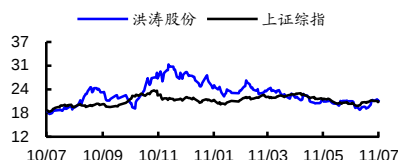


证券研究报告—深度报告
建筑建材
建筑工程
洪涛股份(002325)
推荐

合理价值区间 29.56~30.80 元 昨收盘: 21.65 元

2011年7月14日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	225.0/80.5
总市值 (百万元)	4,871.3/1,741.8
沪深 300/深圳成指	2,795.48/12,479.15
12 个月最高/最低 (元)	46.31/19.00

相关研究报告:
证券分析师: 邱波

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120021

联系人: 刘萍

电话: 0755-82130678

E-mail: liuping@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

借品牌之势, 乘渠道之风, 谱成长之曲

●公共装饰行业“十二五”期间景气程度高

公共装饰行业“十二五”期间年平均增长维持在 15% 左右, 呈现较高景气, 原因在于三点: 一是存量房进入更新周期, 二是按房屋建筑工程开工 2 年左右的时滞, 12 年以后增量市场进入装修高峰, 三是单位装修价格的提升。

●品牌优势明显, 细分市场表现突出

上市一年多来公司通过麒麟山庄、五洲宾馆等项目强化了其在高端公装领域的龙头地位和品牌实力。从公司的优势市场来看, 五星酒店目前仍处于高速发展期, 当前国内五星酒店在星级酒店中占比 10%, 按照成熟市场 17% 左右的比例, 仍有较大提升空间, 而 2002 年左右高速增长期建设的五星酒店目前也进入更新期, 因此存量市场的表现也值得期待。我们统计了目前在建和拟建的剧院及文化中心, 2013 年以前竣工的在建项目多达 60 个以上, 而商业地产这一细分市场目前还未到最高峰的时候, 因此我们对公司所面向的各细分领域的发展持乐观态度。

●渠道建设完善, 业务领域拓展值得期待

公司通过利用超募资金建设营销网点积聚了渠道扩张的爆发力。我们认为, 公司目前已夯实了实现业务领域拓展的基础, 将通过三个阶段、先横后纵的路径实现业务领域的广泛扩张, 从而为高速成长打开空间。而股权激励尘埃落定则强化了公司业绩释放的动力。

●风险提示

募投项目未能及时达产; 项目消化能力不能与营销匹配。

●合理价值在 29.56~30.80 元/股之间, 给予“推荐”评级

预测公司 2011-2013 年每股收益为 0.72、1.12 和 1.69 元, 公司目前股价对应的 PE 分别为 30X, 19X, 13X。综合绝对估值和相对估值的结果, 公司合理价值为 29.56~30.80 元/股, 价值中枢为 30.18 元, 我们认为公司当前估值已有吸引力, 给予“推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,310.47	1,508.28	2,565	4,025	6,086
(+/-%)	24.70%	15.09%	70.0%	56.9%	51.2%
净利润(百万元)	69.06	97.00	166	258	388
(+/-%)	37.73%	40.45%	71.1%	55.3%	50.7%
每股收益 (元)	0.58	0.65	0.72	1.12	1.69
EBIT Margin	7.43%	8.26%	8.4%	8.5%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	6.71%	8.71%	12.4%	16.9%	21.7%
市盈率 (PE)	37.62	33.48	30.1	19.4	12.8
EV/EBITDA	27.8	25.31	26.0	17.7	12.9
市净率 (PB)	2.53	2.92	3.72	3.28	2.78

投资摘要

估值与投资建议

我们在装饰行业专题报告《有成长之喜，无调控之殇》中对公装市场（含楼盘整体装修市场）未来的发展做了详尽地分析和测算，我们认为公共装饰行业在“十二五”期间行业的复合增速维持在 15%左右的水平，我们的判断缘于三个理由：首先存量市场目前已进入更新周期，将保持较快的增长速度；根据房屋建筑工程开竣工 2 年左右的时滞，12 年以后增量市场进入装修高峰；而从历史的发展看，价格因素对公装行业的增长贡献度越来越高，这一因素在“十二五”期间对行业的影响只多不少。综合以上三点，我们认为公共装饰行业在“十二五”期间将保持较高增速。洪涛股份作为行业内实力最强的公装企业之一，上市以后的表现与其它三家公司相比并不抢眼，我们认为，一方面这是公司一贯稳健的经营风格所带来的必然选择，另一方面也是为未来更好的发展夯实基础。

我们认为公司目前已初步具备了高速成长的客观条件，从公司的优势市场来看，五星酒店目前仍处于高速发展期，目前国内五星酒店在星级酒店中占比 10%，按照成熟市场 17%左右的比例，仍有较大提升空间，而 2002 年左右高速增长期建设的五星酒店目前也进入更新周期，因此存量市场的表现也值得期待。我们统计了目前在建和拟建的剧院及文化中心，2013 年以前竣工的在建项目多达 60 个以上，而商业地产这一细分市场目前还未到最好的时候，因此我们对公司所在细分行业的发展前景持乐观态度。

我们认为公司目前亦具备高速成长的主观条件，一方面公司上市两年以来通过麒麟山庄、五洲宾馆等项目强化了其在高端公装领域的龙头地位和品牌实力，另一方面，公司通过利用超募资金建设营销网点积聚了渠道扩张的爆发力。我们认为公司目前已具备了实现业务领域全面拓展的基础，事实上，公司今年开始切入高端医院的装修就是最好的证明。此外，我们判断公司有望在 12 年借工厂化项目达产之机切入楼盘整体装修领域。我们认为，公司将通过三个阶段、先横后纵的路径实现业务领域的广泛拓展，从而为公司的高速成长打开空间。而股权激励尘埃落定则强化了公司的业绩释放动力。

我们预测公司 2011-2013 年每股收益为 0.72、1.12 和 1.69 元，公司目前股价对应的 PE 分别为 27X，17X，11X。综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 29.56~30.80 元/股，价值中枢为 30.18 元，我们认为公司当前估值已有吸引力，给予“推荐”的投资评级。

核心假设或逻辑

（1）公装行业十二五期间平均增速 15%左右；（2）公司 2011-2013 年的营业收入同比增长 70.0%、57.0%和 45.4%；

股价变化的催化因素

业绩超出市场预期；

大额订单获取；

估值吸引力。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、募投项目未能如期达产；
- 2、项目消化能力不能与营销匹配。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
绝对估值法：29.05~30.07 元/股.....	5
相对估值法：26.50~31.80 元/股.....	6
给予“推荐”的投资评级.....	6
公共装饰“十二五”增速不会出现明显下滑.....	6
装饰行业十二五增速达 12.6%.....	6
公装行业近期受益存量市场进入更新周期，远期受益 10 年以来新开工的高增长.....	7
立足现在：借品牌之势强化高端市场的领跑地位.....	8
五星级酒店：仍处于高速发展期.....	10
文化中心：迎来建设高峰.....	13
写字楼、广场：受益商业地产的兴盛.....	15
展望未来：乘渠道之风三阶段拓展业务空间.....	16
营销渠道全国布局完成.....	16
高档医院取得突破.....	18
楼盘整体装修：依托工厂化项目切入.....	18
股权激励尘埃落定.....	19
盈利预测：高成长仍处于起始阶段.....	20
基本假设.....	20
核心判断的主要风险.....	20
附表 1：财务预测与估值.....	21
国信证券投资评级.....	22
风险提示.....	22
证券投资咨询业务的说明.....	22

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 5: 装饰板块估值比较	6
表 6: 中国装饰业百强前 5 名企业业务特征 (2009)	9
表 7: 中国装饰行业百强企业前五名中, 唯有洪涛股份在四大盛会工程中全部中标	9
表 8: 装饰业细分领域项目设计施工难易度分析	9
表 9: 行业前五公司中, 洪涛股份承接的国家政务场所装饰工程最多	10
表 10: 洪涛股份代表性剧院会堂类工程	10
表 11: 主要国际顶尖酒店在中国的开店计划	11
表 12: 洪涛股份与国际顶尖酒店集团合作的项目	13
表 13: 拟建和在建的大剧院文化中心	14
表 14: 洪涛股份部件工厂化产品利润测算	19
表 15: 限制性股票激励计划	19
表 16: 股权激励对公司费用的影响	19
图 1: 装饰行业总产值对比	6
图 2: 装饰行业总产值复合增长率对比	6
图 3: 房屋施工面积增速创出新高	7
图 4: 房屋新开工面积增速仍在高位	7
图 5: 办公用房竣工面积增速	7
图 6: 文化、娱乐、体育等用房竣工面积和增速	7
图 7: 单方造价提升是行业增长的重要因素	8
图 8: 存量市场的影响越来越大	8
图 9: 五星级酒店数量及增速	11
图 10: 星级酒店数量和增速	11
图 11: 国内四星和五星酒店客户数	11
图 12: 星级酒店客房数增速	11
图 13: 国内四星和五星酒店比例	12
图 14: 美国高档酒店比例	12
图 15: 国内四星和五星酒店入住率 (2010)	12
图 16: 美国酒店入住率	12
图 17: 文体娱 FAI 及增速 (2010)	14
图 18: 近年新增文化馆数量	14
图 19: 办公楼新开工面积增速	15
图 20: 办公楼新竣工面积增速	15
图 21: 商业营业用房新开工面积增速	16
图 22: 商业营业用房竣工面积增速	16
图 23: 洪涛业务拓展路径	16
图 24: 金螳螂业务区域构成	17
图 25: 洪涛业务区域构成	17
图 26: 营销网点对洪涛业务拓展的重要性	18
图 27: 医院数量	18
图 28: 每年新增医院数量	18

估值与投资建议

绝对估值法：29.05~30.07 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。我们判断，2011 年开始，公司业绩步入高速成长期。首先，公共装饰行业“十二五”期间增速并不会较“十一五”出现下滑；其次，公司在优势领域的市场占有率会进一步提升。公司募投项目将于 2012 年达产，而公司将借募投项目切入楼盘整体装修领域，但我们的盈利预测并未包含募投项目对公司营收和净利润的贡献。我们假设公司未来仍然不会通过债务进行融资。根据我们的假设，公司绝对估值 29.05-30.07 元/股，价值中枢 29.56 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日： 12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售收入增长率	0.5%	24.7%	15.1%	70.0%	57.0%	45.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
销货成本 / 销售收入	87.2%	86.1%	84.2%	84.3%	84.3%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%
管理费用 / 销售收入	2.2%	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
所得税税率	17.5%	19.9%	21.6%	22.5%	23.5%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	4.8%	10.0%	13.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.73%	Ke	10.71%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.00%
公司市值 (E)	5010	E/(D+E)	100%
债务总额 (D)	0	D/(D+E)	0%
Kd	5.3%	WACC	10.71%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
9.7%	31.28	32.54	33.97	35.60	37.47
10.2%	29.06	30.14	31.36	32.73	34.29
10.7%	27.08	28.02	29.05	30.22	31.54
11.2%	25.31	26.12	27.01	28.01	29.13
11.7%	23.72	24.42	25.19	26.05	27.01

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
9.7%	32.41	33.75	35.27	36.99	38.97
10.2%	30.07	31.22	32.50	33.95	35.61
10.7%	27.98	28.97	30.07	31.30	32.70
11.2%	26.11	26.96	27.91	28.97	30.15
11.7%	24.42	25.17	25.99	26.90	27.92

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

相对估值法：28.00~33.60 元/股

我们预测洪涛股份 2011-2013 年每股盈利为 0.72、1.12 和 1.69 元（考虑股权激励费用摊销后），当前股价（21.65 元）对应动态市盈率为 30 倍、19 倍和 13 倍，公司估值水平在板块内处于中上水平，而目前装饰行业整体估值水平已低于中小板平均水平。我们认为装饰行业成长确定性强、增速较快，目前估值水平有较高的安全边际。由于公司近三年复合增长率超过 50%，我们认为可给予 2012 年 EPS25-30 倍 PE,则公司合理价值 28.00-33.60 元，价值中枢为 30.80 元。

表 5：装饰板块估值比较

	股价	EPS				PE		
		2010	2011E	2012E	2013E	2011	2012	2013
洪涛股份	21.65	0.65	0.72	1.12	1.69	30.0	19.3	12.8
金螳螂	42.50	1.22	1.48	2.22	2.96	28.7	19.1	14.3
广田股份	32.43	1.65	1.23	1.86	2.74	26.3	17.4	11.8
亚厦股份	33.89	1.33	1.16	1.89	2.73	29.2	17.9	12.4
中小板平						34.9	25.1	18.4

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

给予“推荐”的投资评级

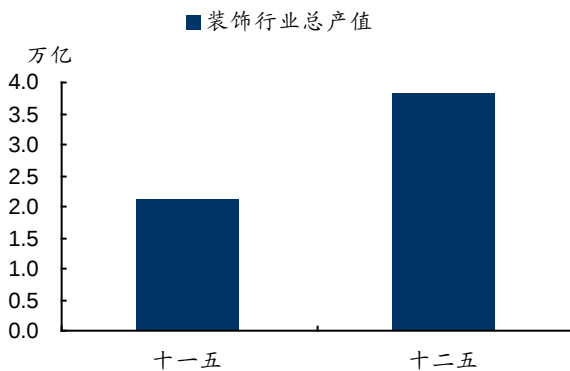
综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 29.56~30.80 元/股，价值中枢为 30.18 元，我们认为公司未来 3 年仍能保持较快的增长，我们假设公司 2012 年仍保持当前的估值水平不变，而业绩有超过 50% 的增长，则公司股价仍有 50% 以上的上涨空间，当前股价有较高的安全边际，给予“推荐”的投资评级。

公共装饰“十二五”增速不会出现明显下滑

装饰行业十二五增速达 12.6%

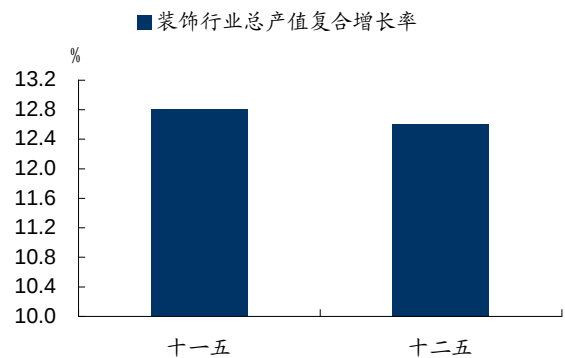
根据装饰行业“十二五”发展规划，行业 2015 年工程总产值力争达 3.8 万亿元，比 2010 年增长 1.7 万亿元，总增长率为 81%，年复合增长率 12.6%，较“十一五”期间仅略降 0.2 个百分点，而“十二五”期间，根据中央以及市场的普遍预期，GDP 的增长可能在 8% 附近，装饰行业增长速度并不会因为 GDP 增速的放缓而出现明显放缓。

图 1：装饰行业总产值对比



资料来源：装饰业协会，国信证券经济研究所整理

图 2：装饰行业总产值复合增长率对比

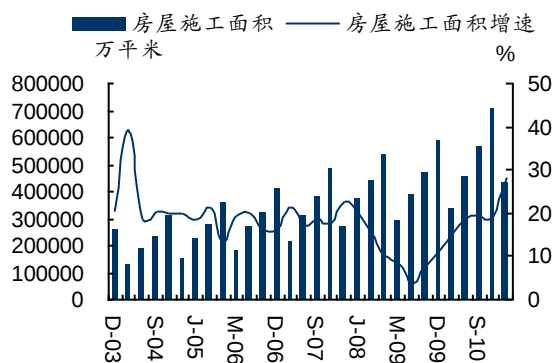


资料来源：装饰业协会，国信证券经济研究所整理

公装行业近期受益存量市场进入更新周期，远期受益 10 年以来新开工的高增长

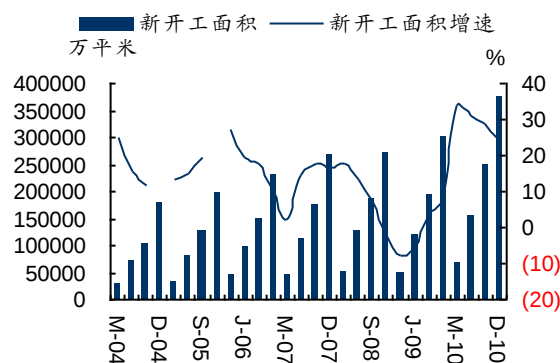
对于公装行业来说，“量”的影响因素中存量市场的作用正日益显著，由于 2000 年 2007 年，竣工的公共建筑面积增速较快（10%以上），而这部分公共建筑目前已进入更新周期，因此行业的增长受存量市场的影响越来越大，我们的测算显示，2010 年，存量市场占公装市场的比例达到 39%，较 2005 年的 31%增长了 8 个百分点。

图 3：房屋施工面积增速创出新高



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 4：房屋新开工面积增速仍在高位



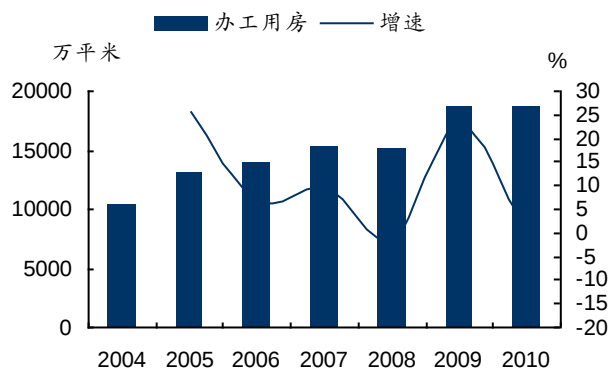
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

对于增量市场来说，由于 2010 年以来房屋新开工面积增速明显加快（见图 4），根据房屋建筑工程 2-3 年的施工周期，这部分将在 12 年开始进入装修周期，因此，我们对 12 年以后的增量市场增速呈乐观态度。

“价格”因素对公装行业的影响将长期存在

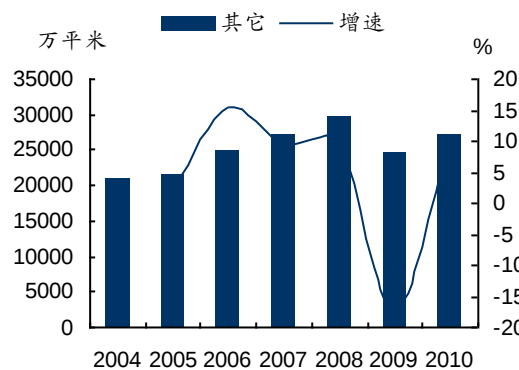
公装市场受“价”的因素影响更为明显，数据显示，近三年公共建筑竣工面积增速都在 5%以下（受 08 年金融危机的影响），但是公装市场规模的增速在 15% 以上，行业一半的增长都来自于单方造价的提升。

图 5：办公用房竣工面积增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

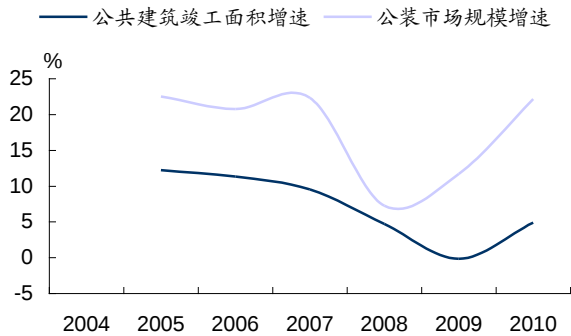
图 6：文化、娱乐、体育等用房竣工面积和增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

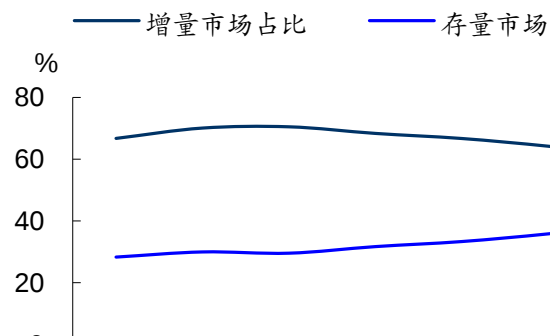
单方造价提升一方面缘于通胀因素，即材料、人工价格的上涨，更重要的因素是人们对更高生活品质的追求，也就是“消费升级”，由于这两个因素都长期存在，因此装修标准提升也将成为行业的长期驱动因素。

图 7：单方造价提升是行业增长的重要因素



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 8：存量市场的影响越来越大



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

正是由于装修标准和存量市场对公共装饰企业影响显著，因此我们对公装行业在“十二五”期间的表现呈乐观态度，首先是装修标准提升作为行业增长的重要驱动力仍然存在，而存量房的改造仍处在更新周期内（按照 5-7 年的更新周期，将持续到 2014 年），我们假设价的因素在“十二五”期间对公装行业的影响在 6-8 个百分点，而存量市场的增长在 13-20%，按照 40% 以上的份额，则对行业增长的贡献 5-8 个百分点，增量市场保守假设仍然维持 5% 左右的增速，则对行业的增长可贡献 3-4 个百分点左右的增长，三项合计最保守公装行业也有 14% 以上的年均增长。

立足现在：借品牌之势强化高端市场的领跑地位

中国建筑装饰业鼻祖

洪涛股份成立于 1985 年，2007 年改制为股份公司，目前主营酒店、剧院会场、写字楼、图书馆、医院、体育场馆等公共装饰工程的设计施工，拥有建筑装饰装饰、建筑幕墙、城市及道路照明、机电设备安装、建筑智能化和消防设施共六个施工一级资质，设计、施工资质均达到国内装饰业最高等级，是我国最早从事公共建筑装饰的企业之一，被誉为“中国建筑装饰业鼻祖”。

公司诞生之地——深圳，是中国装饰行业的发祥地，在业内素有“全国装饰看广东、广东装饰看深圳”的美誉。近五年来，深圳市装饰行业无论在设计水平、产值规模，还是从业人数方面，均稳居全国第一。

在持续的激烈竞争中，洪涛股份依靠技术、品牌、渠道积累脱颖而出，综合实力连续 8 年傲踞深圳装饰行业首位。是深圳市建筑装饰行业唯一蝉联“深圳知名品牌”称号的企业，同时也是深圳市建筑装饰行业唯一两获质量最高奖“深圳市质量管理奖”的企业。

洪涛股份还连续五年入选中国建筑装饰协会评比的“中国建筑装饰百强”企业前五名，蝉联全国十佳室内设计企业，为全国最佳酒店施工企业（仅三家）之一。

表 6: 中国装饰业百强前 5 名企业业务特征 (2009)

排名	公司名称	业务特征
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工, 建筑幕墙工程的制作和施工, 家具制作等; 江苏省内市场份额较强, 约占总收入的 60%; A 股上市公司。
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工; 浙江省内份额较强, 逐步向外扩展。
3	深圳市洪涛装饰股份有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工; 在剧场会堂类文化设施、国家政务场所、大堂装饰工程等高端公共建筑装饰具有较强优势; 产品覆盖全国市场。
4	中国建筑装饰工程有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工, 建筑幕墙工程的制作和施工; 产品覆盖全国市场; 控股股东中国建筑总公司能提供较强资源支持。
5	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	主要从事公共装饰工程的设计及施工, 建筑幕墙工程的制作和施工; 在机场装饰工程细分市场优势明显; 产品覆盖全国市场。

资料来源: 装饰业协会, 国信证券经济研究所整理

目前, 洪涛股份虽然在百强排名上暂时落后于前四家公司, 但在国内顶级建筑装饰工程的竞争方面, 几乎没有公司能与之抗衡。公司在高端品牌打造、高端人才储备, 以及经营渠道构建方面, 于业内已首屈一指, 可谓当今中国建筑装饰行业的一条“潜龙”。

表 7: 中国装饰行业百强企业前五名中, 唯有洪涛股份在四大盛会工程中全部中标

排名	公司名称	奥运会	亚运会	世博会	大运会
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	✓		✓	
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	✓		✓	
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	✓		✓	✓
4	中国建筑装饰工程公司	✓		✓	
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	✓	✓	✓	✓

资料来源: 各公司网站, 国信证券经济研究所整理

注: 标注“✓”代表

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独占鳌头。

表 8: 装饰业细分领域项目设计施工难易度分析

类别	难易度	特征描述	洪涛股份市场定位
剧院会堂类	★★★★★	牵涉声学、光学、机械舞台、等多专业, 新型材料多, 造型复杂、工艺性强, 施工难度高、地域性和文化性强、政治性强、影响力巨大, 当地具有唯一性	品牌优势第一, IPO 前后均为聚焦领域
国家政务场所 (含国宾馆) 类	★★★★★	对功能、艺术、安全、质量、工期等的设计和施工要求极高, 难度大, 影响力大、政治性强, 具有标志意义和唯一性	品牌优势业内第一, IPO 前后均为聚焦领域
建筑物大堂	★★★★☆	是一座建筑的灵魂, 设计和施工难度高, 材料复杂, 艺术性要求高, 文化内涵丰富, 质量精细、使用寿命长	品牌优势业内第一, IPO 前后均为聚焦领域
五星级酒店	★★★★☆	设计和施工要求高, 材料复杂, 艺术性要求高, 国际化程度高, 当地具有标志意义	品牌优势业内前三, IPO 前后均为聚焦领域
四星级酒店	★★★★	设计和施工要求较高, 材料较复杂, 艺术性要求较高	IPO 后重点进军领域
商业地产之会所	★★★★	设计和施工要求较高, 材料较复杂, 艺术性要求较高, 成本取决于档次	IPO 后重点进军领域
高档写字楼	★★★★	设计和施工要求较高, 材料较复杂, 艺术性要求较高, 在当地有一定影响	IPO 后重点进军领域
机场车站	★★★★	设计和施工要求较高, 材料较复杂, 对功能、安全性要求较高, 具有标志意义和唯一性	IPO 后重点进军领域
医院文教设施	★★★★	设计和施工要求较高, 材料较复杂, 功能和专业性要求较高, 具有标志意义	IPO 后重点进军领域
精装修公寓	★★★	对舒适性要求较高, 个性化要求高	IPO 工厂化项目投产, 适度进军领域
SHOPPING MALL	★★★	设计和施工要求较高, 材料较复杂, 对功能、安全性要求较高	IPO 工厂化项目投产, 适度进军领域
三星级以下酒店	★★☆	对功能要求较高	不考虑进入
普通写字楼	★★	对功能有一定要求	不考虑进入
家庭装修	★★	强调功能和舒适性, 个性化要求高	不考虑进入

资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

注: ☆代表半星, 项目星级越高代表项目难度越大, 最高

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

洪涛股份完成了以人民大会堂国宴厅为代表的高档国家政务场所类工程 12 项，完成同类工程数量业内第一。

表 9: 行业前五公司中，洪涛股份承接的国家政务场所装饰工程最多

行业排名	公司名称	所承接国家政务场所工程
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	国家财政部、人事部、人民大会堂江苏厅、国家质检技术监督检验检疫总局、国家食品药品监督管理局
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	人民大会堂浙江厅
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	最高人民法院、国家环保局
4	中国建筑装饰工程有限公司	外交部、中央纪律检查委员会
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	人民大会堂(国宴厅、河南厅、甘肃厅)、钓鱼台国宾馆芳菲苑、中共中央对外联络部、最高人民检察院、中国银监会、国家商务部、国家质量技术监督检验检疫总局、国家电力部大厦、中国人民解放军总政治部、国务院国管局友谊宾馆、全国人大常委会办公楼

资料来源：各公司网站，国信证券经济研究所整理

表 10: 洪涛股份代表性剧院会堂类工程

序号	项目名称	获奖情况	备注
1	上海大剧院	全国建筑工程装饰奖、改革开放 20 周年成就展金奖	美国 STUDIOS ARCHITECTURE & TEAM7 INTERNATIONAL INC 设计
2	上海东方艺术中心	中国建筑工程鲁班奖、全国建筑工程装饰奖	法国保罗·安德鲁建筑师事务所设计、上海十大时尚地标
3	东莞玉兰大剧院	中国建筑工程鲁班奖、全国建筑工程装饰奖	加拿大卡洛斯·奥特设计、2006 年中国新年音乐会举办地
4	东莞人民大会堂	全国建筑工程装饰奖、全国科技示范工程	东莞市中心区标志性建筑
5	中央电视台新址总部大楼	待评项目	中央电视台新址总部大楼被《时代》周刊评为全球 2007 年十大建筑奇迹；荷兰大都会设计事务所设计；2008 奥运重点项目
6	广州歌剧院	中国室内设计大奖赛一等奖	英国扎哈·哈迪德建筑事务所设计
7	武汉琴台大剧院	中国建筑工程鲁班奖、中国第二届文化产业博览会金奖	世界占地面积最大的文化艺术殿堂
8	广州白云国际会议中心	世界建筑节最佳公共建筑奖、国家优质工程银质奖、全国建筑工程装饰奖	华南地区最大的综合性会议设施
9	深圳保利剧院	全国建筑工程装饰奖	2008 年中国新年音乐会主办地
10	嘉兴大剧院	全国建筑工程装饰奖	嘉兴市标志性建筑
11	深圳龙岗文化中心	全国建筑工程装饰奖	深圳文化立市的重点建设项目
12	深圳市文化中心	全国建筑工程装饰奖	日本矶崎新建筑师事务所设计
13	东莞歌剧院	亚太区室内设计大奖赛优秀奖	东莞市标志性文化设施
14	萧山歌剧院	亚太区室内设计大奖赛优秀奖	萧山标志性文化设施
15	云南曲靖会堂	国家优质工程银质奖	曲靖市重点建设项目
16	武汉琴台音乐厅	中国第四届文化产业博览会金奖	湖北省重点建设项目
17	内蒙古蒙元文化苑	世界规模最大的蒙元文化中心	锡林浩特重点建设项目
18	苏州科技文化艺术中心	新项目待评	法国保罗·安德鲁建筑师事务所设计、金鸡百花电影节终身基地
19	无锡灵山梵宫	中国建筑工程鲁班奖	现今世界最豪华佛教建筑
20	河南艺术中心	中国建筑工程鲁班奖	河南省“十一五”重点建设项目

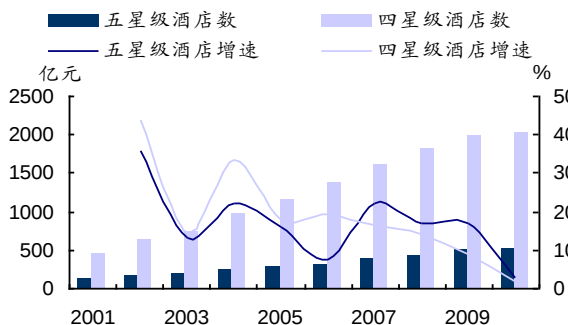
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

从洪涛股份营收结构拆分来看，持续专注于高端市场，是其盈利能力不断提升的主要原因。洪涛股份擅长的剧院、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。

五星级酒店：仍处于高速发展期

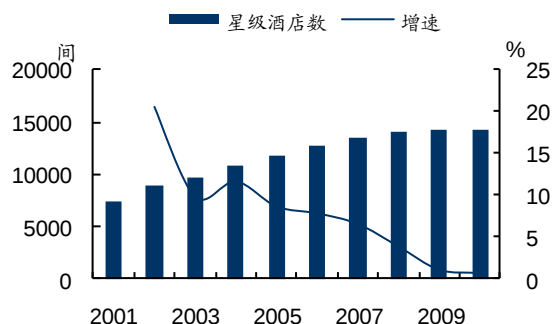
国内星级酒店从 01 年开始，经历了一个十年的高速增长期，从新增酒店的供给情况看，四星级以上酒店的供给增长远高于星级酒店的平均增长，基本上，目前这一趋势仍在延续，因此高档酒店（四星以上）有望持续表现出超预期的景气。

图 9: 五星级酒店数量及增速



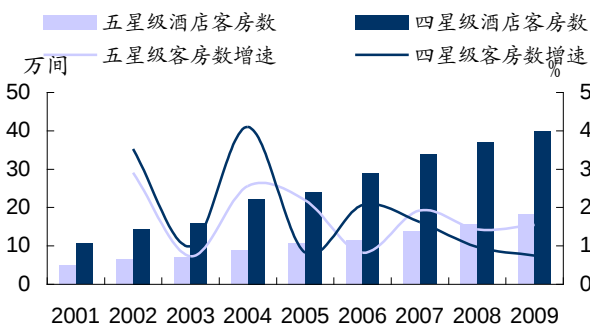
资料来源: 国家旅游局, 国信证券经济研究所整理

图 10: 星级酒店数量及增速



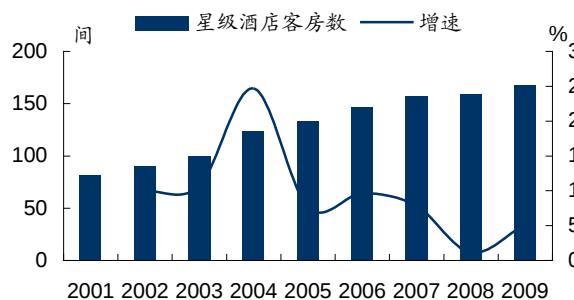
资料来源: 国家旅游局, 国信证券经济研究所整理

图 11: 国内四星和五星酒店客户数



资料来源: 国家旅游局, 国信证券经济研究所整理

图 12: 星级酒店客房数增速



资料来源: 国家旅游局, 国信证券经济研究所整理

根据成熟市场的经验(美国), 豪华型(日均房价 150 美元以上)和高档酒店(日均房价 115 美元以上)的客房数量占酒店总数的 15% 左右, 这两个价位的酒店相当于国内五星级酒店, 而目前国内五星级酒店客房数占星级酒店的比例为大约为 10%。因此五星级酒店未来的市场份额仍有进一步提升的空间。

表 11: 主要国际顶尖酒店在中国的开店计划

酒店品牌	全球连锁 (单位:家)	中国连锁 (单位:家)	近期在中国的开店计划
喜达屋(美国)	1221	102	2011 年中到 2014 年在大中华区新开约 51 家酒店
希尔顿(美国)	>3750	23	2012 年将有 21 家新酒店投入运营; 已有 70 多家酒店正在建设之中, 预计在 2015 年前会全部开业。
万豪(美国)	>3400	58	有 30 家酒店处在建设之中; 计划到 2014 年在中国的开业酒店数量增加至 100 家。
洲际集团(美国)	>4400	150	未来五年中国内地及港澳台地区总计将有 450 家品牌酒店投入运营
最佳西方(美国)	>4200	17	>1
雅高(法国)	4195	110	计划 2013 年前在华新开 50 家酒店
香格里拉(马来)	72	34	未来 5 年内将新增至少 20 家
温德姆(美国)	>7200	120	>70
悦榕(新加坡)	18	5	11-12 年每年新开 2 家, 13-14 年每年新开 3 家
凯悦(美国)	451	14	预计 2012 年将运营 9 家以上新酒店
合计			623

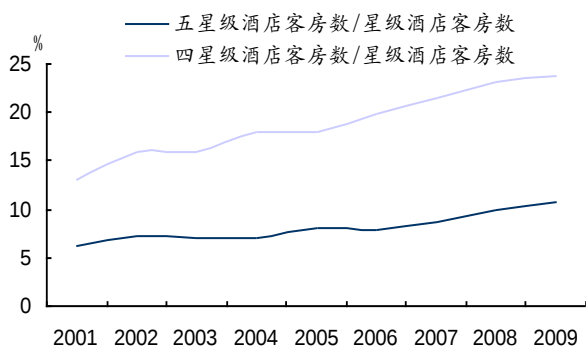
资料来源: 各公司网站, 国信证券经济研究所整理

我们统计了主要国际酒店在国内的开店计划，据我们的不完全统计，包括喜达屋、希尔顿、万豪等在内的主要十个品牌的国际高端酒店公司计划在未来 5 年将在国内开设不少于 623 家店。

而从入住率来说，目前国内五星酒店的平均入住率在 65% 左右，一般认为高档酒店入住率高于 60% 即可以赢利，因此目前国内五星酒店赢利情况尚好。

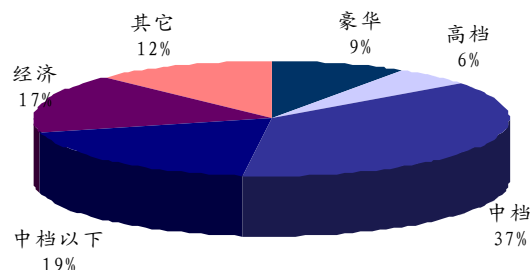
我们认为，国内当前的五星酒店高度景气可归结于三个原因，首先是中国目前的收入水平（城镇居民可支配收入）达到 3000 美元左右的分水岭，消费能力和消费意愿较强所致。从我们在装饰企业调研的情况来看，消费升级带来的典型消费——旅游业仍然较为景气，由此旅游地产的兴盛，从而引发新一轮的高档酒店投资热。其次是地方政府出于土地增值考虑对高档酒店项目较为渴求，再次是地产开发商目前盈利状况仍然较好，出于提升其整个开发项目档次的需要，也乐于投资酒店项目。

图 13: 国内四星和五星酒店比例



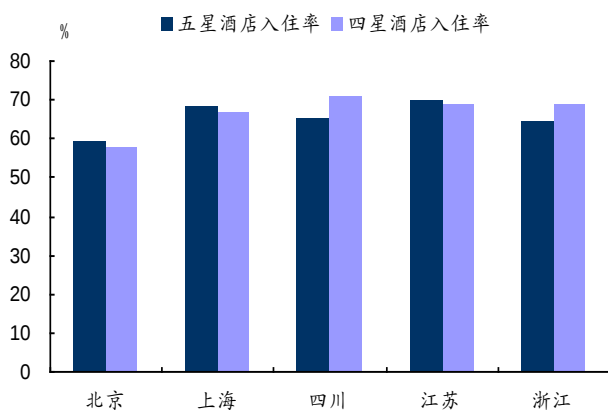
资料来源：国家旅游局，国信证券经济研究所整理

图 14: 美国高档酒店比例



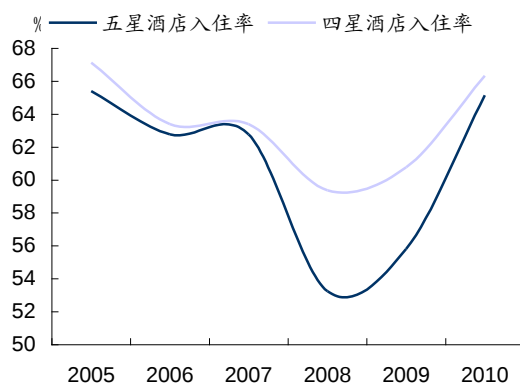
资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图 15: 国内四星和五星酒店入住率 (2010)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 16: 美国酒店入住率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

而从存量市场来看，从图 10 我们可以看出，2003 年以前五星酒店经历了一个高速的发展期，而根据其 5-7 年的更新周期，目前已进入重装期，因此存量市场目前也较为景气。

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，位列行业第一。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。

我们预计公司 2011 年可完成 30(存量加增量)个五星级酒店的装修，按照 3 千万左右的平均合同规模，单是五星酒店可贡献 9 个亿左右的营业收入。

表 12: 洪涛股份与国际顶尖酒店集团合作的项目

序号	酒店集团简介	洪涛股份参与设计、施工的项目
1	洲际酒店集团 ，目前在全球近 100 个国家及地区拥有并管理 3600 多家酒店，拥有洲际、皇冠假日、假日、快捷假日等酒店品牌	厦门磐基皇冠假日酒店、烟台南山皇冠假日酒店、广州翡翠皇冠假日酒店、辽宁方圆洲际酒店、青岛海尔洲际酒店、大连皇冠假日酒店、湛江皇冠假日酒店、常熟中江广场皇冠假日酒店、上海古井假日酒店、深圳富苑皇冠假日酒店、合肥古井假日酒店、三亚洲际酒店
2	万豪国际集团 ，拥有 18 个著名酒店品牌，在全球经营的酒店超过 2700 家，拥有万豪酒店、丽思卡尔顿酒店、万丽酒店、万怡酒店等酒店品牌	北京丽思卡尔顿&JW 万豪酒店、北京荷华万豪大酒店、天津滨江万丽酒店、大连万丽酒店、武汉光明万丽酒店、上海东方万怡酒店、杭州 JW 万豪酒店
3	法国雅高集团 ，拥有超过 217 家酒店，拥有索菲特、诺富特、美居、宜必思、Formule1 等酒店品牌	东莞御景湾索菲特酒店、成都索菲特万达酒店、郑州索菲特酒店
4	凯宾斯基酒店 ，欧洲最古老的豪华酒店管理公司，有 55 处以上的豪华酒店，遍布欧洲、中东、非洲、亚洲和南美	深圳凯宾斯基酒店、苏州金鸡湖凯宾斯基酒店
5	温德姆酒店集团 ，在全球范围内拥有超过 6,400 家特许经营的酒店和 535,000 间酒店客房，拥有华美达、戴斯、豪生、速 8 等酒店品牌	广州嘉鸿华美达酒店、宁波华侨豪生酒店、海南三亚豪生度假酒店、哈尔滨戴斯酒店、上海正地戴斯酒店
6	喜达屋饭店及度假村国际集团 ，原名为喜达屋住宿设施投资公司/喜达屋膳宿公司，拥有圣·瑞吉斯、至尊金选、艾美、喜来登、福朋司等酒店品牌	长沙运达喜来登酒店、金融街惠州喜来登大酒店、海南喜来登福朋酒店、厦门艾美酒店、济南喜来登酒店、海南万宁喜来登酒店、宁波环球威斯汀酒店、江苏太仓宝龙喜来登酒店
7	香格里拉集团 ，旗下酒店遍布在亚洲和中东地区的主要城市以及大部分度假胜地	深圳香格里拉大酒店
8	希尔顿饭店 ，旗下有 Hilton、Scandic 和 Conrad 等品牌	贵阳希尔顿酒店
9	美国凯悦饭店管理公司 ，旗下主要有凯悦、君悦、柏悦、霍桑、艾美丽、山姆菲尔德等品牌	宁波柏悦酒店
10	香港中旅维景酒店管理公司	杭州维景国际酒店、珠海海泉湾维景酒店
11	瑞士来福士酒店管理公司	北京来福士酒店

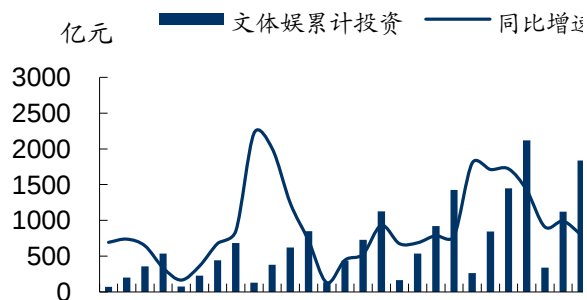
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

文化中心：迎来建设高峰

目前文体娱的固定资产投资增速维持在 20% 左右，位于正常区间内。从过去五年的统计数据看，每年新增的文化馆（大剧院归入文化馆的统计）数量平均值在 60 座以上，近两年新增的文化馆数量在 40 座以上，而每个场馆大堂的装修一般都是一个标段，合同规模在 5000 万以上，则文化场馆大堂市场容量在 20 亿以上。

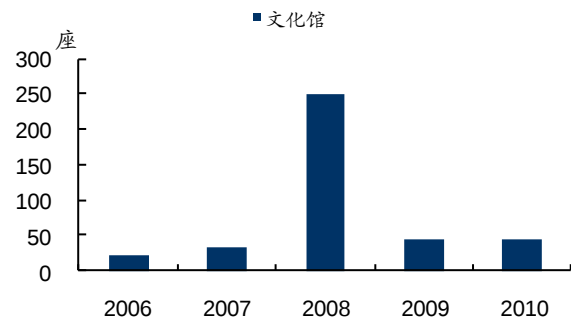
根据我们的统计，目前在建并且将于 11-13 年竣工的大剧院、文化中心有超过 60 座，公司的销售团队对这些项目都进行了跟踪接触，如果按照每年完成 15 个左右的剧院大堂，至少可以为公司贡献 7.5 亿左右的营业收入。

图 17: 文体娱 FAI 及增速 (2010)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 18: 近年新增文化馆数量



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所整理

表 13: 拟建和在建的大剧院文化中心

编号	位置 省	市	名称	竣工时间	建面 万平方米	总投 亿元
1	山东	济南	济南大剧院	2013 年 4 月	43.0	50
2	安徽	芜湖	美丽华大剧院	2011 年底	6.1	1.78
3	重庆	重庆	涪陵大剧院	2011 年 10 月	3.6	1.7
4	黑龙江	哈尔滨	哈尔滨大剧院	2013 年 7 月底	7.9	1
5	山东	德州	德州大剧院	2012 年	3.7	4
6	重庆	重庆	江南大剧院	2013 年 5 月	9.8	7.8
7	上海	上海	嘉定·保利大剧院	2013 年底	5.0	7
8	吉林	长春	净月潭保利大剧院	2013 年 10 月	5.0	6
9	湖北	潜江	曹禺大剧院	2012 年	1.6	0.3
10	广西	桂林	桂林大剧院	2013 年初	1.9	
11	福建	莆田	莆仙大剧院	2012 年初	3.1	2.6
12	四川	峨眉山	峨眉山金顶大剧院			1
13	辽宁	凌源市	凌源市大剧院	2013 年	0.6	
14	安徽	巢湖	巢湖影剧院		2.1	1
15	江苏	无锡	无锡大剧院	2011 年底	7.0	10
16	湖南	株洲	神农大剧院	2013 年	5.4	0.5
17	宁夏	银川	银川剧场	2012 年底	3.2	
18	四川	攀枝花	攀枝花大剧院		2.3	2
19	河北	保定	关汉卿大剧院	2013 年	5.3	5.8
20	山西	太原	山西大剧院	2011 年 7 月	7.3	7.3
21	山西	大同	大同大剧院	2012 年底	3.0	3.26
22	甘肃	金昌	金昌大剧院	2012 年底	2.3	1.58
23	四川	泸州	泸州大剧院	2014 年	18.0	1
24	山东	东营	水城雪莲大剧院	2014 年	4.5	2.15
25	湖南	韶山	东方红大剧院		0.6	1
26	湖北	黄冈	黄梅戏大剧院	2013 年	3.2	1.5
27	上海	上海	普陀大剧院	2012 年底	2.4	1.6
28	广东	珠海	珠海歌剧院	2014 年	4.3	10
29	江西	萍乡	安源大剧院		2.1	1.89
30	辽宁	抚顺	抚顺剧院	2011 年 10 月	2.0	2.2
31	江苏	淮安	淮安大剧院	2011 年 8 月	2.3	4
32	湖北	十堰	十堰大剧院	2014 年	2.5	3
33	江苏	南京	江苏大剧院		13.0	20
34	江西	景德镇	瓷都文化剧场	2011 年底	0.2	0.8
35	福建	泉州	泉州木偶剧院	2011 年底	0.5	0.25
36	四川	成都	四川话剧大剧院			
37	海南	海口	儿童剧院	2011 年底	4.5	1.2

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

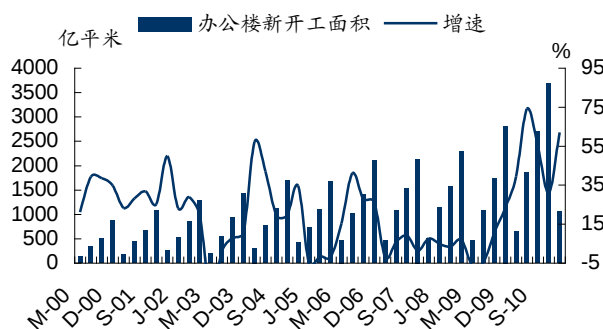
38	湖南	长沙	梅溪湖国际文化艺术中	2013 年	47.0	5.4
39	内蒙古	包头	国际会展中心	2011 年底	9.0	10
40	新疆	克拉玛依	市文体中心	2012 年底	19.7	5.2
41	天津	天津	文化中心	2012 年 5 月	53.0	52.26
42	河北	唐山	唐山文化会展广场		15.5	127.8
43	辽宁	沈阳	沈阳文化艺术中心	2013 年	8.5	5
44	云南	昆明	云南文化艺术中心	2013 年	4.8	4
45	山东	滨州	“水之印”滨州市文化	2011 年 11 月	6.5	7
46	山东	淄博	淄博市文化中心	2013 年	20.0	
47	山东	潍坊	潍坊市文化艺术中心	2011 年底	31.9	2
48	四川	广元	广元市文化艺术中心	2011 年 7 月	3.8	1.6
49	江苏	南京	青奥文化城	2014 年	4.4	32
50	湖北	恩施	州文化中心	2013 年	7.0	6.5
51	上海	上海	上海建筑文化中心		0.5	
52	江苏	宜兴	宜兴市文化中心	2013 年	17.3	15
53	山东	淄博	市文化中心	2013 年	20.0	
54	辽宁	葫芦岛	葫芦岛市体育·文化中心	2012 年	12.7	3.5
55	浙江	宁波	江北区文化中心	2012 年	0.7	
56	山东	日照	莒州文化中心	2011 年底	4.2	1
57	陕西	渭南	渭南市文化艺术中心	2013 年	4.0	
58	山东	胶州	胶州市文化中心	2011 年底	3.5	1.5
59	北京	北京	通州区文化中心	2012 年		1.7
60	山东	济南	省会文体艺术中心	2013 年	62.5	56.5
61	黑龙江	哈尔滨	群众文化中心	2016 年前	4.0	
62	黑龙江	哈尔滨	文化综合馆	2016 年前	3.0	
63	海南	文昌	体育文化中心	2013 年	7.0	5.4
64	山东	青岛	崂山区市民文化中心	2011 年底	6.5	2.9
65	陕西	关 中	经开区文化中心	2011 年 9 月	3.8	3.8
66	广东	佛山	高明区文化中心		3.0	2.0
67	浙江	富阳	富阳市文化中心	2012 年 10 月		3.9
68	合计				576.8	519.9

资料来源：各地方政府网站，国信证券经济研究所整理

写字楼、广场：受益商业地产的兴盛

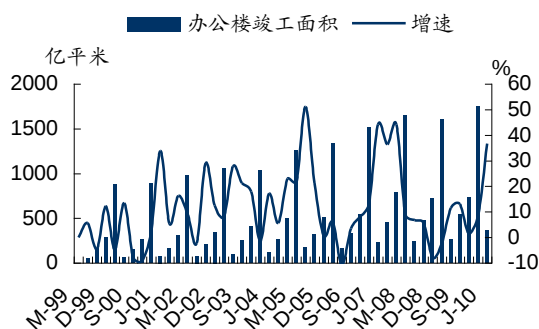
由于 09 年底以来写字楼和商业营业用房的新开工面积爆发式增长，按照 2 年左右的时滞，这些项目将在 12 年开始进入装修高峰，因此最好的时候尚未到来。

图 19：办公楼新开工面积增速



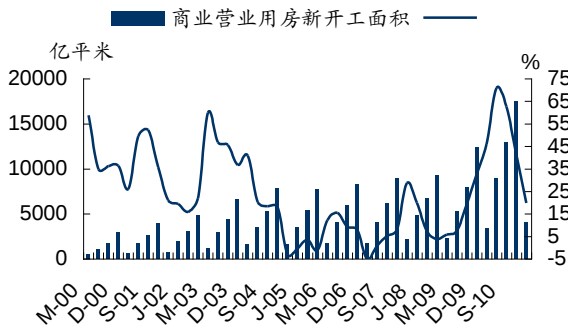
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 20：办公楼新竣工面积增速



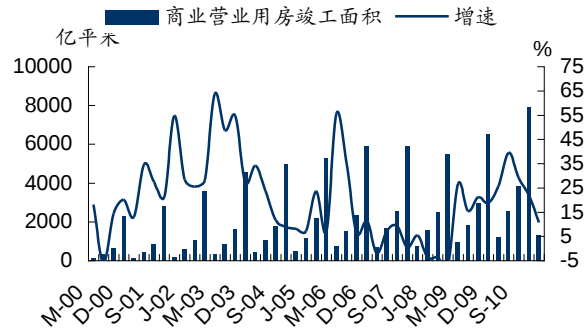
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 21: 商业营业用房新开工面积增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 22: 商业营业用房竣工面积增速

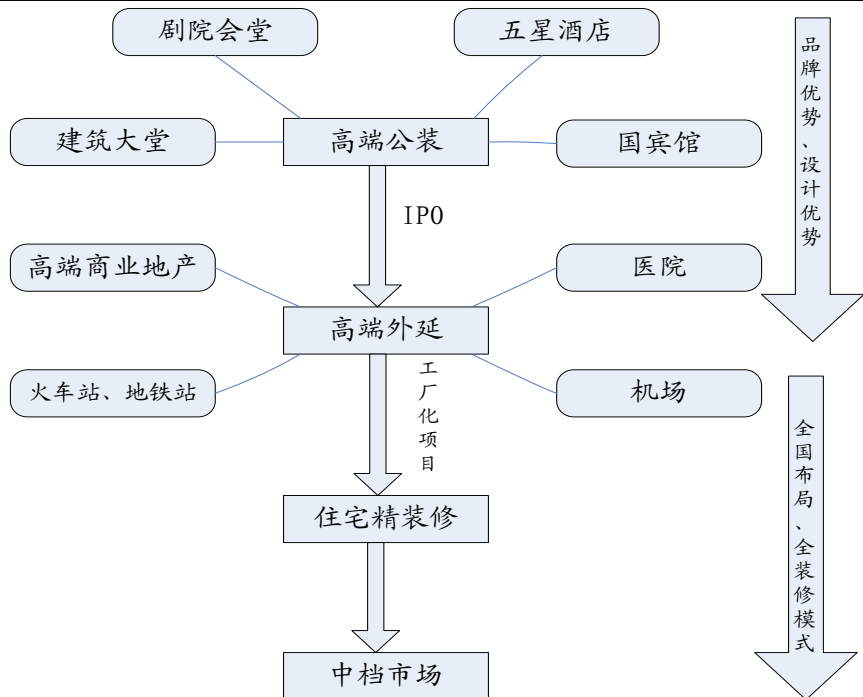


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

而公司在写字楼、广场会所等装修市场目前仍然集中在少数标志性建筑的装饰上，如成都华为、天津滨海等项目，单体合同规模均在 1 亿元以上，从公司过去的收入结构看，写字楼、广场等每个给公司贡献的收入与剧院会堂等相当，我们预计此项业务 10 年也可为公司贡献 7-8 亿的收入。

展望未来：乘渠道之风三阶段拓展业务空间

图 23: 洪涛业务拓展路径



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所归纳

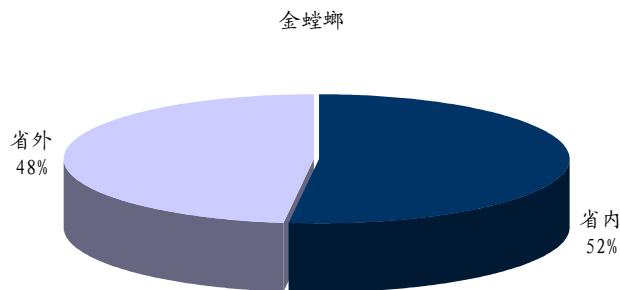
本质上，我们认为公共装饰行业因行业需求总量庞大，并非是高成长的行业，15%左右的增速在扣除价格因素的影响后，仅只是略高于 GDP 的增速，装饰上市公司

却往往表现出远高于行业的成长性，我们也一再强调，它们成长的驱动力更多的还是来自于市场集中度的提高。洪涛相较于其它装饰公司，除了借力 IPO 扩大细分领域的市场份额，还在于可以凭借自身在渠道建设、品牌方面的优势，实现先横后纵两个维度的业务领域的拓展。我们认为公司业务领域的拓展将经历三个阶段：第一阶段公共建筑的高端外延市场的横向拓展，如高档医院、机场、火车站等；第二阶段向住宅精装修市场的横向拓展；第三阶段向中高档市场的纵向拓展。

营销渠道全国布局完成

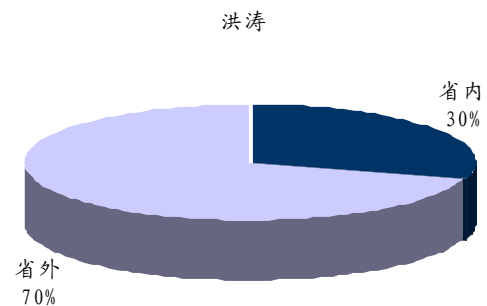
建筑装饰行业整体呈现较强的区域性特征，一般来说各省内大部分工程都由当地企业完成，而当地的企业也主要在省内开展业务。公司在几家装饰企业中，最早进行全国销售网络布局的企业，目前省外业务已占到公司 70%左右，而行业内排名第一的金螳螂过半的业务仍集中在省内。

图 24：金螳螂业务区域构成



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 25：洪涛业务区域构成



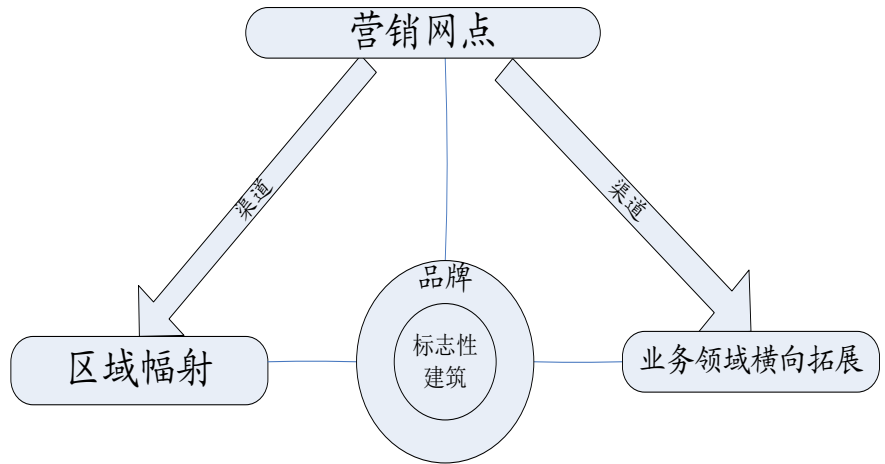
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

通过 IPO 解除渠道扩张的资金瓶颈后，公司通过“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。

IPO 以前，公司在全国范围内已有 12 个营销网点，覆盖了京沪穗等东部城市、重庆、贵阳等西部城市，IPO 以后，公司又利用超募资金升级了原有 12 个营销网点，同时，又新建了 19 个新的营销网点，目前，公司的营销网络已基本覆盖了全国主要地区。

洪涛股份领先的区域覆盖为渠道扩张蓄积了极强的爆发力。由于装饰行业产品具备较强的广告效应，装饰企业通过完成某地的高端标志性工程，即可迅速在当地建立品牌和市场影响力，这种影响力可帮助公司实现两个维度的扩张，一是向周边区域辐射，二是业务领域的横向扩张，若完成大剧院等不可复制（一般一个城市仅一到两座）且更新周期长（一般十五年以上）的大型标志性工程，其品牌地位将更为稳固。

图 26: 营销网点对洪涛业务拓展的重要性



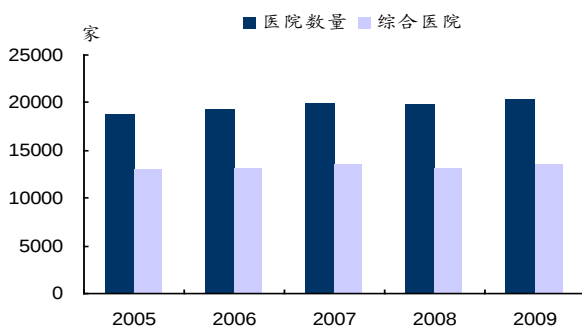
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所归纳

高档医院取得突破

目前公司已经开拓了高档医院这一细分市场, 公司深圳滨海医院装修合同对公司有里程碑意义, 项目工程体量大约在 1.5 万平米, 合同总金额 1.24 亿元。建筑工程领域是一个需要资历的市场, 甲方选择施工企业很重要的一个标准就是过去是否做过类似项目, 因此, 滨海医院装修项目对于洪涛来说, 是一个突破, 目前仅是深圳宝安、龙岗拟建的大型高档医院就有 6 家。

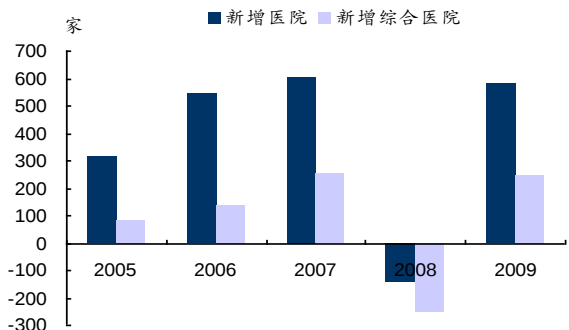
而统计数据显示, 目前每年新增医院 500 家以上, 其中综合医院 200 家左右, 如果假设其中 10% 属于高档医院, 则每年新增高档医院 20 家以上, 按照每家医院大堂 1 亿元的装修标准, 则市场容量在 20 亿以上。

图 27: 医院数量



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所整理

图 28: 每年新增医院数量



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所整理

楼盘整体装修: 依托工厂化项目切入

我们在装饰行业的专题报告中分析过楼盘整体装修是装饰行业中成长性最好的子行业, 市场对于洪涛股份迟迟不介入这一市场一直有所质疑, 我们认为, 公司介入楼盘整体装修仅是时间问题, 公司当前不介入楼盘整体装修是理性的选择, 由于相较于传统的公共装饰, 楼盘整体装修毛利率更低, 同时由于大量原材料采用甲供和甲指定的模式, 因此盈利难度更大, 对施工管理的要求更高, 同时, 由于楼盘整体装修产品容易复制, 部品部件的标准化批量生产更为容易, 因此工厂化项目对楼盘

整体装修影响更大，我们认为，一旦公司 IPO 募投的工厂化项目投产，公司将快速介入楼盘整体装修市场，公司目前的市场开发工作已在进行，公司已经成为雅居乐、富力等知名地产商的预约供应商，我们认为 2012 年开始，公司将以工厂化项目为契机，快速切入楼盘整体装修市场。

目前公司 GRG 项目已经投产，木制品项目预计三季度进入试产阶段，从效益来看，项目全面达产后，正常年份年销售收入 4.43 亿元，年营业利润 0.91 亿元。

表 14：洪涛股份部件工厂化产品利润测算

产品	产能	单位成本	总成本(万元)	单价	总收入(万元)	营业利润(万元)
成套组合木门	6.3 万套	1349.65 元/套	8502.80	1650 元/套	10,395	1,892
成套组合工艺门	3.5 万套	2900.09 元/套	10150.31	3200 元/套	11,200	1,050
高 柜	2 万米	1177.11 元/米	2354.22	1460 元/米	2,920	566
矮 柜	2 万米	929.55 元/米	1859.10	1150 元/米	2,300	441
饰面板	12 万 M2	282.95/ M2	3395.40	350/ M2	4,200	805
线 条	50 万米	40.38 元/米	2,019.00	50 元/米	2,500	481
GRG	9 万 M2	771.35 元/ M2	6,942.15	1200 元/ M2	10,800	3,858
合 计			35,222.98		44,315	9,092

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

股权激励尘埃落定

公司于 2010 年推出了限制性股票激励计划，最新公告显示，公司限制性股票的授予日已经确定为 2011 年 5 月 31 日，授予价格为 11.56 元，授予对象是包括总经理在内的 61 名公司高管及核心技术人才。

我们认为公司股权激励的对象基本涵盖了公司的核心人物，行权价格较好合理，对管理层的激励作用明显，市场一直对公司表现出的成长性不甚满意，我们认为，伴随股权激励的完成，公司工厂化项目的投产，营销渠道的完善，公司有动力也有实力表现出更好的成长性。

表 15：限制性股票激励计划

授予日	2011 年 5 月 30 日
行权价	11.56 元
授予条件	2010 年扣除非经常性损益后的净利润增长不低于 2009 年扣除非经常性损益后净利润的 35%
股票来源	非公开发行
激励人数	61 人
股票数量	546 万股

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 16：股权激励对公司费用的影响

年份	2011	2012	2013	2014	合计
按年摊销的费用(万元)	1567.36	1880.83	902.02	255.9	4606.11
摊薄 EPS	0.07	0.08	0.04	0.01	0.20

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：高成长仍处于起始阶段

基本假设

根据对公司基本面的分析，我们假设公司 2011-2013 年的营业收入同比增长 70.0%、57.0%和 45.4%，我们假设公司费用率基本保持不变，根据这些假设，我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.72、1.12 和 1.69 元。

由于行业发展趋势明确，公司在 10 年的表现低于市场预期导致了较小基数，而随着公司渠道建设的完善、募投项目的投产以及新业务领域的开拓，我们认为公司未来 3 年复合增长将超过 50%，5 年复合增长率有望超过 30%。

核心判断的主要风险

- 1、募投项目未能如期达产；
- 2、项目消化能力不能与营销匹配；

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	803	737	686	633	营业收入	1508	2565	4025	6086
应收款项	708	1195	1875	2835	营业成本	1270	2162	3392	5127
存货净额	10	34	50	80	营业税金及附加	51	87	136	206
其他流动资产	44	47	77	114	销售费用	20	32	48	73
流动资产合计	1564	2013	2688	3662	管理费用	39	68	104	154
固定资产	77	110	95	72	财务费用	(9)	(13)	(12)	(11)
无形资产及其他	27	43	42	40	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(15)	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1680	2177	2836	3785	营业利润	122	214	341	522
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	397	614	964	1458	利润总额	124	214	341	522
其他流动负债	170	221	347	525	所得税费用	27	48	80	128
流动负债合计	567	836	1311	1983	少数股东损益	0	0	3	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	97	166	258	388
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	567	836	1311	1983		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	3	9	净利润	97	166	258	388
股东权益	1114	1342	1522	1794	资产减值准备	7	0	(1)	(3)
负债和股东权益总计	1680	2177	2836	3785	折旧摊销	3	8	12	12
					公允价值变动损失	15	15	15	15
					财务费用	(9)	(13)	(12)	(11)
					营运资本变动	(163)	(245)	(251)	(358)
					其它	(7)	(0)	3	9
					经营活动现金流	(48)	(56)	36	64
					资本开支	(22)	(71)	(10)	0
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(22)	(71)	(10)	0
					权益性融资	0	112	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(13)	(50)	(77)	(117)
					其它融资现金流	(56)	0	0	0
					融资活动现金流	(82)	62	(77)	(117)
					现金净变动	(152)	(65)	(51)	(53)
					货币资金的期初余额	955	803	737	686
					货币资金的期末余额	803	737	686	633
					企业自由现金流	(82)	(141)	13	52
					权益自由现金流	(138)	(131)	23	60

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.65	0.72	1.12	1.69
每股红利	0.09	0.22	0.34	0.51
每股净资产	7.42	5.82	6.60	7.78
ROIC	9%	14%	22%	31%
ROE	9%	12%	17%	22%
毛利率	16%	16%	16%	16%
EBIT Margin	9%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	9%	9%	9%	9%
收入增长	15%	70%	57%	51%
净利润增长率	40%	71%	55%	51%
资产负债率	34%	38%	46%	53%
息率	0.4%	1.5%	2.4%	3.6%
P/E	33.5	30.1	19.4	12.8
P/B	2.9	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	29.0	26.0	17.7	12.9

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215	汽车及零配件		黄道立	0755- 82133397
商业贸易		钢铁及新材料		医药	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	0755-82131528	基础化工		秦 波	010-66026317
机械		刘旭明	010-66025272	郭 莹	010-88005303
郑 武	0755- 82130422	张栋梁	0755-82130532	有色金属	
陈 玲	0755-82130646	罗 洋	0755-82150633	贺平鸽	0755-82133396
杨 森	0755-82133343	吴琳琳	0755-82130833-1867	丁 丹	0755- 82139908
后立尧	010-88005327	梁 丹	0755- 82134323	杜佐远	0755-82130473
电力设备与新能源		传媒		谭权胜	0755-82136019
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163	胡博新	0755-82133263
张 弢	010-88005311	非银行金融		刘 勃	0755-82130833-1845
电力与公用事业		邵子钦	0755- 82130468	通信	
徐颖真	021-60875162	田 良	0755-82130513	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	童成敦	0755-82130513	计算机	
造纸		家电		段迎晟	0755- 82130761
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	欧阳仕华	0755-82151833
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	农业	
电子元器件		纺织服装		张 如	021-60933151
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	食品饮料	
高耀华	0755-82130771	旅游		黄 茂	0755-82138922
建材		曾 光	0755-82150809	研究支持	
郑 东	010- 66025270	新兴产业		沈 瑞	0755-82132998
马 彦	010-88005304	陈 健	010-66022025	雷 达	0755-82132098
建筑		李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
邱 波	0755-82133390	基金评价与研究		王越明	0755-82130478
刘 萍	0755-82130678	杨 涛	0755-82133339	量化投资策略	
数量化投资产品		康 亢	010-66026337	葛新元	0755-82133332
焦 健	0755-82133928	刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155
阳 瑾	0755-82133538	李 腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326
周 琦	0755-82133568	刘 洋	0755-82150566	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	潘小果	0755-82130843	毛 甜	021-60933154
量化交易策略与技术		数据与系统支持		李荣兴	021-60933165
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174	数量化投资产品	
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090	焦 健	0755-82133928
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165	阳 瑾	0755-82133538
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397	周 琦	0755-82133568
		袁 剑	0755-82139918	邓 岳	0755- 82150533

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	