

洪涛股份 (002325.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

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

股权激励计划将促成公司快速发展

事件

洪涛股份于 2010 年 11 月 10 日召开董事会，并于 11 日发布公告，公布了《洪涛股份限制性股票激励计划（草案）》，拟向 69 名高、中层管理人员、核心技术和业务人员推行股权激励计划；行权价为 17.49 元；股权总数为 400 万股，分三期解锁（行权）。

评论

绩效方面的解锁条件主要是保证未来三年净利润每年环比 30% 的增长：公司设置了各种解锁条件，其中绩效方面的解锁条件安排如下图所示，分为净利润增长和净资产收益率两个指标；从净利润增长方面来看，可近似理解为复合增速不能 30%；此外，公司对净资产收益率方面的要求也进行了安排。

图表2：此次股权激励的绩效考核方面的解锁条件（行权条件）

解锁期	绩效考核目标	
	净利润方面	净资产收益率方面
第一个解锁期	2010年净利润相比2009年度增长不低于30%	2010年净资产收益率不低于8%
第二个解锁期	2011年净利润相比2009年度增长不低于69%	2011年净资产收益率不低于10%
第三个解锁期	2012年净利润相比2009年度增长不低于119.7%	2012年净资产收益率不低于11%

来源：公司资料 国金证券研究所

我们假设公司 2010-2012 年净利润每年环比增长 30%，得到净资产收益率情况如下表所示，可见，只要净利润限制条件达到了，净资产收益率目标达到的问题不大。

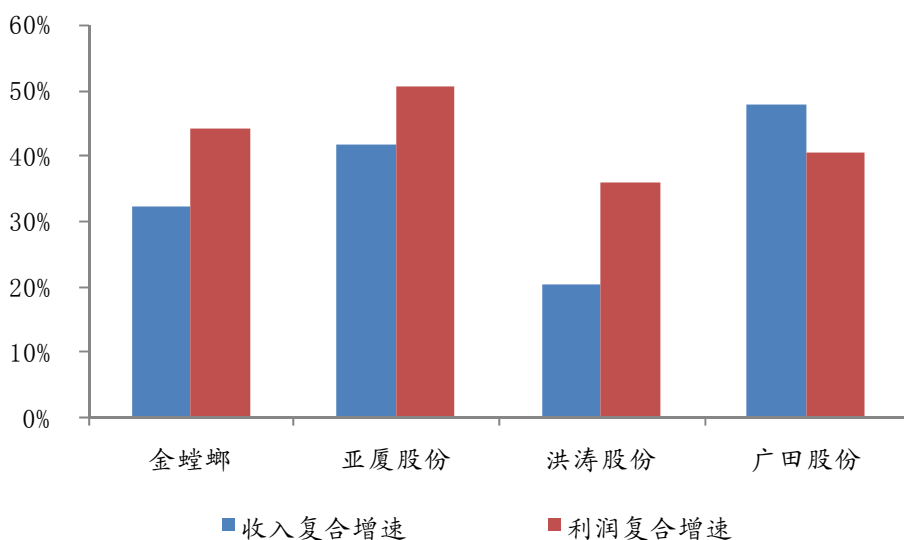
图表2：按照 2010-2012 年的净利润环比增长 30% 推出相应的 ROE 水平

年份	净利润		ROE
	数值（百万元）	环比增长	
2010E	90	30%	8.19%
2011E	117	30%	9.91%
2012E	152	30%	11.59%

来源：公司资料 国金证券研究所

此次股权激励方案对公司意义重大：由于一些历史固有原因，洪涛股份自 06 年以来收入增速显著慢于其他三个公司；利润复合增速虽然达到了 30% 以上，但是较于其他公司仍然稍慢。

图表3: 06-09 年四家装饰公司收入和利润复合增长情况



来源: 公司资料 国金证券研究所

注: 广田股份未公开 06 年财务数据, 故而采用的是 07-09 年的复合增长情况

在四个建筑装饰上市公司中, 金螳螂、洪涛比较相似, 亚厦、广田比较相似, 前者侧重于公装, 后者在住宅精装修方面有丰富的实践, 二者的经营、管理方式有较大的区别, 比如住宅精装修的单个项目规模一般要比公装项目大。从 09 年人均产值等指标来看, 洪涛股份高于同样以公装为主的金螳螂, 甚至比亚厦股份还要高, 我们认为, 公司在人员方面的瓶颈渐成隐忧, 这也是洪涛股份今年前三季度收入增速只有 10% 左右的主要原因。

图表4: 洪涛股份人员方面逐渐显现瓶颈 (2009 年年报数据)

指 标	金螳螂	亚厦股份	洪涛股份	广田股份
人均产值	161.49	195.55	289.93	376.85
设计人员人均设计产值	22.78	8.10	40.49	17.20
人均利润	7.89	10.40	15.28	19.93

来源: 公司资料 国金证券研究所

预计公司未来将步入增长快车道: 洪涛股份是品牌、管理都十分优秀的老牌装饰企业, 目前公司在经营方面的主要障碍就是人员不足; 因为对于装饰行业来说, 人员的技术培训、文化渲染要比充裕资金来得更为重要; 公司也已经意识到了人员培训、培养的重要性, 结合此次股权激励方案, 预计公司将在人才培养方面付出前所未有的人力、物力、财力, 在这个前提下, 进行业务的多维扩张, 公司从此步入增长的快车道。

投资建议

我们看好洪涛股份的长期发展, 预计 2010-2012 年公司净利润环比增速分别达到 62%、78%、51%, EPS 分别为 0.74、1.32、2.00 元, 维持“买入”评级。

图表5：三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,046	1,051	1,310	1,589	2,701	4,051
增长率		0.5%	24.7%	21.2%	70.0%	50.0%
主营业务成本	-919	-916	-1,128	-1,350	-2,269	-3,395
% 销售收入	87.9%	87.2%	86.1%	85.0%	84.0%	83.8%
毛利	127	134	182	239	431	656
% 销售收入	12.1%	12.8%	13.9%	15.0%	16.0%	16.2%
营业税金及附加	-36	-36	-44	-54	-91	-137
% 销售收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
营业费用	-12	-9	-10	-16	-27	-41
% 销售收入	1.2%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-21	-24	-31	-40	-68	-97
% 销售收入	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%
息税前利润（EBIT）	57	65	97	130	246	382
% 销售收入	5.5%	6.2%	7.4%	8.2%	9.1%	9.4%
财务费用	-2	-3	-3	16	18	21
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	-1.0%	-0.7%	-0.5%
资产减值损失	0	-3	-8	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	55	59	86	143	261	400
营业利润率	5.3%	5.7%	6.6%	9.0%	9.7%	9.9%
营业外收支	0	1	0	0	0	0
税前利润	55	61	86	143	261	400
利润率	5.3%	5.8%	6.6%	9.0%	9.7%	9.9%
所得税	-8	-11	-17	-31	-63	-100
所得税率	15.1%	17.5%	19.9%	22.0%	24.0%	25.0%
净利润	47	50	69	112	198	300
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	47	50	69	112	198	300
净利率	4.5%	4.8%	5.3%	7.0%	7.3%	7.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	47	50	69	112	198	300
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	7	11	12	19	22
非经营收益	1	1	1	7	0	0
营运资金变动	-24	-58	20	0	-41	-71
经营活动现金净流	27	1	101	130	176	250
资本开支	-15	-11	-28	-201	-49	-80
投资	19	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	3	-11	-28	-202	-49	-80
股权募资	15	0	791	0	-17	0
债权募资	13	14	0	-40	0	1
其他	-4	-2	-11	-3	-20	-20
筹资活动现金净流	24	12	779	-43	-36	-19
现金净流量	55	1	853	-115	91	152

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	100	102	955	839	930	1,082
应收款项	174	230	420	322	657	986
存货	18	15	18	74	124	186
其他流动资产	17	22	20	29	47	104
流动资产	308	369	1,412	1,264	1,759	2,358
% 总资产	86.2%	86.5%	94.4%	82.3%	85.2%	86.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	16	24	49	232	258	311
% 总资产	4.5%	5.5%	3.3%	15.1%	12.5%	11.4%
无形资产	31	31	30	37	46	54
非流动资产	49	58	84	272	305	367
% 总资产	13.8%	13.5%	5.6%	17.7%	14.8%	13.5%
资产总计	358	427	1,496	1,536	2,065	2,725
短期借款	30	45	40	0	0	0
应付款项	178	179	388	350	683	1,023
其他流动负债	17	20	39	66	98	138
流动负债	225	244	468	416	781	1,160
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	225	244	468	416	781	1,161
普通股股东权益	133	183	1,029	1,121	1,283	1,563
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	358	427	1,496	1,536	2,065	2,725

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.520	0.557	0.576	0.744	1.323	1.998
每股净资产	1.475	2.032	8.572	7.471	8.554	10.422
每股经营现金净流	0.302	0.009	0.846	0.863	1.174	1.670
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	35.21%	27.41%	6.71%	9.96%	15.46%	19.17%
总资产收益率	13.08%	11.75%	4.62%	7.26%	9.61%	11.00%
投入资本收益率	29.95%	23.73%	7.29%	9.04%	14.56%	18.30%
增长率						
主营业务收入增长率	39.17%	0.49%	24.70%	21.24%	69.99%	49.99%
EBIT增长率	65.49%	13.89%	48.90%	33.47%	89.21%	55.28%
净利润增长率	70.60%	7.24%	37.73%	61.55%	77.84%	51.04%
总资产增长率	5.61%	19.32%	250.71%	2.68%	34.37%	31.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.2	59.8	81.2	65.0	80.0	80.0
存货周转天数	6.4	6.5	5.4	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	42.0	41.2	64.6	65.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	5.3	4.6	3.9	40.5	24.5	19.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.89%	-31.28%	-88.91%	-74.89%	-72.50%	-69.17%
EBIT利息保障倍数	31.9	24.1	30.9	-8.2	-13.4	-18.4
资产负债率	62.87%	57.13%	31.25%	27.06%	37.85%	42.62%

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
2	2010-10-28	买入	36.05	N/A

来源：国金证券研究所


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惟一因素。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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室