

# 洪涛股份 (002325.SZ) 装修装饰行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

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

贺国文  
分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

## 洪涛股份新签 1.5 亿元合同点评

### 事件

公司于 6 月 12 日发布公告称收到与四川巨洋假日饭店管理有限公司签订的《建设工程施工合同》，项目涉及泸州大剧院，泸州会议中心和泸州巨洋国际假日酒店精装修深化设计及施工工程，项目金额 1.5 亿元，占公司 11 年营业收入的 6.92%。

### 评论

**公司订单强劲逻辑被不断验证：**1、在 4 月 9 日的行业报告《重视比较优势：增长的确定性和持续性》中，我们着重强调装饰公司订单增长的内在逻辑依然强劲，随后洪涛以及金螳螂等装饰公司的订单公告接连验证了该逻辑，我们预计洪涛股份的订单增速应该排在装饰园林行业前列；2、近期订单普遍表现出一个特点：中西部地区订单表现出更快的增速，新市场的提速加上原有东部地区升级更新，为装饰行业提供了更为广阔的市场。

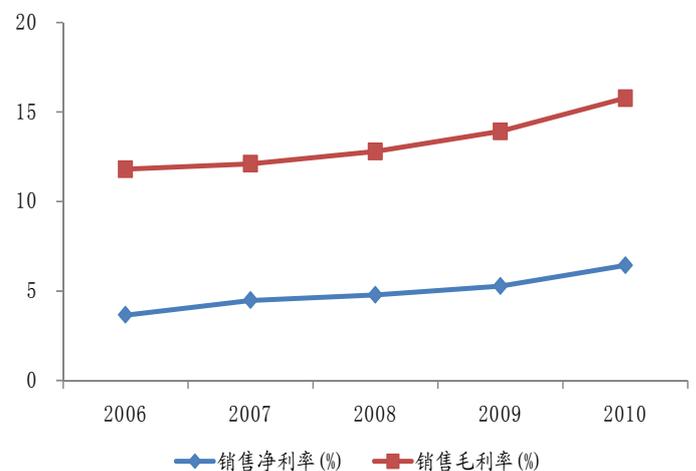
**具备较大弹性，重视比较优势：**1、弹性之一：洪涛股份收入规模相对较小，受订单驱动敏感性更高，相同体量订单，将会带来公司 EPS 更大幅度的增长；2、弹性之二：股权激励之后的洪涛股份将更大程度的体现内部管理效率提高的弹性，而且空间较大；3、比较优势：在整体经济还在寻底的过程中，洪涛股份业绩不仅具备较大向上弹性，而且相比其他工程类公司，由于充足订单保障，其业绩也更为确定，风险相对较小，具有很好的比较优势。

图表1: 4月9日后装饰行业新签订单汇总

时间	合同情况	合同金额 (万元)	合同区域	公司
2012/6/12	泸州大剧院·泸州会议中心·泸州巨洋国际假日酒店精装修深化设计及施工工程	15000	西南	洪涛股份
2012/4/17	贵州恒宇国际酒店精装工程	15000	西南	
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	华中	
2012/5/11	永康世贸中心城市综合体装修工程	51,400.00	华东	金螳螂
2012/4/21	淮安市规划展示馆、图书馆、美术馆、文化馆内装及布展工程	10,016.00	华东	
2012/4/21	辽宁碧湖温泉度假村楼体内部装修项目第三标段、第四标段	6,309.00	东北	
2012/4/21	1号生产研发楼等八项室内精装修	6,600.00	华北	
2012/4/21	七彩俊园	8,971.00	西南	
2012/4/21	白马寺山接待中心(晋邦大酒店)	9,800.00	华北	

来源: 公司公告 国金证券研究所

图表2: 洪涛股份盈利能力逐年提升



### 重申目前我们对于装饰园林行业观点:

**1、“大行业，小公司”投资逻辑依然强劲：**优秀装饰公司订单在经济比较弱的时期依旧能维持较快发展，已经从反面验证了大行业对于优质“小”公司的驱动作用；未来随着中西部城镇化进程逐步推进，东部消费升级，更新替代的渐渐铺开，行业容量将有望进一步提升，继续拉动优秀装饰公司快速发展。

**2、“管理提升、内部挖潜时间窗口逐渐打开”：**紧缩的经济环境加之逐渐增大的公司体量，使得装饰公司更加意识到管理提升、内部挖潜将带来更大的业绩弹性，是公司保持较快发展的重要手段。目前，装饰公司已经在组织架构、施工规范、信息化等方面强化管理，开启了内生增长加外部订单驱动的新模式。

3、近期对装饰行业进行全面交流路演，针对市场关注的行业波动性问题，我们的看法是：装饰园林行业是属于宏观经济的后周期行业，有一定的周期性，因此其估值有一定波动性；但是我们应该按照成长股的逻辑去在这个大的周期性行业中寻找标的，选择标的的关键要素在于管理。目前上市企业中大部分园林装饰企业都具备良好的管理能力，而且从目前了解的经营情况来看，目前园林装饰订单仍保持良好的增速。

### 投资建议

作为具备较大弹性装饰公司，我们积极看好公司未来发展，预计公司 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.57、1.00 和 1.54 元，对应 27、16 和 10 倍 PE，维持“增持”评级。

**图表3：三张报表**

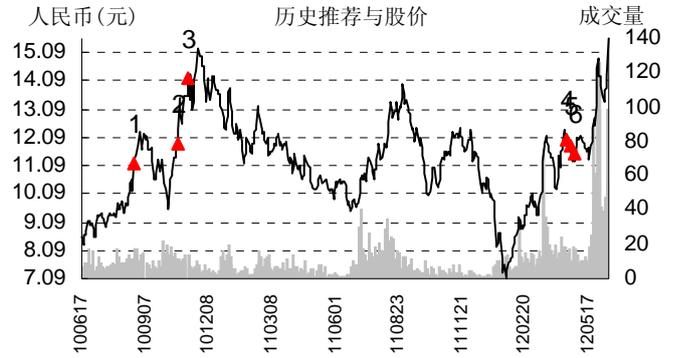
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,310</b>	<b>1,508</b>	<b>2,168</b>	<b>4,075</b>	<b>6,891</b>	<b>10,311</b>	货币资金	955	803	732	858	1,000	1,200
增长率		15.1%	43.7%	88.0%	69.1%	49.6%	应收款项	420	708	946	1,544	2,599	3,872
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,270</b>	<b>-1,823</b>	<b>-3,414</b>	<b>-5,755</b>	<b>-8,584</b>	存货	18	10	24	34	57	85
% 销售收入	86.1%	84.2%	84.1%	83.8%	83.5%	83.3%	其他流动资产	20	44	106	179	296	437
<b>毛利</b>	<b>182</b>	<b>238</b>	<b>345</b>	<b>662</b>	<b>1,137</b>	<b>1,727</b>	流动资产	1,412	1,564	1,808	2,614	3,952	5,594
% 销售收入	13.9%	15.8%	15.9%	16.2%	16.5%	16.7%	% 总资产	94.4%	93.1%	90.4%	89.5%	92.3%	94.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-44</b>	<b>-51</b>	<b>-73</b>	<b>-137</b>	<b>-232</b>	<b>-347</b>	长期投资	0	2	3	3	3	3
% 销售收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	固定资产	49	77	143	252	266	279
<b>营业费用</b>	<b>-10</b>	<b>-20</b>	<b>-48</b>	<b>-82</b>	<b>-124</b>	<b>-165</b>	% 总资产	3.3%	4.6%	7.2%	8.6%	6.2%	4.7%
% 销售收入	0.8%	1.3%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%	无形资产	30	28	33	38	47	56
<b>管理费用</b>	<b>-31</b>	<b>-39</b>	<b>-46</b>	<b>-94</b>	<b>-152</b>	<b>-217</b>	非流动资产	84	116	191	306	329	351
% 销售收入	2.4%	2.6%	2.1%	2.3%	2.2%	2.1%	% 总资产	5.6%	6.9%	9.6%	10.5%	7.7%	5.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>97</b>	<b>128</b>	<b>178</b>	<b>349</b>	<b>629</b>	<b>998</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,496</b>	<b>1,680</b>	<b>1,999</b>	<b>2,921</b>	<b>4,281</b>	<b>5,944</b>
% 销售收入	7.4%	8.5%	8.2%	8.6%	9.1%	9.7%	短期借款	40	0	0	0	217	377
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>-16</b>	应付款项	388	501	608	1,191	1,871	2,588
% 销售收入	0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.1%	0.2%	其他流动负债	39	66	88	232	336	472
<b>资产减值损失</b>	<b>-8</b>	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-21</b>	<b>-35</b>	流动负债	468	567	696	1,423	2,424	3,436
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期借款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>468</b>	<b>567</b>	<b>696</b>	<b>1,423</b>	<b>2,424</b>	<b>3,437</b>
<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>122</b>	<b>179</b>	<b>352</b>	<b>612</b>	<b>946</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,029</b>	<b>1,114</b>	<b>1,303</b>	<b>1,498</b>	<b>1,857</b>	<b>2,507</b>
营业利润率	6.6%	8.1%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,496</b>	<b>1,680</b>	<b>1,999</b>	<b>2,921</b>	<b>4,281</b>	<b>5,944</b>
<b>税前利润</b>	<b>86</b>	<b>124</b>	<b>179</b>	<b>352</b>	<b>612</b>	<b>946</b>							
利润率	6.6%	8.2%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-17</b>	<b>-27</b>	<b>-43</b>	<b>-88</b>	<b>-153</b>	<b>-237</b>		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税率	19.9%	21.6%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>69</b>	<b>97</b>	<b>136</b>	<b>264</b>	<b>459</b>	<b>710</b>	每股收益	0.576	0.647	0.591	0.573	0.997	1.541
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	8.572	7.424	5.659	3.252	4.032	5.443
<b>归属于母公司的净：</b>	<b>69</b>	<b>97</b>	<b>136</b>	<b>264</b>	<b>459</b>	<b>710</b>	每股经营现金净流	0.846	-0.450	-0.128	0.547	0.192	0.387
净利率	5.3%	6.4%	6.3%	6.5%	6.7%	6.9%	每股股利	0.000	0.100	0.150	0.150	0.130	0.130
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.71%	8.71%	10.45%	17.61%	24.73%	28.31%
							总资产收益率	4.62%	5.77%	6.81%	9.03%	10.73%	11.94%
							投入资本收益率	7.29%	9.03%	10.40%	17.48%	22.74%	25.94%
							<b>增长</b>						
							主营业务收入增长率	24.70%	15.09%	43.72%	88.00%	69.09%	49.63%
							EBIT 增长率	48.90%	31.79%	38.98%	95.75%	80.10%	58.72%
							净利润增长率	37.73%	40.45%	40.31%	93.72%	74.14%	54.58%
							总资产增长率	250.71%	12.30%	18.97%	46.10%	46.58%	38.85%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	81.2	124.5	126.7	125.0	125.0	125.0
							存货周转天数	5.4	4.0	3.3	3.6	3.6	3.6
							应付账款周转天数	64.6	99.0	73.6	78.0	78.0	78.0
							固定资产周转天数	3.9	3.4	9.8	13.2	7.5	4.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-88.91%	-72.06%	-56.17%	-57.28%	-42.17%	-32.81%
							EBIT 利息保障倍数	30.9	-14.4	-13.7	-21.2	-126.5	61.3
							资产负债率	31.25%	33.72%	34.82%	48.73%	56.63%	57.83%

来源：国金证券研究所

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	增持	11.14	N/A
2	2010-10-28	增持	11.88	N/A
3	2010-11-11	增持	14.17	N/A
4	2012-04-17	增持	11.98	N/A
5	2012-04-20	增持	11.78	N/A
6	2012-04-26	增持	11.55	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**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