

洪涛股份 (002325)

高端项目提升毛利水平

3 季报点评

	韩其成	白晓兰
	021-38676162	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026

本报告导读:

10 年 3 季报收入 10.3 亿元, 同增 17%, 净利 0.65 亿元, 同增 51%。公司定位高端市场, 消费升级与城市化显著利好酒店业与对设计的需求。谨慎增持, 目标价 40 元。
投资要点:

- 公司 2010 年前 3 季度实现收入 10.32 亿元, 同比增长 17%。实现归属于母公司净利润 0.65 亿元, 同增 51%, EPS0.44 元。净利润的增幅远大于收入增幅的主要原因是: 1) 毛利率同比大幅提高了 2.3 个百分点, 为 15.5%。2) 得益于 09 年底上市募集资金, 公司财务费用由支出转为 567 万收入。
- 公司毛利率提升的主因: 公司定位于高端装修市场, 承接了大量五星级酒店与剧院会堂的设计和施工。上半年承接了 19 项五星级酒店。
- **公司特点:** 1) “大堂王”。公司为高端装饰行业龙头, 在酒店装修市场有较强竞争力。截止 2006 年底全国五星级酒店约 300 家, 本公司参与完成了 29 家。2) 公司设计能力强, 洪涛品牌优。公司的管理团队均为设计院出身。凭借出色的设计能力, 公司才能定位高端市场。
- **公司看点:** 1) 酒店市场大, 设计要求高。我们预测 10 年市场规模 198~254 亿元, 11 年增长 8.5%。这些业务集中在大装修公司手中。2) 公司使用超募资金 0.65 亿元建设营销网络, 迅速占领和巩固市场, 优化并完善销售网络布局。3) 消费水平的提高与城市化的推进使我国对装修个性化与设计感要求越来越高, 对优质装修公司利好。4) 尚未推出股权激励, 由于公司上市接近一年, 我们认为时间窗口接近。
- **盈利预测:** 预计 2010 年归属母公司净利润同增 40~70%, 增长率在装修四杰中稍逊。2010-11 年 EPS 为 0.75、1.10 元, 同增 63%、47%。目前仍处于高速增长期。明年 IPO 效应和消费升级仍起作用, 谨慎增持, 目标价格 40 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,051	1,310	1,824	2,636	3,182
(+/-) %	0.5%	24.7%	39.2%	44.5%	20.7%
经营利润 (EBIT)	62	89	142	208	246
(+/-) %	8%	44%	59%	46%	18%
净利润	50	69	112	165	195
(+/-) %	6%	38%	63%	47%	18%
每股净收益 (元)	0.56	0.58	0.75	1.10	1.30
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.13	0.19	0.23

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	6%	7%	8%	8%	8%
净资产收益率 (%)	27%	7%	10%	13%	14%
投入资本回报率 (%)	41%	64%	88%	108%	113%
EV/EBITDA	48.0	34.3	21.9	15.1	12.8
市盈率	64.0	62.0	47.6	32.4	27.4
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目 价格: **40.00**

上次预: 40.00

当前价格: 35.67

2010.10.28

交易数据

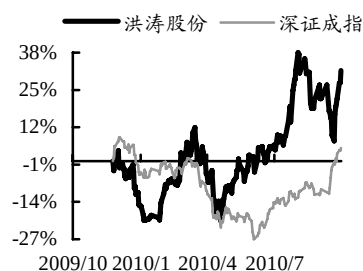
52 周内股价区间 (元)	24.39-38.98
总市值 (百万元)	5,351
总股本 流通 A 股 (百万股)	150/38
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	32

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,082
每股净资产	7.21
市净率	4.9
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.07	0.11
Q2	0.08	0.12
Q3	0.13	0.21
Q4	0.18	0.31
全年	0.46	0.75

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	26%	0%
相对指数	-13%	-2%	-8%

相关报告

《定位高端市场, 毛利率提升》

2010.08.23

《具中长期增长潜质但亦有相对周期》

2010.06.11

模型更新时间: 2010.10.28

股票研究

工业
建筑工程业

洪涛股份 (002325)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 40.00

上次预测: 40.00

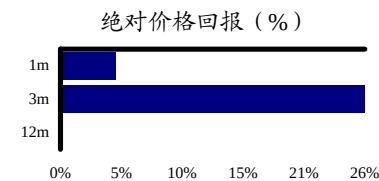
当前价格: 35.67

公司网址

www.szhongtao.cn

公司简介

公司是国内最早从事建筑装饰业务的企业, 国内公共建筑装饰行业龙头企业, 综合实力居深圳装饰行业首位, 目前主要为政府机构、大型国有企业、跨国公司、高档酒店等提供建筑装饰设计、施工服务, 具有《建筑装修装饰工程专业承包壹级》等6个施工一级资质证书、《建筑装饰专项设计甲级》资质证书, 为建筑装饰企业的最高级别。参与了多项建筑装饰业相关标准的编写与审订, 承接了包括人民大会堂(国宴厅、河南厅、甘肃厅)、钓鱼台国宾馆、国家体育场(鸟巢)、上海世博会主题馆等工程。



52 周价格范围 24.39-38.98
市值 (百万) 5,351

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入			751	1,046	1,051	1,310	1,824	2,636	3,182
主营业务成本			663	919	916	1,128	1,558	2,250	2,718
税金及附加			25	36	36	44	61	89	107
主营业务利润			64	91	99	138	205	298	356
其他业务利润			2	0	3	8	5	8	10
营业费用			11	12	9	10	14	20	25
管理费用			18	22	24	31	43	62	75
EBIT			33	57	62	89	142	208	246
财务费用			1	2	3	3	2	2	2
营业利润			32	56	59	86	140	206	244
所得税			5	8	11	17	28	41	49
少数股东损益			0	0	0	0	0	0	0
净利润			27	47	50	69	112	165	195
资产负债表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资			45	100	102	955	1,036	1,152	1,300
其他流动资产			243	208	267	456	635	917	1,107
长期投资			0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计			20	16	24	49	51	52	52
无形及其他资产			29	31	31	30	32	36	41
资产合计			339	358	426	1,495	1,761	2,167	2,513
流动负债			264	225	244	468	639	909	1,093
长期负债			0	0	0	0	0	0	0
股东权益			72	133	183	1,029	1,122	1,258	1,419
投入资本(IC)			46	63	125	112	129	155	174
现金流量表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT			28	49	51	72	114	166	197
折旧与摊销			2	3	4	3	4	4	4
流动资金增量			(3)	19	55	(37)	13	21	14
资本支出			51	1	11	28	8	9	9
自由现金流			(18)	32	(11)	85	97	141	178
经营现金流			6	27	1	101	100	145	182
投资现金流			(15)	3	(11)	(28)	(8)	(9)	(9)
融资现金流			11	24	12	779	(18)	(25)	(30)
现金流净增加额			2	55	1	853	75	111	143
财务指标	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性									
收入增长率				39.1%	0.5%	24.7%	39.2%	44.5%	20.7%
EBIT 增长率				75.6%	8.3%	43.9%	58.9%	46.3%	18.3%
净利润增长率				73.8%	6.3%	37.7%	62.7%	46.7%	18.4%
利润率									
毛利率			11.8%	12.1%	12.8%	13.9%	14.6%	14.7%	14.6%
EBIT 率			4.4%	5.5%	5.9%	6.8%	7.8%	7.9%	7.7%
净利润率			3.6%	4.5%	4.8%	5.3%	6.2%	6.3%	6.1%
收益率									
净资产收益率(ROE)				35.6%	27.4%	6.7%	10.0%	13.1%	13.8%
总资产收益率(ROA)				13.2%	11.8%	4.6%	6.4%	7.6%	7.8%
投入资本回报率(ROIC)				77.6%	41.0%	63.8%	87.9%	107.6%	113.2%
运营能力									
存货周转天数			4.1	6.4	6.5	5.4	5.1	5.0	5.4
应收账款周转天数			103.86	60.60	78.42	116.89	116.89	116.89	116.89
总资产周转天数			164.4	124.8	148.0	416.3	352.2	300.0	288.3
净利润现金含量			0.23	0.58	0.02	1.47	0.89	0.88	0.93
资本支出/收入			7%	0%	1%	2%	0%	0%	0%
偿债能力									
资产负债率			78.0%	62.9%	57.2%	31.3%	36.3%	42.0%	43.5%
净负债率			-39.1%	-52.6%	-31.3%	-88.9%	-88.5%	-87.7%	-87.7%
估值比率									
PE			39.4	68.0	64.0	62.0	47.6	32.4	27.4
PB			14.8	24.2	17.6	4.2	4.8	4.3	3.8
P/S			1.4	3.1	3.1	3.3	2.9	2.0	1.7
EV/EBITDA					48.02	34.32	21.88	15.06	12.76
股息率					0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%

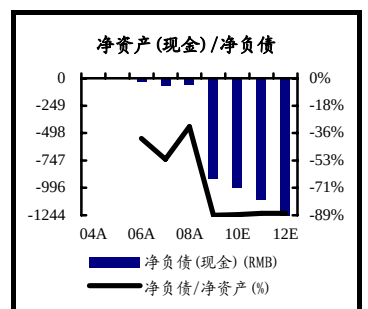
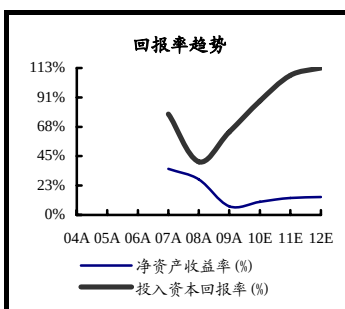
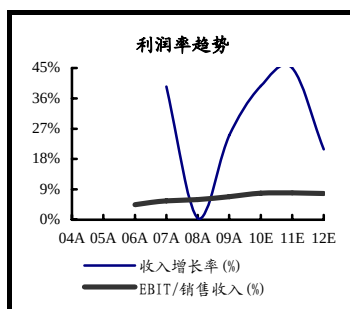
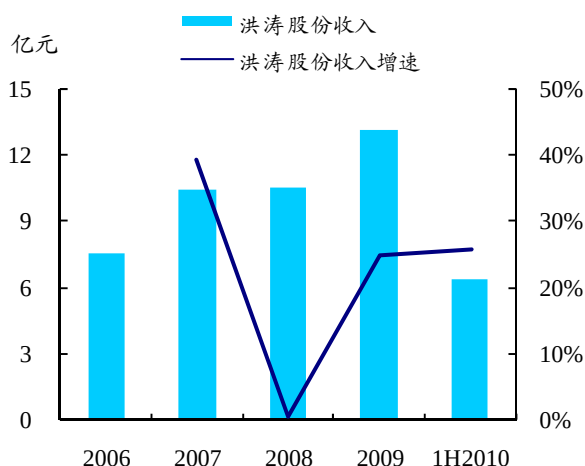
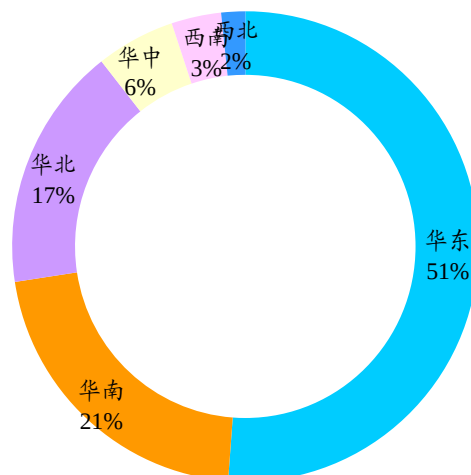


图 1: 洪涛股份收入及增速



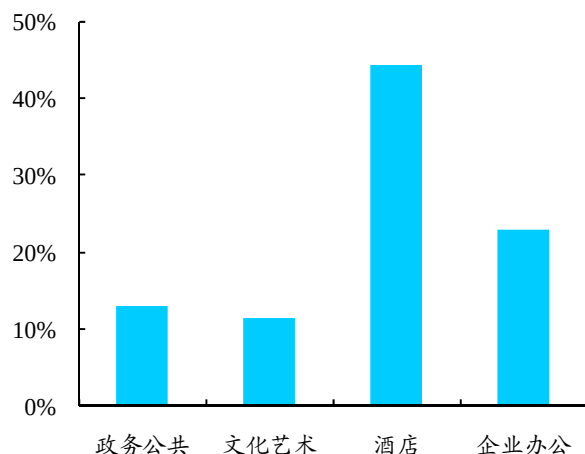
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 2: 洪涛股份 2010 年 1-6 月收入构成



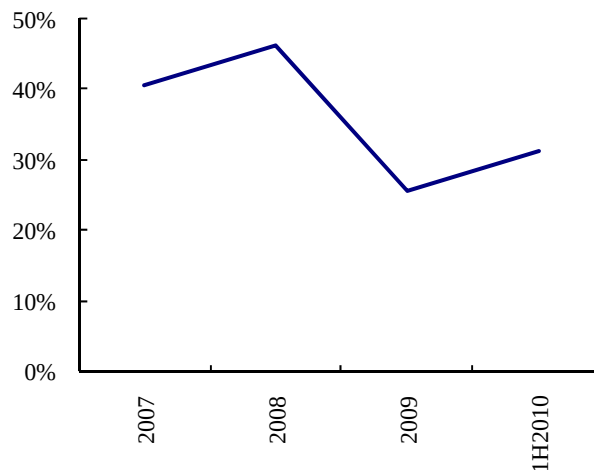
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 3: 洪涛股份 06-08 千万级合同分类



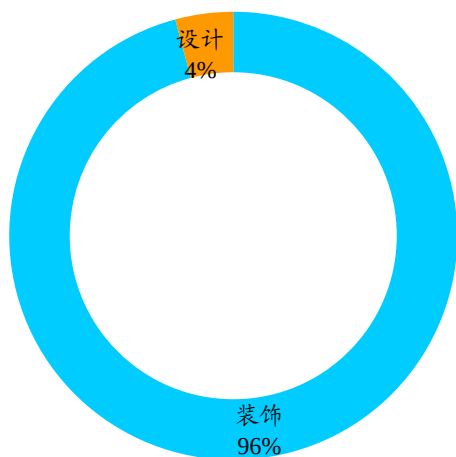
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 4: 洪涛股份应收账款占总资产比重



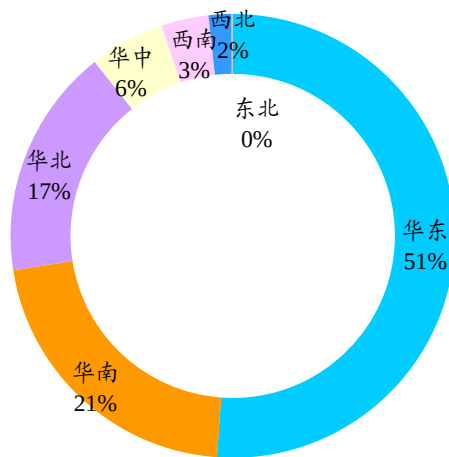
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 5: 洪涛股份业务分类占比



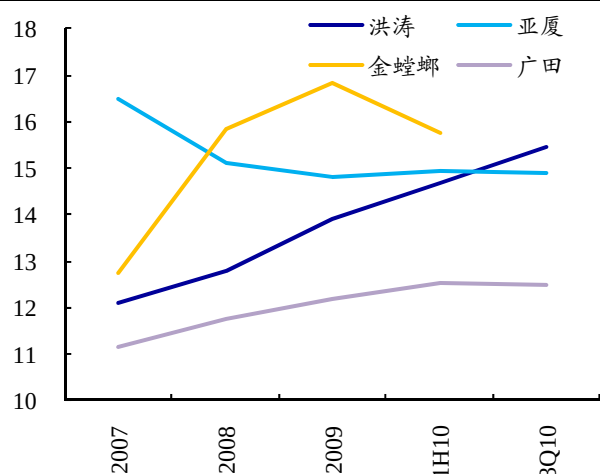
数据来源: 洪涛股份, 国泰君安证券研究

图 6: 洪涛净收入分地区占比



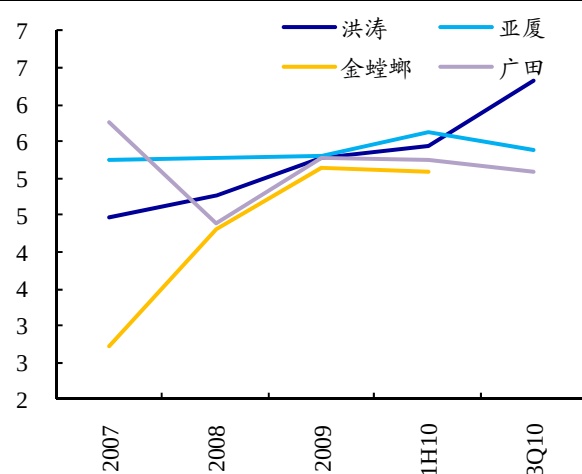
数据来源: 洪涛股份, 国泰君安证券研究

图 7: 装修四杰毛利率对比



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 装修四杰净利率对比



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 1: 装修 4 公司盈利预测与估值

证券简称	股价 2010-10-27	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	总市值 (亿元)	评级
金螳螂	56.29	1.07	1.47	1.82	52.61	38.29	30.93	179.67	谨慎增持
洪涛股份	35.67	0.75	1.10	1.30	47.76	32.43	27.44	53.51	谨慎增持
亚厦股份	78.55	1.25	2.20	2.80	62.84	35.70	28.05	165.74	谨慎增持
广田股份	86.10	1.30	2.00	2.60	66.23	43.05	33.12	137.76	谨慎增持

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		