

瑞尔特(002790.SZ)

评级：增持 首次评级

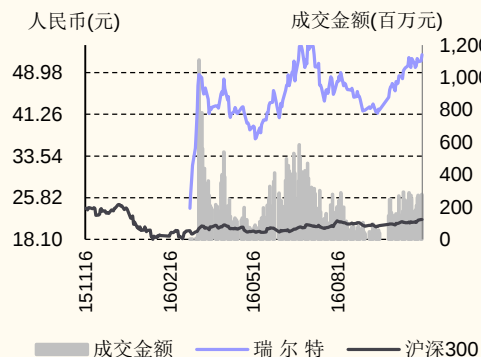
公司深度研究

市场价格(人民币)：52.28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)	8,364.80
年内股价最高最低(元)	54.04/23.88
沪深300指数	3429.87
深证成指	10958.10



卫浴配件领导者，产能扩张正当时

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.16	1.29	1.21	1.57	1.96
每股净资产(元)	4.03	5.12	7.20	8.25	9.56
每股经营性现金流(元)	0.91	1.18	2.04	1.93	2.27
市盈率(倍)	N/A	N/A	43	34	27
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	58	73	73
净利润增长率(%)	3.97%	11.05%	12.74%	29.56%	24.81%
净资产收益率(%)	28.87%	25.23%	16.86%	19.06%	20.51%
总股本(百万股)	120.00	120.00	144.00	144.00	144.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内卫浴配件龙头企业。**公司产品主要是节水型冲水组件、静音缓降盖板、挂式及隐藏式水箱等。公司15年实现营收8.15亿元，同比增长6.65%；净利润1.55亿元，同比增长11.05%。主要产品节水型冲水组件15年毛利率36.68%，处于行业领先水平。
- **国内地产支撑，卫浴配件行业空间广阔。**冲水组件的市场需求量与房地产开发投资及销售成交量密切相关。目前我国正处于快速工业化、城市化阶段，在房地产建筑、保障房建设、城中村改造、基础设施建设等固定资产投资高速增长宏观经济背景下，我国城市化水平的提高及住宅产业的发展将为以冲水组件为代表产品的卫浴配件行业提供广阔的市场空间。以商品房住宅为例，2015年我国全年销售面积达到112,405万平方米，截至2016年6月，全国商品房销售面积累计6.43亿平方米，同比增长27.9%，较上年同期高出24%，为冲水组件需求端市场提供良好保障。
- **行业集中度较高，下游卫浴企业整合将为公司带来更大的市占率。**行业的准入门槛较高，技术、品质及认证壁垒便将大部分想参与的企业拒之门外，因此集中度相对较高。近些年受我国宏观经济增长方式转向、原材料价格和劳动力成本上升等因素影响，中小型卫浴产品制造企业的行业生存状况恶化。境外卫浴品牌商加速了在我国卫浴产业的扩张速度，国内卫浴品牌商纷纷采取品牌运营、资本扩张等策略，在中高端卫浴市场与外资品牌展开竞争。这非常有利于其上游高端卫浴配件制造企业的生存与发展，而为全球知名卫浴品牌厂商提供高端配套服务的卫浴配件企业将在行业洗牌后占据更大的市场份额。
- **公司扩产抢占更大市场份额，未来盈利成长空间可期。**公司IPO募集资金净额6.155亿元，将用于新建年产1,120万套卫浴配件生产基地项目及现有卫浴配件生产基地改扩建项目。公司冲水组件14年产量为1890万套，产销率超过100%。两个项目预计18年实现完全达产，届时将新增冲水组件产量共计1200万套/年，盈利空间可期。

估值及投资建议

- **首次覆盖给予“增持”评级。**公司是国内卫浴配件龙头企业，我们看好公司新增产能2017年完成全部投放后的业绩增长潜力。预计公司2016-2018年的EPS1.21/1.57/1.96元/股(三年CAGR22.2%)我们给予公司2017年PE为40倍，对应目标价63元/股，首次给予“增持”评级。

风险

- 原材料价格波动；产能投放不达预期；及公司内部经营风险。

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

内容目录

估值及投资评级	4
公司概况：中国卫浴配件龙头企业	4
行业发展前景广阔，公司成长空间可期	6
公司竞争优势明显，盈利稳健运营高效	9
风险因素	14
盈利预测	14

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	4
图表 2：瑞尔特 2015 年主营收入分解	4
图表 3：瑞尔特历史营运表现	4
图表 4：瑞尔特 2015 年营业利润分解	5
图表 5：瑞尔特近年盈利表现	5
图表 6：瑞尔特近年经营效率	5
图表 7：瑞尔特近年现金流和盈利能力	5
图表 8：公司股权结构	5
图表 9：公司毛利率	6
图表 10：公司毛利率与可比上市公司对比	6
图表 11：全国房地产开发投资额	6
图表 12：全国商品房住宅销售面积	6
图表 13：我国城市人均日生活用水量（升）	7
图表 14：我国人均可再生水资源（立方米/人）	7
图表 15：全国卫生陶瓷累计产量	7
图表 16：冲水组件发展历程	8
图表 17：我国推行的节水政策	8
图表 18：公司研发费用占营收费用的稳定在 4% 左右	9
图表 19：公司部分专利	10
图表 20：公司所获部分相关奖项	10
图表 21：公司已获得的国际国内认证	10
图表 22：工程整体市场座便器品牌占有率(2014)	11
图表 23：公司与多个国际高端卫浴品牌长期合作	11
图表 24：公司外销部分客户	12
图表 25：公司内销部分客户	12
图表 26：ABS、POM、PP 现货结算价格（元/吨）	12
图表 27：发那科机器人	13
图表 28：公司机械化生产线	13
图表 29：公司新增产能&预计增加营收	13

图表 30：冲水组件产能情况.....	14
图表 31：冲水组件产销情况.....	14
表 32：瑞尔特盈利预测.....	15

估值及投资评级

■ **首次覆盖给予“增持”评级。**公司是国内卫浴配件龙头企业，我们认为其估值应该参考 A 股中“其他家用轻工”中与之业务相近的公司，我们选取了海鸥卫浴、帝王洁具和山东华鹏作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 中位数分别为 106/100/73 倍。我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 1.21/1.57/1.96 元/股。我们看好公司在 IPO 募投产能在 2017 年完成投放后的业绩增长潜力。我们给予公司 2017 年 PE 为 40 倍，对应目标价 63 元/股，首次给予“增持”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR	PEG (倍)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		(%)	
002084	海鸥卫浴	12.00	54.76	0.11	0.15	0.23	0.36	159	82	52	33	5.4	48.2	2.3
002572	索菲亚	57.11	263.68	1.04	1.45	1.97	2.59	17	39	29	22	10.7	35.5	1.5
002798	帝王洁具	67.00	57.87	0.82	0.64	0.72	0.94	21	104	94	71	0.0	4.6	17.9
	平均							57	67	52	38	6.4	30.8	5.8
	中值							26	55	42	31	8.0	32.8	3.7
002718	友邦吊顶	82.80	71.42	1.46	1.66	2.43	3.15	57	50	34	26	6.9	29.1	1.9

■ 来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2016 年 11 月 11 日收盘价计算

公司概况：中国卫浴配件龙头企业

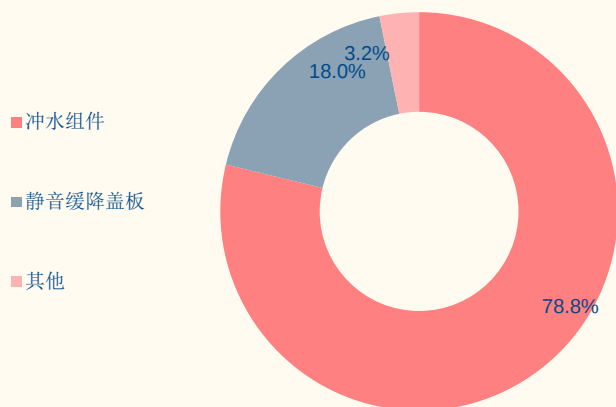
公司沿革：瑞尔特创立于 1999 年，总部位于福建厦门，2012 年整体变更为瑞尔特卫浴科技股份有限公司。公司是行业领先的节水型冲水组件制造企业，为众多国际、国内知名卫浴品牌商提供产品配套服务。

管理层简介：共同实际控制人是公司主要创始人。其中，罗远良先生曾任厦门威迪亚建材工业，2012 年起担任公司董事长，2014 年起兼任总经理。

股权结构：公司无单一控股股东，共同实际控制人为罗远良、张剑波、王兵和邓光荣，各持股 12.75%。

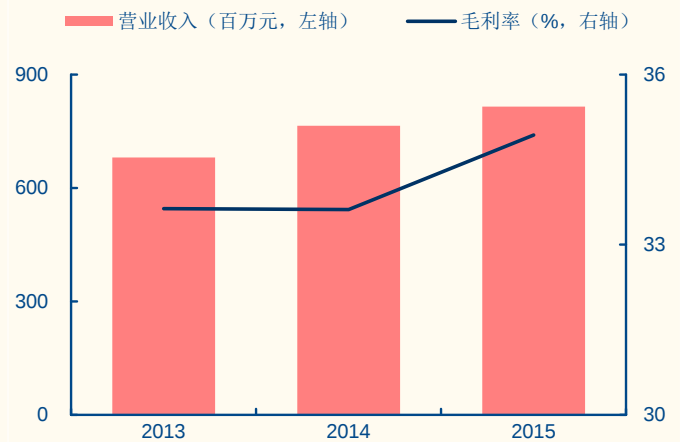
融资历史与大小非情况：2016 年 3 月 8 日，公司于深圳交易所挂牌上市，发行股票 4,000 万股，募集资金 6.632 亿元。

图表 2：瑞尔特 2015 年主营收入分解



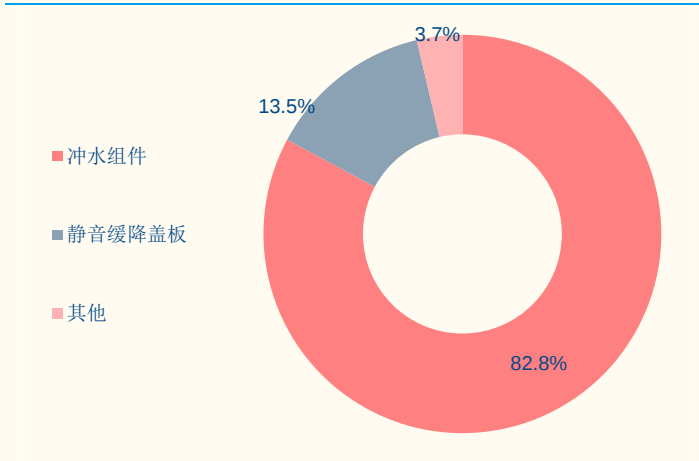
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：瑞尔特历史营运表现



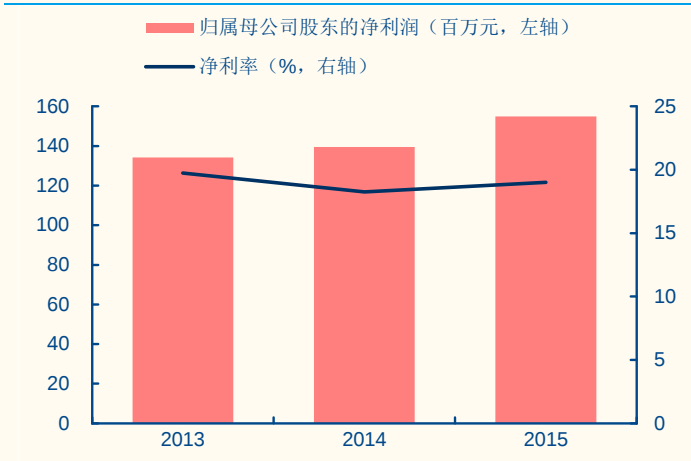
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：瑞尔特2015年营业利润分解



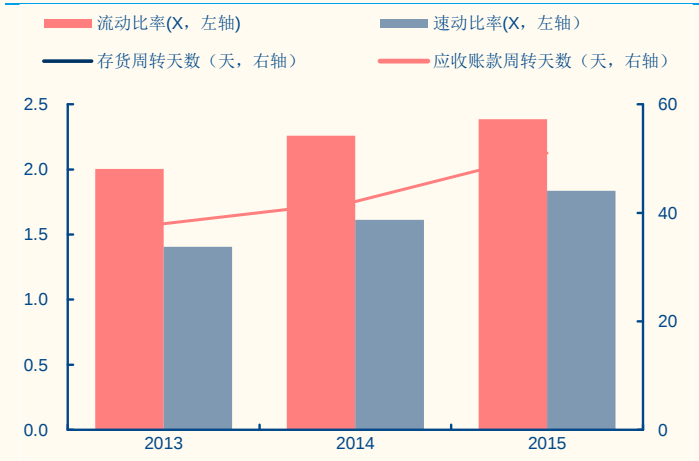
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：瑞尔特近年盈利表现



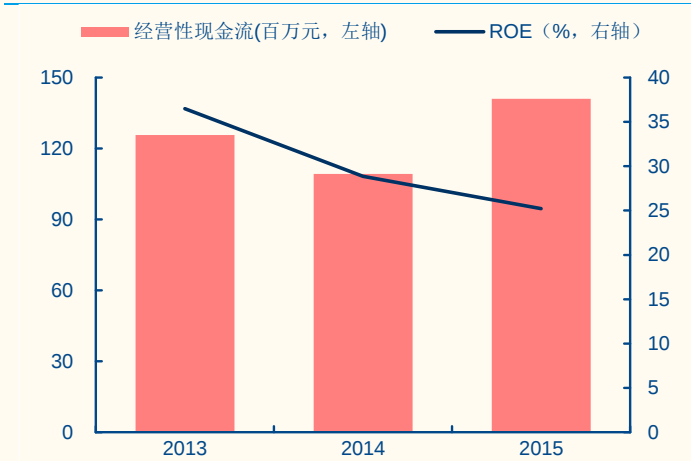
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：瑞尔特近年经营效率



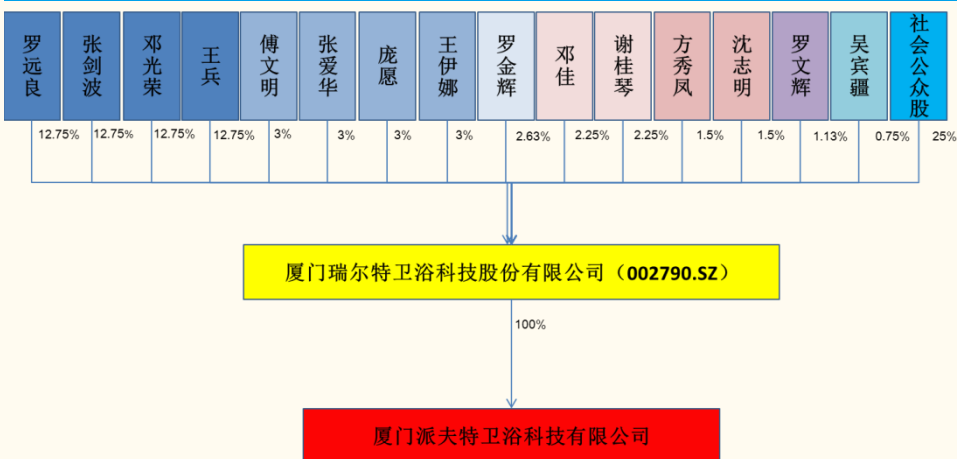
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：瑞尔特近年现金流和盈利能力



来源：Wind，国金证券研究所

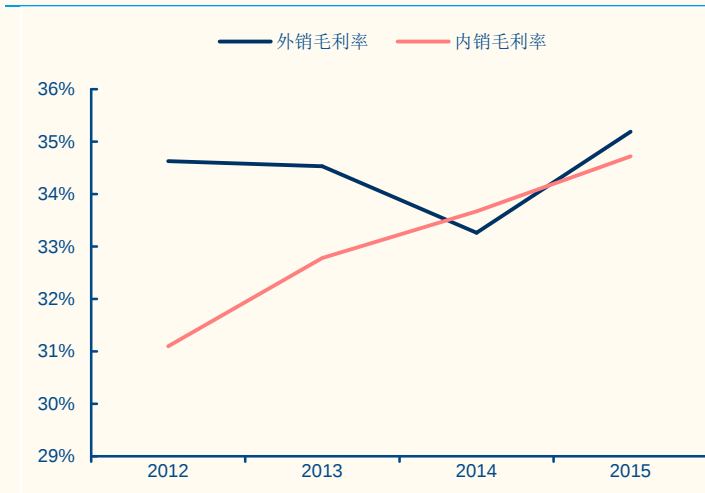
图表8：公司股权结构



来源：wind，国金证券研究所

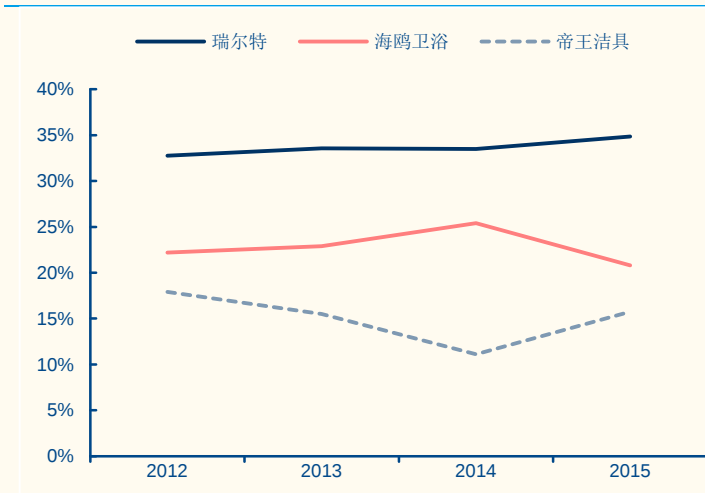
- 冲水组件销售是公司利润的主要来源，该类产品的毛利率水平决定公司整体水平。2013-2015年，冲水组件毛利率分别为35.15%、35.35%和36.68%，处于行业较高水平。

图表 9：公司毛利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：公司毛利率与可比上市公司对比

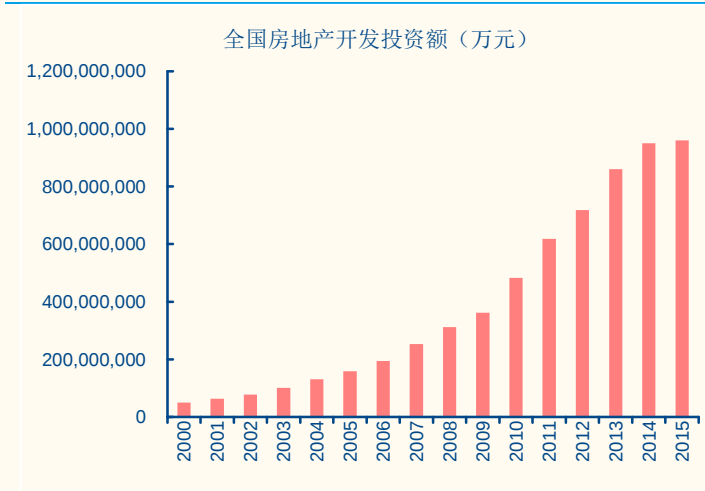


来源：wind，国金证券研究所

行业发展前景广阔，公司成长空间可期

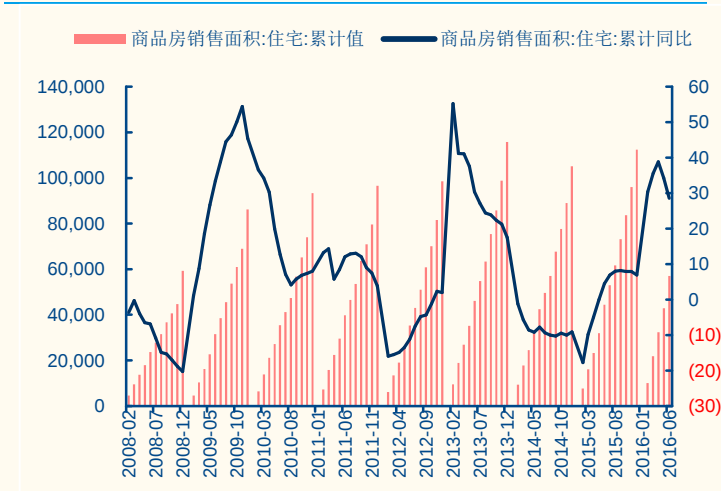
- **卫浴配件行业景气度随房地产行业波动。**冲水组件的终端市场主要是房地产业，冲水组件的市场需求量与房地产开发投资及销售成交量密切相关。2014 年，我国房地产开发投资 95,036 亿元，同比增长 10.5%；2015 年增速略有放缓，但基数依然维持高位。其中，商品住宅投资 64,352 亿元，同比增长 9.2%，占房地产开发投资的比重为 67.7%。2015 年我国全年商品房住宅销售面积达到 112,405 万平方米，截至 2016 年 6 月，全国商品房销售面积累计 6.43 亿平方米，同比增长 27.9%，较上年同期高出 24%，为冲水组件需求端市场提供良好保障。

图表 11：全国房地产开发投资额



来源：wind，国金证券研究所

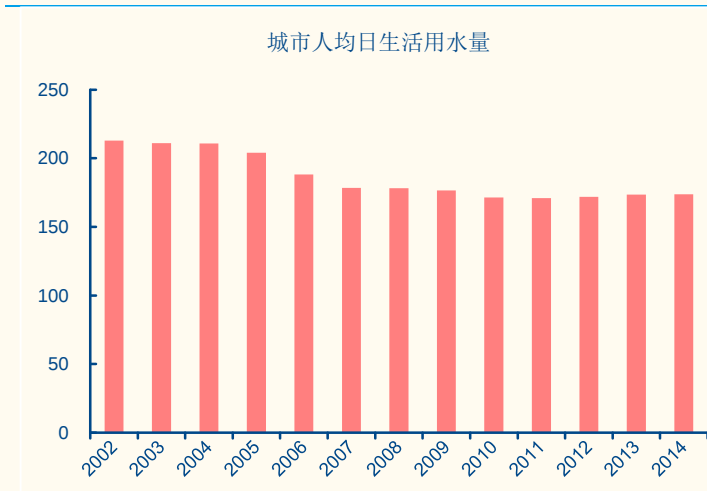
图表 12：全国商品房住宅销售面积



来源：wind，国金证券研究所

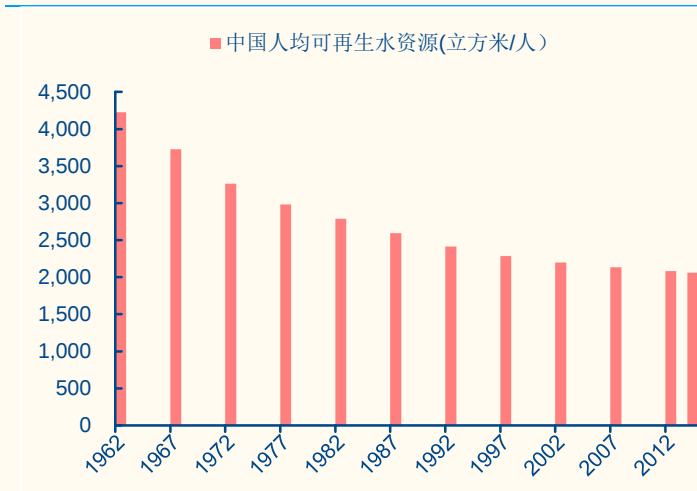
- **全球节水风潮正劲，节水卫浴受政策扶持。**当前全球水资源状况严重恶化，水危机日趋严重。与世界大多数国家相比，我国面临更为严峻的水资源形势。人多水少、水资源时空分布不均、生产力布局和水土资源不相匹配的基本国情和基本水情仍将长期存在。一直以来，我国城市人均日生活用水量持续下降。自 2003 年至 2014 年，我国城市人均日生活用水量自 210 升下降至 170 升，其中马桶抽水占生活用水量 30%-40%之间，人均用水量持续紧张。而我国人均可再生水资源也呈逐年下降的态势，最近五年已下降至 2,000 立方米/人/年，50 年来下降超过 50%。可再生水资源的不断下降，让人们不断意识到节水的重要性，节水型马桶配套的冲水组件符合发展趋势，未来将迎来更广阔的市场空间。

图表 13：我国城市人均日生活用水量（升）



来源：wind，国金证券研究所

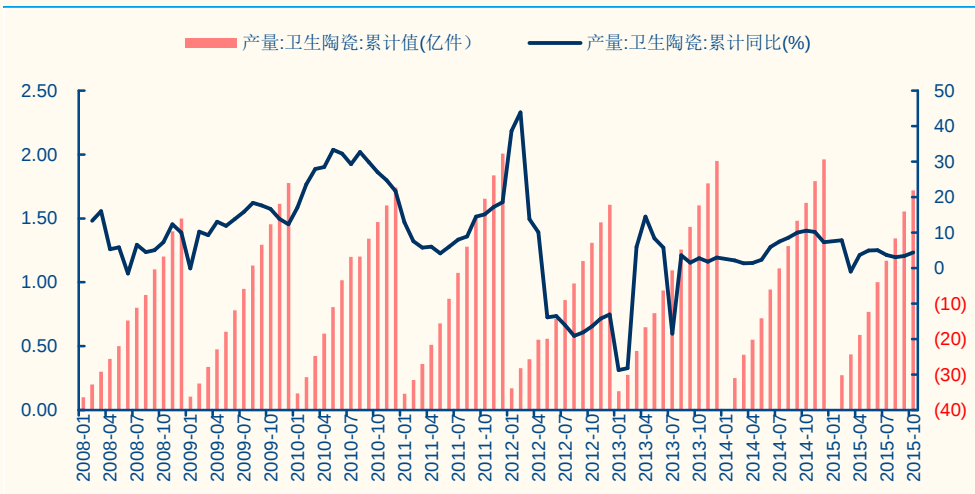
图表 14：我国人均可再生水资源（立方米/人）



来源：wind，国金证券研究所

- **卫生陶瓷产量稳增，保障卫浴配件市场需求。**随着我国近 10 年来经济的快速发展，人民生活水平逐步提高，我国房地产市场，酒店宾馆，餐饮娱乐等行业的快速发展为卫生陶瓷市场的发展提供了巨大的空间，卫生陶瓷也在 2014 年产 2.15 亿件，同比增长 4.3%。从行业惯例来看，便器类卫生陶瓷产量约占总体卫生陶瓷产量的 30%，以便器类卫生陶瓷与冲水组件 1:1 配套情况来看，我国目前国内整体冲水组件的需求量约 6450 万套/年。

图表 15：全国卫生陶瓷累计产量



来源：wind，国金证券研究所

- **政府全力推进节水型社会建设。**以上海为例，2010 年政府出资为市民免费更换 1.2 万套老式便器冲水组件；2010 年末，力争累计完成 1,100 个节水型小区试点、完成 66 所普通高校节水试点等。这些举措不仅有利于推进卫浴配件行业中节水产品的研制、生产、销售与推广，更为提高我国节水型卫浴配件行业标准化与工业化水平、促进产业升级提供了政策性保障。

图表 16：冲水组件发展历程

时间段	冲水组件代表产品		配套便器冲水量	产品特点简介
1980 年后	浮球式进水阀	翻板式排水阀	13 升	结构简单，采用止回阀防回流，受水压影响较大，不易密封，漏水现象严重。
1990 年后	浮球式和低进水进水阀	翻板式排水阀	13 升	低进水进水阀结构简单、材料消耗少，采用止回阀防回流，易产生回流，水位受水压影响较大。
2000 年后	压力差式进水阀	翻板式排水阀、双档筒式排水阀	9 升	进水阀进水稳定，受水压影响小，耐高压性能好，采用真空破坏原理控制临界水位，彻底解决防回流；双档桶式排水阀引入实现大小档冲水。
2005 年后（主流产品）	压力差式低压进水阀	可调双档筒式排水阀、大口径双档桶式排水阀	6 升（节水型）	进水阀进水稳定，受水压影响小，耐高压性能好，采用真空破坏原理控制临界水位，彻底解决防回流；进一步提高冲水效率。
当前（前沿产品）	压力差式延时进水阀	可调双档筒式排水阀、大口径双档桶式排水阀	4.8 升以下（超节水型）	进水阀延时进水技术的运用，杜绝无用水的产生，保证排水量不受水压影响；同时可调双档排水阀功能进一步完善，可调补水器的推出，使便器进入 4.8L 超节水时代。

来源：中国政府网，国金证券研究所

图表 17：我国推行的节水政策

编号	政策名称	推行时间	政策内容
1	《取水许可和水资源费征收管理条例》	2007	为加强水资源管理和保护,促进水资源的节约与合理开发利用
2	《公共机构节能条例》	2008	为了推动公共机构节能,提高公共机构能源利用效率:包括水、电等能源
3	《中华人民共和国循环经济促进法》	2008	为促进循环经济发展,提高资源利用效率,保护和改善环境,实现可持续发展,制定本法
4	《中国节水技术政策大纲》	2010	为指导节水技术开发和推广应用,推动节水技术进步,提高用水效率和效益,促进水资源的可持续利用
5	《“十二五”节能减排综合性工作方案》	2011	进一步形成政府为主导、企业为主体、市场有效驱动、全社会共同参与的推进节能减排工作格局
6	《节水型社会建设“十二五”规划》	2013	深入落实“节水优先”方针
7	《节水型卫生洁具新标准》	2015	对卫浴洁具生产企业、设计、研发、管理等环节在节水方面提出要求,有效推进居民生活节水进程
8	《国家鼓励发展的节水产品（目录）》	2016	鼓励推广节水洁具的使用,提高人们节水意识

来源：中国政府网，国金证券研究所

- **海外市场需求稳健，趋势向好。**我国 2010 年冲水组件出口金额超过 2008 年的历史高点，达到 13,694 万美元，同比增长 23.18%。2006 年至 2011 年期间，我国冲水组件出口金额的复合增长率达到 18.81%（同期我国卫生陶瓷出口金额复合增长率达到 5.9%）；2012 年，我国冲水组件出口金额达到 4.87 亿美元。全球冲水组件消费市场对我国冲水组件产品采购需求强劲、趋势向好。现阶段，我国已发展成为全球最大的卫生陶瓷生产国与出口国，卫生陶瓷的产量约占全球卫生陶瓷产量的 40%；依据 2014 年国内

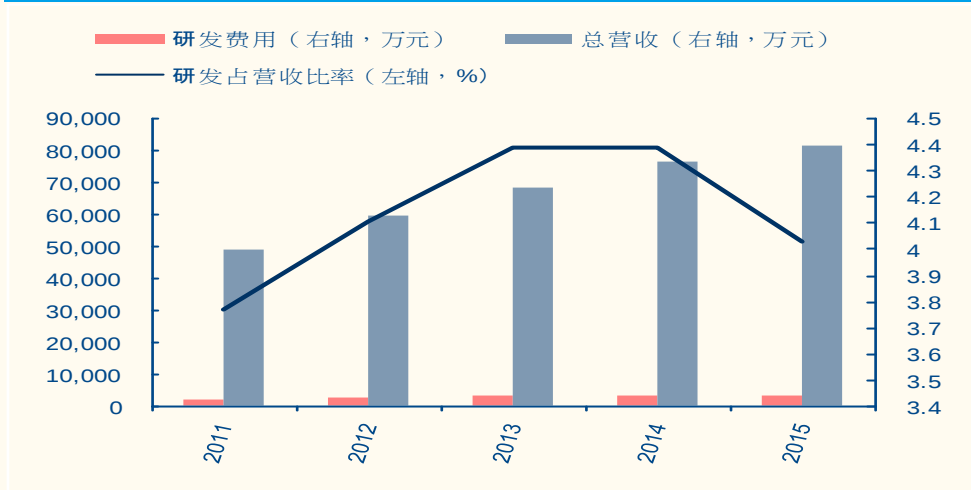
卫生陶瓷近 2.15 亿件的产量以及便器类卫生陶瓷制品的产量约占卫生陶瓷总产量的 30%等标准保守估算，当前，全球冲水组件配套市场需求量近 1.61 亿套/年。

- **行业集中度较高，下游卫浴品牌整合将为配件企业带来更大市场份额。**节水型冲水组件的生产对公司研发实力，技术水平及质量品质都有十分高的要求，因此行业壁垒较高。目前全球一流的冲水组件生产企业主要有吉博力、福马及威迪亚等企业所占据。我国浙江、广东潮州等地也有一些新兴企业，但其研发配套能力有限、机械自动化程度较低、技术水平与质量品质一般、生产总量较小。这便形成了目前我国乃至全球节水型冲水组件制造领域集中度相对较高的产业格局。与此同时，近些年受我国宏观经济增长方式转向、原材料价格和劳动力成本上升等因素影响，中小型卫浴产品制造企业的行业生存状况恶化。境外卫浴品牌商加速了在我国卫浴产业的扩张速度，国内卫浴品牌商纷纷采取品牌运营、资本扩张等策略，在中高端卫浴市场与外资品牌展开竞争。公司 14 年国内市场占有率为 16.93%，全球市场的占有率达到 11.89%，预计公司将在行业洗牌后占据更大的市场份额。

公司竞争优势明显，盈利稳健运营高效

- **冲水组件专业性强，技术壁垒较高。**冲水组件具有开启冲水、补水以及自动关闭的功能，是便器最核心的配套部件。组件的质量决定了便器冲洗质量、安全性、节水效果以及使用寿命等。早期冲水组件产品控水量受到模具制造、设计以及各部分配件的协调性等影响，无法达到高质量的节水效果。前沿技术的研发能力与资源储备是影响卫浴配件制造企业竞争优势的关键因素。公司自 1999 年成立以来，一直专注于节水型冲水组件等产品的研发及生产，研发费用投入从 2011 年的 2,429.27 万元增加到 2014 年的 3,353.85 万元，CAGR 达 15.71%。研发费用成为公司管理费用中支出占比最高的项目，年均占比超过 50%。通过公司十余年的技术积累，模具的更新以及专业技术团队的研发，截止 2015 年已取得 400 项专利权（国内冲水组件竞争对手美图等仅获得 70 余项专利）。公司积极与客户沟通，不断完善和建设自主研发能力，于 2003 年，2009 年以及 2015 年获得“国家高新技术企业”资格。目前看，公司已经通过美国、加拿大、欧洲等 10 多个国家或地区的权威机构认证，相比同行业企业公司处于领先地位，拥有进入发达市场的先决条件和较强的竞争优势。

图表 18：公司研发费用占营收费稳定在 4% 左右



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 19：公司部分专利



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：公司所获部分相关奖项



来源：公司公告，国金证券研究所

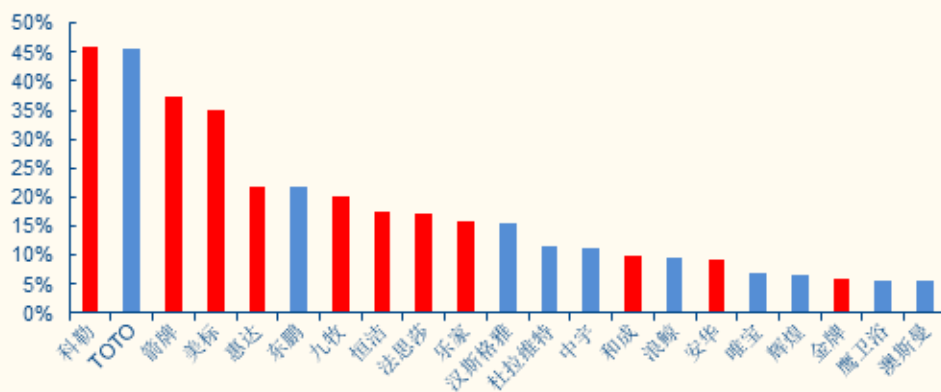
图表 21：公司已获得的国际国内认证

认证标志	认证名称	认证地区	认证内容
	节水认证	中国	国内权威产品质量认证。目前我国的节水产品认证采用自愿性原则。
	UPC&cUPC 认证	美国&加拿大	该认证对产品在北美市场的行销是极为重要的，是产品进入国际市场的金钥匙。
	CSA 认证	加拿大	目前CSA 是加拿大最大的安全认证机构，也是世界上最著名的安全认证机构之一。
	WATERMARK 认证	澳大利亚	watermark 是澳大利亚标准局的认证标志。澳洲所有为管道和排水用途而设计的产品必须符合当地水管工程管理部门要求。
	WRAS 认证	英国	WRAS认证是指水务法规咨询计划，RAS 由英国WRc-NSF 管理和颁发的英国饮用水安全方面的认证。此项认证是通往英国市场的必须许可。
	PSB 认证	新加坡	PSB 之安全标志证书是由新加坡安全主管当局「新加坡产品标准局」所核发。产品于取得PSB 之后，方可进入新加坡销售。
	SASO 认证	沙特阿拉伯	SASO 是沙特阿拉伯标准组织的英文缩写，没有SASO 证书的产品会被沙特港口海关拒绝入境。
	HK WSD 认证	香港	香港WSD 认证，所有安装于供水管系统的配件，其类型及来源须经过香港水务署批准，并须符合水务实施条例及规例。
	CE 认证	欧盟	CE 认证是一种强制性认证，不论是欧盟内部企业生产的产品，还是其他国家生产的产品，要想在欧盟市场上自由流通，就必须加贴“CE”标志。
	NOM 认证	墨西哥	NOM标志是墨西哥的强制性安全标志，不论是在墨西哥本地制造或是进口的产品，均须符合相关的NOM 标准及产品标注规定。
	ISO9001 质量体系认证	全球	ISO9001 认证 是ISO9000 族标准所包括的一组质量管理体系核心标准之一。

来源：公司公告，国金证券研究所

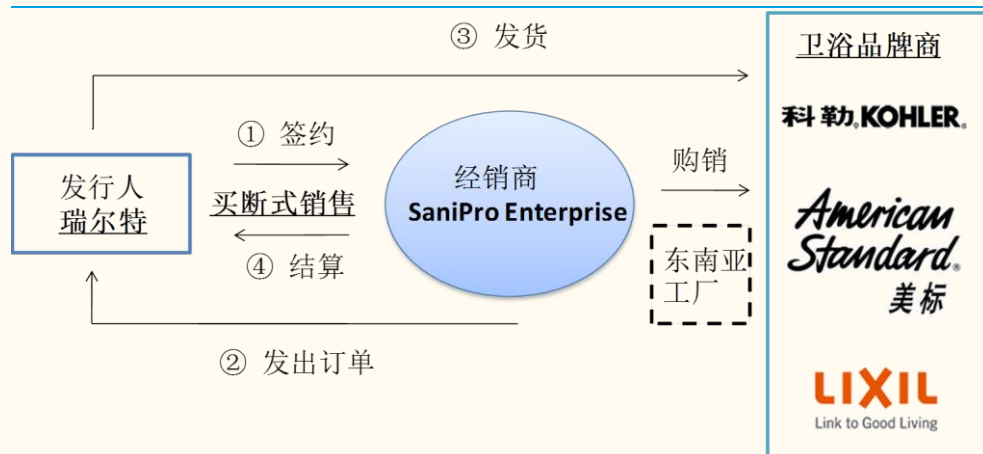
■ 公司是国内外知名品牌主要配件供应商，拥有稳定的客户资源。卫浴品牌商主要依赖外部独立供应商提供卫浴配件产品，对于核心配件的供应商具有严格的准入要求以及长时间复杂的审查程序。大型卫浴品牌商对于卫浴配件的质量要求一般高于行业标准。与大公司确立稳定的客户关系除了需要通过一系列产品质量、生产能力以及研发水平的考核外，也需要长期跟踪沟通以及后期整体售后服务。公司产品已获得 10 多个国家地区权威机构的产品质量认证。瑞尔特在销售模式上相对灵活，主要采用直销模式，占公司销售额的 86%以上；对于个别销售上优势明显的区域则采用经销模式销售。公司在国内市场集中为国内知名卫浴品牌供货，惠达、法恩、乐华、梦牌以及万晖等前五大客户占公司内销销售额的 40%左右。目前，公司经销商只有 SaniPro Enterprise 一家，采取买断式销售，合作时间超过 13 年。SaniPro Enterprise 在东南亚地区拥有丰富的客户资源，主要客户为 INAX、American Standard 以及 Kohler 等在亚洲区域工厂，销售金额占公司总销售比例的 70%左右。瑞尔特与经销商 SaniPro 签订销售合同，完成结算并根据 SaniPro 的订单直接发货至 INAX、美标以及科勒的亚洲区域工厂。公司通过经销商间接达成与国际高端卫浴品牌长期稳定的合作关系，占公司销售额的 14%左右。

图表 22：工程整体市场座便器品牌占有率(2014)



来源：中国建筑装饰协会厨卫委，国金证券研究所（注：红色为公司主要客户）

图表 23：公司与多个国际高端卫浴品牌长期合作



来源：中国产业信息网，国金证券研究所整理

图表 24：公司外销部分客户



来源：公开资料，国金证券研究所

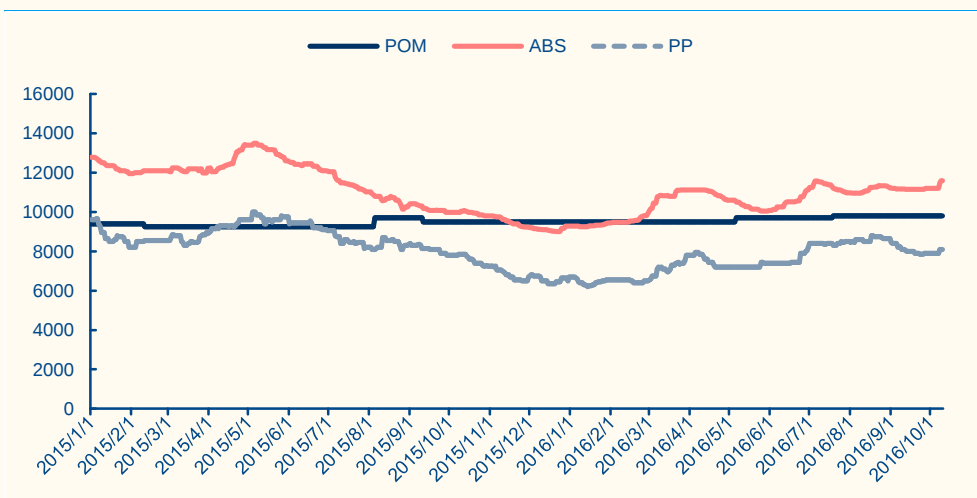
图表 25：公司内销部分客户



来源：公开资料，国金证券研究所

- **原材料价格趋于平稳，公司议价能力有望提高。**公司生产产品所需主要原材料为工程塑料、五金件和橡胶件等，其中工程塑料是公司最重要的生产用原料。工程塑料包括 ABS、POM 和 PP 等大宗类化工原料。因此，公司材料价格主要受 ABS、POM 和 PP 等的市场价格以及加工费用等因素的共同影响。今年以来，ABS 与 PP 走势基本趋于平稳，无显著方向性趋势；POM 走势则保持一贯稳健。通常对于制造业企业来说，原材料成本占总成本比例较高，但我国工程塑料市场化集中度较低，企业普遍议价能力不强，未来随着市场化竞争的加剧，公司有望在议价过程中持续缩减原材料成本。

图表 26：ABS、POM、PP 现货结算价格（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所

- **机器人是人工的重要替代品，将快速提升工厂生产效率，有效控制生产成本。**根据波士顿咨询预测，未来十年，在全球的工厂中机器人将加速替代人工，工厂的劳动力开销将降低 16%。到 2017 年底，全球工业机器人销量将突破 40 万台，到 2025 年底，全球 25 大出口国工业机器人投资的增长率将从目前的 2%-3%加速至 10%。预计中国、美国、日本、德国和韩国 5 国将占到未来 10 年工业机器人投资的 80%左右。而我国也早在 2012 年便提出了“智能制造”这一概念，2015 年 5 月提出的《中国制造 2025》，直接明确制造业发展的方向，加速推动智能化升级。厦门市也在 2015 年 12 月召开“机器人论坛”，厦门市政府印发加速落实智能制造相关政策，并设立专项财政补助。瑞尔特作为厦门当地代表性科技型企业，于 2014 年与日本稻田产业贸易上海分公司签订机器人采购协议，在智能制造方面抢先同业一步。截至 2015 年底，公司拥有机器人 130 台，搬运机器

人 7 台，缩减劳动力约 300 人，节约成本接近 1,500 万元。目前公司与稻田产业和发那科机器人采购协议正在履行，该款机器人以机械臂为主，主要用于装配、材料加工、物流搬运和点焊等方面。未来待采购协议履行完成，机器人设备全面投入生产，公司对于生产成本控制将更加有效，利润空间也将被逐渐打开。另一方面，公司产品内部结构相对简单，生产体系标准化。相比其他高精密产品制造企业，由于智能生产设备出现纰漏，而引发产品停滞生产风险较小。

图表 27：发那科机器人



来源：上海发那科机器人有限公司官网，国金证券研究所

图表 28：公司机械化生产线



来源：公开资料，国金证券研究所

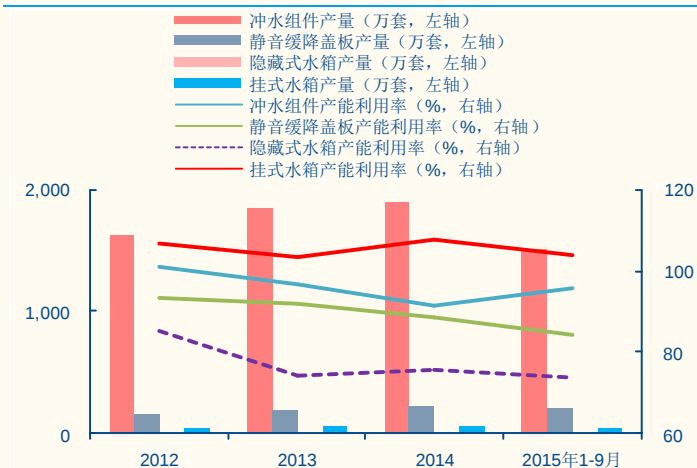
- **募资上市扩张产能，未来增长有保障。**公司以冲水组件生产为主营业务，属于中游配套企业，产品销量成为此类公司业绩保证的重要前提。目前公司客户关系稳定，订单充足。但现阶段公司产能限制问题突出，生产线基本处在满负荷或超负荷状态。2012 至 2015 年 9 月，公司核心产品冲水组件，产能利用率平均高达 96.24%，平均产销率达到 98.10%，而其他产品平均产能利用率也超过 90%，供不应求情况明显。在下游卫浴行业未来稳定增长，配件需求逐步放量的大背景下，产能限制将影响公司市场竞争力。此次公司募资上市，主要用于新建年产 1,120 万套卫浴配件生产基地项目，以及现有卫浴配件生产基地改扩建项目。待项目全面落成，公司核心产品冲水组件，将增加产能 1,200 万件，将为公司增加至少 3.45 亿元收入。相比同业威迪亚和美图两家未上市公司，此次借助资本市场力量，使得产能不足问题得以有效解决，为公司在行业竞争中抢占先机，促使未来公司竞争力提升。初步测算，公司产能落成后，结合现阶段产销率以及卫浴行业增速，公司未来国内市场占有率将提升至 36.85%，全球市场占有率约为 14.74%，市占率和市场地位提升明显。同时充足的产能，也是公司开拓新客户，拓宽销售区域的先决条件。

图表 29：公司新增产能&预计增加营收

募投项目	名称	投资总额 (亿元)	募集资金 投入 (亿 元)	项目明细	新增产能 (万套)	预计新增 营收 (万 元)
项目 1	新建年产 1,120 万套 卫浴配件 生产基地	3.51	3.27	节水型冲组件	800	23,003.42
				静音缓降盖板	300	15,475.63
				智能盖板	5	17,415.17
				隐藏式水箱	15	5,320.08
项目 2	现有卫浴 配件生产 基地改扩 建项目	2.89	2.89	节水型冲组件	400	11,501.71
				挂式水箱	120	8,275.91
				静音缓降盖板	100	5,158.54
				智能化产品	20	-

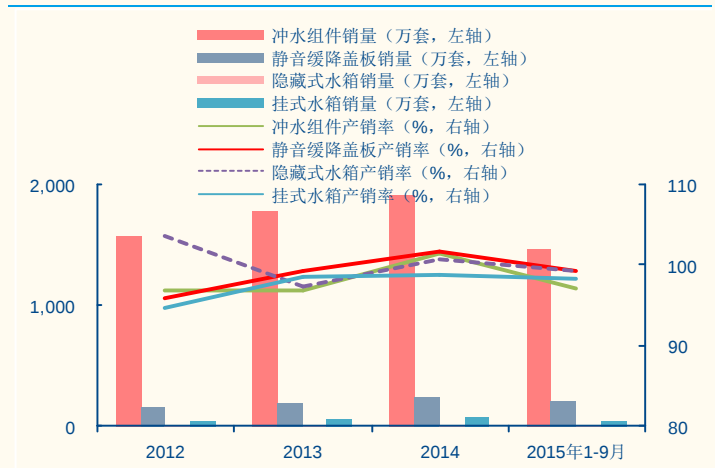
来源：公司招股说明书，国金证券研究所（预计收入根据公司 2015 年 9 月产销率和分产品零售价格测算）

图表 30：冲水组件产能情况



来源:公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 31：冲水组件产销情况



来源:公司招股说明书, 国金证券研究所

风险因素

- 产能建设和投放不达预期。
- 国家对节能减排的标准不断提升, 公司能否适应不断提高的产品研发要求, 保持公司在行业内领先的技术研发优势地位, 公司将面临不断加大的市场竞争风险。
- 公司主营产品的原材料为工程塑料、橡胶、五金等。一方面受市场供需因素影响, 另一方面还受石油、煤炭、天然气等大宗商品价格波动影响。因此, 原材料的采购成本波动可能会公司未来利润造成影响。

盈利预测

关键假设

- 公司 IPO 项目“新建年产 1120 万套卫浴配件生产基地”产能投放进度为 2016 年 60%, 2017 年完全达产, 2016 年年末建成。
- 公司 IPO 项目“阳明路卫浴配件生产基地改扩建项目”产能投放进度为 2017 年 20%, 2018 年 80%, 2018 年上半年建成。
- 现有产能保持 100%产能利用率, 新增产能建成后三年产能利用率分别为 50%/80%100%。

盈利预测

表 32：瑞尔特盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	54,429.0	62,146.0	70,059.0	75,032.0	77,485.9	91,977.8	116,751.7
冲水组件	44,398.0	50,370.0	55,737.0	59,108.0	59,699.1	70,444.9	91,578.4
静音缓降盖板	8,126.0	9,862.0	11,922.0	13,521.0	15,143.5	18,626.5	21,979.3
其他	1,905.0	1,914.0	2,400.0	2,403.0	2,643.3	2,906.3	3,194.0
营业成本（万元）	36,364.0	41,440.0	46,454.0	48,860.0	47,865.1	57,247.9	73,642.1
冲水组件	29,320.0	32,663.0	36,036.0	37,427.0	37,908.9	44,989.6	59,148.4
静音缓降盖板	5,815.0	7,357.0	8,936.0	9,995.0	9,691.9	11,954.5	14,145.7
其他	1,229.0	1,420.0	1,482.0	1,438.0	264.3	303.7	348.1
业务利润（万元）	18,065.0	20,706.0	23,605.0	26,172.0	29,620.8	34,729.9	43,109.6
冲水组件	15,078.0	17,707.0	19,701.0	21,681.0	21,790.2	25,455.3	32,430.0
静音缓降盖板	2,311.0	2,505.0	2,986.0	3,526.0	5,451.7	6,672.0	7,833.6
其他	676.0	494.0	918.0	965.0	2,379.0	2,602.6	2,846.0
毛利率（%）	33.2	33.3	33.7	34.9	38.2	37.8	36.9
冲水组件	34.0	35.2	35.3	36.7	36.5	36.1	35.4
静音缓降盖板	28.4	25.4	25.0	26.1	36.0	35.8	35.6
其他	35.5	25.8	38.3	40.2	90.0	89.6	89.1
增速（%）	22.6	14.2	12.7	7.1	3.3	18.7	26.9
冲水组件	22.9	13.5	10.7	6.0	1.0	18.0	30.0
静音缓降盖板	28.5	21.4	20.9	13.4	12.0	23.0	18.0
其他	-1.6	0.5	25.4	0.1	10.0	9.9	9.9

来源：国金证券研究所

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 1.75/2.26/2.83 亿元，CAGR 为 22.2%，摊薄后每股收益为 1.21/1.57/1.96 元/股。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	680	764	815	842	994	1,249
增长率		12.4%	6.7%	3.3%	18.0%	25.7%
主营业务成本	-451	-507	-530	-532	-631	-802
%销售收入	66.4%	66.4%	65.1%	63.2%	63.5%	64.2%
毛利	229	257	285	310	362	447
%销售收入	33.6%	33.6%	34.9%	36.8%	36.5%	35.8%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-7	-8	-9
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费用	-23	-26	-28	-32	-37	-44
%销售收入	3.3%	3.4%	3.4%	3.8%	3.7%	3.5%
管理费用	-57	-64	-75	-67	-60	-73
%销售收入	8.4%	8.4%	9.2%	8.0%	6.0%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	144	161	176	204	258	321
%销售收入	21.1%	21.1%	21.5%	24.2%	26.0%	25.7%
财务费用	-8	-1	1	3	10	13
%销售收入	1.1%	0.1%	-0.1%	-0.4%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	0	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	6	-1	0	0	0	0
%税前利润	3.6%	n.a	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	141	155	175	207	268	334
营业利润率	20.8%	20.3%	21.5%	24.6%	26.9%	26.7%
营业外收支	13	7	5	5	6	6
税前利润	155	162	180	212	273	339
利润率	22.7%	21.2%	22.1%	25.2%	27.5%	27.2%
所得税	-20	-22	-25	-32	-41	-51
所得税率	13.2%	13.8%	14.0%	14.9%	15.0%	15.0%
净利润	134	140	155	181	232	289
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	134	140	155	175	226	283
净利率	19.7%	18.3%	19.0%	20.8%	22.8%	22.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	134	140	155	181	232	289
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	30	44	63	75	88
非经营收益	-2	-1	1	4	-2	-2
营运资金变动	-27	-60	-59	47	-28	-47
经营活动现金净流	126	109	141	294	278	328
资本开支	-102	-134	-58	-81	-81	-85
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	9	-5	4	0	0	0
投资活动现金净流	-94	-140	-54	-82	-81	-85
股权募资	0	0	0	305	0	0
债权募资	13	52	-7	-63	0	1
其他	-61	-26	-20	-4	-61	-78
筹资活动现金净流	-49	25	-27	237	-61	-77
现金净流量	-17	-5	60	450	136	165

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	75	74	130	580	716	881
应收款项	131	181	222	181	214	269
存货	92	109	109	103	122	155
其他流动资产	16	18	17	18	21	27
流动资产	313	382	478	882	1,073	1,331
%总资产	55.3%	51.1%	54.5%	67.9%	71.5%	75.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	222	334	368	379	381	375
%总资产	39.2%	44.6%	41.9%	29.2%	25.4%	21.3%
无形资产	27	27	26	36	45	55
非流动资产	252	365	399	418	429	432
%总资产	44.7%	48.9%	45.5%	32.1%	28.5%	24.5%
资产总计	565	747	877	1,300	1,501	1,763
短期借款	25	26	53	0	0	0
应付款项	103	112	109	112	133	169
其他流动负债	28	32	38	91	114	144
流动负债	156	169	200	204	248	313
长期贷款	37	89	54	54	54	55
其他长期负债	4	6	9	0	0	0
负债	197	264	263	257	302	367
普通股股东权益	368	483	614	1,036	1,188	1,377
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	565	747	877	1,300	1,501	1,763

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.12	1.16	1.29	1.21	1.57	1.96
每股净资产	3.07	4.03	5.12	7.20	8.25	9.56
每股经营现金净流	1.05	0.91	1.18	2.04	1.93	2.27
每股股利	0.00	0.00	0.30	0.40	0.52	0.65
回报率						
净资产收益率	36.49%	28.87%	25.23%	16.86%	19.06%	20.51%
总资产收益率	23.75%	18.67%	17.66%	13.44%	15.08%	16.03%
投入资本收益率	29.00%	23.27%	20.93%	15.83%	17.51%	18.83%
增长率						
主营业务收入增长率	14.91%	12.35%	6.65%	3.26%	18.05%	25.71%
EBIT 增长率	22.06%	12.26%	8.88%	16.04%	26.68%	24.36%
净利润增长率	37.45%	3.97%	11.05%	12.74%	29.56%	24.81%
总资产增长率	22.48%	32.21%	17.41%	48.11%	15.53%	17.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38	42	51	43	43	43
存货周转天数	69	72	75	70	70	70
应付账款周转天数	69	70	70	68	68	68
固定资产周转天数	59	155	165	164	140	109
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.46%	8.23%	-3.75%	-50.48%	-55.18%	-59.19%
EBIT 利息保障倍数	18.6	162.8	-151.1	-67.0	-27.0	-25.5
资产负债率	34.92%	35.32%	29.98%	19.80%	20.08%	20.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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作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