

高端市场优势巩固，收入释放保障业绩高成长

洪涛股份 (002325.SZ)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布 2012 年年报，2012 年公司实现收入 28.4 亿元，同比增长 31.0%。实现归属母公司的净利润 2.04 亿元，同比增长 50%。公司的基本每股收益为 0.44 元，符合我们的预期。公司 12 年的分配预案为每 10 股派发现金红利 0.6 元，同时每 10 股转增 5 股。

二、我们的分析与判断

- **高端市场竞争优势稳固，大项目占比上升、订单结构继续优化。** 12 年公司继续巩固在高端酒店、剧院会堂领域的竞争优势，全年新签合同增长 35%。2012 年，公司新承接合同金额超亿元大型公建项目 7 项，超 5000 万元的大型公建项目 13 项，新签项目的平均金额提升至 3500 万左右，有利于公司核心资产周转率的进一步提升。从项目构成看，酒店、文化类、写字楼和医院项目的占比合计达到 90%，政务类项目占比快速下降，公司订单结构继续优化。
- **品牌议价能力继续提升，12 年公司毛利率、净利率分别提升 2.3 和 0.9 个百分点。** 目前，工装行业客户方面，酒店项目等越来越向一二线品牌开发商集中，同时由于酒店经营连锁化的趋势，有品牌、运营资金实力的优质装饰企业其优势也将更为明显。从投标中标率等数据跟踪看，高端装饰领域的竞争仍较为理性，公司的品牌议价能力仍有发挥潜力。
- **现金/收入比略有回落，收款质量整体可控。** 12 年公司经营活动现金流入 24.5 亿元，同比增长 10%，低于同期收入增幅，主要由于当年新增施工项目较多，且结算进度略有滞后，导致现金/收入比回落至 80%。随着当前项目在 13 年陆续竣工及实现决算回款，同时考虑到公司业主的良好付款能力，公司回款质量将实现稳步改善。
- **人才储备充足、激励机制到位，业绩成长动力充足。** 公司当前设计和项目管理团队规模提升至 600 人，在业界仍处于前列，未来 2 年内的收入快速增长有保障。同时，公司中高层的持股及限制性股票激励举措也使有助于管理层积极性的良好发挥。

三、投资建议

维持推荐的投资评级。 未来两年仍将是公司业绩的高速释放阶段。一方面公司在手订单充足，执行进度良好；同时，品牌议价能力和资金实力仍可保证今年高订单目标的实现。预计 13-15 年 EPS 分别为 0.68/0.97/1.37 元，未来两年业绩复合增速在 40% 以上，维持推荐的投资评级。

分析师

罗泽兵

☎: (8621) 2025 2670

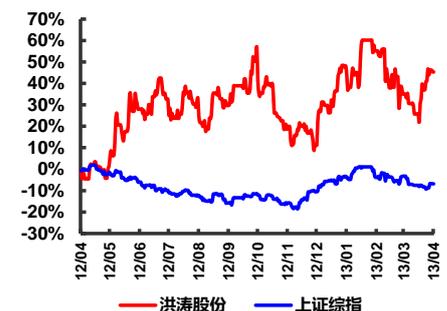
✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

市场数据日期	2013-4-22
上证综合指数	2,242
公司收盘价	17.14
总股本(百万)	460
流通股本(百万)	453
流通市值(亿)	77.7
EPS (TTM)	0.44
每股净资产(元)	3.24
资产负债率	40%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
洪涛股份	7.6	-1.9	7.1
上证综指	-3.7	-3.2	6.0



主要财务指标 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2842	4064	5689	7794
收入同比	31%	43%	40%	37%
归属母公司净利	204	311	446	630
净利润同比	50%	52%	43%	41%
毛利率	18.2%	18.1%	18.0%	18.0%
ROE	13.7%	17.3%	20.4%	23.1%
每股收益(元)	0.44	0.68	0.97	1.37
P/E	38.59	25.34	17.67	12.53
P/B	5.30	4.38	3.61	2.89

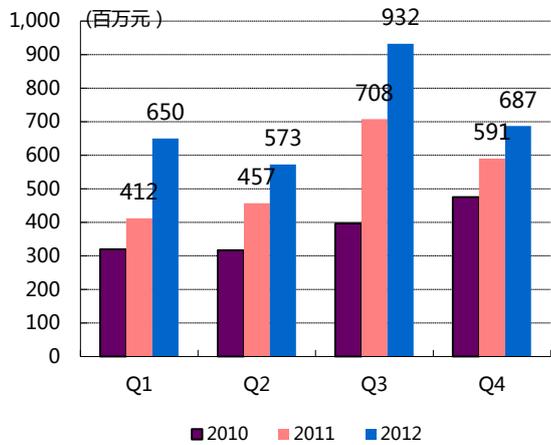
资料来源：中国银河证券研究部

表 1 公司单季度的损益表对比分析 (单位: 百万元)

	2011				2012				Q4 同比 (%)	Q4 环比 (%)
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
一、营业总收入	412.31	456.94	707.95	590.53	649.82	572.64	932.22	687.06	16.3%	-26.3%
二、营业总成本	381.96	426.10	631.50	549.28	592.83	526.52	849.68	597.95	8.9%	-29.6%
营业成本	353.13	390.06	584.34	495.03	547.82	473.86	778.53	525.49	6.2%	-32.5%
毛利率	14.4%	14.6%	17.5%	16.2%	15.7%	17.3%	16.5%	23.5%	7.3%	7.0%
销售费用	9.64	9.83	11.06	17.26	10.25	14.14	12.91	25.14	45.7%	94.7%
销售费用率	2.3%	2.2%	1.6%	2.9%	1.6%	2.5%	1.4%	3.7%	0.7%	2.3%
管理费用	5.88	10.38	14.29	15.24	11.35	14.42	17.90	20.47	34.3%	14.3%
管理费用率	1.4%	2.3%	2.0%	2.6%	1.7%	2.5%	1.9%	3.0%	0.4%	1.1%
财务费用	-2.95	-3.89	-4.40	-1.76	-3.74	-1.05	-1.64	-1.26	-28.7%	-23.4%
资产减值损失	2.24	4.36	2.31	3.54	5.23	5.85	10.83	5.21	47.2%	-51.9%
减值损失率	0.5%	1.0%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	0.8%	0.2%	-0.4%
四、营业利润	30.35	30.84	76.45	41.24	56.99	46.12	82.54	89.11	116.0%	8.0%
加：营业外收入	0.02	0.17	0.00	0.29		2.00		0.60	110.3%	#DIV/0!
减：营业外支出	0.01	0.00	0.16	0.05		1.50	0.26	0.09	71.1%	-66.6%
五、利润总额	30.36	31.00	76.29	41.48	56.99	46.62	82.29	89.62	116.1%	8.9%
减：所得税	7.01	7.53	18.43	10.06	13.79	12.03	21.01	24.22	140.7%	15.3%
所得税率	23.1%	24.3%	24.2%	24.3%	24.2%	25.8%	25.5%	27.0%	2.8%	1.5%
六、净利润	23.35	23.48	57.86	31.42	43.20	34.59	61.28	65.40	108.2%	6.7%
减：少数股东损益										
归属于母公司净利润	23.35	23.48	57.86	31.42	43.20	34.59	61.28	65.40	108.2%	6.7%
净利率	5.7%	5.1%	8.2%	5.3%	6.6%	6.0%	6.6%	9.5%	4.2%	2.9%
单季度 EPS(元)	0.05	0.05	0.13	0.07	0.09	0.08	0.13	0.14	108.2%	6.7%

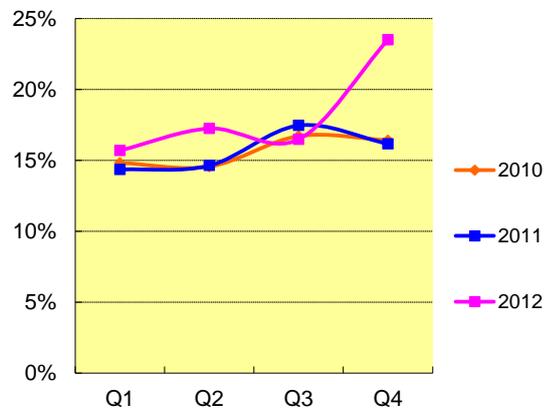
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 1 2010-2012 年公司季度收入对比



资料来源：公司公告

图 2 2010-2012 年公司季度毛利率对比



资料来源：公司公告

表 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2230	2605	3344	4365	营业收入	2842	4064	5689	7794
现金	441	580	602	611	营业成本	2326	3328	4665	6391
应收账款	1334	1620	2268	3108	营业税金及附加	95	134	188	257
其它应收款	111	127	178	244	营业费用	62	73	91	117
预付账款	307	200	187	256	管理费用	64	85	114	148
存货	9	43	60	83	财务费用	-8	-5	-2	-2
其他	27	35	48	64	资产减值损失	27	35	40	45
非流动资产	267	271	255	250	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	2	2	2
固定资产	119	162	180	184	营业利润	275	415	595	840
无形资产	28	27	26	25	营业外收入	3	0	0	0
其他	121	81	50	41	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2497	2876	3599	4615	利润总额	276	415	595	840
流动负债	1007	1075	1414	1890	所得税	71	104	149	210
短期借款	0	0	0	0	净利润	204	311	446	630
应付账款	667	666	933	1278	少数股东损益	0	0	0	0
其他	341	409	481	611	归属母公司净利润	204	311	446	630
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	271	417	603	848
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.68	0.97	1.37
其他	0	0	0	0					
负债合计	1007	1075	1414	1890					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	460	460	460	460					
资本公积	518	518	518	518					
留存收益	511	822	1207	1747					
归属母公司股东权益	1490	1801	2185	2726					
负债和股东权益	2497	2876	3599	4615					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-30	139	83	96	成长能力				
净利润	204	311	446	630	营业收入	31.1%	43.0%	40.0%	37.0%
折旧摊销	4	8	9	10	营业利润	53.6%	51.1%	43.4%	41.1%
财务费用	-8	-5	-2	-2	归属于母公司净利润	50.2%	52.3%	43.4%	41.1%
投资损失	0	-2	-2	-2	获利能力				
营运资金变动	-179	-182	-416	-586	毛利率	18.2%	18.1%	18.0%	18.0%
其它	-52	9	47	47	净利率	7.2%	7.7%	7.8%	8.1%
投资活动现金流	-79	-5	0	0	ROE	13.7%	17.3%	20.4%	23.1%
资本支出	78	0	0	0	ROIC	19.3%	25.9%	28.5%	30.1%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-2	-5	0	0	资产负债率	40.3%	37.4%	39.3%	40.9%
筹资活动现金流	38	5	-60	-87	净负债比率	-29.6%	-32.2%	-27.6%	-22.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.21	2.42	2.37	2.31
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.20	2.38	2.32	2.27
普通股增加	230	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-213	0	0	0	总资产周转率	1.26	1.51	1.76	1.90
其他	21	5	-60	-87	应收账款周转率	2	3	3	3
现金净增加额	-71	138	23	9	应付账款周转率	4.63	5.00	5.84	5.78

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

罗泽兵，建筑行业证券分析师。工学学士，管理学硕士，4 年证券从业经历，3 年企业工作经验。2007 年进入中投证券从事建材及建筑行业研究，2011 年加入银河证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn