

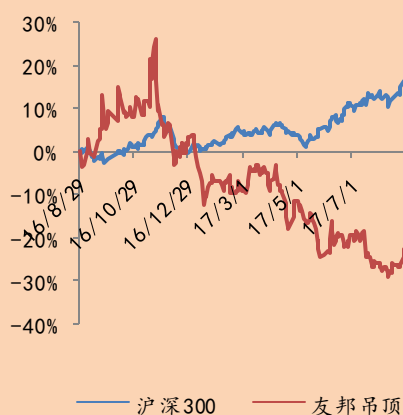


友邦吊顶 (002718)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-08-30

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

业绩持续向好, 静待品牌花开

——2017 年半年报点评

事件: 公司发布 2017 年半年度报告, 期间实现营收 2.87 亿元, 同比增长 33.23%, 归母净利润 6488.28 万元, 同比增长 11.39%, 基本每股收益 0.74 元/股, 同比增长 4.23%。

主要观点:

□ 营收稳步上行, 毛利率小幅下滑, 利润保持上行趋势

2017 年 H1 公司借力渠道和品牌优势持续发展主营业务, 实现营收同比增长 33.23%, 其中基础模块营收同比增长 58.28%。上半年基础模块营收占总营收比例达到 54.34%, 功能模块占比 31.98%, 两块业务毛利率分别为 45.74% (同比下滑 1.49 个百分点)、57.36% (同比增长 0.88 个百分点), 毛利率相对低的基础模块销量增多, 使得总毛利率录得 48.41%, 同比下滑 1.61 个百分点。上半年公司三费占营收比例达 25.77%, 同比增长 6.68 个百分点, 其中销售费用同比增长 110.76%, 主要受到品牌宣传费及咨询服务费增加的影响; 管理费用同比增长 53.98%, 主要受到人员费用增加的影响。虽然 2017 年 H1 公司毛利率下滑, 费用增多, 但营收涨幅较大, 最终归母净利润同比上涨 11.39%, 实现连续五年上涨。

□ 行业竞争激烈, 重视研发投入, 持续打造品牌价值

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, 恶劣的竞争环境使得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, 公司注重产品创新, 持续深耕品牌建设, 在业内优势明显。2017 年 H1 公司研发投入 735.81 万元, 同比增长 22.10%。公司开发的产品材质包括金属材料、高分子材料、实木复合板、MGRG 新型石膏板等, 产品丰富, 可满足不同消费需求; 公司在 ACOLL 业务加大研发投入, 2017 年 H1 获得专利 63 项, 累计 746 项。在品牌建设方面, 公司加大了对品牌宣传力度, 在央视、机场、高铁等媒体平台及互联网投放广告, 2017 年 H1 广告宣传费达 1861.34 万元, 同比增长 234%, 较去年全年总额高出 38%, 对公司品牌形象起到正向推动作用。随着消费者对家装的要求越来越高, 品牌效应将越发凸显, 公司在毛利率方面有望回升。

□ 牵手恒大完善产业链, 强强合作模式望推广

2017 年 5 月, 公司与恒大地产签订了 5 年战略合作协议, 明确 2017-2019 年间, 恒大向公司采购金额不低于 5 亿元, 2017-2021 年意向采购总金额预计达 10 亿元。另外, 公司拟以自有资金 3 亿元入股睿灿投资, 间接参与恒大定增, 开拓家装及工程渠道, 进一步完善产业链。除此之外, 公司还与爱空间、土巴兔等家装公司, 万科、绿地等地产公司开展了业务合作, 未来有望将与恒大合作的模式推广至更多的家装和地产公司。



□ 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。

□ 盈利预测与估值

2017年H1市场需求稳定，公司营收提升幅度明显，但市场竞争仍激烈，毛利率继续走低，同时公司持续加码产品研发和品牌推广，费用增多，最终实现归母净利润同比小幅增长11.39%。进入2017年，公司明显加大了品牌宣传力度，重视产品研发，积极寻求战略合作伙伴，毛利率、市占率有望同步提高。我们预测，2017-2019年公司EPS为1.77元/股、2.39元/股、2.79元/股，对应PE为32倍、23倍、20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	767	860
收入同比(%)	24%	28%	18%	12%
归属母公司净利润	126	155	210	245
净利润同比(%)	5%	23%	35%	17%
毛利率(%)	49.5%	48.3%	48.7%	50.2%
ROE(%)	12.1%	13.4%	16.0%	16.4%
每股收益(元)	1.44	1.77	2.39	2.79
P/E	38.87	31.70	23.45	20.07
P/B	4.75	4.27	3.76	3.31
EV/EBITDA	41	29	21	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	847	989	1,147	营业收入	508	650	767	860
现金	422	342	394	385	营业成本	257	336	394	428
应收账款	22	19	25	30	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	91	82	95
预付账款	25	33	45	63	管理费用	54	72	85	96
存货	43	47	57	64	财务费用	(9)	(6)	(6)	(6)
其他流动资产	319	402	463	599	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	324	429	472	516	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	152	206	240
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	341	395	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,158	1,276	1,461	1,664	利润总额	147	155	209	244
流动负债	123	124	155	182	所得税	22	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	125	155	209	244
应付账款	53	61	74	82	少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(1)
其他流动负债	70	63	81	100	归属母公司净利润	126	155	210	245
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	148	155	210	244
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.44	1.77	2.39	2.79
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	125	125	156	183					
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	614	769	947	营业收入	23.71%	28.00%	18.00%	12.00%
归属母公司股东权益	1,035	1,152	1,307	1,485	营业利润	8.35%	3.84%	35.73%	16.81%
负债和股东权益	1,158	1,276	1,461	1,664	归属于母公司净利润	4.72%	22.63%	35.19%	16.79%
					获利能力				
					毛利率(%)	49.45%	48.30%	48.70%	50.20%
					净利率(%)	净利率	24.89%	23.85%	27.32%
					ROE(%)	12.12%	13.44%	16.00%	16.44%
					ROIC(%)	79.14%	29.03%	25.61%	27.39%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.77%	9.83%	10.67%	11.00%
					净负债比率(%)	-34.06%	-18.91%	-20.58%	-15.48%
					流动比率	6.76	6.83	6.40	6.31
					速动比率	6.41	6.45	6.03	5.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.53	0.56	0.55
					应收账款周转率	36.89	39.03	44.65	38.18
					应付账款周转率	11.62	11.39	11.40	11.05
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.44	1.77	2.39	2.79
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	0.21	1.14	0.58
					每股净资产(最新摊薄)	11.81	13.15	14.92	16.94
					估值比率				
					P/E	38.9	31.7	23.4	20.1
					P/B	4.8	4.3	3.8	3.3
					EV/EBITDA	41.07	29.32	21.37	18.27

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。