国金证券 SINOLINK SECURITIES

洪涛股份 (002325.SZ)　装修装饰行业

评级：增持　维持评级　　**业绩点评**

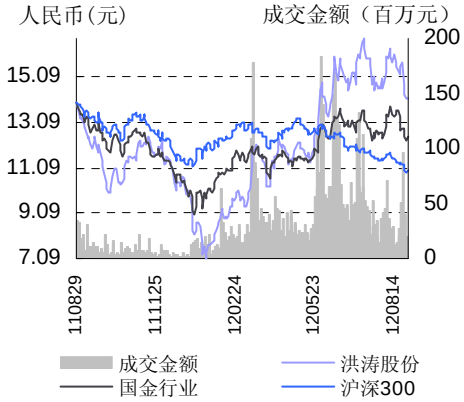
市价（人民币）：14.19 元

洪涛股份 2012 年半年报业绩点评;

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)	163.99
总市值(百万元)	65.34
年内股价最高最低(元)	16.80/7.09
沪深 300 指数	2238.41
中小板指数	4856.91



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	0.503	0.788	1.154
每股净资产(元)	7.42	5.66	3.18	3.75	4.78
每股经营性现金流(元)	-0.45	-0.13	0.66	0.33	0.49
市盈率(倍)	60.31	33.50	28.22	18.00	12.30
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%	70.12%	56.76%	46.38%
净资产收益率(%)	8.71%	10.45%	15.80%	21.00%	24.15%
总股本(百万股)	150.00	230.25	460.50	460.50	460.50

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8 月 29 日，洪涛股份发布半年报：公司实现营业收入 12.22 亿元，相比上年同期增长 40.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.78 亿元，相比上年同期增长 66.13%，按期末股本摊薄后每股收益为 0.17 元。（公司预计 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度 60%-90%）

公司经营概况

- **收入、净利润保持较快增长**：1、报告期内，公司实现营业收入 12.22 亿元，相比上年同期增长 40.63%；2、实现归属于上市公司股东的净利润 0.78 亿元，相比上年同期增长 66.13%，保持较快增速。
- **公司盈利能力稳步提升**：1、报告期内，公司加强材料和人工的预算控制，毛利率（16.42%）较去年同期提升 1.92 个百分点，期间费用率略有升高，2、受上述影响，公司销售净利率同比提升 0.97 个百分点，公司盈利能力持续提高。
- **应收款持续增加，收现比指标环比好转**：报告期内，随着营收规模扩大，公司应收账款持续增加。公司收现比指标相比上年同期有所降低，但二季度相比一季度环比提升，有所好转。
- **公司业务布局更为广阔**：报告期内，公司营销网络建设继续推进，目前分支机构已经达到 39 家，受此影响，公司业务拓展快速，华中、西南、西北、东北、等区域业务增速超过 300%

看好公司未来发展

- **订单增速较快保证后续增长**：1、报告期内，公司设计及工程施工订单有较大幅度的增长，这在一定程度上保证了公司后续施工订单和营业收入稳定快速增长。2、此前报告中，我们曾提示华东、华南以往市场仍有较大空间，报告期内其他区域业务快速增长不仅验证了这一点，也为公司后续发展提供了广阔的市场。
- **管理有助公司盈利能力进一步提升**：报告期内，公司管理能力提升，内部挖潜已经初现效果，公司销售毛利率同比大幅提升。报告期内建筑装饰部品部件工厂化项目已经全面试生产，协同效应也将慢慢体现，这将有助于公司盈利能力进一步提升。

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

敬请参阅最后一页特别声明

- **人员、资金支撑公司发展：**公司目前在职员工人数已经达到 798 人，完全可以支撑起公司的快速增长。7 月下旬，为了更好完成公司 2012 年目标，公司将剩余超募资金 8934.03 万元补充流动资金，这将进一步增强公司接单和施工能力，加快项目周转速度。

投资建议

- 鉴于近期装饰股出现的调整，我们又跟踪调研了金螳螂等装饰公司，我们认为：
  - 此轮调整更多的是基于交易层面或者周期性方面担忧而引起，而此类原因一方面由于行业累计涨幅较大，另一方面源于近期对于周期性担忧过多而导致。
  - 而根据我们近期调研的情况来看，7~8 月份大部分公司无论是设计订单还是施工订单增速都较上半年有加快趋势，虽然从自上而下找到相关的前瞻性指标，但从其他包括设计订单和未来潜在订单活跃度等有指导意义的指标来看，未来一年的订单增速仍将保持较快增速概率较大，尤其政府主导的公装等项目确定性似乎更高。因此我们认为行业拐点尚未出现。
  - 鉴于以上调研的判断来看，我们总体还是建议投资者对于这个板块还是按照之前逻辑在股价由于周期性波动的时候按照成长股的逻辑增持。
- 而从洪涛股份来讲，订单在行业内应该保持最快增速，而随着管理提升，盈利提高，在人员、资金推动下，公司仍将保持较快增速。
- 预计公司 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.50、0.79、1.15 元，分别对应 28、18、12 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示

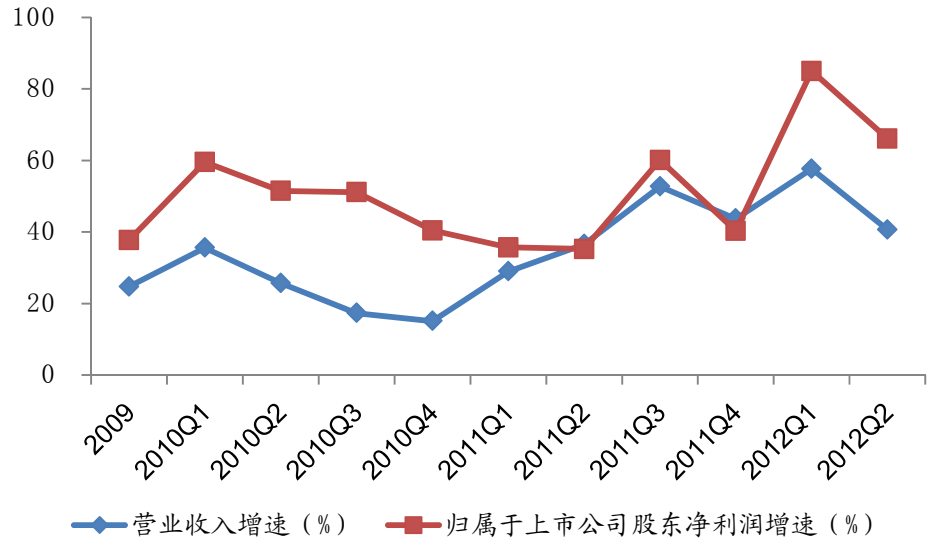
- 基建、地产投资大幅低于预期

报告期公司经营概况

收入、净利润保持较快增长

■ 报告期内，公司实现营业收入 12.22 亿元，相比上年同期增长 40.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.78 亿元，相比上年同期增长 66.13%，保持较快增速。

图表1：公司收入、净利润保持较快增速

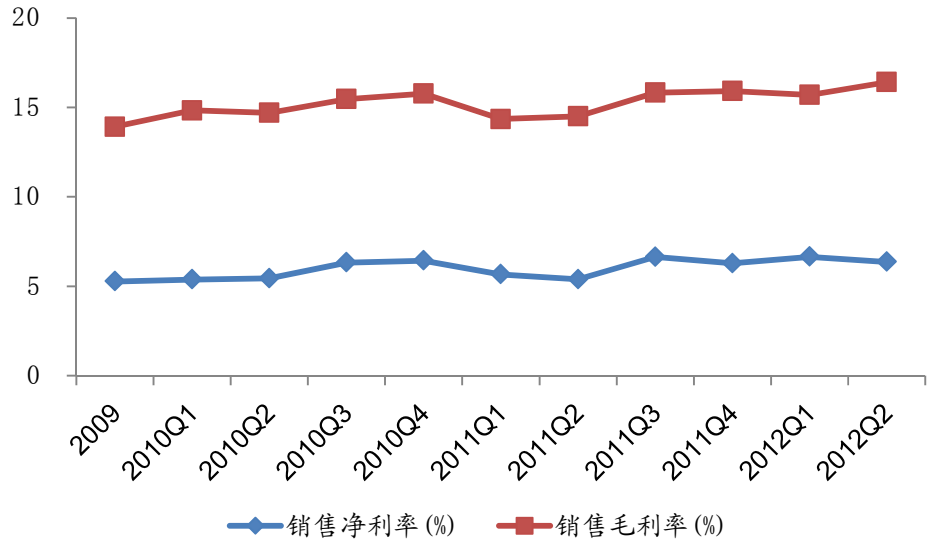


来源：公司公告 国金证券研究所

公司盈利能力稳步提升

■ 报告期内，公司加强材料和人工的预算控制，毛利率（16.42%）较去年同期提升 1.92 个百分点，期间费用率略有升高，受上述影响，公司销售净利率同比提升 0.97 个百分点，公司盈利能力持续提高。

图表2：公司盈利能力持续提高

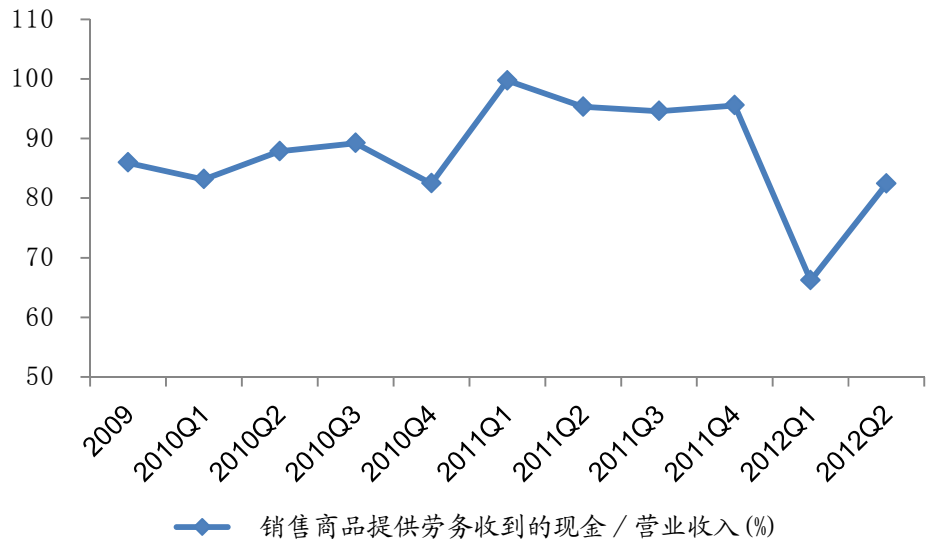


来源：公司公告 国金证券研究所

应收款持续增加，收现比指标环比好转

■ 报告期内，随着营收规模扩大，公司应收账款持续增加。公司收现比指标相比上年同期有所降低，但二季度相比一季度环比提升，有所好转。

图表3：公司收现比同比下降，环比回升



来源：公司公告 国金证券研究所

公司业务布局更为广阔

- 报告期内，公司营销网络建设继续推进，目前分支机构已经达到 39 家，受此影响，公司业务拓展快速，华中、西南、西北、东北、等区域业务增速超过 300%。

看好公司未来发展

订单增速较快保证后续增长

- 报告期内，公司设计及工程施工订单有较大幅度的增长，这在一定程度上保证了公司后续施工订单和营业收入稳定快速增长。此前报告中，我们曾提示华东、华南以往市场仍有较大空间，报告期内其他区域业务快速增长不仅验证了这一点，也为公司后续发展提供了广阔的市场。

管理有助公司盈利能力进一步提升

- 报告期内，公司管理能力提升，内部挖潜已经初现效果，公司销售毛利率同比大幅提升。报告期内建筑装饰部品部件工厂化项目已经全面试生产，协同效应也将慢慢体现，这将有助于公司盈利能力进一步提升。

人员、资金支撑公司发展

- 公司目前在职员工人数已经达到 798 人，完全可以支撑起公司的快速增长。7 月下旬，为了更好完成公司 2012 年目标，公司将剩余超募资金 8934.03 万元补充流动资金，这将进一步增强公司接单和施工能力，加快项目周转速度。

投资建议

- 鉴于近期装饰股出现的调整，我们又跟踪调研了金螳螂等装饰公司，我们认为：

  A，此轮调整更多的是基于交易层面或者周期性方面担忧而引起，而此类原因一方面由于行业累计涨幅较大，另一方面源于近期对于周期性担忧过多而导致。

  B，而根据我们近期调研的情况来看，7～8 月份大部分公司无论是设计订单还是施工订单增速都较上半年有加快趋势，虽然从自上而下找到相关的前瞻性指标，但从其他包括设计订单和未来潜在订单活跃度等有指导意义

的指标来看，未来一年的订单增速仍将保持较快增速概率较大，尤其政府主导的公装等项目确定性似乎更高。因此我们认为行业拐点尚未出现。

C，鉴于以上调研的判断来看，我们总体还是建议投资者对于这个板块还是按照之前逻辑在股价由于周期性波动的时候按照成长股的逻辑增持。

D,而从洪涛股份来讲，订单在行业内应该保持最快增速，而随着管理提升，盈利提高，在人员、资金推动下，公司仍将保持较快增速。

- 预计公司 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.50、0.79、1.15 元，分别对应 28、18、12 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示

- 基建、地产投资大幅低于预期

图表4：三张报表

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	**1,310**	**1,508**	**2,168**	**3,235**	**4,844**	**6,770**
增长率		*15.1%*	*43.7%*	*49.2%*	*49.7%*	*39.8%*
主营业务成本	-1,128	-1,270	-1,823	-2,673	-3,989	-5,556
% 销售收入	*86.1%*	*84.2%*	*84.1%*	*82.6%*	*82.4%*	*82.1%*
毛利	182	238	345	562	855	1,214
% 销售收入	*13.9%*	*15.8%*	*15.9%*	*17.4%*	*17.6%*	*17.9%*
营业税金及附加	-44	-51	-73	-109	-163	-228
% 销售收入	*3.4%*	*3.4%*	*3.4%*	*3.4%*	*3.4%*	*3.4%*
营业费用	-10	-20	-48	-65	-87	-108
% 销售收入	*0.8%*	*1.3%*	*2.2%*	*2.0%*	*1.8%*	*1.6%*
管理费用	-31	-39	-46	-74	-107	-142
% 销售收入	*2.4%*	*2.6%*	*2.1%*	*2.3%*	*2.2%*	*2.1%*
息税前利润（EBIT）	97	128	178	314	498	735
% 销售收入	*7.4%*	*8.5%*	*8.2%*	*9.7%*	*10.3%*	*10.9%*
财务费用	-3	9	13	17	14	4
% 销售收入	*0.2%*	*-0.6%*	*-0.6%*	*-0.5%*	*-0.3%*	*-0.1%*
资产减值损失	-8	-15	-12	-22	-28	-31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	86	122	179	309	484	708
营业利润率	*6.6%*	*8.1%*	*8.3%*	*9.5%*	*10.0%*	*10.5%*
营业外收支	0	1	0	0	0	0
税前利润	**86**	**124**	**179**	**309**	**484**	**708**
利润率	*6.6%*	*8.2%*	*8.3%*	*9.5%*	*10.0%*	*10.5%*
所得税	-17	-27	-43	-77	-121	-177
所得税率	*19.9%*	*21.6%*	*24.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	69	97	136	232	363	531
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净：	**69**	**97**	**136**	**232**	**363**	**531**
净利率	*5.3%*	*6.4%*	*6.3%*	*7.2%*	*7.5%*	*7.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	69	97	136	232	363	531
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	18	17	34	45	50
非经营收益	1	-3	-3	-1	6	18
营运资金变动	20	-180	-179	41	-264	-376
经营活动现金净流	**101**	**-67**	**-30**	**306**	**150**	**224**
资本开支	-28	-32	-78	-126	-40	-40
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-2	0	0	0
投资活动现金净流	**-28**	**-32**	**-79**	**-126**	**-40**	**-40**
股权募资	791	0	61	0	-40	0
债权募资	0	-40	0	0	94	94
其他	-11	-13	-22	0	-75	-78
筹资活动现金净流	**779**	**-53**	**38**	**0**	**-22**	**16**
现金净流量	**853**	**-152**	**-71**	**180**	**88**	**200**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	955	803	732	912	1,000	1,200
应收款项	420	708	946	1,215	1,802	2,507
存货	18	10	24	26	39	55
其他流动资产	20	44	106	142	207	286
流动资产	1,412	1,564	1,808	2,294	3,049	4,048
% 总资产	*94.4%*	*93.1%*	*90.4%*	*88.2%*	*90.3%*	*92.0%*
长期投资	0	2	3	3	3	3
固定资产	49	77	143	252	266	279
% 总资产	*3.3%*	*4.6%*	*7.2%*	*9.7%*	*7.9%*	*6.3%*
无形资产	30	28	33	38	47	56
非流动资产	84	116	191	306	329	351
% 总资产	*5.6%*	*6.9%*	*9.6%*	*11.8%*	*9.7%*	*8.0%*
资产总计	**1,496**	**1,680**	**1,999**	**2,601**	**3,378**	**4,398**
短期借款	40	0	0	0	94	187
应付款项	388	501	608	937	1,303	1,681
其他流动负债	39	66	88	198	253	330
流动负债	468	567	696	1,135	1,650	2,197
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**468**	**567**	**696**	**1,135**	**1,650**	**2,198**
普通股股东权益	1,029	1,114	1,303	1,465	1,728	2,200
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,496**	**1,680**	**1,999**	**2,601**	**3,378**	**4,398**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.576	0.647	0.591	0.503	0.788	1.154
每股净资产	8.572	7.424	5.659	3.182	3.753	4.777
每股经营现金净流	0.846	-0.450	-0.128	0.664	0.326	0.487
每股股利	0.000	0.100	0.150	0.150	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	6.71%	8.71%	10.45%	15.80%	21.00%	24.15%
总资产收益率	4.62%	5.77%	6.81%	8.90%	10.74%	12.08%
投入资本收益率	7.29%	9.03%	10.40%	16.06%	20.49%	23.10%
增长率						
主营业务收入增长率	24.70%	15.09%	43.72%	49.22%	49.75%	39.76%
EBIT增长率	48.90%	31.79%	38.98%	76.02%	58.64%	47.71%
净利润增长率	37.73%	40.45%	40.31%	70.12%	56.76%	46.38%
总资产增长率	250.71%	12.30%	18.97%	30.09%	29.90%	30.21%
资产管理能力						
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	16.7	10.6	7.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-88.91%	-72.06%	-56.17%	-62.21%	-52.44%	-46.01%
EBIT利息保障倍数	30.9	-14.4	-13.7	-18.5	-36.5	-170.4
资产负债率	31.25%	33.72%	34.82%	43.65%	48.83%	49.98%

来源：国金证券研究所

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
买入	0	0	0	1	19
增持	0	0	2	4	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0**	**0**	**2.00**	**1.86**	**1.50**

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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。

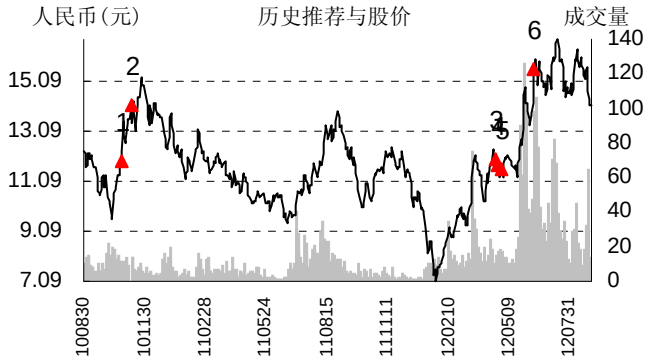
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-28	增持	11.88	N/A
2	2010-11-11	增持	14.17	N/A
3	2012-04-17	增持	11.98	N/A
4	2012-04-20	增持	11.78	N/A
5	2012-04-26	增持	11.55	N/A
6	2012-06-12	买入	15.60	N/A

来源：国金证券研究所



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：

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为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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B