

2010年7月7日

洪涛股份

装饰业细分市场龙头，具备高质量成长性

A

未有评级

002325.SZ- 人民币 27.31

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	3	8	(2)	n.a
相对新华富时A50指数(%)	32	11	22	n.a

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	150
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,024
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
刘年新	36

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

洪涛股份是国内公共建筑装饰行业龙头企业，专注于有较高溢价能力的剧院、国宾馆、高端写字楼、五星级酒店等市场，业务短期内受宏观调控和地产调控的影响有限，公司在实施工厂化之后将进一步提升利润率，目前公司收入规模仍然较小，即使短期内坚守目标细分高端市场，仍有巨大的成长空间。

主要发现：

- **细分市场领先，有所为有所不为。**公司短期内仍将专注于体现装修复杂程度和溢价能力的剧院、国宾馆、高端写字楼、五星级酒店等市场。而住宅精装修竞争对手过多，同时房地产公司过于强势且业主过于挑剔，所以住宅精装修的市场门槛低，溢价能力低，虽市场空间广阔，短期内不会成为公司的重点市场。
- **工厂化将提升未来项目利润率。**公司高端项目净利润率目前并没有显著高于其竞争对手，其工厂化环节的缺失是软肋。在木制品与GRG产品的工厂化项目成功实施后，我们预计公司的毛利率和净利率仍有改善空间，可以帮助公司实现有质量的快速成长，预计2011年净利润可增50%-70%。
- **公司业务短期内受宏观调控和地产调控的影响有限。**公司业务结构中，剧院、国宾馆、五星级酒店目前占70%，另外30%是高端写字楼，目前基本未涉及住宅精装修。宏观调控环境下，预计政府向文化、教育、卫生、体育等民生的支出不会是未来削减的重点。二线城市政府的拆迁改造仍带来大量的公装需求。
- **公司规模较竞争对手小，未来具备高质量的增长性。**与金螳螂50多亿的收入规模和亚厦近50亿的收入规模比较，目前洪涛20亿收入规模仍然较小，即使短期内坚守目标细分高端市场，仍可获得巨大的成长空间。公司的增长质量更容易获得保障。
- **装修板块未来可能表现优于绿化工程板块。**装修公司与绿化公司是建筑板块中两个突出的细分板块，但当股指在不断创出新低的过程中，不仅需要关注成长性，也需要关注资产负债表的应收款，以及经营性现金流的稳健。未来一段时间，资金偏好可能从绿化工程板块转向估值更低、现金流更好、且成长性也不错的装修板块。

图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	1,051	1,310	1,869	2,633	3,613
增长率(%)	0	25	43	41	37
归属母公司股东净利润(百万元)	50	69	112	160	213
增长率(%)	7	38	62	43	33
摊薄每股收益(元)	0.56	0.58	0.75	1.07	1.42
市盈率(倍)	49	47	36	26	19
每股经营现金流量(元)	0.01	0.85	1.11	1.26	1.45

资料来源：公司数据及万得资讯

洪涛股份目前在观演类、国宾馆类、高端写字楼大堂类已经成为行业龙头。几个标志性项目决定了公司迄今的发展方向，从 1997 年上海大剧院项目开始，公司逐步奠定了观演类项目装修的强势地位，广州剧院的装修堪称经典。从 2000 年左右人民大会堂国宴厅和钓鱼台国宾馆装修项目开始，洪涛已经承建了 16 个省市自治区的省级国宾馆，例如新疆迎宾馆、杭州西子宾馆，以及陕西、甘肃的国宾馆。目前地级市的国宾馆市场仍是个庞大的细分市场，洪涛在此细分市场仍有较大的成长空间。北京长安街 28 个地标项目是洪涛的项目，其中北京长安街中银大厦的大堂装修，则开启了洪涛“大堂专业户”的新篇章。在酒店类项目方面，公司在深圳完成了约 10 家左右的挂牌五星级装修，在该细分市场，其地位虽然不及金螳螂(002081.SZ/人民币 31.45, 未有评级)，但最高端项目上面，却体现出了强大的竞争能力。

宏观调控也好，政府财政紧缩也罢，预计政府向文化、教育、卫生、体育等民生的支出不会是未来削减的重点。目前地级市观演类项目的装修需求仍然旺盛，举山东为例，淄博周边上马的项目就有滨州艺术中心、东瀛黄河大剧院、德州艺术中心。二线的很多地方政府建筑，到现在已经满 30 年，很多地方政府现在在拆迁，装修需求也很大。对于楼堂馆所的整治，其实也有规避的空间，例如政府办公楼转向市民中心的建设。观演类也好，国宾馆也罢，皆为政府开支项目，洪涛在上述细分市场耕耘多年，建立龙头地位的王道，应是深深把握住政府类业主的需求。

比较装修板块中三家公司的业务结构。金螳螂 20%以上的部分在住宅精装修，**亚厦股份**(002375.SZ/人民币 39.42, 未有评级)在公装、住宅精装、幕墙类的比重为 4:3:3；洪涛股份目前 100%是公装，90%是专注在高端，几乎未涉及住宅精装修类项目。从 2010 年一季报来看，三家公司的净利率其实差异不大。亚厦和金螳螂的工厂化已经较成熟（主要是木制品和幕墙），洪涛的工厂化刚开始。从该角度来推断，洪涛未来成功完成工厂化项目后，其原本高端的定位和项目，应能在净利率上超出亚厦和金螳螂。工厂化对于提高功效很重要，有助于缓解工期压力，实现交叉作业。工厂化也有助于缓解劳动力成本压力，工厂化较外购或者手工，可以节约成本。洪涛的木制品占成本 30%，GRG 占成本 8%。预计公司会首先实现木制品和 GRG 的工厂化。GRG 是一种预铸式玻璃纤维增强石膏板，主要用于剧院，声学效果好，满足设计师的各种造型需要，且有利于调节空间的干湿度。GRG 的企业目前有四家，均在上海，利润率很高，成本 500 元，销售给洪涛达到 900 元。GRG 工厂化后，洪涛可以在设计上引导客户使用更多的 GRG 并带来利润空间。总体而言，工厂化后，公司毛利率有望提升 3%。

内部材料采购方面，公司的管控较金螳螂更为严格。目前洪涛已经由总部实施了主要材料的集中配送。公司目前有一级项目经理 70 多名（能独立承接重大项目的），一般同期施工的项目在 60 个以上。项目经理平均年薪差别体现在效益奖。公司绩效考核涉及多项指标：材料、付款、进度、质量、业主满意度、设计满意度、监理满意度，有一个浮动的系数。公司非常重视设计师队伍的激励，好的设计师年收入可达 100 多万。虽然设计占收入比例目前仅占 5% 左右（与金螳螂接近），但是设计水平是项目中标的关键。公司董事长是学工艺美术出身，深谙其中道理。设计师队伍的招聘上，公司今年招了 30 多名大学生，分别来自重庆理工、华南理工、华中理工、同济、清华等，设计师队伍目前达 260 多人。公司目前正在进行管理咨询，七月底可能完成并转变为事业部制，同时完成机构和流程的调整，绩效考核以及薪酬机制的调整也在进行中。

金螳螂、亚厦、洪涛目前在客户中的定位已经比较明确。金螳螂是比较综合的选手，在各类型酒店装修方面占据了龙头地位。亚厦是住宅精装修的品牌。洪涛则是高端项目的王者：剧院、国宾馆、高端写字楼大堂、高端酒店。洪涛目前在项目承接上仍然是有所保留的，重点仍然是在高端的、有溢价能力的领域发挥其优势地位。短期内，公司认为住宅精装修市场门槛不够高，激烈的竞争下，高毛利率难以持续，且住宅精装修的管理效率偏低，故不会在短期内涉足该市场。医院类项目，未来可能有较大的成长空间，但是医院类项目装修难度不大，仅仅对装修材料有更高的环保要求，门槛也不高，未来也不是公司的目标细分市场。高铁车站装修，其实基本上是钢结构的，能装修的就是地面和卫生间，仅 200 多平米的区域，装修标准也不高，门槛其实也不高，无法体现公司较高的溢价能力，也不是公司短期的目标细分市场。体育场、学校类的装修也尚未进入公司的目标视野。观演类项目仍然是目前公司的重点，利润最高，门槛也最高。二线城市，城区人口 30 万以上的有 300 多个，目前剧院改造进度也就 5% 左右。国宾馆，二线城市的，也还不多，未来市场空间挺大。住宅精装修，市场虽大，但是门槛不高。保利地产(600048.SS/人民币 10.95, 持有)、富力地产(2777.HK/港币 9.96, 卖出)和雅居乐地产(3383.HK/港币 8.31, 持有)等企业与洪涛接洽过，不过考虑到对于资源稀释的担忧，年内公司仍然回绝了大量住宅精装修项目。公司短期仍然专注于高端项目，剧院、国宾馆、五星级酒店目前占 70%，另外 30% 是高端写字楼[例如腾讯、百度、阿里巴巴(1688.HK/港币 15.62, 持有)、华为的办公楼]。

金螳螂的优势在于人脉资源耕耘得较为深入：属于省内唯一的一家装修业大腕，得到省级政府的支持力度较大，但凡有参与鲁班奖的项目往往交给金螳螂来实施；金螳螂一年在江苏的工程就有三十多亿，在江苏市场的份额占其全部收入的50%以上。深圳装修企业太多，政府资源不可能仅仅向洪涛一家倾斜。目前洪涛在广东的业务量占比为20%左右，在京津唐的业务量占比20%左右，在长三角的业务量占比为30%左右。金螳螂市场深度开发目前做得更强，而洪涛的项目80%在广东省以外，面铺得比较开，可能项目的后期维护就有更大的挑战。在非常细分的领域，例如高端写字楼大堂，剧院（观演类）、五星级酒店、国宾馆、医院类、机场类、地铁类、4S类，专门工厂类，金螳螂不是第一，但是业务进展非常平衡。而洪涛在剧院、国宾馆、高端写字楼大堂、超豪华酒店目前取得了龙头地位，竞争优势突出。亚厦的优势在于地产精装修巨大的市场空间，以及股东的支持，从而确保业绩短期的快速成长。由于股东单位的支持，亚厦短期业绩释放也是有保证的。而洪涛目前的业务结构，决定了业务不会受到地产调控影响。

公司方面没有盲目追求扩张，更加重视的仍然是盈利的质量。洪涛项目基本上没有三年以上的应收款。公司今年以来新签订单约为十几个亿，目前新签+结转的订单大约为20多亿，预计今年收入金额在20亿，预计加上工厂化的贡献，明年利润增幅在50-70%是可能的。

装修公司的回款较绿化公司有一定的优势。一般装修工程的工期为6-8月，项目竣工后，可以拿到项目款的80%。项目验工后，可以拿到项目款的95%。项目竣工后的两年系项目保质期，期满退回5%的质保金。相比较而言，绿化公司的回款要慢很多，一般项目完成当年，只能拿到项目款的50%左右。装修的项目额偏小一些，绿化工程大单可能遭遇一些政治风险，例如在长期合同执行过程中，当地官员的变更，政府预算的变更等等。目前政府的财政支出，往往每年会新列若干项目，作为当年支出的重点，新项目得到保证后，剩余资金才会用于支付老项目。一个过大的合同项目，工期可能就有5年，头一年尚为新项目，第二年以后就成了老项目，可能受到既有政府预算支出的一些忽视。因此一个五年的项目，可能回款期将长达八年。装修公司与绿化公司，都还是建筑板块中两个突出的细分板块，不过当股指在不断创出新低的过程中，不仅关注成长性和估值，也需要关注资产负债表的应收款，以及经营性现金流的稳健，以及估值的高低。

未来一段时间，资金偏好可能从绿化工程板块转向估值更低、现金流更好、且成长性也不错的装修板块。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	09年1季度	10年1季度	同比变动
营业收入	236	320	35.6
营业成本	(204)	(272)	33.7
营业税金及附加	(8)	(11)	33.1
销售费用	(3)	(3)	(0.8)
管理费用	(7)	(10)	41.7
财务费用	(1)	0	(135.1)
资产减值损失	(0)	(3)	N.M
营业利润	14	21	59.1
营业外收入	0	0	N.M
营业外支出	(0)	(0)	(66.7)
利润总额	13	21	59.3
所得税费用	(3)	(4)	59.1
净利润	11	17	59.5
少数股东损益	0	0	N.M
归属于母公司所有者的净利润	11	17	59.5

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371