

洪涛股份 (002325.SZ) 装修装饰行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

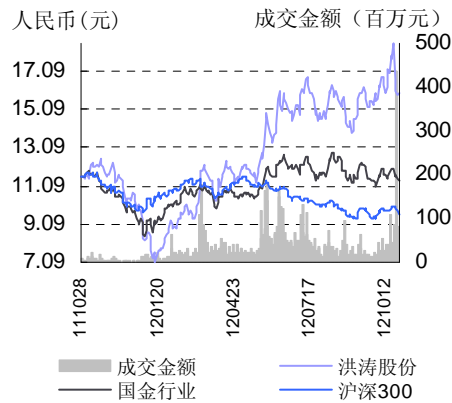
市价(人民币): 15.97元

成长之中

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)	160.91
总市值(百万元)	73.52
年内股价最高最低(元)	18.53/7.09
沪深300指数	2247.91
中小板指数	4767.92



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	0.467	0.707	1.057
每股净资产(元)	7.42	5.66	3.15	3.64	4.56
每股经营性现金流(元)	-0.45	-0.13	0.65	0.31	0.43
市盈率(倍)	60.31	33.50	34.19	22.60	15.11
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%	58.04%	51.30%	49.56%
净资产收益率(%)	8.71%	10.45%	14.84%	19.43%	23.16%
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

- 10月29日, 洪涛股份发布2012三季报: 公司实现营业收入21.55亿元, 相比上年同期增长36.61%, 实现归属于上市公司股东净利润1.39亿元, 相比上年同期增长32.85%。按期末股本摊薄后每股收益0.3元。
- 公司预计2012年度归属于上市公司股东的净利润变动幅度为45%-85%。

报告期经营概况

- 三季度公司收入、利润增速有所放缓, 不改全年快速增长情景: 1、报告期内, 公司实现营业收入21.55亿元, 相比上年同期增长36.61%, 实现归属于上市公司股东净利润1.39亿元, 相比上年同期增长32.85%。2、单季度来看, 公司三季度营业收入增长31.68%, 实现归属于上市公司股东净利润增长5.91%, 相比上半年的快速增长, 公司三季度有所放缓。
- 公司毛利率、净利率维持在高位: 1、报告期内, 公司毛利率、净利率维持在高位, 其中, 毛利率为16.45%, 相比上年同期增加0.62个百分点, 净利率为6.45%, 相比上年同期下降0.19个百分点。2、公司期间费用率为3.46%, 相比上年同期增长0.3个百分点。
- 应收账款增加, 收现比降低: 报告期内, 公司应收账款持续增加, 较期初增加了42.51%, 受此影响, 公司收现比也相应出现下滑。

持续看好公司未来发展

- 公司三季度业绩增速放缓, 一方面源于经济下行影响, 另一方面源于2011年三季度是公司经营的一个高点, 去年三季度(单季度)公司营业收入增速78.66%, 净利润增速88.16%, 净利率达到了8.17%, 远高于其他报告期水平。此外, 公司部分项目放缓或由于偶发性因素, 预计四季度将挽回部分工程进度, 这有助于公司继续保持较快增速。
- 从订单情况来看, 报告期内, 公司订单保持较快增速, 不仅可以支撑年内业绩增长, 对于明年业绩增速也有一个较好的保障。

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

投资建议

- 三季度，周转速度有所放缓加上上年度业绩高点因素，使得公司净利润增速有所放缓，但从全年角度来看，公司仍将保持较快增速。目前订单情况以及逐步加强的内部管理能力将支撑起公司未来短期和长期发展。在目前时点，我们认为装饰行业后周期性与成长性的博弈将越发的明显，在标的选择上，我们倾向于管理能力强，体量小，正处在“成长之中”的优秀股票，洪涛作为公装领域的龙头企业，体量相对较小，品牌出众，管理在持续改善中，是未来仍将保持较快增长的成长型公司，也是我们首推的装饰个股。
- 预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.47、0.71、1.06 元，分别对应 34、23、15 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示

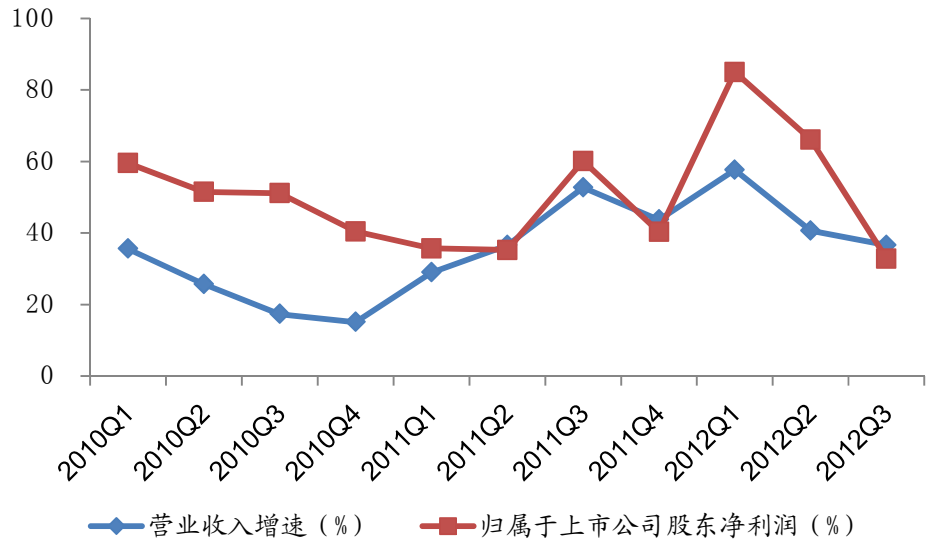
- 房地产、基建投资增速低于预期

报告期经营概况

三季度公司收入、利润增速有所放缓，不改全年快速增长预期

- 报告期内，公司实现营业收入 21.55 亿元，相比上年同期增长 36.61%，实现归属于上市公司股东净利润 1.39 亿元，相比上年同期增长 32.85%。
- 单季度来看，公司三季度营业收入增长 31.68%，实现归属于上市公司股东净利润增长 5.91%，相比上半年的快速增长，公司三季度有所放缓。

图表1：公司营业收入、净利润增速有所放缓

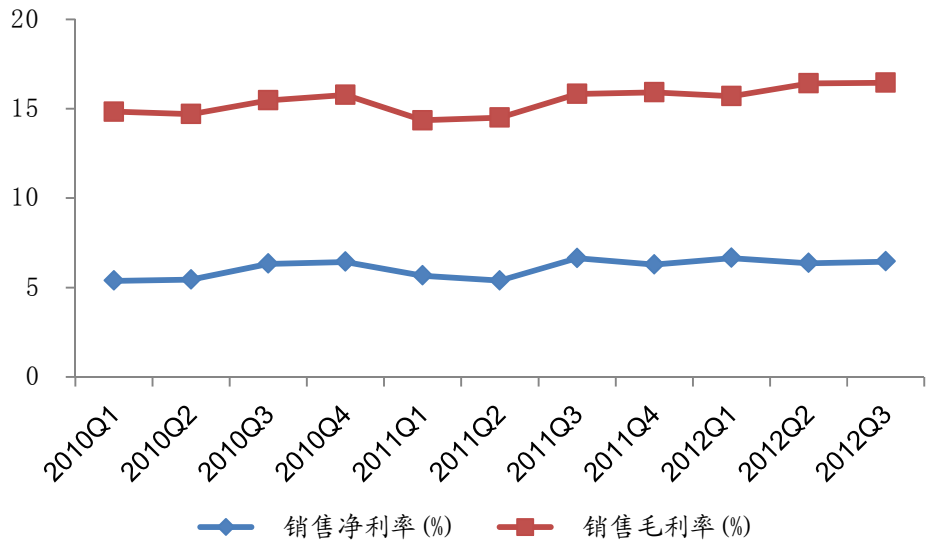


来源：公司公告 国金证券研究所

公司毛利率、净利率维持在高位

- 报告期内，公司毛利率、净利率维持在高位，其中，毛利率为 16.45%，相比上年同期增加 0.62 个百分点，净利率为 6.45%，相比上年同期下降 0.19 个百分点。
- 报告期内，公司期间费用率为 3.46%，相比上年同期增长 0.3 个百分点，其中，销售费用率 1.73%，同比下降 0.21 个百分点；管理费用率 2.03%，同比上升 0.10 个百分点；财务费用率-0.30%，同比上升 0.41 个百分点。

图表2: 公司毛利率、净利率维持在高位

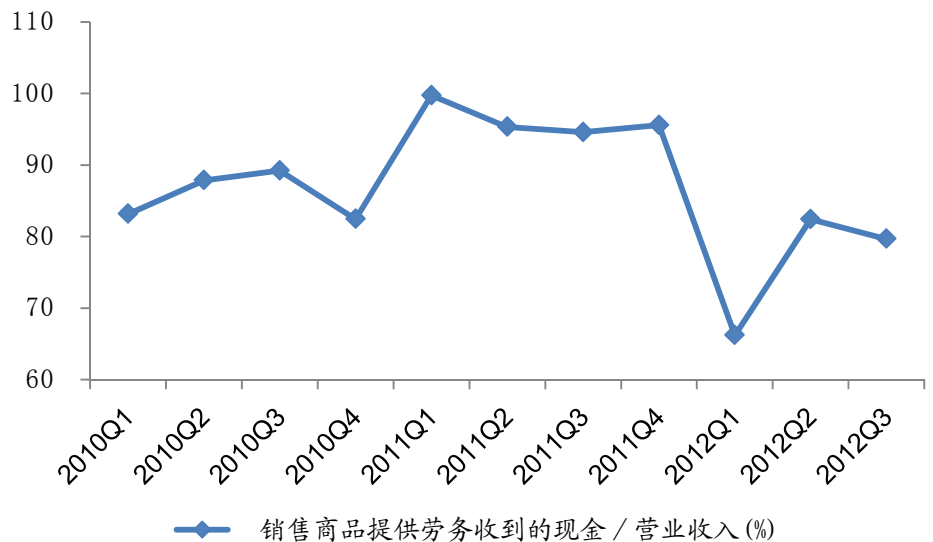


来源: 公司公告 国金证券研究所

应收账款增加, 收现比降低

- 报告期内, 公司应收账款持续增加, 较期初增加了 42.51%, 受此影响, 公司收现比也相应出现下滑。

图表3: 公司收现比同比下滑



来源: 公司公告 国金证券研究所

持续看好公司未来发展

- 公司三季度业绩增速放缓, 一方面源于经济下行影响, 另一方面源于 2011 年三季度是公司经营的一个高点, 去年三季度 (单季度) 公司营业收入增速 78.66%, 净利润增速 88.16%, 净利率达到了 8.17%, 远高于其他报告期水平。此外, 公司部分项目放缓或由于偶发性因素, 预计四季度将抢回部分工程进度, 这有助于公司继续保持较快增速。
- 从订单情况来看, 报告期内, 公司订单保持较快增速, 不仅可以支撑年内业绩增长, 对于明年业绩增速也有一个较好的保障。

投资建议

- 三季度，周转速度有所放缓加上上年度业绩高点因素，使得公司净利润增速有所放缓，但从全年角度来看，公司仍将保持较快增速。目前订单情况以及逐步加强的内部管理能力将支撑起公司未来短期和长期发展。在目前时点，我们认为装饰行业后周期性与成长性的博弈将越发的明显，在标的选择上，我们倾向于管理能力强，体量小，正处在“成长之中”的优秀股票，洪涛作为工装领域的龙头企业，体量相对较小，品牌出众，管理在持续改善中，是未来仍将保持较快增长的成长型公司，也是我们首推的装饰个股。
- 预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.47、0.71、1.06 元，分别对应 34、23、15 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示

- 房地产、基建投资增速低于预期

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	4,686	6,549
增长率		15.1%	43.7%	49.2%	44.9%	39.8%
主营业务成本	-1,128	-1,270	-1,823	-2,688	-3,880	-5,388
% 销售收入	86.1%	84.2%	84.1%	83.1%	82.8%	82.3%
毛利	182	238	345	546	806	1,162
% 销售收入	13.9%	15.8%	15.9%	16.9%	17.2%	17.7%
营业税金及附加	-44	-51	-73	-109	-158	-221
% 销售收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
营业费用	-10	-20	-48	-61	-89	-124
% 销售收入	0.8%	1.3%	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-31	-39	-46	-71	-98	-131
% 销售收入	2.4%	2.6%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	97	128	178	305	461	685
% 销售收入	7.4%	8.5%	8.2%	9.4%	9.8%	10.5%
财务费用	-3	9	13	10	9	0
% 销售收入	0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	0.0%
资产减值损失	-8	-15	-12	-28	-36	-37
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	287	434	649
营业利润率	6.6%	8.1%	8.3%	8.9%	9.3%	9.9%
营业外收支	0	1	0	0	0	0
税前利润	86	124	179	287	434	649
利润率	6.6%	8.2%	8.3%	8.9%	9.3%	9.9%
所得税	-17	-27	-43	-72	-108	-162
所得税率	19.9%	21.6%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	69	97	136	215	325	487
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净:	69	97	136	215	325	487
净利率	5.3%	6.4%	6.3%	6.6%	6.9%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	69	97	136	215	325	487
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	18	17	39	54	55
非经营收益	1	-3	-3	-1	7	22
营运资金变动	20	-180	-179	44	-244	-364
经营活动现金净流	101	-67	-30	297	143	200
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	110	122
其他	-11	-13	-22	0	-76	-82
筹资活动现金净流	779	-53	38	0	-6	40
现金净流量	853	-152	-71	172	97	200

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	955	803	732	903	1,000	1,200
应收款项	420	708	946	1,209	1,728	2,403
存货	18	10	24	27	38	53
其他流动资产	20	44	106	142	202	277
流动资产	1,412	1,564	1,808	2,281	2,968	3,934
% 总资产	94.4%	93.1%	90.4%	88.2%	90.0%	91.8%
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%	8.1%	6.5%
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%	10.0%	8.2%
资产总计	1,496	1,680	1,999	2,588	3,297	4,284
短期借款	40	0	0	0	110	231
应付款项	388	501	608	940	1,265	1,629
其他流动负债	39	66	88	198	247	321
流动负债	468	567	696	1,139	1,622	2,182
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	1,139	1,622	2,183
普通股股东权益	1,029	1,114	1,303	1,449	1,675	2,101
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	2,588	3,297	4,284

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.576	0.647	0.591	0.467	0.707	1.057
每股净资产	8.572	7.424	5.659	3.146	3.636	4.563
每股经营现金净流	0.846	-0.450	-0.128	0.646	0.310	0.434
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%	14.84%	19.43%	23.16%
总资产收益率	4.62%	5.77%	6.81%	8.31%	9.87%	11.36%
投入资本收益率	7.29%	9.03%	10.40%	15.76%	19.37%	22.03%
增长率						
主营业务收入增长率	24.70%	15.09%	43.72%	49.22%	44.87%	39.75%
EBIT增长率	48.90%	31.79%	38.98%	70.81%	51.35%	48.70%
净利润增长率	37.73%	40.45%	40.31%	58.04%	51.30%	49.56%
总资产增长率	250.71%	12.30%	18.97%	29.45%	27.40%	29.95%
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	11.0	7.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-88.91%	-72.06%	-56.17%	-62.35%	-53.14%	-46.04%
EBIT利息保障倍数	30.9	-14.4	-13.7	-30.7	-48.7	-2,282.4
资产负债率	31.25%	33.72%	34.82%	44.01%	49.21%	50.95%

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	1	1	12	12	16
增持	1	1	12	12	17
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.65	1.61	1.59

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 2010-10-28	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
7 2012-08-29	增持	14.46	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“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



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