

证券研究报告—动态报告公司快评
建筑工程
建筑装饰
洪涛股份 (002325)

重大事件快评

推荐

(维持评级)

2014年2月18日

主场优势显现，职业经理人团队发力

证券分析师：邱波

0755-82133390

qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120021

证券分析师：刘萍

0755-82130678

liuping@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512030001

事项：

洪涛股份公告：公司收到西安华为技术有限公司、珠海中冶置业有限公司、哈密秋天商贸有限公司传来的《中标通知书》，并与慈溪长三角市场群投资有限公司、朗城房地产开发（大连）有限公司、中国建筑装饰集团有限公司及大中华国际集团（中国）有限公司签订工程施工合同。上述项目合同总金额合计约 4.39 亿元。

评论：

■ 业主结构分散，对地产依赖度较低

此次签订项目占我们对该公司 13 年预测收入的 12.31%。洪涛股份公告近期中标或签订 7 个重大项目，本次中标及签订合同总金额为 43885.25 万元，占公司 2012 年经审计营业总收入的 15.44%，按照我们的盈利预测公司 2013 年收入约为 35.6 亿元，则本次合同金额占 2013 年预测收入的 12.31%。

酒店和办公楼平分秋色。从此次公告项目的结构来看，7 个项目 中办公楼 3 个，金额 2.49 亿元，占中标项目总金额的 56.79%，酒店项目 4 个，金额 1.90 亿元，占中标项目总金额的 43.21%，酒店仍然占到公司业务结构的半壁江山。

表 1：洪涛股份 7 个项目合同结构

	金额(万元)	占比(%)	个数(个)	占比(%)
办公楼	24923.90	56.79	3	42.86
酒店	18961.35	43.21	4	57.14

资料来源：公司公告、国信建筑经济研究所整理

业主结构较分散，地产公司占比不高。从业主结构来看，纯粹的地产公司仅有一家，金额只占全部项目的 13.12%，大型央企有 2 家，酒店连锁集团一家，其它类型的企业 3 家。洪涛股份业主结构在几家装饰公司中一直更为健康，对纯粹的房地产企业依赖度相对较低。

表 2：洪涛股份 7 个项目业主结构

业主结构	数量	金额(万元)	占比(%)
地产公司	1	5757.97	13.12
大型央企	2	10233.01	23.32
酒店连锁集团	1	4096.00	9.33
其它	3	23798.27	54.23

资料来源：公司公告、国信建筑经济研究所整理

■ “主场优势”开始显现

公司此次中标中冶十字门中央商务区喜来登酒店再次验证了此前我们对公司“将迎来主场优势”的判断。公司所在的珠三角区域在高端公装领域正在迎来需求爆发，广东为转型升级打造的三大平台：以加快港深一体化的前海开发、加快珠澳一体化的横琴开发和广州南沙开发已经陆续进入实质建设阶段，此三大平台均涉及数千亿投资。其中前海定位于现代服务业，重点发展创新金融、现代物流等，未来或将有大量高端写字楼、高档酒店等物业建设；横琴岛定位于联通港澳、

区域共建的“开放岛”，目前多家五星级酒店在建，洪涛作为发源于珠三角地区的公装龙头企业，占地利之便，或将享受本省市场需求爆发，以获取更大市场份额。

■ 职业经理人队伍成形

公司 2013 年 8 月进行了董事会换届，实际控制人刘年新卸任总经理职位，由韩玖峰继任，至此由韩玖峰、王全国等核心人物组成的职业经理人团队逐渐成形。过去市场一直质疑公司的经营风格过于保守，我们认为新的高管层任职后，有望通过全新的激励方案强化营销口的市场拼抢意识、加大工程口项目推进力度，或以更积极的风格应对未来的挑战。

■ 再融资拉开规模扩张序幕

公司拟以不低于 8.98 元/股的价格，发行股份不超过 9600 万股，募集资金不超过 8.6 亿元，用于石材厂、天津产业园和补充流动资金所，在高档装修项目中，石材加工约占装修工程销售收入的 15%-20%左右，自建石材厂有利于公司进一步降低成本。天津产业园建设一是为了新增移动家具、游艇木质饰品等产品的生产，增加公司配套木制品的品种；二是为了扩充部分固定家具的产能，三是随着公司渠道建设成熟，外埠市场的进一步加大，可供应北方区域工程。以公司上市为起点，预计 2014 年公司收入规模有望接近 50 亿，而以再融资为起点，我们认为，公司有望通过提高工厂化率建立成本优势、补充流动资金建立资金优势，同时由职业经理人团队或以更为积极的经营风格带领公司向更高收入规模迈进。

■ 在手订单充足，2014 年有望领跑装饰行业增长

我们预计公司 2013 年结转订单或超 50 亿，基本能覆盖 2014 年全年的预测收入规模，我们判断公司在正常情况下，14 年可实现净利润增速约 40%左右，根据《高新技术企业认定管理工作网》所发布信息，公司已于 13 年 10 月通过了深圳市当年第二批高新技术企业认证的公示，14 年有望开始执行 15%所得税率，若考虑税收优惠公司 2014 年增速或能超 50%，有望领跑装饰行业增长。维持公司 13/14/15 年 EPS 为 0.41/0.63/0.83 元的预测不变，当前股价对应的 PE 分别为 24/16/11x。重申“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	441	444	502	611
应收款项	1472	1856	2407	3076
存货净额	9	16	21	27
其他流动资产	308	392	509	650
流动资产合计	2230	2708	3438	4364
固定资产	217	175	124	53
无形资产及其他	28	44	42	41
投资性房地产	22	22	22	22
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	2497	2949	3626	4480
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	667	820	1063	1358
其他流动负债	341	439	566	722
流动负债合计	1007	1259	1629	2080
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	1007	1259	1629	2080
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1490	1690	1997	2399
负债和股东权益总计	2497	2949	3626	4480

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.30	0.41	0.63	0.83
每股红利	0.05	0.12	0.19	0.25
每股净资产	2.16	2.45	2.89	3.47
ROIC	16%	20%	27%	30%
ROE	14%	17%	22%	24%
毛利率	18%	19%	19%	19%
EBIT Margin	10%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	11%	12%	12%	13%
收入增长	31%	25%	30%	28%
净利润增长率	50%	40%	53%	31%
资产负债率	40%	43%	45%	46%
息率	1%	1%	2%	3%
P/E	33.0	23.6	15.4	11.7
P/B	4.5	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	25.8	18.6	14.5	11.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2842	3565	4623	5909
营业成本	2326	2891	3746	4781
营业税金及附加	95	119	155	198
销售费用	62	71	83	100
管理费用	64	73	85	102
财务费用	(8)	(7)	(7)	(8)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(27)	(36)	(46)	(59)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	275	382	515	677
营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	276	382	515	677
所得税费用	71	95	77	101
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	204	286	438	575

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	204	286	438	575
资产减值准备	15	(1)	(7)	(11)
折旧摊销	7	19	23	24
公允价值变动损失	27	36	46	59
财务费用	(8)	(7)	(7)	(8)
营运资本变动	(389)	(225)	(308)	(376)
其它	(15)	1	7	11
经营活动现金流	(151)	116	199	282
资本开支	(68)	(27)	(10)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(68)	(27)	(10)	0
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(34)	(86)	(131)	(173)
其它融资现金流	(4)	0	0	0
融资活动现金流	(72)	(86)	(131)	(173)
现金净变动	(291)	3	58	109
货币资金的期初余额	732	441	444	502
货币资金的期末余额	441	444	502	611
企业自由现金流	(232)	75	176	266
权益自由现金流	(236)	80	182	273

相关研究报告:

- 《洪涛股份-002325-2013年3季报点评: 内生与外延共振确保高增长》——2013-10-29
- 《洪涛股份-002325-2013年半年报点评: 经营效率提升明显》——2013-08-08
- 《洪涛股份-002325-2012年年报点评: 地利、税惠确保高增长》——2013-04-24
- 《洪涛股份-002325-2012年三季度点评: 短期项目进度放缓不影响中长期成长性》——2012-10-29
- 《洪涛股份-002325-2012年半年报点评: 专注高端, 专注成长》——2012-08-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行