

瑞尔特 (002790.SZ)

评级：增持 维持评级

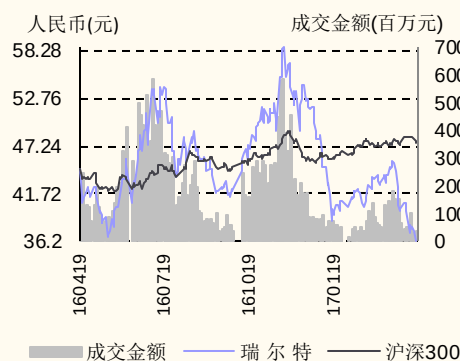
公司点评

市场价格 (人民币): 36.20 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	40.00
总市值(百万元)	5,792.00
年内股价最高最低(元)	58.63/36.20
沪深 300 指数	3462.74
深证成指	10411.44



相关报告

1.《瑞尔特 (002790.SZ) 深度研究-卫浴配件领导者，产能扩...》，2016.11.16

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

行业需求持续释放，产能建设逐步达产

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.29	1.10	1.41	1.77	2.14
每股净资产(元)	5.12	8.49	9.43	10.19	11.63
每股经营性现金流(元)	1.18	0.93	4.70	1.92	2.27
市盈率(倍)	NA	44	26	20	17
行业优化市盈率(倍)	49	34	45	45	45
净利润增长率(%)	11.05%	13.67%	28.34%	25.15%	21.20%
净资产收益率(%)	25.23%	12.97%	14.98%	17.35%	18.43%
总股本(百万股)	120.00	160.00	160.00	160.00	160.00

来源：Wind、国金证券研究所

业绩简评

■ 2016 年,公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 8.17 亿元、1.95 亿元和 1.76 亿元,同比分别增长 0.25%、11.17%和 13.67%。实现全面摊薄 EPS1.17 元/股,完全符合我们的预期。经营活动净现金流为 1.49 亿元,低于同期净利润。分季度看,公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为-0.48%/1.37%/-2.02%/1.93%,归母净利润同比增速分别为 11.72%/15.19%/7.89%/18.63%。2016 年分配预案为每 10 股派发现金红利 4.00 元 (含税)。

经营分析

- **收入增幅较小但整体盈利能力持续提升：**2016 年,公司收入基本与 2015 年持平 (+0.25%),毛利率小幅提升至 37.05% (+2.12pct.)。期间费用率减少 0.44pct.。其中,销售费用率及管理费用率增加 0.35pct./0.25pct.,财务费用率降低 1.05 pct.,主要系由于人民币贬值,汇率变动影响。归母净利润率为 21.56% (+2.55pct.)。公司整体盈利能力持续增强。
- **外销收入下滑抵消内销收入增长,核心产品毛利提升增强公司盈利。**2016 年,公司内销收入为 4.63 亿元 (占总收入的 56.66%),同比增长 3.29%。但受到主要出口区域南美地区经济不景气,区域内客户需求降低的影响,公司外销收入为 3.54 亿元 (占总收入的 43.34%),同比下滑 3.48%,基本抵消了公司本土销售收入的增长,造成 16 年整体收入与 15 年基本持平。2016 年,公司整体盈利能力继续增强,主要得益于两大核心产品冲水组件和静音缓降盖板的毛利率分别较 2015 年分别提升了 2.49pct.和 2.73pct.。同时,公司高毛利产品隐藏式水箱销售收入大幅增加 49.93%。两项因素叠加,促使公司盈利能力有效增强。
- **公司拥有新增产能消化能力,行业层面需求仍在释放。**1) 截止目前,公司已获的 500 多项专利,并通过了美国 UPC、加拿大 CSA 等欧美发达国家的权威品质认证。正是由于公司在产品研发、制造和质控等方面的突出优势,使得公司能够与 ROCA、KOHLER 和箭牌等国内外知名卫浴企业建立良好、稳定的合作关系。2016 年末,公司募投项目已开始有新增产能释放。其中,“新建年产 1,120 万套卫浴配件生产基地项目”投资进度达 85.39%,产能利用率为 43.57%,产生效益为 4,531.12 万元。凭借今后募投项目产能的渐次释放,公司在生产方面的规模优势亦将更加凸显。2) 据有关统计,

在全国 669 座城市中有 400 余座供水不足，其中近 110 座城市严重缺水。2016 年 10 月，国家发改委等九部门联合发布的《全民节水行动计划》，鼓励居民选购节水型器具，并将制定和实施坐便器等用水产品“以旧换新”政策。在国家政策的引导下，无疑将放大节水型卫浴配件的市场需求，同时也将规范卫浴配件行业标准、提升工业化水平、促进产业升级。另一方面，伴随农村居民收入的持续增加，消费观念的转变，以及新农村建设的持续推进，未来农村卫生洁具的消费需求或能逐渐释放，卫浴配件行业也将持续受益。

风险因素

- 原材料价格波动；产能投放不达预期；及公司内部经营风险。

盈利预测与投资建议

- 公司是国内卫浴配件行业龙头企业，研发、制造和质控体系完备，客户均为国内外知名卫浴企业。在国家节水政策的引导之下，行业层面需求持续释放。我们看好公司 IPO 募投项目逐步达产对业绩的提升。我们维持公司 2017-2018 年 EPS 预测 1.41/1.77 元/股，预测 2019 年 EPS 为 2.14 元/股（三年 CAGR34.9%），对应 PE 分为 20/20/17 倍，维持公司“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	764	815	817	997	1,200	1,466
增长率		6.7%	0.2%	22.0%	20.3%	22.2%
主营业务成本	-507	-530	-514	-628	-766	-944
%销售收入	66.4%	65.1%	62.9%	63.0%	63.9%	64.4%
毛利	257	285	303	369	433	522
%销售收入	33.6%	34.9%	37.1%	37.0%	36.1%	35.6%
营业税金及附加	-6	-7	-9	-6	-9	-10
%销售收入	0.7%	0.8%	1.1%	0.7%	0.8%	0.7%
营业费用	-26	-28	-30	-33	-44	-51
%销售收入	3.4%	3.4%	3.7%	3.3%	3.7%	3.5%
管理费用	-64	-75	-77	-80	-72	-86
%销售收入	8.4%	9.2%	9.4%	8.0%	6.0%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	161	176	187	250	308	374
%销售收入	21.1%	21.5%	22.8%	25.1%	25.7%	25.5%
财务费用	-1	1	10	13	21	24
%销售收入	0.1%	-0.1%	-1.2%	-1.3%	-1.7%	-1.6%
资产减值损失	-5	0	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	-2	1	0	0	0
投资收益	-1	0	5	0	0	0
%税前利润	n.a	0.3%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	155	175	195	263	329	398
营业利润率	20.3%	21.5%	23.8%	26.4%	27.4%	27.2%
营业外收支	7	5	10	7	7	7
税前利润	162	180	205	270	336	406
利润率	21.2%	22.1%	25.1%	27.1%	28.0%	27.7%
所得税	-22	-25	-29	-38	-47	-57
所得税率	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	140	155	176	232	289	349
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	140	155	176	226	283	343
净利率	18.3%	19.0%	21.6%	22.7%	23.6%	23.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	140	155	176	232	289	349
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	30	44	59	60	69	78
非经营收益	-1	1	-16	-1	-7	-7
营运资金变动	-60	-59	-70	461	-43	-56
经营活动现金净流	109	141	149	752	308	363
资本开支	-134	-58	-53	-58	-57	-60
投资	0	0	-447	-1	0	0
其他	-5	4	6	0	0	0
投资活动现金净流	-140	-54	-494	-59	-57	-60
股权募资	0	0	624	0	-68	0
债权募资	52	-7	-94	-7	0	1
其他	-26	-20	-46	0	-75	-93
筹资活动现金净流	25	-27	484	-7	-143	-92
现金净流量	-5	60	139	686	108	211

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	74	130	269	955	1,063	1,274
应收款项	181	222	249	243	293	358
存货	109	109	127	129	158	195
其他流动资产	18	17	452	18	22	26
流动资产	382	478	1,097	1,346	1,536	1,853
%总资产	51.1%	54.5%	72.2%	76.1%	78.6%	82.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	334	368	391	385	371	351
%总资产	44.6%	41.9%	25.7%	21.8%	19.0%	15.5%
无形资产	27	26	25	35	44	54
非流动资产	365	399	424	423	418	407
%总资产	48.9%	45.5%	27.8%	23.9%	21.4%	18.0%
资产总计	747	877	1,521	1,769	1,953	2,260
短期借款	26	53	0	0	0	0
应付款项	112	109	113	134	164	202
其他流动负债	32	38	42	119	147	179
流动负债	169	200	156	253	311	381
长期贷款	89	54	0	0	0	1
其他长期负债	6	9	7	0	0	0
负债	264	263	163	253	311	382
普通股股东权益	483	614	1,358	1,509	1,631	1,860
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	747	877	1,521	1,769	1,953	2,260

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.16	1.29	1.10	1.41	1.77	2.14
每股净资产	4.03	5.12	8.49	9.43	10.19	11.63
每股经营现金净流	0.91	1.18	0.93	4.70	1.92	2.27
每股股利	0.00	0.00	0.30	0.47	0.58	0.71
回报率						
净资产收益率	28.87%	25.23%	12.97%	14.98%	17.35%	18.43%
总资产收益率	18.67%	17.66%	11.58%	12.78%	14.48%	15.17%
投入资本收益率	23.27%	20.93%	11.82%	14.20%	16.12%	17.13%
增长率						
主营业务收入增长率	12.35%	6.65%	0.25%	22.00%	20.35%	22.22%
EBIT 增长率	12.26%	8.88%	6.25%	34.05%	23.12%	21.55%
净利润增长率	3.97%	11.05%	13.67%	28.34%	25.15%	21.20%
总资产增长率	32.21%	17.41%	73.35%	16.27%	10.46%	15.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42	51	54	46	46	46
存货周转天数	72	75	84	75	75	75
应付账款周转天数	70	70	71	70	70	70
固定资产周转天数	155	165	174	143	117	93
偿债能力						
净负债/股东权益	8.23%	-3.75%	-19.84%	-63.03%	-64.73%	-67.78%
EBIT 利息保障倍数	162.8	-151.1	-19.3	-19.9	-14.9	-15.6
资产负债率	35.32%	29.98%	10.72%	14.31%	15.91%	16.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-11-16	增持	52.28	63.00~63.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD