

2014年08月28日

洪涛股份 (002325.SZ)

## 盈利强劲增长，多维创新全速推进

■ **盈利增长强劲，符合预期。**上半年实现收入 18.3 亿元，同比增长 25.8%；实现归属于上市公司股东净利润 1.48 亿元，同比增长 40.7%；EPS 0.21 元，符合预期。盈利快速增长主要得益于收入快速增长、毛利率提升及高新技术企业优惠税率。公司对前三季度盈利预增 30-50%，彰显管理层对持续快速增长信心。

■ **毛利率和净利率稳步提升。**上半年毛利率 19.2%，同比提升 1.25 个 pct，主要得益于高端项目战略及成本控制得力。此次中报首次披露了互联网电商业务收入 342 万元，毛利率高达 93.1%，尽管收入占比仅 0.2%，但未来业务扩张必将带动综合毛利率提升。三项费用率 4.62%，同比增加 1.09 个 pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.13/+0.46/+0.51 个 pct，主要由于加大市场开拓力度（尤其是电商业务投入）、股权激励费用摊销增长及计提短融利息。得益于毛利率提升和高新技术企业优惠税率，净利率同比提升 0.86 个 pct。

■ **收款管控得力，经营性现金流动态改善。**上半年公司经营性现金流净流出 1.1 亿元，较去年同期少流出 0.7 亿元；收现比/付现比分别为 66.8%/84.4%，收现比与去年同期基本持平，而付现比大幅降低 5.4 个 pct，促经营现金流明显改善。

■ **装饰产业多维创新全速推进，潜力巨大。**公司依托中装新网强大资源和上海同筑 BIM 技术在装饰产业多个环节利用互联网开展创新业务，维度更多，潜力更大。公司公告以自有资金为中装新网提供总额不超过人民币 1 亿元的财务资助，推动加速开展服务装饰从业者的职业教育与执业资格认证业务、服务家装和小额公装客户的城市频道业务和服务装饰企业和供应商的材料采购 B2B 业务。其中在线职教业务方面目前中装新网已与 20 余家企业和高校签订了战略合作协议，北京主教学中心和各地教学点已组建 20 余个，师资招聘、专业人才引进和技术平台开发已有初步成果，预计下半年将全面展开招生工作。城市频道北京站即将开通上线，计划年底建立完成 3-5 个城市站，明年建成 30-50 个。B2B 电商业务已于 8 月开始涂料频道和防水频道的内测，已有 80 余家企业达成合作意向、上传 760 余类产品，公司计划年内开通 2 个专业频道，明后两年逐步开通到 15 个专业频道、覆盖全部细分市场。

■ **投资建议：**我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.56/0.78/1.01 元（尚未考虑新业务盈利贡献），当前公司公装主业稳健快速增长，而依托中装新网和上海同筑所开展的新业务具有巨大潜力，维持 16.5 元的目标价（对应 2014 年 30 倍市盈率），维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**新业务开展进度低于预期风险；应收账款坏账风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,841.7	3,545.7	4,609.3	5,992.1	7,610.0
净利润	204.5	279.5	391.7	546.9	711.3
每股收益(元)	0.29	0.40	0.56	0.78	1.01
每股净资产(元)	2.11	2.60	3.08	3.76	4.64

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	33.0	24.2	17.2	12.3	9.5
市净率(倍)	4.5	3.7	3.1	2.5	2.1
净利润率	7.2%	7.9%	8.5%	9.1%	9.3%
净资产收益率	13.7%	15.2%	18.0%	20.6%	21.7%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%
ROIC	35.9%	27.1%	27.6%	29.4%	29.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

建筑装饰Ⅲ

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

16.5 元

股价 (2014-08-27)

9.57 元

交易数据

总市值(百万元)	6,752.24
流通市值(百万元)	4,725.14
总股本(百万股)	705.56
流通股本(百万股)	493.75
12 个月价格区间	7.64/11.42 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	2.23	10.06	-15.71	
绝对收益	5.05	17.86	-16.20	

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002  
yangt@essence.com.cn  
0755-88285839

相关报告

装饰产业多维创新，在线职教稳步推进	2014-08-22
占据互联网装饰制高点，开拓在线教育市场前景光明	2014-07-15
开拓在线教育业务将如虎添翼	2014-07-15

表 1: 公司财务指标分析

	2010	2011	2012	2013	2013H	2014H	1Q2014	2Q2014
营业收入	1,508	2,168	2,842	3,546	1,453	1,829	1,046	783
营业成本	1,270	1,823	2,326	2,893	1,192	1,478	854	623
毛利率	15.77%	15.92%	18.16%	18.42%	17.95%	19.20%	18.28%	20.43%
销售费用	20	48	62	69	27	36	17	19
销售费用率	1.30%	2.20%	2.20%	1.95%	1.84%	1.97%	1.65%	2.40%
管理费用	39	46	64	65	26	41	20	21
管理费用率	2.61%	2.11%	2.26%	1.83%	1.79%	2.24%	1.89%	2.71%
财务费用	-9	-13	-8	-1	-1	8	3	4
财务费用率	-0.59%	-0.60%	-0.27%	-0.02%	-0.09%	0.41%	0.32%	0.53%
三项费用率	3.32%	3.72%	4.18%	3.76%	3.53%	4.62%	3.86%	5.64%
资产减值损失	15	12	27	64	22	32	19	13
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业外收入	2	0	3	2	0	1	1	0
营业外支出	1	0	2	0	0	0	0	0
税前利润	124	179	276	340	140	175	98	77
所得税	27	43	71	61	35	27	15	12
所得税率	21.62%	24.03%	25.79%	17.90%	24.72%	15.41%	15.10%	15.81%
少数股东权益占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.00%	0.26%
归属于上市公司股东的净利润	97	136	204	280	105	148	83	65
净利率	6.43%	6.28%	7.20%	7.88%	7.24%	8.09%	7.97%	8.25%
摊薄 EPS (元)	0.14	0.19	0.29	0.40	0.15	0.21	0.12	0.09
经营性现金流净额	-67	-30	-150	-230	-179	-113	-99	-14
收现比	82.44%	95.56%	79.82%	61.39%	67.58%	66.81%	59.28%	76.87%
付现比	94.61%	109.68%	95.58%	76.40%	89.75%	84.36%	82.17%	87.37%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年08月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>2,841.7</b>	<b>3,545.7</b>	<b>4,609.3</b>	<b>5,992.1</b>	<b>7,610.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,325.7	2,892.5	3,752.0	4,868.6	6,179.3	营业收入增长率	31.1%	24.8%	30.0%	30.0%	27.0%
营业税费	95.3	117.2	152.1	197.7	251.3	营业利润增长率	53.6%	23.4%	39.8%	37.2%	30.1%
销售费用	62.4	69.0	83.0	101.9	125.6	净利润增长率	50.2%	36.7%	40.1%	39.6%	30.1%
管理费用	64.1	64.9	78.4	95.9	114.2	EBITDA 增长率	61.5%	28.3%	38.5%	36.9%	29.9%
财务费用	-7.7	-0.6	-	-	-	EBIT 增长率	61.0%	26.7%	40.0%	37.2%	30.1%
资产减值损失	27.1	63.7	70.0	78.0	94.0	NOPLAT 增长率	57.3%	40.2%	40.7%	39.7%	30.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	86.2%	38.0%	31.3%	31.3%	30.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.3%	23.1%	18.6%	21.9%	23.4%
<b>营业利润</b>	<b>274.8</b>	<b>339.0</b>	<b>473.9</b>	<b>650.0</b>	<b>845.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.8	1.5	0.8	1.0	1.1	毛利率	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	18.8%
<b>利润总额</b>	<b>275.5</b>	<b>340.5</b>	<b>474.7</b>	<b>651.1</b>	<b>846.8</b>	营业利润率	9.7%	9.6%	10.3%	10.8%	11.1%
减:所得税	71.0	61.0	83.1	104.2	135.5	净利润率	7.2%	7.9%	8.5%	9.1%	9.3%
<b>净利润</b>	<b>204.5</b>	<b>279.5</b>	<b>391.7</b>	<b>546.9</b>	<b>711.3</b>	EBITDA/营业收入	9.6%	9.9%	10.5%	11.1%	11.4%
						EBIT/营业收入	9.4%	9.5%	10.3%	10.8%	11.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	11	18	20	18	16
货币资金	441.1	348.8	368.7	479.4	608.8	流动营业资本周转天数	74	94	100	105	113
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	256	279	255	255	258
应收账款	1,445.1	2,654.6	2,415.7	4,242.3	4,297.9	应收账款周转天数	150	208	198	200	202
应收票据	26.4	25.7	38.5	48.4	60.9	存货周转天数	2	2	2	2	2
预付帐款	307.2	203.4	421.9	389.5	674.7	总资产周转天数	285	314	288	281	280
存货	9.4	31.7	26.6	44.6	46.7	投资资本周转天数	100	124	128	129	133
其他流动资产	0.5	0.9	3.0	1.5	1.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.7%	15.2%	18.0%	20.6%	21.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	7.6%	10.6%	9.7%	11.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	35.9%	27.1%	27.6%	29.4%	29.1%
投资性房地产	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7	<b>费用率</b>					
固定资产	118.7	239.8	274.6	311.1	349.3	销售费用率	2.2%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
在建工程	98.7	37.8	37.8	37.8	37.8	管理费用率	2.3%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
无形资产	28.0	68.5	66.4	64.3	62.3	财务费用率	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	19.1	65.0	32.2	38.8	45.3	三费/营业收入	4.2%	3.8%	3.5%	3.3%	3.2%
<b>资产总额</b>	<b>2,497.2</b>	<b>3,678.9</b>	<b>3,688.1</b>	<b>5,660.5</b>	<b>6,188.3</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	69.2	140.4	232.1	资产负债率	40.3%	50.2%	41.0%	53.2%	47.1%
应付帐款	718.1	1,461.1	990.3	2,242.7	1,876.8	负债权益比	67.6%	100.6%	69.5%	113.5%	89.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.21	1.77	2.19	1.84	2.21
其他流动负债	289.4	384.1	434.0	453.6	460.9	速动比率	2.20	1.75	2.17	1.82	2.20
长期借款	-	-	19.1	172.7	347.7	利息保障倍数	-34.75	-604.79			
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>1,007.4</b>	<b>1,845.2</b>	<b>1,512.7</b>	<b>3,009.4</b>	<b>2,917.6</b>	DPS(元)	0.04	0.05	0.07	0.10	0.13
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	13.5%	12.6%	13.0%	13.0%	12.9%
股本	460.4	704.5	705.6	705.6	705.6	股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%
留存收益	1,029.4	1,129.2	1,469.9	1,945.5	2,565.1						
<b>股东权益</b>	<b>1,489.7</b>	<b>1,833.7</b>	<b>2,175.5</b>	<b>2,651.0</b>	<b>3,270.7</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	0.29	0.40	0.56	0.78	1.01
净利润	204.5	279.5	391.7	546.9	711.3	BVPS(元)	2.11	2.60	3.08	3.76	4.64
加:折旧和摊销	10.8	12.7	12.3	15.5	18.9	PE(X)	33.0	24.2	17.2	12.3	9.5
资产减值准备	27.1	63.7	-	-	-	PB(X)	4.5	3.7	3.1	2.5	2.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-24.9	-60.8	182.2	35.8	29.7
财务费用	-	1.9	-	-	-	P/S	2.4	1.9	1.5	1.1	0.9
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	24.1	18.1	13.2	9.8	7.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	38.8%	36.5%	42.2%	38.8%	36.5%
营运资金的变动	-351.5	-385.8	-377.3	-555.3	-720.9	PEG	0.9	0.7	0.4	0.3	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-150.4</b>	<b>-229.7</b>	<b>26.7</b>	<b>7.1</b>	<b>9.4</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-105.6</b>	<b>-114.2</b>	<b>-45.0</b>	<b>-50.0</b>	<b>-55.0</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-34.8</b>	<b>251.5</b>	<b>38.3</b>	<b>153.6</b>	<b>175.0</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

杨涛声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

