

## 碧桂园战略入股, 工程业务有望更进一步

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟以每股1元面值非公开发行不超过6097.6万股股份, 其中深圳市碧桂园创新投资有限公司拟认购本次非公开发行的5061万股, 占比83%, 认购金额为4.15亿元, 价格为8.2元/股, 剩下的1036.6万股由公司实际控制人王惠文、王彦庆和王彦伟认购。发行完成后, 碧桂园创投将持有公司5%以上股份, 成为公司关联方, 并将提名一名董事参与惠达卫浴的公司治理。
- **重要大客户战略入股, 合作深化更进一步。** 惠达产品主要包括卫生洁具、陶瓷砖和整体卫浴, 主要应用于地产、酒店、公寓、学校、医院等领域。目前, 碧桂园是惠达第一大工程业务客户, 去年公司总计7.3亿的工程业务收入, 碧桂园占绝大部分。因此我们认为此次股权合作对双方的业务合作有较大利好, 公司未来在碧桂园中的供货占比有望持续提升。考虑到碧桂园在房地产开发领域中具有市场、渠道、品牌等战略性资源, 能与公司所处的卫浴行业形成较为明显的产业链协同效应, 能够有效推动公司市场拓展和销售收入的提升, 从中长期发展看双方协同会更上一个台阶。
- **地产资本进入后周期产业链, 工装各品类龙头有望受益。** 1) 在精装修渗透率提升的大趋势下, 惠达卫浴工程端业务近年发展迅速, 14-19年复合增速达到33.8%, 19年全年工程业务实现收入7.3亿元, 同比增长36.2%, 占比达到22.8%, 工程业务是拉动公司近年营收稳定增长的核心动力。2) 近两个月以来, 碧桂园创投通过定增入股的方式在行业下游谋求协同机会, 表明其对建材家居后周期的品类重视程度在逐渐提升。随着政策逐步推进和地产商盈利增强, 精装占比提升是大势所趋, 未来装修情况也会影响消费者对地产品牌性的判断。因此地产商在挑选装修品牌时首选供货能力强、产品性价比高、品牌价值高的, 大的地产商也开始通过各种方式跟优秀的工程业务公司进行合作绑定, 以实现强强联合, 打造精装品质, 提升精装议价。惠达卫浴作为家居供应商领域的龙头企业, 优势有望进一步扩大。3) 19年公司开拓了部分新地产商客户, 包括龙湖、远洋、保利、万科、首创、宝能等, 有望在卫生洁具、陶瓷砖和装配式整体浴室等产品销售领域加强合作, 今年有望逐步放量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.08元、1.29元、1.54元, 对应PE分别为12倍、10倍和8倍, 可比公司2020年平均PE为18倍, 考虑到公司将加强在工程业务领域的拓展力度, 受益精装爆发趋势, 给予公司15倍估值, 对应目标价16.2元, 上调为“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产市场变化的风险; 市场竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3210.23	3775.09	4392.74	5064.52
增长率	10.70%	17.60%	16.36%	15.29%
归属母公司净利润(百万元)	329.05	397.45	476.37	568.92
增长率	37.78%	20.79%	19.86%	19.43%
每股收益EPS(元)	0.89	1.08	1.29	1.54
净资产收益率ROE	9.76%	10.77%	11.69%	12.53%
PE	15	12	10	8
PB	1.35	1.23	1.12	1.00

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.69
流通A股(亿股)	3.69
52周内股价区间(元)	8.12-12.97
总市值(亿元)	47.91
总资产(亿元)	49.72
每股净资产(元)	9.25

### 相关研究

1. 惠达卫浴(603385): 工程业务持续推进, 整装和智能卫浴成为新动力 (2019-10-15)

### 关键假设:

假设 1: 公司整装卫浴产能建设推进顺利, 2021 年能达到 15 万套产能;

假设 2: 在工程业务规模效应提升以及智能马桶的带动下, 公司毛利率呈稳步上升趋势, 20-22 年分别预计为 33.2%、33.8%和 34.3%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入成本预测

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>合计</b>					
营业收入	2900.0	3210.2	3775.1	4392.7	5064.5
yoy	5.5%	10.7%	17.6%	16.4%	15.3%
营业成本	2697.8	2830.5	2520.7	2909.0	3325.4
毛利率	28.3%	33.0%	33.2%	33.8%	34.3%
<b>卫生陶瓷</b>					
收入	1469.6	1745.1	2146.5	2575.8	3039.4
yoy	7.3%	18.7%	23.0%	20.0%	18.0%
成本	1027.5	1087.0	1341.5	1604.7	1884.4
毛利率	30.1%	37.7%	37.5%	37.7%	38.0%
<b>五金洁具</b>					
收入	430.1	482.8	555.2	627.4	702.7
yoy	1.2%	12.2%	15.0%	13.0%	12.0%
成本	306.5	333.9	383.1	439.2	491.9
毛利率	28.7%	30.8%	31.0%	30.0%	30.0%
<b>陶瓷砖</b>					
收入	378.2	419.5	482.4	554.8	638.0
yoy	20.8%	10.9%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	275.2	317.1	361.8	399.4	446.6
毛利率	27.2%	24.4%	25.0%	28.0%	30.0%
<b>浴室柜</b>					
收入	282.3	251.1	263.7	276.8	290.7
yoy	-10.6%	-11.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	201.0	176.5	184.6	193.8	203.5
毛利率	28.8%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>浴缸浴房</b>					
收入	118.2	100.2	105.2	113.6	125.0
yoy	15.1%	-15.2%	5.0%	8.0%	10.0%
成本	93.6	79.1	83.1	88.6	97.5
毛利率	20.8%	21.0%	21.0%	22.0%	22.0%
<b>其他业务</b>					

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	221.5	211.5	222.1	244.3	268.7
yoy	-0.3%	-4.5%	5.0%	10.0%	10.0%
成本	174.1	156.1	166.6	183.2	201.5
毛利率	21.4%	26.2%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: Wind, 西南证券

## 估值

基于公司的业务状态,我们选择志邦家居、皮阿诺、海鸥住工三家公司作为其可比公司,可比公司 2020 年平均 PE 为 18 倍,给予惠达卫浴 15 倍估值,对应目标价 16.2 元,上调为“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	5月21日 股价	EPS (元)				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603801	志邦家居	28.34	1.48	1.67	1.97	2.25	15.8	16.9	14.4	12.6
002853	皮阿诺	22.39	1.13	1.4	1.8	2.36	16.2	16	12.4	9.5
002084	海鸥住工	6.92	0.26	0.31	0.4	0.49	25	22	17.5	14
平均值							19	18.3	14.8	12
603385	惠达卫浴	12.97	0.89	1.08	1.29	1.54	12.9	12	10	8.4

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3210.23	3775.09	4392.74	5064.52	净利润	346.29	418.29	501.34	598.74
营业成本	2149.77	2520.72	2908.98	3325.45	折旧与摊销	128.60	127.92	130.72	133.99
营业税金及附加	50.35	59.82	69.37	80.07	财务费用	10.74	8.68	9.65	7.19
销售费用	302.63	351.08	404.13	460.87	资产减值损失	-10.48	5.00	5.00	5.00
管理费用	193.30	347.31	412.92	486.19	经营营运资本变动	214.79	-414.91	-349.02	-387.82
财务费用	10.74	8.68	9.65	7.19	其他	-463.18	-11.34	-16.83	-14.08
资产减值损失	-10.48	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>226.77</b>	<b>133.64</b>	<b>280.85</b>	<b>343.02</b>
投资收益	57.61	10.00	10.00	10.00	资本支出	-301.45	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	289.69	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-11.75</b>	<b>-40.00</b>	<b>-40.00</b>	<b>-45.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>419.84</b>	<b>492.48</b>	<b>592.69</b>	<b>709.75</b>	短期借款	-120.00	80.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.59	0.89	0.39	0.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>419.25</b>	<b>493.37</b>	<b>593.08</b>	<b>710.31</b>	股权融资	-7.41	0.00	0.00	0.00
所得税	72.95	75.08	91.74	111.57	支付股利	-84.96	-74.16	-96.20	-109.32
净利润	346.29	418.29	501.34	598.74	其他	-43.59	-24.16	-14.65	-12.19
少数股东损益	17.25	20.83	24.97	29.82	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-255.96</b>	<b>-18.32</b>	<b>-110.85</b>	<b>-121.51</b>
归属母公司股东净利润	329.05	397.45	476.37	568.92	<b>现金流量净额</b>	<b>-38.93</b>	<b>75.32</b>	<b>130.00</b>	<b>176.50</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	152.60	227.91	357.91	534.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1324.99	1238.65	1515.27	1779.67	销售收入增长率	10.70%	17.60%	16.36%	15.29%
存货	682.62	864.37	984.57	1120.39	营业利润增长率	43.84%	17.30%	20.35%	19.75%
其他流动资产	679.37	961.76	1109.83	1255.35	净利润增长率	33.61%	20.79%	19.86%	19.43%
长期股权投资	9.20	9.20	9.20	9.20	EBITDA 增长率	37.95%	12.50%	16.53%	16.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1549.19	1471.55	1393.01	1313.57	毛利率	33.03%	33.23%	33.78%	34.34%
无形资产和开发支出	221.46	213.14	202.93	195.34	三费率	15.78%	18.73%	18.82%	18.84%
其他非流动资产	151.34	159.38	167.42	175.46	净利率	10.79%	11.08%	11.41%	11.82%
<b>资产总计</b>	<b>4770.77</b>	<b>5145.96</b>	<b>5740.13</b>	<b>6383.39</b>	ROE	9.76%	10.77%	11.69%	12.53%
短期借款	70.00	150.00	150.00	150.00	ROA	7.26%	8.13%	8.73%	9.38%
应付和预收款项	800.94	829.93	991.18	1139.03	ROIC	12.44%	13.80%	14.94%	16.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.42%	16.66%	16.69%	16.80%
其他负债	349.94	282.50	310.28	316.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1220.89</b>	<b>1262.42</b>	<b>1451.46</b>	<b>1605.30</b>	总资产周转率	0.70	0.76	0.81	0.84
股本	369.40	369.40	369.40	369.40	固定资产周转率	2.73	2.95	3.66	4.52
资本公积	912.36	912.36	912.36	912.36	应收账款周转率	5.26	5.65	5.72	5.63
留存收益	2093.14	2416.44	2796.61	3256.20	存货周转率	3.04	3.25	3.14	3.15
归属母公司股东权益	3385.38	3698.20	4078.37	4537.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.83%	—	—	—
少数股东权益	164.51	185.34	210.31	240.13	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3549.89</b>	<b>3883.54</b>	<b>4288.67</b>	<b>4778.09</b>	资产负债率	25.59%	24.53%	25.29%	25.15%
负债和股东权益合计	4770.77	5145.96	5740.13	6383.39	带息债务/总负债	5.73%	11.88%	10.33%	9.34%
					流动比率	2.68	2.97	3.05	3.21
					速动比率	2.03	2.19	2.29	2.44
					股利支付率	25.82%	18.66%	20.19%	19.22%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	559.18	629.08	733.05	850.93	每股收益	0.89	1.08	1.29	1.54
PE	14.56	12.05	10.06	8.42	每股净资产	9.61	10.51	11.61	12.93
PB	1.35	1.23	1.12	1.00	每股经营现金	0.61	0.36	0.76	0.93
PS	1.49	1.27	1.09	0.95	每股股利	0.23	0.20	0.26	0.30
EV/EBITDA	7.13	6.33	5.24	4.30					
股息率	1.77%	1.55%	2.01%	2.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn