

友邦吊顶 (002718)

推荐

行业：其他建材

由顶及墙，集成空间领航者

公司是国内集成吊顶龙头，为行业内 A 股唯一上市企业，主要从事集成吊顶的研发、生产和销售，产品包括基础模块、功能模块、辅助模块和 ACOLL 成套家饰等，未来公司有望向全屋集成吊顶和墙面集成延伸，打造新的增长点。

投资要点：

✧ **营收增长稳定，盈利能力突出。**过去 5 年，公司营收复合增速为 15% 左右，业绩复合增速在 16% 左右，增长较为平稳。由于公司产品销售主要在零售端，毛利率维持在高位，约 50% 左右，未来随着公司品牌提升，全屋空间整体化设计推出，产品附加值和客单价有望进一步提升，毛利率有望继续保持高位。

✧ **行业集中度低，龙头有望提升市占率。**目前集成吊顶板块占整个吊顶行业的 30% 左右，市场规模为 100 多亿，但是行业面临着小厂商多而散，市场集中度低的情况。随着消费升级，精装房和全装修政策的推出，行业有望迎来新一轮快速增长，公司作为集成吊顶的龙头，市场占有率不足 5%，其有望凭借技术和品牌优势快速提升市场份额。

✧ **积极开拓 B 端和线上，成果显现。**公司与房地厂商，经销商展开合作，积极开拓 B 端市场，16 年营收占比突破 10%，随着精装房及全装修政策的推出，工程端有望持续提升，同时互联网家装板块，增长强劲，天猫和京东旗舰店相继开业，为公司带来线上流量，实现 O2O 联动。

✧ **实现全屋集成吊顶，墙面集成含苞待放。**公司深耕吊顶领域，具有很强的技术储备，已实现全屋集成吊顶设计；同时公司储备的墙面业务有望在 17 年落地，行业规模超千亿，国内最大厂商图森才做到 7000 多万元，行业仍处于起步阶段，公司有望借助现有的渠道资源及技术优势迅速打开市场，成长空间大。

✧ **投资建议：**公司安全边际较强，员工持股价 73.54 元，定增价 66.2 元。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 1.71、2.15 和 2.66 元，对应 PE 为 40.22、31.93 和 25.82 倍，给予“推荐”评级。

✧ **风险提示：**房地产投资增速下滑，防水涂料公司推进低于预期，需求下滑

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	411	517	641	832
收入同比(%)	8%	26%	24%	30%
归属母公司净利润	121	150	189	233
净利润同比(%)	15%	24%	26%	24%
毛利率(%)	51.3%	48.6%	48.4%	47.6%
ROE(%)	19.4%	14.2%	15.7%	16.9%
每股收益(元)	1.38	1.71	2.15	2.66
P/E	49.88	40.22	31.93	25.82
P/B	9.69	5.69	5.00	4.36
EV/EBITDA	41	37	30	24

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：闫广

S0960116040040

0755-82026905

yanguang@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 97

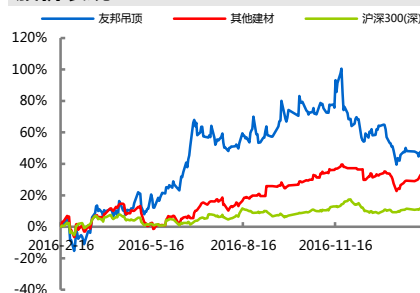
当前股价： 69.05

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	88
流通股本(百万股)	35
总市值(亿元)	61
流通市值(亿元)	24
成交量(百万股)	0.39
成交额(百万元)	26.50

股价表现



相关报告

表 友邦吊顶盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
基础模块				
产能（万件）	2500	2700	3000	4600
产量（万件）	2,949.75	3,000	3,500	4,000
产能利用率	117.99%	120.00%	140.00%	160.00%
销量（万件）	2,889.26	3200.00	3600.00	4100.00
单价（元/片）	6.73	7.59	8.24	8.68
收入（百万元）	194.40	243.00	296.46	355.75
增速（%）	6.09%	25.00%	22.00%	20.00%
成本（百万元）	100.58	125.87	152.68	181.43
毛利率（%）	48.26%	48.20%	48.50%	49.00%
功能模块				
产能（万套）	95	128	150	175
产量（万套）	109.52	120	140	160
产能利用率	115.28%	93.75%	93.33%	91.43%
销量（万套）	108.32	120.00	140.00	160.00
单价（元/吨）	135.08	152.42	158.08	161.83
收入（百万元）	146.32	182.90	221.31	258.93
增速（%）	6.91%	25.00%	21.00%	17.00%
成本（百万元）	62.38	78.65	94.72	110.05
毛利率（%）	57.37%	57.00%	57.20%	57.50%
辅助模块				
收入（百万元）	65.45	83.12	102.24	121.66
增速（%）	7.32%	27.00%	23.00%	19.00%
成本（百万元）	33.88	55.69	68.50	81.52
毛利率（%）	48.24%	33.00%	33.00%	33.00%
ACOLL 成套家饰				
销量（套）	37,427	60,870	86,207	128,205
单价（元/套）	111.68	115.00	116.00	117.00
收入（百万元）	4.18	7.00	10.00	15.00
增速（%）		67.46%	42.86%	50.00%
成本（百万元）	3.10	4.90	6.95	10.35
毛利率（%）	25.84%	30.00%	30.50%	31.00%
集成墙面				
收入（百万元）			10.00	80.00
增速（%）				700.00%
成本（百万元）			7.00	52.00
毛利率			30.00%	35.00%

总收入（百万元）	410.71	516.52	640.51	831.85
总成本（百万元）	200.228	265.512	330.248	435.745
总体毛利率	51.25%	48.60%	48.44%	47.62%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	515	968	1137	1345
现金	473	887	1051	1235
应收账款	8	8	11	14
其它应收款	3	3	4	6
预付账款	5	9	11	14
存货	26	35	43	57
其他	0	25	17	19
非流动资产	177	169	160	150
长期投资	0	0	0	0
固定资产	91	93	89	82
无形资产	65	64	63	62
其他	21	13	8	6
资产总计	692	1137	1296	1495
流动负债	69	78	91	112
短期借款	0	0	0	0
应付账款	34	45	56	74
其他	35	33	35	38
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	70	79	92	113
少数股东权益	0	0	0	0
股本	83	88	88	88
资本公积	128	451	451	451
留存收益	411	520	666	843
归属母公司股东权益	622	1058	1204	1381
负债和股东权益	692	1137	1296	1495

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	131	100	164	191
净利润	121	150	189	233
折旧摊销	11	9	10	10
财务费用	-9	-28	-40	-47
投资损失	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	2	-29	8	-3
其它	9	-0	0	0
投资活动现金流	51	0	2	2
资本支出	28	0	0	0
长期投资	75	-2	0	0
其他	154	-1	2	2
筹资活动现金流	-26	315	-3	-9
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	31	5	0	0
资本公积增加	-31	323	0	0
其他	-26	-13	-3	-9
现金净增加额	156	415	164	184

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	411	517	641	832
营业成本	200	266	330	436
营业税金及附加	4	5	6	7
营业费用	36	47	58	75
管理费用	48	59	73	95
财务费用	-9	-28	-40	-47
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2
营业利润	135	170	215	267
营业外收入	6	5	6	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	141	175	220	272
所得税	20	25	31	39
净利润	121	150	189	233
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	121	150	189	233
EBITDA	137	151	184	230
EPS (元)	1.46	1.71	2.15	2.66

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	8.5%	25.8%	24.0%	29.9%
营业利润	12.4%	26.2%	26.4%	24.3%
归属于母公司净利润	15.4%	24.0%	26.0%	23.7%
获利能力				
毛利率	51.3%	48.6%	48.4%	47.6%
净利率	29.4%	29.0%	29.5%	28.1%
ROE	19.4%	14.2%	15.7%	16.9%
ROIC	72.7%	70.8%	97.3%	128.2%
偿债能力				
资产负债率	10.2%	7.0%	7.1%	7.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	7.45	12.38	12.48	11.99
速动比率	7.08	11.93	12.01	11.49
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.56	0.53	0.60
应收账款周转率	73	60	64	64
应付账款周转率	6.19	6.68	6.53	6.69
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.71	2.15	2.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.14	1.88	2.18
每股净资产(最新摊薄)	7.10	12.07	13.74	15.76
估值比率				
P/E	49.88	40.22	31.93	25.82
P/B	9.69	5.69	5.00	4.36
EV/EBITDA	41	37	30	24

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中国中投证券研究总部建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。
闫广,中国中投证券研究总部建材行业研究员，毕业于香港中文大学，金融工程硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434