

洪涛股份 (002325)

行业需求无忧，公司高成长可期

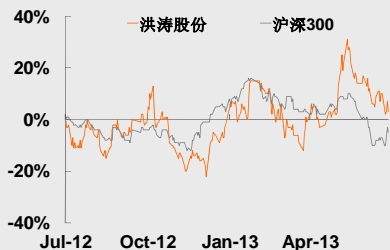
推荐 (首次)

现价: 11.28 元

主要数据

行业	平安建筑和工程
公司网址	www.szhongtao.cn
大股东/持股	刘年新/34.96%
实际控制人/持股	刘年新/42.53%
总股本(百万股)	691
流通 A 股(百万股)	476
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	77.90
流通 A 股市值(亿元)	53.70
每股净资产(元)	2.24
资产负债率(%)	44.8

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

周雅婷

投资咨询资格编号
S1060513070001
0755-22622736
ZHOUYATING113@pingan.com.cn

研究助理

杜市伟

一般证券从业资格编号
S1060112040036
021-38639691
DUSHIWEI395@pingan.com.cn

投资要点

■ 专注公共建筑装饰的领先企业

洪涛股份作为国内最早成立的装饰企业之一，业务范围包括高星级酒店、剧院、会所、写字楼等装修装饰，其中酒店业务占比最大，约 40%~50%。公司曾完成包括“鸟巢”、中央电视台总部大楼、钓鱼台国宾馆等在内的数百项优质项目。与其他上市装饰企业相比，有三特色：1) 成立最早，曾具有国企背景；2) 专注公共建筑装饰装饰领域，在剧院会堂、国宾馆、建筑大堂等细分市场的占有率第一；3) 规模相对较小。其中后两项是公司享受一定估值溢价的重要原因。

■ 短期需求担忧过度，预期纠偏将带动估值修复行情

地产调控政策、投资增速下滑预期、“八规六禁”的反腐政策、不佳的酒店业经营数据导致了市场对装饰行业前景的悲观预期，但从微观角度看，目前较为流行的“政府、开发商、酒店品牌商三方共赢”的投资模式无法改变，高端酒店投资热情仍将持续。对文教卫生类建筑市场来说，由于其对民生的重要性，稳步增长仍有保障。另外值得注意的是公共建筑的翻修市场将进入快速上升通道，成为装饰行业发展的重要接力者，因此我们认为市场对装饰行业前景的担忧有些过度。下半年行业的悲观预期将逐步被高成长的业绩与订单瓦解或部分瓦解，我们认为装饰行业有望随着“城镇化”主题、市场预期修正迎来估值修复行情。

■ 公司成长稳定性、净利率水平、订单消化能力有望逐步提升

资金、资质、品牌等是公司高速成长的基础，现阶段公司的发展重点将落在成长的稳定性和质量上，我们认为未来这两项将逐步得到提高。稳定性来自于已经完善的区域布局（完成覆盖除西藏外的所有省市）、多元化的客户（地产商、大型国企、民企、政府等）；成长质量的提高主要指盈利能力的提升，我们预计公司净利率可由 11 年 6.3% 提高至 14 年的 7.3%，主要由于 ERP 系统的全面上线、部品部件工厂化率的提高、总承包模式的逐步完善。2013 年公司将订单消化能力提升列为重点任务之一，预计成果将逐步显现。

■ 首次覆盖，给予“推荐”评级

我们预计公司 2013-2014 年实现净利润分别为 2.82 亿元 (YoY 38.1%) 和 3.93 亿元 (YoY 39.1%)，暂不考虑股权激励的摊薄影响，对应 EPS 分别为 0.41 元和 0.57 元，目前股价对应 13 年、14 年动态 PE 分别为 27.6 和 19.8 倍，考虑下半年装饰有望迎来的估值修复行情、公司高成长的确定性，我们首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示： 业务快速扩张后的管理风险、地产持续调控风险

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,168	2,842	3,919	5,361
YoY(%)	43.7	31.1	37.9	36.8
净利润(百万元)	136	204	282	393
YoY(%)	40.3	50.2	38.1	39.1
毛利率(%)	15.9	18.2	17.5	17.7
净利率(%)	6.3	7.2	7.2	7.3
ROE(%)	10.4	13.7	16.2	18.7
EPS(摊薄/元)	0.20	0.30	0.41	0.57
P/E(倍)	57.2	38.1	27.6	19.8
P/B(倍)	6.0	5.2	4.5	3.7

正文目录

一、公建装饰长期空间大，短期市场预期或过于悲观	4
1.1 政策压制、酒店业经营数据不佳导致酒店装饰行业悲观预期	4
1.2 酒店投资热情持续，翻修市场进入上行通道	5
1.3 文教卫生类投资稳步增长有保障	6
二、专注公共建筑装修的领先企业	7
2.1 公司概况：成立最早、资质齐全、品牌领先	7
2.2 业务快速增长，跨区域经营日益成熟	8
三、公司成长稳定性和质量将稳步提高	9
3.1 遍布全国的地标性工程使其受益行业发展，	9
3.2 盈利能力逐步提升，订单消化能力逐步增强	10
四、盈利预测与投资建议	11
4.1 预计公司 13 年、14 年净利润增长分别为 38%、39%	11
4.2 估值与投资建议：首次覆盖给予“推荐”评级	12
五、风险提示：管理风险、地产持续调控风险	13

图表目录

图表 1	中国酒店每间可售房收入（元）	4
图表 2	酒店入住率不理想	4
图表 3	目前五星级酒店新开业数仍处正常水平	5
图表 4	目前五星级酒店开业客房数处于正常水平	5
图表 5	国际知名酒店品牌在华大举扩张（单位：家）	5
图表 6	近十年来商品房、办公楼新开工高速增长	6
图表 7	全国文化基础设施投资不断加大	6
图表 8	“十二五”期间部分地区文化设施建设情况	6
图表 9	公司股权结构	7
图表 10	公司组织架构	8
图表 11	公司营收快速增长	8
图表 12	公司净利润稳定快速增长	8
图表 13	公司营收的区域分布趋于均衡	9
图表 14	公司分支机构遍布全国	9
图表 15	公司部分工程案例	10
图表 16	近年来公司毛利率快速提升	10
图表 17	近年来公司净利率稳步提高	10
图表 18	公司近年来五星酒店承接数量（单位：家）	11
图表 19	公司承接的大型项目数量（单位：家）	11
图表 20	洪涛股份关键假设（单位：百万元）	12

一、公建筑装饰长期空间大，短期市场预期或过于悲观

公共建筑装饰行业长期受益于城镇化与消费升级，从长期的角度看，行业需求空间巨大，2012年装饰行业市场容量约2.6万亿元，其中公共建筑装饰市场约1.2万亿，对于行业巨大的发展空间市场已有较多讨论，我们不再赘述。但长期不同的是，受地产政策及投资影响，市场对现阶段装饰悲观论调较多。

1.1 政策压制、酒店业经营数据不佳导致酒店装饰行业悲观预期

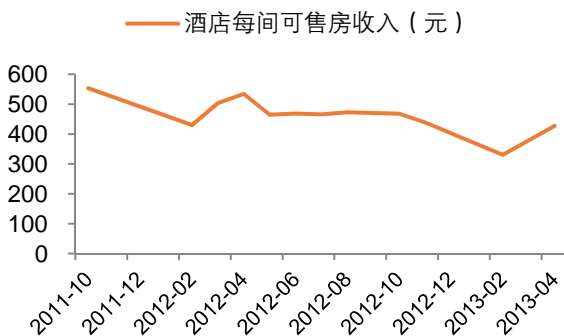
市场对行业前景的担忧导致行业估值难以突破，这种担忧情绪也不无道理，从“自上而下”的逻辑上看确实有根有据：

1) 中央反腐力度加强降低政府采购需求，引发市场对行业前景的担忧。2013年1月中央政府相继出台“八项规定”、“六项禁令”，反腐成为新一届政府的执政“关键词”之一，导致了政府对高星级酒店的采购需求下降。据《2013年中国饭店业发展报告》显示，1~4月中国酒店业会议销售额同比下降18%，其中政府会议同比降幅高达37.94%。

2) 地产投资是影响装饰行业的最重要变量，随着地产业“黄金十年”的结束（至少是繁荣预期的结束），装饰行业增速将迎来拐点，DCF模型中分子项将因长期增长率“g”的下降而下降，进而影响装饰价值。

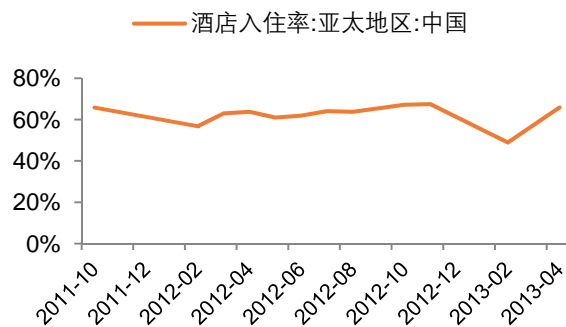
3) 高端酒店经营数据不佳。受宏观经济下行影响，国内酒店每间可售房收入(即客房收入除以可售客房数量)出现明显下滑，入住率持续在盈亏平衡线(70%)以下。中国饭店协会公布的《2013中国饭店业发展报告》显示，1~4月酒店业营收同比下滑16.43%，平均出租率同比下降9.31%，平均房价同比下降7.2%，行业整体经营数据全线下滑，企业整体经营困难。但从13年新开业数据来看，五星级酒店开业数量尚处于正常水平。

图表1 中国酒店每间可售房收入（元）



资料来源：平安证券研究所

图表2 酒店入住率不理想



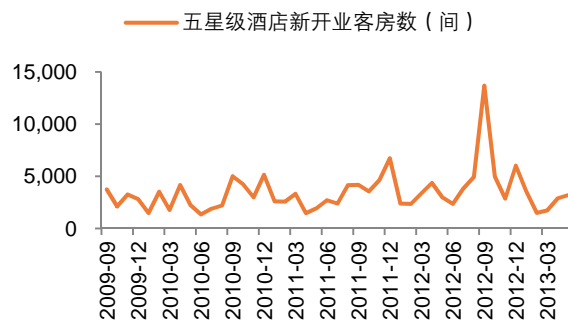
资料来源：平安证券研究所

图表3 目前五星级酒店新开业数仍处正常水平



资料来源：平安证券研究所

图表4 目前五星级酒店开业客房数处于正常水平



资料来源：平安证券研究所

1.2 酒店投资热情持续，翻修市场进入上行通道

我们从微观的层面看目前高端酒店投资，仍较为积极。目前的酒店投资模式，是政府、开发商、酒店品牌商三方共赢的模式，短期内难以改变，这也为高端酒店投资提供直接动力。另外尽管地产投资增速高峰已经过去，但翻修(或者成为二次装修)市场将逐步成为行业发展的重要增长极。

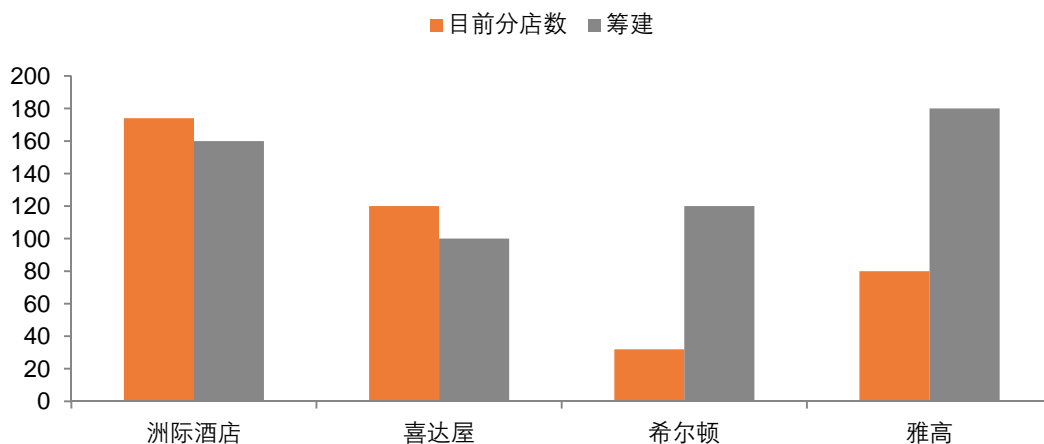
“三方共赢”的酒店投资模式短期内难以改变，高端酒店投资热情依然高涨

酒店业越来越流行的投资模式是，酒店作为土地招标必要的配套项目，酒店品牌商提供品牌和管理，开发商负责投资运营，国际前十知名酒店品牌多采用这种模式。

对于地方政府来说，酒店投资尤其是高档酒店投资，有利于提高基础设施建设水平，提升周围土地价值；对于开发商来说，投资高档酒店，一方面可以享受土地升值带来的收益，另一方面也有利于其拿地；而对于酒店品牌商来说，有利于提升覆盖面和市占率。

国际品牌在华扩张步伐是较好的例证之一。据史密斯旅游研究机构(STR Global)调查可知，四月份全球 458 家奢华酒店品牌中 253 家在亚太地区进行酒店在建工程或是规划建设项目，其中在华项目占亚太总项目的 58%。洲际酒店、喜达屋、希尔顿、雅高等酒店在建或筹建的项目数量均在百家以上。

图表5 国际知名酒店品牌在华大举扩张（单位：家）



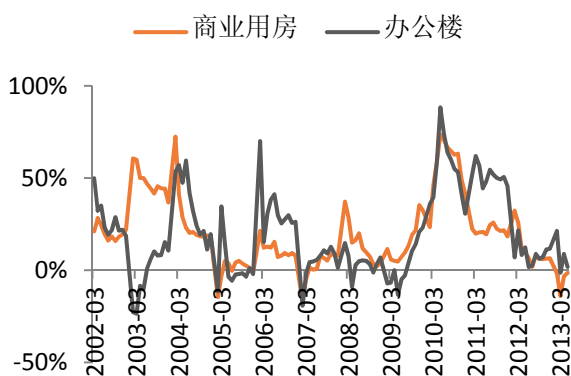
资料来源：平安证券研究所

存量翻修市场将成为行业新亮点

2000 年以来房地产业进入“黄金发展期”，兴建了大量商业地产、办公楼、酒店等，一般来说 5-10 年为一个翻修周期，因此目前公共建筑物的存量翻修市场将进入高峰期。尽管目前翻修市场占上市装饰公司的业务比重不高，随着这块市场蛋糕的不断增长，也将成为各企业必争之地。以国际知名品牌索菲特为例，公司计划对大中华区开业五到十年的酒店也高举进行翻新工程，包括济南、杭州、郑州、南京钟山及银河索菲特酒店等都将陆续于今明两年完成重新装修。

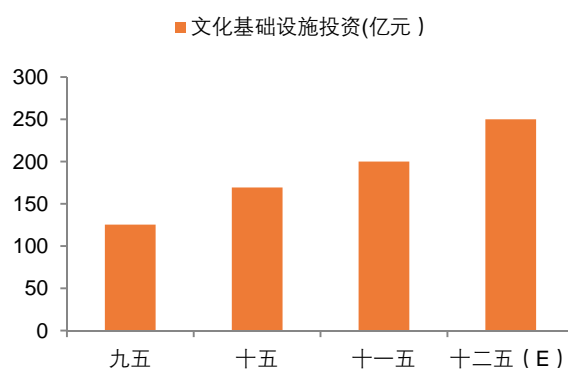
另外值得一提的是，即使酒店品牌更换，由于风格的不同，一般也会需要重新装修，因此品牌更换也将产生大量装修需求。

图表6 近十年来商品房、办公楼新开工高速增长



资料来源：平安证券研究所

图表7 全国文化基础设施投资不断加大



资料来源：文化部、平安证券研究所

1.3 文教卫生类投资稳步增长有保障

随着经济和社会发展，国家对文化、卫生设施建设越来越重视。《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》首次将“文化建设”作为一个重要部分单独部署，充分显示了国家对其重视程度。微观的角度看，文教卫生类设施是民生重点项目，也是体现“政绩”的较好项目，因此地方政府有动力。

2010 年底我国共有公共图书馆 2860 个，文化馆 3258 个，相当于每个城市 4~5 个，这相对平均单个城市上百万的居民来说是远远不够的。

图表8 “十二五”期间部分地区文化设施建设情况

地区	“十二五”期间部分地区文化设施建设情况
上海	16 项重大文化设施项目，包括历史博物馆新址、大艺术宫、现代艺术馆、图书馆二期、少儿图书馆新馆、非物质文化遗产展示中心等
北京	国家国学中心、国家美术馆、中国工艺美术馆、中国非物质文化遗产展示馆、中国出版博物馆、奥运博物馆等
深圳	当代艺术与城市规划展览馆、文学艺术中心、新建深圳歌剧院、非物质文化遗产展示中心、创意设计博物馆、宝安书城、龙岗书城等项目建设。

资料来源：平安证券研究所

二、专注公共建筑装饰的领先企业

2.1 公司概况：成立最早、资质齐全、品牌领先

基本情况

洪涛股份前身深圳市洪涛装饰工程有限公司于 1985 年成立，2003 年实现了国有企业改制，2007 年进行股份制改革，2009 年 12 月成功在深圳中小板上市，是上市装饰企业中成立最早的，唯一国企改制而来的企业。

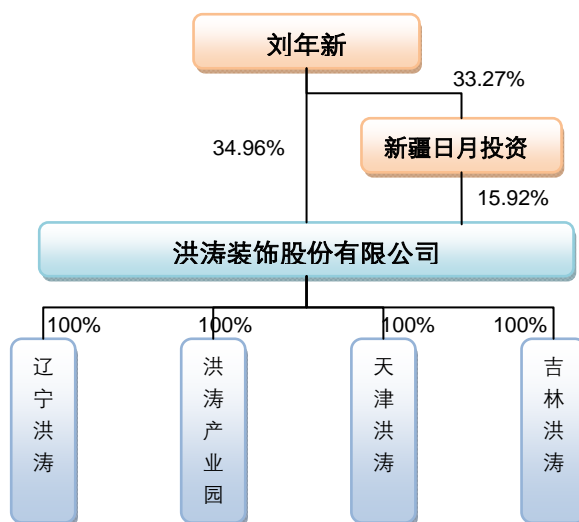
目前公司拥有 6 项施工专业承包一级资质，包括建筑装饰装修、建筑幕墙、城市及道路照明、建筑智能化、机电设备安装、消防设施。另外具有装饰设计甲级资质，齐全的专业资质为公司未来打造“大装饰”的业务格局奠定坚实基础。

公司主要为大型国有企业、跨国公司、高档酒店（喜达屋、洲际、希尔顿等国际知名高端酒店品牌）、政府等提供公共建筑类装饰服务。成立以来，公司已经在全国各地承建了包括人民大会堂国宴厅、钓鱼台国宾馆、国家体育场(鸟巢)、中央电视台新址总部大楼等在内的一大批标志性精品工程，并获奖无数，包括鲁班奖 20 余项、全国建筑工程装饰奖 49 项、国家优质工程 6 项、各类省优质样板工程奖 100 余项、国际级设计大奖 8 项、国家级设计大奖近 100 项等，打造了国内领先的“高端装饰”品牌。

股权结构：董事长直接或简介控制股权近 51%

截止到 2013 年一季度，公司董事长刘年新先生直接或间接控制公司近 51% 的股权。公司分别在 2010 年、2013 年通过定向增发方式进行两次股权激励，两次定向增发股份数占目前总股本的 3.86%。

图表9 公司股权结构

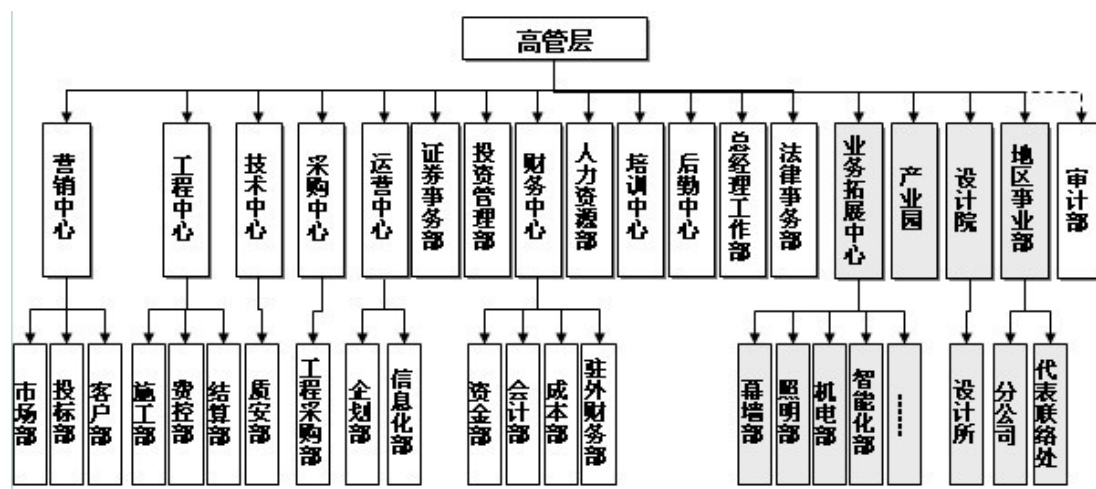


资料来源：公司资料、平安证券研究所

契合公司业务特点的组织架构

在组织架构上，公司施工、设计、销售、材料加工等业务部门扁平化设置，并将智能化部、幕墙部、机电部、照明部等设置在业务拓展中心之下，这是与公司业务发展阶段相适应的，因为相对装修而言，智能化、幕墙等其他专业能力尚处于起步阶段。公司正处于由单一装饰工程，逐步向涵盖“装饰、智能化、机电、消防”等在内的“大装饰”的业务布局过渡。

图表10公司组织架构



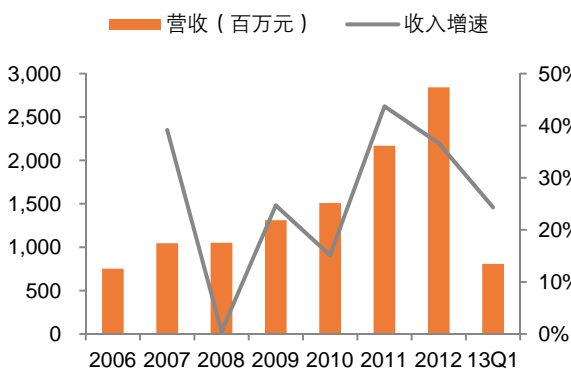
资料来源：公司资料、平安证券研究所

2.2 业务快速增长，跨区域经营日益成熟

业务保持稳定快速增长，预计 13 年中报净利润增长 32%

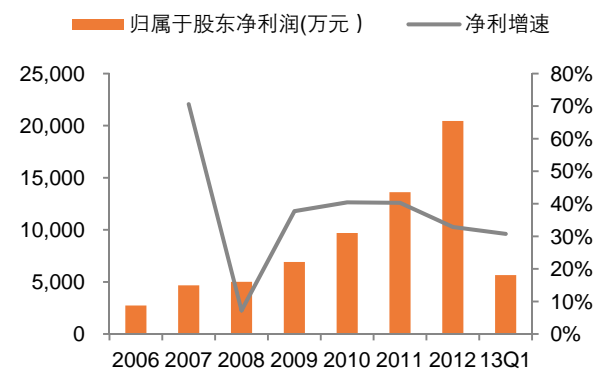
公司 2012 年营业收入达到 28.4 亿元，归属母公司股东净利润 2.04 亿元。2006-2012 年营收和净利润复合增速分别为 24.8%和 39.8%。13 年一季度公司收入与净利润增速分别为 24.3%和 30.7%，预计上半年净利润增速为 32%，相比一季度小幅回升。

图表11公司营收快速增长



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表12公司净利润稳定快速增长



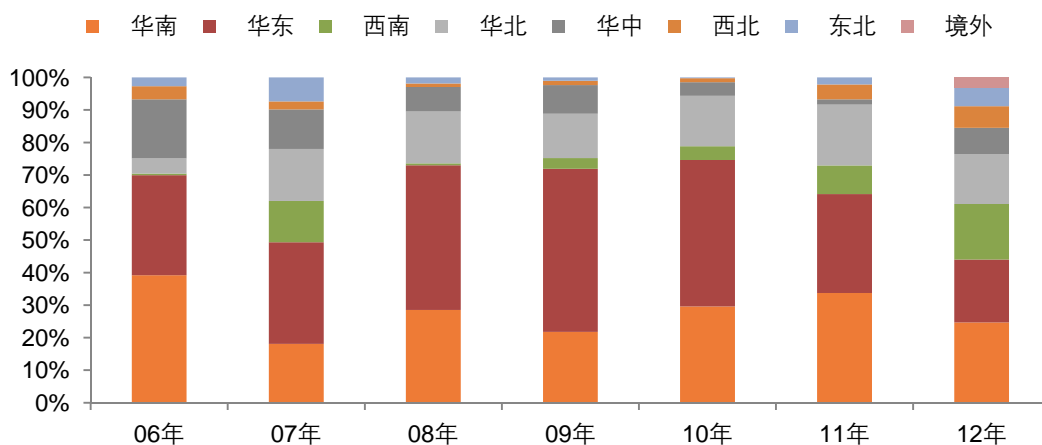
资料来源：公司资料、平安证券研究所

区域分布趋于均衡，西部与东北业务发展较快

公司目前分支机构数量高达 39 个，覆盖了除西藏以外的全部省份，这为公司跨区域的业务开拓提供基础条件。从历史看，近年来公司业务区域分布逐步趋于均衡，华南区与作为公司大本营，2012 年该区域营业收入占全公司的比重不足 1/4。分区域看，公司近几年来在东北、西北、西南地区发展

较快。值得一提的是公司在 12 年首次实现了境外收入，主要是公司承接了老挝万象的 2012 亚欧峰会首相官邸项目、东昌酒店改造项目。

图表13公司营收的区域分布趋于均衡



资料来源：公司资料、平安证券研究所

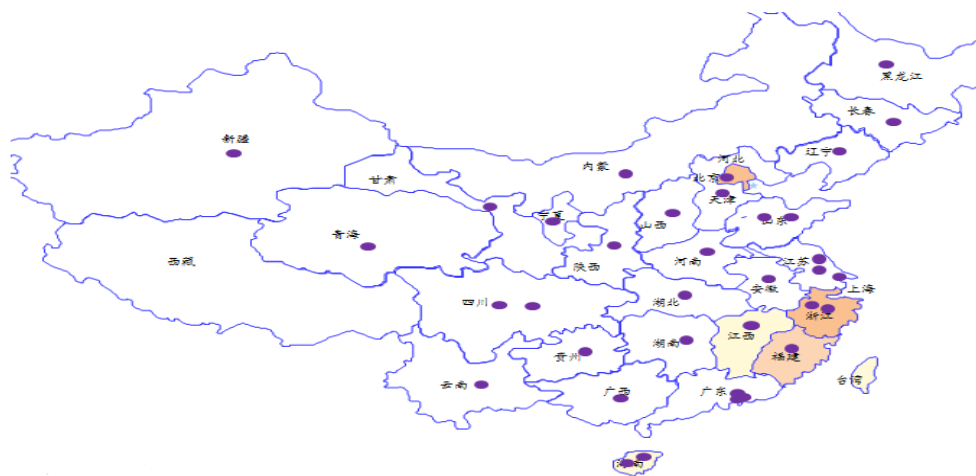
三、公司成长稳定性和质量将稳步提高

3.1 遍布全国的地标性工程使其受益行业发展，

工程业绩是装饰企业综合实力的体现，也是最好的营销工具。公司承接的“鸟巢”、钓鱼台国宾馆、人民大会堂国宴厅、中央电视台新址总部大楼等一系列标志性工程为公司树立了其领先的高端品牌地位。公司目前除西藏以外，在其他省市 100 多个大中型城市均有标志性工程，仅在北京长安街就承建了 29 项标志性建筑。

公司拥有近 40 家分公司，遍布除西藏外的全国各地，完善的渠道布局为公司业务开拓奠定坚实基础，同时也增强了公司业务发展的稳定性。另外，公司业务发展的稳定性还来自于其客户的多元性，2012 年公司前五名客户销售额占公司总收入的比重为 20.3%，其中最大客户销售额占 5.82%，客户分布较为分散。

图表14公司分支机构遍布全国



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表15 公司部分工程案例



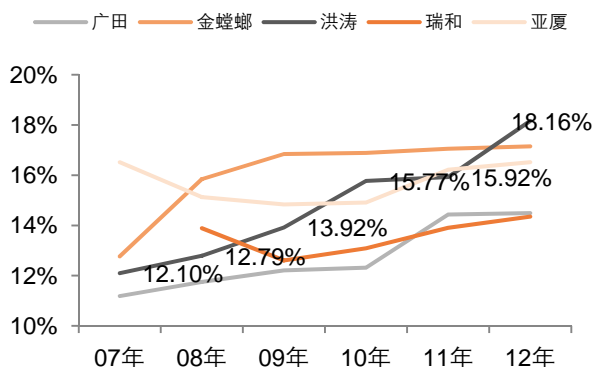
资料来源：公司资料、平安证券研究所

3.2 盈利能力逐步提升，订单消化能力逐步增强

毛利率处于较高水平，净利率有进一步提升空间

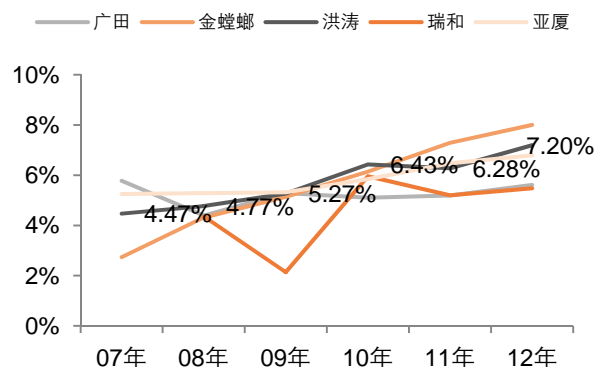
随着规模的不断扩大，公司盈利能力稳步提高，2007至2012年间，毛利率由12.1%提升至18.2%，净利率由4.47%提高至7.20%。与上市装饰企业相比（江河创建除外），公司12年毛利率位居首位，净利率仅次于金螳螂，高于其他三家公司。

图表16 近年来公司毛利率快速提升



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表17 近年来公司净利率稳步提高



资料来源：公司资料、平安证券研究所

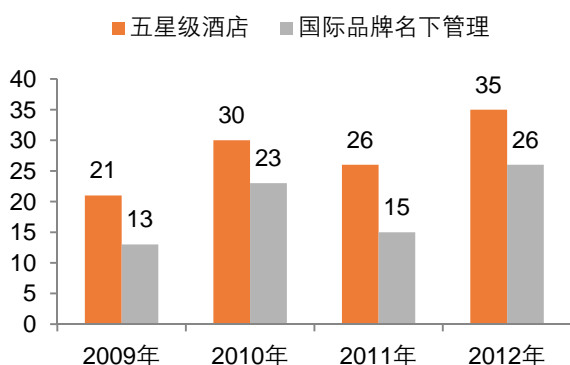
我们预计公司盈利能力仍有进一步提升空间：1) 公司 ERP 预计下半年全面上线，尽管仍需要不断的完善，但是该系统有利于公司费用以及成本控制。2) 总承包模式的积极发展，有利于充分发挥各专业协同效应，提高资产运转效率；3) 部品部件工厂化项目的全面投产，一方面可通过缩短工期提高运转效率，另一方面保障质量、降低成本。

随着公司盈利能力和资产周转效率的提高，公司 ROE 处于上行通道，成长质量不断提升。

13 年公司重点落在提高施工管理能力上，预计订单消化能力将逐步提高

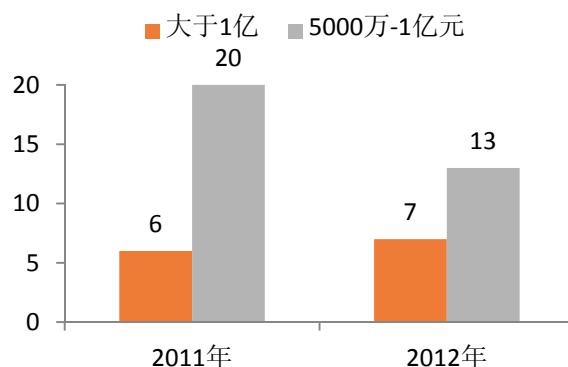
2012 年公司承接的合同金额超过亿元的大型公建项目 7 项，超 5000 万元的大型公建项目 13 项，两项总数相比 11 年有所下降。从五星级酒店数量上看，近年来整体呈上升态势，我们预计公司现有在手订单充足。2013 年公司重点落在提高管理能力，尤其是施工管理能力上，我们预计公司的订单消化能力将逐步提高，受此驱动，公司业绩的稳定性和保障性将明显增强。

图表18公司近年来五星级酒店承接数量（单位：家）



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表19 公司承接的大型项目数量（单位：家）



资料来源：公司资料、平安证券研究所

注：国际品牌名下管理即公司承接的由国际前十酒店品牌管理的（洲际、喜达屋、万豪等）

四、盈利预测与投资建议

4.1 预计公司 13 年、14 年净利润增长分别为 38%、39%

关键假设

1. 充足订单保障下，公司 13 年、14 年收入增幅分别为 37.9%、36.8%；
2. 2012 年公司承接的合同额超过 5000 万的数量有所减少，但 12 年毛利率有所提升，我们预计公司 13 年毛利率将出现小幅下降，13、14 年施工毛利率分别为 17.5%、17.7%；设计毛利率采用多年平均值 15.6%(由于设计收入占比不足 5%，其影响并不大)；
3. 公司第二期股权激励费用将增加公司管理费用、营业成本等，另一方面规模效应逐步显现，我们预计公司销售费用率和管理费用率相对稳定。

图表20 洪涛股份关键假设（单位：百万元）

分产品		2011A	2012A	2013E	2014E
装饰施工	收入	2,102	2,781	3,851	5,276
	增速	45.2%	32.3%	38.5%	37.0%
	毛利率	16.5%	18.2%	17.5%	17.7%
设计	收入	66	59	67	84
	增速	7.8%	-11.0%	15.0%	25.0%
	毛利率	12.4%	13.3%	15.6%	15.6%
合计	营业总收入	2,167	2,842	3,919	5,361
	增速	43.7%	31.1%	37.9%	36.8%
	综合毛利率	15.9%	18.2%	17.5%	17.7%

资料来源：平安证券研究所

盈利预测：预计 13、14 年 EPS 分别为 0.41 元和 0.57 元

根据相关假设,我们预计公司 2013-2014 年实现归属母公司股东净利润分别为 2.82 亿元(YoY 38.1%) 和 3.93 亿元(YoY 39.1%),暂不考虑股权激励的股份摊薄影响,对应 EPS 分别为 0.41 元和 0.57 元。

4.2 估值与投资建议：首次覆盖给予“推荐”评级

下半年装饰行业有望迎来估值修复行情

地产政策是行业估值变动的重要因素，在 13 年表现的更加明显，近段时间以来，装饰股估值往往跟随地产股上下波动，部分投资者认为与低估值的地产股相比，同样作为地产产业链的装饰股在估值上并无太大的吸引力，而我们认为这种观点是值得商榷的，装饰股下半年有望迎来估值修复行情：

- 1) 装饰不仅仅与地产投资相关，其需求也来自于消费升级和存量翻修市场，因此在行业发展的驱动因素上存在明显不同，装饰股终究会摆脱与地产估值的“紧密联系”。即使在下半年无法实现，那么在地产调控政策趋紧的操作空间以及意义都不大的情况下，地产股的估值更有可能趋势向上，而装饰股也将受益。
- 2) 行业的悲观预期将被高成长的业绩瓦解。尽管地产行业不容乐观，但装饰股在 13、14 年保持高增长的确性依然很强，我们认为随着装饰企业良好的订单和业绩成长性逐步被认知，那么装饰行业悲观预期将被瓦解或部分瓦解，行业有望迎来估值修复行情。

首次覆盖，给予公司“推荐”评级

相对其他几家装饰公司，洪涛在估值上享受了一定溢价，其原因是：1) 公司规模相对较小，仅比瑞和股份大，但明显小于广田股份、亚厦股份、金螳螂等上市装饰公司，市场对其成长预期相对较高；2) 公司专注公共建筑装饰领域，受地产调控影响相对较小，也就是估值所面对的政策风险相对较小。

7 月 12 日公司收盘价 11.15 元，对应 13 年、14 年动态 PE 分别为 27.6 和 19.8 倍，考虑装饰行业估值有望在下半年迎来的估值修复行情、公司未来两年 38%以上的业绩增速，我们首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

五、风险提示：管理风险、地产持续调控风险

业务快速扩张带来的管理风险：公司近年来一直维持快速扩张的态势，如果公司在管理上不能跟上，势必会影响公司后续的业务拓展。

地产持续调控风险：尽管公司业务与地产调控关联性相对较小，但公司一部分客户为地产开发商，因此如果地产持续调控势有可能影响公司新业务承接以及应收款回款问题。另外地产调控也可能影响公司估值。

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
流动资产	1808	2230	3309	4378
现金	732	441	1176	1608
应收账款	861	1334	1786	2341
其他应收款	69	111	127	173
预付账款	99	307	162	177
存货	24	9	25	32
其他流动资产	24	27	34	47
非流动资产	191	267	415	414
长期投资	0	0	0	0
固定资产	58	119	314	339
无形资产	29	28	27	27
其他非流动资产	104	121	74	48
资产总计	1999	2497	3724	4792
流动负债	696	1007	1979	2688
短期借款	0	0	599	925
应付账款	339	667	906	1148
其他流动负债	358	341	474	616
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	696	1007	1979	2688
少数股东权益	0	0	0	0
股本	230	460	691	691
资本公积	731	518	288	288
留存收益	341	511	766	1125
归属母公司股东权	1303	1490	1745	2104
负债和股东权益	1999	2497	3724	4792

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流	-30	-150	334	179
净利润	136	204	282	393
折旧摊销	4	11	17	26
财务费用	-13	-8	-3	11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-179	-386	9	-282
其他经营现金流	22	28	29	31
投资活动现金流	-79	-106	-174	-27
资本支出	78	98	170	25
长期投资	0	0	-0	0
其他投资现金流	-2	-8	-4	-2
筹资活动现金流	38	-35	574	281
短期借款	0	0	599	326
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	80	230	230	0
资本公积增加	-5	-213	-230	0
其他筹资现金流	-37	-52	-25	-44
现金净增加额	-71	-291	735	433

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	2168	2842	3919	5361
营业成本	1823	2326	3234	4414
营业税金及附加	73	95	131	180
营业费用	48	62	71	96
管理费用	46	64	86	113
财务费用	-13	-8	-3	11
资产减值损失	12	27	26	28
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	179	275	374	520
营业外收入	0	3	1	1
营业外支出	0	2	1	1
利润总额	179	276	374	520
所得税	43	71	92	127
净利润	136	204	282	393
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	136	204	282	393
EBITDA	170	278	388	556
EPS (元)	0.59	0.44	0.41	0.57

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	43.7	31.1	37.9	36.8
营业利润	46.1	53.6	36.0	39.1
归属于母公司净利润	40.3	50.2	38.1	39.1
获利能力				
毛利率(%)	15.9	18.2	17.5	17.7
净利率(%)	6.3	7.2	7.2	7.3
ROE(%)	10.4	13.7	16.2	18.7
ROIC(%)	22.8	19.3	24.4	28.8
偿债能力				
资产负债率(%)	34.8	40.3	53.1	56.1
净负债比率(%)	0.00	0.00	30.26	34.40
流动比率	2.60	2.21	1.67	1.63
速动比率	2.56	2.20	1.66	1.62
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.26	1.26	1.26
应收账款周转率	3	2	2	2
应付账款周转率	4.96	4.63	4.11	4.30
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.30	0.41	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	-0.22	0.48	0.26
每股净资产(最新摊薄)	1.89	2.16	2.53	3.05
估值比率				
P/E	57.23	38.10	27.58	19.83
P/B	5.98	5.23	4.46	3.70
EV/EBITDA	43	26	19	13

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257