124	216	347	491
折旧与摊销	3	3	4	5	6
净利息费用	3	(9)	(7)	(8)	(8)
运营资本变动 18		(183)	(81)	(114)	(141)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(9)	(2)	(37)	(70)	(104)
<b>经营活动产生的现金流</b>	101	(67)	95	160	243
购买固定资产净值	(28)	(32)	(48)	(54)	(60)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	(28)	(32)	(48)	(54)	(60)
净增权益 791		0	0	0	0
净增债务	0	(40)	10	0	0
支付股息	(5)	(12)	(23)	(41)	(65)
其他融资现金流	(7)	(1)	7	8	8
<b>融资活动产生的现金流</b>	779	(53)	(5)	(34)	(57)
现金变动 853		(152)	42	73	126
期初现金 102		955	803	845	917
公司自由现金流 73		(99)	56	115	192
权益自由现金流 70		(140)	65	114	191

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力 (%)</b>					
息税折旧前利润率 7.6		8.7	10.0	10.9	11.1
息税前利润率 7.4		8.5	9.8	10.7	11.0
税前利润率 6.6		8.2	9.5	10.5	10.8
净利率 5.3		6.4	7.3	7.9	8.1
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	3.0	2.8	2.3	2.0	1.9
利息覆盖倍数 29.1		101.4	156.2	247.9	349.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 3.0		2.7	2.3	2.0	1.9
<b>估值(倍)</b>					
市盈率 86.0		61.2	36.1	22.8	16.1
核心业务市盈率 78.8		55.2	33.9	21.9	15.6
目标价对应核心业务市盈率	103.5	72.6	44.6	28.8	20.5
市净率 3.1		3.6	4.7	4.0	3.3
价格/现金流 58.5		(88.1)	62.2	37.0	24.5
企业价值/息税折旧前利润	22.5	24.1	22.5	14.0	9.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数 5.4		4.0	2.3	2.4	2.4
应收帐款周转天数 90.5		136.5	142.7	144.6	147.9
应付帐款周转天数 75.9		103.5	97.7	98.5	100.3
<b>回报率 (%)</b>					
股息支付率 17.4		23.2	25.0	25.0	25.0
净资产收益率 11.4		9.1	13.9	19.0	22.6
资产收益率 8.1		6.3	8.9	10.9	11.9
已运用资本收益率 15.1		12.7	19.4	26.3	31.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621) 6860 4866  
传真:(8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话:(8610) 6622 9000  
传真:(8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话:(4420) 7022 8888  
传真:(4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话:(1) 212 259 0888  
传真:(1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371