

评级：强烈推荐

建筑工程

公司深度报告

第一创业研究所

郭强 S1080510120010

联系人：神爱前 S1080111010002

电话：0755-82481501

邮件：shenaiqian@fcsc.cn

## 洪涛股份（002325）

——成长潜力正释放，外延扩张助增长

### 交易数据

52 周内股价区间(元): 18.58-47

总市值(百万元): 6078.60

流通股股本(百万股): 80.45

流通股比率(%): 34.9%

### 资产负债表摘要(10/11)

股东权益(百万元) 1168.91

每股净资产 7.79

市净率 3.39

资产负债率 29.7%

### 洪涛股价与沪深 300 对比



### 相关报告

### 核心逻辑与思路:

- **洪涛之痛，新一轮高增长启动中：**面对高速发展的行业，集中度持续提高的市场，装饰上市公司取得了骄人成绩。而洪涛股份作为久负盛名的老牌翘楚，连续多年位列装饰百强企业前几名，却表现的有些落寞。近几年成长速度慢于其他上市公司，2010 年收入规模只有 15 亿，而同期百强企业年均产值已达 10 亿，企业总市值目前 60 亿，只有其它装饰上市公司的 1/3 至 1/4 的市值。这成为洪涛之痛。痛定思痛，洪涛成长速度逊于其它几家企业主要在于其专注高端业务领域，业务范围过窄，承接订单能力没有释放。而今，万事皆具备，洪涛股份由高端业务向外延市场乃至住宅楼盘整装市场拓展扩张正在启动中，新一轮高增长自今而始。
- **宏观大环境，调控与转型，外延拓展扩张的环境：**住宅调控形势下，商业地产迎来发展机会，投资价值显现，需求面坚挺，而开发商出于对住宅市场未来不确定性，普遍大幅提高了商业地产开发比例。在 08 年金融危机后，国家出台系列区域经济规划形成系列城市圈，如今各区域中心城市正处于升级中，各地摩天大楼、写字楼、酒店建设数量均有新高之势。而经济转型也好，政府财政危机也罢，未来文化娱乐、卫生体育等民生领域会成为建设重点，此类设施可以带来商业回报，并可吸引、借助社会资金进行建设。而以上领域正是洪涛股份目前的高端业务或其外延。洪涛外延拓展之环境，非但不差，反而正好。
- **十年磨剑厚积薄发，外延拓展扩张竞争力：**外延拓展扩张说到底走出自己的业务地盘，去抢别人的业务地盘。核心竞争力决定着能不能抢到。首先，目前行业仍然分散，集中度提高趋势依旧明显，还没到行业前几名赤膊交战的阶段。其次，洪涛股份专注高端业务十几年，竞争优势非常明显，从“高端”业务自上而下向“中端”拓展，乘风破浪，难度大大降低。高端业务铸就的品牌无可比拟，设计优势绝对领先业内，而全国渠道布局完成提供了有效的复制路径及市场来源。最后，卓越的成本费用控制能力，可保障业务扩张的有效性，使得收入增长不会被成本费用增长吞噬，规模效应在洪涛身上体现的愈加明显。
- **为什么是现在，而不是以前，外延拓展扩张时间：**分析公司发展历程，我们发现以往公司皆不具备外延扩张的条件与动力，详见报告内。而在公司上市的第一年 2010 年，公司为扩张做了精心准备包括全国渠道布局、工厂化项目建设、管理与组织重新改造、人员招聘培训等，而今这



些工作都陆续完成，扩张架构与态势完全摆开，而刚刚实施的股权激励与一年后的限售股全流通犹如万事俱备之东风，公司外延扩张高增长已然启动。

- **第二阶段进行中，外延拓展扩张路线：**我们认为公司发展可分为三个阶段，第一阶段为聚焦高端领域，第二阶段向高端外延拓展，第三阶段进军住宅楼盘整装市场。而目前公司正处于第二阶段进行中。公司目前的经营迹象可完全支持我们通篇报告的逻辑推理。尤其在今年上半年，公司华南地区收入增长 144%。公司以往增长之所以略逊，就是因为只专注高端，对市场挖掘深度不够，金螳螂在江苏本省就挖掘了近 60% 的收入，而洪涛在华南地区收入只占 30% 左右，而现在华南收入激增便是公司加深市场挖掘深度的表现与结果，在华南地区拓展了其业务承接范围。通常，一种新战略必先由核心地区试点探索，再向其他地区推广，我们十分相信公司外延拓展随后在其他地区的进展，而遍及全国的渠道网络更提供了复制途径与市场。

此外，公司预告今年前三季度增长 60%--90%，我们预计全年至少增长 70%-80% 以上。这是什么概念，自公司有公开报表以来，这个增速创下了历史之最，而且是远超以前最高增速。公司收入确认会滞后订单一段时间，公司今年上半年订单增长更是喜人。新一轮高增长跃然纸上，充分证明了我们的逻辑推理，公司依靠高端业务铸就的品牌、设计优势，借助全国渠道网络，从“高端”业务从上而下向“中端”外延拓展扩张，股权激励与限售股流通更使管理层与员工扩张意愿强烈而坚定，出色的成本费用管理可保障外延扩张的规模利润，公司如今基本面发生重大变化，新一轮高发展自今天而始。

- **给予“强烈推荐”评级：**我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.76 元、1.24 元、和 1.90 元，按照最新股价 26.40，对应的 PE 分别为 34.x 倍、21.x 倍和 13.x 倍，我们认为，公司依靠高端业务铸就的品牌、设计优势，通过全国渠道网络，从“高端”业务从上而下向“中端”外延拓展扩张，股权激励与限售股流通更使管理层与员工扩张意愿强烈而坚定，出色的成本费用管理可保障外延扩张的规模利润。公司新一轮高增长已然启动，未来三年复合增长率有望保持 50% 以上。公司目前正处于高增长的启动阶段，长期投资价值十分显著，我们按照 2012 年 EPS 30—32 倍估值，未来 6 个月目标价位 37—40 元首次给予“强烈推荐”评级。
- **股价催化剂：**公司业务外延拓展的进展提升市场信心；未来业绩超预期可能；公司未来进军住宅楼盘精装市场的可能。
- **风险提示** 宏观经济系统性风险，大盘系统性风险



## 目 录

<b>1、高速发展的行业与启动阶段的公司</b> .....	<b>4</b>
1.1、公司基本介绍 .....	4
1.2、公司股权结构 .....	4
1.3、行业持续快速发展 .....	5
1.4、行业集中度持续提高中 .....	6
1.5、洪涛股份之痛，新一轮高增长启动中 .....	7
<b>2、宏观经济调控与转型，洪涛正受益</b> .....	<b>8</b>
2.1、住宅调控下，商业地产迎来爆发 .....	8
2.2、区域经济规划形成城市圈，各区域中心争相升级城市 .....	11
2.3、经济转型与消费升级，文化娱乐设施新一轮投资建设 .....	12
<b>3、多年积累厚积薄发，高成长条件皆具备</b> .....	<b>13</b>
3.1、高端业务铸就无可比拟的品牌 .....	13
3.2、设计优势领先业内 .....	15
3.3、全国营销渠道布局 .....	16
3.4、卓越的成本费用控制能力 .....	16
<b>4、外延扩张启动中，高增长揭开帷幕</b> .....	<b>18</b>
4.1、公司外延增长开启时间---就在当下 .....	18
4.2、公司外延增长路线---第二阶段进行中 .....	21
4.3、支持我们逻辑的迹象---2011 中报揭开高增长帷幕 .....	22
<b>5、财务预测与估值推荐</b> .....	<b>24</b>



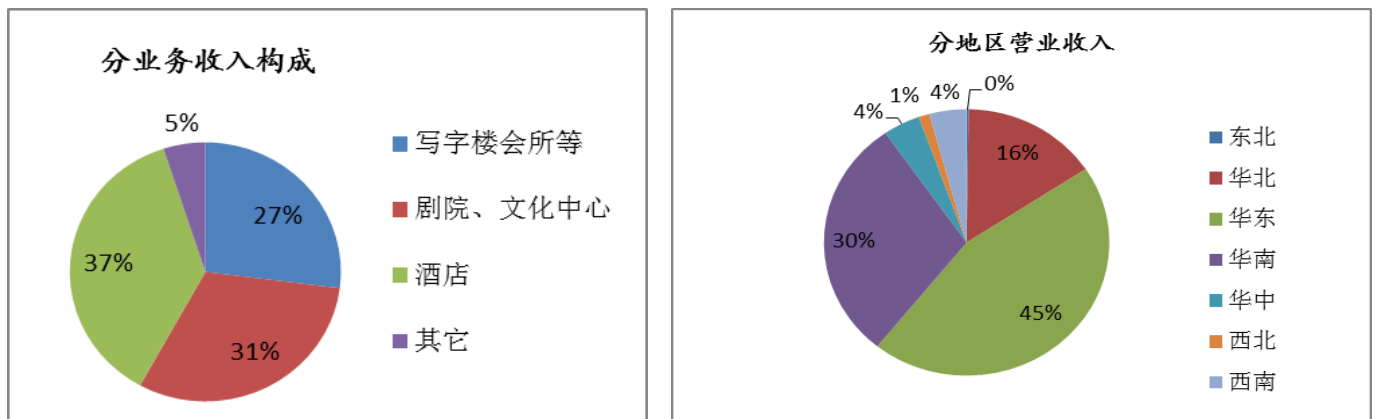
## 1、高速发展的行业与启动阶段的公司

### 1.1、公司基本介绍

公司主营业务为承接酒店、剧院会场、写字楼等高端公共装饰工程的设计及施工。目前主要为政府机构、大型国有企业、跨国公司、高档酒店等提供建筑装饰设计、施工服务。

公司在剧院会堂类文化设施装饰工程、大型楼宇大堂类装饰工程、国宾馆类装饰工程等高端公共建筑装饰细分市场排名第一，设计实力强大，实现了与国际一流水平的接轨。被誉为“大堂专业户”、“大剧院专业户”、“国宾馆专业户”，是能与世界一流的装饰公司相抗衡的专业装饰公司。

图表 1:2010 年公司业务收入构成及分地区收入构成



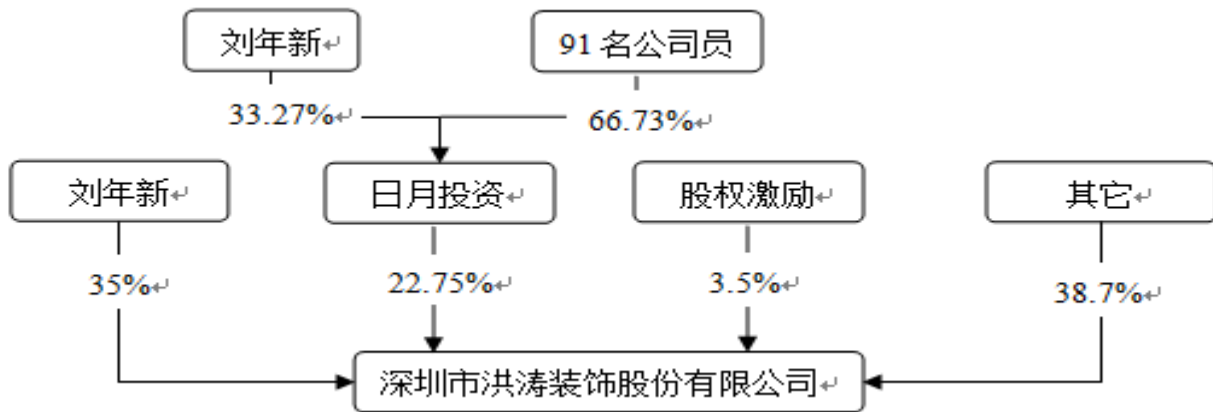
资料来源：公司年报、第一创业证券研究所

### 1.2、公司股权结构

公司前身深圳市洪涛装饰工程有限公司于 1985 年 1 月成立，于 2003 年 12 月由国有企业改制为深圳市洪涛装饰工程有限公司，2007 年 8 月 31 日经深圳市工商行政管理局核准，整体变更设立为股份有限公司，2009 年 12 月上市，最新股权结构如下：



图表 2: 公司股权结构

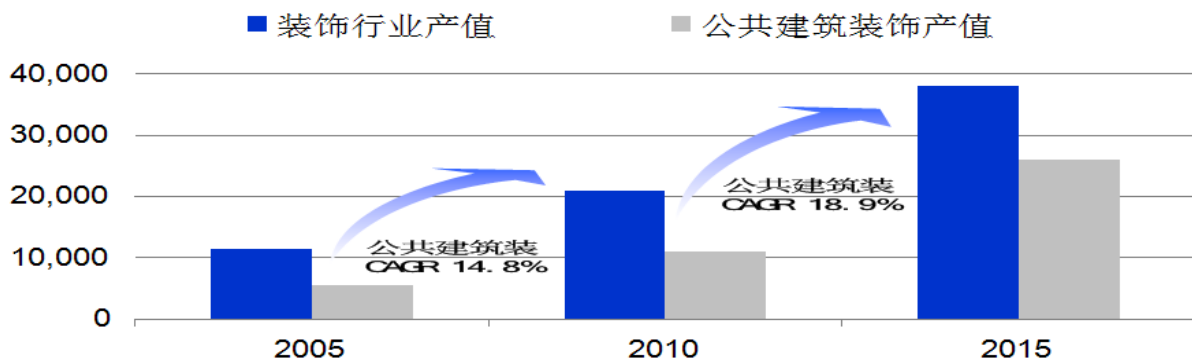


资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

### 1.3、行业持续快速发展

根据中国建筑装饰协会的发展预测，装饰行业 2015 年工程总产值将达到 3.8 万亿元，比 2010 年增长 1.7 万亿元，总增长率为 81%，年平均增长率为 12.3% 左右。其中，公共建筑装饰装修（包括住宅开发建设中的整体楼盘成品房装修）将达到 2.6 万亿元，比 2010 年增长 1.5 万亿元，增长幅度在 136% 左右，年平均增长率为 18.9% 左右。

图表 3: 十二五期间公共建筑装饰预计年复合增长率 18.9%，超过十一五期间复合增长（单位：亿）

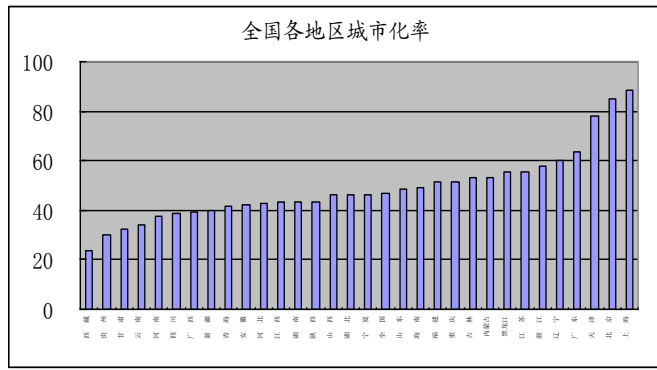


资料来源：中国建筑装饰协会、第一创业证券研究所

十二五公共建筑装饰继续保持高速增长的动力来自城市化的继续提高；产业结构调整与发展带来的产业建筑需求；“惠民生”公共福利设施投资比例上升，住宅开发中毛坯房比例不断下降、成品房不断上升；以及巨大的存量市场不断装饰更新，我国现有城市建筑面积 400 亿平方米，存量建筑改造更新装饰空间巨大。



图表 4: 中国各地区城市化发展水平的不均衡



资料来源: 国家统计局、第一创业证券研究所

图表 5: 中国农民工劳动力呈现向中西部流动迹象



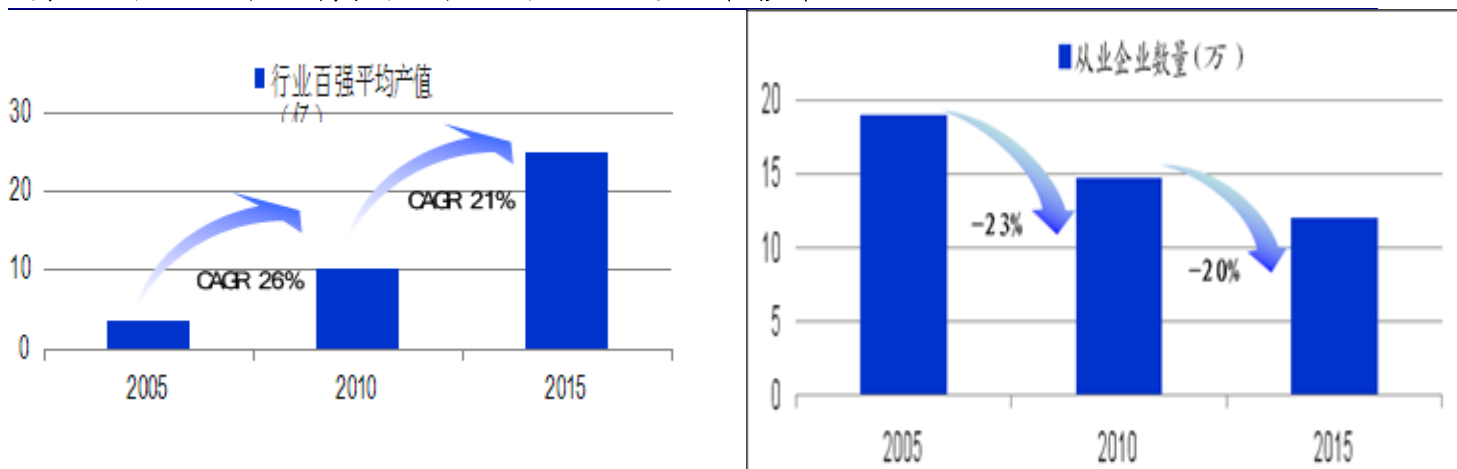
## 1.4、行业集中度持续提高中

行业内绝大多数企业规模小、经营能力差、操作水平低, 仍然处于传统的运营模式。只有少数大企业开始注重向产业化方向发展, 并在管理模式、工程运营、技术及施工工艺等方面取得进步, 但整体行业产业化水平仍然很低。行业仍处于杂草乱生、持续兼并集中过程中。

建筑装饰行业的企业数量由 2005 年的 19 万家, 下降到 2010 年的 14.8 万家, 下降幅度为 23%, 预计到 2015 年再下降 20% 左右。企业数量在行业持续发展、市场快速扩张、就业人数持续增长的前提下大幅下降, 表明行业的组织化、集中化程度提高。

行业百强企业代表了行业内大企业的水平, 其年平均产值在“十一五”期间已经由 2005 年的 3.58 亿元, 增长到 2010 年的 10.2 亿元, 平均年增幅达到了 26%, 预计 2015 年平均产值达到 25 亿, 复合增长率 21%, 远高于行业平均水平。

图表 6: 行业百强增速远高于行业增速, 行业企业数量不断减少中



资料来源: 中国建筑装饰协会、第一创业证券研究所

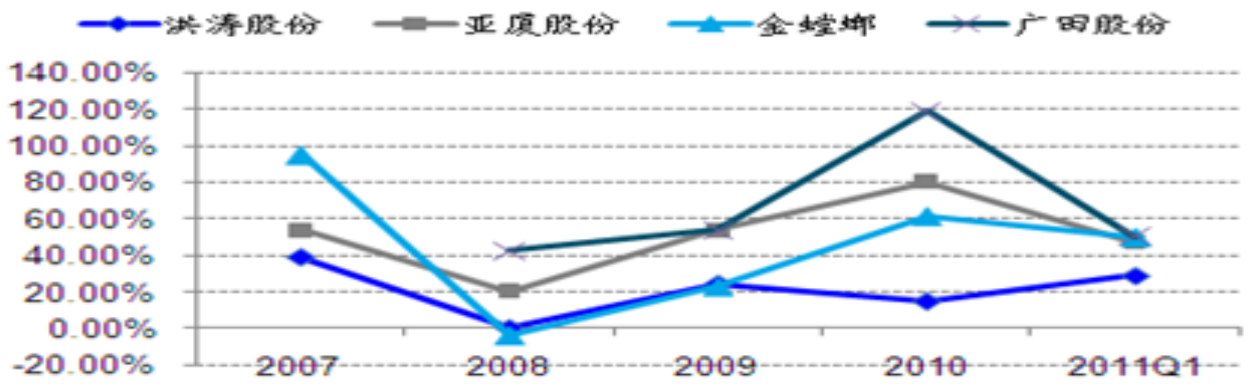




## 1.5、洪涛股份之痛，新一轮高增长启动中

目前行业 CR4 仅在 1%左右，行业集中仍在进行中。上市公司在品牌、资金、产业化等方面竞争优势明显，在行业集中过程中，表现出了更好优于行业的成长性。如图所示：

图表 7：在行业集中过程中，上市公司表现出了更好的成长性



资料来源：各公司年报、第一创业证券研究所

但我们同时也看到，在近几年洪涛股份的增长速度相较其它几家上市公司不尽如人意，可以说是成长速度最慢的。作为老牌的装饰企业，洪涛股份在业内一直享有盛名，多年的发展铸就了绝对领先的品牌、设计等核心优势，在全国百强装饰企业排名中连续多年位列前几名。由于最近几年成长速度略逊其它几家公司，大有被人赶超之势，2010 年收入为 15 亿元，而 2010 年全国百强企业年均产值就已达 10 亿，同时洪涛总市值只有 60 亿元，市值只有其它企业的 1/4 至 1/3，这成为洪涛之痛。

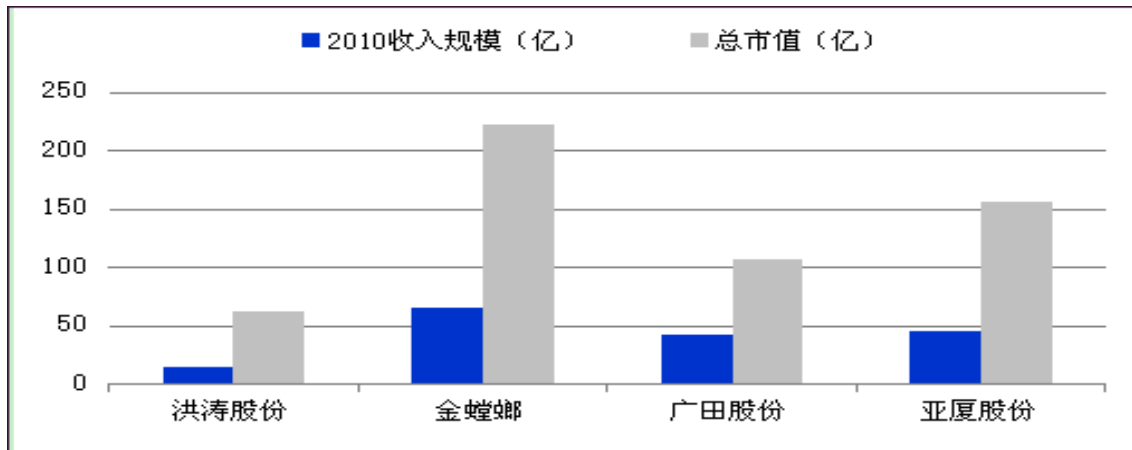
图表 8：洪涛股份一直位于百强企业前几名（最新排名）

排名	公司名称	业务特点
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工，建筑幕墙工程的制作和施工，家具制作等；江苏省内市场份额较强，约占总收入的60%；A 股上市公司。
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工；浙江省内份额较强，逐步向外扩展。
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工，建筑幕墙工程的制作和施工；在机场装饰工程细分市场优势明显；产品覆盖全国市场。
4	中国建筑装饰工程有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工，建筑幕墙工程的制作和施工；产品覆盖全国市场；控股股东中国建筑总公司能提供较强资源支持。
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工；在剧场会堂类文化设施、国家政务场所、大堂装饰工程等高端公共建筑装饰具有较强优势；产品覆盖全国市场。

资料来源：中国建筑装饰协会、第一创业证券研究所



图表 9: 如今洪涛股份收入规模、市值均大幅低于其它几家企业



资料来源: 公司年报、第一创业证券研究所

痛定思痛, 洪涛股份新一轮高增长正在启动中。分析公司发展历程, 由于历史原因以往皆不具备快速扩张的条件与意愿, 2010年在上市后第一年, 公司厉兵秣马为新一轮发展而进行大量准备、改造工作, 如今一切逐渐就绪, 外延扩张经营态势与架构完全摆开, 凭着公司多年高端领域铸就的品牌、设计、项目管理等优势, 由高端业务有计划向外延拓展必会乘风破浪, 如今快速成长条件皆具备, 而股权激励、原始股全流通就是万事俱备之东风。而宏观经济大环境下, 调控与转型洪涛非但没受害反而正受益, 也为洪涛新一轮发展提供了良好的外部条件。

## 2、宏观经济调控与转型, 洪涛正受益

### 2.1、住宅调控下, 商业地产迎来爆发

#### 2.1.1、住宅调控下, 商业地产销售增速超住宅增速

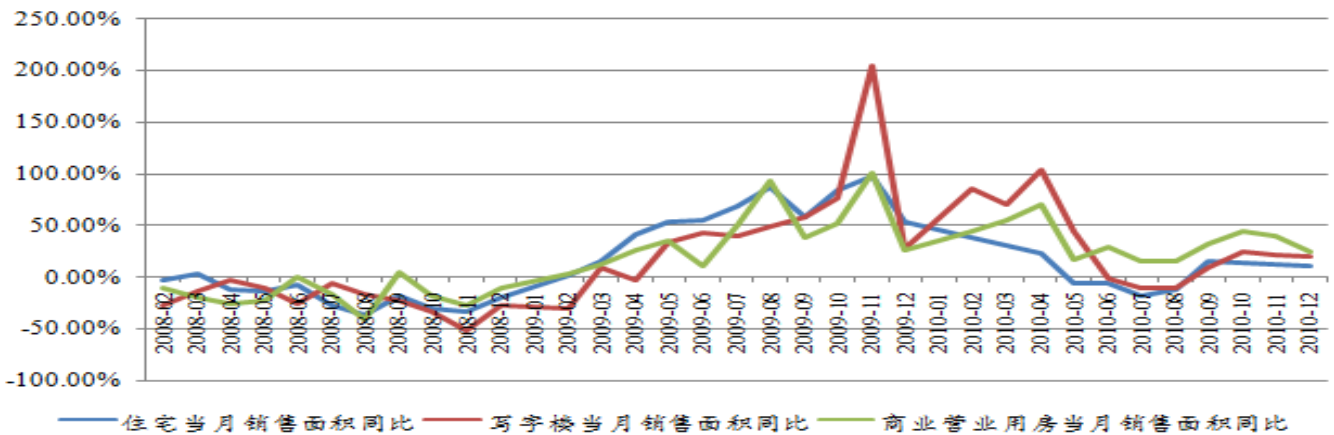
2010年4月出台的“国版新十条”, 标志着地产行业进入新的调控周期。2010-2011年, 住宅调控逐渐升级, 已经不单是经济问题, 升级为更高层次的政治问题。从具体细则来看, 首付比例提高、房地产贷款条件收紧、交易成本提高、限购令全国扩散、限制房地产融资等措施。

住宅调控措施致使住宅市场成交惨淡。资金开始出现涌入商业地产的趋势与迹象。一方面, 商业地产的销售情况与住宅市场形成鲜明对比, 截至2011年上半年, 一线大城市与去年同期相比增加13%, 同期一线大城市同比减少13%。





图表 10:伴随调控,全国商业地产销售增速超过住宅增速



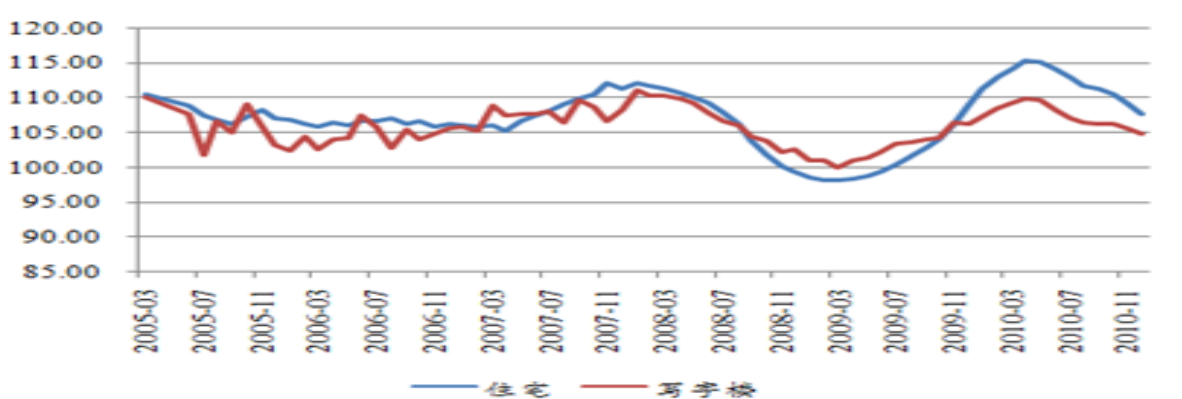
资料来源: wind、第一创业证券研究所

### 2.1.2 通货膨胀背景下,商业地产投资价值凸显

面临国内货币超发,物价膨胀的局面,国内投资渠道有限,房地产投资成为大部分人的选择。而对应住宅价格与调控,商业地产投资价值显现。按照国外情况,商业地产的价格高于住宅价格 20-30%,但是当前商业地产价格低于住宅市场,商业地产价值存在低估。伴随住宅调控挤压资金,社会投资资金流入商业地产的可能性增大。

2010 年 9 月,保监会正式允许保险公司资金可在遵循安全性的原则下投资不动产,预计有超过 4500 亿元人民币的险资进入房地产领域。由于保险资金更看重投资安全性以及长期回报的匹配,因而有着稳定租金收入、价值合理的商业地产会成为重要投资区域。

图表 11: 商业地产与住宅价格指数对比,价格倒挂,商业地产相对低估



资料来源: wind、第一创业证券研究所

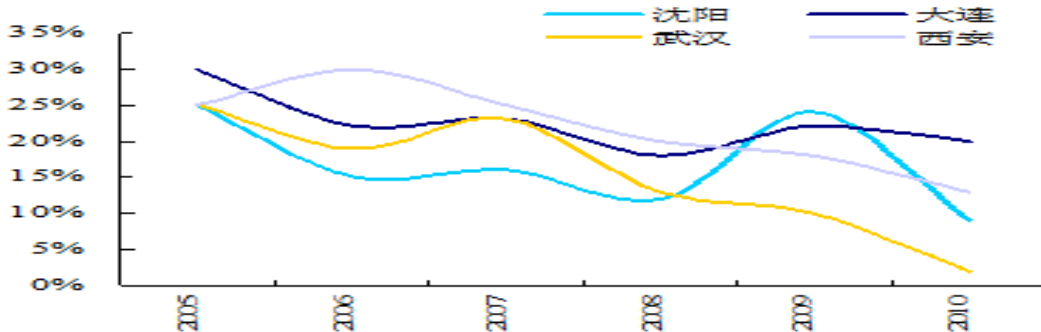
### 2.1.3 二三线城市进入城市化中期,商业地产进入快速增长期

2010 年我国城市化率已接近 50%,步入城市化中后期,二三线城市成为城市化主力。在城市化中后期,新兴产业升级引进、城市形象提升、市民消费升级需求给商业地产带来强有力的需求,二三线城市的商业地产将进入一个快速发展的阶段。



据戴德梁行跟踪统计，写字楼空置率近两年下降趋势明显。北京、沈阳、上海、武汉等地的写字楼空置率下降到 10%以下。二线城市企业数量不断增加，对写字楼需求将持续增加。

图表 12: 具有代表性的二线城市写字楼空置率持续下降，已降至 10%以下



资料来源：戴德梁行、第一创业证券研究所

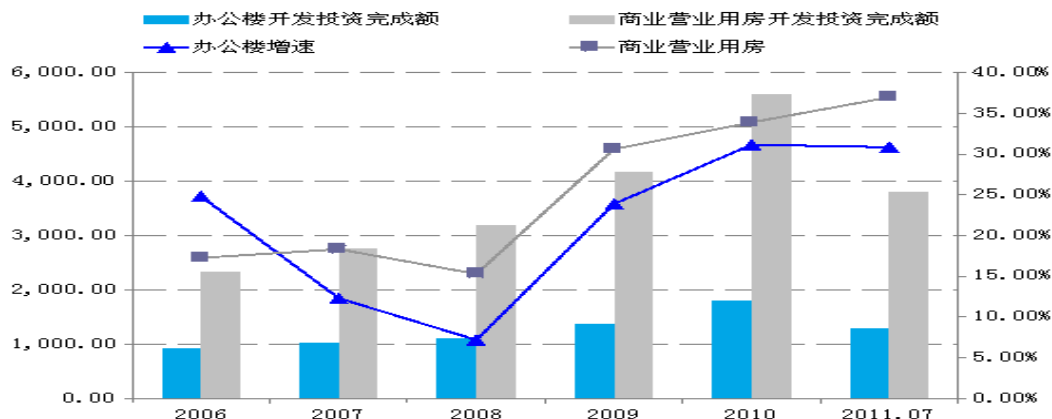
### 2.1.4 开发商提高商业地产比例，投资加快趋势明显

2010 年新一轮的房地产调控大规模展开，限制了房地产商开发投资积极性，出于对未来住宅市场的风险回避及对中国城市化的长期看好，越来越多的开发资金进入商业地产。而经济的复苏使得商业地产投资价值显现，商业地产成为开发商最佳的避风港选择，第三产业的发展也给商业地产的扩张带来了发展机遇。

金地、中粮、保利、中海、富力等国内一线开发企业均高调宣布了其商业地产发展战略，未来商业地产的开发比例将占到其整体开发投资的 20%-30%。就连一直标榜“只做住宅”的万科也开始涉足商业地产。

这个趋势特征在 2010 年开始显现，2011 年开始加速。据统计数据，商业用房开发投资额从 2008 年金融危机投资低潮走出后，2010 年仍保持 33% 的增速，2011 年前 7 月同比增速 38%。

图表 13: 商业用房与办公楼投资加快迹象明显



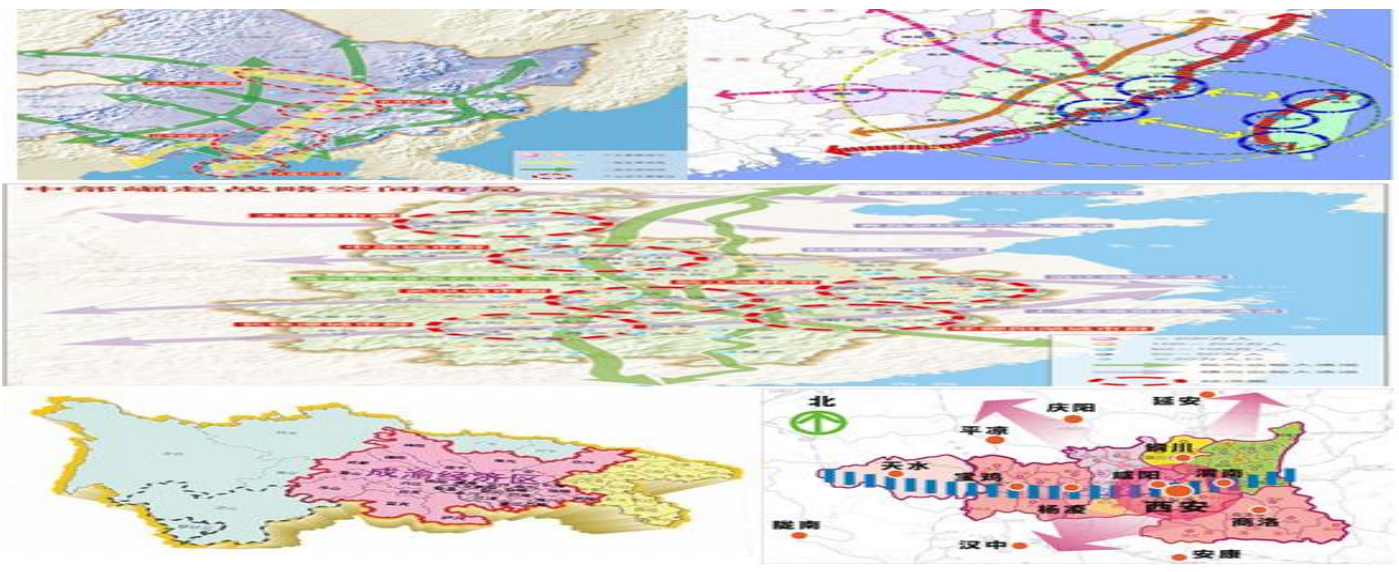
资料来源：wind、第一创业证券研究所



## 2.2、区域经济规划形成城市圈，各区域中心争相升级城市

2008 年金融危机以来，国家为提振经济，进行产业规划与区域规划，先后出台多个国家区域规划战略，这些经济区域实质形成城市圈，区域中心城市面临城市升级。以环渤海、长三角、珠三角三大经济圈为核心的东部地区率先发展起来，而西部大开发、振兴东北、中部崛起等国家战略的实施，成渝、武汉等国家区域规划的陆续出台，极大地推动了我国的城市化进程，市场重心由京沪广等大都市逐步向其他直辖市、省会城市、计划单列市、其他大中城市等二三线城市转移。

图表 14：区域经济规划形成城市圈,区域中心争相升级城市



资料来源：公开网络，第一创业证券研究所

大城市及其周边的城市群将不依赖于中国传统的投资推动型增长模式。相反，它们将通过并依靠服务业的发展和消费来推动经济增长。在文化、娱乐、医疗教育、服务业的开支，将从现在徘徊不前的状态大幅增长到新的数量级，由此带来大量相关投资建设机会。

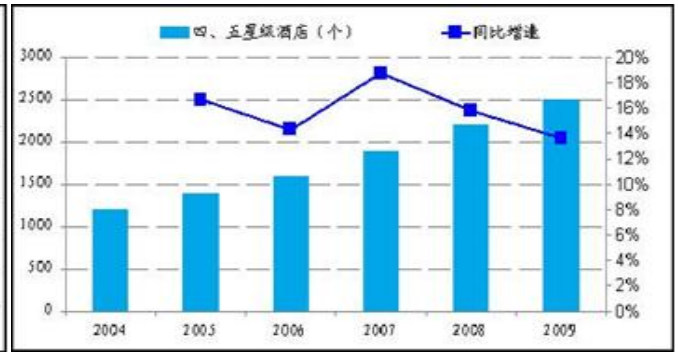
据统计，中国正在建设的摩天大楼总数就超过 200 座，与此同时，中国还在规划超过 300 座摩天大楼。与此同时，我国内地超过 30 多个城市提出规划建设金融中心，有些地方不一定是真正的金融中心，而是成为某一个领域比较专业的区域商务中心，如昆明、南宁和乌鲁木齐分别要建“泛亚金融中心”、“区域性国际金融中心”、“中亚区域金融中心”。



图表 15: 2011 中国酒店在建项目数创新高



图表 16: 中国四五星级酒店稳定快速增长



资料来源: LE、第一创业证券研究所

## 2.3、经济转型与消费升级，文化娱乐设施新一轮投资建设

随着地方债务危机显现，“四万亿”大规模基建投资告一段落。今后投资结构比例会发生变化，与民生、消费相关，可以带来商业回报，吸引、借助社会资本的文化娱乐设施、医疗体育设施等会成为建设重点。尤其文化娱乐消费将成为未来经济发展的重要支持。2009 年，我国城镇居民文化娱乐消费占总消费的比重才 3.63%，数倍落后于等发达国家。

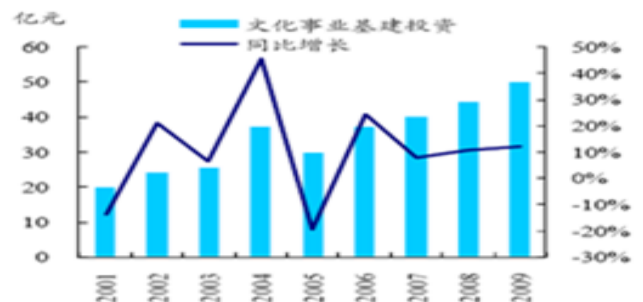
国家对文化娱乐产业的重视也提高到前所未有的新高度，几个重量级的会议、文件反复强调重视文化产业，推动文化产业成为国民经济发展支柱。如 2009 年出台《文化产业振兴规划》，十二五规划明确推动文化产业成为国民经济支柱性产业，十七届六中全会将以文化体制改革和大发展大繁荣作为主要议程。文化产业的高度重视最先影响的便是各地文化娱乐公共基础设施的建设，政策鼓励下，建设高潮涌现。

仅以大剧院文化中心为例，自 2010 年 5 月至今，已有 11 家中大型剧院建成并已交付使用，总投资额达到了 82.9 亿元。现在拟建和在建的、将于两年内竣工的大剧院文化中心有 60-70 多家，总投资额在 600 亿以上。

图表 17: 中国影院票房收入发展迅猛



图表 18: 文化事业基建投资历史数据



资料来源: 中国文化统计年鉴、第一创业证券研究所





### 3、多年积累厚积薄发，高成长条件皆具备

装饰企业的核心竞争力体现在哪里？我们分析认为，品牌、设计、营销渠道、项目管理（成本费用控制），是装饰企业最为重要的核心竞争力。而洪涛股份多年专注高端业务市场，积累的品牌、设计、营销渠道、项目管理（成本费用控制）处于绝对领先地位，外延快速拓展高增长的能力皆已具备。

#### 3.1、高端业务铸就无可比拟的品牌

洪涛股份品牌在业内享有非常高的知名度和影响力，专注于高端精品项目，品牌影响力无可质疑。公司在剧院会堂类文化设施装饰工程、大型楼宇大堂类装饰工程、国宾馆类装饰工程等高端公共建筑装饰细分市场排名第一，设计实力强大，实现了与国际一流水平的接轨。公司在业内被誉为“大剧院专业户”、“大堂专业户”、“国宾馆专业户”

剧院建筑是建筑行业内公认的专业性最强、技术复杂程度最高、涉及专业种类最多的工程项目，剧院建筑是建筑结构、建筑声学、灯光、音响、舞台机械、舞台美学、智能控制、人工气候、装饰工程等二十几个专业协调工作的系统工程，在任何环节上的失误或配合不到位，都会影响系统运作失调，最终影响建筑及观演效果。

公司在全国各地承接了包括人民大会堂(国宴厅、河南厅、甘肃厅)、钓鱼台国宾馆、国家体育场(鸟巢)、中央电视台新址总部大楼、北京中银大厦、北京饭店、上海大剧院、上海东方艺术中心、上海世博会主题馆等一大批标志性精品工程，仅在北京长安街上就承接了 28 项标志性建筑的装饰工程。

图表 19：洪涛股份高端业务超越金螳螂，但中端业务一直没有拓展，落后明显

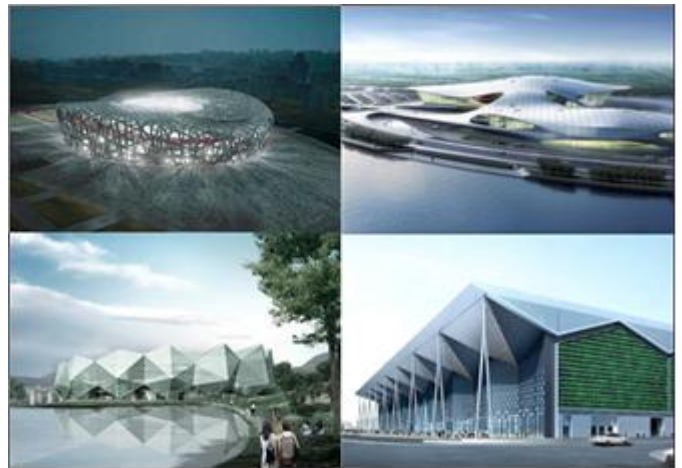
分类	洪涛股份	金螳螂
剧院会堂类	遥遥领先，品牌优势第一	落后
国家级政务场所（含国宾馆）类	遥遥领先，品牌优势第一	落后
建筑物大堂	遥遥领先，品牌优势第一	落后
高档五星级酒店	势均力敌，品牌优势业内前三	势均力敌
体育中心类	后起之秀（奥运鸟巢、亚运主会馆、大运主会馆）	无优势
高档写字楼	略微落后，重点扩张领域	领先
医院文教设施	落后，扩张之领域	领先
商业地产会所类	落后，扩张之领域	领先
机场车站类	落后，扩张之领域	领先
住宅楼盘装修	落后，扩张之领域	领先

资料来源：公司网站、公司公告、第一创业证券研究所



图表 20: 洪涛股份唯一全部中标四大盛会的装饰上市公司

奥运会	国家体育场“鸟巢”体育中心
世博会	中国2010年上海世博会主题馆
亚运会	广州亚运主场馆
世界大运会	世界大运会主场馆



资料来源: 公司网站、第一创业证券研究所

截至 2010 年底, 公司获得鲁班奖和全国建筑工程装饰奖 64 项, 获得各类设计大奖近 350 项。鲁班奖与全国建筑工程装饰奖是全国最权威、最富盛名的两个奖项, 鲁班奖尤胜一筹。而金螳螂与洪涛股份是业内顶级奖项最多的两家企业, 远远超过其它企业。

虽然洪涛股份在奖项总数量上较金螳螂略逊一筹, 但对比收入规模, 洪涛股份获奖率最高, 约 2356 万收入便产生一个奖项, 项目多为高端精品。

图表 21: 金螳螂与洪涛股份是业内顶级奖项最多的两家企业, 而洪涛股份获奖频率最高, 项目多为精品

	鲁班奖	全国建筑工程装饰奖	2010 年收入 (万元)	收入/奖项
金螳螂	34	97	663,174.28	5062 (平均 5062 万收入规模产生一个奖项)
洪涛股份	16	48	150,795.55	2356 (2356 万收入规模就产生一个奖项, 获奖率最高, 项目多为精品)。
亚厦股份	5	40	448,666.91	9970 (平均 5062 万收入规模产生一个奖项)

资料来源: 各公司公告、第一创业证券研究所





### 3.2、设计优势领先业内

设计是装饰的“灵魂”，设计水平是最能体现公司竞争力的因素，在项目中起到关键作用。公司拥有中国建筑学会室内设计分会评出的“全国有成就的资深室内建筑师”4名、“全国百名优秀室内建筑师”14名，中国建筑装饰协会评出的“资深建筑师”10名、“杰出中青年室内建筑师”13名，中国建筑装饰协会与中国饭店协会评出的“全国最佳酒店设计师”8名，公司另有高级室内建筑师73名、室内建筑师110多名。本公司的3名设计师被国际上最权威的英国皇家特许建造师协会吸纳为英国皇家特许建造师，是目前拥有该类人才最多的国内专业承包类公司。

公司设计院下设12个设计所，而各专业所的特长和侧重点各有不同：设计一所、二所专长于酒店类空间装饰设计；设计三所、四所则偏重于会堂、剧院、音乐厅等使用功能非常强的视听艺术类空间装饰设计；设计五所着重于办公空间等综合类型的设计；各地分所注重于区域内项目的设计服务。

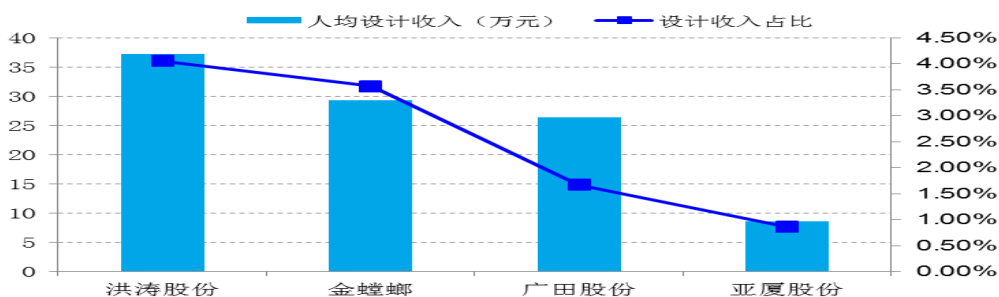
洪涛股份在设计人员总数量上不如其它几家上市公司，但公司设计人员比例较高，而且公司设计人员整体水平要高于其它几家，设计收入占比、人均设计人员创造收入均大幅高于其它几家公司。

图表 22：洪涛股份设计人员比例较高，人均设计人员创造收入、设计收入占比最高（2010 年报数据）

公司名称	总人数 (人)	设计人员	占公司总人数比例 (%)	人均设计收入 (万元)	设计收入 (万元)	设计收入占比
洪涛股份	570	164	29%	37.2	6,104.63	4.05%
广田股份	693	239	34.49%	29.3	23,688.41	3.57%
金螳螂	3,310	900	27.19%	26.3	7,004.38	1.67%
亚厦股份	1,934	450	23.27%	8.6	3,869.25	0.86%

资料来源：公司年报、第一创业证券研究所

图表 23：设计收入占比、人均设计人员创造收入均大幅高于其它几家公司



资料来源：各公司公告、第一创业证券研究所



### 3.3、全国营销渠道布局

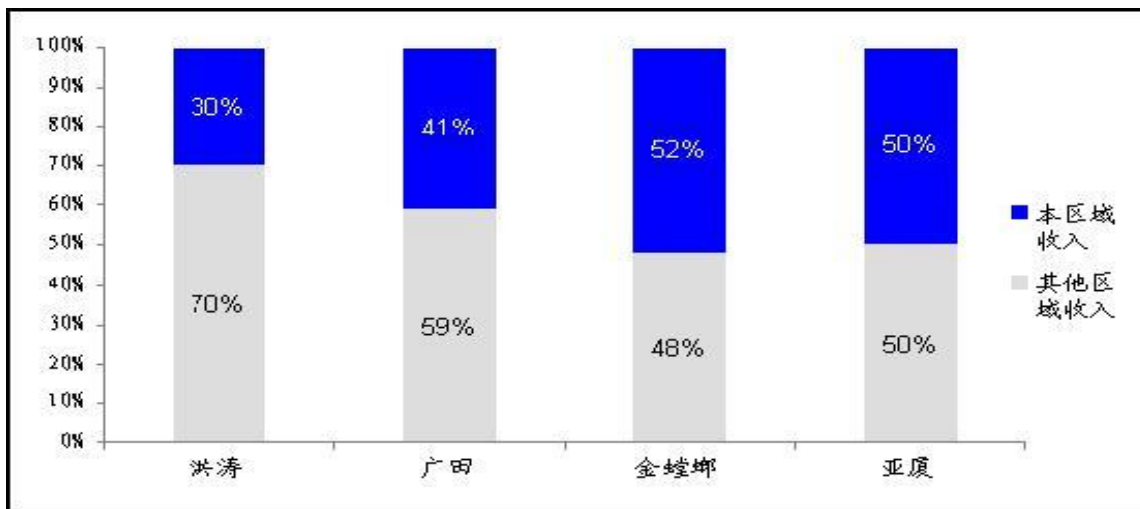
洪涛股份一直定位为国内市场,在全国各地的地标性工程中几乎都可以看到洪涛的身影。公司是标志性精品工程覆盖区域最广的企业。除西藏以外,在其他省市 100 多个大中型城市均有本公司完成的标志性工程,仅在北京长安街就承建了 28 项标志性建筑。

公司在环渤海经济带、珠江三角洲和长江三角洲三大区域形成了稳定的市场份额,华南、华东、华北地区构成公司最重要的收入来源地。

公司自 2010 年开始建设全国性渠道网络,目前公司建制的分支机构超过 30 家,渠道建设推动营销工作的效果在 2011 年便已见成效,2011 年上半年,公司在传统重点区域之外,营业收入也获得大幅增长,其中西南增长 103%,西北增长 36%,东北增长 1038%,施工类公司收入会滞后订单一段时间,2011 年上半年公司订单更是大幅增长,全国渠道建设布局进入收获阶段。

与国内同类企业相比,公司的渠道优势非常明显,同时在市场开拓上,公司依靠高端标志性工程的品牌辐射力,市场营销更具有有效性。布局广、当地地标品牌辐射强,营销有效率高,公司的营销渠道可说遥遥领先,营销订单的全面爆发十分值得期待。

图表 24: 公司收入地区分布最广, 70%来自华南地区之外, 而金螳螂 50%以上收入来自江苏省



(备注: 洪涛、广田本区域是指华南地区, 金螳螂、亚厦股份只是指所在省份)

资料来源: 各公司公告、第一创业证券研究所

### 3.4、卓越的成本费用控制能力

公司管理已经脱离传统人治企业的模式,走入制度化、流程化的管理阶段。公司非常重视管理,积极寻求改进,2010 年又通过北大纵横的管理咨询,在公司内部建立了包括战略定位、产业整合、组织梳理、流程管控、人力资源匹配的



全面绩效管理体系，来稳定和激励内部员工。

我们不想过于泛泛谈管理，着重从项目成本费用控制上窥见一斑。

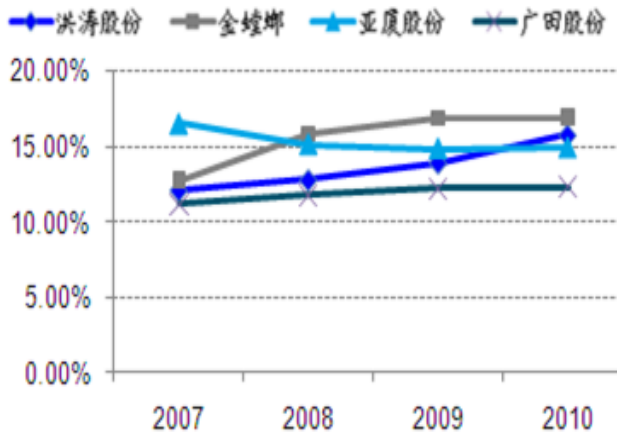
洪涛股份成本费用控制能力非常值得称道，在材料采购上，公司管控严格，主要由总部集中采购配送，公司对项目经理进行多方面绩效考核，主要涉及材料、付款、进度、质量、业主满意度、设计满意度、监理满意度等，保证了工程项目质量与盈利。

得益于公司的卓越管理，公司毛利率近几年一直保持稳定上升的趋势，表现非常出众，目前毛利水平仅次于金螳螂。但我们知道，金螳螂工厂化项目进行的最早、最成熟，而洪涛股份工厂化项目还在进行中，从这一方面来讲，洪涛股份在今年年底工厂化项目达产后，毛利水平进一步提升甚至超过金螳螂，是非常可能的事情。

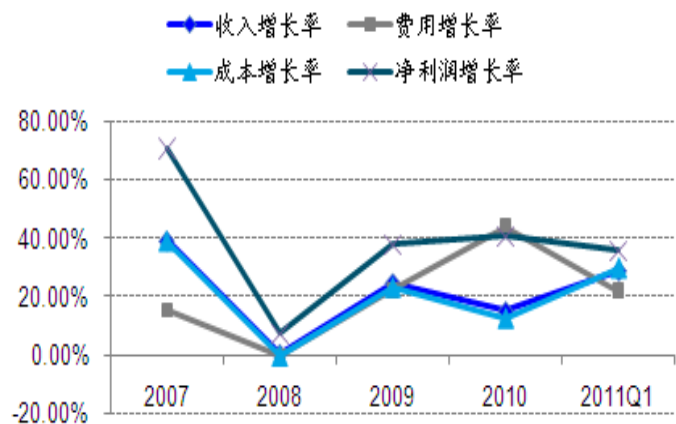
同时，我们也看到，公司在收入增长的同时，成本费用控制卓越，净利率增长率每年都大幅超过收入增长率。在 2008 年金融危机的一年，靠着公司良好的成本费用控制能力，净利率增长接近 10%。2010 年开始，公司在全国积极布局营销渠道为战略扩张做准备，致使费用率出现阶段性快速上涨，但随着公司布局工作接近尾声而进入收获期，我们预计明年费用增长率会进行回落。

成本费用良好的控制，充分保证了公司外延扩张的有效性，使得不会出现扩张收入被扩张成本费用吞噬掉的局面，公司规模化效应体现的格外明显。

图表 25: 公司毛利率一直保持稳定上升的趋势



图表 26: 收入增长的同时，成本费用控制卓越



资料来源：公司年报、第一创业证券研究所



## 4、外延扩张启动中，高增长揭开帷幕

在经过以上及公司核心竞争力分析后，我们不禁产生疑问，这样一个公司，高成长条件皆具备，为什么以往几年公司成长速度低于金螳螂、亚厦股份、广田股份等其他几家上市公司？分析原因，固然与公司稳健保守经营风格，专注高端领域，承接订单能力没有充分释放，业务范围过于狭窄有很大关系。为什么以前公司迟迟不去拓展业务领域？公司什么时候去拓展？拓展路线阶段怎么进行？这便是我们接下来要分析的核心问题。

### 4.1、公司外延增长开启时间----就在当下

要去讲洪涛股份外延扩张问题，首先第一个问题绕不开，公司经历多年的发展，为什么以往没有大力拓展外延市场，而是选择在现在。

从公司发展历程看，以往都不具有拓展外延市场的动力与条件。2003年公司国有企业改制，2008年改制中涉及的股权转让款项等问题才完全结清，2009年得到深圳国资委、深圳市人民政府确认。在此期间，种种原因与条件限制，公司根本不具备大力拓展业务外延的动力与管理精力。

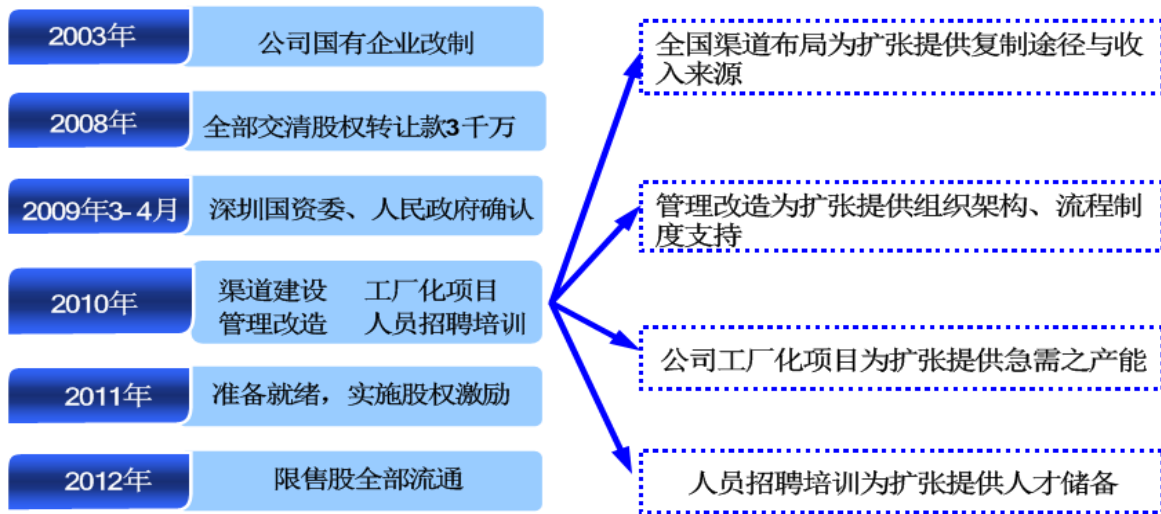
在2009年12月，公司成功IPO上市，开启公司发展新里程。在上市之后的第一年2010年，本着公司一贯稳健经营风格，公司并没有立即攻城略地，而是选择厉兵秣马，为外延扩展做准备。对比其它三家上市公司上市第一年的激进举措，公司主要战略放在准备工作上，首先，全国渠道建设布局，为扩张提供最行之有效的复制途径与收入来源；其次，管理咨询公司协助进行管理改造，为扩张做好组织架构安排；工厂化项目建设，为扩张提供所需之产能。

2011年，以上准备、改造工作逐渐接近尾声，工厂化项目也将于2011年底完全达产。2011年7月，公司正式成功实施股权激励，在一年后的2012年末限售股将全流通。

此时经营架构、态势完全摆出扩张局面，如箭在弦上不得不发，万事具备，而股权激励、限售股全流通就是万事具备之东风。公司外延扩张增长开启时间就在当下，目前正处于我们所讲的公司外延增长路线的第二阶段。也就是下一章节我们所分析的公司外延扩张路线问题。



图表 27: 以往皆不具备外延扩张的条件与动力, 如今万事具备, 股权激励、限售股全流通就是东风。



资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

#### 4.1.1. 全国渠道布局为扩张提供复制途径与收入来源

公司此前业务多集中在环渤海经济带、珠江三角洲和长江三角洲三大区域, 其它地方相对营销力度稍弱。公司自 2010 年开始建设全国性渠道网络, 目前公司建制的分支机构超过 30 家, 基本覆盖了全国市场区域。目前布局已接近尾声, 开始进入收获期, 今年上半年收入西南增长 103%, 西北增长 36%, 东北增长 1038%。全国营销渠道布局为公司外延扩张提供了行之有效的复制途径、收入来源。

#### 4.1.2. 管理改造为扩张提供组织架构、流程制度支持

2010 通过北大纵横的管理咨询, 旨在转变为事业部制, 为公司的扩张做好组织架构安排, 完成了机构和流程的调整, 建立了包括战略定位、产业整合、组织梳理、流程管控、人力资源匹配的全面绩效管理体系。目前管理改造也已初步完成, 管理组织架构已不满足于现在的公司规模, 为扩张做好准备。

#### 4.1.3. 公司工厂化项目为扩张提供急需之产能

由于目前没有部品部件工厂化生产的配套, 基于目前的业务承接能力, 公司在选择承接项目时主要定位于利润率较高的高端建筑装饰市场, 对于市场空间更大的精装修楼盘、办公楼办公层、酒店客房层等房地产相关的中端市场一直没有大量承接。

公司积极进行工程化项目建设, 为扩张做好产能准备。2010 年开始建设募投工厂化项目, 2011 年 7 月 30 日又发布公告, 拟在天津建设覆盖北方区域的部品部件工厂化项目。扩张之决心可见一斑。





图表 28: 公司募投工厂化项目将于年底达产, 产能如下

产品	产能	单位价格	单位成本	收入(万元)
成套组合木门	6.3 万套	1,650 元/套	1,349.65 元/套	10,395
成套组合工艺门	3.5 万套	3,200 元/套	2,900.09 元/套	11,200
高柜	2 万米	1,460 元/米	1,177.11 元/米	2,920
矮柜	2 万米	1,150 元/米	929.55 元/米	2,300
饰面板	12 万 M <sup>2</sup>	350 元/ M <sup>2</sup>	282.95 元/ M <sup>2</sup>	4,200
线条	50 万米	50 元/米	40.38 元/米	2,500
预铸式玻璃纤维增强石膏板 (GRG)	9 万 M <sup>2</sup>	1,200 元/ M <sup>2</sup>	771.35 元/ M <sup>2</sup>	10,800
合计	-	-	-	44,315

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

#### 4.1.4. 股权激励与限售股流通, 扩张意愿强烈而坚定

公司 7 月 22 日发布公告, 限制性股票授予完成。实际授予限制性股票数量 525 万股, 授予对象 59 名, 占公司员工人数的 10%, 授予对象涵盖了各业务部门经理、项目经理、各设计所经理、重点分公司经理。

授予日确定为 5 月 30 日, 授予价格 11.56 元, 当日收盘价为 19.95 元, 差额构成股权激励成本, 总计 4404 万元。此成本在锁定期内分摊确认费用, 相较之下公司 2010 年全年管理费用约 4000 万元。

图表 29: 公司股权激励情况如下

授予日	2011.5.30			
授予价格	11.56 元			
授予对象	59 名, 涵盖了各业务部门经理、项目经理、各设计所经理、重点分公司经理。			
解锁条件	2011、2012、2013 年的净利润增长相比 2010 年不低于 30%、60%、90%			
解锁日期	分三次解锁, 自授予日起满 1 年、2 年、3 年分别解锁 30%、30%、40%。			
每年分摊确认管理费用	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
	1500 万元	1800 万元	862 万元	245 万元

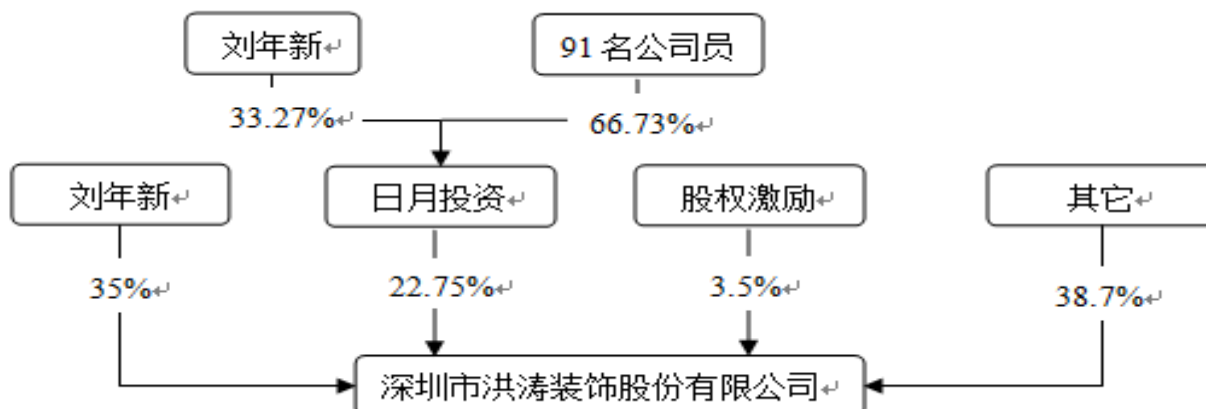
资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

另外, 公司发行限售股也将于 2012 年年底全流通, 届时约 60% 的股权解禁流通, 这些股权主要是董事长刘年新及公司员工 (通过日月投资公司代持) 持有。

综合考虑股权激励与限售股全流通, 公司内部持股约占 65% 的比例, 公司管理层、员工与投资者利益高度空前一致, 业务扩张意愿十分强烈而坚定。



图表 30: 公司内部持股约占 65% 的比例, 利益高度空前一致, 业务扩张意愿十分强烈而坚定

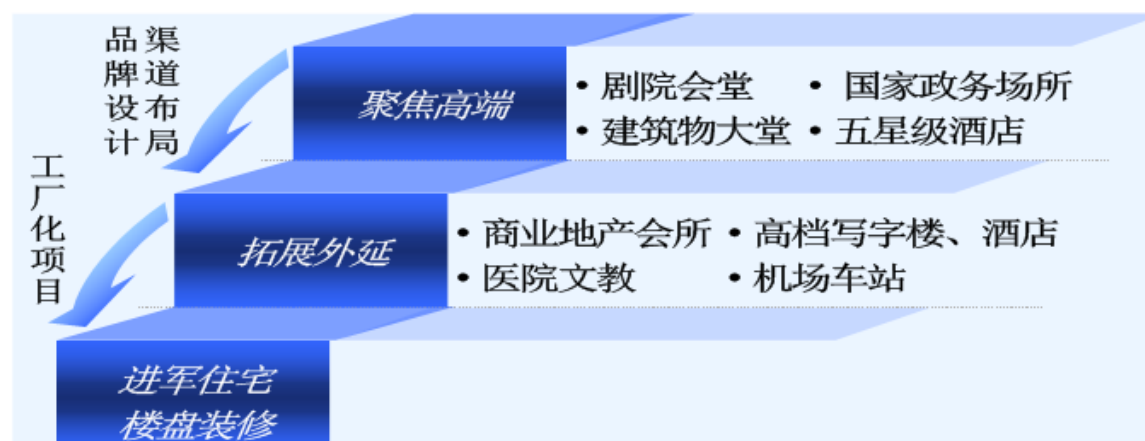


资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

## 4.2、公司外延增长路线---第二阶段进行中

从公司发展路线上, 我们可以分为三个阶段: 第一阶段专注高端业务, 公司在高端领域耕耘十几年, 处于绝对领先优势地位; 第二阶段, 依靠高端业务铸就的品牌优势、设计优势通过全国渠道布局向高端外延拓展扩张, 实现收入规模的突破。而目前正处于第二阶段, 如前面所述, 公司已做好外延扩张的一切准备, 目前正处于第二阶段扩张, 这种业务外延拓展扩张一般由公司核心地区向其他地区蔓延。公司今年明显加深大本营华南地区市场挖掘深度, 拓展了在华南地区的业务承接范围。

图表 31: 公司由上而下, 外延拓展扩张路线



资料来源: 第一创业证券研究所

而随着工厂化项目的达产, 我们认为公司下一阶段将会择机进入住宅楼盘整装市场, 2012 年或将开始逐渐介入。目前公司已与多家大型房地产商接触,



已经成为金融街、绿城集团、富力地产、雅居乐地产等知名地产商的预约供应商。楼盘整装是成长性最好的板块，目前精装修房在国内住宅中的比例不到 20%。在发达国家的住宅市场中，精装修房屋达到 80% 以上。只要装修房比例不断提升，即使商品房市场不增长，也会为行业带来整体高增长，住宅盘整装是成长性最好的板块。

## 4.3、支持我们逻辑的迹象---2011 中报揭开高增长帷幕

### 4.3.1 华南地区收入激增 144%，市场挖掘深度加深的表现

对比金螳螂将近 60% 的收入来自于江苏本省，而公司来自华南地区的收入只有 30% 左右。这说明一个问题，金螳螂对市场的挖掘深度更深入，充分挖掘了市场潜在业务。而洪涛股份此前只专注高端业务，对市场其它潜在业务关注不够。

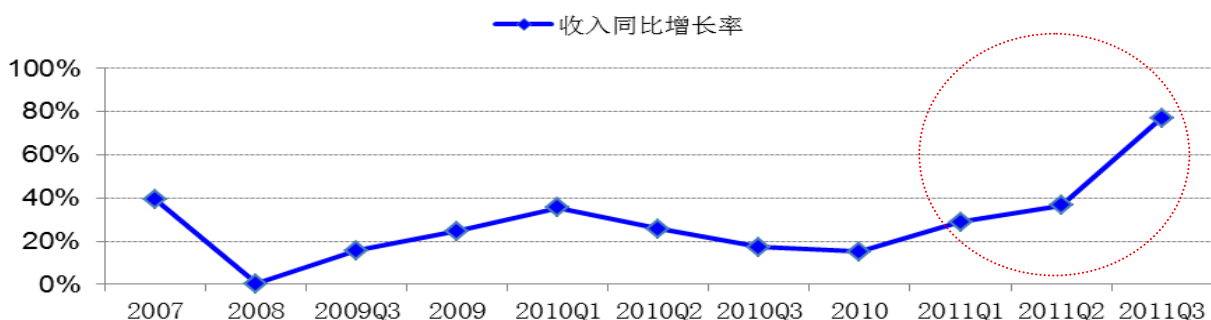
而从 2011 年上半年看，公司外延扩张经营进展良好，充分支持了我们的逻辑。今年上半年华南地区收入实现了 144% 的增长。我们知道，由高端向外延扩展，必然的发展规律是逐渐由核心地区向其它地区蔓延。公司大本营华南地区的收入激增，正是公司加深在华南地区开拓力度的表现，其在华南地区承接业务范围加宽，如在深圳地区承接了滨海医院、又以总承包模式承担了深圳麒麟山庄贵宾楼改造工程。今年上半公司在铁路、机场、医院、商业类项目也均有斩获，外延拓展第二阶段正在进行中。

而公司目前在全国已设立营销渠道 30 多家，今年新设区域均实现大幅增长（西南增长 103%，西北增长 36%，东北增长 1038%），给公司业务外延拓展提供了有效的市场区域与复制途径。一旦公司在全国范围内复制华南外延拓展模式，必会带来公司收入规模的新一轮高速增长。

### 4.3.2. 收入增速创下历年之最，高速发展自今而始

公司今年一季度收入增长 28.9%，二季度增长 36.6%，而三季度公司在半年报中预增 60%--90%，我们认为全年增速至少在 70%--80% 以上。这是什么概念？自洪涛股份公开可查报表以来，这个增速创下了历史之最，而且是远超以前最高增速。

图表 32: 公司增速创下历史之最，新一轮高速发展启动





资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

而公司收入确认会滞后订单一段时间，公司今年上半年订单增长更是喜人。新一轮高增长跃然纸上，充分证明了我们的逻辑推理，公司依靠高端业务铸就的品牌、设计优势，借助全国渠道网络，从“高端”业务从上而下向“中端”外延拓展扩张，股权激励与限售股流通更使管理层与员工扩张意愿强烈而坚定，出色的成本费用管理可保障外延扩张的规模利润，公司如今基本面发生重大变化，新一轮高发展自今天而始。



## 5、财务预测与估值推荐

### 给予“强烈推荐”评级

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.76 元、1.24 元、和 1.90 元，按照最新股价 26.40，对应的 PE 分别为 34.x 倍、21.x 倍和 13.x 倍，我们认为，公司依靠高端业务铸就的品牌、设计优势，通过全国渠道网络，从“高端”业务从上而下向“中端”外延拓展扩张，股权激励与限售股流通更使管理层与员工扩张意愿强烈而坚定，出色的成本费用管理可保障外延扩张的规模利润。公司新一轮高增长已然启动，未来三年年复合增长率有望保持 50%以上。公司目前正处于高增长的启动阶段，长期投资价值十分显著，我们按照 2012 年 EPS 30—32 倍估值，未来 6 个月目标价位 37—40 元，首次给予“强烈推荐”评级。

### 盈利预测假设：

1.2011-2012 年收入增速分别为 74%，56%，45%。

2.成本与毛利率：公司工厂化项目达产后可显著提高毛利率水平，但同时公司由高端拓展外延中端市场，对于毛利水平存在一定略有下降的可能，两项相销，我们对公司未来毛利提升持谨慎态度，维持毛利率略提升的预测假设。

3.费用开支：公司股权激励今年每年带来一定管理费用确认，我们预测中已考虑此部分费用。

4.公司税率上升：按照国家过渡期税务政策，公司 2010—2013 年对应的税率分别为 22%，24%，25%，25%。

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	131,047	150,828	262,139	409,461	593,719
同比 (%)	24.7%	15.1%	73.8%	56.2%	45.0%
营业毛利	18,239	23,785	41,156	65,514	94,995
同比 (%)	35.7%	30.4%	73.0%	59.2%	45.0%
归属母公司净利润	6,906	9,700	17,448	28,656	43,841
同比 (%)	37.7%	40.5%	79.9%	64.2%	53.0%
总股本 (万股)	23,025.0	23,025.0	23,025.0	23,025.0	23,025.0
每股收益 (元)	0.30	0.42	0.76	1.24	1.90
P/E (倍)	88.0	62.7	34.8	21.2	13.9

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>1,564.5</b>	<b>2,170.9</b>	<b>2,999.4</b>	<b>4,100.2</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>1,508.3</b>	<b>2,621.4</b>	<b>4,094.6</b>	<b>5,937.2</b>
货币资金	802.5	867.9	997.8	1,229.5	减: 营业成本	1,270.4	2,209.8	3,439.5	4,987.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	50.6	87.8	137.2	198.9
应收款项	654.2	1,137.5	1,770.8	2,559.9	销售费用	19.6	41.9	58.7	76.3
预付款项	36.1	78.1	124.7	181.3	管理费用	39.4	54.4	67.2	67.7
存货	9.7	33.3	52.1	75.5	财务费用	-8.9	-12.0	-6.0	0.0
其他流动资产	61.9	54.0	54.0	54.0	资产减值损失	14.8	13.1	20.5	29.7
<b>非流动资产</b>	<b>115.9</b>	<b>115.5</b>	<b>115.0</b>	<b>114.6</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	1.6	1.6	1.6	1.6	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	14.0	11.5	9.1	6.6	<b>二、营业利润</b>	<b>122.4</b>	<b>226.3</b>	<b>377.6</b>	<b>577.4</b>
在建工程	63.0	65.1	67.1	69.2	加: 营业外收入	2.0	0.5	0.5	0.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.7	1.0	1.0	1.0
无形及递延性资产	28.3	28.3	28.3	28.3	<b>三、利润总额</b>	<b>123.8</b>	<b>225.8</b>	<b>377.1</b>	<b>576.9</b>
其它非流动资产	8.9	8.9	8.9	8.9	减: 所得税费用	26.8	51.3	90.5	138.4
<b>资产总计</b>	<b>1,680.3</b>	<b>2,286.3</b>	<b>3,114.4</b>	<b>4,214.8</b>	<b>四、净利润</b>	<b>97.0</b>	<b>174.5</b>	<b>286.6</b>	<b>438.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>566.7</b>	<b>980.9</b>	<b>1,497.3</b>	<b>2,132.6</b>	归属母公司净利润	97.0	174.5	286.6	438.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	396.8	696.1	1,087.7	1,577.0	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>230.3</b>	<b>230.3</b>	<b>230.3</b>	<b>230.3</b>
预收帐款	93.3	203.7	325.9	473.7	<b>EPS(元)</b>	<b>0.42</b>	<b>0.76</b>	<b>1.24</b>	<b>1.90</b>
其它流动负债	76.6	81.0	83.7	81.9	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	15.1%	73.8%	56.2%	45.0%
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业毛利	30.4%	73.0%	59.2%	45.0%
<b>负债合计</b>	<b>566.7</b>	<b>980.9</b>	<b>1,497.3</b>	<b>2,132.6</b>	主业盈利	31.8%	77.3%	72.4%	54.8%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	母公司净利	40.5%	79.9%	64.2%	53.0%
股本	150.0	150.0	150.0	150.0	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	762.4	762.4	762.4	762.4	毛利率	15.8%	15.7%	16.0%	16.0%
留存收益	201.3	393.1	704.8	1,169.8	主业盈利/收入	8.5%	8.7%	9.6%	10.2%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,113.6</b>	<b>1,305.4</b>	<b>1,617.2</b>	<b>2,082.2</b>	ROS	6.4%	6.7%	7.0%	7.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,680.3</b>	<b>2,286.3</b>	<b>3,114.4</b>	<b>4,214.8</b>	ROE	8.7%	13.4%	17.7%	21.1%
					ROIC	8.7%	13.4%	17.7%	21.1%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	资产负债率	33.7%	42.9%	48.1%	50.6%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-67.5</b>	<b>60.0</b>	<b>132.9</b>	<b>234.9</b>	利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a
净利润	97.0	191.8	311.8	465.0	速动比率	2.63	2.12	1.93	1.86
折旧摊销	18.5	12.3	15.3	18.4	经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
财务费用	0.8	0.5	1.0	1.2	<b>营运能力</b>				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.90	1.15	1.31	1.41
营运资金变动	-179.9	-144.6	-195.1	-249.7	应收账款天数	156.13	156.21	155.69	155.22
其它变动	-3.8	0.0	0.0	0.0	存货天数	2.75	5.43	5.45	5.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-31.7</b>	<b>5.9</b>	<b>-2.0</b>	<b>-2.0</b>	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	-31.7	-2.0	-2.0	-2.0	主业盈利/股本	0.56	0.99	1.70	2.64
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	-0.29	0.26	0.58	1.02
其它变动	0.0	7.9	0.0	0.0	每股净资产	4.84	5.67	7.02	9.04
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-52.8</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.2</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	-40.0	0.0	0.0	0.0	P/E	62.66	34.84	21.21	13.87
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	5.46	4.66	3.76	2.92
其它变动	-12.8	-0.5	-1.0	-1.2	P/S	4.03	2.32	1.48	1.02
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	21.59	12.97	7.34	4.43
<b>现金净增加额</b>	<b>-152.0</b>	<b>65.4</b>	<b>129.9</b>	<b>231.7</b>					

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120



