

洪涛股份

14年业绩有望继续保持快速增长

公司盈利逐步提升，后期有望加速回款

公司 2013 年 1-9 月综合毛利率由去年同期的 16.45% 提升至 17.99%；净利率由 6.45% 提升至 7.41%，均创出历史新高。前三季度公司收现比小幅回落至 63.75%，但随着公司管理水平不断提升以及后期回款力度加大，我们预计在年底项目结算高峰期间公司现金回笼状况有望逐步改善。

商业地产投资继续平稳增长，增发融资有望解决公司资金瓶颈

1-10 月份我国商业地产投资总额为 1.31 万亿元，同比增长 29.57%，继续保持良好上行态势。我们认为 14Q1 装饰板块业绩或有望超市场预期，对经历估值下移而蛰伏近一年股价而言，或有望重新复制今年 4-5 月走势。同时公司启动增发预案，有望解决资金瓶颈问题，支撑后期业绩持续增长。

2014 年装饰板块估值或仍将承压

2013 年装饰板块表现低迷主要原因来自于行业估值水平下移，展望 2014 年我们认为，高端星级酒店盈利水平趋弱或将影响后期投资规模及进度；实际利率水平上行或将对未来商业地产投资规模及装饰行业回款造成挑战；而各公司内生增速水平不断下滑也将使行业估值继续承压。

估值：调整目标价，上调评级至“买入”

我们维持公司 2013-2015 年 EPS 预测为 0.43/0.60/0.82 元，考虑到未来装饰行业整体估值中枢下移，我们给予公司 2013 年 27XPE（原目标价对应 2013 年 30XPE），得出目标价 11.61 元（原 13 元）。随着后期业绩持续增长，我们认为公司股价仍有上行空间，上调评级至“买入”（原“中性”）。

Equities

中国	
住宅建筑	
12个月评级	买入
	之前: 中性
12个月目标价	Rmb11.61
	之前: Rmb13.00
股价	Rmb9.40
路透代码: 002325.SZ	彭博代码 002325 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb14.23-8.38
市值	Rmb6.49 十亿/US\$1.07 十亿
已发行股本	691 百万 (ORDA)
流通股比例	35%
日均成交量(千股)	7,060
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb68.6
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb1.83 十亿
市净率 (UBS, 12/13E)	3.6x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.43	0.43	-1.63	0.43
12/14E	0.60	0.60	-1.07	0.59
12/15E	0.82	0.82	0.31	0.81

于洋

分析师

S1460511090001

yang-y.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8844

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1,508	2,168	2,842	4,241	5,966	8,159	10,596	13,763
息税前利润(UBS)	114	166	267	384	542	748	979	1,271
净利润 (UBS)	96	136	204	300	419	577	754	979
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.14	0.19	0.29	0.43	0.60	0.82	1.07	1.39
每股股息 (Rmb)	0.03	0.05	0.04	0.06	0.09	0.12	0.16	0.21
净债务 / (现金)	803	732	441	764	824	923	1,139	1,416

盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	7.5	7.7	9.4	9.0	9.1	9.2	9.2	9.2
ROIC (EBIT) (%)	53.4	37.6	33.0	36.2	44.5	47.8	49.6	51.7
EV/EBITDA(core)x	31.7	26.2	20.1	13.7	9.8	7.1	5.2	3.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	49.6	39.8	30.7	22.1	15.8	11.5	8.8	6.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.2)	(2.0)	(4.0)	4.1	1.7	2.6	4.9	6.3
净股息收益率(%)	0.5	0.6	0.4	0.6	0.9	1.3	1.7	2.3

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2013 年 11 月 28 日 14 时 37 分的股价(Rmb9.40)得出。

投资主题

洪涛股份

投资理由

公司坚持走高端装饰市场路线，2013 年上半年公司承接了 30 项五星级酒店设计和施工，毛利率维持在 18% 高位，净利率达到 7.24%，创历史新高。公司设计能力突出，2012 年设计员工人均产值约为 28 万元，位居行业可比上市公司首位。

公司逐步加大全国性战略布局，完善营销渠道，13H1 华东地区收入占比已超过 40%，未来公司有望依托华南、华东双区域战略提升市占率。我们给予目标价 11.61 元（基于 2013 年 27XPPE）。

我们预测 2013-15 年 EPS 为 0.43/0.60/0.82 元，高于市场一致预期 0.92%/0.64%/1.52%

乐观情景

如果后期各投资主体继续加大高端酒店、大型商业综合体、写字楼等项目建设，则公司 2013 年装饰收入增速有望达到 80%，则我们对公司 2013 年 EPS 预测将达到 0.50 元，我们估算该情形下公司每股估值可能达到 13.50 元。

悲观情景

如果后期我国高端酒店、大型商业综合体、写字楼等项目建设进度放缓，则公司 2013 年装饰收入增速或将回落至 10%，则我们对公司 2013 年 EPS 预测将达到 0.35 元，我们估算该情形下公司每股估值可能为 8.75 元。

近期催化剂

公司在酒店、交通、商业地产等公装项目上订单大幅低于或超预期，将对股价造成影响。

如果后期增发进度低于预期，则将对股价造成负面影响。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb11.61

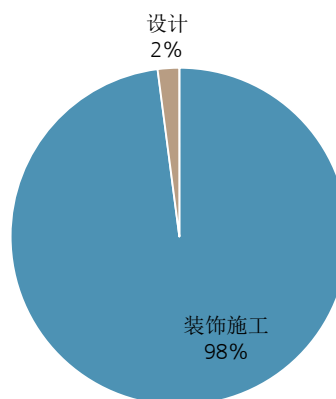
公司简介

洪涛股份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，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，先后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一大批标志性精品工程。“洪涛”品牌在业内享有较高的知名度和影响力，2010 年位列建筑装饰百强排名第五位。

行业展望

我们预计“十二五”末国内公共装饰行业市场规模将接近 2 万亿元，行业复合增长率为 12.6%，主要驱动力将来自于国内商业综合体和高端酒店快速增长。目前行业最大公司市场占有率仅为 0.53%，未来龙头装饰企业市占率有望保持持续上行趋势。

收入按业务分布，2012 (%)



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

各类业务的毛利

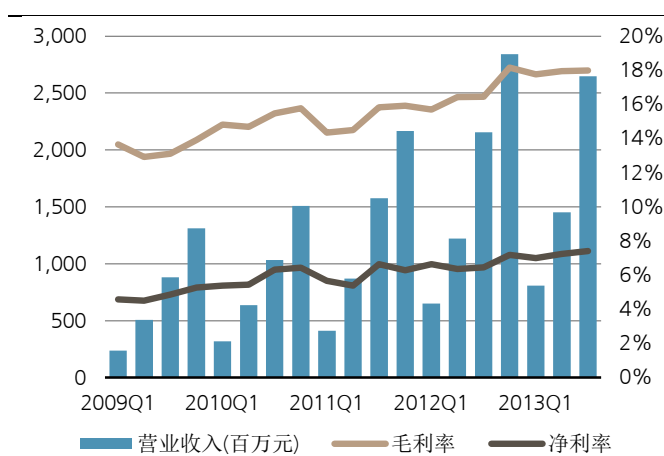
单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
装饰施工	227.85	334.87	506.02	734.13	1,033.62	1,395.38
设计	9.83	10.12	7.81	11.25	13.50	16.20
合计	237.68	344.99	513.83	745.37	1,047.11	1,411.58

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

公司盈利逐步提升，后期有望加速回款

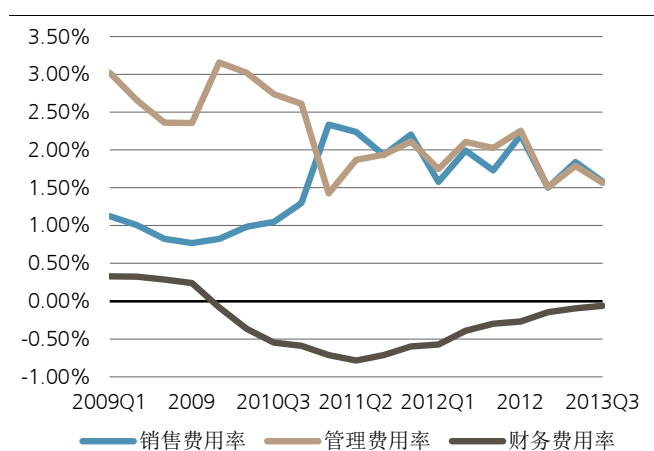
盈利水平稳步提升，现金流有望逐步改善。2013年1-9月公司综合毛利率由去年同期的16.45%提升至17.99%；净利率由6.45%提升至7.41%，均创出历史新高。我们认为公司盈利水平的提升主要得益于对期间费用控制，三项费用率由去年同期的3.46%降至3.08%，考虑到4季度订单结算影响，我们预计公司全年盈利水平仍有望继续保持上行态势。前三季度公司收现比小幅回落至63.75%，第三季度单季度收现比为59.08%，略低于历史同期水平，但随着公司管理水平不断提升以及后期回款力度加大，我们预计在年底项目结算高峰期间公司现金回笼状况有望逐步改善。

图片 1: 公司盈利水平稳步提升



来源: Wind, 瑞银证券估算

图片 2: 三项费用率呈下降趋势



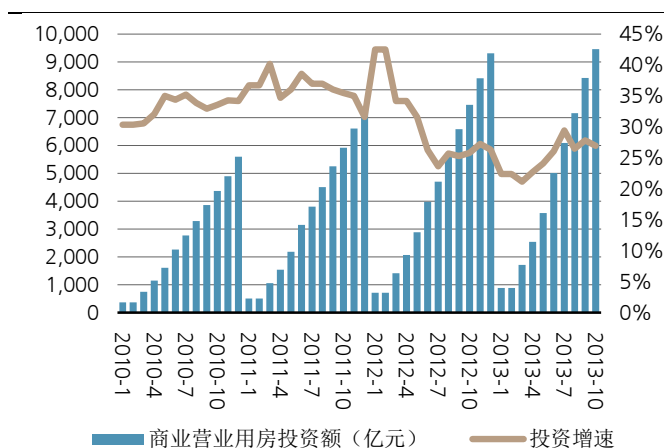
来源: Wind, 瑞银证券估算

业绩有望继续保持快速增长

商业地产投资依然保持稳健增长态势。1-10月份我国商业地产投资总额为1.31万亿元，同比增长29.57%，继续保持良好上行态势，其中办公楼累计投资额为3649亿元，同比增长36.89%，商业营业用房投资额为9468亿元，同比增长26.95%。根据商业地产投资和装饰企业收入拟合来看，商业地产投资一般会领先装饰企业收入2-3个季度，因此从目前商业地产投资情况来看，我们预计至1H14装饰企业业绩仍有望继续保持高速增长，考虑到目前主要装饰公司在手和跟踪订单情况，我们预计2014年全年装饰板块仍有望继续保持30%以上净利润增速。

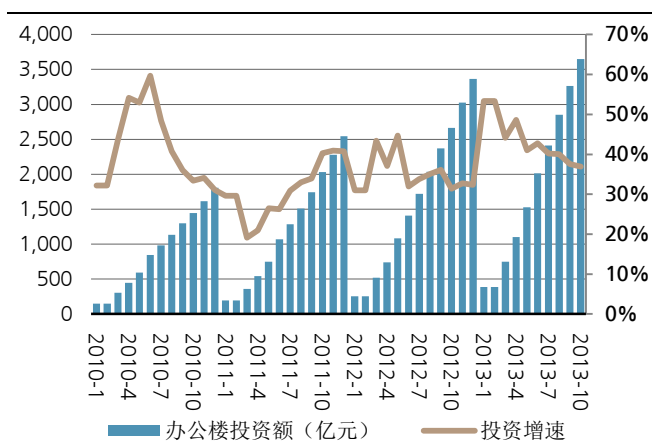
关注一季报行情。根据与商业地产投资数据拟合，我们预计装饰板块14Q1业绩增速有望达到35%-40%，考虑到13年板块业绩增速前低后高趋势，我们认为14Q1装饰板块业绩或有望超市场预期，对经历估值下移而蛰伏近一年股价而言，或有望重新复制今年4-5月走势，公司股价有上行空间，我们建议投资者关注公司明年一季报行情。

图片 3: 商业营业用房投资逐步提升



来源: CEIC, 瑞银证券估算

图片 4: 办公楼用房投资增速高于去年



来源: CEIC, 瑞银证券估算

短期多渠道融资, 有望解决公司资金瓶颈。公司于 2013 年 10 月份发出公告拟非公开发行 A 股, 以不低于 8.98 元/股定向增发不超过 9600 万股, 募集资金用于投资云浮洪涛装饰高新石材产业园、天津洪涛装饰产业园, 以及补充公司流动资金。2013 年 11 月 18 日, 公司 2013 年第一期短期融资券发行完毕, 募集资金总额 2 亿元。我们预计公司完成增发后将有效解决目前资金瓶颈, 保障后期业绩持续快速增长。

图片 5: A 股增发募集资金投向

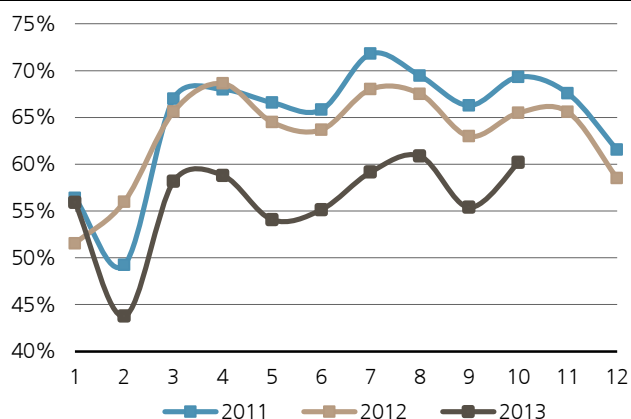
项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
广东云浮洪涛装饰高新石材产业园	37,550	36,000
天津市洪涛装饰产业园	28,000	28,000
补充流动资金	22,000	22,000
合计	87,550	86,000

来源: 公司公告

2014 年装饰板块估值仍有压力

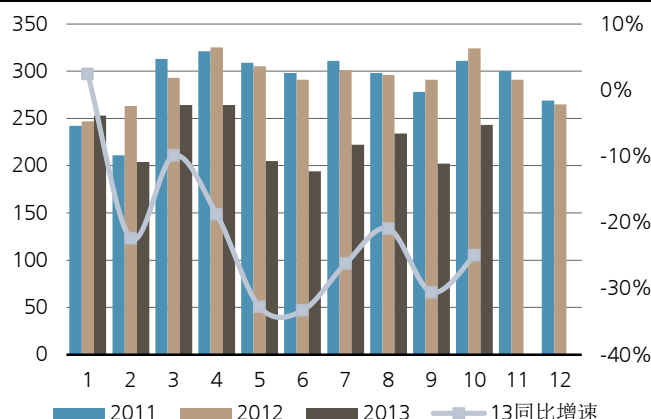
星级酒店盈利趋弱或将影响后期投资。从旅游饭店业协会数据来看, 受到宏观经济增速下滑影响, 2013 年星级酒店无论是出租率还是 RevPAR 值均呈现出明显下滑趋势。至 2013 年 10 月, 星级酒店出租率为 60.20%, 明显低于 2011、2012 年同期水平; RevPAR 值约为 243 元, 同比下滑 25%, 仍维持在较低水平。从未来两年趋势来看, 根据瑞银宏观团队预测, 2014 年和 2015 年我国 GDP 增速将分别为 7.8% 和 7.2%, 继续维持在相对较低水平, 而这也将对星级酒店盈利水平继续造成挑战。在此背景下, 我们认为星级酒店盈利水平趋弱或将制约未来中高端酒店项目投资规模及进度, 使部分工程项目投资周期拉长延长, 并拖累项目后端装饰企业订单增长, 造成装饰行业中高端酒店业务收入增速放缓。

图片 6: 星级酒店平均出租率继续下滑



来源: 中国旅游饭店业协会

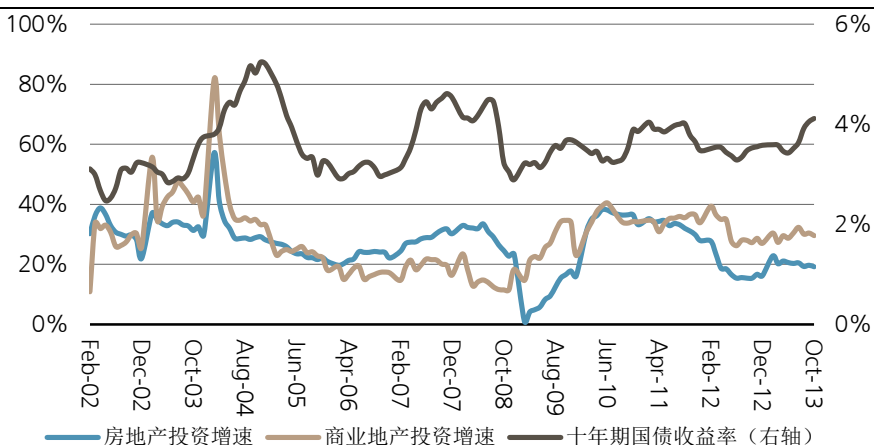
图片 7: 星级酒店 RevPAR 值持续下降 (元)



来源: 中国旅游饭店业协会

实际融资成本增加或将使商业地产投资增速放缓。近期国债收益率呈现出明显上行趋势, 其或将意味着未来社会实际融资成本逐步上行, 这将对高杠杆行业造成一定负面冲击。虽然装饰企业有息负债率较低, 但以地产开发商为主的下游客户资金成本上行或将使装饰企业应收款项在回款周期和进度上造成影响, 进而使装饰企业现金循环周期承压。而另一方面, 从历史趋势来看, **国债收益率与商业地产投资增速呈现出较为明显负相关关系**, 一旦未来实际利率上行趋势形成或将拉低后期商业地产投资增速水平, 造成装饰企业订单和收入增速水平放缓。

图片 8: 国债收益率与商业地产投资呈明显负相关

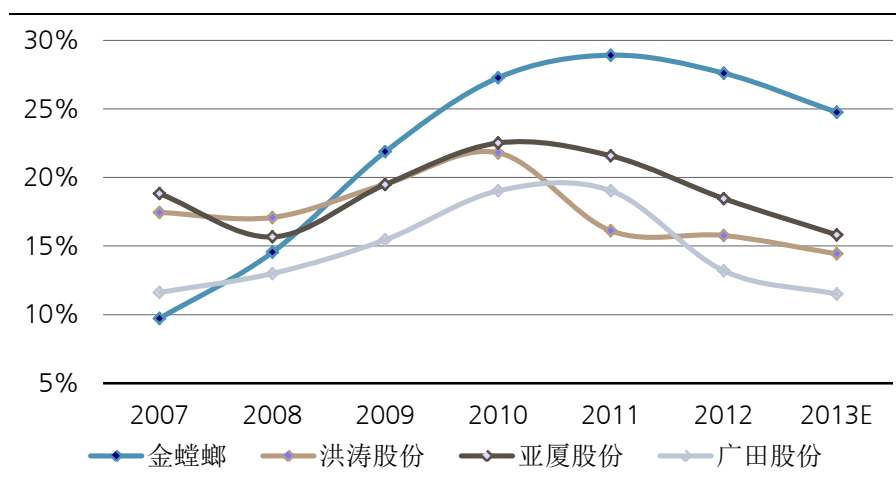


来源: Wind

瑞银装饰内生增长模型显示企业增长速度有所放缓。瑞银装饰内生增长模型尝试综合损益表、现金流量表和资产负债表来衡量公司实际运营效率和管理

能力的变化。虽然至 13Q3 装饰企业毛利率和净利率水平继续保持上行态势，但综合应收账款、应付账款等营运资本情况变化，我们预计 2013 年各主要装饰企业内生增速水平相对 2012 年将呈现出明显下滑趋势，**模型显示 2013 年装饰板块损益表高增长是以牺牲部分资产负债表和现金流量表为代价**，而同期管理效率提升并未充分抵消负面影响。从近几年装饰企业内生增速水平变化趋势来看，在经历了上市初期快速扩张后，随着规模增长各主要公司在内生管理均遇到了一定问题，但金螳螂作为行业领军企业，在经营效率和管理模式上的创新使其一直维持着较高内生性增速水平。我们认为，装饰企业管理能力将决定公司最终规模水平，如未来装饰企业内生增速水平未有明显改善，则将影响行业长期估值水平。

图片 9: 2013 年装饰企业内生增速或将继续下行



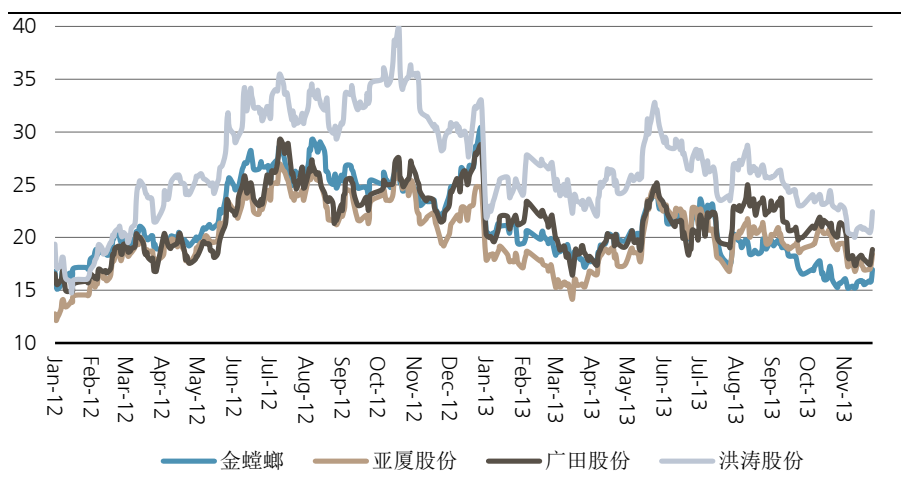
来源: Wind, 瑞银证券估算

调整目标价至 11.61 元，上调评级至“买入”

装饰行业整体估值水平逐步下降。从 12 年中至今，我们清晰发现装饰板块整体估值水平一直处于震荡下行态势，相比 2012 年，2013 年金螳螂估值中枢下降 16.85%（主要受实际控制人事件影响）、亚厦股份下降 9.47%、广田股份下降 6.23%、洪涛股份下降 10.35%，目前各公司估值水平均处于近两年较低水平。根据我们从商业酒店投资、国债收益率上行和装饰企业内生增长等三方面研究来看，我们预计 2014 年装饰企业估值仍有较大压力，各公司估值中枢或将继续维持在目前低位（相对于 2012 年估值中枢下降约 10%）。

公司有望继续享受估值溢价。从历史数据来看，作为行业中规模最小的公司，相比其他几家装饰企业，洪涛一直享有一定估值溢价（约比其他公司估值水平高 20%-30%），而从各公司发展空间和持续性来看，我们预计未来公司估值溢价或有望继续维持。

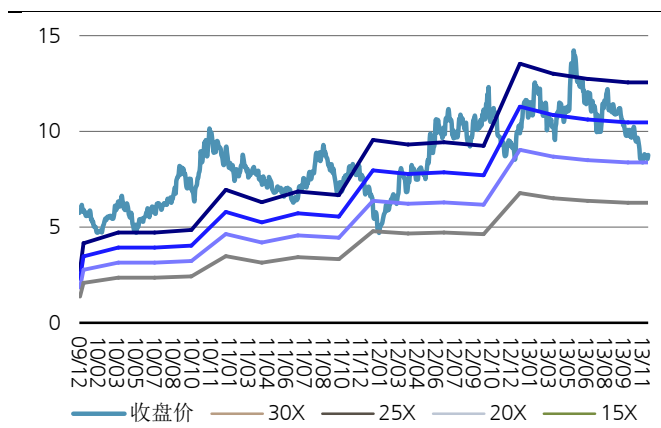
图片 10: 装饰板块估值水平持续下行 (PE)



来源: Wind

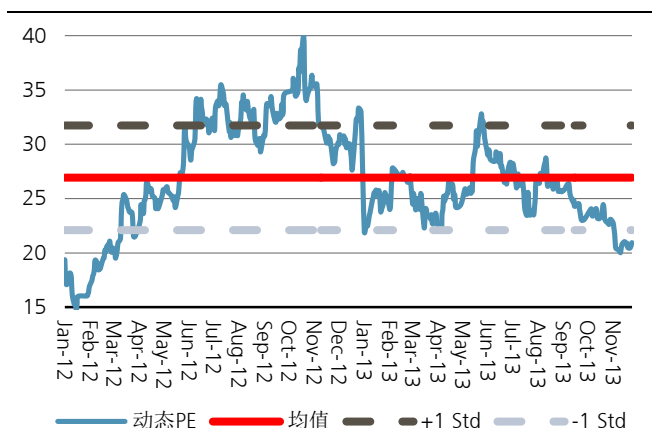
我们认为目前公司收入规模不足 50 亿，仍处于高速成长阶段，在充分考虑行业趋势、公司在手订单以及项目结算进度、决算时间等因素影响，我们维持公司 2013-2015 年 EPS 0.43/0.60/0.82 元预测。**考虑到装饰行业整体估值中枢下移**，我们给予公司 2013 年 27XPE（原目标价对应 2013 年 30XPE），得出目标价 11.61 元。我们认为，作为装饰行业中收入规模较小的上市企业，公司在手订单充裕，业绩弹性大，2014 年业绩高增长可期，我们预计随着 14Q1 业绩逐步增长，未来股价仍有上行空间，上调公司评级至“买入”。

图片 11: 洪涛股份历史动态 PE—Band



来源: Wind

图片 12: 洪涛股份历史动态 PE 水平



来源: Wind

洪涛股份 (002325.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,508	2,168	2,842	4,241	49.3	5,966	40.7	8,159	10,596	13,763
毛利	238	345	516	745	44.4	1,054	41.5	1,445	1,873	2,434
息税折旧摊销前利润(UBS)	119	172	283	417	47.4	580	39.7	790	1,024	1,321
折旧和摊销	(5)	(6)	(16)	(33)	110.1	(38)	14.4	(42)	(46)	(50)
息税前利润(UBS)	114	166	267	384	43.7	542	41.3	748	979	1,271
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	9	13	8	11	47.0	10	-13.2	11	13	17
例外项目(包括商誉)	1	0	1	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	124	179	276	395	43.4	552	39.7	759	992	1,288
税项	(27)	(43)	(71)	(95)	-33.4	(132)	-39.7	(182)	(238)	(309)
税后利润	97	136	204	300	46.8	419	39.7	577	754	979
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	97	136	204	300	46.8	419	39.7	577	754	979
净利润(UBS)	96	136	204	300	47.2	419	39.7	577	754	979
税率(%)	21.6	24.0	25.8	24.0	-6.9	24.0	0.0	24.0	24.0	24.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.14	0.19	0.29	0.43	47.2	0.60	39.7	0.82	1.07	1.39
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.14	0.19	0.29	0.43	46.8	0.60	39.7	0.82	1.07	1.39
EPS(UBS, 基本)	0.14	0.19	0.29	0.43	47.2	0.60	39.7	0.82	1.07	1.39
每股股息净值(Rmb)	0.03	0.05	0.04	0.06	48.1	0.09	46.8	0.12	0.16	0.21
每股账面价值	1.65	1.89	2.16	2.60	20.6	3.11	19.6	3.81	4.72	6.01
平均股数(稀释后)	704.56	704.56	704.56	704.56	0.0	704.56	0.0	704.56	704.56	704.56
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	803	732	441	794	80.0	854	7.6	953	1,169	1,446
其他流动资产	762	1,076	1,789	2,271	27.0	3,195	40.7	4,369	5,674	7,370
流动资产总额	1,564	1,808	2,230	3,065	37.5	4,049	32.1	5,322	6,843	8,815
有形固定资产净值	77	143	217	253	16.2	238	-5.7	235	217	196
无形固定资产净值	27	29	28	26	-5.8	25	-6.1	23	22	20
投资/其他资产	12	20	22	22	0.0	22	0.0	22	22	22
总资产	1,680	1,999	2,497	3,366	34.8	4,334	28.8	5,602	7,104	9,053
应付账款和其他短期负债	567	696	1,007	1,503	49.2	2,112	40.5	2,887	3,750	4,871
短期债务	0	0	0	30	-	30	0.00	30	30	30
流动负债总额	567	696	1,007	1,533	52.2	2,142	39.7	2,917	3,780	4,901
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	567	696	1,007	1,533	52.2	2,142	39.7	2,917	3,780	4,901
普通股股东权益	1,114	1,303	1,490	1,833	23.0	2,192	19.6	2,685	3,324	4,152
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	1,680	1,999	2,497	3,366	34.8	4,334	28.8	5,602	7,104	9,053
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	97	136	204	300	46.8	419	39.7	577	754	979
折旧和摊销	5	6	16	33	110.1	38	14.4	42	46	50
营运资本变动净值	(180)	(179)	(386)	38	-	(357)	-	(453)	(501)	(653)
其他营业性现金流	10	8	15	(37)	-	31	-	41	45	59
经营性现金流	(67)	(30)	(150)	334	-	131	-60.8	207	343	435
有形资本支出	(32)	(78)	(98)	(65)	33.4	(20)	69.2	(35)	(25)	(25)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	(2)	(8)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(32)	(79)	(106)	(65)	38.4	(20)	69.2	(35)	(25)	(25)
已付股息	(12)	(22)	(35)	(28)	20.0	(41)	-48.1	(60)	(84)	(115)
股份发行/回购	0	61	0	84	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1)	0	0	(2)	-1,005.64	(9)	-279.23	(13)	(18)	(18)
债务及优先股变化	(40)	0	0	30	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(53)	38	(35)	84	-	(50)	-	(73)	(102)	(134)
现金流量中现金的增加/(减少)	(152)	(71)	(291)	353	-	61	-82.8	99	216	276
外汇/非现金项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(152)	(71)	(291)	353	-	61	-82.8	99	216	276

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

洪涛股份 (002325.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	49.1	39.7	30.6	22.1	15.8	11.5	8.8	6.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	49.6	39.8	30.7	22.1	15.8	11.5	8.8	6.8
股价/每股现金收益	47.1	38.2	28.5	19.9	14.5	10.7	8.3	6.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.2)	(2.0)	(4.0)	4.1	1.7	2.6	4.9	6.3
净股息收益率(%)	0.5	0.6	0.4	0.6	0.9	1.3	1.7	2.3
市净率	4.1	4.1	4.1	3.6	3.0	2.5	2.0	1.6
企业价值/营业收入(核心)	2.5	2.1	2.0	1.4	0.9	0.7	0.5	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	31.7	26.2	20.1	13.7	9.8	7.1	5.2	3.8
企业价值/息税前利润(核心)	NM	27.1	21.3	14.9	10.5	7.4	5.5	4.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	25.7	19.5	13.9	9.6	6.9	5.2	3.8
企业价值/运营投入资本	NM	NM	7.0	5.4	4.7	3.6	2.7	2.1
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	4,560	5,234	6,139	6,491	6,491	6,491	6,491	6,491
净债务 (现金)	(803)	(732)	(441)	(764)	(824)	(923)	(1,139)	(1,416)
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	3,757	4,502	5,697	5,727	5,667	5,568	5,352	5,076
- 非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	3,757	4,502	5,697	5,727	5,667	5,568	5,352	5,076
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	15.1	43.7	31.1	49.3	40.7	36.8	29.9	29.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	25.9	44.6	64.8	47.4	39.1	36.2	29.7	28.9
息税前利润(UBS)	27.0	46.1	61.0	43.7	41.3	38.0	30.8	29.9
每股收益(UBS 稀释后)	38.9	41.6	50.0	47.2	39.7	37.5	30.7	29.9
每股股息净值	87.5	53.5	-20.0	48.1	46.8	39.7	37.5	30.7
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	15.8	15.9	18.2	17.6	17.7	17.7	17.7	17.7
息税折旧摊销前利润率	7.9	7.9	10.0	9.8	9.7	9.7	9.7	9.6
息税前利润率	7.5	7.7	9.4	9.0	9.1	9.2	9.2	9.2
净利 (UBS) 率	6.4	6.3	7.2	7.1	7.0	7.1	7.1	7.1
ROIC (EBIT)	53.4	37.6	33.0	36.2	44.5	47.8	49.6	51.7
税后投资资本回报率	41.9	28.6	24.5	27.5	33.8	36.3	37.7	39.3
净股东权益回报率(UBS)	9.0	11.2	14.6	18.1	20.8	23.7	25.1	26.2
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	(72.1)	(56.2)	(29.6)	(41.7)	(37.6)	(34.4)	(34.3)	(34.1)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	NM	(42.1)	(71.4)	(60.3)	(52.4)	(52.1)	(51.7)
净债务/企业价值	(21.4)	(16.3)	(7.7)	(13.3)	(14.5)	(16.6)	(21.3)	(27.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	55.4	87.5	56.7	52.1
资本支出/营业收入(%)	2.1	3.6	3.4	1.5	0.3	0.4	0.2	0.2
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.3	3.9	7.4	7.3	7.0	6.9	6.5	6.5
股息支付率 (UBS) %	23.4	25.4	13.5	13.6	14.3	14.5	15.3	15.4
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	1,508	2,168	2,842	4,241	5,966	8,159	10,596	13,763
总计	1,508	2,168	2,842	4,241	5,966	8,159	10,596	13,763
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	114	166	267	384	542	748	979	1,271
总计	114	166	267	384	542	748	979	1,271

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+23.5%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+24.4%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+15.4%

风险声明

我们认为公装行业需求主要来自于商业地产、高端酒店、政府主导的文化交通场馆建设，如果未来这些领域投资出现下滑将对公装行业造成负面影响。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	10%	19%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：于洋。

涉及报告中提及的公司的披露

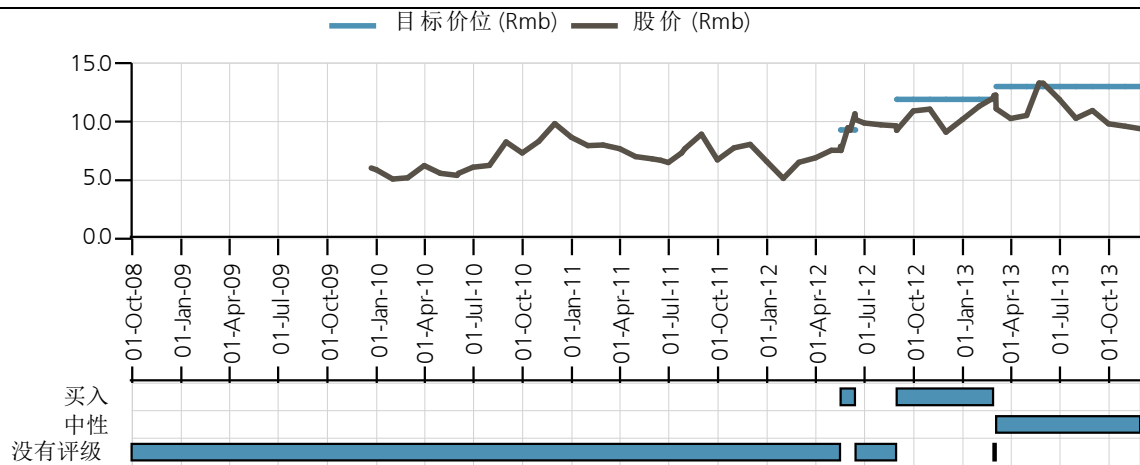
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
洪涛股份	002325.SZ	中性	不适用	Rmb9.40	2013 年 11 月 28 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

洪涛股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2013 年 11 月 28 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

南非: 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市公司的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所述及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。

加拿大: 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd.(mica (p) 107/09/2013和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd.仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。

马来西亚: 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。©UBS 2013 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。©UBS 2013 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

