

渠道和产能布局持续推进, 业绩稳健增长

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2017年实现营业收入27.48亿元, 同比增长20.67%, 归母净利润2.27亿元, 同比增长7.8%, 扣非后归母净利润2.1亿元, 同比增长17.9%。其中Q4收入增速为7%, 单季度净利润下滑28.7%, 主要是第四季度销售费用和管理费用快速增长所致。
- **产品渠道建设提速, 工程项目有效扩张, 公司业绩符合预期。** 公司卫生陶瓷保持10.8%的稳健增长, 新品类如浴室柜、陶瓷砖、浴缸浴房等开始发力, 增速均在30%以上, 为公司的快速增长提供新动能。从渠道建设看, 公司继续优化以经销商为核心的线下销售渠道, 同时加大网络营销等新兴渠道的开拓力度, 全渠道运营模式得以强化和巩固。2017年, 公司新增和翻新“惠达”专卖店609家, 其中在红星美凯龙、居然之家等连锁卖场新建店面74家, 加速在空白网点布局。新门店以大店为主: 目前公司拥有1000平以上专卖大店4家, 另外2家在建; 500平(含)至1000平以上大店29家另外9家在建; 300平(含)至500平大店185家, 另外24家在建。充足的门店储备为今、明年的快速增长蓄力。公司工程战略开发取得新进展, 除碧桂园外, 2017年与龙湖地产、保利地产开展了业务合作。电商方面, 2017年天猫双11成交额同比增长144%, 荣登天猫双11卫浴品牌销量总榜前列。公司毛利率稳步提升, 2017年同比16年上升0.2pp至27.8%, 在工程业务放量、规模效应提升、单位制造成本下降后我们认为毛利率还有较大提升空间。
- **产能扩张持续推进, 将支持公司持久发展。** 2017年, 公司核心产品卫生陶瓷和浴室柜的产销比均超过100%。五金洁具产量385.8万件, 销售705.1万件, 浴缸浴房产量6万套, 销售10.7万套, 陶瓷砖产量282.9万平, 销售1057.4万平, 销售规模大幅扩张。同时公司加大在生产设施、设备的研发和投入力度。拟在重庆荣昌建设卫生陶瓷生产线, 并对现有浴缸浴房生产线进行优化升级改造。公司拟投资15亿元在重庆荣昌建设惠达卫浴智能家居产业园, 该项目拟建设装配式住宅产品生产线、智能卫浴产品生产线和浴室柜产品生产线等, 预计一期产能将在2020年中期投放。同时公司年产280万件卫生陶瓷生产线建设项目二期工程启动, 新上2.2米纸板生产线取代1.8米纸板生产线, 即将进入设备安装阶段。公司于2017年完成建筑面积18512平米的高架库建设, 新增仓储容量13000个货位, 提升了物流管理水平。2#线坐便器立体存储、机器人修坯项目, 浴缸厂机器人自动焊接缸架设备、塑料厂配件自动化组装等一批机械化改造增效项目成功应用。2017年8月, 公司与深圳麦格米特电气股份有限公司(以下简称“麦格米特”)合资成立惠米科技, 首期建设的年产50万套智能产品的合资工厂, 预计2018年4月份投产, 产能瓶颈得以解决。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年EPS分别为0.95元、1.17元、1.42元, 对应PE分别为18倍、15倍和12倍。参考卫浴瓷砖行业平均估值, 给予公司18年22倍PE, 对应目标价20.9元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 卫浴产品终端销售不及预期的风险, 募投项目推进和达产不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2748.20	3337.51	3982.14	4692.64
增长率	20.67%	21.44%	19.31%	17.84%
归属母公司净利润(百万元)	226.63	270.34	332.64	404.11
增长率	7.84%	19.29%	23.05%	21.49%
每股收益EPS(元)	0.80	0.95	1.17	1.42
净资产收益率ROE	8.08%	8.82%	9.79%	10.63%
PE	22	18	15	12
PB	1.56	1.43	1.29	1.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.84
流通A股(亿股)	2.03
52周内股价区间(元)	16.74-37.24
总市值(亿元)	49.07
总资产(亿元)	40.72
每股净资产(元)	10.54

相关研究

1. 惠达卫浴(603385): 全国性产能布局加码, 陶瓷卫浴龙头蓄力待发 (2018-01-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2748.20	3337.51	3982.14	4692.64	净利润	254.15	303.17	373.04	453.19
营业成本	1984.02	2412.84	2854.46	3349.30	折旧与摊销	102.98	230.07	234.89	238.52
营业税金及附加	48.23	53.08	65.79	77.37	财务费用	26.88	11.21	15.66	11.35
销售费用	230.25	273.68	322.55	375.41	资产减值损失	32.82	30.00	30.00	30.00
管理费用	214.31	263.66	318.57	380.10	经营营运资本变动	-770.93	-349.35	-338.85	-380.81
财务费用	26.88	11.21	15.66	11.35	其他	617.64	-90.14	-89.87	-90.04
资产减值损失	32.82	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	263.55	134.96	224.87	262.20
投资收益	69.30	60.00	60.00	60.00	资本支出	-242.23	-15.00	-18.00	-21.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-498.41	60.00	60.00	60.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-740.64	45.00	42.00	39.00
营业利润	293.56	353.04	435.10	529.12	短期借款	-280.00	-69.59	-150.41	0.00
其他非经营损益	3.34	3.63	3.76	4.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	296.90	356.67	438.87	533.17	股权融资	833.32	0.00	0.00	0.00
所得税	42.75	53.50	65.83	79.98	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	254.15	303.17	373.04	453.19	其他	-131.21	-21.69	-15.66	-11.35
少数股东损益	27.52	32.83	40.40	49.08	筹资活动现金流净额	422.11	-91.28	-166.07	-11.35
归属母公司股东净利润	226.63	270.34	332.64	404.11	现金流量净额	-68.11	88.67	100.80	289.86
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	245.08	333.75	434.55	724.41	成长能力				
应收和预付款项	542.96	684.41	812.12	950.94	销售收入增长率	20.67%	21.44%	19.31%	17.84%
存货	695.57	847.96	1004.62	1180.34	营业利润增长率	25.42%	20.26%	23.25%	21.61%
其他流动资产	783.87	951.96	1135.83	1338.49	净利润增长率	7.65%	19.29%	23.05%	21.49%
长期股权投资	460.39	460.39	460.39	460.39	EBITDA 增长率	18.00%	40.36%	15.37%	13.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1088.62	897.07	703.71	509.73	毛利率	27.81%	27.71%	28.32%	28.63%
无形资产和开发支出	185.61	162.81	140.00	117.20	三费率	17.15%	16.44%	16.49%	16.34%
其他非流动资产	70.04	69.31	68.59	67.86	净利率	9.25%	9.08%	9.37%	9.66%
资产总计	4072.13	4407.66	4759.81	5349.35	ROE	8.08%	8.82%	9.79%	10.63%
短期借款	220.00	150.41	0.00	0.00	ROA	6.24%	6.88%	7.84%	8.47%
应付和预收款项	504.82	606.57	725.09	849.11	ROIC	11.15%	10.43%	12.13%	13.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.41%	17.81%	17.22%	16.60%
其他负债	203.04	213.72	224.72	237.04	营运能力				
负债合计	927.86	970.70	949.81	1086.16	总资产周转率	0.75	0.79	0.87	0.93
股本	284.15	284.15	284.15	284.15	固定资产周转率	2.64	3.57	5.20	8.05
资本公积	1005.02	1005.02	1005.02	1005.02	应收账款周转率	6.94	7.09	6.89	6.90
留存收益	1695.48	1965.82	2298.46	2702.57	存货周转率	2.89	3.09	3.05	3.04
归属母公司股东权益	2995.14	3254.99	3587.63	3991.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.62%	—	—	—
少数股东权益	149.14	181.97	222.37	271.45	资本结构				
股东权益合计	3144.27	3436.96	3810.00	4263.19	资产负债率	22.79%	22.02%	19.95%	20.30%
负债和股东权益合计	4072.13	4407.66	4759.81	5349.35	带息债务/总负债	23.71%	15.49%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.93	3.45	4.25	4.50
					速动比率	2.03	2.41	2.99	3.23
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.80	0.95	1.17	1.42
					每股净资产	11.07	12.10	13.41	15.00
					每股经营现金	0.93	0.47	0.79	0.92
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	423.42	594.32	685.65	778.98					
PE	21.65	18.15	14.75	12.14					
PB	1.56	1.43	1.29	1.15					
PS	1.79	1.47	1.23	1.05					
EV/EBITDA	11.38	7.84	6.43	5.29					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn