

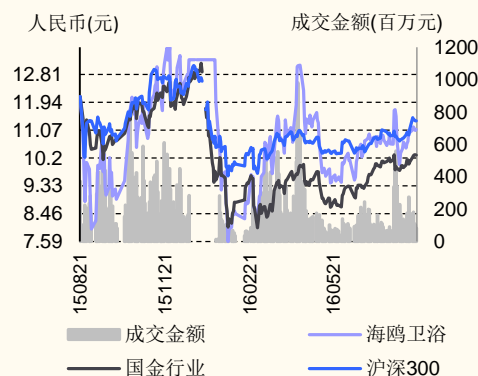
市场价格(人民币)：11.09元

定制整装暖风已起，卫浴王者再行千里

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)	404.56
总市值(百万元)	5,060.55
年内股价最高最低(元)	13.66/7.59
沪深300指数	3365.02
深证成指	10872.71



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.10	0.10	0.12	0.16	0.27
每股净资产(元)	1.96	2.44	2.52	3.91	4.09
每股经营性现金流(元)	0.38	0.40	-0.05	-0.04	-0.12
市盈率(倍)	92	131	90	67	41
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	58	73	73
净利润增长率(%)	1.97%	12.13%	21.77%	58.95%	65.32%
净资产收益率(%)	5.16%	4.14%	4.89%	4.21%	6.65%
总股本(百万股)	406.06	456.32	456.32	542.82	542.82

来源：公司年报、国金证券研究所，股价为2016年8月19日收盘价，假设2017年初非公开发行完成

投资逻辑

- **知名高端卫浴产品制造服务供应商**：公司是目前国内最大的高档水龙头和卫浴五金产品制造服务供应商之，销售网络涵盖欧洲、美洲及亚洲市场，主要客户包括科勒和摩恩等全球顶级卫浴品牌商。公司自2012年开始积极转型，确定了“双主业”发展战略，加速主业发展的同时向节能领域转型。
- **多因素驱动卫浴五金行业回暖，行业格局强者恒强**：1) 我国正经历第三次消费浪潮，卫浴消费向品质化和现代化升级，行业竞争主要为品牌、品质及渠道之间的竞争，行业进入较早、品牌竞争力更强的领军公司将引领行业发展。2) 行业原材料价格基本企稳，随着我国国有企业改革及市场化竞争机制不断深入强化，行业买方议价能力有望得到提升。3) 全国房产销售面积增速与卫浴五金行业景气度同步回升。
- **高起点进军整装卫浴行业，有望复制定制家具龙头发展路径**：2016年8月，公司筹划非公开发行以高起点进军整装卫浴行业。目前整装卫浴在我国发展尚处于起步阶段，随着我国住宅产业化程度提高及居民住宅质量要求提升，整装卫浴也将成为必然发展趋势。对比整装卫浴渗透率达70%以上的日本，整装卫浴市场主要份额仍掌握在具有规模化优势、尖端技术以及较早进入行业的企业。对比定制家具行业，定制家具行业每年正以平均25%的速度增长，定制家具真正挖掘了消费者的潜在需求，并有效影响了消费者的消费行为，定制家具行业的高速发展昭示家装标准化和定制化趋势。在我国，定制整装卫浴在经济型酒店和中档酒店、医院、商品房住宅市场、保障性住房以及二手房装修等领域都有巨大的市场潜力。根据我们的测算，2015-2018年，行业营收CAGR约为122%，2018年行业市场容量接近160亿元。
- **互联网+智能家居培育新的盈利增长点**：公司通过与齐家网交叉持股，进军家装电商领域，通过为卫浴及智能家居品牌介入电商平台提供服务，增加公司品牌客户在电子商务家装平台上的销售。此外，公司子公司珠海爱迪生新三板挂牌已获批，其主营智能家居相关产品业务，预计挂牌新三板后，珠海爱迪生品牌效应会有所扩大，治理结构也将进一步优化，将促进智能家居业务加速发展。

估值和投资建议

- 我们上调公司2016-2018年完全摊薄后EPS至0.12/0.16/0.27元(原为0.12/0.14/0.21元/股)。考虑到定制整装卫浴行业发展空间大、竞争对手弱的格局，公司引进先进技术与原有业务相结合，有望引领行业快速成长。我们给予公司2017年PE为90倍，对应目标价14.81元/股，上调评级至“买入”。

风险

- 原材料价格上涨风险；汇率波动风险；新业务拓展不达预期；非公开发行方案审批风险；宏观经济波动风险。

相关报告

- 1.《海鸥卫浴2016年中报点评-全面布局定制整装卫浴业务》，2016.7.29
- 2.《海鸥卫浴(002084.SZ)研究简报-掘金定制整装卫浴蓝海...》，2016.7.27

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiuisjia@gjzq.com.cn

内容目录

估值及投资评级	4
公司概况：高端卫浴产品制造服务供应商，积极转型定制整装卫浴	4
卫浴五金行业：多因素驱动行业回暖，龙头企业强者恒强	8
高起点进军整装卫浴行业，有望复制定制家具龙头发展路径	10
互联网+智能家居培育新的盈利增长点	18
与齐家网交叉持股，进军家装电商领域	18
子公司新三板挂牌获批，助力智能家居业务加速发展	19
风险因素	19
原材料价格上涨风险	19
汇率波动风险	19
新业务拓展不达预期	19
非公开发行方案审批风险	19
宏观经济波动风险	20
盈利预测	20
关键假设	20
盈利预设	20

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	4
图表 2：海鸥卫浴 2015 年主营收入分解	5
图表 3：海鸥卫浴历史营运表现	5
图表 4：海鸥卫浴 2015 年营业利润分解	5
图表 5：海鸥卫浴近年盈利表现	5
图表 6：海鸥卫浴近年经营效率	5
图表 7：海鸥卫浴近年现金流和盈利能力	5
图表 8：海鸥卫浴股权结构	6
图表 9：海鸥卫浴主营收入地区分布	7
图表 10：海鸥卫浴全球营销网络	7
图表 11：卫浴五金行业价值链	7
图表 12：海鸥卫浴各年度专利数量	8
图表 13：公司增压宝产品图	8
图表 14：我国卫浴市场品牌层级	8
图表 15：LME 铜与 LME 锌现货结算价格（美元/吨）	9
图表 16：我国阴极铜与锌库存量（吨）	9
图表 17：我国商品房销售面积增速明显提升	9
图表 18：商品房待售面积增速显著下降	9
图表 19：卫浴五金行业景气指数稍滞后于房产销售景气度	10

图表 20: 居民人均收入与居住支出稳步上涨	10
图表 21: 整装卫浴示意图	10
图表 22: 整装卫浴实景	10
图表 23: 定制整装卫浴相对于传统卫浴有诸多优点	11
图表 24: 整装卫浴是国家政策支持发展的方向	11
图表 25: 绿色建筑评价标识项目发展情况	12
图表 26: 绿色建筑申报项目的平均面积	12
图表 27: 部分精装修房和酒店项目整装卫浴案例	13
图表 28: 整装卫浴行业国内外主要公司情况	13
图表 29: 我国有限服务酒店发展情况	14
图表 30: 定制整装卫浴市场空间测算	15
图表 31: 我国定制家具行业发展历程	16
图表 32: 定制家具企业市场竞争情况	17
图表 33: 海鸥卫浴非公开发行股票募集资金使用情况	17
图表 34: 公司与齐家网持续展开深度战略合作	18
图表 35: 珠海爱迪生分产品营业收入 (百万元)	19
图表 36: 爱迪生智能家居系统示意图	19
图表 37: 海鸥卫浴盈利预测	20

估值及投资评级

- **上调盈利预测，上调评级至“买入”。**公司的核心业务是高档卫浴产品的研发、设计、生产和销售。我们认为其估值应该参考 A 股“家用轻工”板块中与公司业务相同或相近的公司，我们选取了松发股份、瑞尔特、帝王洁具和山东华鹏作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 均值分别为 84/69/57 倍。我们上调公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.12/0.16/0.27 元（原为 0.12/0.14/0.21 元/股）。考虑到定制整装卫浴行业发展空间大、竞争对手弱的格局，公司引进先进技术与原有业务相结合，或有望引领行业快速成长。我们给予公司 2017 年 PE 为 90 倍，对应目标价 14.81 元/股，上调评级至“买入”。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E			
603268	松发股份	48.80	42.94	0.45	0.57	0.70	0.80	34	85	70	61	7.7	20.9	5.2
002790	瑞尔特	48.95	78.32	1.29	0.95	1.08	1.23	12	51	45	40	0.0	(1.7)	(22.9)
002798	帝王洁具	74.08	63.99	0.82	0.64	0.69	0.94	18	115	108	79	0.0	4.6	19.8
603021	山东华鹏	46.54	57.27	0.52	0.56	0.86	0.95	29	83	54	49	0.0	22.3	4.0
	平均							23	84	69	57	1.9	11.5	1.5
	中值							21	83	62	53	0.0	8.0	2.8
002084	海鸥卫浴	11.09	50.61	0.10	0.12	0.16	0.27	110	90	67	41	4.4	39.1	2.8

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2016 年 8 月 19 日收盘价计算，其中假设海鸥卫浴 2017 年初非公开发行完成

公司概况：高端卫浴产品制造服务供应商，积极转型定制整装卫浴

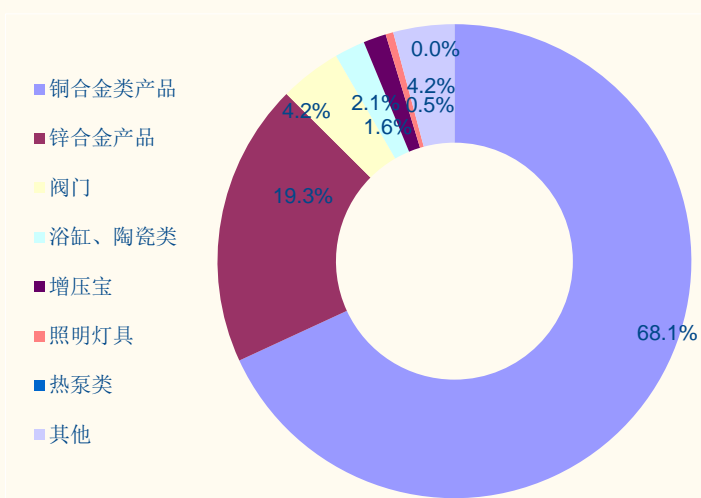
公司沿革：海鸥卫浴创立于 1998 年，总部位于广州番禺。公司生产高档水龙头零组件、排水器、温控阀及浴室配件等，是摩恩和科勒等多家全球顶级品牌商的重要供应基地和首选供应商，产品销往欧洲、美洲和亚洲市场。

管理层简介：公司现任董事长为唐台英先生，中国台湾籍。现任总经理为王瑞泉先生。唐先生 1998 年至 2003 年担任公司总经理，2003 年 7 月至今连任公司董事长。

股权结构：公司控股股东是中馮投资，持股 30.07%。唐台英和戎启平为公司的共同实际控制人，共持股 36.21%。齐泓投资、中盛集团、齐家网、裕进贸易和齐盛电子分别持股 9.45%、5.70%、3.94%、2.78% 和 1.10%。

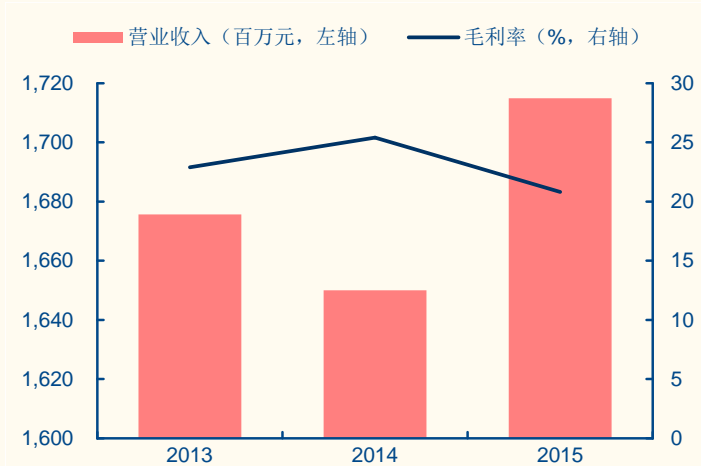
融资历史与大小非情况：公司于 2006 年 11 月 24 日 IPO 上市，发行股数为 4,450 万股，发行价 8.03 元/股，发行后总股本为 176,548,464 股。2015 年公司实施定向增发 50,260,415 股，2016 年公司股东大会决议通过定向增发 86,505,190 股，经调整后的发行底价为 11.56 元/股。

图表 2: 海鸥卫浴 2015 年主营收入分解



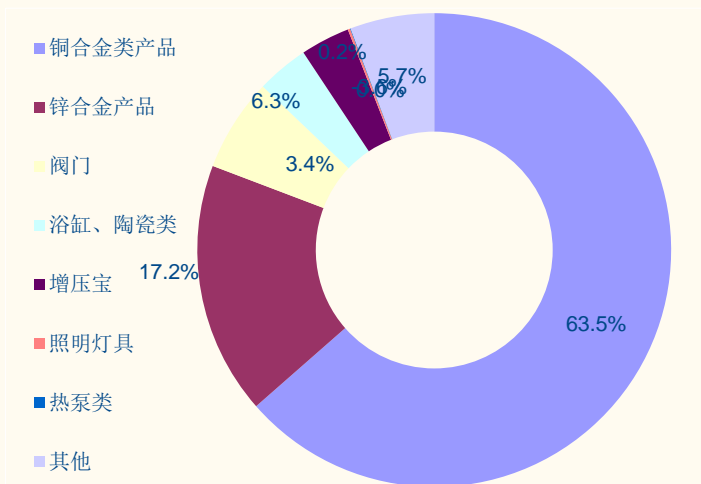
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 海鸥卫浴历史营运表现



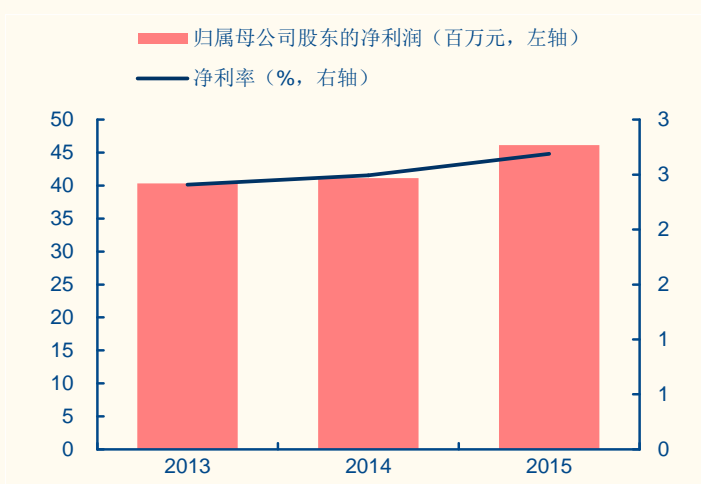
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 海鸥卫浴 2015 年营业利润分解



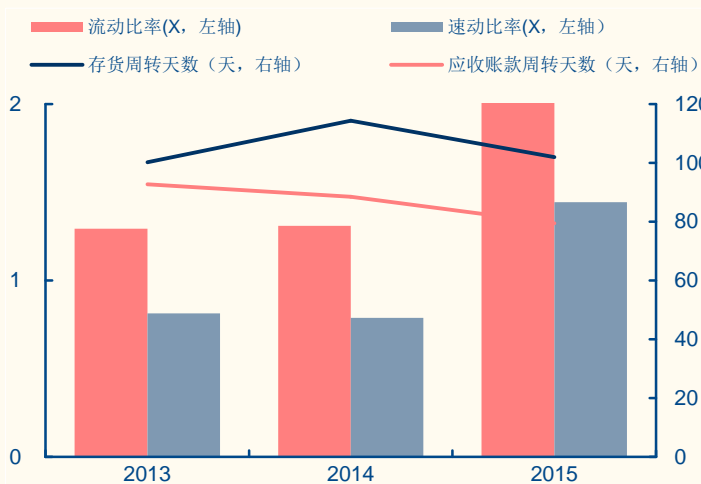
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 海鸥卫浴近年盈利表现

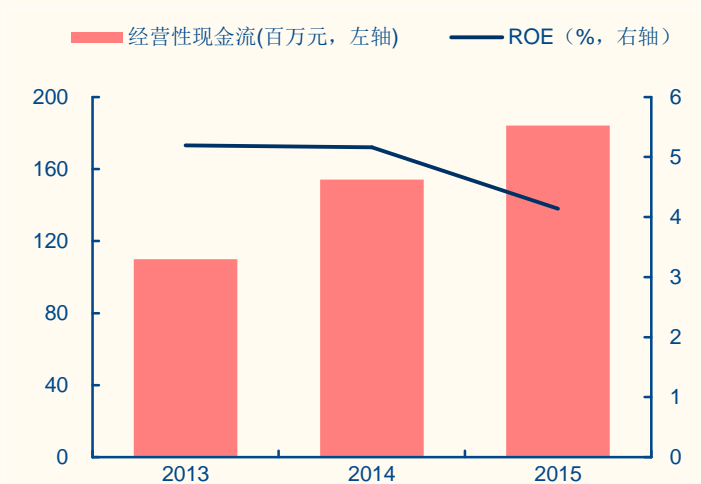


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 海鸥卫浴近年经营效率



图表 7: 海鸥卫浴近年现金流和盈利能力

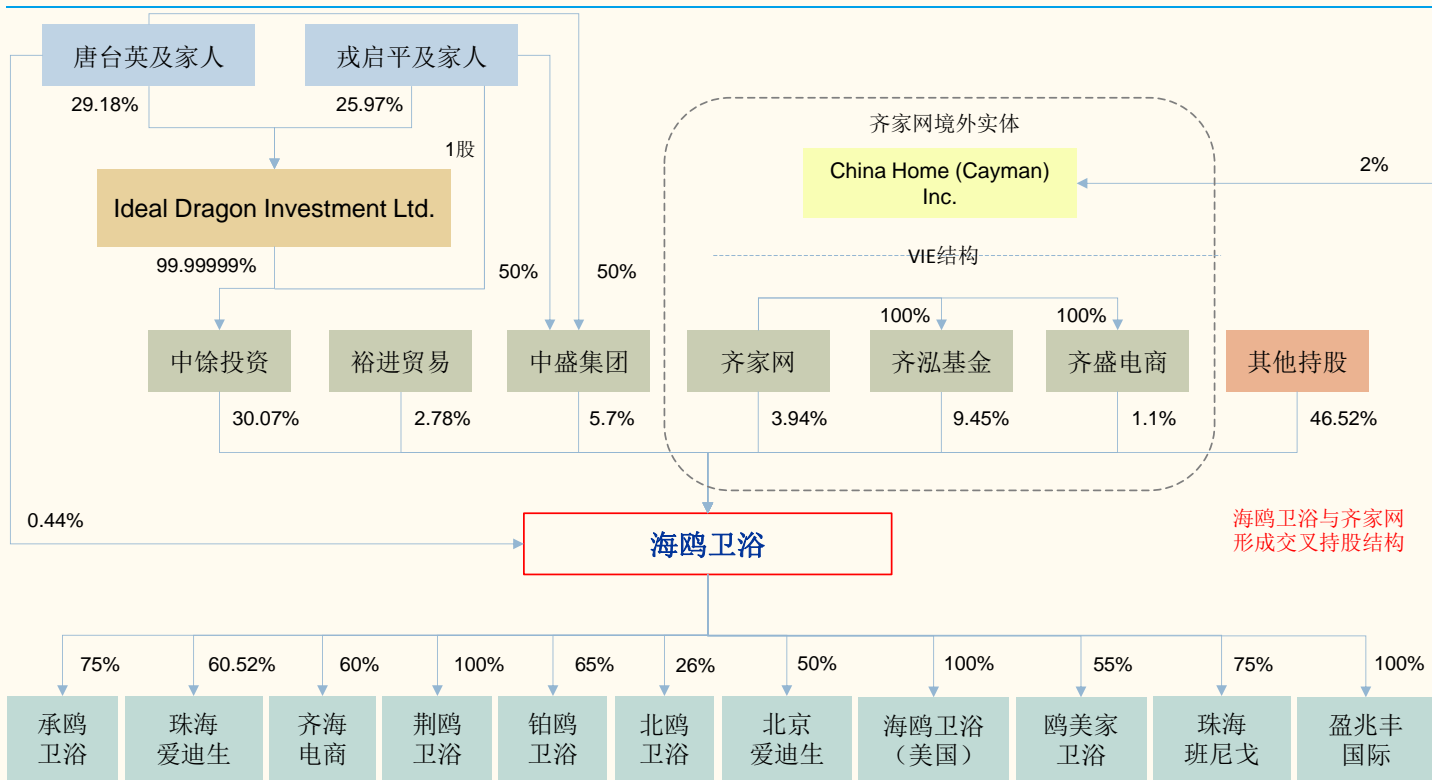


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- **实际控制人多层控股，公司与齐家网交叉持股。**海鸥卫浴于2006年11月24日在深交所上市，公司初始实际控制人为唐台英、戎启平、叶煊、李培基、林峰五人，通过中馥投资有限公司、创盛达、中盛集团有限公司、广州市裕进贸易有限公司成为公司实际控制人，之后创盛达减持公司股权至0.17%，叶煊、林峰、李培基不再是公司的实际控制人，公司实际控制人变动为唐台英、戎启平，唐台英先生同时为公司董事长。创盛达减持后，齐家网取代创盛达成为公司第二大股东，目前齐家网及其一致行动人合计持有海鸥卫浴14.49%股权。2015年5月，海鸥全资子公司盈兆丰国际以自有资金13,604,082美元认购开曼特殊目的公司China Home (Cayman) Inc.发行的2,267,347股B系列优先股，占2%股权比例，海鸥卫浴与齐家网形成了交叉持股的战略格局。

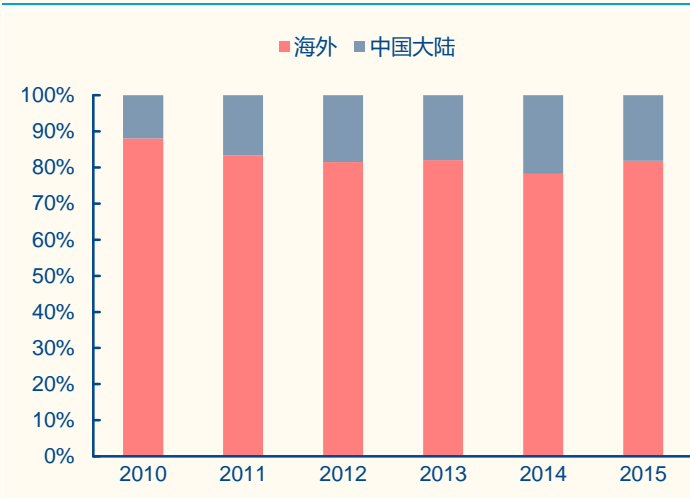
图表 8：海鸥卫浴股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所整理

- **全球知名高档卫浴产品制造供应商。**公司主营业务为开发、生产高档水龙头零组件、排水器、温控阀、地暖系统、浴缸、淋浴房和陶瓷洁具等，是目前国内最大的高档水龙头和卫浴五金产品制造服务供应商之一。公司产品销售到欧洲、美洲及亚洲市场，主要客户包括摩恩（Moen）、科勒（Kohler）、得而达（Delta）、汉斯格雅（Hansgrohe）、美标（American Standard）和贝朗（Bravat）等全球顶级卫浴品牌商。公司海外收入占比虽有下降，但仍占主要份额，2015年为85%。公司自2012年开始积极转型，确定了“双主业”发展战略：一方面在卫浴领域加速发展整组龙头业务及自主设计能力，发展整装卫浴配套产品，另一方面进入住宅节能和工业节能领域，重点向着“节能、绿色、舒适的整体住宅解决方案提供者”的战略定位转型。

图表 9：海鸥卫浴主营收入地区分布



来源：Wind，国金证券研究所

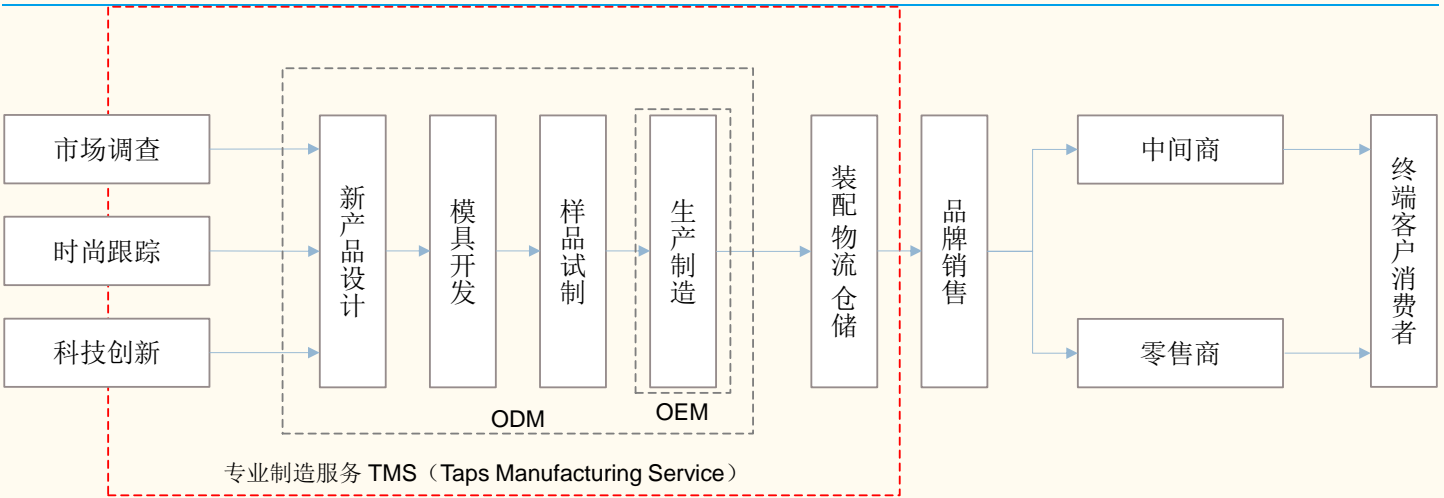
图表 10：海鸥卫浴全球营销网络



来源：cn.seagullgroup.cn，国金证券研究所

- 行业率先引入 TMS 业务模式，产品附加值高。**公司采用专业制造服务（TMS, Taps Manufacturing Service）的业务模式，即在 OEM 和 ODM 的基础上，向前延伸为客户进行市场研究和产品设计开发，向后延伸为客户提供装配、物流和售后服务。公司通过提供产品设计、制造、装配、物流和售后服务在内的全方位制造服务，拓展产业价值链，提升企业增值能力，从而在卫浴五金产品产业链上获取较高的价值份额。

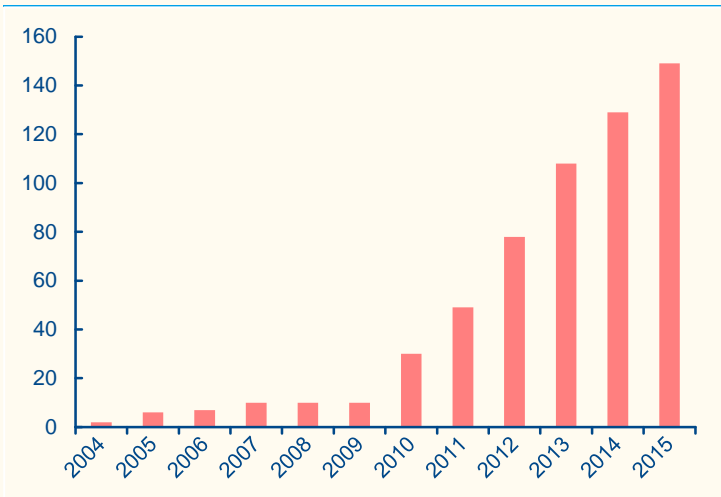
图表 11：卫浴五金行业价值链



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 产品研发及工艺技术领先，技术专利数量逐年增长。**公司拥有卫浴五金产品设计、开发、制造和仓储等整套生产经营体系，主要生产设备已达到国内同行业先进水平，设备利用率和稳定生产率处于行业前列。目前，公司各种产品的综合生产能力在同行业中均位居前列，铜合金零件平均 30 万件/天，锌合金每天 10 万件。产品设计研发方面，公司拥有专业的模具设计和制造队伍，拥有重力铸造和低压铸造模具、锻造模具、冲压模具、压铸模具以及注塑模具设计制造技术，模具制造时间平均为 25 天，处于国际同行业领先水平。公司增压宝系列产品针对非承压落差式太阳能热水器水压不足、太阳能热水器热水流量小、忽冷忽热以及逆流等问题设计，已获得多项专利，已经开始持续贡献利润。

图表 12: 海鸥卫浴各年度专利数量



来源: 国家知识产权局, 国金证券研究所

图表 13: 公司增压宝产品图

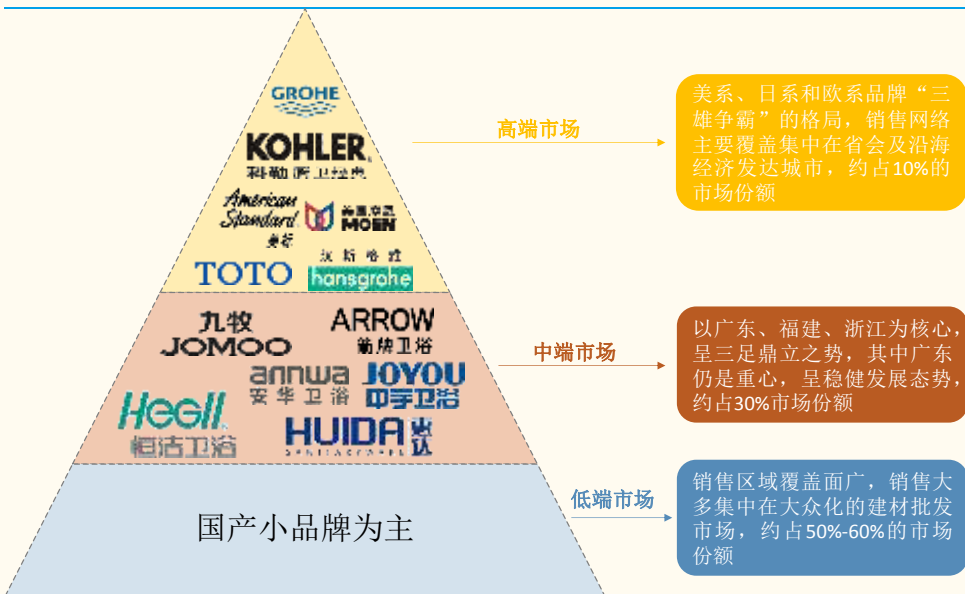


来源: cn.seagullgroup.cn, 国金证券研究所

卫浴五金行业: 多因素驱动行业回暖, 龙头企业强者恒强

- 国内卫浴五金行业集中度较低, 消费升级利好龙头。公司主营业务一直为卫浴五金产品的设计、开发、制造和销售, 所属行业为卫浴五金行业。卫浴五金行业在我国发展较晚, 全球卫浴五金行业中, 前十名主要是以美国得而达 (Delta)、德国高仪 (Grohe)、日本东陶 (TOTO)、美国美标 (American Standard)、德国汉斯格雅 (Hansgrohe)、美国科勒 (Kohler) 和美国摩恩 (Moen) 为代表的品牌商。与此同时, 本土卫浴五金小微企业众多, 品牌遍布, 同质化竞争较为严重, 能真正被消费者熟知并且认可的品牌极少。目前中国正在经历第三次消费浪潮, 主要特点是提高生活质量和实现消费现代化, 其中重点领域是现代厨房设备、卫生设备、住宅变革系列消费和娱乐型消费等。可以预见, 我国未来卫浴五金行业的竞争将是品牌、品质及渠道的竞争, 行业集中度将进一步提升, 而行业进入较早、品牌竞争力更强的领军公司将继续引领行业发展。

图表 14: 我国卫浴市场品牌层级

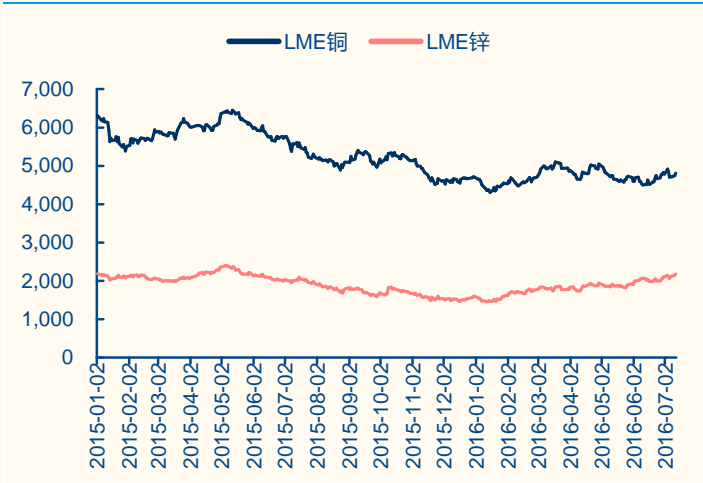


来源: 天下网商, 国金证券研究所

- 行业原材料价格基本企稳, 买方议价能力尚有提升空间。卫浴五金行业的主要原材料是铜合金及零配件, 二铜合金一般含铜量 60%、含锌量 40%, 零配件还含有一定的加工费用。因此, 公司材料价格主要受金属铜和锌的

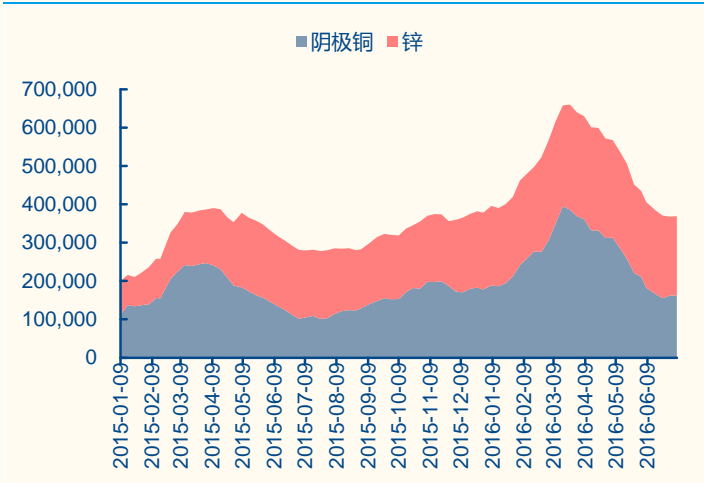
市场价格以及加工费用等因素的共同影响。一般来说，原材料供应商根据 LME 铜与 LME 锌的价格对原材料进行调价。今年以来，原材料价格基本处于震荡态势，没有明显的方向性趋势，而今年上半年阴极铜与锌库存高企或将压低原材料采购价格。通常，对于卫浴五金企业来说，原材料成本占总成本比例较高，因此原材料企业的潜在议价能力较强。另外由于我国原材料企业一般都是国有大型冶金集团，市场地位较为稳固，因此作为原材料购买方，企业通常议价能力不强，但随着我国国有企业改革及市场化竞争机制不断深入强化，行业买方议价能力有望得到提高。

图表 15: LME 铜与 LME 锌现货结算价格 (美元/吨)



来源: LME, 国金证券研究所

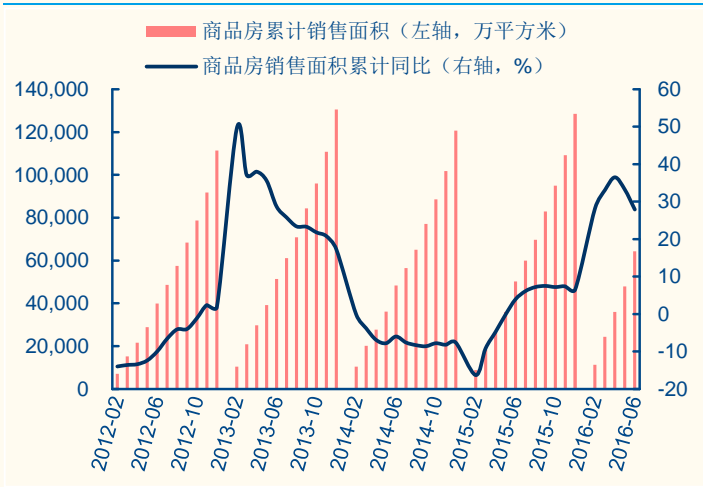
图表 16: 我国阴极铜与锌库存量 (吨)



来源: 上海期货交易所, 国金证券研究所

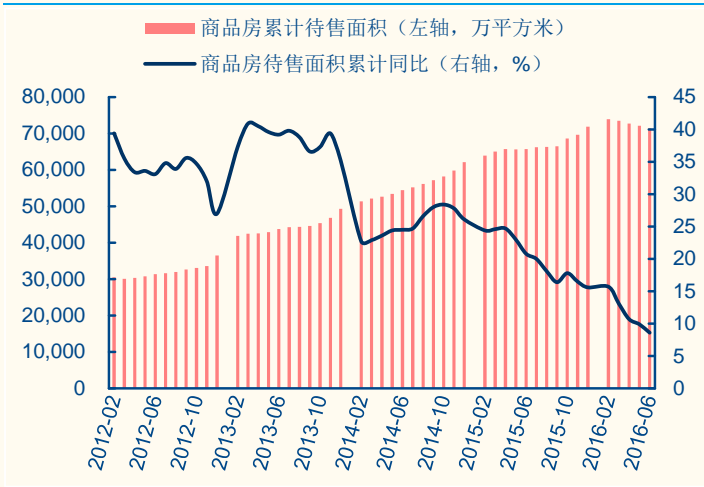
- **全国房产销售面积增速与卫浴五金行业景气度同步回升。**卫浴五金行业的盈利驱动因素主要为房产新装及换装，其中新装修市场主要由房地产业景气度决定，旧房换装主要受住宅存量、居民人均收入及装修周期年限影响。2015 年初以来，我国商品房销售面积增速明显提升，截至 2016 年 6 月，全国商品房销售面积累计 6.43 亿平方米，同比增长 27.9%，较上年同期高出 24pct.；全国商品房待售面积约 7.1 亿平方米，同比增长 8.6%，环比降低 0.1%，虽然目前总体待售面积处于较高水平，但整体增速正显著下降，且待售面积已连续 4 个月出现负增长，可以看出房产市场去库存效应已非常明显。此外，我国居民人均收入不断上涨、居民居住环境要求不断提高也成为行业主要驱动因素之一。

图表 17: 我国商品房销售面积增速明显提升



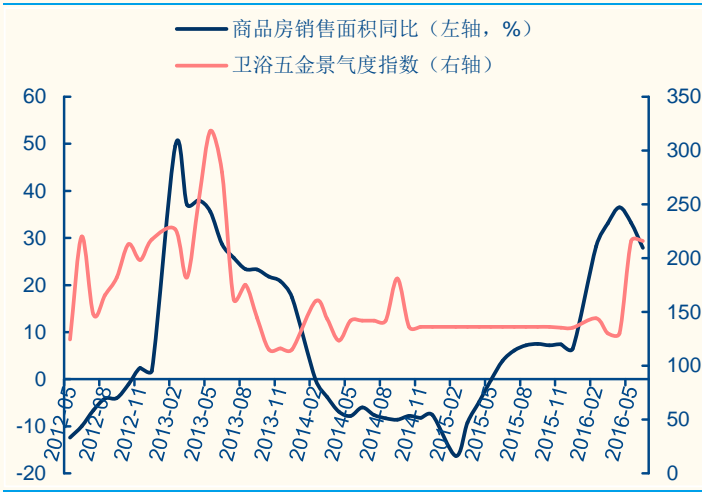
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 18: 商品房待售面积增速显著下降



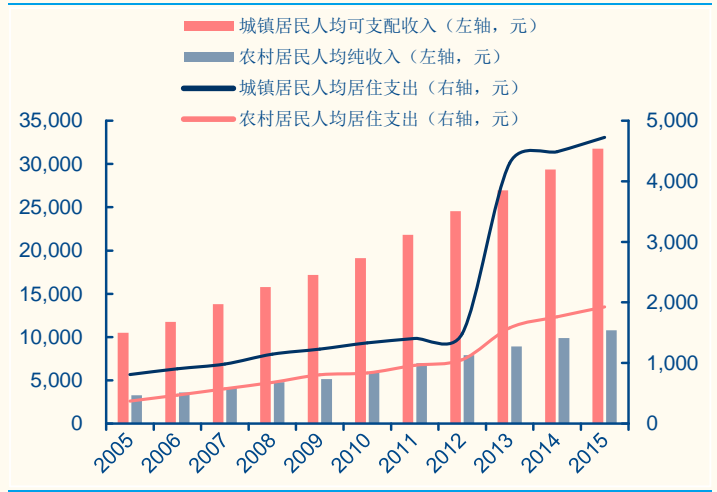
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 19: 卫浴五金行业景气指数稍滞后于房产销售景气度



来源: 国家统计局, 工商业联合会, 国金证券研究所

图表 20: 居民人均收入与居住支出稳步上涨

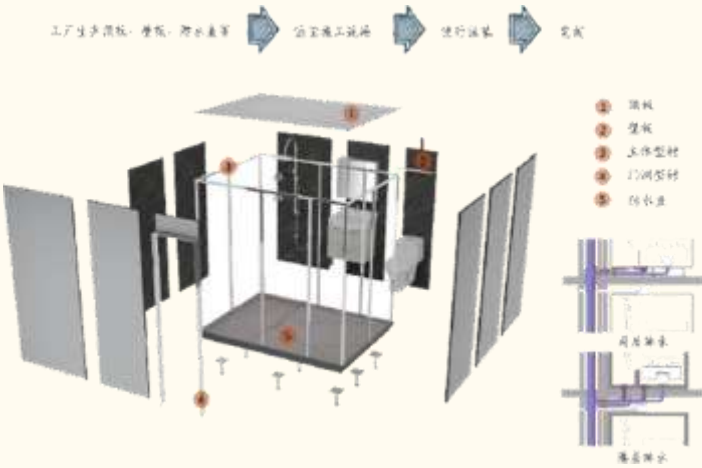


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

高起点进军整装卫浴行业, 有望复制定制家具龙头发展路径

- **整装卫浴是什么?** 整装卫浴是卫生间的整体解决方案, 采用一体化的防水底盘、壁板和顶板(六面板)构成整体框架, 并装配多种功能性卫生间设施形成的, 完整实现淋浴、盆浴、洗漱和排便四大功能或任意功能组合的独立的卫浴单元。以日系技术为代表的整装卫浴采用 SMC 复合材料直接作为装饰面材。整装卫浴进入中国后, 为适应中国消费者的习惯和体验出现了技术上的改良, 譬如可以用发泡材料将瓷砖和大理石粘帖覆盖在 SMC 基材上。

图表 21: 整装卫浴示意图



来源: 科逸股份公开转让说明书, 国金证券研究所

图表 22: 整装卫浴实景



来源: 苏州有巢氏, 国金证券研究所

- **整装卫浴是建筑产业化的重要内容, 是政策鼓励发展方向。** 建筑产业化是指运用现代化管理模式, 通过标准化的建筑设计以及模数化、工厂化的部品生产, 实现建筑构件的通用化和现场施工的装配化、机械化。发展建筑产业化是建筑生产方式从粗放型生产向集约型生产的根本转变, 是产业现代化的必然途径和发展方向, 其核心是建筑工业化。建筑工业化主要由主体工业化和内装工业化组成, 内装工业化即卫生间、厨房、木作、收纳

等内部部品进行工业化装配，集合各种管线，推进建筑施工品质提高和工艺便捷化。建筑工业化不仅要发展适应工业化生产方式的主体工业化，又要注重内装工业化的构建，在主体工业化使建筑达到标准化的基础上，通用化和规格化的内装部品工业化实现了建筑的多样化，有效解决了建筑工业化标准化与多样化之间的矛盾，提高工业化成品建筑的整体水平，真正实现建筑工业化。整装卫浴技术的引进可以有效解决我国卫生间的产业化难题，住建部住宅产业化促进中心曾指出：“整装卫浴作为当今住宅产业化技术及其产品体系中的核心部品，是从农民工施工作业走向住宅产业化发展、装配化发展的一个必经之路。”整装卫浴是采用工业化的生产方式为用户打造一个完整的卫浴空间：根据用户需求，结合建筑现场或建筑设计方案的要求，进行定制化设计，集中采购和工业化生产，最后运至施工现场进行快速标准化安装即可交付，安装时间不超过 1 天。相比于传统卫浴空间建造方式，整装卫浴采取工业化生产及干法施工方式，可以有效解决目前卫浴空间的现场施工工期长、能耗高、污染大、无品质保证和易渗漏等痛点。整装卫浴属于住宅产业化范畴，符合国家节能环保的政策要求。由住宅产业化发展绿色地产的一般节材率达 20%以上、施工节水率达 60%以上，减少建筑垃圾 80%以上，提高施工效率 4 到 5 倍，同时也带动了上下游产业，意味着节约资源与能源水平的提高以及污染和排放的减少，是实现绿色建筑的有效途径。

图表 23：定制整装卫浴相对于传统卫浴有诸多优点

项目	传统卫浴	整装卫浴
产品质量	现场手工作业的质量可控性差，瓷砖粘贴强度不均匀，易空鼓、开裂、剥落，地面平整度、跑水坡度依靠技工水平、经验和责任心，施工质量不统一	工厂化生产制造，产品质量依靠设备和模具，精度高，可控性强，质量统一
防渗漏性	水泥地面随温度的变化产生微小收缩裂缝，卫浴空间内带酸碱性的洗涤剂渗透至防水层上长时间浸泡产生老化，以及防水层施工质量的不可控性，易出现渗漏	防水底盘整体模压成型，可靠耐用，地面无需防水处理，无渗漏
施工难易度	湿法施工，施工复杂困难，多工种合作交叉施工，施工周期长	干法施工，标准化组装，安装简便快捷，现场安装 1 天内完成
环保性能	传统施工建造方式，现场施工及二次装修改造时在施工和拆除阶段会产生大量建筑垃圾	在生产、组装过程中不污染环境，无建筑垃圾产生，减少了水泥等高污染高能耗材料的使用
耐用性	6-8 年后易出现渗水等问题	耐用超过 20 年以上

来源：公司公告，国金证券研究所整理

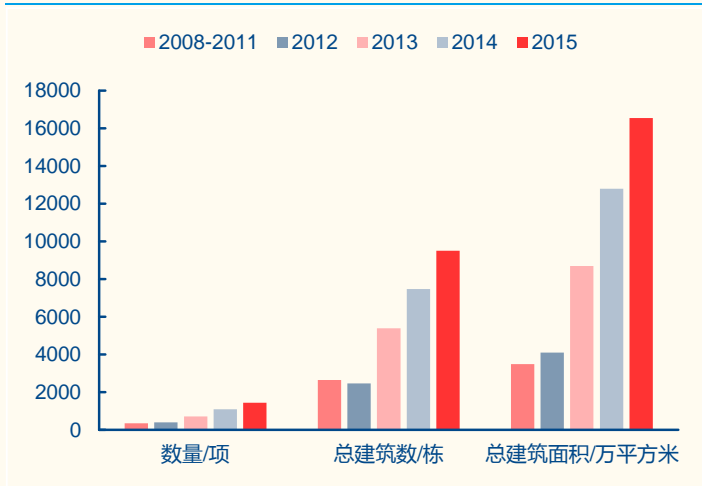
图表 24：整装卫浴是国家政策支持发展的方向

日期	颁发部门	文件名称	说明
2005.3.9	住建部	《关于进一步做好建筑业 10 项新技术推广应用的通知》	提出要带动全行业整体技术水平的提高，与整体浴室技术密切相关的“住宅结构技术”、“合成高分子防水卷材”名列其中
2006.6.1	建设部	《绿色建筑评价标准》	综合考虑建筑节能、节能、节水等方面的性能，确立绿色建筑评定标准
2007.10.28	第十届全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国节约能源法》	鼓励在新建建筑和既有建筑节能改造中使用新型墙体材料等节能建筑材料和节能设备
2009.7.31	国务院办公厅	《2009 年节能减排工作安排的的通知》	要求在高效发电、重污染行业清洁生产、建筑节能等方面组织科研攻关，攻克一批节能减排关键和共性技术
2011.3.27	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	指出本行业属“鼓励类”中的“预制装配式整体卫生间和厨房标准化、模数化技术开发与推广”，行业发展获得国家政策的鼓励
2011.9.30	国务院办公厅	《国务院办公厅关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》	指出在保障性住房规划设计中，要贯彻省地、节能、环保的原则，落实节约集约用地和节能减排各项措施
2012.4.27	财政部、住建部	《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》	指出绿色建筑发展的主要目标与基本原则，力争到 2015 年，新增绿色建筑面积 10 亿平方米以上
2013.1.1	国务院办公厅	《国务院办公厅关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	重点任务第 8 条——推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一
2014.3.16	国务院办公厅	《国家新型城镇化规划(2014—2020)》	新建绿色建筑 10 亿平方米，建设一批绿色生态城区、绿色农房，引导农村建筑按绿色建筑的原则进行设计和建造

日期	颁发部门	文件名称	说明
2015.2.9	住房和城乡建设部工程质量安全监管司	《住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2015 年工作要点》	大力推进建筑产业现代化，加快推动建筑业转型升级，发布两批建筑产业现代化国家标准设计
2016.2.22	中共中央 国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	发展新型建造方式，大力推广装配式建筑，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%；完善部品部件标准，实现建筑部品部件工厂化生产

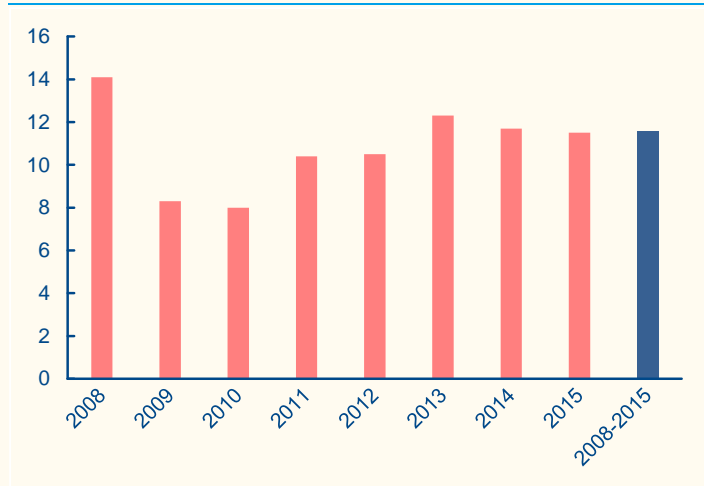
来源：各部门网站，国金证券研究所整理

图表 25：绿色建筑评价标识项目发展情况



来源：《中国绿色建筑 2016》，国金证券研究所

图表 26：绿色建筑申报项目的平均面积



来源：《中国绿色建筑 2016》，国金证券研究所

- **我国整装卫浴行业还处于起步阶段。**2015 年，我国整装卫浴行业整体营收规模仅为十多亿元。未来，随着住宅产业化程度提高及居民住宅质量要求提升，整装卫浴将成为必然发展趋势。参考与我国民俗文化、居住条件类似的日本可以发现，整装卫浴在日本新房装修市场和换装市场分别占据 90% 和 70% 的份额，卫生间装修高度整体化是住宅产业化的必由之路；而对比同为住宅产业化解决方案之一的我国整体衣柜和整体橱柜行业也可以看出，整体衣柜和整体橱柜同样以集中化、工业化和标准化为特征，历经短短十余年经由导入期和成长期的发展便已替代人工打造衣柜、橱柜的传统模式成为市场主流。尽管目前市场较小、行业还处于发展初期，但是由整装卫浴厂商整合上游卫浴设备供应商，向下游客户提供整装卫浴解决方案的趋势正在形成。整装卫浴由于其工业化生产制造、标准化组装以及可控性强等优点，在开发商精装修地产项目及酒店装修项目中已多有成功案例。以国内整装卫浴龙头企业科逸股份为例，公司已与万科、万达和绿地等多家开放商达成战略合作关系。此外，锦江、华住和速 8 等多家酒店集团也已大规模引入整装卫浴产品。在国内开发商中，万科是最早启用整装卫浴的房地产开发企业。基于对住宅工业化趋势的判断，万科在 2009 年就已开始试用整装卫浴，并在近几年开始逐步推广。2016 年，万科集团年度计划采购整装卫浴超过 5 万套，而 2014 年万科交付新房的总量是 12 万套左右，由此可以看出开放商精装修地产项目中采用整装卫浴将会是一大趋势。

图表 27：部分精装修房和酒店项目整装卫浴案例

<p>科逸 COZY</p>  <p>万科双月湾，4128套</p>  <p>南昌万达，长白山酒店</p>  <p>锦江之星，20000多套</p>  <p>东横INN，3000多套</p>	<p>远大住工</p>  <p>长沙曙光大邸</p>  <p>上海中环国际</p>  <p>无锡湖滨酒店</p>	<p>SYSWO® 系统卫浴</p>  <p>万科2016年整体卫浴指定供应商</p>  <p>中南旗下金石酒店</p>  <p>吉隆坡首家Holiday Inn Express酒店</p>	<p>U CHOICE</p>  <p>长白山万达假日酒店</p>  <p>北京雅士合金公寓</p>
---	--	--	---

来源：国金证券研究所整理

- **本土企业+日本技术占主导。**虽然国际品牌在中国的卫浴设备高端市场占据绝对优势，但是在提供卫生间装修整体解决方案的整装卫浴领域，外资品牌通常是以提供技术的方式与本土企业合作开发。除了科逸股份、远大住宅工业和苏州有巢氏等少数大型企业形成规模化生产能力以外，行业内企业以中小公司为主，自动化程度相对不足，规模较小。

图表 28：整装卫浴行业国内外主要公司情况

区域	主要公司	业务概况	营业收入
国内	科逸股份	公司成立于 2006 年，主营业务为以整体浴室为核心的住宅产业化内装产品的研发、设计、生产和销售，2012 年，公司获住建部授牌为“国家住宅产业化基地”，2015 年，公司荣获江苏、安徽两省建筑产业现代化示范基地的称号。	39,469 万元 (2015 年)
	苏州有巢氏	公司成立于 2005 年，注册地址为江苏省苏州市，是香港汇威集团出资 2,200 万美元成立的外商独资企业，其引进日本长府（CHOFU）的相关技术，主营业务为整体浴室的生产、研发和销售，旗下产品先后获得“中国建设部科技创新奖”和“国家重点推广技术”并曾入围“国家康居示范工程选用部品和产品”。	2,684 万元 (2016 年 1-4 月)
	远大住工	整体浴室部门的前身为湖南远大铃木住房设备有限公司，旗下“远玲”品牌为长沙远大与日本铃木于 1997 年出资 5 亿元共同组建，主要进行整体浴室的研发制造、质量管理全程服务以及人才培养，产品曾入围“国家康居示范工程选用部品与产品”。	176,141 万元 (2015 年，包括整体浴室在内的所有业务收入)
海外	东陶 TOTO	集团创立于 1917 年，总部位于日本福冈市，主要生产、销售民用及商业设施卫浴洁具相关产品，是全球最大的卫浴洁具品牌商之一。1964 年，公司首创整体浴室产品服务东京奥运会，并于同年推向市场，现已发展成为最具影响力的整体浴室品牌之一。集团目前已经于上海建设整体浴室生产线，蓄势进入中国市场。	
	伊奈 INAX	集团始创于 1924 年，总部位于日本东京，主要从事建材和住宅设备的制造销售，现为日本最大陶瓷砖和卫生洁具生产商之一，旗下“INAX”品牌整体品牌整体浴室在日本市场具有较强影响力。2002 年，集团在上海成立伊奈（中国）投资有限公司，现阶段主要从事“INAX”品牌坐便器、面盆、浴缸等卫生洁具的销售，其整体浴室业务尚处考察中国市场的阶段，未实质进入国内。	

松下 Panasonic	集团成立于 1918 年，1997 年 9 月，松下电工（中国）有限公司于北京成立，该公司全部承担 PanaHome 在华投资业务并销售合资公司生产的产品，旗下住建空间事业本部主要经营的产品为整体浴室、整体厨房以及室内储存设备。
好适特 Housetec	Housetec 公司的前身为日立集团下属企业日立化工，2001 年于日本东京市独立成立公司，主要从事包括整体浴室在内的卫生间、厨房等住宅设备的生产研发和销售，以及与之相关的住宅土木工程。好适特与科逸股份合作，利用日本整体浴室彩钢板技术，针对中国高端用户研发设计出科逸 CH 系列整体浴室。

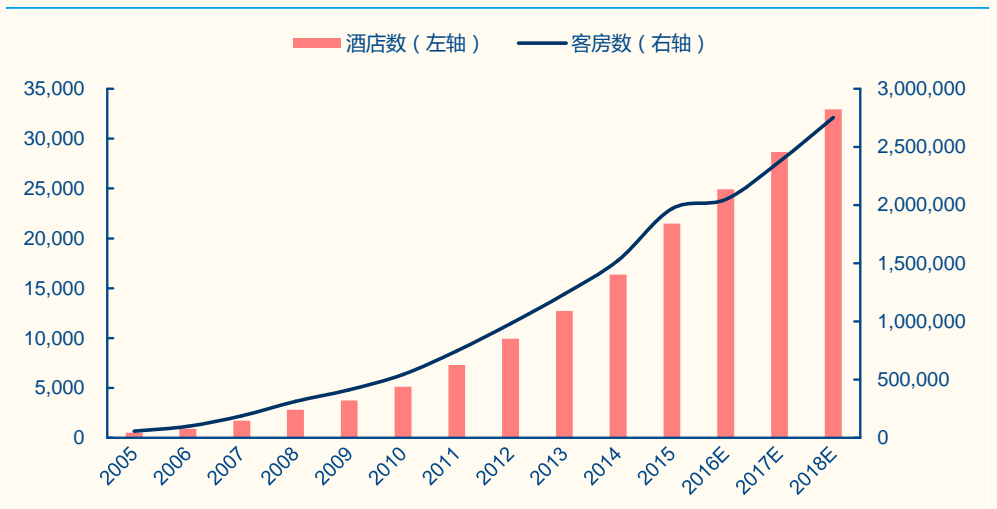
来源：公司公告，国金证券研究所

- **日本发展经验：整装卫浴起源地，渗透率和集中度高。**整体卫浴起源于日本。1964 年，第 18 届夏季奥运会在日本东京举办，日本发明了可以现场装配的整体卫浴，用于运动员公寓使用。之后整装卫浴开始在日本宾馆和住宅等领域被大量采用。在日本政府连续性的政策、法规和规划的引导下，住宅产业化和部品标准化快速发展，到 80 年代成就了东陶（TOTO）、松下和骊住等一大批住宅部品公司。目前，整装卫浴在日本新房装修市场和换装市场分别占据 90%和 70%的份额。同时，日本卫浴行业的集中度较高，在日本国内，TOTO 与 INAX 分别占据卫浴洁具行业市场份额第一名与第二名。以 TOTO 为例，2015 年 3 月至 2016 年 3 月，公司营业收入达 5,678.9 亿日元，折合人民币约 358 亿元，其中，日本国内销售收入占比 76%，约为 4,304.6 亿日元。
- **行业发展空间巨大，百亿市场规模可期。**定制整装卫浴在经济型酒店和中档酒店、医院、商品房住宅市场、保障性住房以及二手房装修等领域都有巨大的市场潜力。根据我们的测算，2015-2018 年，行业营收 CAGR 约为 122%，2018 年行业市场容量接近 160 亿元。

1) 酒店市场

我国有限服务酒店近年来继续中高速增长态势。截至 2015 年底，我国有限服务酒店总数已达到 21,481 家，同比共增加 5,106 家，客房总数为 1,969,145 间，增加了 443,674 间，增长幅度为 29.08%。其中中端酒店 1,749 家，增长幅度为 86.86%，经济型酒店 19,732 家，增长幅度为 27.81%。随着我国旅游行业不断发展及消费者生活水平的提高，预计未来有限服务酒店还将在规模和覆盖度上保持稳健成长。根据全球酒店用品巨头乐柏美商业用品（RCP）发布的中国酒店业预估报告，在未来八到十年的时间内，经济型酒店和中档酒店的市场份额会达到 30%或者更高的水平。据此计算，到 2018 年，我国有限服务酒店客房将达到 275.26 万套。此外，根据《企业文化》数据显示，有限服务酒店翻新周期一般为 3—5 年，未来每年由于客房重新装修带来的卫生间翻新需求将至少达到年均 30.51 万间（以 5 年换装周期计算），整装卫浴在酒店翻新市场同样空间巨大。

图表 29：我国有限服务酒店发展情况



来源：中国饭店协会，RCP，国金证券研究所

2) 商品房住宅

目前整装卫浴在我国住宅装修市场渗透率极低，一方面是由于住宅工业化程度不高，另一方面是引进的日系技术直接将 SMC 等复合材料作为整装卫浴的基材和面材，而中国消费者习惯和可接受的装饰面材是瓷砖和大理石等。未来，随着装配式建筑的推广以及整装卫浴采用瓷砖和石材等常规材料结合 SMC 基材的技术不断成熟，越来越多的新售商品房可以采用整装卫浴进行卫生间装修。由于新售商品房普遍比旧房配备更多的卫生间，我们以每 50 平方米配备一个卫生间计算，未来 3 年都将有超过 2,000 万套新售商品房的整装卫浴潜在需求。与此同时，由于整装卫浴污染小和工期短等优点，在二手房装修或旧房的卫生间翻新上同样空间广阔。我们以 15 年翻修周期和 70 平方米配套一间卫生间测算，整装卫浴在翻新装修市场上的潜在需求同样超过 2,000 万套/年。

3) 保障性住房

保障性住房是解决低收入群众住房需求，也是住宅产业化重要应用市场。一方面，保障房主要提供给中低收入人群使用，居住者无法承担高昂装修费用，配套工业化精装修适合保障房市场。另一方面，保障性住房由政府主导建设，是国家推进住宅产业化理念的有利平台。根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》的要求，十二五期间国家将推进“城镇保障性安居工程”，兴建各类保障性住宅 3,600 万套。截至 2014 年底，保障房已经开工建设 3,230 万套。2015 年，全国城镇保障性安居工程计划新开工 740 万套（其中各类棚改 580 万套），基本建成 480 万套。截至 2015 年 12 月底，已开工 783 万套，基本建成 772 万套。我们预计十三五期间，保障性住房建设力度依然维持在较高水平。

4) 其他市场

整装卫浴在医院、学校、宿舍等市场同样具有较大的市场空间。医院病房对卫生要求比较高，定制整装卫浴空间易于打扫整理，保持整洁，符合医院的要求。学校和工厂宿舍卫生间一般具有使用空间狭小、要求功能齐全、布局统一的特点，而定制整装卫浴空间集成各类卫浴功能，不仅可在限定空间内实现多种卫浴功能，还因集中设计、集中生产而具备规格统一的特点，符合学校和工厂对宿舍卫生间的要求。

图表 30：定制整装卫浴市场空间测算

使用领域	测算项目	2015A	2016E	2017E	2018E	
酒店	翻新装修（万间）	30.51	30.51	30.51	30.51	
	渗透率（%）	5	6	7	10	
	新增装修（万间）	24.26	28.11	32.58	37.76	
	渗透率（%）	8	9	10	13	
	合计装修（万间）	54.77	58.62	63.09	68.27	
	整装卫浴（万套）	3.47	4.36	5.39	7.96	
	商品房住宅	翻新装修（万间）	2,350	2,350	2,350	2,350
		渗透率（%）	0.1	0.3	1.0	2.0
		销售面积（万平方米）	112,406	118,026	110,944	102,069
		同比增速（%）	6.9	5.0	-6.0	-8.0
新增装修（万间）		2,248	2,361	2,219	2,041	
渗透率（%）		0.3	0.6	1.5	2.5	
合计装修（万间）		4,598	4,710	4,569	4,391	
整装卫浴（万套）		9.09	21.21	56.78	98.03	
保障性住房		保障性住房建成量（万间）	772	700	600	500
		渗透率（%）	0.2	0.8	1.6	2.4
	整装卫浴（万套）	1.54	5.60	9.60	12.00	
医院	翻新装修（万间）	22.25	22.25	22.25	22.25	
	渗透率（%）	0.1	0.2	0.3	0.6	

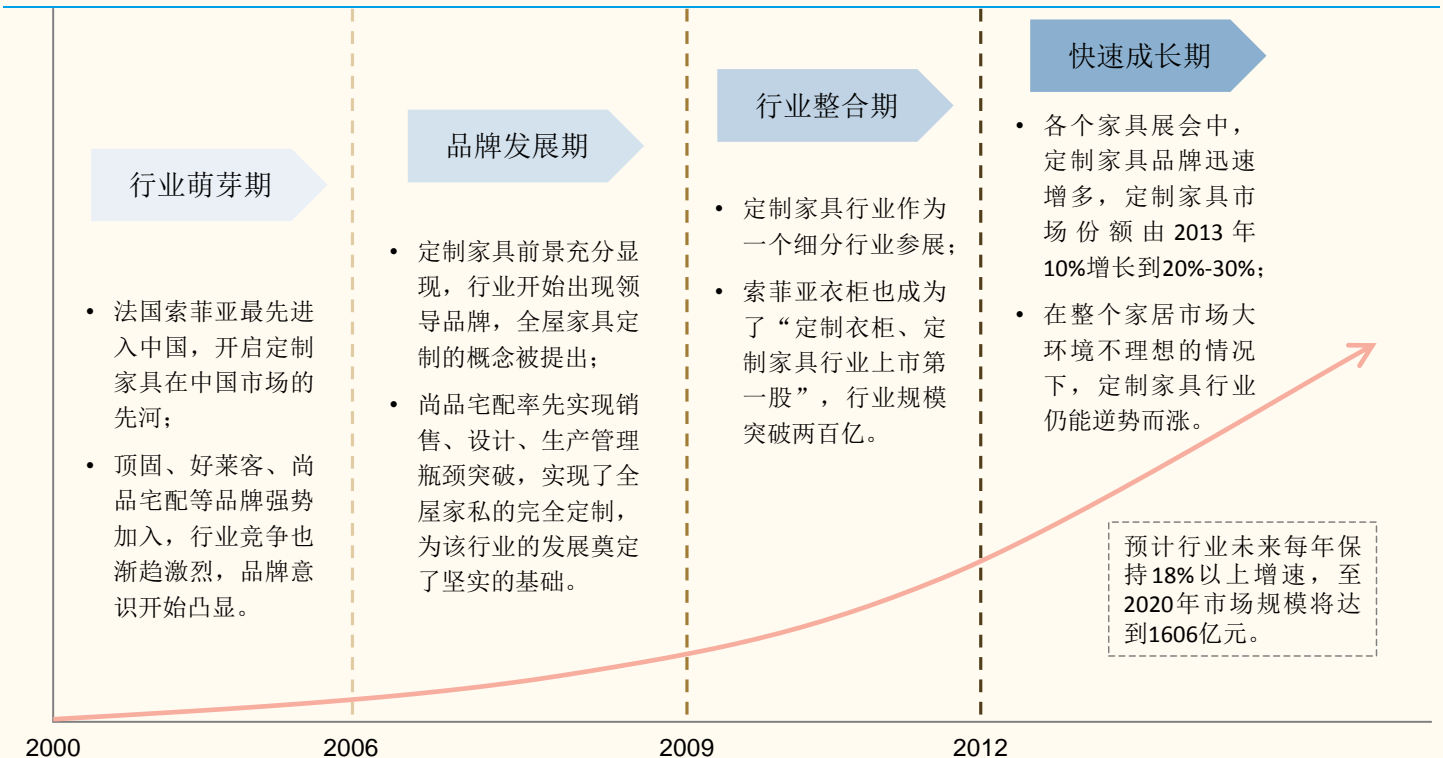
使用领域	测算项目	2015A	2016E	2017E	2018E
	床位数 (万张)	534	587	640	685
	病房数 (万间)	178	196	213	228
	同比增速 (%)	8.0	10.0	9.0	7.0
	新增装修 (万间)	13.00	17.80	17.62	14.94
	渗透率 (%)	4.0	10.0	18.0	30.0
	合计装修 (万间)	35.25	40.05	39.87	37.19
	整装卫浴 (万套)	0.54	1.82	3.24	4.62
	整装卫浴套数总计 (万套)	14.65	33.00	75.01	122.60
	整装卫浴套数同比增速 (%)		125.29	127.33	63.44
	整装卫浴平均单价 (万元/套)	1	1.1	1.2	1.3
	整装卫浴营收总计 (亿元)	14.65	36.30	90.02	159.39
	整装卫浴营收同比增速 (%)		147.82	148.00	77.06

来源: Wind,《企业文化》,中国饭店协会,国家统计局,国家卫计委,百度百科,国金证券研究所

■ 他山之石: 定制家具行业的高速发展昭示家装标准化和定制化趋势

- 定制家具自 2000 年进入国内市场以来发展迅速。根据前瞻产业研究院《2016-2021 年中国家具行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》显示,随着定制家具在商品房及二手房装修的渗透率提升,定制家具将持续成为家具行业中的细分成长性子行业,未来每年将保持 18% 以上增速,至 2020 年市场规模将达到 1,606 亿元。定制家具的兴起,最初主要集中在定制橱柜和定制衣柜等领域,随着家具企业生产技术的提高和我国居民对家具消费理念的成熟,定制家具逐步拓展到卧室、书房、客厅、餐厅以及厨房等全屋家具领域。根据中国建筑装饰协会发布的《2014 年中国建材家居产业发展报告》,定制家具占我国整体家具市场份额已达 20%-30%。不过参照日本等国 60%-70% 的渗透率,行业发展仍有很大成长空间。因此,众多成品家具厂商,甚至家具行业以外的企业,都纷纷发力布局定制家具业务。

图表 31: 我国定制家具行业发展历程



来源: 国金证券研究所整理

- 2) 定制家具于 2000 年进入我国市场，传统上，我国消费者习惯于购置成品家具或打制家具，定制家具行业在刚进入市场时渗透率比较低。后随着行业的发展，行业技术逐渐优化、行业生产管理模式不断规范化，同时定制家具还能给消费者带来更多布局个性化、空间高效化的体验感，消费者对于定制家具这一新兴行业的接受程度不断增强，定制家具行业每年以平均 25% 的速度增长，部分企业增速甚至超过了 50%，领先品牌在行业沉淀中，探索出高效规范的生产销售流程，其中索菲亚、好莱客、欧派等企业凭借良好的融资渠道，实现了快速扩张，规模优势明显，未来龙头企业市占率还将进一步提升，达到强者愈强的效应。我们认为定制家具在家居市场迅速走俏的根本原因是定制家具真正挖掘了消费者的潜在需求，并有效影响了消费者的消费行为。类似于 10 多年前的定制家具行业，定制整装卫浴作为一种新兴细分行业，它有效解决了传统卫浴的消费痛点，虽然目前定制整装卫浴行业渗透率极低，但我们看好该行业有望复制定制家具行业的快速发展路径，前景广阔。

图表 32：定制家具企业市场竞争情况

项目	欧派集团	索菲亚	好莱客	尚品宅配
成立时间	1994 年	2003 年	2002 年	2004 年
实体店规模（欧派和尚品宅配为招股书数据，索菲亚和好莱客数据截至 2016 年 6 月 30 日）	经销商 2,813 家，专卖店 4,139 家	衣柜经销商 1,000 多家，专卖店超过 1,700 家；橱柜经销商 300 多家，专卖店 391 家	经销商 900 多家，专卖店 1,200 多家	直营店 70 多家，加盟店 900 多家
营业收入（2015 年末，亿元）	56.07	31.96	10.82	
销售模式	经销商模式为主	“经销商专卖店”为主的形式，正在稳步推进 O2O 计划	经销商模式为主	以直营、加盟店为实体，新居网、微信公众号为网络平台，组成 O2O 立体营销网络
产品类别	整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品	定制衣柜及其配件	整体衣柜产品	定制衣柜、橱柜、书柜、组合家具等全屋定制家具产品及配套家居产品
生产技术	以一个批次的生产容量为单位，不限类型和尺寸，为同批次板材制定科学的裁板方案	标准件批量化生产，非标件柔性化生产	将订单区分为标准件和非标件进行加工	前端设计方案确定时同步生成后端加工信息，标准件和非标件在同一条流水线上加工

来源：国金证券研究所

- 公司高起点进军整装卫浴行业：2015 年 11 月，公司设立控股子公司海鸥有巢氏，开展整装卫浴业务；2016 年 1 月，公司分别与齐家网以及台湾特力签署合作框架协议，共同推广海鸥卫浴定制整装卫浴空间；2016 年 5 月，公司与松下的厨卫设备事业部签署卫浴产品事业合作协议，将共同开发更高质量及拥有更多附加价值的产品，利用日本技术开拓整装卫浴市场；2016 年 8 月，公司非公开发行申请获得证监会受理：公司拟以 11.56 元/股发行底价发行不超过 86,132,643 股，募集资金总额不超过 10 亿元（含 10 亿元），其中中盛集团认购 1 亿元。募集资金扣除发行费用后将用于收购苏州有巢氏 90% 股权、苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目、珠海年产 13 万套定制整装卫浴空间项目、营销网络建设项目以及互联网营销 OTO 推广平台项目。

图表 33：海鸥卫浴非公开发行股票募集资金使用情况

序号	项目名称	总投资额（万元）	募集资金使用额（万元）	项目实施方式	项目实施预期效益
1	收购苏州有巢氏 90% 股权	5,400	5,400	--	获取有巢氏在定制整装卫浴领域强大研发生产能力及既有营销渠道，作为进军定制整装卫浴领域基础
2	苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	18,169	17,500	苏州有巢氏实施，在原有产能基础上扩产至 6.5 万	公司的业务由卫浴部件向定制整装卫浴空间拓展，进一步丰富公司产品类型，

	目			套产能，不涉及新增土地	增加未来相关营业收入及盈利能力
3	珠海年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	42,339	41,500	由承鸥卫浴实施，不涉及新增土地	
4	营销网络建设项目	27,532	25,600	承鸥卫浴实施，项目拟建设 38 家直营店，200 家经销商	为公司定制整装卫浴空间提供销售渠道，增强公司对销售市场的覆盖能力和品牌影响力
5	互联网营销 OTO 推广平台项目	10,846	10,000	承鸥卫浴实施	促进线上销售渠道与线下实体店销售渠道的优势互补，充分发挥公司 OTO 营销模式优势

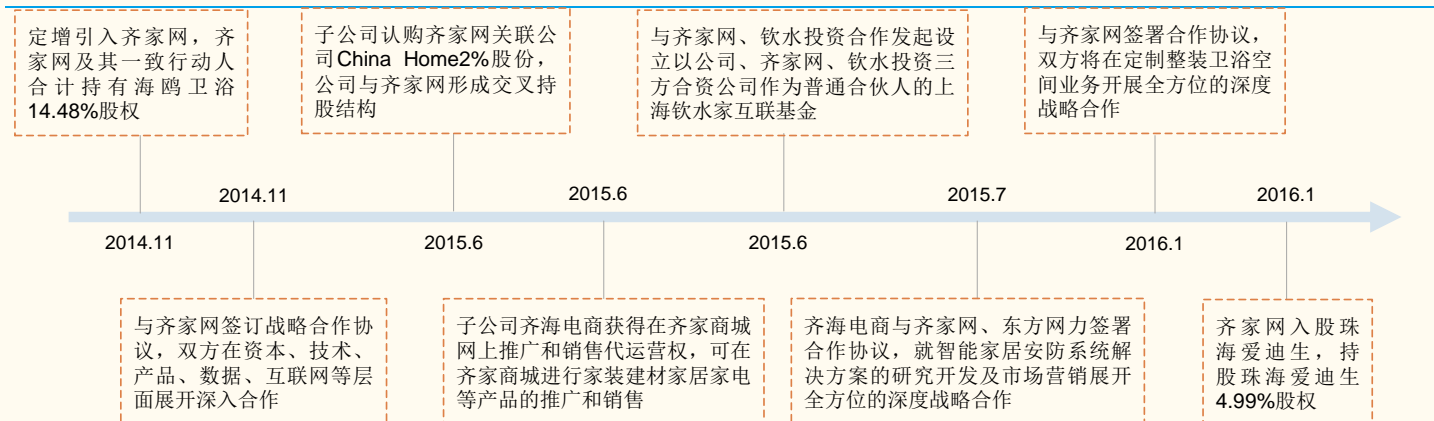
来源：公司公告，国金证券研究所整理

互联网+智能家居培育新的盈利增长点

与齐家网交叉持股，进军家装电商领域

- 公司于 2014 年 11 月公布非公开发行股票预案，并于 2015 年 10 月完成发行，成功引进了齐家网成为公司第二大股东。公司借助齐家网快速切入电商领域，实现 O2O 运营模式。一方面齐家网将线上品牌宣传和产品销售推广的经验逐渐向公司输入，帮助公司互联网营销平台建立优势，另一方面公司可利用齐家网较高的互联网流量进行产品推广。2015 年 6 月，海鸥卫浴子公司盈兆丰国际以自有资金认购 China Home 发行 226.73 万股 B 系列优先股，战略协议承诺得以兑现，公司与齐家网正式形成交叉持股结构。公司通过为卫浴及智能家居品牌介入电商平台提供服务，以增加公司品牌客户在电子商务家装平台上的销售，增强公司的影响力与盈利能力。

图表 34：公司与齐家网持续展开深度合作



来源：公司公告，国金证券研究所

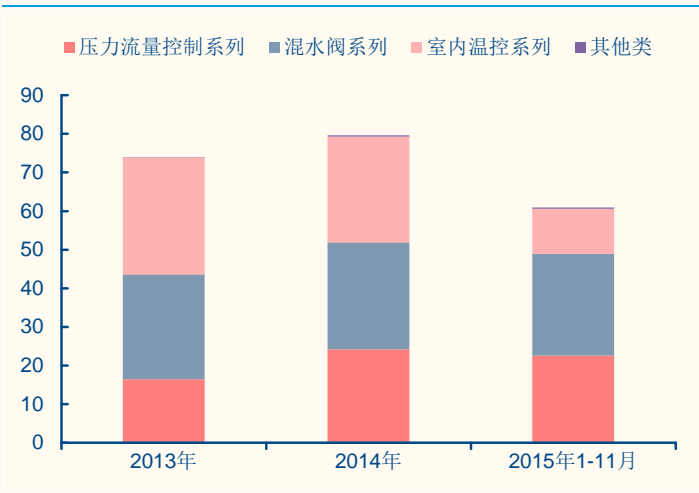
- 齐家网：国内最大的家装电商平台之一。齐家网成立于 2005 年 3 月，是提供一站式产品服务的装修、建材、家居领域电子商务平台。2008 年齐家网先后在苏州、上海成立线下家居服务体验中心。2010 年底，齐家网先后获得鼎晖和百度投资，2014 年齐家网又获得了 10 亿人民币的 D 轮投资。2013 年齐家网提出 O2O “百城战略”，目前齐家网已在全国 56 个城市进行部署，近 47 家线下体验店全面开放，预计未来 3 年，还将持续在全国开办超 300 家线下体验店。通过与齐家网的深度合作，公司可以获得：
 - 1) 提供有力的电商平台支持。由于卫浴类产品非标准化、重服务的特点，其电商化的难度高于图书、食品或服装业务，齐家网作为专业性的家装电商平台，可以为公司进军电商领域提供有力平台支持。
 - 2) 更加接近终端消费者。公司多年来作为高端卫浴产品制造商，客户主要为国内外卫浴品牌商。与齐家网的深度合作有助于公司更加接近终端消费者，熟悉消费者消费偏好并据此优化服务及产品。在公司未来重点发展的定制整装卫浴业务上，公司与齐家网在 2016 年 1 月签署合作框架协议，公司有望借助齐家网向终端消费者进行推广。

- 3) 为新兴业务拓展进行宣传推广。近年来公司还先后涉足节能产品和智能家居等新兴家居领域，未来公司亦可借助齐家网的流量优势助力此类业务开拓市场。

子公司新三板挂牌获批，助力智能家居业务加速发展

- 珠海爱迪生成立于 2006 年 9 月，成立之初名为佛山国鸥，公司持股 70%，盈兆丰持股 30%。2009 年 12 月，更名为珠海国鸥，2010 年更为现名，同时经营范围变更为“研发、生产和销售自产的暖通空调（HVAC）温度、压力控制器，暖通空调系统集成及服务，中水及热能回用系统，及节能产品研发”，之后先后进行四次增资扩股，目前公司仍为第一大股东，持股 60.52%。珠海爱迪生主营业务为各种控制阀门、暖通控制设备及智能家居相关产品的研发、生产与销售。现阶段，珠海爱迪生已经积累了多年的温度控制阀门的生产经验，短期内，将把温度控制阀、电子控制器与互联网相结合，“三位一体”组成智能温度控制系统，为普通家庭提供更为方便和舒适的生活环境。未来，珠海爱迪生仍将以温度控制方面的智能家居产品为主，在充分保证公司盈利能力的基础上，积极拓展其他产品市场，为普通家庭提供智能生活服务。2016 年 6 月，珠海爱迪生收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司的批复，同意珠海爱迪生在新三板挂牌，转让方式为协议转让。挂牌新三板后，珠海爱迪生品牌效应会有所扩大，治理结构将进一步优化，促进智能家居业务加速发展。

图表 35：珠海爱迪生分产品营业收入（百万元）



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

图表 36：爱迪生智能家居系统示意图



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

风险因素

原材料价格上涨风险

- 公司主要原材料为铜合金和外购零配件，是影响成本和利润的重要因素，如果国内国际金属铜、锌以及 SMC 片材等原料价格大幅上涨，公司材料采购成本相应提高，对公司的盈利能力造成不利影响。

汇率波动风险

- 公司传统业务是向欧美地区出口代工生产的卫浴设备。虽然近年来国内业务比重稳步提升，但是截至 2016 年上半年，外销收入占比仍超过 8 成。由于出口收入主要以美元结算，因此人民币对美元汇率的波动会对公司的利润产生一定影响。

新业务拓展不达预期

- 为培育新利润增长点，公司正在大力发展定制整装卫浴、电商、节能产品以及智能家居业务。这些业务的渠道、客户和经营模式都与公司传统业务存在一定差异，公司存在新业务拓展不及预期的风险。

非公开发行方案审批风险

- 本次非公开发行股票尚需取得中国证监会核准，能否取得核准以及取得核准的时间存在不确定性，将对本次非公开发行产生较大影响。

宏观经济波动风险

- 公司所属行业属于周期性行业，易受到经济增长周期性的影响，特别是房地产行业波动的影响。如果经济出现较大波动，终端消费者将减少对卫浴部件的需求，导致公司主要客户订单需求不稳定性增加，最终影响公司的盈利水平。

盈利预测

关键假设

- 公司传统卫浴设备代工业务保持年均 20% 稳健增速。
- 鉴于公司已经租赁了苏州有巢氏的所有资产，假设有巢氏现有 3 万套整装卫浴产能在 2016 年能够基本消化完毕。
- 公司 2016 年非公开发行在 2016 年底至 2017 年初完成，启动有巢氏新增 3.5 万套产能建设，当年达产 60%。下半年启动珠海 13 万套产能建设。
- 2018 年，苏州 6.5 万套产能满产，珠海 13 万套产能达产 30%。
- 若公司整装卫浴业务针对房地产开发商和酒店的 B 端业务发展顺利，公司或有可能进行行业内并购，迅速扩大产能。不过，我们的盈利预测并未纳入这种假设。

盈利预设

图表 37：海鸥卫浴盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	158,316.0	159,875.0	154,626.0	157,211.0	190,645.2	233,938.0	280,525.8
铜合金类产品	125,898.0	130,440.0	124,964.0	116,810.0	134,331.5	158,511.2	185,616.6
锌合金产品	23,114.0	21,565.0	20,825.0	33,180.0	48,442.8	66,851.1	85,569.4
阀门	9,304.0	7,870.0	8,837.0	7,221.0	7,870.9	8,575.7	9,339.8
浴缸、陶瓷类	3,206.0	3,467.0	5,412.0	3,568.0	3,924.8	4,513.5	5,187.2
增压宝	0.0	0.0	0.0	2,672.0	3,340.0	4,141.6	5,094.2
照明灯具	0.0	0.0	0.0	901.0	991.1	1,139.8	1,309.9
热泵类	0.0	83.0	150.0	1.0	1.1	1.3	1.5
整装定制卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	30,000.0	51,000.0	104,550.0
其他	3,621.1	4,142.0	4,809.2	7,137.9	7,851.7	8,633.0	9,487.7
营业成本 (万元)	122,541.0	122,037.0	113,793.0	123,698.0	150,821.3	185,973.9	223,986.7
铜合金类产品	98,463.0	99,383.0	91,723.0	92,370.0	106,793.5	126,666.3	149,072.0
锌合金产品	18,705.0	18,035.0	16,794.0	26,549.0	38,754.2	53,547.7	68,626.2
阀门	5,373.0	4,619.0	5,276.0	4,779.0	5,273.5	5,759.9	6,288.4
浴缸、陶瓷类	3,596.0	4,215.0	6,608.0	4,939.0	4,945.2	5,416.2	6,017.1
增压宝	0.0	0.0	0.0	1,377.0	1,736.8	2,163.6	2,673.4
照明灯具	0.0	0.0	0.0	839.0	911.8	1,049.0	1,206.1
热泵类	0.0	72.0	144.0	17.0	1.0	1.1	1.3
整装定制卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	21,000.0	36,210.0	75,276.0
其他	2,350.9	2,876.3	2,540.1	4,930.0	4,711.0	5,197.1	5,730.5
业务利润 (万元)	35,775.0	37,838.0	40,833.0	33,513.0	39,823.9	47,964.1	56,539.1
铜合金类产品	27,435.0	31,057.0	33,241.0	24,440.0	27,538.0	31,844.9	36,544.6
锌合金产品	4,409.0	3,530.0	4,031.0	6,631.0	9,688.6	13,303.4	16,943.2
阀门	3,931.0	3,251.0	3,561.0	2,442.0	2,597.4	2,815.8	3,051.4

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
浴缸、陶瓷类	-390.0	-748.0	-1,196.0	-1,371.0	-1,020.4	-902.7	-829.9
增压宝	0.0	0.0	0.0	1,295.0	1,603.2	1,978.0	2,420.8
照明灯具	0.0	0.0	0.0	62.0	79.3	90.7	103.7
热泵类	0.0	11.0	6.0	-16.0	0.1	0.1	0.1
整装定制卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	9,000.0	14,790.0	29,274.0
其他	1,270.2	1,265.7	2,269.1	2,207.9	3,140.7	3,435.9	3,757.2
毛利率 (%)	22.6	23.7	26.4	21.3	20.9	20.5	20.2
铜合金类产品	21.8	23.8	26.6	20.9	20.5	20.1	19.7
锌合金产品	19.1	16.4	19.4	20.0	20.0	19.9	19.8
阀门	42.3	41.3	40.3	33.8	33.0	32.8	32.7
浴缸、陶瓷类	-12.2	-21.6	-22.1	-38.4	-26.0	-20.0	-16.0
增压宝	-	-	-	48.5	48.0	47.8	47.5
照明灯具	-	-	-	6.9	8.0	8.0	7.9
热泵类	-	13.3	4.0	-1,600.0	10.0	10.0	9.9
整装定制卫浴	-	-	-	-	30.0	29.0	28.0
其他	35.1	30.6	47.2	30.9	40.0	39.8	39.6
增速 (%)	15.7	1.0	-3.3	1.7	21.3	22.7	19.9
铜合金类产品	10.9	3.6	-4.2	-6.5	15.0	18.0	17.1
锌合金产品	22.8	-6.7	-3.4	59.3	46.0	38.0	28.0
阀门	107.6	-15.4	12.3	-18.3	9.0	9.0	8.9
浴缸、陶瓷类	-	8.1	56.1	-34.1	10.0	15.0	14.9
增压宝	-	-	-	-	25.0	24.0	23.0
照明灯具	-	-	-	-	10.0	15.0	14.9
热泵类	-	-	80.7	-99.3	10.0	15.0	14.9
整装定制卫浴	-	-	-	-	-	70.0	105.0
其他	-	14.4	16.1	48.4	10.0	9.9	9.9

来源: Wind, 国金证券研究所预测

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 0.56/0.89/1.48 亿元 (原预测为 0.56/0.77/1.13 亿元), CAGR 为 47.4%, 全面摊薄后每股收益为 0.12/0.16/0.27 元/股 (原预测为 0.12/0.14/0.21 元/股)。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,676	1,650	1,715	2,368	3,034	4,062	货币资金	118	193	319	237	999	916
增长率		-1.5%	3.9%	38.1%	28.1%	33.9%	应收款项	463	395	397	590	756	1,012
主营业务成本	-1,292	-1,231	-1,358	-1,841	-2,360	-3,149	存货	369	402	357	522	669	893
%销售收入	77.1%	74.6%	79.2%	77.8%	77.8%	77.5%	其他流动资产	47	44	53	49	62	82
毛利	384	419	357	526	674	913	流动资产	997	1,034	1,125	1,398	2,486	2,903
%销售收入	22.9%	25.4%	20.8%	22.2%	22.2%	22.5%	%总资产	60.4%	61.3%	61.2%	69.6%	82.2%	86.1%
营业税金及附加	-10	-13	-10	-19	-23	-29	长期投资	32	31	114	115	114	114
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	固定资产	520	513	505	428	354	281
营业费用	-82	-90	-50	-104	-133	-175	%总资产	31.5%	30.4%	27.4%	21.3%	11.7%	8.3%
%销售收入	4.9%	5.5%	2.9%	4.4%	4.4%	4.3%	无形资产	85	86	78	66	69	72
管理费用	-205	-226	-227	-322	-407	-540	非流动资产	654	652	714	611	538	468
%销售收入	12.2%	13.7%	13.3%	13.6%	13.4%	13.3%	%总资产	39.6%	38.7%	38.8%	30.4%	17.8%	13.9%
息税前利润 (EBIT)	87	90	70	81	110	169	资产总计	1,651	1,686	1,840	2,008	3,025	3,371
%销售收入	5.2%	5.4%	4.1%	3.4%	3.6%	4.2%	短期借款	387	420	179	116	0	0
财务费用	-38	-30	-4	-12	-2	8	应付款项	364	318	279	469	602	803
%销售收入	2.3%	1.8%	0.2%	0.5%	0.1%	-0.2%	其他流动负债	20	51	63	65	89	128
资产减值损失	-8	3	-4	0	0	0	流动负债	771	789	521	651	691	931
公允价值变动收益	5	-16	-11	0	0	0	长期贷款	80	70	170	170	170	171
投资收益	2	-4	-17	-6	-6	-6	其他长期负债	2	0	2	0	0	0
%税前利润	4.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	853	859	693	821	861	1,102
营业利润	47	44	33	63	102	171	普通股股东权益	777	797	1,115	1,150	2,120	2,219
营业利润率	2.8%	2.7%	1.9%	2.7%	3.4%	4.2%	少数股东权益	21	29	32	38	44	50
营业外收支	5	3	22	10	10	10	负债股东权益合计	1,651	1,686	1,840	2,008	3,025	3,371
税前利润	52	47	55	73	112	181	比率分析						
利润率	3.1%	2.8%	3.2%	3.1%	3.7%	4.5%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-3	-8	-11	-17	-27	每股指标						
所得税率	21.7%	5.9%	15.2%	14.9%	15.0%	15.0%	每股收益	0.10	0.10	0.10	0.12	0.16	0.27
净利润	41	44	47	62	95	154	每股净资产	1.91	1.96	2.44	2.52	3.91	4.09
少数股东损益	0	3	1	6	6	6	每股经营现金净流	0.27	0.38	0.40	-0.05	-0.04	-0.12
归属于母公司的净利润	40	41	46	56	89	148	每股股利	0.05	0.03	0.05	0.04	0.05	0.09
净利率	2.4%	2.5%	2.7%	2.4%	2.9%	3.6%	回报率						
							净资产收益率	5.20%	5.16%	4.14%	4.89%	4.21%	6.65%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.44%	2.44%	2.51%	2.80%	2.95%	4.38%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	5.35%	6.41%	3.94%	4.69%	4.02%	5.88%
净利润	41	44	47	62	95	154	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	1.47%	-1.53%	3.94%	38.06%	28.14%	33.88%
非现金支出	76	64	72	58	56	53	EBIT 增长率	22.51%	3.62%	-22.35%	16.60%	35.85%	53.09%
非经营收益	27	41	67	20	11	8	净利润增长率	14.11%	1.97%	12.13%	21.77%	58.95%	65.32%
营运资金变动	-33	5	-2	-162	-181	-279	总资产增长率	-1.16%	2.10%	9.15%	9.17%	50.60%	11.44%
经营活动现金净流	110	154	184	-22	-19	-64	资产管理能力						
资本开支	-48	-59	-62	49	27	27	应收账款周转天数	93	88	79	85	85	85
投资	-3	-2	-89	-1	0	0	存货周转天数	100	114	102	103	103	103
其他	0	2	-26	-6	-6	-6	应付账款周转天数	70	67	54	64	64	64
投资活动现金净流	-51	-59	-177	42	21	21	固定资产周转天数	109	109	106	65	42	25
股权募资	0	5	283	0	910	0	偿债能力						
债权募资	-52	23	-129	-82	-116	1	净负债/股东权益	42.16%	35.99%	2.62%	4.17%	-38.32%	-32.84%
其他	-68	-51	-27	-20	-33	-41	EBIT 利息保障倍数	2.3	3.0	17.1	6.9	53.1	-21.6
筹资活动现金净流	-120	-24	127	-102	761	-40	资产负债率	51.67%	50.99%	37.67%	40.87%	28.46%	32.69%
现金净流量	-61	71	133	-82	763	-83							

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-27	增持	11.69	14.00~16.00
2	2016-07-29	增持	11.50	N/A

来源：国金证券研究所



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：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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，国金证券不作出任何担保。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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD