

惠达卫浴 (603385) 2019年三季报点评

## 业绩符合预期，整装卫浴蓄势待发

### 事项:

- ❖ 公司公告 2019 年三季报, 2019 年 Q1-Q3 实现营业总收入 23.24 亿元, 同比增长 7.56%; 实现归母净利润 2.27 亿元, 同比增长 13.23%, 业绩符合预期。

### 评论:

- ❖ 公司 2019 年 Q3 实现单季度营收 8.4 亿元, 同比增长 8.62%, 增速较单 Q2 有所回落; Q2 单季度归母净利润 0.84 亿元, 同比增长 2.7%, 整体经营符合预期。
- ❖ **管控提效, 盈利水平持续提升。**公司 2019 年 Q1-Q3 毛利率 32.92%, 同比提升 4.85pct, 净利率 10.32%, 同比提升 0.24pct。公司毛利率提升原因一是公司生产端自动化改造提升生产效率; 二是产品结构调整所致。
- ❖ **全渠道运营, 产能稳步扩张。**(1) **渠道端,** 公司目前已经构筑起零售为主, 工程、电商等为辅的多元化立体营销模式。截至 2019 年 6 月 30 日, 公司零售渠道共拥有 1000 平米以上大店 4 家, 500-1000 平米大店 61 家, 200-500 平米大店 280 家, 有效提升公司品牌形象和市场竞争能力。工程渠道方面, 公司在与碧桂园、保利等地产商继续合作的同时, 又与龙湖、远洋、首创、宝能等地产商签署合作协议。同时, 公司不断开拓国际市场, 建立起覆盖美国、英国、澳大利亚等 100 多个国家和地区的营销网络。(2) **产能端,** 年产 280 万件卫生陶瓷二期项目已于 2019 年 1 月 21 日点火投产, 可年产连体坐便器、智能坐便器 65 万件; 惠达住工于 2019 年 5 月试运行生产, 已经开发出覆盖市面上 79-80% 户型产品; 重庆一期工程年产 80 万件智能卫浴产品的卫生陶瓷生产线已完成生产工艺布局规划设计, 预计 2020 年 5 月投产。公司渠道与产能端的稳步拓展, 为公司长期发展奠定基础。
- ❖ **看好公司发展, 维持“强推”评级。**我们持续看好国内卫浴龙头企业内销端持续扩张, 通过技术研发和自动化改造持续提升生产效率, 通过国内网络的扩张占据中高档市场竞争优势。公司成立惠达住工, 进入广阔整装卫浴市场。我们维持公司盈利预测, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.76、3.05、3.32 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 13、12、11 倍, 维持“强推”评级。基于公司传统卫浴发展与整装卫浴领域扩张带来公司整体效益提升, 维持 2019 年 16 倍 PE, 对应 12 元/股目标价。
- ❖ **风险提示:** 房地产市场不及预期的风险, 汇率波动导致利润大幅波动风险。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	2,900	3,210	3,484	3,724
同比增速(%)	5.5%	10.7%	8.5%	6.9%
归母净利润(百万)	239	276	305	332
同比增速(%)	5.4%	15.5%	10.6%	8.8%
每股盈利(元)	0.65	0.75	0.83	0.90
市盈率(倍)	15	13	12	11
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

## 强推 (维持)

目标价: 12 元

当前价: 9.62 元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师: 郭庆龙

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

执业编号: S0360518100001

#### 证券分析师: 陈梦

电话: 010-66500831

邮箱: chenmeng1@hcyjs.com

执业编号: S0360518110002

#### 联系人: 葛文欣

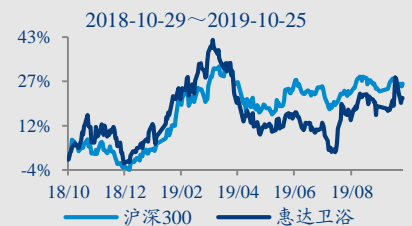
电话: 010-63215669

邮箱: gewenxin@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	36,940
已上市流通股(万股)	26,373
总市值(亿元)	35.54
流通市值(亿元)	25.37
资产负债率(%)	27.6
每股净资产(元)	8.9
12个月内最高/最低价	11.36/7.71

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《惠达卫浴 (603385) 深度研究报告: 凭交房回暖好风, 助卫浴龙头崛起》

2019-02-26

《惠达卫浴 (603385) 2018 年报与 2019 年一季报点评: 经营稳定, 卫浴龙头竞争实力凸显》

2019-05-01

《惠达卫浴 (603385) 2019 半年报点评: 管控提效, 业绩表现略超预期》

2019-08-16

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	190	327	530	765
应收票据	246	273	296	317
应收账款	589	645	700	748
预付账款	81	88	95	102
存货	726	795	858	915
其他流动资产	435	481	522	557
流动资产合计	2,267	2,609	3,001	3,404
其他长期投资	3	3	3	3
长期股权投资	518	518	518	518
固定资产	1,035	1,192	1,334	1,464
在建工程	242	292	342	392
无形资产	209	188	169	153
其他非流动资产	139	135	133	130
非流动资产合计	2,146	2,328	2,499	2,660
<b>资产合计</b>	<b>4,413</b>	<b>4,937</b>	<b>5,500</b>	<b>6,064</b>
短期借款	190	351	512	672
应付票据	6	7	7	8
应付账款	444	486	525	560
预收款项	34	38	41	44
其他应付款	80	80	80	80
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	196	312	428	535
流动负债合计	950	1,274	1,593	1,899
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	148	146	146	146
非流动负债合计	148	146	146	146
<b>负债合计</b>	<b>1,098</b>	<b>1,420</b>	<b>1,739</b>	<b>2,045</b>
归属母公司所有者权益	3,149	3,329	3,549	3,780
少数股东权益	166	188	212	239
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,315</b>	<b>3,517</b>	<b>3,761</b>	<b>4,019</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,413</b>	<b>4,937</b>	<b>5,500</b>	<b>6,064</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-37</b>	<b>212</b>	<b>260</b>	<b>321</b>
现金收益	373	426	474	519
存货影响	-30	-69	-63	-57
经营性应收影响	-396	-108	-103	-93
经营性应付影响	176	46	42	38
其他影响	-159	-84	-90	-87
<b>投资活动现金流</b>	<b>113</b>	<b>-1,101</b>	<b>-1,101</b>	<b>-1,101</b>
资本支出	-321	-303	-302	-302
股权投资	15	0	0	0
其他长期资产变化	419	-798	-799	-799
<b>融资活动现金流</b>	<b>-131</b>	<b>1,026</b>	<b>1,044</b>	<b>1,015</b>
借款增加	-30	161	161	161
股利及利息支付	-126	-100	-111	-120
股东融资	25	25	25	25
其他影响	0	940	969	949

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,900</b>	<b>3,210</b>	<b>3,484</b>	<b>3,724</b>
营业成本	2,078	2,274	2,455	2,618
税金及附加	47	52	56	60
销售费用	288	311	331	350
管理费用	173	192	208	216
财务费用	5	7	12	18
资产减值损失	18	18	18	18
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	72	68	70	70
其他收益	17	15	10	10
<b>营业利润</b>	<b>292</b>	<b>340</b>	<b>377</b>	<b>410</b>
营业外收入	5	5	4	5
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>296</b>	<b>344</b>	<b>380</b>	<b>414</b>
所得税	37	42	47	51
<b>净利润</b>	<b>259</b>	<b>302</b>	<b>333</b>	<b>363</b>
少数股东损益	20	26	28	31
<b>归属母公司净利润</b>	<b>239</b>	<b>276</b>	<b>305</b>	<b>332</b>
NOPLAT	263	307	344	378
EPS(摊薄) (元)	0.65	0.75	0.83	0.90

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	5.5%	10.7%	8.5%	6.9%
EBIT 增长率	-7.2%	16.7%	12.0%	9.9%
归母净利润增长率	5.4%	15.5%	10.6%	8.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.4%	29.1%	29.5%	29.7%
净利率	8.9%	9.4%	9.6%	9.7%
ROE	7.2%	7.8%	8.1%	8.3%
ROIC	9.0%	9.3%	9.1%	8.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.9%	28.8%	31.6%	33.7%
债务权益比	10.2%	14.1%	17.5%	20.4%
流动比率	238.6%	204.8%	188.4%	179.3%
速动比率	162.2%	142.4%	134.5%	131.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
应收帐款周转天数	62	69	69	70
应付帐款周转天数	65	74	74	75
存货周转天数	123	120	121	122
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.65	0.75	0.83	0.90
每股经营现金流	-0.10	0.57	0.70	0.87
每股净资产	8.52	9.01	9.61	10.23
<b>估值比率</b>				
P/E	15	13	12	11
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	9	8	7	7

## 轻工组团队介绍

### 组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500