

2010 年 01 月 24 日

市场数据(人民币)

市价(元)	9.31
已上市流通A股(百万股)	283.54
总市值(百万元)	2,639.76
年内股价最高最低(元)	10.36/3.76
沪深 300 指数	3366.20
中小板指数	5792.92
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《短期看海外复苏,中长期看内销品牌耕耘》, 2009.12.31

王晓莹

 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

成霖股份 (002047.SZ)

——业绩快报点评，维持 2010 年盈利预测


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.146	0.222	0.154	0.249	0.382	0.475
净利润增长率	-38.56%	67.29%	-20.45%	61.63%	53.49%	24.44%
先前预期每股收益(元)				0.292	0.382	0.475
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.295	0.375	0.483
市盈率(倍)	32.63	40.21	20.22	37.46	24.40	19.61
行业优化市盈率(倍)	24.46	38.74	16.78	29.75	29.75	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
PE/G(倍)	N/A	0.60	N/A	0.61	0.46	0.80
已上市流通A股(百万股)	88.81	134.67	283.54	283.54	283.54	283.54
总股本(百万股)	224.14	246.56	283.54	283.54	283.54	283.54

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

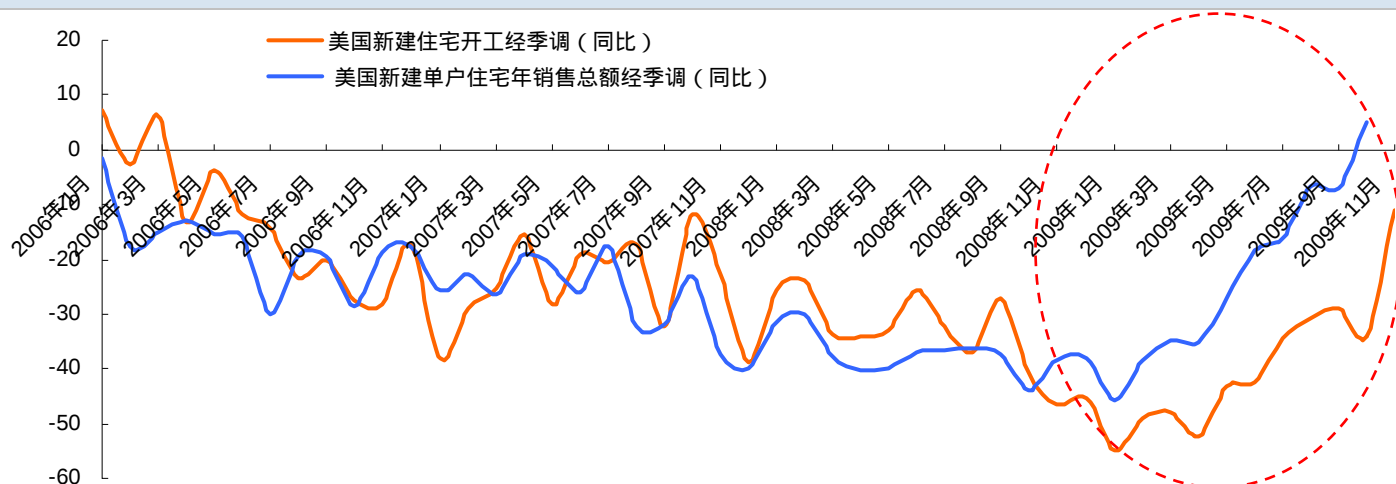
事件

- 成霖股份公布业绩快报：2009 年实现销售收入 13.66 亿元，归属于母公司股东净利润 7048 万，每股收益 0.25 元。收入同比下降 16%，但净利润同比增长 61.6%。

点评

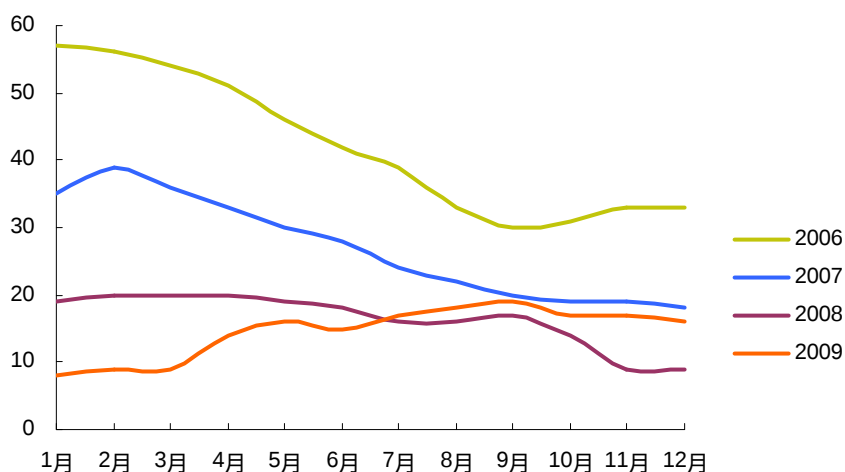
- 公司 09 年最终收入符合我们的预期，但业绩低于我们及市场一致预期的 0.29 元。经了解主要原因是 4Q 费用计提较多，包括部分预提费用；对此我们理解由于 09 年业绩同比大幅增长（三季报时同比增 87%），公司为 2010 年进行了一些业绩平滑，实际情况要等年报公布后才能详细分析。
- 我们对公司 2010 年的盈利预测维持不变；主要基于对公司出口收入反弹 20-30%、内销收入增长 40-50%、铜锌价格不出现暴涨、产品结构新品比重保持较高水平的判断。
 - ◆ 我们对公司盈利预测的假设是出口收入增长 20%、内销增长 50%（详见前期的公司研究报告《短期看海外复苏，中长期看内销品牌耕耘》）。而且出口还有超我们预期的可能，因为公司不仅受益美欧需求复苏，同时也受益于主打大众化产品带来的土豆效应。

图表1：美国新屋开工和新屋销售都走在回暖的通道上



来源：Bloomberg，国金证券研究所

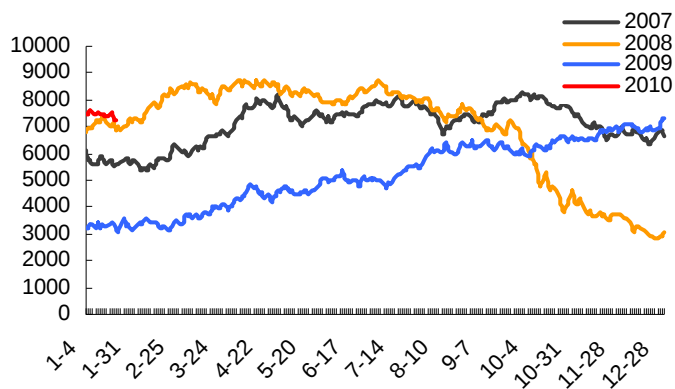
图表2：全美建筑商协会 (NAHB) 市场指数显示建筑商信心开始恢复



来源：Bloomberg，国金证券研究所

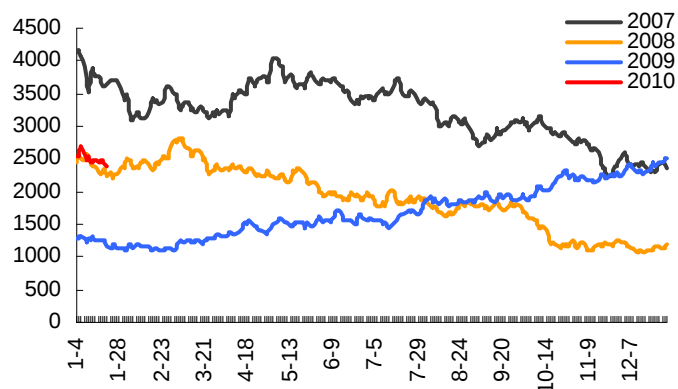
- ◆ 内销上，根据我们近期的跟踪调研，公司的确加大了 2010 年在内销市场上的投入和拓展力度，包括广告投放、经销商维护和开拓、一线城市形象店建设等；而且 09 年在品牌形象、专卖店形象上的投入也有望使 2010 年成为收获的一年。40%是公司今年的内销增长目标，我们认为达到并超过的可能性较大。
- ◆ 主要原材料铜、锌和塑料，约占公司产品制造成本的 50%；目前的价格与 08 年同期处于同一水平。原材料如继续上涨对于毛利率的确会有影响，需要公司新品高毛利定价策略的有效实施作为对冲。

图表3：铜价走势（LME 三月价）



单位：美元/吨

图表4：锌价走势（LME 三月价）



单位：美元/吨

来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 盈利预测：

- ◆ 预测公司 2009-2011 年营业收入分别为 13.7、16.6、20.6 亿元，对应增速-16%、22%、24%；2009-2011 年 EPS 分别为 0.249、0.382、0.475 元，对应增速 61.6%、53.5%、24.4%。

■ 投资建议：

- ◆ 在公司估值上我们依然参考美克美家、宜华木业、浙江阳光、青岛金王。5 家公司的平均 2010 年 PE 是 29 倍，对应三年 33% 的平均复合增长率。成霖股份 09-11 年的复合增长率 38% 在 5 家公司中居中，并且还有较高送配的预期，因此我们认为 3-6 个月给予公司 2010 年 29 倍的估值是合理的，目标价位 11.07 元，维持买入评级。

图表5：PE 估值参考美克、宜华、阳光、金王

上市公司		产品	1H09 收入地区结构		收盘价 (元)	EPS				PE		
			国内	海外	10-1-23	09E	10E	11E	09-11 复 合增长率	09E	10E	11E
002047	成霖股份	卫浴	8%	92%	9.31	0.25	0.38	0.47	38%	37	24	20
600337	美克股份	家具	43%	57%	9.30	0.16	0.24	0.32	41%	58	39	29
600978	宜华木业	家具	1%	99%	8.34	0.30	0.42	0.50	29%	28	20	17
600261	浙江阳光	节能灯	25%	75%	18.89	0.52	0.69	0.91	32%	37	27	21
002094	青岛金王	蜡烛	50%	50%	10.55	0.13	0.30	0.29	49%	81	35	36
							平均：		33%	48	29	25

来源：朝阳永续，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,662	1,768	1,624	1,366	1,663	2,063
增长率		6.4%	-8.1%	-15.9%	21.8%	24.0%
主营业务成本	-1,450	-1,527	-1,347	-1,075	-1,309	-1,617
% 销售收入	87.3%	86.4%	82.9%	78.7%	78.7%	78.4%
毛利	211	241	277	291	354	446
% 销售收入	12.7%	13.6%	17.1%	21.3%	21.3%	21.6%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-1
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-70	-70	-98	-100	-120	-140
% 销售收入	4.2%	4.0%	6.0%	7.3%	7.2%	6.8%
管理费用	-105	-107	-122	-126	-130	-142
% 销售收入	6.3%	6.1%	7.5%	9.2%	7.8%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	36	63	56	65	103	162
% 销售收入	2.1%	3.6%	3.5%	4.8%	6.2%	7.9%
财务费用	1	-2	0	6	10	12
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	0	-4	-20	10	17	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	-2	0	2
% 税前利润	n.a	0.0%	0.9%	n.a	0.0%	0.8%
营业利润	36	56	37	79	130	175
营业利润率	2.2%	3.2%	2.3%	5.8%	7.8%	8.5%
营业外收支	-1	3	-2	0	2	2
税前利润	35	59	36	80	132	177
利润率	2.1%	3.3%	2.2%	5.9%	8.0%	8.6%
所得税	-2	-7	-9	-18	-29	-43
所得税率	6.9%	12.4%	26.4%	22.0%	22.0%	24.0%
净利润	32	52	26	62	103	135
少数股东损益	0	-3	-17	-8	-5	0
归属于母公司的净	33	55	44	70	108	135
净利率	2.0%	3.1%	2.7%	5.2%	6.5%	6.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	33	52	26	62	103	135
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	29	43	24	20	39
非经营收益	-1	-8	0	2	-5	-7
营运资金变动	-103	64	-118	89	-13	-11
经营活动现金净流	-45	136	-49	178	105	155
资本开支	-16	-40	-145	-27	-43	-43
投资	0	0	0	-9	0	0
其他	200	-77	87	-2	0	2
投资活动现金净流	183	-117	-59	-38	-43	-42
股权募资	12	60	56	0	0	0
债权募资	82	15	46	-133	0	1
其他	-72	-27	-28	-5	-25	-38
筹资活动现金净流	22	48	74	-138	-25	-37
现金净流量	160	67	-33	2	38	77

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	459	598	483	484	522	599
应收款项	291	289	304	314	360	418
存货	229	255	250	175	215	244
其他流动资产	17	51	48	36	44	54
流动资产	995	1,193	1,084	1,010	1,141	1,315
% 总资产	85.7%	87.9%	76.2%	74.6%	76.2%	78.3%
长期投资	2	0	0	8	8	8
固定资产	161	159	294	292	301	308
% 总资产	13.8%	11.7%	20.7%	21.6%	20.1%	18.3%
无形资产	2	3	37	34	34	33
非流动资产	167	164	338	345	356	365
% 总资产	14.3%	12.1%	23.8%	25.4%	23.8%	21.7%
资产总计	1,161	1,358	1,422	1,354	1,497	1,680
短期借款	82	91	132	0	0	0
应付款项	272	332	285	279	340	419
其他流动负债	27	46	48	80	97	112
流动负债	382	469	466	359	436	531
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	18	18	17	17	17
负债	382	487	484	376	453	549
普通股股东权益	697	738	768	814	884	971
少数股东权益	82	132	171	163	158	158
负债股东权益合计	1,161	1,358	1,422	1,354	1,497	1,680

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.146	0.222	0.154	0.249	0.382	0.475
每股净资产	3.110	2.993	2.708	2.869	3.117	3.426
每股经营现金净流	-0.201	0.553	-0.173	0.628	0.372	0.548
每股股利	0.300	0.050	0.050	0.087	0.134	0.166
回报率						
净资产收益率	4.70%	7.43%	5.68%	8.66%	12.24%	13.86%
总资产收益率	2.82%	4.04%	3.07%	5.21%	7.23%	8.02%
投入资本收益率	3.84%	5.71%	3.86%	5.19%	7.73%	10.89%
增长率						
主营业务收入增长率	22.93%	6.37%	-8.11%	-15.92%	21.78%	24.04%
EBIT增长率	-44.51%	76.49%	-10.43%	15.60%	59.01%	56.87%
净利润增长率	-38.56%	67.29%	-20.45%	61.63%	53.49%	24.44%
总资产增长率	9.38%	16.90%	4.79%	-4.79%	10.52%	12.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.0	58.9	65.0	80.0	75.0	70.0
存货周转天数	50.1	58.6	73.0	65.0	60.0	55.0
应付账款周转天数	59.0	62.0	67.4	77.0	77.0	77.0
固定资产周转天数	34.5	32.1	63.0	73.0	62.0	51.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.33%	-58.20%	-37.32%	-49.59%	-50.11%	-52.96%
EBIT利息保障倍数	-60.3	25.9	-149.0	-11.5	-9.9	-14.0
资产负债率	32.88%	35.89%	33.99%	27.81%	30.32%	32.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	2	4	9
买入	0	1	1	3	6
持有	0	0	0	0	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.40	1.42	1.66

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	9.13	9.92 ~ 11.07

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。