

洪涛股份 (002325.SZ)

装修装饰行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 35.67元

洪涛股份 2010年3季报点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 37.50 |
| 总市值(百万元) | 5,350.50 |
| 年内股价最高最低(元) | 37.35/21.44 |
| 沪深300指数 | 3481.08 |
| 中小板指数 | 7227.43 |



相关报告

1. 《洪涛股份 2010年半年报点评》, 2010.8.23

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.557 | 0.576 | 0.744 | 1.085 | 1.512 |
| 每股净资产(元) | 2.03 | 8.57 | 7.47 | 8.32 | 9.70 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.01 | 0.85 | 0.86 | 1.01 | 1.34 |
| 市盈率(倍) | N/A | 57.65 | 47.95 | 32.89 | 23.59 |
| 行业优化市盈率(倍) | 22.77 | 48.60 | 48.60 | 48.60 | 48.60 |
| 净利润增长率(%) | 7.24% | 37.73% | 61.55% | 45.82% | 39.41% |
| 净资产收益率(%) | 27.41% | 6.71% | 9.96% | 13.04% | 15.59% |
| 总股本(百万股) | 90.00 | 120.00 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 洪涛股份于 2010 年 10 月 28 日发布三季报, 前三季度公司实现收入增长 17.30%; 归属于上市公司股东净利润增长 51.14%。

经营分析

- 前三季度公司收入、利润增速相对低于其他装饰公司: 前三季度, 公司实现收入和净利润增速分别达到 17.3%和 51.14%, 在已经公布的几个装饰股: 亚厦股份、广田股份中, 增速相对较慢; 公司精耕细作, 销售净利率达到 6.33%, 在三个公司中最高; 同时规模较小意味着后续成长空间较大, 预计今后几年收入增速将有所加快。
- 亮点之一在于向上的毛利率水平: 较高的销售净利率的重要原因在于不断向上的毛利率水平, 如图, 近年来公司毛利率水平不断向上, 同时费用率相对稳定, 略微降低。显示公司项目盈利能力相对较强。
- 公司是老牌装饰企业, 定位高端, 未来表现值得期待: 洪涛股份是“大行业、小公司”的典型代表公司, 由于具备品牌、设计和资金等优势而被我们长期看好。公司 08 年位列我国公装百强的第 5 名; 同时累计获得国家级工程奖 52 项, 位列行业第 2 名, 工程质量被客户广泛认可。公司持续定位于高端装饰市场, 上半年承接和完成了 10 项剧院会堂类建筑的装饰装修工程和 19 项五星级酒店的的设计和施工, 其中有 16 项是由喜达屋、洲际、希尔顿、万豪、温德姆、凯宾斯基等世界著名酒店管理公司管理的工程; 同时公司发力铁路客运站建设这一细分市场, 承接了深圳北站交通枢纽工程室内设计项目。

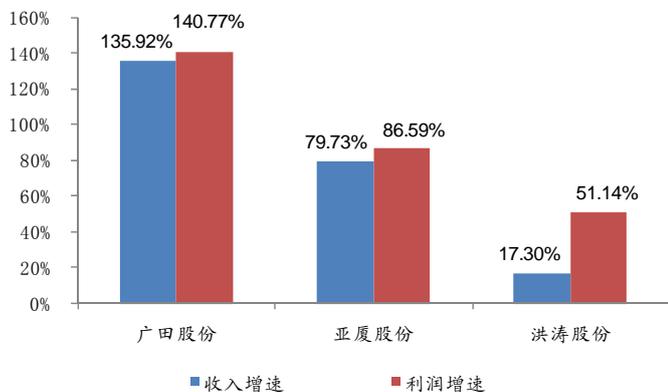
投资建议

- 预计 2010-2012 年公司收入分别达到 15.89、22.24、28.92 亿元; 实现 EPS 分别达到 0.74、1.09、1.51 元。高倍的估值有望被高速的增长所化解。维持“买入”评级。

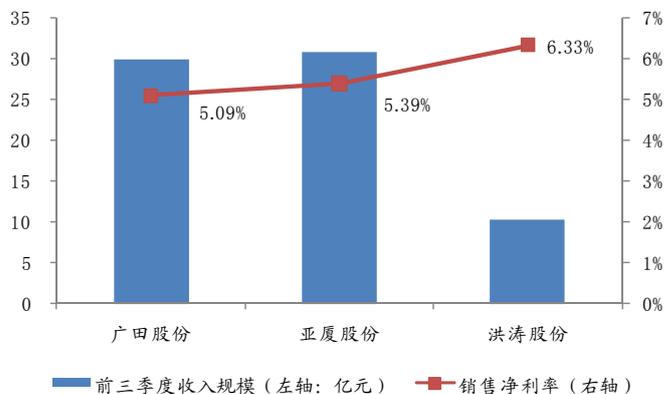
前三季度公司收入、利润增速相对低于其他装饰公司

- 前三季度，公司实现收入和净利润增速分别达到 17.30%和 51.14%，在已经公布的几个装饰股：亚厦股份、广田股份中，增速相对较慢；公司精耕细作，销售净利率达到 6.33%，在三个公司中最高；同时规模较小意味着后续成长空间较大，预计今后几年收入增速将有所加快。

图表 1: 公司前三季度收入、利润增速相对较低



图表 2: 精耕细作，公司销售净利率最高

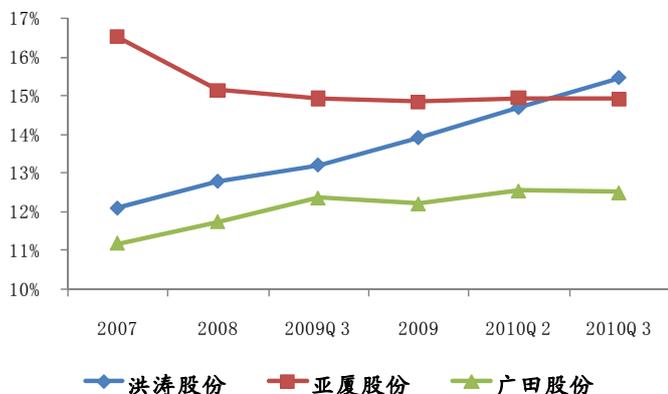


来源：公司公告 国金证券研究所

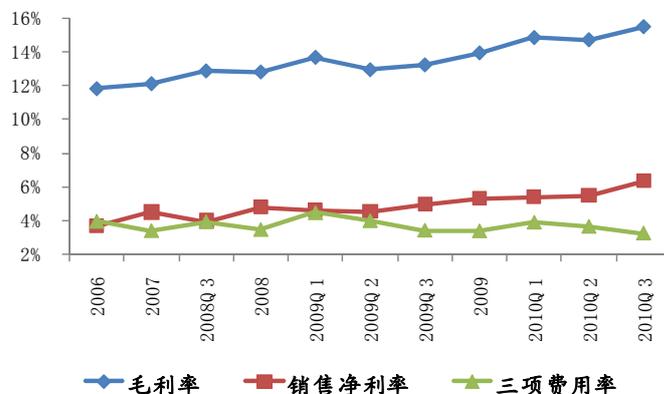
亮点之一在于向上的毛利率水平

- 较高的销售净利率的重要原因在于不断向上的毛利率水平，如图，近年来公司毛利率水平不断向上，同时费用率相对稳定，略微降低。显示公司项目盈利能力相对较强。

图表 3: 公司毛利率水平向上趋势明显



图表 4: 销售净利率提高主要是由于毛利率向上



来源：公司公告 国金证券研究所

公司是老牌装饰企业，定位高端，未来表现值得期待

- 洪涛股份是“大行业、小公司”的典型代表公司，由于具备品牌、设计和资金等优势而被我们长期看好。
- 公司 08 年位列我国公装百强的第 5 名；同时累计获得国家级工程奖 52 项，位列行业第 2 名，工程质量被客户广泛认可。

图表 5: 08 年底行业前列公司累计获国家级工程奖情况

| 公司名称 | 鲁班奖 | 建筑工程装 | 合计 |
|------------------|-----|-------|----|
| 苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司 | 23 | 44 | 67 |
| 深圳市洪涛股份有限公司 | 13 | 39 | 52 |
| 中国建筑装饰工程有限公司 | 7 | 19 | 26 |
| 浙江亚厦装饰股份有限公司 | 3 | 22 | 25 |
| 深圳市深装总装饰工程工业有限公司 | 9 | 7 | 16 |

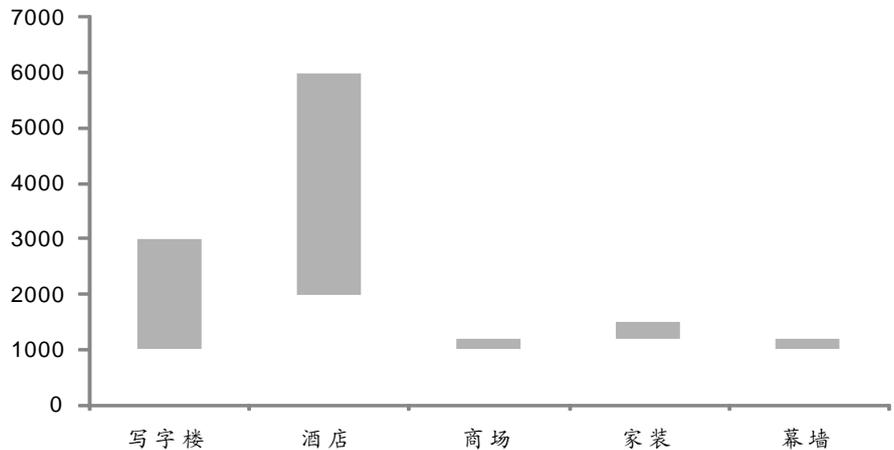
来源: 上市公司招股书 公司财务报告 中国建筑装饰协会 国金证券研究所

图表 6: 08 年度中国建筑装饰行业公装百强企业前十名

| 序号 | 公司名称 | 所在地 |
|----|-----------------------------|-----|
| 1 | 苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司 | 江苏 |
| 2 | 浙江亚厦装饰股份有限公司 | 浙江 |
| 3 | 深圳深装总装饰工程工业有限公司 | 深圳 |
| 4 | 中国建筑装饰工程有限公司 | 北京 |
| 5 | 深圳市洪涛装饰股份有限公司 | 深圳 |
| 6 | 深圳广田装饰集团股份有限公司 | 深圳 |
| 7 | 深圳市科源建设集团有限公司 | 深圳 |
| 8 | 北京港源建筑装饰工程有限公司 | 北京 |
| 9 | 深圳市建筑装饰(集团)有限公司 | 深圳 |
| 10 | 深圳长城家具装饰工程有限公司、深圳瑞和装饰工程有限公司 | 深圳 |

- 公司持续定位于高端装饰市场, 上半年承接和完成了 10 项剧院会堂类建筑的装饰装修工程和 19 项五星级酒店的设计和施工, 其中有 16 项是由喜达屋、洲际、希尔顿、万豪、温德姆、凯宾斯基等世界著名酒店管理公司管理的工程; 同时公司发力铁路客运站建设这一细分市场, 承接了深圳北站交通枢纽工程室内设计项目。

图表 7: 细分行业单位面积装修投入比较



来源: 《中国建筑装饰》 国金证券研究所

投资建议

预计 2010-2012 年公司收入分别达到 15.89、22.24、28.92 亿元; 实现 EPS 分别达到 0.74、1.09、1.51 元。高倍的估值有望被高速的增长所化解。维持“买入”评级。

图表 8: 三张表预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 主营业务收入 | 1,046 | 1,051 | 1,310 | 1,589 | 2,224 | 2,892 | 货币资金 | 100 | 102 | 955 | 839 | 906 | 1,008 |
| 增长率 | | 0.5% | 24.7% | 21.2% | 40.0% | 30.0% | 应收款项 | 174 | 230 | 420 | 322 | 541 | 703 |
| 主营业务成本 | -919 | -916 | -1,128 | -1,350 | -1,869 | -2,397 | 存货 | 18 | 15 | 18 | 74 | 102 | 131 |
| %销售收入 | 87.9% | 87.2% | 86.1% | 85.0% | 84.0% | 82.9% | 其他流动资产 | 17 | 22 | 20 | 29 | 39 | 74 |
| 毛利 | 127 | 134 | 182 | 239 | 355 | 494 | 流动资产 | 308 | 369 | 1,412 | 1,264 | 1,589 | 1,917 |
| %销售收入 | 12.1% | 12.8% | 13.9% | 15.0% | 16.0% | 17.1% | %总资产 | 86.2% | 86.5% | 94.4% | 82.3% | 83.9% | 83.9% |
| 营业税金及附加 | -36 | -36 | -44 | -54 | -75 | -97 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 3.4% | 3.4% | 3.4% | 3.4% | 3.4% | 3.4% | 固定资产 | 16 | 24 | 49 | 232 | 258 | 311 |
| 营业费用 | -12 | -9 | -10 | -16 | -24 | -35 | %总资产 | 4.5% | 5.5% | 3.3% | 15.1% | 13.6% | 13.6% |
| %销售收入 | 1.2% | 0.9% | 0.8% | 1.0% | 1.1% | 1.2% | 无形资产 | 31 | 31 | 30 | 37 | 46 | 54 |
| 管理费用 | -21 | -24 | -31 | -40 | -58 | -78 | 非流动资产 | 49 | 58 | 84 | 272 | 305 | 367 |
| %销售收入 | 2.1% | 2.3% | 2.4% | 2.5% | 2.6% | 2.7% | %总资产 | 13.8% | 13.5% | 5.6% | 17.7% | 16.1% | 16.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 57 | 65 | 97 | 130 | 198 | 284 | 资产总计 | 358 | 427 | 1,496 | 1,536 | 1,894 | 2,283 |
| %销售收入 | 5.5% | 6.2% | 7.4% | 8.2% | 8.9% | 9.8% | 短期借款 | 30 | 45 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -2 | -3 | -3 | 16 | 18 | 20 | 应付款项 | 178 | 179 | 388 | 350 | 563 | 724 |
| %销售收入 | 0.2% | 0.3% | 0.2% | -1.0% | -0.8% | -0.7% | 其他流动负债 | 17 | 20 | 39 | 66 | 84 | 104 |
| 资产减值损失 | 0 | -3 | -8 | -3 | -2 | -1 | 流动负债 | 225 | 244 | 468 | 416 | 647 | 828 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 225 | 244 | 468 | 416 | 647 | 829 |
| 营业利润 | 55 | 59 | 86 | 143 | 214 | 302 | 普通股股东权益 | 133 | 183 | 1,029 | 1,121 | 1,247 | 1,455 |
| 营业利润率 | 5.3% | 5.7% | 6.6% | 9.0% | 9.6% | 10.5% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 358 | 427 | 1,496 | 1,536 | 1,894 | 2,283 |
| 税前利润 | 55 | 61 | 86 | 143 | 214 | 302 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 5.3% | 5.8% | 6.6% | 9.0% | 9.6% | 10.5% | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 所得税 | -8 | -11 | -17 | -31 | -51 | -76 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 15.1% | 17.5% | 19.9% | 22.0% | 24.0% | 25.0% | 每股收益 | 0.520 | 0.557 | 0.576 | 0.744 | 1.085 | 1.512 |
| 净利润 | 47 | 50 | 69 | 112 | 163 | 227 | 每股净资产 | 1.475 | 2.032 | 8.572 | 7.471 | 8.315 | 9.697 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 0.302 | 0.009 | 0.846 | 0.863 | 1.012 | 1.336 |
| 归属于母公司的净利润 | 47 | 50 | 69 | 112 | 163 | 227 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 净利率 | 4.5% | 4.8% | 5.3% | 7.0% | 7.3% | 7.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 35.21% | 27.41% | 6.71% | 9.96% | 13.04% | 15.59% |
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 总资产收益率 | 13.08% | 11.75% | 4.62% | 7.26% | 8.59% | 9.93% |
| 净利润 | 47 | 50 | 69 | 112 | 163 | 227 | 投入资本收益率 | 29.95% | 23.73% | 7.29% | 9.04% | 12.07% | 14.64% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 4 | 7 | 11 | 12 | 18 | 20 | 主营业务收入增长率 | 39.17% | 0.49% | 24.70% | 21.24% | 39.99% | 30.00% |
| 非经营收益 | 1 | 1 | 1 | 7 | 0 | 0 | EBIT增长率 | 65.49% | 13.89% | 48.90% | 33.47% | 52.42% | 43.45% |
| 营运资金变动 | -24 | -58 | 20 | 0 | -29 | -47 | 净利润增长率 | 70.60% | 7.24% | 37.73% | 61.55% | 45.82% | 39.41% |
| 经营活动现金净流 | 27 | 1 | 101 | 130 | 152 | 200 | 总资产增长率 | 5.61% | 19.32% | 250.71% | 2.68% | 23.30% | 20.54% |
| 资本开支 | -15 | -11 | -28 | -201 | -49 | -80 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 19 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 56.2 | 59.8 | 81.2 | 65.0 | 80.0 | 80.0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 6.4 | 6.5 | 5.4 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 投资活动现金净流 | 3 | -11 | -28 | -202 | -49 | -80 | 应付账款周转天数 | 42.0 | 41.2 | 64.6 | 65.0 | 80.0 | 80.0 |
| 股权募资 | 15 | 0 | 791 | 0 | -17 | 0 | 固定资产周转天数 | 5.3 | 4.6 | 3.9 | 40.5 | 29.8 | 27.1 |
| 债权募资 | 13 | 14 | 0 | -40 | 0 | 1 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -4 | -2 | -11 | -3 | -20 | -20 | 净负债/股东权益 | -52.89% | -31.28% | -88.91% | -74.89% | -72.64% | -69.22% |
| 筹资活动现金净流 | 24 | 12 | 779 | -43 | -36 | -19 | EBIT利息保障倍数 | 31.9 | 24.1 | 30.9 | -8.2 | -11.0 | -14.4 |
| 现金净流量 | 55 | 1 | 853 | -115 | 67 | 102 | 资产负债率 | 62.87% | 57.13% | 31.25% | 27.06% | 34.16% | 36.30% |

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 买入 | 1 | 1 | 2 | 8 | 10 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 1.92 | 1.92 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|-----|
| 1 2010-08-23 | 买入 | 33.79 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室