

成霖股份 (002047.SZ)

家庭用具与器皿行业

评级: 中性 上调评级

公司研究

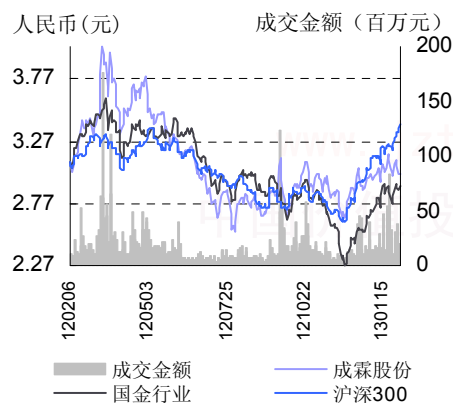
市价(人民币): 3.01元

国内卫浴五金龙头 2013年扭亏确定性强

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	453.66
总市值(百万元)	13.66
年内股价最高最低(元)	4.03/2.54
沪深300指数	2743.32
中小板指数	5135.34



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.013	-0.237	-0.088	0.054	0.075
每股净资产(元)	1.77	1.53	1.44	1.50	1.57
每股经营性现金流(元)	0.04	-0.09	0.02	0.00	0.06
市盈率(倍)	391.41	-12.34	-34.36	55.50	39.87
行业优化市盈率(倍)	56.10	34.93	24.84	24.84	24.84
净利润增长率(%)	-91.66%	N/A	-62.98%	N/A	39.19%
净资产收益率(%)	0.71%	-15.46%	-6.07%	3.62%	4.80%
总股本(百万股)	453.66	453.66	453.66	453.66	453.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 我们研究成霖股份的目的 在于分析其股价对原材料价格和美国房地产市场波动的弹性并总结投资规律。研究结果表明, 公司的净利润和股价主要取决于原材料价格的变化, 而美国房地产市场波动的影响力度弱于原材料价格。我们认为, 当前时点下虽然美国经济复苏带动需求增长, 但原材料价格并未出现下降, 因此预计公司的业绩及股价的受益程度较为有限。
- **我国卫浴五金 ODM 行业温和增长, 并受房地产和基数效应影响:** 卫浴五金行业已进入成熟期, 技术成熟, 竞争激烈, 收入增长缓慢, 成本升高。虽然在 20 世纪 90 年代承接全球产业转移时, 我国卫浴五金 ODM 业务曾迎来快速发展, 但该进程已告一段落; 不过由于卫浴五金制造需要成熟的周边配套及熟练工人, 短期内尚不会大规模向东南亚进行下一轮产业转移, 因此预计我国卫浴五金 ODM 行业出口的增速将与全球卫浴五金行业的增速一致。预计全球卫浴五金行业的长期增速约为 5% 左右。卫浴五金 ODM 厂商对上下游的议价能力较弱, 毛利率受原材料价格的影响而波动剧烈。由于行业产品同质性强, 预计行业集中度难以提高。
- **毛利率和费用率决定 ODM 业务利润:** 成霖股份是我国产业链最完整的卫浴五金 ODM 生产商, 约 75% 收入来自水龙头, 65% 收入来自出口美国。预计今明两年受美国经济复苏的影响, 公司水龙头出口增速可达 10-15%。影响 ODM 利润的最重要因素是毛利率而不是收入增速。决定毛利率的主要因素有铜价、人民币汇率及人工成本, 预计明年将呈区间波动趋势, 波动中心与今年持平。在此前提下, 考虑到公司可凭借推出新品来抵消一定程度的客户压价, 所以中性假设公司 2013 年销售价格保持不变; 同时结合公司的成本结构, 并考虑人工费用上涨、青岛成霖折旧减少令制造费用下降约 5% 的情况下, 预计 2013 年公司毛利率将下降约 0.2 个百分点。
- **自有内销品牌 GOBO 尚处于建设期:** 该品牌目前收入规模约数千万元, 毛利率高于 ODM 业务。虽然公司在产品设计、渠道建设、品牌营销方面均有投入, 但是一方面由于外资知名品牌在金融危机后加大开发中国市场, 令竞争激烈程度超过公司预期; 另一方面公司不熟悉国内销售渠道模式, 因此品牌建设进展较慢。公司今后将注重工程渠道开拓, 希望提高渠道建设及营销的效率, 但目前尚未观察到收入的明显改善。

蔡益润 联系人

(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

- **期待青岛子公司缩窄亏损幅度：**青岛成霖主要为台湾成霖集团的自有品牌 Danze 和 Gerber 代工生产多样、少量、价高的产品，但是由于产能利用率低、固定成本难以摊薄，以及需从华南采购原材料，因此成本较高，一直处于亏损。公司已经公告，将缩小青岛子公司的业务规模以减少亏损，经过我们测算，预计可减少亏损额约 3000-4000 万元。
- **公司经营稳健，2013 年扭亏的确定性强：**近年来受到金融危机影响，公司收入增长较慢，2011 及 1-3Q12 出现亏损。预计 2012 年全年仍将小幅亏损，被实行退市风险警告。但是受益于美国房地产市场回暖、公司进一步控制费用、青岛子公司亏损额度缩窄，公司 2013 年扭亏的确定性强。公司的毛利率和净利率虽低，但存货周转率及应收账款周转率稳步上升，显示公司的经营较为稳健。
- **公司的投资规律：**（1）股价上涨和原材料价格下降之间存在滞后，若铜价跌至 6000 美元/吨以下，则公司股价持续上涨的确定性强；（2）房地产市场好转对公司股价有一定推动作用，但是其幅度及持续时间往往需要原材料价格变化及公司业绩的确认（具体分析见下文）。

投资建议

- 预计 2012-2015 年公司收入为 14.1、16.0、17.4 和 18.3 亿元，同比增长 4.5%、13.5%、9.0%、5.0%；净利润为 -3975、2460、3425 和 4261 万元，其中 2012 和 2013 年净利润增速因前一年亏损而无意义，2014-2015 年净利润增速为 39%和 24%。EPS 为 -0.088、0.054、0.075 和 0.094 元。
- 成霖股份现价 3.01 元，对应 55.5×2013EPS，尽管明后年因低基数而呈现高速增长，但是考虑到公司在产业链中的地位不高，议价能力较弱，我们认为该估值合理，PB 估值显示公司处于行业中游，PS 估值则居于行业较低水平，综合分析后给予公司“中性”评级。
- 建议投资者关注美国房地产市场和铜价变化，如果铜价出现大幅下跌，或者美国房地产市场回升较强带动卫浴五金需求快速增长，推动公司议价能力提升从而实现提价，则公司的毛利率和业绩有望快速增长，出现投资机会。

风险

- 原材料价格上升。
- 青岛子公司业务改善低于预期。

内容目录

卫浴五金行业增速平缓，随房地产及基数效应而波动	5
卫浴五金行业：今明两年增速有望高于行业均值	5
预计我国卫浴五金行业出口增速与全球市场增速同步	6
行业波特五力模型分析	7
成霖股份：国内产业链垂直整合最完善的卫浴五金生产商	8
今明两年公司收入增速受益美国地产复苏，有望达到 10-15%	10
ODM 业务的利润主要由毛利率决定	10
自有内销品牌 GOBO 尚处于建设期	12
期待青岛子公司缩窄亏损幅度	12
公司 2013 年扭亏的确定性强	13
财务分析：公司的盈利能力偏弱，运营稳健	13
成霖股份投资规律研究	15
盈利预测及投资建议	18
风险提示	19
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：2005 年全球卫浴五金市场容量结构	5
图表 2：西欧水龙头消费需求变化	6
图表 3：2005 年全球卫浴五金市场分布（按消费额）	6
图表 4：我国水龙头出口总金额及增速	7
图表 5：我国水龙头出口美国的金额及增速	7
图表 6：波特五力分析	8
图表 7：成霖股份是我国最大的水龙头生产商之一	9
图表 8：公司净利率水平较低	9
图表 9：成霖股份收入分地区分布——以北美为主	9
图表 10：成霖股份营业收入结构——水龙头为主	9
图表 11：成霖股份的毛利率因议价能力弱而波动剧烈	9
图表 12：成霖股份分地区毛利率——出口北美较高	9
图表 13：成霖股份季度收入增速与美国现房销售季度同比比较	10
图表 14：成霖股份季度收入增速与美国新房开工季度同比比较	10
图表 15：美国房地产协会预测 2013 年和 2014 年美国房地产市场增长良好	10
图表 16：成霖股份母公司净利润受毛利率影响更大	11
图表 17：公司成本结构——以铜、锌、镍为主	11
图表 18：青岛子公司目前仍处于亏损	12

图表 19: 青岛子公司亏损额度缩窄测算.....	13
图表 20: 2011 年成霖股份营业收入占比	14
图表 21: 2011 年海鸥卫浴营业收入占比	14
图表 22: 收入增速比较——海鸥卫浴波动更剧烈	14
图表 23: 水龙头毛利率比较——成霖较低, 波动更剧烈.....	14
图表 24: 成霖的“销售费用率+管理费用率”更高	15
图表 25: 财务费用率比较——海鸥卫浴更高.....	15
图表 26: 净利率比较——海鸥卫浴更高且更稳定	15
图表 27: ROE 比较——趋势和净利率吻合	15
图表 28: 存货周转率	15
图表 29: 应收账款周转率	15
图表 30: 成霖股份与沪深 300 指数比较	16
图表 31: 股价滞后于原材料价格下跌, 铜价跌破 6000 美元/吨可有机会.....	17
图表 32: 美国房地产市场对股价的影响需要结合原料价格变化及业绩确认..	17
图表 33: 公司分季度业绩表现	18
图表 34: 成霖股份和海鸥卫浴的股价比较	18
图表 35: 可比公司估值一览.....	19
图表 36: 成霖股份主营业务收入分拆	20

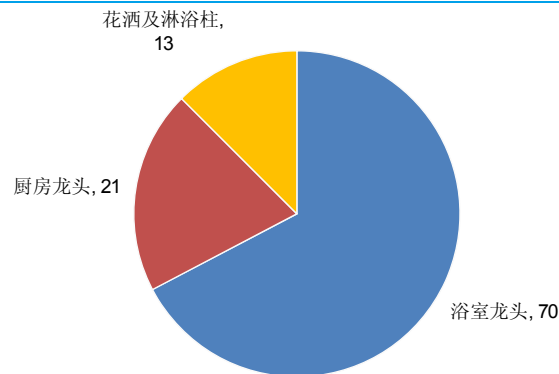
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

卫浴五金行业增速平缓，随房地产及基数效应而波动

卫浴五金行业：今明两年增速有望高于行业均值

- **卫浴五金行业已步入产品生命周期的成熟期：**水龙头最早出现在 16 世纪，花洒等其他卫浴五金出现较晚，经过漫长的历史演变，其设计、材料、工艺不断改进，最终形成了现在常见的形式并走入千家万户。从产品生命周期分析，水龙头等卫浴五金已经进入成熟期。在这个阶段，产品的生产技术已经成熟，市场上同类产品众多，竞争激烈，令行业销售收入增长缓慢、成本升高，利润额从高点衰退。
- **卫浴五金行业以水龙头为主，增长动力更多来自价格：**根据德国高仪（Grohe）的数据，2005 年全球卫浴五金市场容量约为 104 亿欧元，其中浴室龙头市场容量约 70 亿欧元，占比 67%，厨房龙头市场容量约为 21 亿欧元，占比 20%，花洒市场容量约 13 亿欧元，占比 13%。在 1995-2005 的十年间，全球卫浴五金市场的名义市场容量年增速约为 6%，其中销售量增长的贡献约为 1.5-2%，而价格提高的贡献约为 4-4.5%，高于销售量的贡献。

图表1：2005 年全球卫浴五金市场容量结构



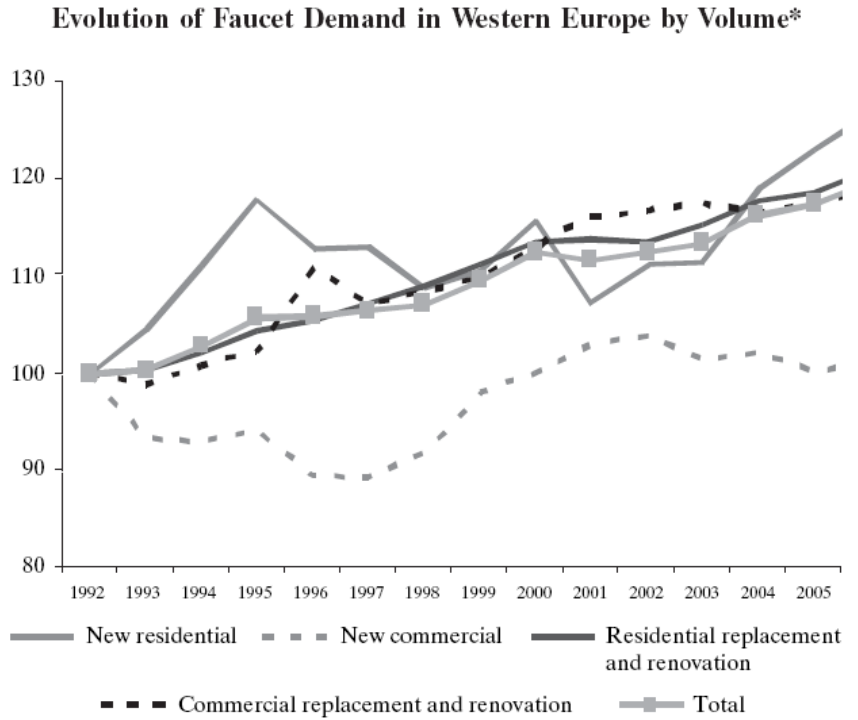
单位：亿欧元

来源：德国高仪，国金证券研究所

- **波动较大的新增需求约占全球卫浴五金需求的 30%：**在全球卫浴五金市场中，若按私人购买和工程渠道划分，约 70% 全球容量来自私人购买，约 30% 来自工程渠道；若按更新需求和新增需求划分，约有 70% 的需求来自更新需求，30% 需求来自新增需求。西欧的水龙头消费变化趋势（图表 2）表明，更新需求的变化较为平稳，主要取决于市场基数以及新品推动；新增需求则受到房地产的影响，波动剧烈。我们相信该规律同样适用于北美及全球市场。
- 据此，我们预计未来全球卫浴五金行业的长期增速较温和，约为 5% 左右，同时因房地产及基数效应而有所波动。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表2: 西欧水龙头消费需求变化



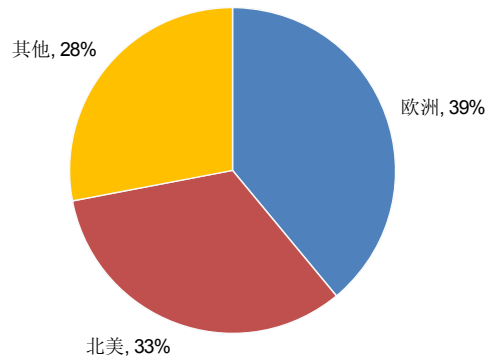
* 统计范围不包括斯堪的纳维亚和瑞士。

来源: 德国高仪, 国金证券研究所

预计我国卫浴五金行业出口增速与全球市场增速同步

- 欧美是全球最重要的卫浴五金市场: 2005 年欧洲卫浴五金市场容量占全球市场的 39%，北美（除墨西哥）占 33%，其他地区占 28%（图表 3）。预计近年来，随着新兴市场的经济发展、城市化进程推进，欧美市场占比将有所下降，但仍为最大的卫浴五金市场。

图表3: 2005 年全球卫浴五金市场分布 (按消费额)

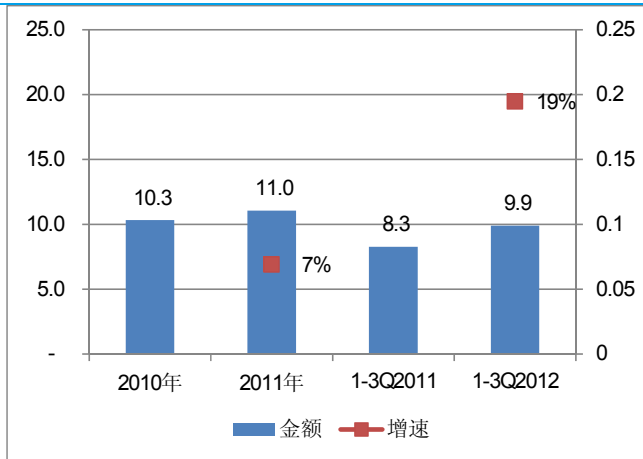


来源: 德国高仪, 国金证券研究所

- 产业转移曾带来我国卫浴五金行业的兴旺: 作为劳动密集型行业，卫浴五金制造业在 20 世纪经历了先从美国和德国转移至葡萄牙、墨西哥和中国台湾，再逐步向中国大陆转移的过程。上世纪 90 年代，中国的卫浴五金行业受益于此，迎来一次快速发展的机会，出现了成霖股份、海鸥卫浴、厦门路达等一批以出口为主的 ODM/OEM 加工企业。

- **预计我国卫浴五金出口量增长与全球市场同步：**目前，随着我国人工等成本上涨，全球卫浴五金产业向中国转移的动力已逐渐削弱，但另一方面，由于水龙头的制造需要较完善的产业链配套和熟练工人，因此短期内尚不会大规模向东南亚等地开始新一轮产业转移，因此预计中国卫浴五金出口量的增速将与世界卫浴五金增长保持一致。
- **2011年我国出口水龙头 11 亿美元，同比增长 7%；2012 年 1-9 月我国出口水龙头 9.9 亿美元，同比增长 19%（图表 4）。美国是我国水龙头出口的主要目的地之一，2011 年我国出口美国 3.09 亿美元，同比增长 12%；2012 年 1-9 月出口美国 2.3 亿元，同比增长 7%（图表 5）。**

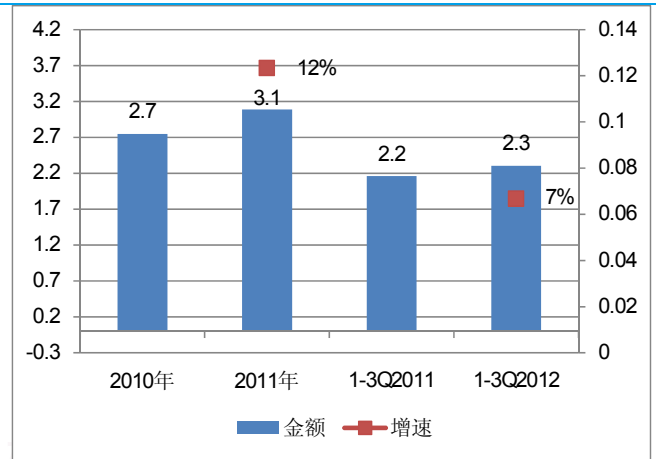
图表4：我国水龙头出口总金额及增速



单位：亿美元

来源：中国海关，国金证券研究所

图表5：我国水龙头出口美国的金额及增速



单位：亿美元

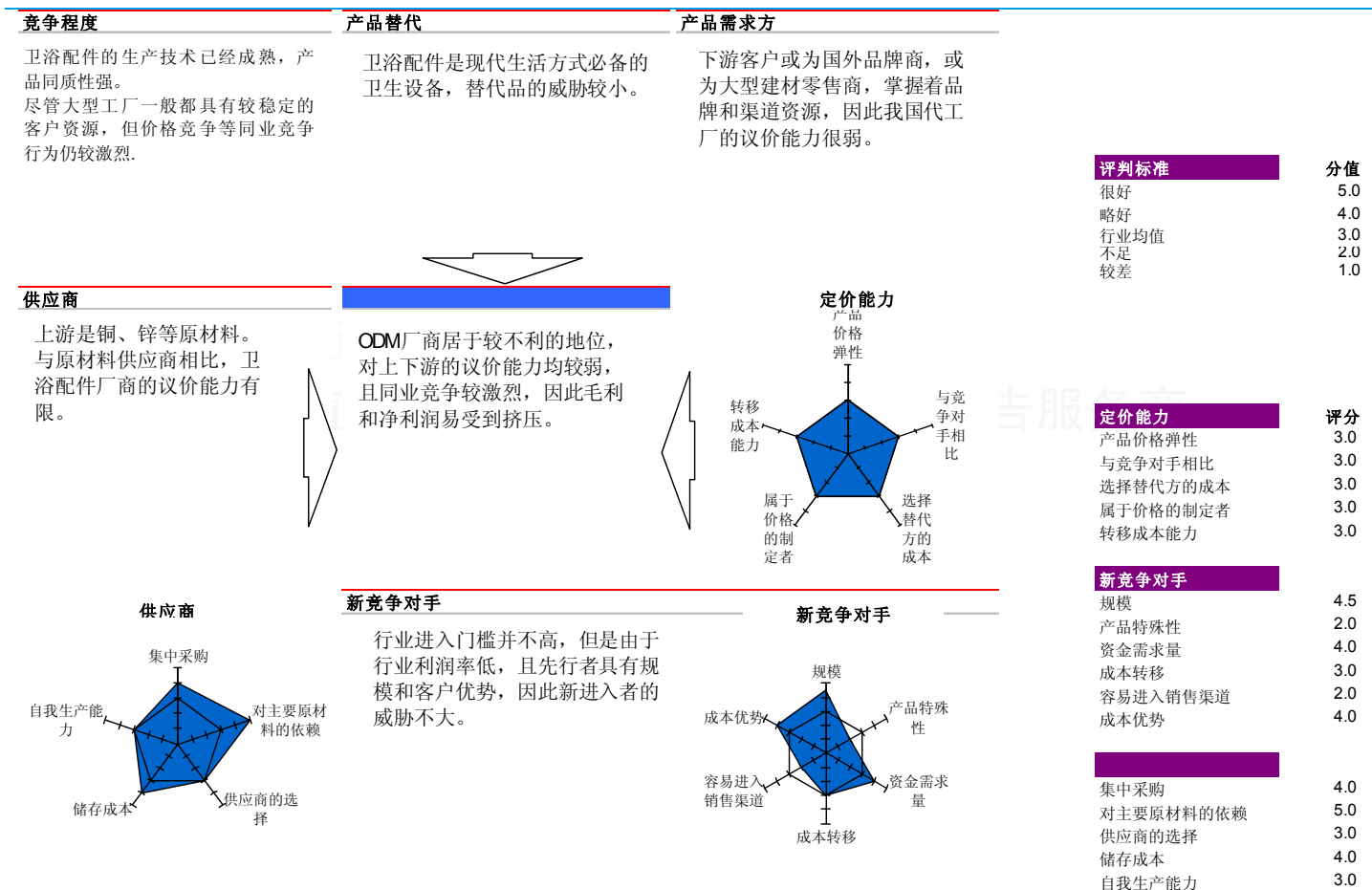
行业波特五力模型分析

- **上游供应商：**卫浴五金 ODM 行业的上游是铜、锌等原材料。与原材料供应商相比，卫浴五金厂商的议价能力有限，抵抗成本上升的能力较弱。
- **下游客户：**我国卫浴五金 ODM/OEM 厂商的下游客户或为国外品牌商，或为大型建材零售商，掌握着品牌和渠道资源，因此代工厂的议价能力很弱。特别，ODM 企业的产品具有排他性，即供应 A 客户的商品不得售予 B 客户，进一步削弱了对下游的议价能力。一般而言，ODM 商只能依靠推出新品争取议价机会。
- **新进入者：**虽然行业进入门槛并不高，但是由于行业利润率低，且先行者具有规模和客户优势，因此新进入者的威胁不大。
- **同业竞争：**卫浴五金的生产技术已经成熟，产品同质性强，竞争手段主要依赖价格。大型代工厂虽然具有长期客户资源，但是客户粘性并不强。另一方面，各家代工厂并不具备整合所需的产品优势或资金资源，因此难以提高行业集中度。综合来看，以价格为主的同业竞争仍将激烈。
- **成霖股份**以生产水龙头成品为主，定位中端市场，除为大股东台湾成霖集团代工外，主要客户是 Home Depot、Ikea、Costco 等家居零售商或仓储式批发卖场，同时为日本东陶（TOTO）等品牌商代工。
- **海鸥卫浴**主要为国外品牌商代工生产水龙头零组件，2011 年销售收入为 14.9 亿元，其中水龙头零组件收入为 10.3 亿元，略高于成霖股份的 9.9 亿元。海鸥卫浴的客户包括定位中高端的美国摩恩（Moen）、得尔达（Delta）、高仪（Grohe）、科勒（Kohler）等，其中摩恩是公司的第一大客户，2011 年贡献收入的 25.5%。
- **厦门路达**由台湾和成集团（HCG）投资，为大型零售商和品牌商代工生产整组龙头，业务和成霖股份较为接近，客户包括 Home Depot、

美国得尔达 (Delta)、美国 Pricepflister 等。2010 年，厦门路达的营业收入为 18.5 亿元，税前利润为 2.18 亿元，税前利润率为 11.8%。

- 可以看到，这几家公司规模接近，但客户少有重合。各厂商须保持价格竞争力以维持现有客源，同时又不具备显著的产品优势或资金优势以完成整合，因此难以改变现有竞争格局。
- 替代品：**卫浴五金是现代生活方式必备的卫生设备，替代品的威胁较小。
- 结论：**在卫浴五金产业价值链中，ODM 厂商居于较不利的地位，对上下游的议价能力均较弱，且同业竞争较激烈，因此毛利和净利润易受到挤压。

图表6：波特五力分析

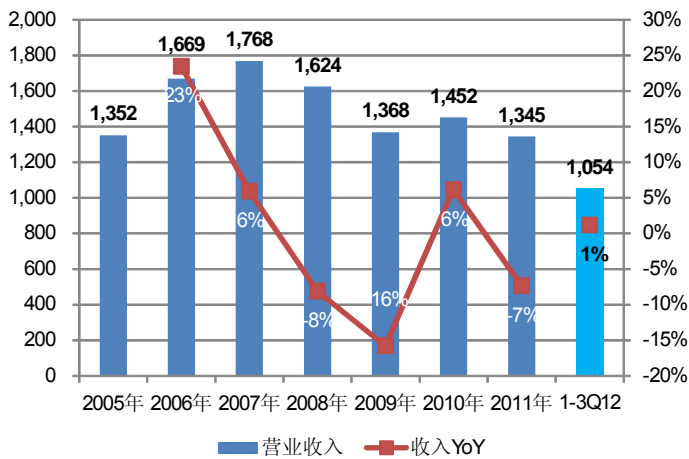


来源：国金证券研究所

成霖股份：国内产业链垂直整合最完善的卫浴五金生产商

- 成霖股份是我国最大、产业链垂直整合完善的卫浴五金生产商之一，业务模式以 ODM 为主，主要客户是欧美五金建材零售商。公司收入中 90% 来自出口，其中 65% 以上出口北美（绝大部分出口至美国）；内销产品以自有品牌 GOBO 为主（图表 9）。分产品看，水龙头占公司收入的比重约为 75%，另有花洒、卫浴挂具、陶瓷洁具等产品（图表 10）。
- 受到金融危机的影响，公司近几年的销售收入增长并不理想，2011 年销售金额为 13.5 亿元，同比下降 7%，2012 年 1-9 月公司销售收入 10.5 亿元，同比增长 1%（图表 7）。由于主要从事 ODM 业务，公司的毛利率偏低，而且受原材料影响大而波动剧烈。同时，公司的净利率波动中枢为 3% 左右，仅在 2009 年受益于原材料价格下跌而达到 5%（图表 8）。

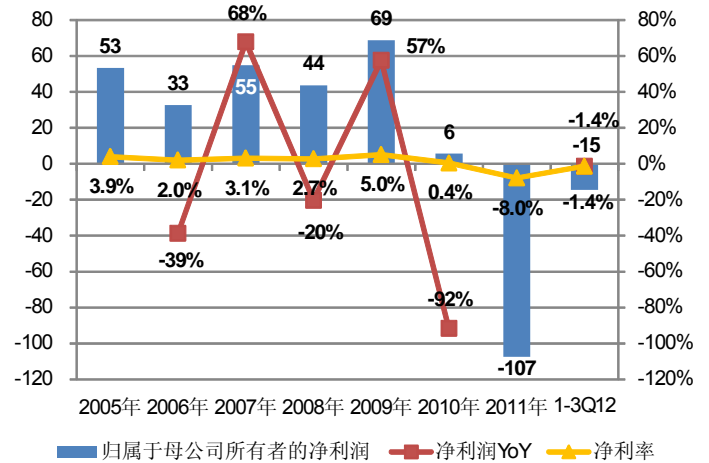
图表7: 成霖股份是我国最大的水龙头生产商之一



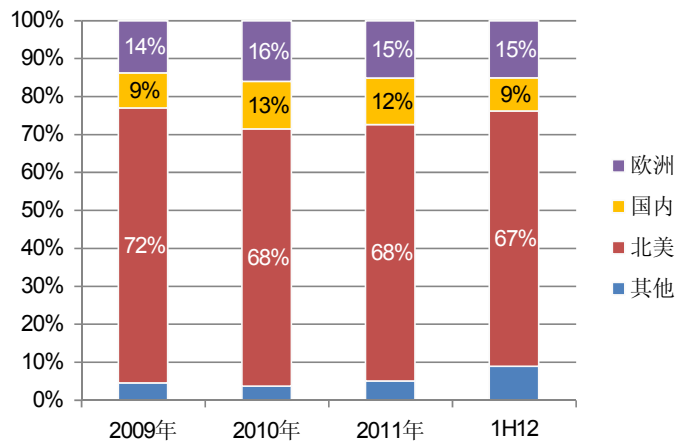
单位: 百万元

来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表8: 公司净利率水平较低

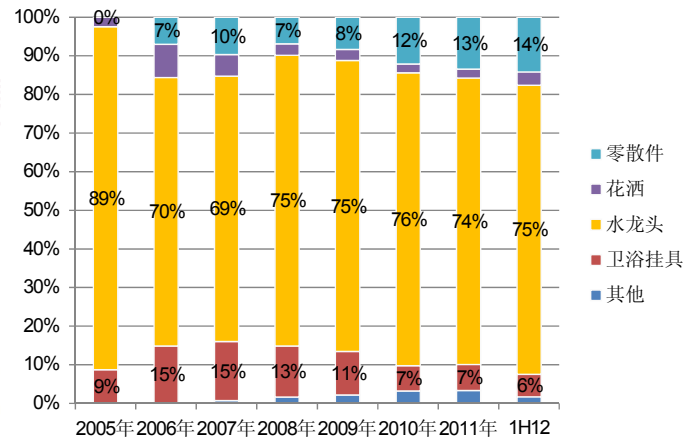


图表9: 成霖股份收入分地区分布——以北美为主

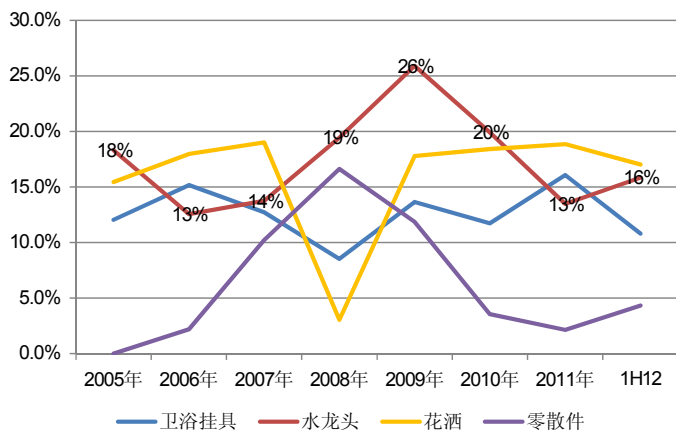


来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表10: 成霖股份营业收入结构——水龙头为主

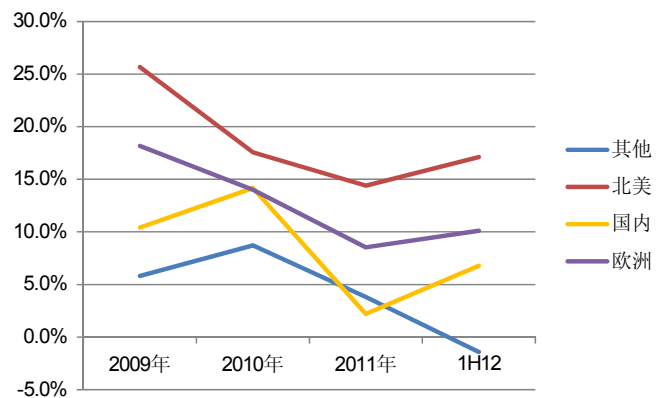


图表11: 成霖股份的毛利率因议价能力弱而波动剧烈



来源: 同花顺, 国金证券研究所

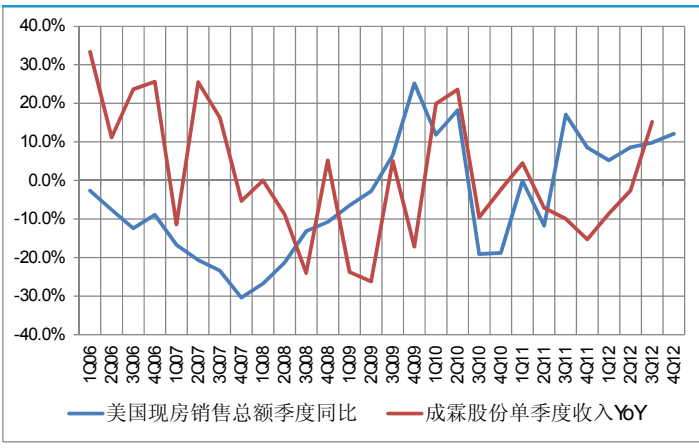
图表12: 成霖股份分地区毛利率——出口北美较高



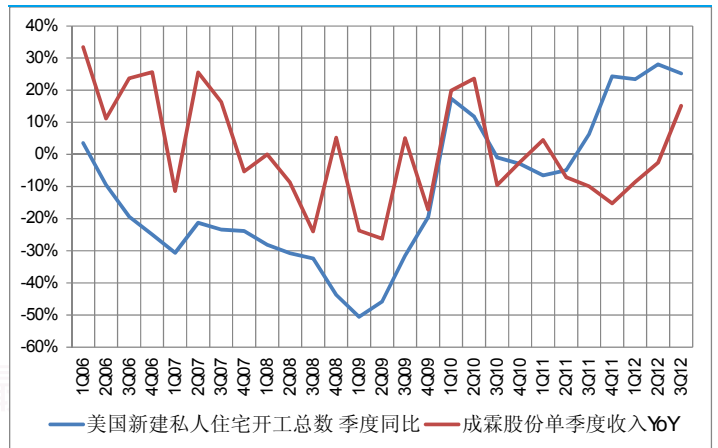
今明两年公司收入增速受益美国地产复苏，有望达到 10-15%

- 历史数据表明，公司单季度收入变动滞后美国现房销售变化约 2-4 季度，而与美国新房开工增速变化较为一致（图表 13 和 14）。2012 年美国出现复苏迹象，现房销售及房屋开工数量逐步回升，带动公司 3Q12 的单季度收入增速从负增长回升至 15%。
- 美国房地产协会预计 2013 年和 2014 年美国住房开工数增速分别为 43% 和 24%（图表 15），因此我们预计 2013 和 2014 年公司收入增速有望高于行业长期增速，达到 10-15%。

图表13: 成霖股份季度收入增速与美国现房销售季度同比比较

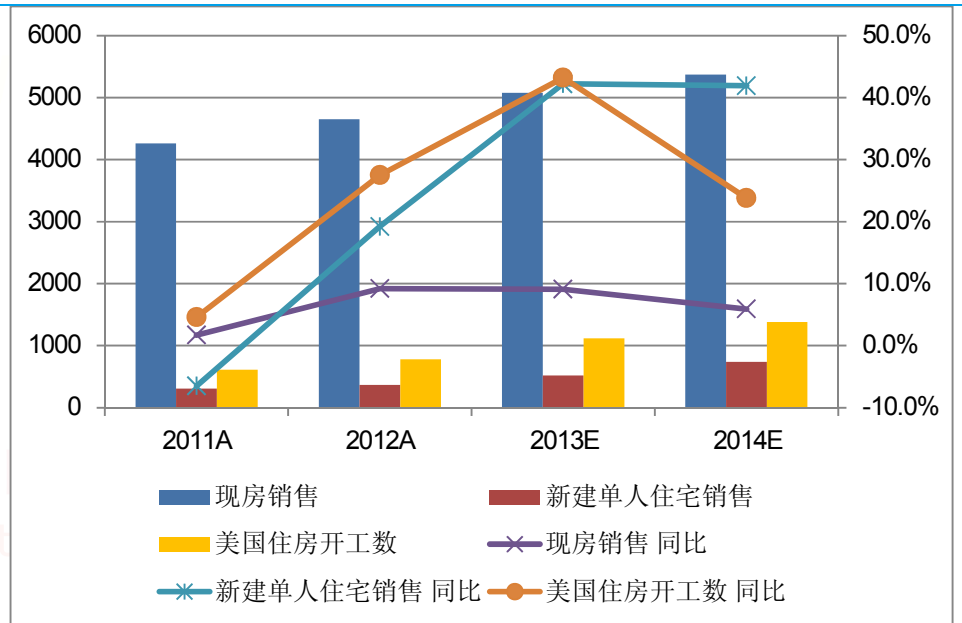


图表14: 成霖股份季度收入增速与美国新房开工季度同比比较



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 美国房地产协会预测 2013 年和 2014 年美国房地产市场增长良好



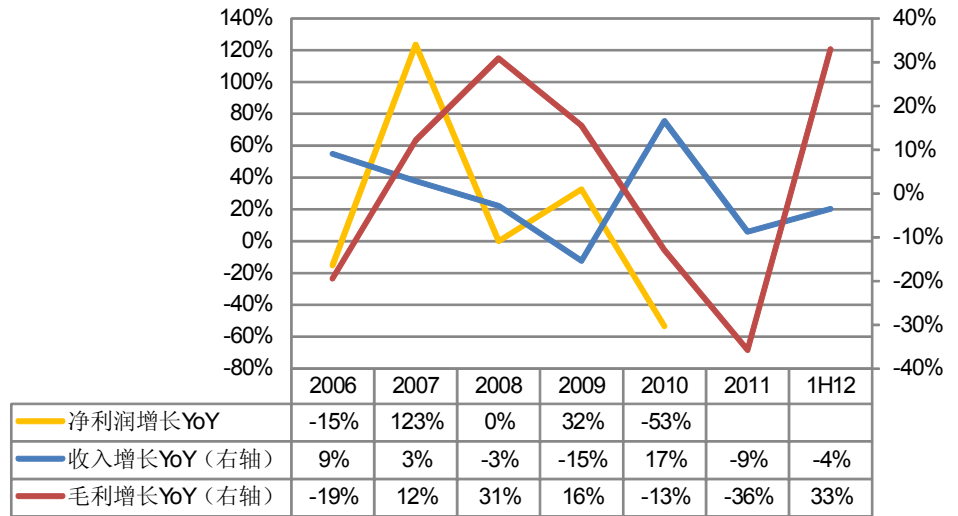
单位: 千套

来源: 美国房地产协会, 国金证券研究所

ODM 业务的利润主要由毛利率决定

- 母公司收入占合并报表的 90%左右，包含 ODM 业务和自有品牌 GOBO 业务。不同于青岛子公司，母公司承接的 ODM 业务较为成熟，产能利用率高，周边配套建设完善，是公司最重要的利润来源。

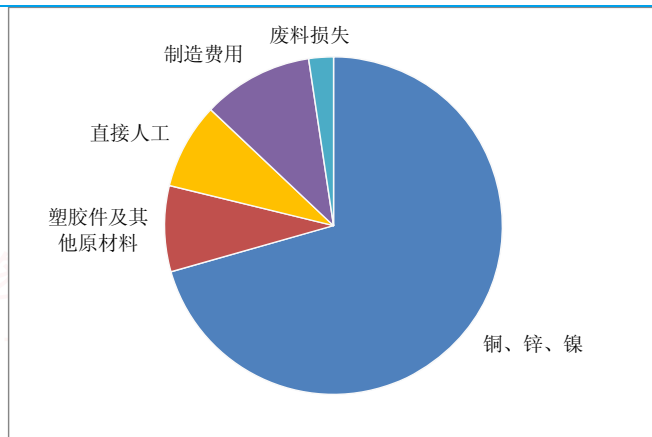
图表16: 成霖股份母公司净利润受毛利率影响更大



来源：同花顺，国金证券研究所

- 历史数据表明（图表 16），母公司的净利润增速和收入增速时常发生背离（如 2009 年、2010 年），而和毛利润的增速更为吻合（除 2008 年因内销投入较高而发生背离）。究其原因，一方面是母公司的毛利率和净利率很低，因此毛利率和费用率的微小变化即可导致净利润的大幅波动，另一方面，公司的议价能力弱，毛利率的波动本就比收入波动更为剧烈，因此对业绩的影响也更大。
- 影响 ODM 业务毛利率的主要因素有原材料价格、人民币汇率和人工成本。通过逐项分析并与国金证券宏观组、有色组交流，我们认为明年原材料价格和人民币汇率可能呈现区间波动，而人工成本可能温和上升，因此预计公司成本将保持稳定。公司有望通过推新品提高价格（在原材料现价基础上与客户重新议价），提高毛利率。

图表17: 公司成本结构——以铜、锌、镍为主



来源：根据公司资料整理，国金证券研究所

- 公司成本以原材料为主，占比达 65%，原材料中又以铜、锌、镍为主（图表 17）。假设销售价格不变及其他成本不变，原材料价格下降

1%，则毛利率将上升约 0.65 个百分点。但客户常常会根据原材料价格要求调整价格，从而削弱了成本下降的利好。

- 根据国金有色研究员观点，2013 年铜价的波动中枢将与 2012 年持平，原因在于（1）金属产能过剩，（2）流动性偏紧。
- 公司大部分收入以美元结算，因此人民币兑美元升值将使公司产生较高汇兑损失。
- 根据国金海外宏观研究员观点，明年人民币汇率大幅升值的概率较低，原因是（1）中国政府并不希望人民币大幅升值，（2）美国政府缺乏强有力的理由压迫人民币升值，（3）避险情绪可能导致美元有升值压力。另一方面，我国贸易顺差仍保持一定规模，对人民币有一定升值压力，因此预计大幅贬值的概率也较低。综上，未来一年中人民币汇率呈区间波动的概率较高。
- 人工成本可能继续提高，预计涨幅将比较温和。
- 结合公司的成本结构，我们假设 2013 年铜、锌价格均价与 2012 年持平，人工成本比 2012 年上升约 8%，青岛成霖折旧减少令制造费用下降约 5% 的前提下，预计 2013 年毛利率将下降约 0.2 个百分点。

自有内销品牌 GOBO 尚处于建设期

- 公司自有品牌 GOBO 供国内销售，目前拥有约 200 家门店，销售规模约数千万元，在国内小有名气，其毛利率高于 ODM 业务。
- 早在 2008 年，公司曾投入数千万元加强 GOBO 品牌的产品设计、销售渠道和营销，包括邀请日本设计师 SAKO 设计终端门店，与知名广告公司奥美广告进行合作等，希望建立品牌影响力。但是恰在 2008 年，受到金融危机影响的外国卫浴品牌商纷纷转向亚洲市场，竞争的激烈程度迅速超过预期，冲击了公司的计划。另一方面，公司对本土销售渠道的运作方式不熟悉，也影响了品牌建设，导致自主品牌收入增长缓慢。
- 目前，公司将 GOBO 的工作重点转向争取工程项目，争取以品质和设计水平打动项目设计师，提高营销和渠道建设的效率。不过截止目前，我们尚未观察到品牌收入明显改善的迹象。
- 考虑到成本快速上涨带来的盈利压力，预计公司将控制费用支出，力争降低费用率。但是，公司不会轻易放弃 GOBO 品牌，仍将持续投入品牌建设，因此不会令母公司费用率大幅减少。

期待青岛子公司缩窄亏损幅度

- 公司在青岛有两家子公司，分别持有 60% 股权，其中青岛成霖科技工业有限公司主要为台湾成霖集团的自有品牌 Danze 和 Gerber 代工生产“多样少量高价”的产品。青岛霖弘精密工业有限公司主要为青岛成霖提供模具。两家公司均处于亏损状态（图表 18）。

图表18：青岛子公司目前仍处于亏损

单位：万元		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	1H12
青岛成霖科技工业有限公司	收入	0	6176	16961	19295	21067	9224
	净利润	-322	-3085	-2891	-6216	-5119	-2881
青岛霖弘精密工业有限公司	收入	0	8	285	329	473	165
	净利润	-62	-595	-511	-496	-582	-390

来源：根据公司公告整理，国金证券研究所

- 亏损的原因一是受到经济危机影响而产能利用率不足，厂房、模具、人工的成本无法摊薄；二是青岛周边的基础设施建设不够完善，产业链配套不完整，公司需要从华南采购配件运输，增加大量成本。我们根据合并报表和母公司报表差异粗略测算，青岛子公司的毛利率可能仅为5%左右。
- 公司已发布公告，将在原有基础上缩小青岛子公司的生产规模，仅保留以81铜为原材料生产零件的沙铸工艺制程，其他相关客户将转移给母公司，并对生产设备和存货计提折旧、辞退部分员工。
- 该措施涉及的计提折旧和员工辞退补偿导致公司4Q12亏损额环比放大，但是未来有望减少设备折旧费用、员工薪酬、物流费用、存货减值，从而减少亏损额度。
- 根据母公司和合并公司报表数据，并根据合并报表的费用结构推测子公司费用结构，我们估计青岛子公司每年的管理费用约4000万元，其中员工薪酬、折旧及摊销占比分别为45%和10%左右；销售费用约1000万元，资产减值损失约1000万元左右（估计以存货为主）。假设青岛子公司生产规模缩至原规模的1/3，则管理费用和资产减值损失有望同比例减少，预计可减少亏损额约3000-4000万元（具体测算见图表19）。

图表19：青岛子公司亏损额度缩窄测算

单位：百万元	缩小规模前	缩小规模后
收入	200	60
毛利	10	6
管理费用	40	15
销售费用	10	3
资产减值	10	3
亏损	-50	-15

来源：根据公司报表估算，国金证券研究所

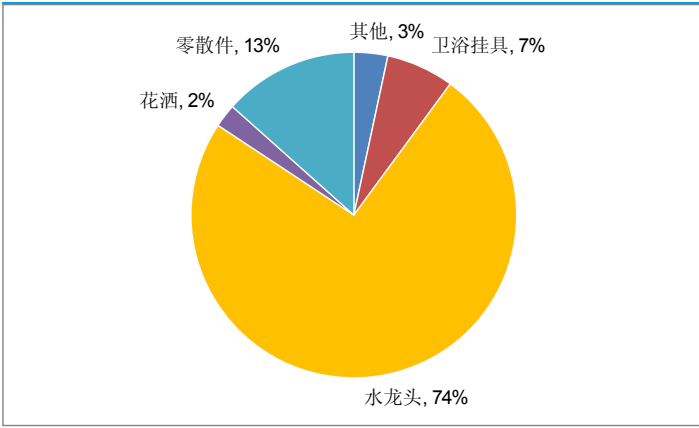
公司2013年扭亏的确定性强

- 公司2011年及1-3Q12出现亏损，亏损幅度已环比大幅收窄，但由于费用投入有一定刚性，预计2012年很可能出现小幅亏损，从而被实行退市风险警示。
- 但是受益于美国房地产回暖、公司加强报价与原材料价格的关联并控制费用投入，缩小青岛子公司亏损额度，我们认为公司2013年扭亏为盈的确定性强。

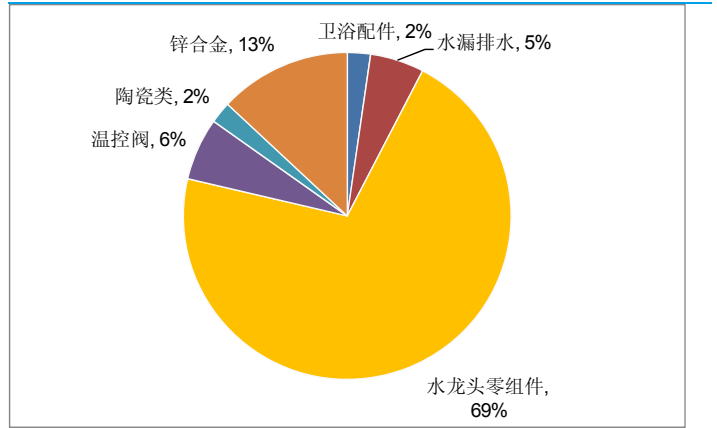
财务分析：公司的盈利能力偏弱，运营稳健

- 我们通过比较成霖股份和海鸥卫浴的财务指标来分析公司的财务状况。
 - 成霖股份与海鸥卫浴的业务结构接近，均从事卫浴五金的ODM业务，出口占比均达85-90%。
 - 两家公司均在国内拥有少量自有品牌业务。

图表20: 2011年成霖股份营业收入占比



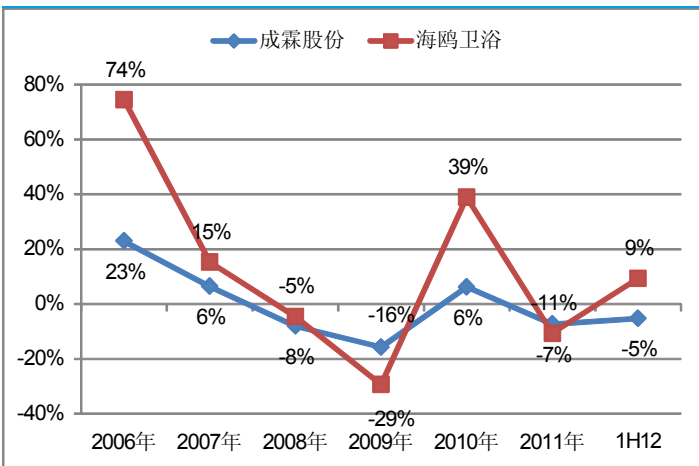
图表21: 2011年海鸥卫浴营业收入占比



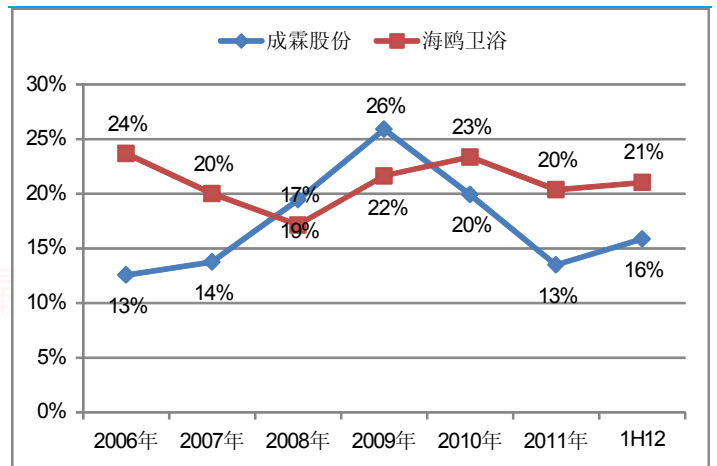
来源: 同花顺, 国金证券研究所

- 不同之处在于, 成霖股份为家居零售商做 ODM 业务为主, 定位中低端。而海鸥卫浴为欧美知名品牌做 OEM 为主, 如科勒、摩恩、高仪、得尔达等, 定位中高端。
- 由于中高端市场受经济影响更强烈, 海鸥卫浴的收入增速表现出更强的弹性 (图表 22)。而成霖股份的毛利率低于海鸥卫浴, 且波动更剧烈, 原因一是由于成品的排他性更强, 导致议价能力更弱; 二是青岛子公司产能利用率较低, 成本难以摊薄, 拉低了合并毛利率 (图表 23)。
- 海鸥卫浴承诺不与客户竞争, 导致其在费用投入上较为保守, 而成霖股份在内销上的投入令销售费用率和管理费用率不断升高 (图表 23)。成霖股份对账期控制较严且专注于主业, 令资金周转较快, 财务费用率较低 (图表 25)。
- 成霖的净利率低于海鸥卫浴且波动剧烈, 是导致成霖 ROE 低于海鸥卫浴的主要因素。从绝对值看, 两家公司的 ROE 水平均偏低 (图表 27)。
- 两家公司的运营能力均有所下降, 但逐渐趋于平稳。由于公司对账期和出货成功率愈加重视, 近几年成霖股份的存货周转率及应收账款周转率均有所改善, 运营稳健 (图表 28 和 29)。

图表22: 收入增速比较——海鸥卫浴波动更剧烈

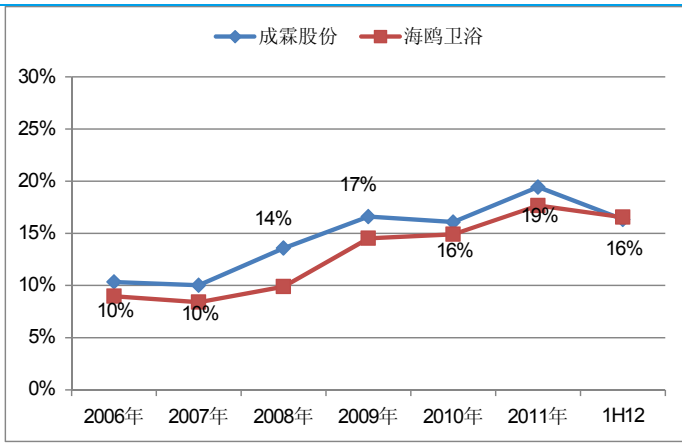


图表23: 水龙头毛利率比较——成霖较低, 波动更剧烈



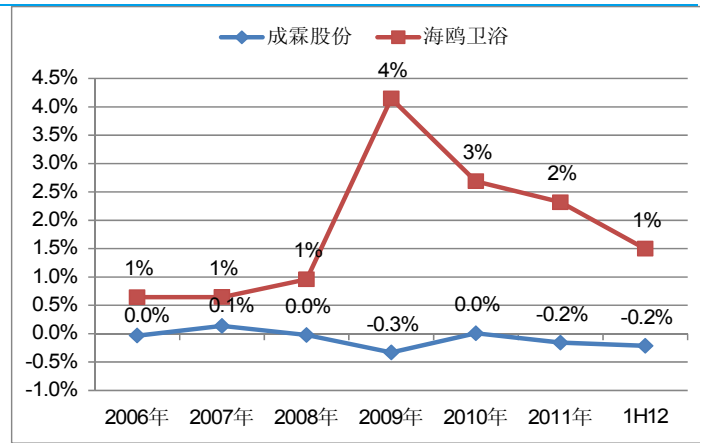
来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表24: 成霖的“销售费用率+管理费用率”更高

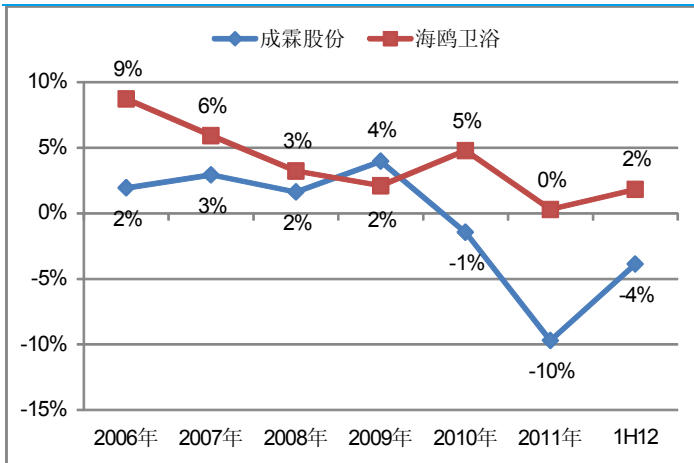


来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表25: 财务费用率比较——海鸥卫浴更高

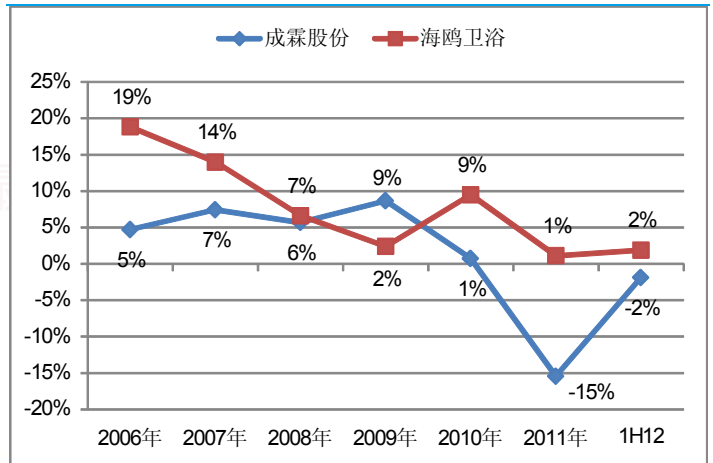


图表26: 净利率比较——海鸥卫浴更高且更稳定

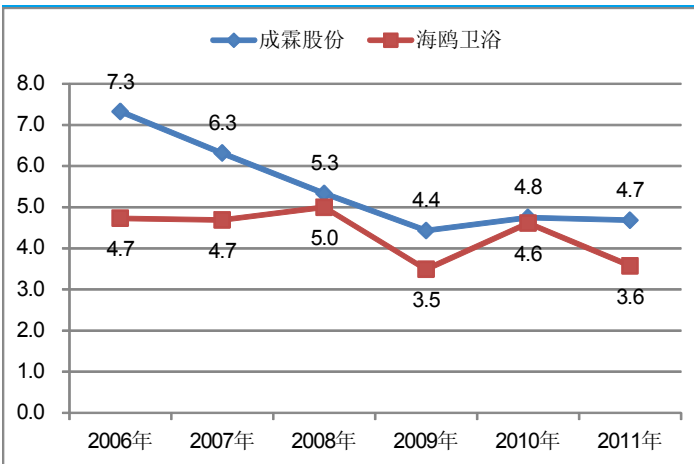


来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表27: ROE 比较——趋势和净利率吻合

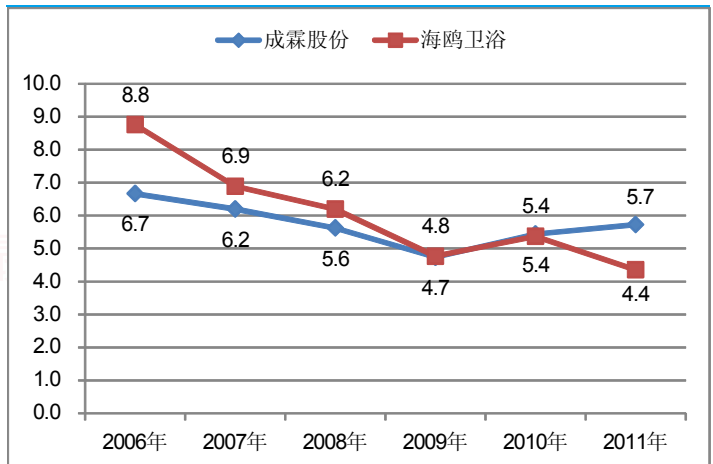


图表28: 存货周转率



来源: 同花顺, 国金证券研究所

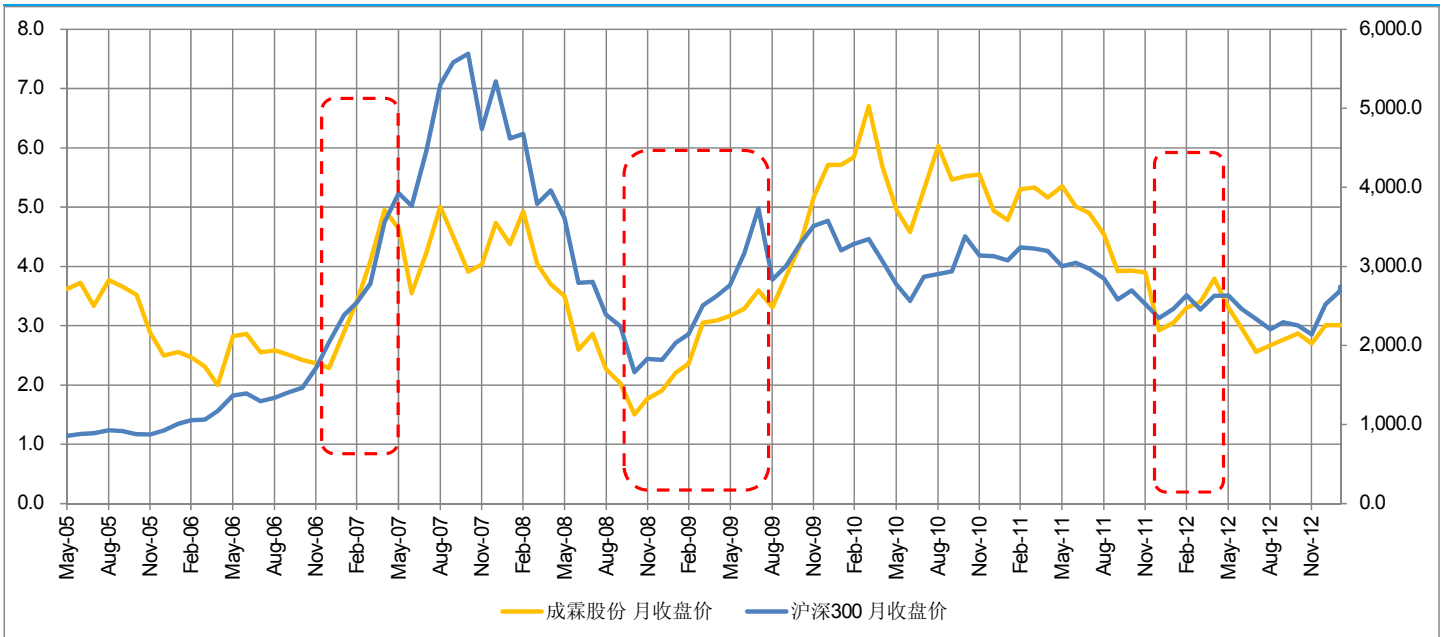
图表29: 应收账款周转率



成霖股份投资规律研究

- 我们研究了公司股价的历史表现以及股价与铜价、美国房地产市场的相关性，认为公司在原材料价格大幅下降时有较大投资价值，而需求增长对股价的影响需视原材料价格上涨或下跌而定。

图表30: 成霖股份与沪深300指数比较

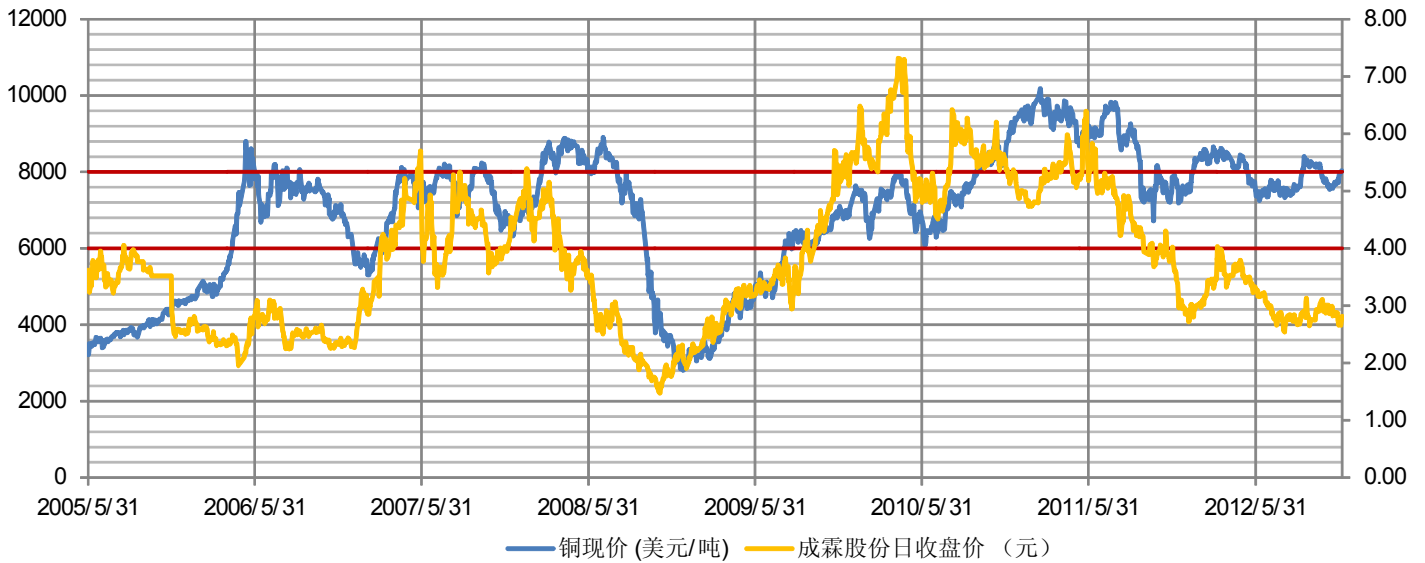


单位: 元

来源: 同花顺, 国金证券研究所

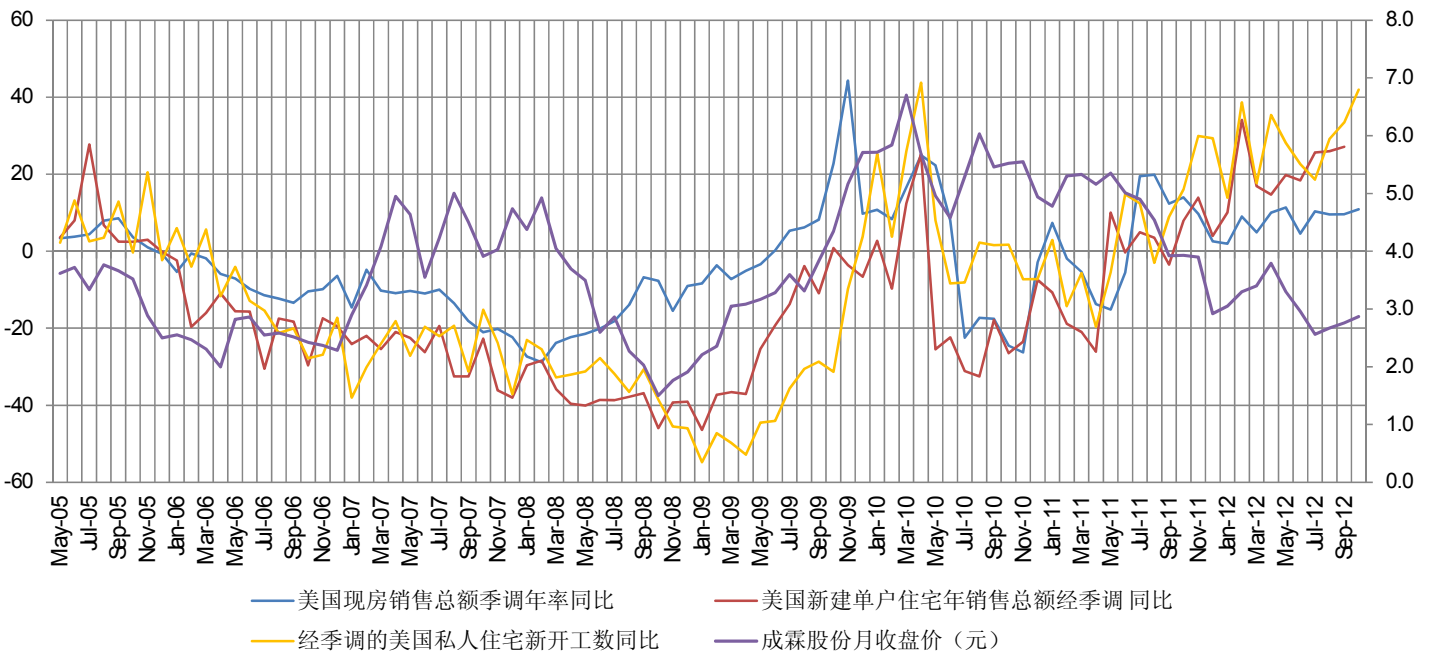
- 原材料价格下降与股价上涨之间存在滞后，原因是当原材料刚开始下降时，企业的前期库存未用完，成本尚未开始下降，同时需计提库存减值准备，只有当原料价格下降持续一段时间后，企业的前期库存消化完毕，公司报表及股价才会开始反映该利好。
- 历史上当铜价大幅跌价至 6000 美元/吨以下时，公司盈利回升和股价上涨是大概率事件，可享受绝对收益（图表 31）。如果小幅下降，则需业绩确认。
- 房地产市场对公司的股价有一定影响，但是其幅度及持续时间往往受到原材料价格影响，并需要公司业绩的确认（图表 32）。
 - 在 4Q06，反应最灵敏的美国现房销售额同比降幅缩窄，叠加铜价从 3Q06 开始大幅下降，尽管尚未体现在利润表中，仍令股价快速上涨。
 - 1Q08-1Q10，美国现房销售额同比降幅见底并逐步转正直至达到高点时，同样原材料价格大幅下降，并在利润表中得以确认，令股价持续大幅上涨。
 - 2011 年下半年至 2012 年上半年，美国现房销售、新房销售及新开工数据均呈上涨趋势，但铜价下跌有限，毛利率水平虽回升但未能扭转亏损，因此 1Q12 的股价虽有上涨，但幅度较小，持续时间较短。
- 分析成霖股份和海鸥卫浴的历史股价，他们的股价基本呈同向波动，在 2009 年原材料价格下降时，成霖股份涨幅更高，而在 2012 年出口回升及新业务推动下，海鸥卫浴有更好表现，符合两家公司的特点（图表 34）。
- 在当前时点，虽然美国经济的复苏带动了需求的回升，但是由于原材料价格并未出现明显的下跌，因此预计对业绩和股价的影响较弱。

图表31: 股价滞后于原材料价格下跌, 铜价跌破 6000 美元/吨可有机会



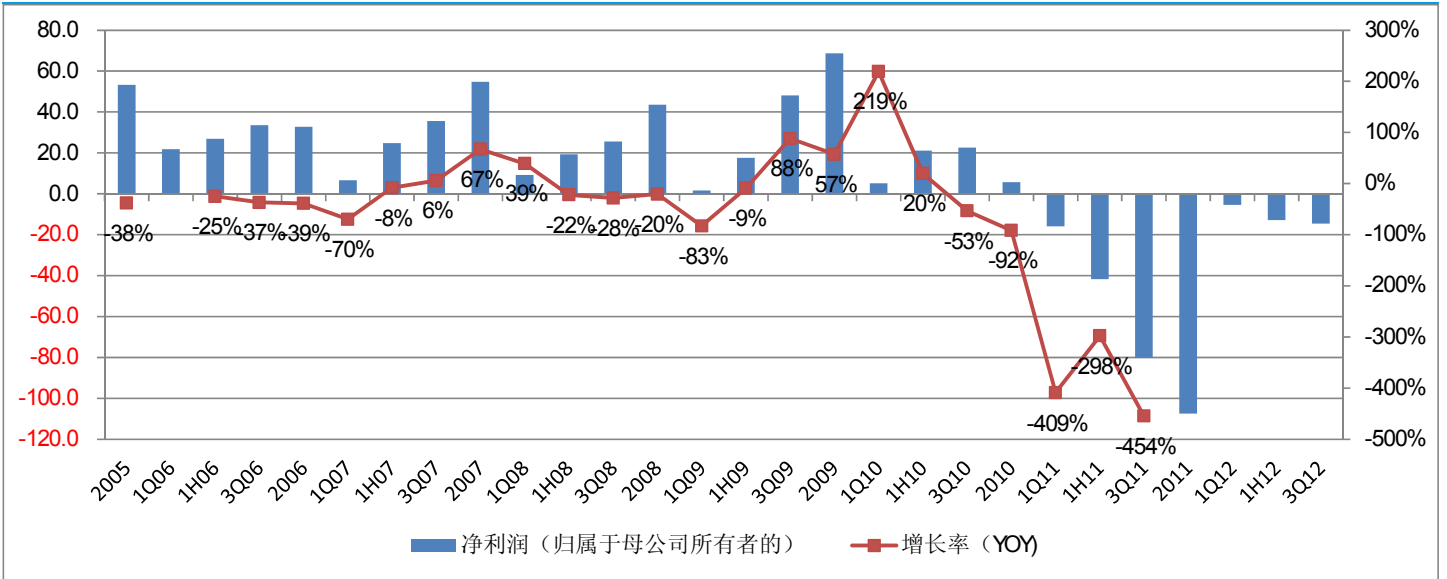
来源: LME, 同花顺, 国金证券研究所

图表32: 美国房地产市场对股价的影响需要结合原料价格变化及业绩确认



来源: Bloomberg, 同花顺, 国金证券研究所

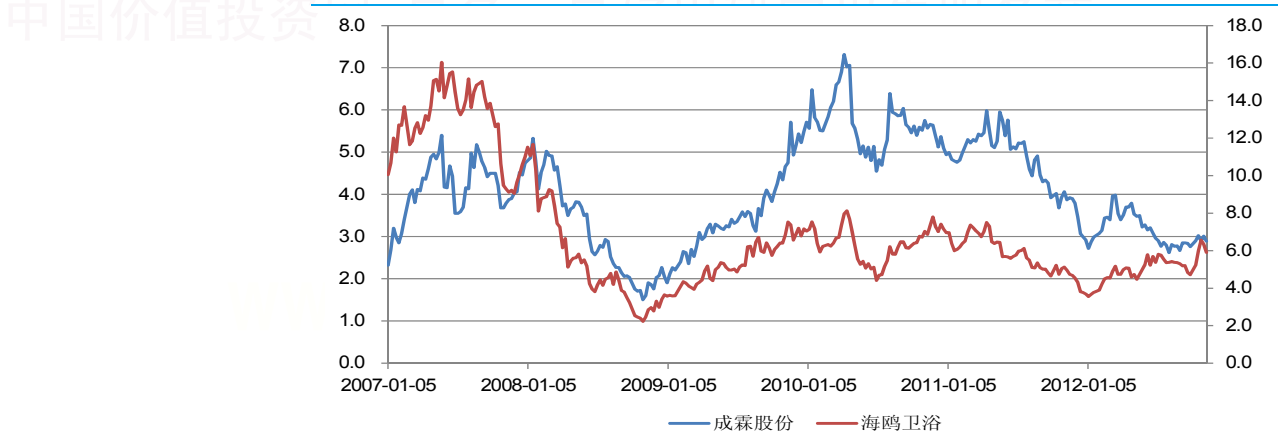
图表33: 公司分季度业绩表现



单位: 百万元

来源: 聚源数据, 国金证券研究所

图表34: 成霖股份和海鸥卫浴的股价比较



单位: 元

来源: 同花顺, 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

■ 关键假设 (收入分拆见图表 36):

- 2012 年美国出现复苏迹象, 现房销售及房屋开工数量逐步回升, 带动公司 3Q12 的单季度收入增速从负增长回升至 15%。美国房地产协会预计 2013 年和 2014 年美国住房开工数能够保持 43% 和 24% 的增长, 因此预计 2013 和 2014 年公司收入增速有望高于行业长期增速, 达到 10-15%。
- 由于我们预计 2013 年原材料价格保持平稳, 公司可凭借推出新品来抵消客户的压价, 所以做中性假设: 公司 2013 年销售价格保持不变。同时结合公司的成本结构, 我们假设 2013 年铜、锌价格均价与 2012 年持平, 人工成本比 2012 年上升约 8%, 青岛成霖折旧减少令

制造费用下降约 5%的前提下，预计 2013 年公司毛利率将下降约 0.2 个百分点。

- 公司将严格控制费用，且青岛成霖收缩规模令销售费用率和管理费用率下降。预计青岛子公司的亏损额将从 6000 万元左右下降至 2000 万元左右。
- 预计 2012-2015 年公司收入为 14.1、16.0、17.4 和 18.3 亿元，同比增长 4.5%、13.5%、9.0%、5.0%；净利润为-3975、2460、3425 和 4261 万元，其中 2012 和 2013 年净利润增速因前一年亏损而无意义，2014-2015 年净利润增速为 39%和 24%。EPS 为-0.088、0.054、0.075 和 0.094 元。
- 成霖股份现价 3.01 元，对应 55.5×2013EPS，尽管明后年因低基数而呈现高速增长，但是考虑到公司在产业链中的地位不高，议价能力较弱，我们认为该估值合理，PB 估值显示公司处于行业中游，PS 估值则居于行业较低水平，综合分析后给予公司“中性”评级。
- 建议投资者关注美国房地产市场和铜价变化，如果铜价出现大幅下跌，或者美国房地产市场回升较强带动卫浴五金需求快速增长，推动公司议价能力提升从而实现提价，则公司的毛利率和业绩有望快速增长，出现投资机会。

图表35：可比公司估值一览

	近30个交易日均价	净利润增速			EPS			PE			每股净资产 PB		每股销售			PS		
		12/11	13/12	14/13	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	2011A	2011A	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
海鸥卫浴	5.73	473%	32%	53%	0.03	0.13	0.175	225	43	33	2.3	2.5	4.0	4.7	5.5	1.4	1.2	1.0
美克股份	5.49	-29%	53%	34%	0.31	0.22	0.34	18	25	16	3.9	1.4	4.0	4.3	5.0	1.4	1.3	1.1
宜华木业	4.83	24%	20%	26%	0.22	0.27	0.33	22	18	15	3.6	1.4	2.3	2.8	3.3	2.1	1.8	1.5
成霖股份	3.01	-	N/A	38%	-0.24	-0.09	0.05	-	-34	63	1.5	2.0	3.0	3.1	3.5	1.0	1.0	0.9

来源：同花顺，国金证券研究所

风险提示

- 原材料价格上升。
- 青岛子公司亏损改善进度低于预期。

图表36: 成霖股份主营业务收入分拆

项 目	2011	1H12	2012E	2013E	2014E	2015E
水龙头						
销售收入(百万元)	993.39	501.85	1,040.00	1,196.00	1,315.60	1,381.38
增长率(YOY)	-9.43%	-4.28%	4.69%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	13.48%	15.85%	16.00%	15.80%	15.80%	15.80%
占总销售额比重	74.19%	74.84%	74.02%	74.85%	75.53%	75.53%
占主营业务利润比重	87.13%	87.88%	88.63%	89.27%	89.48%	89.48%
卫浴挂具						
销售收入(百万元)	90.14	39.24	80.00	89.60	96.77	101.61
增长率(YOY)	-5.02%	-18.92%	-11.25%	12.00%	8.00%	5.00%
毛利率	16.07%	10.80%	11.00%	10.80%	10.80%	10.80%
占总销售额比重	6.73%	5.85%	5.69%	5.61%	5.56%	5.56%
占主营业务利润比重	9.42%	4.68%	4.69%	4.57%	4.50%	4.50%
花洒						
销售收入(百万元)	30.96	23.35	50.00	56.00	60.48	63.50
增长率(YOY)	-7.81%	53.44%	61.49%	12.00%	8.00%	5.00%
毛利率	18.85%	17.03%	17.00%	16.80%	16.80%	16.80%
占总销售额比重	2.31%	3.48%	3.56%	3.50%	3.47%	3.47%
占主营业务利润比重	3.80%	4.39%	4.53%	4.44%	4.37%	4.37%
零散件						
销售收入(百万元)	179.46	94.76	190.00	209.00	219.45	230.42
增长率(YOY)	2.81%	-12.40%	5.87%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	2.13%	4.33%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%
占总销售额比重	13.40%	14.13%	13.52%	13.08%	12.60%	12.60%
占主营业务利润比重	2.49%	4.54%	4.55%	3.95%	3.78%	3.78%
其他						
销售收入(百万元)	45.00	11.33	45.00	47.25	49.61	52.09
增长率(YOY)	-3.61%	-3.84%	-0.01%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-9.68%	-12.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
占总销售额比重	3.36%	1.69%	3.20%	2.96%	2.85%	2.85%
占主营业务利润比重	-2.84%	-1.50%	-2.40%	-2.23%	-2.14%	-2.14%
销售总收入(百万元)	1338.95	670.53	1405.00	1597.85	1741.91	1829.01
销售总成本(百万元)	1185.28	580.04	1217.25	1386.16	1509.62	1585.10
毛利(百万元)	153.67	90.48	187.75	211.69	232.29	243.91
平均毛利率	11.48%	13.49%	13.36%	13.25%	13.34%	13.34%

来源: 根据公司公告整理, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,368	1,452	1,345	1,405	1,598	1,742	货币资金	284	337	241	200	180	180
增长率		6.1%	-7.4%	4.5%	13.7%	9.0%	应收款项	313	279	250	298	347	388
主营业务成本	-1,064	-1,216	-1,189	-1,217	-1,386	-1,510	存货	230	282	226	246	288	314
%销售收入	77.8%	83.8%	88.4%	86.6%	86.8%	86.7%	其他流动资产	36	38	62	21	23	25
毛利	304	235	155	188	212	232	流动资产	864	936	779	765	838	907
%销售收入	22.2%	16.2%	11.6%	13.4%	13.2%	13.3%	%总资产	70.7%	70.9%	66.8%	70.4%	73.8%	76.7%
营业税金及附加	-1	-1	-7	-7	-8	-9	长期投资	7	14	17	18	17	17
%销售收入	0.1%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	309	316	311	266	237	209
营业费用	-99	-101	-115	-98	-89	-94	%总资产	25.3%	23.9%	26.6%	24.5%	20.8%	17.6%
%销售收入	7.2%	7.0%	8.6%	7.0%	5.6%	5.4%	无形资产	38	49	43	36	42	47
管理费用	-128	-132	-146	-124	-104	-105	非流动资产	359	383	386	322	298	275
%销售收入	9.4%	9.1%	10.9%	8.8%	6.5%	6.0%	%总资产	29.3%	29.1%	33.2%	29.6%	26.2%	23.3%
息税前利润 (EBIT)	76	1	-113	-41	10	25	资产总计	1,223	1,319	1,166	1,087	1,136	1,182
%销售收入	5.5%	0.0%	n.a	n.a	0.6%	1.4%	短期借款	45	109	135	106	102	95
财务费用	5	0	2	4	3	3	应付款项	228	257	222	253	286	312
%销售收入	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	54	43	38	35	39	43
资产减值损失	1	-14	-32	-31	0	-4	流动负债	327	409	395	394	428	449
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	长期贷款	0	10	2	2	2	3
投资收益	-1	0	-1	2	2	2	其他长期负债	17	15	14	0	0	0
%税前利润	n.a	-0.8%	n.a	-3.0%	13.0%	7.8%	负债	344	434	411	396	431	453
营业利润	80	-13	-144	-66	15	26	普通股股东权益	793	802	695	655	679	714
营业利润率	5.8%	n.a	n.a	n.a	1.0%	1.5%	少数股东权益	86	83	60	36	26	16
营业外收支	-2	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,223	1,319	1,166	1,087	1,136	1,182
税前利润	78	-14	-143	-66	15	26	比率分析						
利润率	5.7%	n.a	n.a	n.a	1.0%	1.5%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-23	-8	13	2	-1	-2	每股指标						
所得税率	30.2%	n.a	n.a	n.a	5.0%	6.0%	每股收益	0.242	0.013	-0.237	-0.088	0.054	0.075
净利润	54	-21	-131	-64	15	24	每股净资产	2.796	1.768	1.531	1.443	1.498	1.573
少数股东损益	-15	-27	-23	-24	-10	-10	每股经营现金净流	0.168	0.039	-0.086	0.019	0.003	0.059
归属于母公司的净利润	69	6	-107	-40	25	34	每股股利	0.050	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	5.0%	0.4%	n.a	n.a	1.5%	2.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.66%	0.71%	-15.46%	-6.07%	3.62%	4.80%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	5.62%	0.43%	-9.21%	-3.66%	2.17%	2.90%
净利润	54	-21	-131	-64	15	24	投入资本收益率	5.72%	0.10%	-11.55%	-5.01%	1.21%	2.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	31	51	78	71	42	47	主营业务收入增长率	-15.79%	6.14%	-7.35%	4.47%	13.73%	9.02%
非经营收益	10	8	0	15	0	0	EBIT增长率	34.82%	-99.15%	-17676%	-63.48%	-125%	141.40%
营运资金变动	-48	-20	14	-13	-55	-45	净利润增长率	57.48%	-91.66%	N/A	-62.98%	N/A	39.19%
经营活动现金净流	48	18	-39	8	1	27	总资产增长率	-14.05%	7.92%	-11.64%	-6.79%	4.53%	4.07%
资本开支	-45	-58	-31	-5	-17	-20	资产管理能力						
投资	-81	0	-5	-1	0	0	应收账款周转天数	78.0	68.0	64.6	70.0	72.0	74.0
其他	15	-59	102	2	2	2	存货周转天数	90.1	82.5	86.8	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-110	-117	66	-4	-15	-18	应付账款周转天数	75.5	63.3	62.0	65.0	65.0	65.0
股权募资	0	24	0	0	0	0	固定资产周转天数	79.6	76.6	82.9	72.4	57.4	46.8
债权募资	-88	76	25	-43	-4	-7	偿债能力						
其他	-33	-8	-9	-3	-2	-2	净负债/股东权益	-27.24%	-24.58%	-13.80%	-13.32%	-10.77%	-11.34%
筹资活动现金净流	-121	92	16	-46	-6	-9	EBIT利息保障倍数	-16.7	7.2	53.1	10.0	-3.0	-7.7
现金净流量	-183	-8	43	-41	-20	0	资产负债率	28.10%	32.92%	35.28%	36.44%	37.91%	38.29%

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	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	2.00

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

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net