

公司研究/年报点评

2017年03月16日

家用电器/材料和零部件 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 64.99  
合理价格区间(元): 74.80-78.54

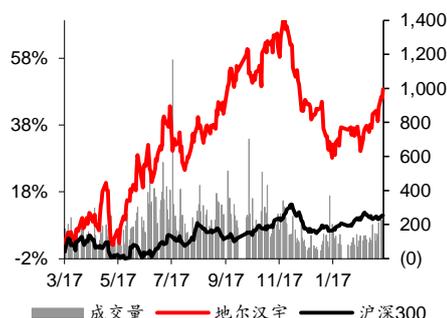
**张立聪** 执业证书编号: S0570514040003  
研究员 0755-82776409  
zhanglicong@htsc.com

**王鹤岱** 0755-82776413  
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1 《地尔汉字(300403):主业地位稳固, 新产品增添新活力》2016.12
- 2 《地尔汉字(300403):新品销售放量, 长期增长前景确定》2016.10
- 3 《地尔汉字(300403):洗涤泵快速增长, 水疗马桶小跑上量》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

## 新品上量, 增长延续

### 地尔汉字(300403)

#### 产品结构优化推动业绩快速增长

地尔汉字 2016 年业绩 YoY+29.4%, 保持快速增长。由于产品结构优化, 公司 2016 全年归母净利率同比提升 4.1pct 至 25.3%。未来, 随着洗涤循环泵、水疗马桶与工业机器人等新产品上量, 公司业绩有望延续快速增长。

#### 2016 全年业绩 YoY+29%, 盈利能力持续提升

地尔汉字 2016 全年实现收入 7.6 亿元, YoY+8.9%; 实现业绩 1.9 亿元, YoY+29.4%; 实现 EPS1.43 元。其中, Q4 单季度收入 2.0 亿元, YoY+2.7%; Q4 单季度业绩 3516.5 万元, YoY+6.0%。公司收入与业绩增速符合市场预期。业绩快速增长主要由于产品结构优化, “铝代铜”技术应用、洗涤循环泵与冷凝泵等利润率较高产品占比提升, 增强公司盈利能力。2016 年, 公司实现毛利率 41.9%, 同比提升 3.3pct。同时, 公司发布一季度业绩预告, 2016Q1 实现业绩 3563.3 万-4581.4 万元, 同比下降 10%-30%, 业绩下滑主因去年同期汇兑收益 1377.52 万元, 若扣除相关因素影响, 业绩较去年同期仍有增长。

#### 泵类业务保持稳定, 未来有望受益洗碗机放量

公司为美的、海尔、伊莱克斯等洗衣机厂商泵类产品主要供应商, 整体市场份额 30%, 龙头地位稳固。同时, 公司采用“铝代铜”技术, 产品盈利能力不断提升。此外, 洗涤循环泵为洗碗机核心零部件, 洗碗机在我国普及率不足 1%, 远低于欧美国家, 近期洗碗机销量增长迅速。地尔汉字为方太洗碗机洗涤泵产品独家供应商, 未来将受益于中国市场洗碗机放量。

#### 发力水疗马桶与工业机器人, 培育新增长点

水疗马桶与工业机器人有望成为公司增长新引擎。水疗马桶方面, 公司创新营销模式, 在五星级酒店与专业医院通过用户体验进行产品推广。水疗马桶附加值高, 毛利率水平高于泵类产品, 销量的快速增长将带来显著业绩弹性。工业机器人方面, 地尔汉字已具备较强研发实力, 除减速机与伺服电机分配器外, 公司已完成所有核心零部件研发设计, 机器人本体的市场销售已取得突破, 控制器等核心零部件也已逐步推向市场。

#### 新产品有望提升业绩弹性与估值水平, 维持“增持”评级

地尔汉字主营排水泵产品龙头地位稳固, 洗涤循环泵在下游洗碗机带动下销量快速增长。同时, 水疗马桶、工业机器人等新产品技术壁垒与利润率水平较高, 销量增长能够提升公司业绩弹性与估值水平。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.87/2.38/2.95 元。考虑到公司产品为新品类, 有望进入快速成长期, 未来空间广阔, 给予公司 2017 年 40-42 倍 PE, 对应合理价格区间 74.80-78.54 元。维持“增持”评级。

风险提示: 原材料价格上涨, 汇率波动, 水疗马桶消费者接受度低。

公司基本资料

总股本(百万股)	134.00
流通 A 股(百万股)	58.82
52 周内股价区间(元)	44.22-74.01
总市值(百万元)	8,709
总资产(百万元)	1,443
每股净资产(元)	9.73

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	696.31	758.20	929.68	1,147	1,394
+/-%	7.27	8.89	22.62	23.39	21.54
净利润(百万元)	147.81	191.57	250.09	318.67	394.89
+/-%	12.65	29.61	30.55	27.42	23.92
EPS (元)	1.10	1.43	1.87	2.38	2.95
PE (倍)	56.34	46.74	35.80	28.10	22.67

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	969.50	1,009	1,315	1,616	1,991
现金	430.78	638.53	827.35	1,039	1,330
应收账款	153.47	155.22	201.36	246.66	298.83
其他应收账款	2.57	8.25	7.72	10.25	12.86
预付账款	4.29	3.65	6.54	6.82	8.36
存货	102.11	109.99	127.14	156.73	188.63
其他流动资产	276.29	92.97	144.88	156.72	152.42
非流动资产	387.44	478.21	418.56	398.72	375.56
长期投资	0.00	30.05	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	194.17	199.28	225.41	224.91	211.09
无形资产	108.39	105.97	105.97	105.97	105.97
其他非流动资产	84.88	142.91	87.18	67.84	58.50
资产总计	1,357	1,487	1,734	2,015	2,367
流动负债	111.55	122.65	120.62	141.79	165.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	56.12	66.64	76.07	91.51	109.10
其他流动负债	55.43	56.01	44.55	50.28	55.92
非流动负债	23.26	22.76	20.48	22.17	21.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	23.26	22.76	20.48	22.17	21.80
负债合计	134.81	145.41	141.10	163.96	186.82
少数股东权益	(0.91)	1.95	(1.65)	(6.64)	(12.70)
股本	134.00	134.00	134.00	134.00	134.00
资本公积	643.70	642.26	642.26	642.26	642.26
留存公积	445.34	563.21	813.30	1,069	1,397
归属母公司股	1,223	1,339	1,594	1,857	2,192
负债和股东权益	1,357	1,487	1,734	2,015	2,367

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	171.54	168.82	121.86	224.52	299.00
净利润	145.12	188.45	246.49	313.69	388.83
折旧摊销	22.09	28.74	22.83	26.30	28.08
财务费用	(25.70)	(21.08)	(30.34)	(38.63)	(49.03)
投资损失	(2.19)	(15.86)	(11.30)	(12.82)	(12.31)
营运资金变动	3.44	(22.29)	(111.89)	(73.70)	(65.22)
其他经营现金	28.79	10.85	6.08	9.69	8.66
投资活动现金	(373.58)	98.47	36.62	11.25	9.46
资本支出	114.86	86.62	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	31.47	(30.05)	0.00	0.00
其他投资现金	(258.72)	216.56	6.57	11.25	9.46
筹资活动现金	(60.35)	(67.70)	30.34	(24.22)	(17.49)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(1.44)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(60.35)	(66.26)	30.34	(24.22)	(17.49)
现金净增加额	(255.07)	207.75	188.82	211.55	290.97

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	696.31	758.20	929.68	1,147	1,394
营业成本	427.26	440.47	520.68	636.58	765.45
营业税金及附加	8.75	8.93	11.19	13.71	16.70
营业费用	40.81	44.48	52.99	64.24	76.68
管理费用	65.03	83.58	97.62	118.16	140.82
财务费用	(25.70)	(21.08)	(30.34)	(38.63)	(49.03)
资产减值损失	0.76	11.73	6.28	7.17	7.63
公允价值变动收益	(13.63)	13.63	4.54	7.57	6.56
投资净收益	2.19	15.86	11.30	12.82	12.31
营业利润	167.95	219.58	287.11	366.30	454.85
营业外收入	2.16	4.39	3.65	3.90	3.81
营业外支出	0.17	1.54	1.08	1.23	1.18
利润总额	169.94	222.43	289.68	368.96	457.49
所得税	24.82	33.98	43.19	55.28	68.65
净利润	145.12	188.45	246.49	313.69	388.83
少数股东损益	(2.69)	(3.11)	(3.60)	(4.99)	(6.06)
归属母公司净利润	147.81	191.57	250.09	318.67	394.89
EBITDA (倍)	164.34	227.24	279.60	353.97	433.90
EPS (元)	1.10	1.43	1.87	2.38	2.95

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	7.27	8.89	22.62	23.39	21.54
营业利润	10.03	30.74	30.76	27.58	24.18
归属母公司净利润	12.65	29.61	30.55	27.42	23.92
获利能力 (%)					
毛利率	38.64	41.91	43.99	44.51	45.10
净利率	21.23	25.27	26.90	27.78	28.32
ROE	12.09	14.30	15.69	17.16	18.01
ROIC	14.55	24.51	27.76	33.33	39.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	9.93	9.78	8.14	8.14	7.89
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	8.69	8.22	10.90	11.40	12.07
速动比率	7.77	7.32	9.85	10.29	10.92
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.53	0.58	0.61	0.64
应收账款周转率	4.54	4.66	4.92	4.92	4.90
应付账款周转率	8.10	7.18	7.30	7.60	7.63
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.10	1.43	1.87	2.38	2.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.28	1.26	0.91	1.68	2.23
每股净资产 (最新摊薄)	9.13	10.00	11.90	13.86	16.36
估值比率					
PE (倍)	56.34	46.74	35.80	28.10	22.67
PB (倍)	6.81	6.68	5.62	4.82	4.08
EV_EBITDA (倍)	48.05	36.36	29.55	23.35	19.04

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com