CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

惠达卫浴603385.SH

目标估值：NA
当前股价：23.78 元
2017 年 08 月 27 日

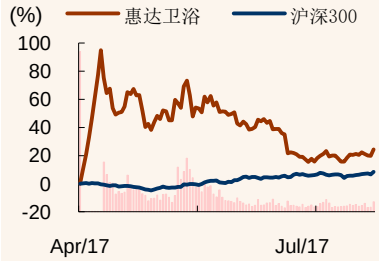
业绩超预期，营销拓展与管理精益同步推进

基础数据

上证综指	3332
总股本（万股）	28415
已上市流通股（万股）	7104
总市值（亿元）	68
流通市值（亿元）	17
每股净资产（MRQ）	9.9
ROE（TTM）	7.9
资产负债率	29.2%
主要股东	王惠文
主要股东持股比例	16.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	79	79
相对表现	2	70	64



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《惠达卫浴（603385）—全品类卫浴之花，三十五载厚积薄发》2017-08-03

郑恺
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

濮冬燕
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏
lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

研究助理：郭庆龙
guoqinglong@cmschina.com.cn

事件：

惠达卫浴公告半年报，17 年 H1 公司实现营收 13.3 亿元，同比增长 26.3%；归母净利润 1.09 亿元，同比增长 54.6%；其中二季度单季实现营收 7.6 亿元，同比增长 26.0%，归母净利润 6871 万元，同比增长 60.1%。排除持有达丰焦化 40%等带来的投资受益和营业外因素影响的营业利润为 1.08 亿元，同比增长 35.7%。

评论：

1、内外销双轮驱动，市场、渠道、品牌三箭齐发

内销方面，随着公司零售渠道、电商渠道和大宗渠道共同发力，17H1 内销端实现销售收入 9.03 亿元，同比增长 31.01%。零售渠道，公司目前省级、地级和县级市场的覆盖率分别达到 88.24%、86.2%和 70.46%，17 年 H1 公司新增门店 318 家，渠道进一步趋于完善。电商渠道，公司已与多家主流电商平台合作，17 年 H1 智能马桶销售突破 5 万台，同比增长 36.4%。大宗渠道，公司专门成立大客户部对接集团工程客户，目前已经与碧桂园、中信建设等大型房企签订战略合作协议。外销方面，随着北美大客户美商富凯恢复增长和南亚、中东、北非、东盟市场的积极开拓，17 年 H1 实现营收 4.28 亿元，同比增长 17.9%。

2、管理费用率大幅下降，精益化管理效果初显

公司 17H1 毛利率为 26.45%，同比降低 1.23pct，销售费用率为 6.95%，同比降低 0.1pct，管理费用率为 7.08%，同比大幅降低 2.88pct，财务费用率为 1.17%，同比降低 0.13pct。公司从 2013 年开始陆续邀请以副总经理殷慷为代表的人才队伍加盟，积极进行内销收入的拓展和供应链等管理上的精细化改造，17H1 公司三项期间费用率均呈现下降趋势，内部精益化管理的效果初步显现。

3、加码智能卫浴，营销拓展与管理精益同步推进，维持“强烈推荐-A”评级

17 年 8 月公司与深圳麦格米特成立合资公司惠米科技，公司股权占比 60%，在智能卫浴的研发和生产上积极布局。在四大卫生陶瓷生产上中公司率先登陆资本市场，随着内外销共同发力带来的收入增长和精益化管理带来的效率提升，预计 17-19 年净利润分别为 2.8、3.5、4.0 亿元，同比增长 33%、25%、15%，对应当前股价 PE 分别为 24、19、17 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：卫浴行业格局发生重大变化，经济环境恶化导致卫浴产品需求下滑

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2232	2277	2844	3540	4072
同比增长	7%	2%	25%	24%	15%
营业利润(百万元)	121	234	324	421	498
同比增长	-32%	94%	39%	30%	18%
净利润(百万元)	81	210	280	350	405
同比增长	-40%	160%	33%	25%	16%
每股收益(元)	0.38	0.99	0.98	1.23	1.42
PE	62.7	24.1	24.2	19.3	16.7
PB	2.7	2.6	3.1	2.8	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 31X

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2017/8/27	15	16	17E	15	16	17E	(LF)	(%)
索菲亚	38.97	1.04	1.44	1.06	37.47	27.06	36.76	9.32	21.44
帝王洁具	40.75	0.82	0.65	1.15	49.70	63.92	32.63	6.03	10.40
好莱客	31.58	0.55	0.84	1.14	57.42	37.76	28.48	5.57	23.95
海鸥卫浴	8.97	0.11	0.19	0.26	81.55	44.31	31.71	3.55	7.39
宜华生活	10.61	0.42	0.48	0.60	25.26	20.13	13.05	2.10	9.96
曲美家居	15.93	0.24	0.38	0.53	66.38	39.87	28.58	5.32	14.21
欧派家居	101.00	1.31	2.54	2.98	77.10	41.23	34.56	8.09	39.45
尚品宅配	128.89	1.72	3.15	3.41	74.94	41.70	41.18	6.43	35.36
平均					58.73	39.50	30.87	5.80	20.27

资料来源：Wind，招商证券

参考报告:

1、《惠达卫浴（603385）—全品类卫浴之花，三十五载厚积薄发》2017-08-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1359	1558	1741	2161	2539
现金	235	315	217	267	365
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	60	26	33	41	47
应收款项	380	380	451	562	646
其它应收款	13	11	14	17	20
存货	626	658	817	1013	1162
其他	45	168	210	261	300
非流动资产	1753	1746	1901	1930	1844
长期股权投资	340	399	399	399	399
固定资产	1019	1072	1133	1277	1208
无形资产	190	198	179	161	145
其他	204	77	190	93	92
资产总计	**3111**	**3304**	**3642**	**4091**	**4383**
流动负债	923	1049	1108	1303	1316
短期借款	500	500	493	610	564
应付账款	172	226	284	353	405
预收账款	35	32	40	49	56
其他	216	291	291	291	291
长期负债	171	162	162	162	162
长期借款	0	0	0	0	0
其他	171	162	162	162	162
负债合计	**1093**	**1211**	**1270**	**1465**	**1478**
股本	213	213	284	284	284
资本公积金	243	243	243	243	243
留存收益	1413	1479	1652	1863	2092
少数股东权益	150	158	193	236	286
归属于母公司所有者权益	1869	1935	2179	2389	2619
负债及权益合计	**3111**	**3304**	**3642**	**4091**	**4383**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	230	349	158	168	317
净利润	81	210	280	350	405
折旧摊销	103	103	114	117	128
财务费用	31	22	28	31	33
投资收益	41	(61)	(85)	(85)	(75)
营运资金变动	(48)	47	(220)	(300)	(228)
其它	22	28	41	54	55
投资活动现金流	(26)	(165)	(270)	(149)	(40)
资本支出	(50)	(58)	(270)	(149)	(40)
其他投资	23	(107)	0	0	0
筹资活动现金流	(293)	(110)	15	31	(179)
借款变动	(135)	(34)	(7)	117	(46)
普通股增加	0	0	71	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	(107)	(107)	(107)	(140)	(175)
其他	(52)	31	57	54	42
现金净增加额	(89)	74	(98)	50	98

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2232	2277	2844	3540	4072
营业成本	1646	1650	2071	2570	2947
营业税金及附加	23	37	46	58	66
营业费用	164	177	213	258	297
管理费用	204	208	247	287	305
财务费用	18	22	28	31	33
资产减值损失	15	11	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	(41)	61	85	85	75
营业利润	121	234	324	421	498
营业外收入	26	41	41	41	41
营业外支出	6	0	0	0	0
利润总额	140	275	366	462	540
所得税	37	39	51	69	85
净利润	103	236	314	393	455
少数股东损益	22	26	35	43	50
归属于母公司净利润	81	210	280	350	405
EPS（元）	0.38	0.99	0.98	1.23	1.42

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	7%	2%	25%	24%	15%
营业利润	-32%	94%	39%	30%	18%
净利润	-40%	160%	33%	25%	16%
获利能力					
毛利率	26.2%	27.6%	27.2%	27.4%	27.6%
净利率	3.6%	9.2%	9.8%	9.9%	9.9%
ROE	4.3%	10.9%	12.8%	14.7%	15.5%
ROIC	4.4%	8.1%	10.0%	11.4%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	36.7%	34.9%	35.8%	33.7%
净负债比率	16.1%	15.1%	13.5%	14.9%	12.9%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.6	2.6	2.8	2.8	2.7
应收帐款周转率	6.1	6.0	6.8	7.0	6.7
应付帐款周转率	10.3	8.3	8.1	8.1	7.8
每股资料（元）					
每股收益	0.38	0.99	0.98	1.23	1.42
每股经营现金	1.08	1.64	0.55	0.59	1.12
每股净资产	8.77	9.08	7.67	8.41	9.22
每股股利	0.50	0.50	0.49	0.62	0.71
估值比率					
PE	62.7	24.1	24.2	19.3	16.7
PB	2.7	2.6	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。