

# 集成吊顶龙头拓产能重研发开辟 业务增长新空间

2016年3月21日

强烈推荐/维持

友邦吊顶

财报点评

——友邦吊顶（002718）2015年财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email:zhaojs@dxzq.net.cn Tel:010-66554088	

## 事件:

公司2015年实现营业总收入4.11亿元,同比增加8.47%,实现归属于上市公司股东的净利润1.21亿元,同比增加15.38%。每股收益为1.46元,每10股送现金5.00元(含税)。

## 公司分季度财务指标

指标	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4
营业收入(百万元)	122.59	89.42	126.30	61.20	109.66	102.71	137.13
增长率(%)	29.45%	21.77%	11.93%	51.81%	-10.54%	14.86%	8.58%
毛利率(%)	50.94%	53.88%	52.27%	44.51%	51.05%	51.36%	54.53%
期间费用率(%)	14.93%	18.27%	19.90%	27.72%	13.96%	20.74%	15.80%
营业利润率(%)	34.97%	34.80%	31.43%	16.62%	37.90%	29.65%	38.27%
净利润(百万元)	38.94	27.66	33.13	8.60	40.42	26.73	45.04
增长率(%)	46.26%	29.48%	-4.10%	73.72%	3.80%	-3.38%	35.95%
每股盈利(季度,元)	0.755	0.536	0.642	0.167	0.490	0.324	0.546
资产负债率(%)	10.70%	10.26%	9.93%	11.96%	10.71%	10.34%	10.18%
净资产收益率(%)	8.36%	5.60%	6.29%	1.61%	7.35%	4.63%	7.24%
总资产收益率(%)	7.46%	5.03%	5.66%	1.42%	6.56%	4.16%	6.51%

## 观点:

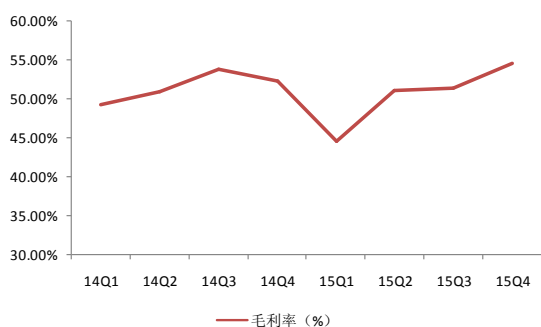
- **销量增长和销售策略保证2015年营业收入增速稳定。**2015年公司营业收入同比微增,主要原因是产品销量大幅增长所致,2015年公司功能模块销量为108.32万套,同比增长23.61%;基础模块销量为2889.26万片,同比增长13.77%;ACOLL销量为37427套。但是产品的销售单价出现下降,其中基础模块单价下降6.79%;功能模块单价下降13.50%,这和成本下降以及公司的销售策略有关,基于上述销售策略公司总体上在行业需求还未释放的2015年保证了营业收入的稳定增长。
- **毛利率基本平稳、期间费用率微降和营业外收入保证利润稳增。**2015年公司综合毛利率为51.32%,同比微降0.58个百分点,主要原因和公司产品的综合价格下降有关。但是随着公司销售策略的调整2015年第4季度公司毛利率同比提升,单季度毛利率为54.53%,同比提高2.26个百分点。

2015公司期间费用率为18.32%,同比下降1.03个百分点,其中销售费用率为8.87%,同比下降0.52个百分点;管理费用率为11.61%,同比提高0.42个百分点,主要是公司工资福利增长、研发和无形资产摊销

以及其他费用的增长关系较大;财务费用率为-2.17%,同比下降0.94个百分点,主要是公司无有息负债,公司销售现金流较好存款利息增加所致。同时,2015年营业外收入提高较多,为633.30万元,同比提高106.54%,这些导致2015年公司利润增速保持稳定的增长。

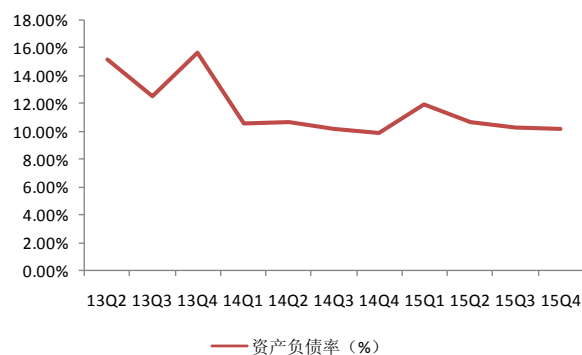
- **继续践行技术、品牌和销售等优势,提升综合竞争力。**公司作为集成吊顶行业的缔造者,在技术上不断保持优势,利用新设计、新材料、新工艺和无线应用等保持产品的技术领先,同时打造研发设计团队,打造研发的持续优势,将产品从厨卫向客厅和餐厅等全屋空间拓展。2015年公司研发投入金额为1761.53万元,同比增长6.36%,占营业收入比重为4.29%。公司产品品牌优势明显,并通过多种平台进行品牌推广。公司销售网络覆盖到全国一二线城市以及沿海地区的三、四线城市,具有全覆盖的销售网络体系,并且注重经销商能力的提升,提供销售培训服务50多场。同时,公司还积极通过天猫等平台发展线上引流、线下服务的模式。
- **积极发展成套家饰和多元智能化产品,实现全屋覆盖涉足公装。**公司作为集成吊顶的领军企业,积极拓展业务新领域,结合自己完善的集成吊顶的销售渠道,积极发展成套家饰产品,打造多元智能化产品作为未来新的发展方向 and 积极延伸。打破厨卫的固有领域向着全屋覆盖方向发展,提供业主舒适美观的家具环境和体验。还积极发展公装领域的产品。
- **积极增发融资拓展新产能和研发中心建设。**公司增发方案已通过证监会审核。公司增发建设 2100 万片基础模块、80 万套功能模块和 50 万平方米公装吊顶生产线,以及研发用楼和研发人员宿舍等配套设施。以满足未来 3-5 年业务发展的需求。项目达产后将增加销售收入 3.83 亿元,税后净利润 1.01 亿元。
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2016 到 2018 年公司的每股收益 1.72 元、2.27 元和 2.99 元,以收盘价 49.15 元计算,对应的动态 PE 为 29 倍、22 倍和 16 倍。考虑到吊顶行业需求在 2016 年逐步释放,公司技术、品牌和销售的综合优势以及未来全屋覆盖和智能化战略,维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 公司新战略拓展低于预期的风险。

图 1: 友邦吊顶单季度毛利率变化



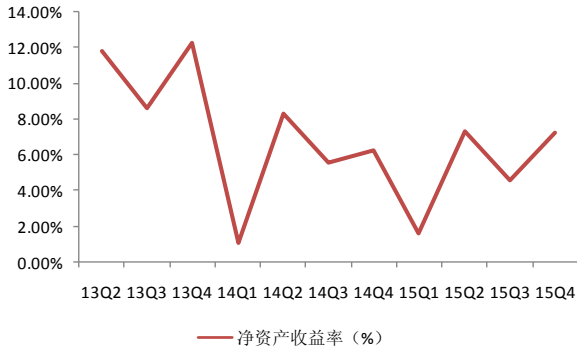
资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

图 2: 友邦吊顶单季度资产负债率变化



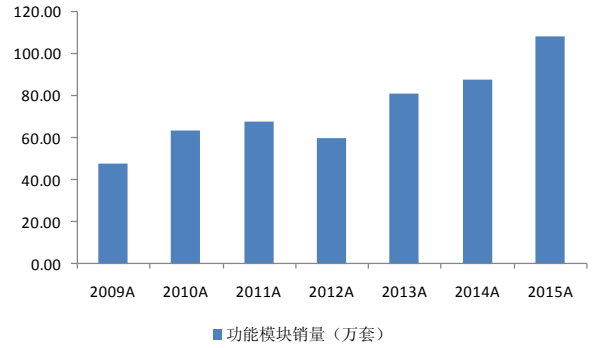
资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

图 3: 友邦吊顶单季度净资产收益率变化



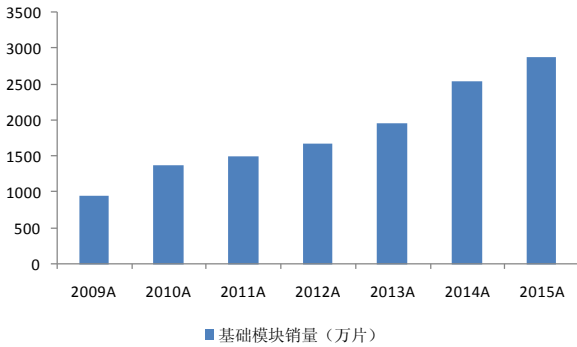
资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

图 4: 友邦吊顶功能模块销量



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

图 5: 友邦吊顶基础模块销量



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	426.36	514.90	501.73	579.19	789.10	<b>营业收入</b>	378.62	410.71	474.00	646.00	882.00
货币资金	316.70	472.56	454.46	516.80	705.60	<b>营业成本</b>	182.12	199.95	225.00	306.00	420.00
应收账款	2.49	8.23	9.49	12.94	17.66	营业税金及附加	3.48	3.65	4.00	6.00	8.00
其他应收款	3.09	2.97	3.43	4.67	6.38	营业费用	35.57	36.44	42.19	57.49	78.50
预付款项	7.15	5.38	5.38	5.38	5.38	管理费用	42.36	47.70	53.09	72.35	98.78
存货	21.94	25.77	28.97	39.40	54.08	财务费用	(4.67)	(8.90)	(6.95)	(5.06)	(2.33)
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.23	0.50	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	158.47	177.31	343.06	550.02	695.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.25	3.31	3.30	3.30	3.30
固定资产	96.88	90.91	147.77	278.51	414.64	<b>营业利润</b>	119.78	134.67	159.97	212.52	282.35
无形资产	60.70	65.35	58.81	52.27	45.73	营业外收入	3.07	6.33	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	0.00	0.18	0.18	0.18	0.18	营业外支出	0.52	0.31	0.32	0.32	0.32
<b>资产总计</b>	584.83	692.22	844.79	1129.21	1485.09	<b>利润总额</b>	122.33	140.69	165.65	218.20	288.03
<b>流动负债合计</b>	56.54	69.09	73.00	163.66	265.87	所得税	17.65	19.90	23.52	30.98	40.90
短期借款	0.00	0.00	0.00	76.68	159.22	<b>净利润</b>	104.68	120.79	142.13	187.22	247.13
应付账款	30.30	34.36	38.84	52.82	72.49	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	1.67	6.81	6.81	6.81	6.81	归属母公司净利润	104.68	120.79	142.13	187.22	247.13
一年内到期的非流动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	124.17	136.58	275.57	352.89	444.56
<b>非流动负债合计</b>	1.51	1.36	0.00	0.00	0.00	<b>EPS (元)</b>	2.05	1.46	1.72	2.27	2.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	58.05	70.45	73.00	163.66	265.87	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	22.67%	8.48%	15.41%	36.29%	36.53%
实收资本(或股本)	51.60	82.56	82.56	82.56	82.56	营业利润增长	22.52%	12.43%	18.79%	32.85%	32.86%
资本公积	159.00	128.04	128.04	128.04	128.04	归属于母公司净利润	21.65%	15.39%	17.67%	31.72%	32.00%
未分配利润	278.92	361.77	489.69	658.19	880.61	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	526.78	621.76	763.90	951.12	1198.25	毛利率(%)	51.90%	51.32%	52.53%	52.63%	52.38%
<b>负债和所有者权益</b>	584.83	692.22	844.79	1129.21	1485.09	净利率(%)	27.65%	29.41%	29.99%	28.98%	28.02%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	17.90%	17.45%	16.98%	16.79%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	19.87%	19.43%	18.61%	19.68%	20.62%
<b>经营活动现金流</b>	103.26	113.88	253.49	323.15	404.60	<b>偿债能力</b>					
净利润	104.68	120.79	142.13	187.22	247.13	资产负债率(%)	9.93%	10.18%	8.72%	14.68%	18.16%
折旧摊销	9.06	10.81	122.55	145.43	164.54	流动比率	7.54	7.45	6.87	3.54	2.97
财务费用	4.67	8.90	6.95	5.06	2.33	速动比率	7.15	7.08	6.48	3.30	2.76
应付帐款的变化	5.24	4.06	4.48	13.98	19.67	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	(4.91)	5.14	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.83	0.64	0.62	0.65	0.67
<b>投资活动现金流</b>	(39.42)	(15.95)	(278.54)	(342.55)	(300.67)	应收账款周转率	197.71	76.63	53.50	57.60	57.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	6.58	6.18	6.15	6.68	6.70
长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	0.25	3.31	3.30	3.30	3.30	每股收益(最新摊薄)	2.05	1.46	1.72	2.27	2.99
<b>筹资活动现金流</b>	164.22	57.93	6.95	81.74	84.87	每股净现金流(最新摊)	2.63	1.89	(0.22)	0.76	2.29
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊)	10.21	7.53	9.25	11.52	14.51
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增加	6.60	30.96	0.00	0.00	0.00	P/E	23.98	33.66	28.54	21.67	16.42
资本公积增加	153.65	(30.96)	0.00	0.00	0.00	P/B	4.81	6.53	5.31	4.27	3.39

---

现金净增加额	228.06	155.86	(18.10)	62.34	188.80	EV/EBITDA	17.87	26.25	13.08	10.25	7.90
--------	--------	--------	---------	-------	--------	-----------	-------	-------	-------	-------	------

---

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。