

# 洪涛股份 (002325.SZ) 装修装饰行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

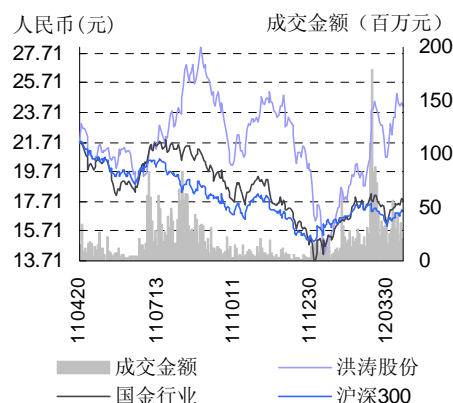
市价(人民币): 24.19元

## 重视公司未来业绩弹性

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	80.46
总市值(百万元)	5,569.75
年内股价最高最低(元)	28.12/14.21
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.647	0.591	1.145	2.003	3.108
每股净资产(元)	7.42	5.66	6.67	8.37	11.35
每股经营性现金流(元)	-0.45	-0.13	1.09	0.38	0.77
市盈率(倍)	60.31	33.50	21.13	12.08	7.78
行业优化市盈率(倍)	61.25	45.51	45.51	45.51	45.51
净利润增长率(%)	40.45%	40.31%	93.72%	74.91%	55.16%
净资产收益率(%)	8.71%	10.45%	17.16%	23.92%	27.38%
总股本(百万股)	150.00	230.25	230.25	230.25	230.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 4 月 20 日发布 2011 年度报告: 2011 年, 公司营业收入、归属于上市公司股东的净利润分别为 21.68 亿、1.36 亿, 同比分别增长 43.72%、40.31%。
- 公司拟以现有总股本 23025 万股为基数, 向全体股东分配利润, 每 10 股派发现金红利 1.5 元(含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

### 经营分析

- **营业收入、净利润快速增长, 盈利能力保持稳定:** 1、报告期内, 公司营业收入、归属于上市公司股东净利润同比分别增长 43.72%、40.31%, 其中中西部、东北地区收入增长迅速; 2、公司盈利能力维持在高位, 毛利率、净利率保持稳定, 期间费用率结构出现变化, 管理费用率大幅降低。
- **公司资金情况较好:** 1、公司超募资金剩余 1.8 亿, 其中 9000 万将补充营运资金, 这有助于公司订单承接以及在手项目的运作; 2、公司资金管控能力较强, 收现比等现金指标优于行业整体水平。
- **体量小、订单足:** 1、相比其他几家装饰公司, 公司目前体量相对较小, 但具订单弹性, 单体订单对于公司业绩贡献率较高; 2、公司订单受地产调控、经济紧缩环境影响有限, 充足的订单保证了公司稳定快速的发展。
- **管理提升促进内生增长:** 1、股权激励实施有助于增强公司核心人员的向心力, 协调团队间合作, 提升管理效率; 2、信息化推广利于降低施工中出错的概率, 减少业务运作中不必要的损失和浪费。
- **人员储备充足:** 报告期内, 公司人员数量增长较快, 为后续公司业务快速增长做好了储备, 帮助公司在消化更多设计、施工订单的同时, 做好成本控制。

### 投资建议

- 订单的驱动作用对于体量不是很大的洪涛依然显著, 单体订单可以给予公司较高的业绩贡献; 而股权激励及信息化的实施, 管理能力的提升将会进一步增强公司的盈利能力; 目前公司人员、资金配备充足, 已经具备了较强的业绩弹性。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.15、2.00、3.11 元, 分别对应 21、12、8 倍估值水平, 维持“买入”评级, 目标价位 32 元。

孙鹏

联系人  
(8621)60753921  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

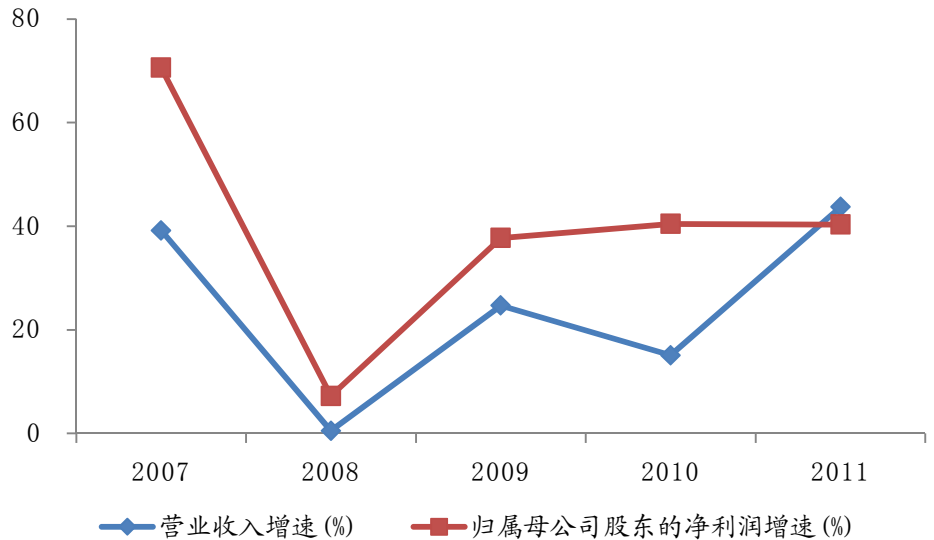
分析师 SAC 执业编号: S1130511030012  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

## 公司年报概况

### 收入、利润保持较快增长

- 报告期内，公司营业收入、归属于上市公司股东净利润同比分别增长 43.72%、40.31%，保持较快增速。

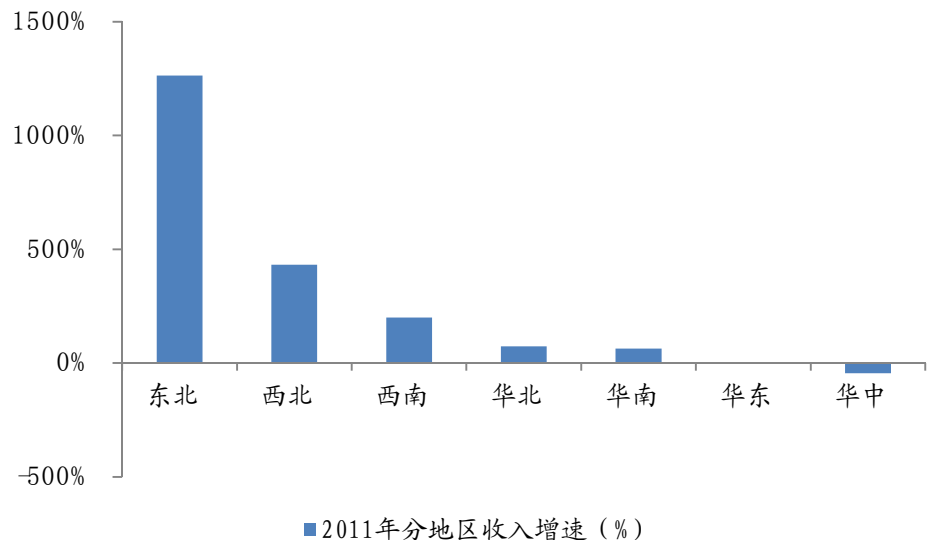
图表1: 公司收入、利润保持较快增速



来源：公司公告 国金证券研究所

- 报告期内，公司业务拓展较快，到 2011 年底，公司已设立 32 家分公司，覆盖除西藏以外所有大陆地区。中西部地区业务近年来发展迅猛，公司在东北、西北、西南等地区收入增速远快于公司传统优势地区。

图表2: 中西部、东北等地区业务发展迅速



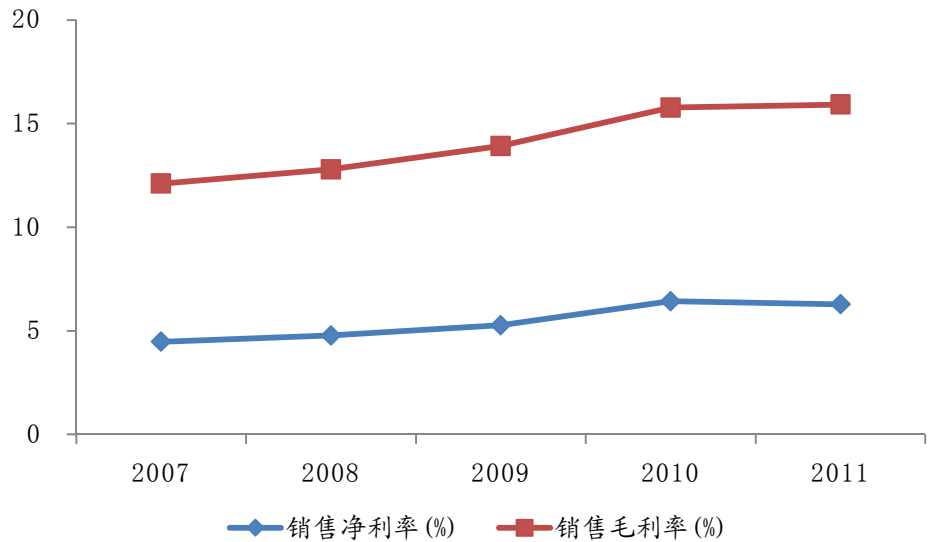
来源：公司公告 国金证券研究所

### 公司盈利维持在较高水平

- 报告期内，公司盈利依然维持在较高水平，公司销售毛利率同比增加 0.15 个百分点，净利率同比下降 0.15 个百分点。
- 报告期内，公司期间费用率上涨 0.4 个百分点，其中，销售费用率上涨 0.9 个百分点，管理费用率下降 0.5 个百分点，财务费用率基本持平。

- 销售费用率：全国营销网络铺设，销售人员工资总额增加造成销售费用大幅上升；
- 管理费用率：公司管理费用控制较好，如果不考虑股权激励所带来的股份支付费用，则公司实际管理费用率为 1.42%，同比下降 1.2 个百分点。

图表3: 公司盈利水平保持稳定

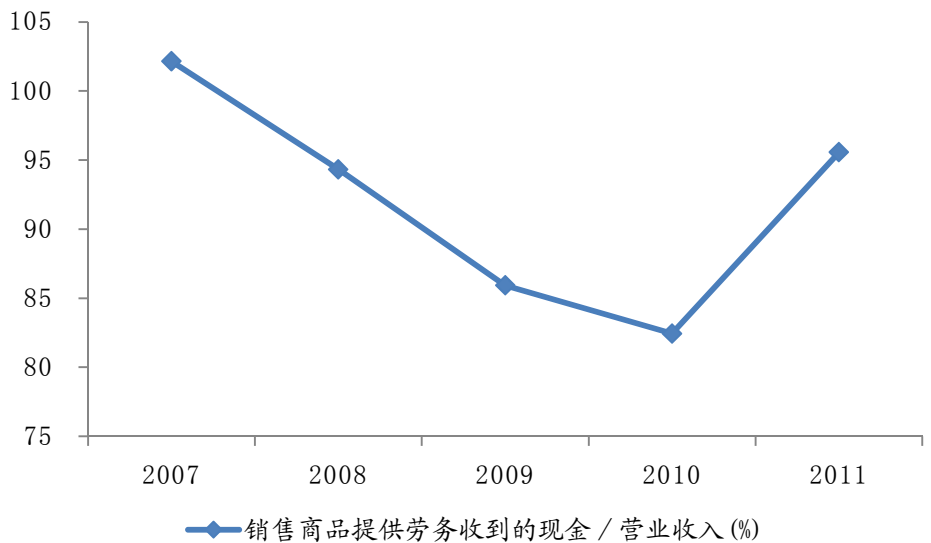


来源：公司公告 国金证券研究所

#### 公司经营稳健，资金情况较好

- 公司上市以后，稳健经营，主要专注于自身优势领域，精耕细作，在扩大营收的同时，严格控制订单质量和回款。报告期内，公司资金情况良好，公司现金收现比大幅上涨。带动公司收现比大幅上涨主要原因有两点：
  - 一是公司加大资金回款力度，应收账款占营业收入比重有所下降；
  - 二是公司预收款项大幅增加，同比增长 148%，这其中主要是工程预收款出现了较大幅度的增长，这既说明公司在经济紧缩环境下更加重视工程款的预付，也说明公司在面对下游客户时具有较强的议价能力。

图表4: 公司收现比情况较好

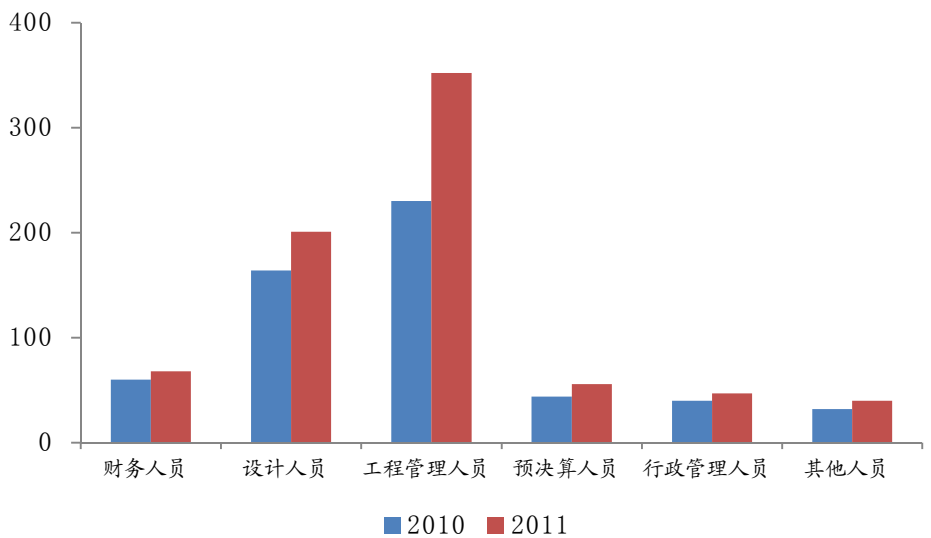


来源: 公司公告 国金证券研究所

### 公司人员快速增长

- 报告期内, 公司人员数量增速较快, 相比上年同期增长 34%, 其中, 设计人员增加 37 人 (23%), 工程管理人员增加 122 人 (53%), 预决算人员增加 12 人 (27%)。

图表5: 公司人员数量增速较快



来源: 公司公告 国金证券研究所

### 公司未来发展具备较大弹性

#### 体量小, 订单足

- 相比其他几家优秀装饰公司, 洪涛目前体量相对较小, 但更具订单弹性, 单体订单对于公司业绩贡献率较高, 报告期内, 公司订单受地产调控、经济紧缩环境影响有限, 中西部、东北等地区业务快速拓展有助于进一步保障公司订单数量, 促进公司稳定快速的发展。

图表6: 公司近期公告的订单情况

时间	合同情况	金额 (万元)	占2011年营业 收入比重
2011/11/8	青岛中联·加洲双子塔装修工程	30000	13.84%
2011/12/7	深圳机场航站区扩建工程T3航站楼公共区精装修工程第四标段	10571.5	4.88%
2012/4/17	贵州恒宇国际酒店精装工程	15000	6.92%
2012/4/17	三门峡天鹅城国际大酒店内装修设计施工一体化	12000	5.54%
合计		67571.5	31.17%

来源: 公司公告 国金证券研究所

### 管理提升促进内生式增长

- 报告期内, 公司多途径改善管理, 以促进内生式发展:
  - 报告期内, 公司向董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术人员授予了限制性股票, 此次股权激励实施有助于增强公司核心人员的向心力, 协调团队间合作, 提升管理效率;
  - 公司仍在积极投入信息化建设, 公司上市募投项目信息化建设预计在今年年底达到预定可使用状态, 信息化的推广, 有助于公司提升整体工作效率, 降低施工中出错的概率, 减少业务运作中不必要的损失和浪费。

### 人员充足, 资金充裕, 为增长提供保障

- 报告期内, 设计、施工以及预决算人员大幅增长, 为后续公司业务快速增长做好了储备, 帮助公司在消化更多设计、施工订单的同时, 做好成本控制。
- 在资金方面, 截至目前公司超募资金仍剩余 1.8 亿, 此次用其中 9000 万补充营运资金有助于公司更好的承接外部订单, 运转手中项目, 此外, 公司对于回款严格控制, 较高的收现比都是公司充裕资金的重要保证。

### 投资建议

- 订单的驱动作用对于体量不是很大的洪涛依然显著, 单体订单可以给予公司较高的业绩贡献; 而股权激励及信息化的实施, 管理能力的提升将会进一步增强公司的盈利能力, 目前公司人员、资金配备充足, 已经具备了较强的业绩弹性。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.15、2.00、3.11 元, 分别对应 21、12、8 倍估值水平, 维持“买入”评级, 目标价位 32 元。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	5	6	15
买入	1	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.38	1.27	1.16

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-23	买入	22.41	N/A
2 2010-10-28	买入	23.90	N/A
3 2010-11-11	买入	28.50	N/A
4 2012-04-17	买入	24.13	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B