



友邦吊顶 (002718)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2017-04-21

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

业绩稳增长, 产能待放量

——2016 年年度报告点评

事件: 公司发布 2016 年年度报告, 全年实现营收 5.08 亿元, 同比增长 23.71%, 归母净利润 1.26 亿元, 同比增长 4.72%, 基本每股收益 1.48 元/股, 同比增长 1.37%。

主要观点:

□ 多渠道覆盖促营收稳增长, 毛利率小幅下滑, 利润增速放缓

2016 年, 公司积极布局“互联网+”销售模式, 并加强了与大开发商关于精装房工程的合作, 实现营业收入稳增长 23.71%, 其中基础模块营收占比达 52.22%, 占比同比提升 4.89 个百分点。基础模块毛利率比功能模块低约 10 个百分点, 其营收占比的上升也拉低了公司主营整体毛利率, 全年录得 49.32%, 同比下滑 1.95 个百分点。2016 年公司三费占营收比例同比增长 1.21 个百分点, 其中销售费用同比增长 48.26%, 主要是渠道铺设的持续推进所致。毛利率的下滑及费用比例的上升使得公司归母净利润增幅不及营收增幅, 全年实现 1.26 亿元, 同比小增 4.72%。

□ 行业竞争激烈, 打造品牌有望突出重围

集成吊顶技术壁垒不高, 价格大战轮番上演, 行业集中度较低, 品牌效应相对较弱; 公司主要原材料铝板、钢板价格波动范围较大, 近期价格明显回升, 使公司成本端承压。由于市场竞争和成本端的双重压力, 公司近年来毛利率水平一直有所下滑, 但这并不影响公司在集成吊顶行业的龙头地位。作为全国吊顶十大品牌之首, 公司深耕品牌建设, 保证产品品质, 注重产品创新。随着人们对家装的要求越来越高, 低价竞争有望逐渐在市场中淡化, 品牌效应将越发凸显, 公司在毛利率方面有望回升。目前, 公司的订单饱满, 营收水平逐年上升, 后期在净利润方面上升空间相当可观。

□ 员工持股定军心, 加强对外合作

2016 年 8 月, 公司公布第一期员工持股计划方案, 以员工合法薪酬、自筹资金等方式募资不超过 7854 万元, 参与总人数约 408 人, 持股约 100.51 万股, 占公司现有股本 1.15%。参与员工的多为公司管理人员和业务骨干, 彰显了管理层对未来经营发展的信心, 对公司长远发展具有重要意义。公司一直重视在销售网络的精耕细作, 同时不断加码 O2O 平台建设, 形成了线上线下的完美结合。随着品牌影响力的扩大, 公司规划将加强与开发商和线上及线下家装公司的合作, 一方面开拓精装房市场, 另一方面则对销售渠道进行优化。在行业集中度亟待提高的大背景下, 公司对内稳固管理, 对外积极寻求突破, 通过这一套“组合拳”稳定行业龙头的地位, 市占率的提高值得期待。

□ 地产去化推进助力下游需求回暖

作为一个新兴的细分行业, 目前集成吊顶的市场主要来源于住宅装修市场, 2016 年一、二线城市房地产大幅回暖, 家装销售相对于房地产销售滞后, 加之三四线城市房地产库存去化持续推进, 2017 年行业有望迎来销量上的爆发式增长。另外, 我国房地产高速发展始于 2005 年, 根据居住 10 年以上

房屋约六成重装需求的规律，现阶段正是存量房翻修的增量上升期。而从对装配式建筑来看，政府当前规划目标为十年后装配式建筑面积占新增面积的 30%，因此年化复合增长率将达 27%，空间相当可观。

□ 牵手恒大完善产业链，巩固吊顶龙头地位

目前，集成吊顶行业竞争激烈，在装配式建筑政策大力推行的背景下，公司主动出击，2017 年 3 月与恒大地产子公司恒大材料签订集成天花吊顶日常销售合同，总金额暂定 5 亿元，期限 33 个月，同时，拟以自有资金 3 亿元入股睿灿投资，间接参与恒大定增。公司一系列动作巩固了行业龙头的地位，而这种强强合作模式带来的协同效应同样值得期待。

□ 盈利预测与估值

友邦吊顶多年来致力于经营发展集成吊顶，已站稳行业龙头位置。目前行业竞争仍激烈，公司的品牌文化建设和销售网络铺设成为了未来突出重围的重要砝码。对内公司实行股权激励计划，稳定管理层军心，同时发行定增扩张产能，强化行业地位；对外公司规划加强与大型房企开发商和家装公司及互联网渠道公司的合作，形成稳定的销售链。在家装市场回暖和装配式建筑推进的影响下，公司需求端有望稳定增长。我们预测，2017-2019 年公司 EPS 为 2.12 元/股、2.54 元/股、3.05 元/股，对应 PE 为 28.31 倍、23.68 倍、19.70 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	508	650	800	896
收入同比(%)	24%	28%	23%	12%
归属母公司净利润	126	186	222	267
净利润同比(%)	5%	47%	20%	20%
毛利率(%)	49.5%	48.6%	48.1%	50.2%
ROE(%)	12.1%	15.8%	16.6%	17.4%
每股收益(元)	1.44	2.12	2.54	3.05
P/E	41.64	28.31	23.68	19.70
P/B	5.09	4.48	3.93	3.43
EV/EBITDA	41	26	22	18

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	834	870	1,013	1,185	营业收入	508	650	800	896
现金	422	366	397	395	营业成本	257	334	415	446
应收账款	22	19	27	32	营业税金及附加	5	6	7	8
其他应收款	3	5	5	6	销售费用	54	62	77	87
预付账款	25	33	45	65	管理费用	54	72	89	100
存货	43	46	60	67	财务费用	(9)	(6)	(6)	(6)
其他流动资产	319	402	479	621	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	324	429	486	533	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	2
固定资产	85	80	75	69	营业利润	146	182	218	263
无形资产	64	60	56	52	营业外收入	1	3	4	4
其他非流动资产	174	289	356	412	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,158	1,299	1,499	1,718	利润总额	147	185	221	266
流动负债	123	124	161	188	所得税	22	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	125	185	221	266
应付账款	53	61	78	86	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
其他流动负债	70	63	83	102	归属母公司净利润	126	186	222	267
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	148	186	222	266
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.44	2.12	2.54	3.05
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	125	125	162	189					
少数股东权益	(1)	(2)	(3)	(4)	主要财务比率				
股本	88	88	88	88	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	451	451	451	451	成长能力				
留存收益	496	638	802	996	营业收入	23.71%	28.00%	23.00%	12.00%
归属母公司股东权益	1,035	1,176	1,340	1,534	营业利润	8.35%	24.96%	19.73%	20.26%
负债和股东权益	1,158	1,299	1,499	1,718	归属于母公司净利润	4.72%	47.07%	19.55%	20.21%
					获利能力				
					毛利率(%)	49.45%	48.60%	48.10%	50.20%
					净利率(%)	净利率	24.89%	28.60%	27.80%
					ROE(%)	12.12%	15.79%	16.55%	17.38%
					ROIC(%)	79.14%	35.00%	27.17%	29.21%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.77%	9.62%	10.79%	10.99%
					净负债比率(%)	-34.06%	-20.51%	-20.33%	-15.27%
					流动比率	6.76	7.04	6.31	6.31
					速动比率	6.41	6.67	5.94	5.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.53	0.57	0.56
					应收账款周转率	36.89	39.03	45.40	38.18
					应付账款周转率	11.62	11.42	11.57	10.99
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.44	2.12	2.54	3.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	0.56	0.94	0.74
					每股净资产(最新摊薄)	11.81	13.42	15.30	17.50
					估值比率				
					P/E	41.6	28.3	23.7	19.7
					P/B	5.1	4.5	3.9	3.4
					EV/EBITDA	41.07	26.25	21.70	17.99

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。