

消费升级与娱乐研究中心

茶花股份 (603615.SH) 买入 (维持评级)

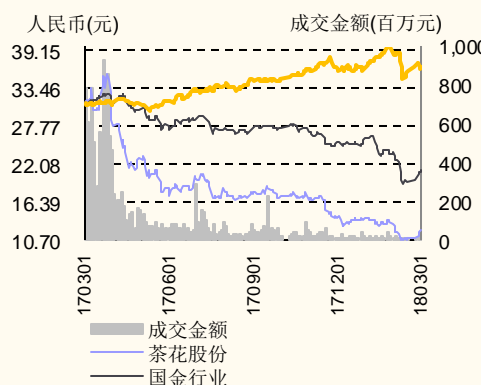
公司点评

市场价格 (人民币): 12.18 元

产能瓶颈待突破, 营销优化助增长

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	74.86
总市值(百万元)	2,923.20
年内股价最高最低(元)	35.81/10.70
沪深 300 指数	4049.09
上证指数	3273.75



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.51	0.39	0.52	0.70	0.97
每股净资产(元)	4.64	5.58	5.93	6.23	6.89
每股经营性现金流(元)	0.81	0.32	0.69	0.63	0.76
市盈率(倍)	N/A	36	23	17	12
行业优化市盈率(倍)	89	75	76	76	76
净利润增长率(%)	1.43%	1.53%	34.65%	33.90%	39.74%
净资产收益率(%)	10.94%	6.94%	8.79%	11.19%	14.15%
总股本(百万股)	180.00	240.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2017 年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 7.20 亿元、1.25 亿元和 9,362.24 万元, 同比分别增长 7.38%、2.79% 和 2.39%, 实现全面摊薄 EPS0.41 元, 符合预期。公司 2017 年分配预案为每 10 股派发现金红利 2.50 元 (含税)。

经营分析

- 产能瓶颈拖累增长, 原材料涨价压缩利润率。17 年公司产销率 100.15%, 产能利用率提升 3.18pct. 至 93.46%, 但产能仅增 6.09%, 导致销量提升 9.80%。叠加售价同比下跌 1.53%, 公司营收录得小幅增长。不过同比 16 年, 收入增速由负转正提升 8.76pct., 表明公司仍具备较强销售能力。去年塑料原料价格变动 11%, 原材料成本上升 14.92%。而 16 年塑料原料变动为 -5.88%, 导致公司盈利被压缩, 毛利率同比下降 3.38pct. 至 29.9%。
- 优化募投项目, 期待产能释放带动销量提升。去年 11 月, 公司临时股东大会决议, 新增滁州为“家居塑料制品新建项目”实施地点, 项目预计 19 年建成, 届时连江和滁州将分别新增 2.2 万吨和 0.8 万吨产能。实施地变更未增加资金投入, 且预计新增收入仍为 7.89 亿元。今年 3 月, 公司暂缓婴童用品项目, 原因在于海外品牌仍为婴童用品主流, 短期格局较难改变, 若继续建设项目将增加投资风险。因此, 暂缓建设不仅是对募集资金使用的优化, 更是确保公司健康经营的措施。
- 调整销售结构, 看好增长加速。受益团购客户增加, 公司临时客户收入增长 80.93%。同时, 公司电商渠道也录得 25.34%。今年公司将进一步调整销售渠道, 推进礼品团购业务发展, 加强电商平台深度合作, 预计该两类渠道高速增长将延续。此外, 公司仍将持续经销商渠道下沉, 提升地、县级网点覆盖。我们看好渠道优化助力公司实现 2018 年 8.65 亿元的收入目标。

盈利预测与投资建议

- 考虑到塑料家居用品行业发展空间大, 消费升级有利龙头企业提高市场份额, 同时公司也将进一步优化销售结构, 我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.52/0.70/0.97 元 (三年 CAGR36%), 对应 PE 分别为 23/17/12, 维持“买入”评级。

风险因素

- 原材料价格上涨风险; 产品质量风险; 专利诉讼风险。

相关报告

1. 《茶花股份 2017 年半年报点评-产品、渠道多点发力, 期待募投项...》, 2017.8.8
2. 《茶花股份深度研究-塑料家居王者路, 婴童产品从头越》, 2017.4.24

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	680	671	720	900	1,198	1,692
增长率		-1.4%	7.4%	25.0%	33.1%	41.2%
主营业务成本	-468	-447	-505	-621	-829	-1,176
%销售收入	68.8%	66.7%	70.1%	69.0%	69.2%	69.5%
毛利	212	223	215	279	369	516
%销售收入	31.2%	33.3%	29.9%	31.0%	30.8%	30.5%
营业税金及附加	-5	-8	-10	-11	-12	-17
%销售收入	0.7%	1.3%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%
营业费用	-38	-45	-45	-58	-75	-102
%销售收入	5.6%	6.8%	6.3%	6.5%	6.3%	6.0%
管理费用	-48	-43	-45	-56	-73	-102
%销售收入	7.1%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	121	126	115	154	208	296
%销售收入	17.8%	18.8%	16.0%	17.1%	17.4%	17.5%
财务费用	2	2	9	17	18	19
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-1.3%	-1.9%	-1.5%	-1.1%
资产减值损失	-6	-10	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	5	2	2	2
%税前利润	0.9%	2.5%	4.2%	1.1%	0.9%	0.6%
营业利润	119	122	124	172	229	318
营业利润率	17.4%	18.1%	17.2%	19.2%	19.1%	18.8%
营业外收支	2	1	1	2	2	2
税前利润	121	122	125	175	231	320
利润率	17.8%	18.2%	17.3%	19.4%	19.3%	18.9%
所得税	-31	-31	-32	-44	-58	-80
所得税率	25.4%	25.2%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	90	91	93	131	173	240
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	90	91	93	125	167	234
净利率	13.3%	13.6%	12.9%	13.9%	14.0%	13.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	90	91	94	131	173	240
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	39	45	36	42	47
非经营收益	-2	-3	-2	-1	-4	-4
营运资金变动	58	19	-59	-1	-60	-100
经营活动现金净流	184	146	78	166	151	183
资本开支	-85	-40	-34	-43	-49	-53
投资	-19	-27	50	-1	0	0
其他	0	0	1	2	2	2
投资活动现金净流	-104	-67	17	-42	-47	-51
股权募资	0	0	469	0	-38	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-1	0	-62	0	-41	-55
筹资活动现金净流	-1	0	408	0	-79	-54
现金净流量	78	79	502	123	24	78

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	177	256	763	886	910	988
应收款项	63	67	97	94	126	178
存货	143	133	160	203	271	385
其他流动资产	1	52	12	5	5	7
流动资产	384	508	1,032	1,189	1,313	1,557
%总资产	46.4%	55.1%	72.2%	74.8%	76.2%	78.8%
长期投资	20	0	0	1	0	0
固定资产	361	354	345	350	352	350
%总资产	43.6%	38.4%	24.1%	22.0%	20.4%	17.7%
无形资产	40	40	39	48	57	66
非流动资产	444	415	398	400	411	418
%总资产	53.6%	44.9%	27.8%	25.2%	23.8%	21.2%
资产总计	828	923	1,430	1,589	1,723	1,975
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	50	51	52	73	97	137
其他流动负债	34	35	36	88	118	166
流动负债	83	85	88	161	215	303
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	2	3	0	0	0
负债	84	87	91	161	215	304
普通股股东权益	744	836	1,338	1,422	1,496	1,653
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	828	923	1,430	1,589	1,723	1,975

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.50	0.51	0.39	0.52	0.70	0.97
每股净资产	4.14	4.64	5.58	5.93	6.23	6.89
每股经营现金净流	1.02	0.81	0.32	0.69	0.63	0.76
每股股利	0.00	0.00	0.20	0.17	0.23	0.32
回报率						
净资产收益率	12.11%	10.94%	6.94%	8.79%	11.19%	14.15%
总资产收益率	10.88%	9.90%	6.49%	7.87%	9.71%	11.84%
投入资本收益率	12.15%	11.26%	6.40%	8.06%	10.37%	13.28%
增长率						
主营业务收入增长率	9.29%	-1.38%	7.38%	24.97%	33.11%	41.22%
EBIT 增长率	5.52%	4.01%	-8.66%	33.16%	35.78%	42.03%
净利润增长率	1.93%	1.43%	1.53%	34.65%	33.90%	39.74%
总资产增长率	10.41%	11.47%	54.88%	11.15%	8.44%	14.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34	35	39	37	37	37
存货周转天数	125	113	106	119	119	119
应付账款周转天数	32	27	25	31	31	31
固定资产周转天数	188	191	171	144	113	83
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.79%	-30.69%	-57.02%	-62.07%	-60.35%	-59.07%
EBIT 利息保障倍数	-60.2	-57.9	-12.2	-9.1	-11.3	-15.2
资产负债率	10.12%	9.46%	6.39%	10.13%	12.47%	15.41%

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
	0	0	1	1	1
	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	1.00	1.00	1.50

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。

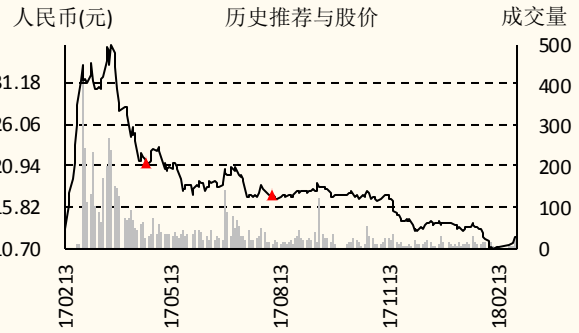
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-24	买入	21.87	27.20~27.20
2	2017-08-08	买入	17.37	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH