

2017年10月31日

公司研究·证券研究报告

惠达卫浴 (603385.SH)

公司快报

受益国内卫浴市场持续好转，前三季度营收稳定增长

投资要点

事件：10月29日，公司发布2017年前三季度报，2017年前三季度，公司实现营业收入206,679.27万元，同比增长25.97%；实现归母净利润17,775.68万元，同比增长27.74%。其中，第三季度单季度公司实现营业收入73,545.53万元，同比增长25.35%；实现归母净利润6,911.75万元，同比增长0.34%。

◆ **国内市场持续好转，2017年单季度营收增速平稳：**公司拥有国内最大的陶瓷卫浴产业集群，可生产超过2000种卫浴产品。公司产品主要销往国内市场，2017年前三季度受益于国内卫浴市场持续好转，从单季度营收增速来看，Q1、Q2、Q3营收同比增速分别为26.75%、25.97%、25.35%，单季度业绩增长平稳。从归母净利润来看，2017年Q1、Q2、Q3同比增速分别为45.97%、60.09%、0.34%，三季度增速较低，主要是由于三季度营业成本、销售费用增长较快。

◆ **营销渠道优势明显，加大新项目开工建设：**公司在国内市场具有广泛的营销网络，在维护现有大中城市市场销售网点建设的同时，公司大力开发三四线市场，据公司半年报披露，公司上半年经销商新建专卖店318家。在国外市场方面，公司已经建立起美国、英国、澳大利亚、南亚、中东等80多个国家和地区的营销网络，市场渠道优势明显。2017年第三季度，公司积极拓展市场渠道，前三季度销售费用达14,854.69万元，同比增长35.75%。此外，公司加大新项目的开工建设，2017年前三季度公司在建工程达5,331.19万元，较年初增加了4,388.28万元，随着新项目的不断推进并达产，公司竞争能力、盈利能力有望进一步提升。

◆ **投资建议：**我们预测公司2017至2019年每股收益分别为0.90、1.09和1.28元，净资产收益率分别为8.5%、9.4%和9.9%，给予买入-A建议，6个月目标价为28元，相当于2018年26倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**受房地产等相关行业影响风险；销售渠道风险；原材料价格波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,231.7	2,277.5	2,835.5	3,430.9	4,048.5
同比增长(%)	6.6%	2.0%	24.5%	21.0%	18.0%
营业利润(百万元)	120.6	234.1	317.0	386.3	452.8
同比增长(%)	-31.6%	94.1%	35.4%	21.9%	17.2%
净利润(百万元)	80.8	210.1	254.7	310.4	362.8
同比增长(%)	-40.3%	160.0%	21.2%	21.9%	16.9%
每股收益(元)	0.28	0.74	0.90	1.09	1.28
PE	89.7	34.5	28.5	23.4	20.0
PB	3.9	3.7	2.4	2.2	2.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

建材 | 陶瓷 III

买入-A(首次)

投资评级

6个月目标价

28元

股价(2017-10-30)

24.00元

交易数据

总市值(百万元)

7,248.69

流通市值(百万元)

1,812.23

总股本(百万股)

284.15

流通股本(百万股)

71.04

12个月价格区间

19.11/38.52元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.18	8.25	-10.07
绝对收益	4.21	13.28	

分析师

叶中正

SAC执业证书编号：S0910516080001

yezhongzheng@huajinsc.cn

0755-83224377

分析师

谭志勇

SAC执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsc.cn

021-20377198

报告联系人

杨维维

yangweiwei@huajinsc.cn

0755-83231652

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,231.7	2,277.5	2,835.5	3,430.9	4,048.5	年增长率					
减:营业成本	1,646.4	1,649.6	2,074.1	2,521.7	2,975.6	营业收入增长率	6.6%	2.0%	24.5%	21.0%	18.0%
营业税费	22.7	37.1	49.6	60.0	70.8	营业利润增长率	-31.6%	94.1%	35.4%	21.9%	17.2%
销售费用	163.8	176.9	221.2	262.0	313.1	净利润增长率	-40.3%	160.0%	21.2%	21.9%	16.9%
管理费用	204.3	207.6	192.8	223.0	263.1	EBITDA 增长率	-18.8%	49.9%	24.9%	20.9%	13.1%
财务费用	18.1	21.8	30.7	32.8	28.0	EBIT 增长率	-30.7%	84.5%	35.9%	20.5%	14.7%
资产减值损失	15.1	11.5	30.0	15.0	15.0	NOPLAT 增长率	-38.9%	115.4%	34.7%	20.5%	14.7%
加:公允价值变动收益	0.7	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.6%	0.6%	44.9%	-9.7%	14.5%
投资和汇兑收益	-41.5	61.1	80.0	70.0	70.0	净资产增长率	0.7%	3.7%	52.6%	10.9%	11.4%
营业利润	120.6	234.1	317.0	386.3	452.8						
加:营业外净收支	19.5	41.2	17.8	21.7	24.2	盈利能力					
利润总额	140.0	275.3	334.8	408.0	476.9	毛利率	26.2%	27.6%	26.9%	26.5%	26.5%
减:所得税	37.1	39.2	50.2	61.2	71.5	营业利润率	5.4%	10.3%	11.2%	11.3%	11.2%
净利润	80.8	210.1	254.7	310.4	362.8	净利率	3.6%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
						EBITDA/营业收入	10.5%	15.5%	15.5%	15.5%	14.9%
						EBIT/营业收入	6.2%	11.2%	12.3%	12.2%	11.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	35.1%	36.7%	27.2%	18.8%	19.2%
货币资金	235.1	314.8	368.6	589.9	575.4	负债权益比	54.2%	57.9%	37.3%	23.2%	23.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.47	1.49	2.37	3.57	3.82
应收帐款	392.8	391.3	573.0	597.2	786.6	速动比率	0.79	0.86	1.41	2.06	2.08
应收票据	59.6	26.1	81.9	48.4	105.0	利息保障倍数	7.67	11.75	11.33	12.77	17.19
预付帐款	43.9	44.2	65.3	67.8	89.3	营运能力					
存货	626.3	658.4	980.8	985.5	1,344.3	固定资产周转天数	159	165	139	126	114
其他流动资产	1.2	123.6	360.0	50.0	50.0	流动营业资本周转天数	116	110	138	135	120
可供出售金融资产	11.3	1.3	1.3	1.3	1.3	流动资产周转天数	228	231	253	250	235
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	61	62	61	61	62
长期股权投资	339.5	399.0	399.0	399.0	399.0	存货周转天数	102	102	104	103	104
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	512	507	488	459	411
固定资产	1,019.2	1,071.7	1,111.8	1,282.1	1,279.9	投资资本周转天数	361	348	344	320	276
在建工程	118.4	9.4	174.6	81.2	-						
无形资产	190.3	198.4	211.1	203.9	196.6	费用率					
其他非流动资产	74.0	66.1	59.1	57.3	56.3	销售费用率	7.3%	7.8%	7.8%	7.6%	7.7%
资产总额	3,111.5	3,304.3	4,386.5	4,363.3	4,883.6	管理费用率	9.2%	9.1%	6.8%	6.5%	6.5%
短期债务	500.0	500.0	437.3	-	-	财务费用率	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	0.7%
应付帐款	217.1	267.3	354.9	429.6	529.2	三费/营业收入	17.3%	17.8%	15.7%	15.1%	14.9%
应付票据	-	-	4.9	2.3	1.8	投资回报率					
其他流动负债	205.5	281.7	229.2	223.6	240.8	ROE	4.3%	10.9%	8.5%	9.4%	9.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	7.1%	6.5%	7.9%	8.3%
其他非流动负债	170.5	162.2	165.3	166.0	164.5	ROIC	4.5%	10.0%	13.4%	11.1%	14.1%
负债总额	1,093.1	1,211.2	1,191.5	821.5	936.3	分红指标					
少数股东权益	149.6	158.0	187.9	224.3	266.9	DPS(元)	0.27	0.22	-	-	-
股本	213.1	213.1	284.2	284.2	284.2	分红比率	94.9%	30.4%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,645.3	1,711.6	2,723.0	3,033.4	3,396.2	股息收益率	1.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,018.4	2,093.1	3,195.0	3,541.8	3,947.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	102.9	236.1	254.7	310.4	362.8	EPS(元)	0.28	0.74	0.90	1.09	1.28
加:折旧和摊销	103.1	103.0	92.0	112.4	120.7	BVPS(元)	6.58	6.81	10.58	11.68	12.95
资产减值准备	15.1	11.5	-	-	-	PE(X)	89.7	34.5	28.5	23.4	20.0
公允价值变动损失	-0.7	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.7	2.4	2.2	2.0
财务费用	30.9	21.9	30.7	32.8	28.0	P/FCF	-969.1	36.8	-9.1	39.6	-124.8
投资损失	41.5	-61.1	-80.0	-70.0	-70.0	P/S	3.2	3.2	2.6	2.1	1.8
少数股东损益	22.1	25.9	29.9	36.4	42.6	EV/EBITDA	24.5	16.2	16.9	12.8	11.4
营运资金的变动	-28.0	-107.3	-689.2	381.3	-510.6	CAGR(%)	49.9%	19.7%	21.4%	49.9%	19.7%
经营活动产生现金流量	229.9	349.1	-361.9	803.4	-26.5	PEG	1.8	1.7	1.3	0.5	1.0
投资活动产生现金流量	-26.5	-165.0	-230.0	-112.0	40.0	ROIC/WACC	0.4	1.0	1.3	1.1	1.4
融资活动产生现金流量	-292.7	-109.7	645.8	-470.1	-28.0						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn