

房地产业

2009 年 12 月 7 日



新股研究

新股定价

申购建议：申购

洪涛股份（002325）IPO 新股定价报告

核心观点

结论：

公司业务所属行业为建筑装饰工程行业，竞争激烈，参照中小板估值水平及公司自身成长性，我们认为未来6个月公司相对估值为2010年25~30倍市盈率较为合理，对应于公司股价20.25~24.3元，建议询价价格18.90元，对应于2009年动态市盈率为35倍。

主要依据：

- 1、定位高端，竞争力强。**洪涛股份定位于高端公装市场（目前公司总营收中高端业务营收额占比达90%以上），并通过承揽大城市标志性高端工程项目打造高端品牌形象，目前公司完成的标志性工程项目遍布全国100多个重点城市。
- 2、公司在高难度细分市场具有明显竞争优势。**从装饰行业细分领域设计施工难易程度来看，洪涛股份目前在剧院会堂类、大堂类、国家政务类等最高难度级别公共建筑装饰细分市场中处于龙头地位。洪涛股份在国内五星级酒店装饰市场拥有超过9%的占有率，位列行业前三。参建的全部五星级酒店中，与洲际、喜达屋、凯悦、万豪等国际顶尖酒店管理集团合作过的项目超过50个，高端酒店大客户群体较为稳定。
- 3、高端市场项目盈利能力强。**洪涛股份承建的剧院、文化中心类、高端酒店类项目因设计要求高、施工难度大，毛利率维持高位。自06年至09年上半年，上述高毛利业务营收占比不断提升，提升了公司综合毛利率水平。
- 4、高端设计人才储备国内第一。**在建筑装修高端市场，人才是决定未来发展潜力的核心因素，在高端设计人才储备方面，洪涛股份位列国内装饰企业第一位：公司拥有建筑协会室内设计分会、建筑装饰协会两大权威机构评出的资深室内建筑师等国内顶级设计师41人，稳居行业第一。
- 5、公司意图向住宅精装修领域适度进军，设计师产能有望迅速扩大。**目前洪涛股份拥有130名方案设计师和60名深化设计师，总人数不足200人，规模相对较小。IPO后，公司将积极培养、招聘品牌设计师，并加强与专业机构的合作，短期内设计师团队可扩充至300人；募投设计创意中心项目达产后，设计师人数将扩充至800人，以满足公司经营规模的激增。
- 6、风险提示。**固定资产投资增速下降、规模迅速扩大导致的人才储备不足、应收账款回收风险等。

发行数据：

项目	数值
发行股数	3,000万
发行后总股本	12,000万
上市日期	-
建议询价区间（元）	18.90

研究员：邹文军

电话：010—84183240

E-mail: zouwenjun@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

1 本次发行一般情况

表 1 公司 IPO 发行基本参数

公司名称	深圳洪涛股份顾问股份有限公司
公司简称	洪涛股份
发行地	深圳证券交易所
申购日期	12 月 11 日
股票代码	002325
本次发行股数	3,000 万
发行方式	网下配售 + 网上申购
正常发行后总股本	12,000 万
每股盈利 (2008 年)	0.42 元 (按正常发行后股本摊薄)
发行前每股净资产	2.24 元

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

2 公司基本情况

定位高端，竞争力强。洪涛股份一直定位于高端公装市场（目前公司总营收中高端业务营收额占比达90%以上），并通过承揽大城市标志性高端工程项目打造高端品牌形象，目前公司完成的标志性工程项目遍布全国100多个重点城市。以北京十里长安古街为例，整街160多项标志性工程中，洪涛股份完成了26项，长安街精品工程数量国内第一。

公司在高难度细分市场具有明显竞争优势。从装饰行业细分领域设计施工难易程度来看，洪涛股份目前在剧院会堂类、大堂类、国家政务类等最高难度级别公共建筑装饰细分市场中处于龙头地位。洪涛股份在国内五星级酒店装饰市场拥有超过9%的占有率，位列行业前三。参建的全部五星级酒店中，与洲际、喜达屋、凯悦、万豪等国际顶尖酒店管理集团合作过的项目超过50个，高端酒店大客户群体较为稳定。

高端市场项目不断提升其盈利能力。洪涛股份承建的剧院、文化中心类、高端酒店类项目因设计要求高、施工难度大，毛利率维持高位。自06年至09年上半年，上述高毛利业务营收占比不断提升，对公司综合毛利率水平的提升起到持续拉动作用。

通过 IPO 解除渠道扩张的资金瓶颈后，公司将通过“双管齐下”，来引发自身渠道扩张的爆发力：1）利用领先的区域覆盖优势，挖掘现有各地分支机构业务扩张潜力，加速向卫星城市的区域渗透；2）复制精品战略，通过在未设分支省份承接高端标志性工程，进一步扩张区域覆盖优势。

高端设计人才储备国内第一，设计师产能有望迅速扩大。在建筑装修高端市场，人才是决定未来发展潜力的核心因素，在高端设计人才储备方面，洪涛股份位列国内装饰企业第一位：公司拥有建筑协会室内设计分会、建筑装饰协会两大权威机构评出的资深室内建筑师等国内顶级设计师41人，稳居行业第一。

设计师产能有望迅速扩大。公司意图向住宅精装修领域适度进军，因住宅精装修设计业务难度相对较低，设计人才外招容易、培养周期短，公司进军该细分领域后，设计产能将不会成为公司营收规模扩张的瓶颈。目前洪涛股份拥有 130 名方案设计师和 60 名深化设计师，总人数不足 200 人，规模相对较小。IPO 后，公司将积极培养、招聘品牌设计师，并加强与专业机构的合作，短期内设计师团队可扩充至 300 人；募投设计创意中心项目达产后，设计师人数将扩充至 800 人，其扩充速度足以满足公司经营规模的激增。

2.1 主要财务指标

表2：洪涛股份主要财务指标

项 目	2006	2007	2008	2009-6-30
资产总计	33857	35757	42665	46845
负债合计	26417	22479	24373	26717
归属于母公司股东权益合计	7223	13278	18292	20128
营业收入	75147	104581	105090	50652
营业利润	3237	5520	5944	2872
利润总额	3214	5506	6075	2868
净利润	2741	4676	5014	2286
经营活动产生的现金流量净额	614	2720	85	2579
投资活动产生的现金流量净额	(1495)	333	(1140)	(1211)
筹资活动产生的现金流量净额	1053	2447	1204	(129)
现金及现金等价物净增加额	171	5500	149	1240
流动比率	1.09	1.37	1.51	1.46
速动比率	1.03	1.3	1.45	1.4
资产负债率(母公司)	79.12%	62.87%	57.13%	57.03%
应收账款周转率(次/年)	4.66	6.49	6.11	4.87
存货周转率(次/年)	56.02	56.78	56.14	58.39
息税折旧摊销前利润(万元)	3,510	5,994	6,989	3,147
利息保障倍数	46.9	31.82	26.14	23.3
每股经营活动产生的净现金流量(元)	0.2	0.3	0.01	0.29
每股净现金流量(元)	0.06	0.61	0.02	0.14
每股净资产(元)	2.48	1.48	2.03	2.24

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

2.2 募集资金投向

表 3：募投项目概况（单位：万元）

项目名称	总投资	资产 投资	流动 资金	第一年 投资额	第二年 投资额	第三年 投资额
建筑装饰部品部件						
工厂化生产项目	14062	11062	3000	11062	3000	—
设计创意中心项目	7629.2	5962.2	1667	4980	2149.2	500
企业信息化建设项目	2979	2979	0	945	1113	921

总计	24670.2	20003.2	4667	16987	6262.2	1421
----	---------	---------	------	-------	--------	------

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

2.3 盈利预测

表4：洪涛股份2009、2010年盈利预测

(单位：百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	751.47	1,045.81	1,050.90	1366.17	1912.64
营业成本	662.79	919.31	916.48	1188.57	1654.43
营业税金及附加	24.87	35.5	35.51	46.45	65.03
销售费用	11.17	12.09	9.36	13.66	19.13
管理费用	17.95	21.5	24.17	30.06	42.08
财务费用	0.56	1.8	2.72	4.10	1.91
资产减值损失	1.77	0.44	3.22	3	3.5
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0.04	0	0	0
营业利润	32.37	55.2	59.44	80.34	126.56
加：营业外收入	0.02	0.51	1.47	0	0
减：营业外支出	0.25	0.64	0.16	0	0
利润总额	32.14	55.06	60.75	80.34	126.56
减：所得税	4.73	8.31	10.6	16.07	29.11
净利润	27.41	46.76	50.14	64.27	97.45
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	27.41	46.76	50.14	64.27	97.45
每股收益：	0.23	0.39	0.42	0.54	0.81

注：每股收益按发行后总股本全面摊薄

资料来源：公司资料、国都证券研究所

3 估值定价

公司业务所属行业为建筑装饰工程行业，竞争激烈，参照中小板估值水平及公司自身成长性，我们认为未来6个月公司相对估值为2010年25~30倍市盈率较为合理，对应于公司股价20.25~24.3元，建议询价价格18.9元，对应于2009年动态市盈率为35倍。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。