



**买入** **25% ↑**  
目标价格: 人民币 30.30

002325.SZ 原目标价格: 人民币 25.80

股价: 人民币 24.19

目标价格基础: 30倍12年市盈率

板块评级: 中立

# 洪涛股份

## 年报业绩符合预期, 2012年业绩释放加速

洪涛股份公告2011年收入21.68亿人民币, 同比增幅为43.72%; 归属上市公司股东净利润1.36亿人民币, 同比增幅为40.31%。公司此前已预告2012年1季度净利润的同比增幅区间为80%-110%。公司业务结构中剧院、国宾馆、五星级酒店占70%, 另外30%是高端写字楼, 基本未涉及住宅精装修, 且由于设计驱动订单能力突出, 短期受宏观及地产调控影响小。公司在剧院等文化设施类、商业楼宇大堂类、国宾馆等高端公共建筑装饰细分市场行业排名第一, 短期内仍将专注于体现装修复杂程度和议价能力的上述细分市场。未来工厂化项目全部落实后有助于提升项目利润率。营销网络建设项目进展顺利, 将推动2012年营销工作全面爆发。公司激励方案在年中进入行权期, 2012年业绩释放动力强劲。公司短期具备高质量成长空间, 长期市值成长空间巨大。我们将目标价格上调至30.30元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 受广告费用及全国设立营销网络因素影响, 销售费用率为2.2%, 较2010年大幅上升0.9个百分点; 管理费用率为2.1%, 较2010年下降0.5个百分点。
- 年报综合毛利率为15.9%, 较2010年提高0.2个百分点; 营业利润率为8.3%, 较2010年提高0.1个百分点; 净利润率为6.3%, 由于所得税率上升因素较2010年下降0.2个百分点。
- 2011年, 公司新承接合同金额超亿元大型公建项目6项, 超5,000万元的大型公建项目20项。2011年公司新承接了26项五星级酒店工程, 提升了五星级酒店方面的品牌积累。
- 2011年公司逐步打造新专业细分市场的新优势, 通过标志性项目如深圳滨海医院(港大深圳医院)、深圳T3航站楼、澳门大学新校区、老挝万象亚欧峰会官邸等在医院、航站楼、教育、境外等高端细分市场建立新优势。

### 评级面临的主要风险

- 宏观调控风险、商业地产景气度下滑的风险、地方政府去杠杆化过快风险。

### 估值

- 我们对于公司2012-2014年的盈利预测分别为1.009、1.528与2.167元。目标价由25.80元上调至30.30元, 对应2012年30倍市盈率, 继续维持买入评级不变。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,508	2,168	3,445	5,147	7,191
变动(%)	15	44	59	49	40
净利润(人民币 百万)	97	136	232	352	499
全面摊薄每股收益(人民币)	0.421	0.591	1.009	1.528	2.167
变动(%)	40.4	40.3	70.7	51.4	41.9
市场预期每股收益(人民币)		0.754	0.920	1.200	1.250
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.155	1.635	
调整幅度(%)	-	-	(12.7)	(6.6)	
核心每股收益(人民币)	0.467	0.631	1.054	1.577	2.222
变动(%)	42.6	35.2	67.0	49.7	40.9
全面摊薄市盈率(倍)	57.4	40.9	24.0	15.8	11.2
核心市盈率(倍)	51.8	38.3	23.0	15.3	10.9
每股现金流量(人民币)	(0.29)	(0.13)	0.13	0.33	0.74
价格/每股现金流量(倍)	(82.6)	(188.4)	191.1	74.1	32.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.6	26.6	15.7	10.4	7.3
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.252	0.382	0.542
股息率(%)	0.6	0.6	1.0	1.6	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	30	1	63	12
相对新华富时A50指数	18	0	61	29

发行股数(百万)	230
流通股(%)	35
流通股市值(人民币 百万)	1,946
3个月日均交易额(人民币 百万)	20
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
刘年新	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年4月19日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

图表 1. 2011 年公司业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变化%
营业收入	1,508	2,168	43.7
营业成本	(1,270)	(1,823)	43.5
营业税金及附加	(51)	(73)	44.8
销售费用	(20)	(48)	144.3
管理费用	(39)	(46)	16.3
财务费用	9	13	46.2
资产减值损失	(15)	(12)	(15.7)
营业利润	122	179	46.1
营业外收入	2	0	(76.2)
营业外支出	(1)	(0)	(68.3)
利润总额	124	179	44.7
所得税费用	(27)	(43)	60.8
净利润	97	136	40.3
少数股东损益	0	0	n.m
归属上市公司股东净利润	97	136	40.3

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,508	2,168	3,445	5,147	7,191
销售成本	(1,270)	(1,823)	(2,884)	(4,304)	(6,005)
经营费用	(107)	(163)	(250)	(372)	(518)
息税折旧前利润	131	182	311	472	668
折旧及摊销	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
经营利润(息税前利润)	128	178	307	466	662
净利息收入(费用)	9	13	12	11	11
其他收益/(损失)	(13)	(12)	(14)	(15)	(17)
税前利润	124	179	306	463	657
所得税	(27)	(43)	(73)	(111)	(158)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	97	136	232	352	499
核心净利润	108	145	243	363	512
每股收益(人民币)	0.421	0.591	1.009	1.528	2.167
核心每股收益(人民币)	0.467	0.631	1.054	1.577	2.222
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.252	0.382	0.542
收入增长(%)	15	44	59	49	40
息税前利润增长(%)	32	39	72	52	42
息税折旧前利润增长(%)	31	38	71	51	42
每股收益增长(%)	40	40	71	51	42
核心每股收益增长(%)	43	35	67	50	41

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	124	179	306	463	657
折旧与摊销	3	4	4	5	6
净利息费用	(9)	(13)	(12)	(11)	(11)
运营资本变动	(183)	(182)	(210)	(287)	(341)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(2)	(18)	(58)	(95)	(139)
经营活动产生的现金流	(67)	(30)	29	75	171
购买固定资产净值	(32)	(78)	(54)	(60)	(66)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(2)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(32)	(79)	(54)	(60)	(66)
净增权益	0	61	0	0	0
净增债务	(40)	0	0	0	0
支付股息	(12)	(23)	(35)	(58)	(88)
其他融资现金流	(1)	0	12	11	11
融资活动产生的现金流	(53)	38	(22)	(47)	(77)
现金变动	(152)	(71)	(47)	(32)	28
期初现金	955	803	732	685	653
公司自由现金流	(99)	(109)	(13)	27	116
权益自由现金流	(140)	(109)	(13)	27	116

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	803	732	685	653	681
应收帐款	708	946	1,503	2,246	3,137
库存	10	24	37	56	78
其他流动资产	44	106	164	241	333
流动资产总计	1,564	1,808	2,389	3,195	4,229
固定资产	77	143	175	209	246
无形资产	27	29	32	36	41
其他长期资产	12	20	20	20	20
长期资产总计	116	191	226	264	306
总资产	1,680	1,999	2,615	3,460	4,535
应付帐款	485	565	896	1,337	1,867
短期债务	5	5	5	5	5
其他流动负债	77	126	214	323	458
流动负债总计	567	696	1,114	1,665	2,330
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	150	230	230	230	230
储备	964	1,073	1,270	1,564	1,975
股东权益	1,114	1,303	1,501	1,794	2,205
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,680	1,999	2,615	3,460	4,535
每股帐面价值(人民币)	7.42	5.66	6.52	7.79	9.58
每股有形资产(人民币)	7.24	5.53	6.38	7.64	9.40
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.32)	(3.16)	(2.95)	(2.81)	(2.94)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.7	8.4	9.0	9.2	9.3
息税前利润率(%)	8.5	8.2	8.9	9.1	9.2
税前利润率(%)	8.2	8.3	8.9	9.0	9.1
净利率(%)	6.4	6.3	6.7	6.8	6.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.8	2.6	2.1	1.9	1.8
利息覆盖率(倍)	101.4	183.1	614.2	932.9	1,324.7
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(倍)	2.7	2.6	2.1	1.9	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	57.4	40.9	24.0	15.8	11.2
核心业务市盈率(倍)	51.8	38.3	23.0	15.3	10.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	64.9	48.0	28.7	19.2	13.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.3	4.3	3.7	3.1	2.5
价格/现金流(倍)	(82.6)	(188.4)	191.1	74.1	32.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.6	26.6	15.7	10.4	7.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	4.0	3.3	3.8	3.9	4.0
应收帐款周转天数	136.5	139.2	129.7	132.9	136.6
应付帐款周转天数	103.5	88.4	77.4	79.2	81.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	23.2	25.4	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	9.1	11.3	16.6	21.4	25.0
资产收益率(%)	6.3	7.4	10.1	11.7	12.6
已运用资本收益率(%)	12.7	15.8	22.7	28.9	33.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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

英国伦敦嘉能街 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