

周期波动影响业绩增速，综合竞争力降低波动

——友邦吊顶（002718）2015 年中报点评

2015 年 8 月 24 日

强烈推荐/维持

友邦吊顶

财报点评

姓名	分析师 赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email: zhaojs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554088

事件:

公司 2015 年上半年实现营业收入 3.79 亿元，同期增长 4.89%；营业利润为 5173 万元，同比增长 5.64%；利润总额为 5709 万元，同比增长 11.21%；归属于上市公司净利润 4902 万元，同比增长 11.69%。实现每股收益为 0.59 元，基本符合我们的预期。

公司分季度财务指标

指标	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
营业收入（百万元）	112.84	40.32	122.59	89.42	126.30	61.20	109.66
增长率（%）	27.43%	45.71%	29.45%	21.77%	11.93%	51.81%	-10.54%
毛利率（%）	-30.26%	49.25%	50.94%	53.88%	52.27%	44.51%	51.05%
期间费用率（%）	54.49%	33.44%	14.93%	18.27%	19.90%	27.72%	13.96%
营业利润率（%）	34.05%	15.13%	34.97%	34.80%	31.43%	16.62%	37.90%
净利润（百万元）	34.55	4.95	38.94	27.66	33.13	8.60	40.42
增长率（%）	13.10%	40.71%	46.26%	29.48%	-4.10%	73.72%	3.80%
每股盈利（季度，元）	0.768	0.096	0.755	0.536	0.642	0.167	0.490
资产负债率（%）	15.64%	10.58%	10.70%	10.26%	9.93%	11.96%	10.70%
净资产收益率（%）	12.30%	1.11%	8.36%	5.60%	6.29%	1.61%	7.35%
总资产收益率（%）	10.37%	0.99%	7.46%	5.03%	5.66%	1.42%	6.56%

观点:

- **营业收入和净利润增速下降明显。**公司2015年上半年营业收入增速同比增长4.89%，增速较2014年上半年增速下降29.08个百分点，主要原因是第2季度营业收入同比下降幅度较大，下降10.54%。房地产行业前期销售的低迷逐步影响到行业的需求增长，导致公司第二季度产品销售受到较大影响。在毛利率下降的影响下净利润增速降至11.69%，剔除非经常损益增速仅为1.30%，较一季度和前期增速大幅回落。
- **基础和功能模块以及ACOLL业务影响毛利率下降较大。**受行业需求低迷的影响，公司综合毛利率水平同比下降1.81个百分点，降至48.71%，但是第二季度毛利率为51.05%，同比提高0.11个百分点。从分产品来看，基础模块毛利率为45.33%，同比下降5.47个百分点；功能模块毛利率为53.68%，同比下降2.05个百分点；辅助模块毛利率为46.20%，同比提高3.37个百分点。同时公司新业务ACOLL成套家饰毛利率为38.07%。

- **现金充裕, 利息收入使得财务费用率继续下降。**截止到2015年上半年公司货币资金为4.04亿元, 现金储备充足, 贡献利息收入6581万元。公司财务费用率2015年上半年为-3.84%, 较去年同期下降2.9个百分点。虽然销售费用率提高0.18个百分点, 管理费用率同比提高2.09个百分点, 期间费用率同比仍下降0.62个百分点。
- **持续提升技术、品牌和销售网络的综合竞争力。**截止到2015年上半年公司拥有有效专利478项, 仅上半年研发新品和申请专利就有100项。多年来公司在业内形成自己的品牌优势, 同时公司不断地推出新品引领行业消费潮流, 提升品牌竞争力。在销售网络的布局上, 公司已覆盖全国一、二线城市和东部沿海的三线城市, 凭借自己的经销商和专卖店管理制度, 销售渠道建设规范化、可复制。
- **新业务正在逐步推进。**公司成套家饰业务ACOLL已经初见成效, 2015年上半年实现营业收入182万元。下半年公司将继续开展客厅吊顶业务, 客厅吊顶业务效果将逐渐显现。随着公司这些新业务的逐步开展, 公司将迎来新的业绩增长空间。公司在自己1+X模式的发展战略上持续发展。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计公司2015到2017年公司的每股收益1.57元、2.24元和2.97元, 以收盘价39.15元计算, 对应的动态PE为25倍、17倍和13倍, 考虑到公司作为行业龙头、缔造者和领军企业, 公司综合竞争力强以及公司未来发展路径清晰, 维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 客厅吊顶业务进展低于预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	214.03	426.36	327.91	289.38	372.57	营业收入	308.64	378.62	463.00	655.00	879.00
货币资金	181.19	316.70	287.92	236.52	303.87	营业成本	146.98	182.12	220.00	305.00	411.00
应收账款	1.34	2.49	2.54	3.59	4.82	营业税金及附加	2.49	3.48	4.00	6.00	8.00
其他应收款	0.14	3.09	3.78	5.35	7.18	营业费用	29.19	35.57	43.52	61.57	82.63
预付款项	6.89	7.15	7.15	7.15	7.15	管理费用	34.43	42.36	51.39	72.71	97.57
存货	24.46	21.94	26.52	36.77	49.55	财务费用	(2.13)	(4.67)	(4.53)	(3.93)	(4.05)
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	(0.08)	0.23	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	119.00	158.47	354.05	597.68	783.05	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.25	0.20	0.20	0.20
固定资产	90.97	96.88	173.95	336.36	509.16	营业利润	97.76	119.78	148.82	213.85	284.05
无形资产	27.61	60.70	54.63	48.56	42.49	营业外收入	3.15	3.07	3.10	3.10	3.10
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.24	0.52	0.52	0.52	0.52
资产总计	333.03	584.83	681.96	887.06	1155.62	利润总额	100.67	122.33	151.40	216.43	286.63
流动负债合计	51.29	56.54	62.18	76.16	93.58	所得税	14.62	17.65	21.95	31.38	41.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	86.05	104.68	129.45	185.05	245.07
应付账款	25.06	30.30	36.16	50.14	67.56	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	6.58	1.67	1.67	1.67	1.67	归属母公司净利润	86.05	104.68	129.45	185.05	245.07
一年内到期的非流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	102.59	124.17	267.73	358.91	450.96
非流动负债合计	0.80	1.51	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.91	2.05	1.57	2.24	2.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	52.09	58.05	62.18	76.16	93.58	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	33.97%	22.67%	22.29%	41.47%	34.20%
实收资本 (或股本)	45.00	51.60	82.56	82.56	82.56	营业利润增长	42.86%	22.52%	24.24%	43.70%	32.83%
资本公积	5.35	159.00	159.00	159.00	159.00	归属于母公司净利润	40.58%	21.65%	23.66%	42.95%	32.43%
未分配利润	203.92	278.92	395.42	561.96	782.52	获利能力					
归属母公司股东权益	280.94	526.78	687.19	872.24	1117.31	毛利率 (%)	52.38%	51.90%	52.48%	53.44%	53.24%
负债和所有者权益	333.03	584.83	681.96	887.06	1155.62	净利率 (%)	27.88%	27.65%	27.96%	28.25%	27.88%
现金流量表						总资产净利润 (%)		25.84%	17.90%	17.27%	19.51%
						ROE (%)	30.63%	19.87%	18.84%	21.22%	21.93%
单位: 百万元						偿债能力					
经营活动现金流	96.32	103.26	248.58	331.02	413.36	资产负债率 (%)	15.64%	9.93%	8.30%	8.03%	7.73%
净利润	86.05	104.68	129.45	185.05	245.07	流动比率	4.17	7.54	5.27	3.80	3.98
折旧摊销	6.96	9.06	123.44	148.99	170.96	速动比率	3.70	7.15	4.85	3.32	3.45
财务费用	2.13	4.67	4.53	3.93	4.05	营运能力					
应付帐款的变化	6.11	5.24	5.86	13.98	17.42	总资产周转率	1.06	0.83	0.73	0.83	0.86
预收帐款的变化	0.61	(4.91)	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	201.07	197.71	184.10	213.70	209.04
投资活动现金流	(25.94)	(39.51)	(312.75)	(386.35)	(350.06)	应付账款周转率	6.68	6.58	6.62	7.07	6.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	1.91	2.05	1.57	2.24	2.97
投资收益	0.00	0.25	0.20	0.20	0.20	每股净现金流 (最新)	1.33	2.63	(0.35)	(0.62)	0.82
筹资活动现金流	2.98	164.22	35.39	3.93	4.05	每股净资产 (最新摊)	6.24	10.21	8.32	10.56	13.53
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	22.77	21.22	27.74	19.41	14.66
普通股增加	0.00	6.60	30.96	0.00	0.00	P/B	6.97	4.26	5.23	4.12	3.21
资本公积增加	0.00	153.65	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	17.31	15.53	12.34	9.35	7.29
现金净增加额	73.36	227.97	(28.78)	(51.40)	67.35						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士研究生，2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建筑建材等行业研究。2014 年第十届（暨 2013 年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第 3 名。慧眼识券商 2014 年度最佳分析师量化评选第 4 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。