

成霖股份 (002047.SZ)

家庭用具与器皿行业

评级：买入 维持评级

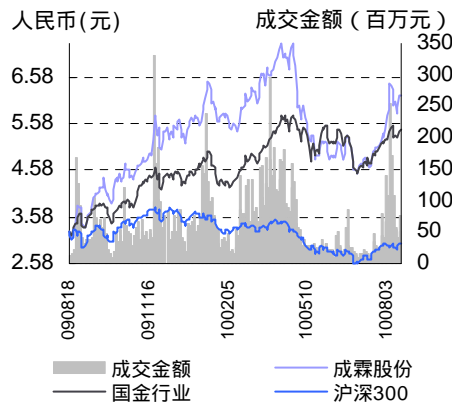
业绩点评

市价(人民币)：6.19元
目标(人民币)：6.92-7.41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)	453.66
总市值(百万元)	2,808.19
年内股价最高最低(元)	7.29/3.08
沪深 300 指数	2942.29
中小板指数	6390.61



相关报告

1. 《今年销售复苏或有波动,但趋势不变》, 2010.3.29
2. 《业绩快报点评,维持 2010 年盈利预测》, 2010.1.25
3. 《短期看海外复苏,中长期看内销品牌耕耘》, 2009.12.31

王晓莹 分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

关注产品结构和子公司产能，短期难言空间

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.177	0.242	0.192	0.285	0.387
每股净资产(元)	2.71	2.80	1.83	1.97	2.17
每股经营性现金流(元)	-0.17	0.17	0.40	0.30	0.29
市盈率(倍)	50.55	12.84	32.30	21.68	15.99
行业优化市盈率(倍)	38.74	21.35	29.75	29.75	29.75
净利润增长率(%)	-20.45%	57.48%	26.60%	48.98%	35.63%
净资产收益率(%)	5.68%	8.66%	10.48%	14.46%	17.83%
总股本(百万股)	246.56	283.54	453.66	453.66	453.66

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 成霖股份上半年收入 7.3 亿、同比增长 22%；归属母公司净利润 2117 万元、同比增长 19.75%；EPS 0.05 元。中报符合我们增长 20%的预期。

经营分析

- 欧洲区收入增长明显，内销表现尚可：在海外经济复苏下，出口欧洲收入上半年增长 46%，超过出口北美收入 18%的增速，收入占比上升到 17%，符合我们年初的判断（公司对欧洲的出口将受益于集团收购英国厨卫渠道 PJH 后的整合效果），是公司业务新的增长点。另外，国内销售同比增长 21%；经跟踪，公司下半年还将加大 GOBO 品牌的宣传投入，证明内销拓展的确已从本质上提升到公司战略高度。（详见图表 1）
- 净利润增速低于收入增速，主要由于青岛工厂继续亏损和原材料上涨：净利润增速 19%低于收入增速，主要由于毛利率降低了 2.3 个百分点。毛利率降低的原因一是铜等原材料价格上涨，更主要是青岛工厂产能仍未达盈亏平衡点导致摊销过高而继续亏损所致（详见图表 5），合计影响 EPS 0.03 元，亏损甚至高于 09 年，程度超过我们预期（前期预计亏损额会因订单增加而减小，但实际上上半年还处在学习曲线的前中期，产能上不去）。
- 业绩季节性强，下半年关键是高毛利产品销售情况和青岛工厂的亏损程度：由于海外市场特点，公司一般在 2Q 推出高毛利新品，如适销对路，将提升下半年毛利率；另外公司正在努力提升青岛工厂产能；下半年业绩的关键就看这两方面的改善情况。尽管公司预计 1-9 月业绩下降 20%-40%，我们认为实际情况不会如此糟糕。

盈利调整及投资建议

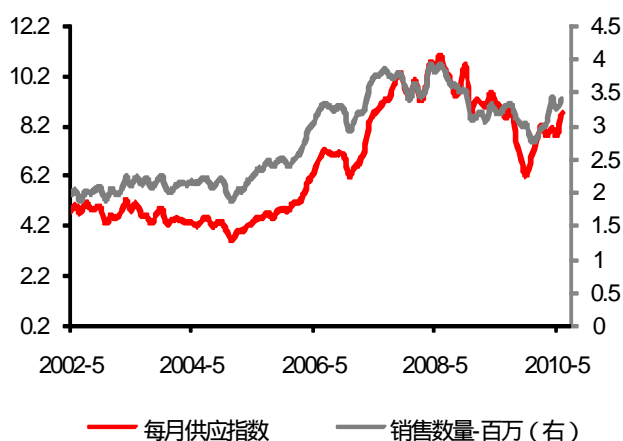
- 由于上半年青岛工厂亏损程度超我们预期，我们维持收入预测，但下调今年 EPS17%，维持后两年 EPS 预测：2010-2012 年收入分别为 16.6、20.6、26.3 亿元，增速 22.2%、23.9%、27.1%；EPS 分别为 0.192、0.285、0.387 元，对应增速 26.6%、49%、35.6%。
- 公司目前股价对应 32x10PE、22x11PE，在可比公司中估值合理（图表 8），加上业绩风险、以及近期因低价股可能被游资炒作，短期难言上涨空间。6-12 个月维持 6.92-7.41 的目标价，对应 24-27x11PE，距离目前股价 12-20%空间，维持买入评级。

图表1：分地区收入增长及点评

地区	营业收入		YOY	收入占比		点评
	1H09	1H10		1H09	1H10	
北美	42660	50501	18%	72%	70%	在美国家装用品销售恢复情况一般（图表3，不到5%）的情况下，公司收入实现18%增长，说明市场份额应该有所提升。
欧洲	8234	11982	46%	14%	17%	开拓欧洲市场有成效：上半年即便有欧洲债务危机的影响，收入同比提升3个百分点，可以看出在开拓欧洲市场工作方面确实取得了一定的成功。符合我们年初的判断（公司对欧洲的出口将受益于集团收购英国厨卫渠道PJH后的整合效果），是公司业务新的增长点。
国内	5533	6694	21%	9%	9%	内销表现尚可。经跟踪，公司下半年还将加大GOBO品牌的宣传投入，证明内销拓展的确已从本质上提升到公司战略高度。
其他	2722	3387	24%	5%	5%	
合计	59148	72564	23%	100%	100%	

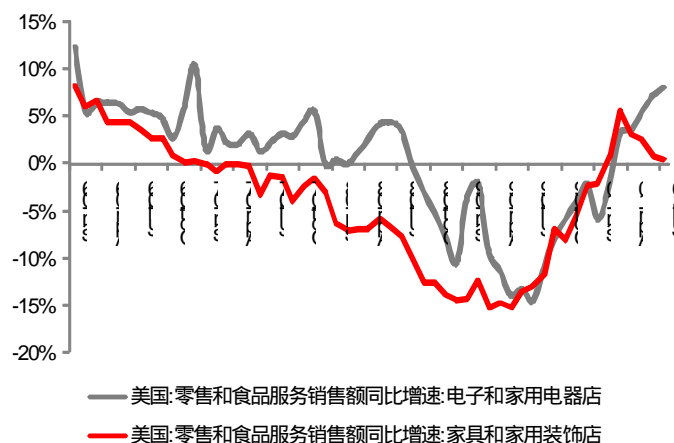
来源：国金证券研究所

图表2：美国现房供应和销售呈上升趋势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：美国家具和家用装饰店销售额恢复情况一般



图表4：分季度收入、利润增长情况

(百万元)	1Q	2Q	3Q	4Q
2009 收入	259	338	405	367
09/08 YOY	-24%	-26%	5%	-17%
2010 收入	310	417		
10/09 YOY	20%	24%		
2009 净利润	1.6	16.0	30.6	20.4
09/08 YOY	-83%	59%	386%	14%
2010 净利润	5.2	16.0		
10/09 YOY	219%	0%		

来源：公司财报，国金证券研究所

图表5：子公司亏损继续拖累公司业绩

(百万元)	业务环节	持股比例	最新总资产	2009 净利润	1H10 净利润
青岛霖弘精密	青岛工厂，互为前后道工序	60%	10952	-511	-176
青岛成霖科技		60%	27474	-2891	-2321
深圳成霖实业	为母公司提供配件	100%	19580	-70	-18

图表6：利润表分拆点评

	1H09	2H09	1H10	同比变化 个百分点	环比变化 个百分点	点评
营业收入(百万元)	596	771	727	22%	-6%	同比上升是上半年出口情势好转所致，环比下降是由于去年下半年季节性因素导致环比基数较大所致
-营业成本	80.4%	75.8%	82.8%	2.34	7.02	原材料价格同比和环比均出现明显上涨所致
=毛利	19.6%	24.2%	17.2%	-2.34	-7.02	
-营业税金及附加	0.1%	0.1%	0.0%	-0.03	-0.03	
-销售费用	7.7%	6.9%	6.8%	-0.86	-0.05	同比和环比均下降，系成霖洁具自09年10月生产厂址搬迁后，2010年与提供配件的子公司成霖实业进行了产能整合，由此带来相关运输成本和管理费用率的降低
-管理费用	10.5%	8.5%	8.1%	-2.41	-0.40	
-财务费用	-0.6%	-0.1%	0.1%	0.71	0.21	现金流充裕
-资产减值损失	0.0%	0.4%	-0.1%	-0.14	-0.54	存货价值回升所致
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.1%	0.08	0.04	远期结汇业务产生
+投资收益	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.07	0.09	联营公司成信兆2010年亏损较上年减少所致
+营业外收支	0.3%	-0.5%	0.2%	-0.05	0.77	本期报废到期固定资产损失导致营业外指出同比增加较大所致
=利润总额	2.1%	7.9%	2.6%	0.50	-5.29	
-所得税费用	1.4%	1.9%	0.8%	-0.59	-1.12	成霖洁具取得高新技术企业称号，所得税率下调为15%所致
-少数股东损益	-1.6%	-0.6%	-1.4%	0.23	-0.74	
=归属于母公司所有者净利润	2.3%	6.6%	3.2%	0.86	-3.42	

来源：国金证券研究所

图表7：分地区销售预测表

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1. 外销						
销售收入 (百万元)	1,715.17	1,489.88	1,241.94	1,502.22	1,844.27	2,315.48
增长率 (YOY)	5.63%	-13.14%	-16.64%	20.96%	22.77%	25.55%
毛利率	13.16%	16.14%	23.40%	20.52%	20.39%	21.42%
销售成本 (百万元)	1,489.46	1,249.41	951.35	1,193.90	1,468.28	1,819.56
增长率 (YOY)	4.59%	-16.12%	-23.86%	25.50%	22.98%	23.93%
毛利 (百万元)	225.72	240.47	290.59	308.32	375.99	495.92
增长率 (YOY)	13.01%	6.53%	20.84%	6.10%	21.95%	31.90%
占总销售额比重	97.04%	91.73%	37.82%	89.87%	89.05%	87.94%
占主营业务利润比重	93.82%	86.68%	95.69%	89.34%	85.97%	86.20%
1.1. 北美市场						
销售收入 (百万元)	1,491.94	1,149.90	983.97	1,166.86	1,417.62	1,772.03
增长率 (YOY)	1.38%	-22.93%	-14.43%	18.59%	21.49%	25.00%
毛利率	13.01%	15.85%	25.68%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	1,297.77	967.59	731.31	918.71	1,121.16	1,382.18
增长率 (YOY)	#VALUE!	-25.44%	-24.42%	25.63%	22.04%	23.28%
毛利 (百万元)	194.17	182.31	252.66	248.15	296.46	389.85
增长率 (YOY)	#VALUE!	-6.11%	38.59%	-1.78%	19.47%	31.50%
占总销售额比重	84.41%	70.80%	71.95%	69.81%	68.45%	67.30%
占主营业务利润比重	80.71%	65.72%	83.20%	71.90%	67.79%	67.77%
1.2. 欧洲市场						
销售收入 (百万元)	164.69	268.55	186.25	242.13	314.77	409.20
增长率 (YOY)	41.77%	63.07%	-30.64%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	14.00%	17.00%	18.16%	21.00%	21.00%	21.00%
销售成本 (百万元)	141.63	222.89	152.43	191.28	248.67	323.27
增长率 (YOY)	#VALUE!	57.38%	-31.61%	25.49%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	23.06	45.65	33.82	50.85	66.10	85.93
增长率 (YOY)	#VALUE!	98.01%	-25.92%	50.35%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	9.32%	16.53%	13.62%	14.49%	15.20%	15.54%
占主营业务利润比重	9.58%	16.46%	11.14%	14.73%	15.11%	14.94%
1.3. 其他国外市场						
销售收入 (百万元)	58.55	71.43	71.72	93.23	111.88	134.25
增长率 (YOY)	51.78%	22.01%	0.40%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	14.50%	17.50%	5.73%	10.00%	12.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	50.06	58.93	67.61	83.91	98.45	114.11
增长率 (YOY)	#VALUE!	17.73%	14.72%	24.11%	17.33%	15.91%
毛利 (百万元)	8.49	12.50	4.11	9.32	13.43	20.14
增长率 (YOY)	#VALUE!	47.25%	-67.12%	126.83%	44.00%	50.00%
占总销售额比重	3.31%	4.40%	5.24%	5.58%	5.40%	5.10%
占主营业务利润比重	3.53%	4.51%	1.35%	2.70%	3.07%	3.50%
2. 内销						
销售收入 (百万元)	52.37	134.29	125.71	169.28	226.77	317.48
增长率 (YOY)	23.40%	156.45%	-6.40%	34.66%	33.96%	40.00%
毛利率	28.37%	27.51%	10.40%	20.00%	20.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	37.51	97.35	112.63	132.48	165.41	238.11
增长率 (YOY)	42.56%	159.53%	15.70%	17.63%	24.86%	43.95%
毛利 (百万元)	14.86	36.95	13.08	36.79	61.36	79.37
增长率 (YOY)	29.11%	148.68%	-64.61%	181.37%	66.75%	29.36%
占总销售额比重	2.96%	8.27%	9.19%	10.13%	10.95%	12.06%
占主营业务利润比重	6.18%	13.32%	4.31%	10.66%	14.03%	13.80%
销售总收入 (百万元)	1767.54	1624.17	1367.64	1671.50	2071.04	2632.96
销售总成本 (百万元)	1526.97	1346.76	1063.97	1326.39	1633.69	2057.67
毛利 (百万元)	240.57	277.42	303.67	345.12	437.35	575.29
平均毛利率	13.61%	17.08%	22.20%	20.65%	21.12%	21.85%

来源：国金证券研究所

图表8：可比公司估值一览表

		产品	内销	出口	收盘价(元)	EPS				PE		
			比重	比重		10E	11E	12E	10-12 年复合 增长率	10PE	11PE	12PE
002047	成霖股份	卫浴	9%	91%	6.19	0.19	0.29	0.39	42%	32	22	16
600337	美克股份*	家具	44%	56%	9.22	0.22	0.34	0.37	30%	42	27	25
600978	宜华木业*	家具	1%	99%	6.26	0.42	0.49	0.64	23%	15	13	10
600261	浙江阳光	节能灯	33%	67%	26.81	0.81	1.07	1.44	33%	33	25	19
002094	青岛金王*	蜡烛	39%	61%	16.57	0.32	0.45	0.57	33%	52	37	29
						平均：			32%	35	25	20

注：*标注公司的盈利预测来自“朝阳永续一直市场预期”

来源：朝阳永续，国金证券研究所

图表9：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,768	1,624	1,368	1,672	2,071	2,633
增长率		-8.1%	-15.8%	22.2%	23.9%	27.1%
主营业务成本	-1,527	-1,347	-1,064	-1,328	-1,636	-2,058
% 销售收入	86.4%	82.9%	77.8%	79.5%	79.0%	78.2%
毛利	241	277	304	343	435	575
% 销售收入	13.6%	17.1%	22.2%	20.5%	21.0%	21.8%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-13
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.5%
营业费用	-70	-98	-99	-112	-137	-171
% 销售收入	4.0%	6.0%	7.2%	6.7%	6.6%	6.5%
管理费用	-107	-122	-128	-130	-143	-166
% 销售收入	6.1%	7.5%	9.4%	7.8%	6.9%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	63	56	76	100	154	225
% 销售收入	3.6%	3.5%	5.5%	6.0%	7.5%	8.5%
财务费用	-2	0	5	5	8	9
% 销售收入	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-4	-20	1	-7	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	56	37	80	99	162	232
营业利润率	3.2%	2.3%	5.8%	5.9%	7.8%	8.8%
营业外收支	3	-2	-2	2	2	2
税前利润	59	36	78	101	164	234
利润率	3.3%	2.2%	5.7%	6.0%	7.9%	8.9%
所得税	-7	-9	-23	-22	-39	-59
所得税率	12.4%	26.4%	30.2%	22.0%	24.0%	25.0%
净利润	52	26	54	79	125	176
少数股东损益	-3	-17	-15	-8	-5	0
归属于母公司的净利润	55	44	69	87	130	176
净利率	3.1%	2.7%	5.0%	5.2%	6.3%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	52	26	54	79	125	176
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	29	43	31	32	29	33
非经营收益	-8	0	10	-6	-5	-5
营运资金变动	64	-118	-48	78	-11	-70
经营活动现金净流	136	-49	48	182	138	133
资本开支	-40	-145	-45	-41	-43	-43
投资	0	0	-81	-1	0	0
其他	-77	87	15	0	0	0
投资活动现金净流	-117	-59	-110	-43	-43	-43
股权募资	60	56	0	0	0	0
债权募资	15	46	-88	-44	0	1
其他	-27	-28	-33	-2	-50	-64
筹资活动现金净流	48	74	-121	-46	-50	-63
现金净流量	67	-33	-183	94	45	28

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	598	483	284	378	423	451
应收款项	289	304	313	362	420	534
存货	255	250	230	212	239	301
其他流动资产	51	48	36	45	54	68
流动资产	1,193	1,084	864	996	1,137	1,353
% 总资产	87.8%	76.2%	70.7%	72.3%	73.9%	76.4%
长期投资	0	0	7	7	7	7
固定资产	161	294	309	333	350	364
% 总资产	11.8%	20.7%	25.3%	24.2%	22.8%	20.6%
无形资产	3	37	38	32	31	31
非流动资产	166	338	359	382	401	419
% 总资产	12.2%	23.8%	29.3%	27.7%	26.1%	23.6%
资产总计	1,359	1,422	1,223	1,378	1,538	1,772
短期借款	91	132	45	0	0	0
应付款项	332	285	228	344	423	532
其他流动负债	46	48	54	109	129	163
流动负债	469	466	327	453	552	696
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	18	18	17	17	17	17
负债	487	484	344	470	569	714
普通股股东权益	738	768	793	830	896	985
少数股东权益	132	171	86	78	73	73
负债股东权益合计	1,358	1,422	1,223	1,378	1,538	1,772

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.245	0.177	0.242	0.192	0.285	0.387
每股净资产	2.993	2.708	2.796	1.829	1.975	2.172
每股经营现金净流	0.553	-0.173	0.168	0.402	0.305	0.294
每股股利	0.300	0.050	0.050	0.110	0.140	0.190
回报率						
净资产收益率	7.43%	5.68%	8.66%	10.48%	14.46%	17.83%
总资产收益率	4.04%	3.07%	5.62%	6.31%	8.42%	9.91%
投入资本收益率	5.71%	3.86%	5.72%	8.61%	12.11%	15.94%
增长率						
主营业务收入增长率	6.37%	-8.11%	-15.79%	22.22%	23.90%	27.13%
EBIT增长率	76.49%	-10.43%	34.82%	32.21%	#DIV/0!	45.80%
净利润增长率	67.29%	-20.45%	57.48%	26.60%	48.98%	35.63%
总资产增长率	16.90%	4.79%	-14.05%	12.72%	11.60%	15.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.9	65.0	77.1	75.0	70.0	70.0
存货周转天数	58.6	73.0	87.0	60.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	62.0	67.4	75.5	77.0	77.0	77.0
固定资产周转天数	32.4	63.0	79.2	69.0	58.7	48.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.20%	-37.32%	-27.24%	-41.63%	-43.69%	-42.52%
EBIT利息保障倍数	25.9	-149.0	-16.7	-18.6	-18.6	-25.0
资产负债率	35.89%	33.99%	28.10%	34.12%	37.00%	40.27%

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
强买	0	0	0	0	2
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-12-31	买入	5.75	9.92 ~ 11.07
2 2010-01-25	买入	5.93	11.07 ~ 11.07
3 2010-03-29	买入	6.62	11.07 ~ 11.86

来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

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、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。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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室