



002718.SZ

增持

市场价格: 人民币 18.27

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.5	2.4	(16.7)	(11.6)
相对新华富时 A50 指数	(28.6)	(3.5)	(6.7)	(11.8)

发行股数(百万)	131
流通股(%)	51
总市值(人民币 百万)	2,402
3个月日均交易额(人民币 百万)	14
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
时沈祥	36

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银国际证券  
以 2019 年 7 月 17 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

\*余斯杰为本报告重要贡献者

## 友邦吊顶

### 成长行业重点龙头, 份额有望快速提升

公司是集成吊顶行业龙头也是业内唯一上市公司, 市场占有率达到 3%。公司深耕 2B 端渠道, 绑定地产大客户, 有望借助地产加速集中的东风实现市场份额快速提升。同时旧城改造推进下, 厨房厕所有望成为户内改造重点领域, 预计每年将为行业带来 20% 的市场增量。

#### 支撑评级的要点

- **成长行业中的龙头, 市场占有率 3%:** 公司是集成吊顶行业龙头, 也是唯一上市公司。集成吊顶行业当前处于快速成长期, 应用场景由厨房厕所向客厅餐厅渗透, 前瞻研究院数据显示集成吊顶行业规模约为 200 亿元, 市场参与者超过 1,000 家, 公司作为行业龙头市场占有率超过 3%。
- **旧改推进或将每年为集成吊顶提供 20% 的市场增量:** 旧改接力棚改退坡, 老旧小区户内改造必然以厨房厕所电线水管等为重点。按照年改造 3.2 万个小区计划, 涉及居民户超过 800 万户。保守估计 20% 居民采用集成吊顶, 8 平米入门级吊顶套餐按照 2-3 千元计算, 则旧改推进每年将为吊顶行业提供增量市场超过 40 亿元, 接近行业存量规模的 20%。
- **深度绑定地产大客户, 市场份额有望加速提升:** 集成吊顶由于门槛较低, 毛利率高, 目前参与者极多, 市场分散。公司深耕 B 端渠道, 深度绑定恒大等大型地产商, 借地产加速集中的东风, 有望迅速扩充市场份额, 进一步加强在行业内的竞争力。
- **确立整体解决方案理念, 有望带动集成吊顶渗透率提升:** 公司近期提出吊顶与墙面整体解决方案, 推出集成吊顶与模块化墙面产品, 新产品有望带动集成吊顶加速在吊顶行业的渗透率。

#### 估值

- 预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 8.81、10.32、11.85 亿元; 归母净利润分别为 1.09、1.24、1.39 亿元; EPS 为 0.83、0.94、1.06 元, 首次覆盖给予公司 **增持** 评级。

#### 评级面临的主要风险

- 旧改推进不及预期, 集成吊顶渗透率提升缓慢, 市场竞争激烈, 行业集中度提升不及预期。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	668	725	881	1,032	1,185
变动(%)	31	9	21	17	15
净利润(人民币 百万)	129	104	109	124	139
全面摊薄每股收益(人民币)	0.983	0.794	0.830	0.940	1.059
变动(%)	(0.4)	(19.2)	4.5	13.3	12.7
市场预期每股收益(人民币)			1.610	1.810	2.010
全面摊薄市盈率(倍)	18.8	23.2	22.3	19.6	17.4
价格/每股现金流量(倍)	(11.8)	2.9	19.0	15.3	13.5
每股现金流量(人民币)	(1.56)	6.46	0.97	1.21	1.36
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	12.5	16.8	13.9	12.4
每股股息(人民币)	0.27	0.20	0.25	0.28	0.32
股息率(%)	1.4	1.1	1.4	1.5	1.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	668	725	881	1,032	1,185
销售成本	365	461	554	649	745
经营费用	177	163	227	266	306
息税折旧前利润	158	129	144	175	196
折旧及摊销	12	14	23	37	41
经营利润(息税前利润)	146	115	122	138	154
净利息收入/(费用)	6	0	(0)	(0)	1
其他收益/(损失)	17	49	28	28	28
税前利润	152	116	121	138	155
所得税	23	11	12	14	16
少数股东权益	(3)	(3)	2	2	2
净利润	129	104	109	124	139
核心净利润	112	56	81	96	111
每股收益(人民币)	0.983	0.794	0.830	0.940	1.059
核心每股收益(人民币)	0.856	0.424	0.617	0.728	0.847
每股股息(人民币)	0.267	0.200	0.250	0.280	0.320
收入增长(%)	31	9	21	17	15
息税前利润增长(%)	6	(21)	5	13	12
息税折旧前利润增长(%)	6	(18)	12	21	12
每股收益增长(%)	(0)	(19)	4	13	13
核心每股收益增长(%)	(10)	(50)	46	18	16

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	152	116	121	138	155
折旧与摊销	12	14	23	37	41
净利息费用	(6)	(0)	0	0	(1)
运营资本变动	(53)	(81)	10	10	11
税金	74	53	17	21	26
其他经营现金流	(76)	(343)	(51)	(56)	(61)
经营活动产生的现金流	208	(79)	100	130	149
购买固定资产净值	110	199	2	1	0
投资减少/增加	310	(101)	(26)	(26)	(26)
其他投资现金流	6	1,026	3	3	4
投资活动产生的现金流	(414)	929	28	29	30
净增权益	1	6	0	0	0
净增债务	0	145	0	0	0
支付股息	35	26	33	37	42
其他融资现金流	(9)	(8)	9	(3)	(3)
融资活动产生的现金流	(43)	117	(24)	(40)	(45)
现金变动	(249)	(60)	102	119	134
期初现金	422	174	116	218	337
公司自由现金流	(206)	849	128	159	179
权益自由现金流	(214)	987	137	156	176

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	174	116	218	337	470
应收帐款	50	107	121	133	146
库存	108	102	126	148	170
其他流动资产	336	361	263	263	263
流动资产总计	694	589	728	881	1,049
固定资产	89	86	341	391	378
无形资产	78	112	108	105	101
其他长期资产	557	741	469	387	362
长期资产总计	724	939	918	882	842
总资产	1,418	1,528	1,646	1,763	1,891
应付帐款	126	107	130	153	177
短期债务	0	145	145	145	145
其他流动负债	159	67	71	73	73
流动负债总计	285	319	346	371	395
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	3	7	11
股本	88	88	131	131	131
储备	1,044	1,120	1,166	1,254	1,354
股东权益	1,132	1,208	1,297	1,386	1,485
少数股东权益	12	19	21	23	26
总负债及权益	1,418	1,528	1,646	1,763	1,891
每股帐面价值(人民币)	8.51	9.04	9.71	10.37	11.10
每股有形资产(人民币)	10.15	10.73	11.65	12.57	13.57
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.31)	0.23	(0.53)	(1.41)	(2.39)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	23.6	17.8	16.4	16.9	16.5
息税前利润率(%)	21.8	15.9	13.8	13.4	13.0
税前利润率(%)	22.8	15.9	13.8	13.3	13.1
净利率(%)	18.9	14.0	12.6	12.2	12.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.4	1.8	2.1	2.4	2.7
利息覆盖率(倍)	25.4	700.6	804.7	551.3	342.9
净权益负债率(%)	净现金	2.5	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	1.5	1.7	2.0	2.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	18.8	23.2	22.3	19.6	17.4
核心业务市盈率(倍)	21.6	43.6	29.9	25.4	21.8
市净率(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	(11.8)	2.9	19.0	15.3	13.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	12.5	16.8	13.9	12.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	59.1	51.6	52.1	52.3	52.3
应收帐款周转天数	27.5	54.0	49.9	47.1	44.9
应付帐款周转天数	126.0	84.6	85.5	86.2	86.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	27.1	25.2	30.1	29.8	30.2
净资产收益率(%)	11.2	8.4	8.5	9.1	9.5
资产收益率(%)	8.9	6.7	6.7	7.1	7.5
已运用资本收益率(%)	10.9	7.7	7.6	8.1	8.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测