

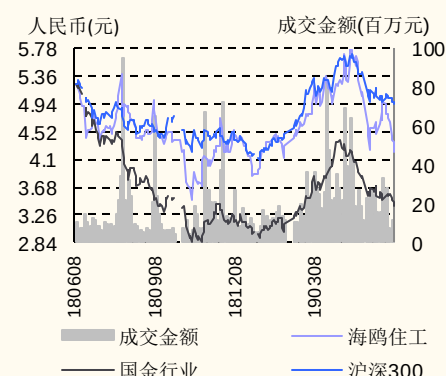
海鸥住工 (002084.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 4.22 元
 目标价格 (人民币): 5.94-5.94 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 490.61
 总市值(百万元) 2,136.98
 年内股价最高最低(元) 5.78/3.49
 沪深 300 指数 3564.68
 中小板综 8259.87



整装卫浴行业风口上的领跑者

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.18	0.08	0.24	0.29	0.35
每股净资产(元)	3.20	3.14	3.73	3.93	4.16
每股经营性现金流(元)	0.34	0.08	0.17	-0.04	-0.06
市盈率(倍)	36	47	18	14	12
净利润增长率(%)	8.22%	-54.38%	186.97%	22.81%	21.14%
净资产收益率(%)	5.67%	2.64%	6.37%	7.43%	8.49%
总股本(百万股)	506.39	506.39	506.39	506.39	506.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **具备整装卫浴规模化生产能力的上市公司。**公司是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，于 2015 年起布局整装卫浴，现已拥有苏州、青岛和珠海三大生产基地。
- **政策推动，整装卫浴行业开启爆发式发展期。**1) 今年 2 月，住建部公布《住宅项目规范（征求意见稿）》，要求城镇新建住宅应全装修交付，并且“卫生间防水不低于 20 年”，我们预计年内将正式发布。此外，《装配式整体卫生间应用技术标准》已在今年 5 月 1 日正式实施。我们测算，新政策将快速催生百亿元级的住宅商品房整装卫浴市场。2) 自 2015 年来逐步推行的长租公寓和人才计划等相关政策，也间接推动了公寓项目选择高性价比的整装卫浴产品。
- **独门利器解决整装卫浴痛点，高中低端产品“配齐”。**公司收购整装卫浴生产经验丰富的苏州有巢氏，并先后与松下、西门子等先后达成技术协议，配合公司深耕卫浴五金行业多年的绝对实力，在生产技术方面已达到世界一流水平。公司研发的表面装贴技术和柔性模具技术确保了针对不同需求的定制化产品生产能力。有巢氏和福润达双轮驱动，实现了短期人才公寓、便捷酒店项目和中长期精装修商品房住宅、豪华住宅项目的全品类覆盖。
- **订单充足，产能逐步释放，业已步入收获期。**公司已经成功进入万科和龙湖等开发商的整体卫浴集采体系，且是唯一一家同时获得万科 SMC 和彩钢板整体卫浴集采资格的供应商。2018 年第四季度，有巢氏和福润达两个整装卫浴业务板块首度实现盈利，2018 年全年营业收入达 6,800 万元，占公司营业收入 3%。随着募投项目的继续推进，预计公司产能还将进一步快速释放。目前公司大客户订单充足，三大生产基地几乎满厂，产能约为 4,500 套/月，若新厂房建成投产，今年年底有望达到 9,000 套/月，明年年底达到 18,000 套/月。

估值和投资建议

- 整装卫浴行业即将迎来爆发式增长，而公司在技术、渠道和客户等方面拥有业内最完整布局。我们预测公司 2019-2021 年完全摊薄后 EPS 为 0.24/0.29/0.35 元（三年 CAGR 为 62.2%），给予公司未来 6-12 个月 5.94 元目标价，相当于 2019 年 25 倍 PE，首次给予“买入”评级。

风险

- 新政策实施效果不达预期风险，房地产行业波动风险，募投项目进展不顺利风险，原材料价格上涨风险，汇率波动风险，新业务拓展不达预期风险，宏观经济波动风险。

揭力

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

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
 yuanyibo@gjzq.com.cn

内容目录

前言	4
估值及投资评级	4
公司更名彰显转型整装卫浴决心，近两年收入低速稳增，预期业绩低点已过	5
技术成熟+新政策推动，整装卫浴市场正在步入高速发展期	6
优势突出，整装卫浴或全面超越传统卫浴	6
技术工艺成熟，应用场景丰富	8
整装卫浴行业群雄逐鹿，传统卫浴巨头强者恒强	10
新政策推动整装卫浴行业迎来爆发式发展期	11
全装修政策进入全面推进阶段，技术标准构建企业护城河	11
长租公寓政策推动，ToB 市场增长在即	13
他山之石：日本整装卫浴巨头开疆拓土——骊住集团	16
国家政策推动装配式住宅发展，整装卫浴向内装一体化迈进	16
骊住集团：从卫浴部品到整装卫浴，直至内装工业一体化	18
海鸥住工：高起点进军整装卫浴，依次布局内装工业一体化	20
深耕卫浴行业多年，技术工艺世界领先	20
整装布局落地，渠道资源强大	22
以整装卫浴为本，放眼内装工业化服务	22
整装卫浴业务步入收获季	23
数字化升级确保公司原有业务稳定发展	25
风险因素	27
全装修新政策实施效果不达预期风险	27
房地产行业波动风险	27
募投项目进展不顺利风险	27
原材料价格上涨风险	27
汇率波动风险	27
新业务拓展不达预期	27
宏观经济波动风险	27

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	4
图表 2：海鸥住工股权结构	5
图表 3：海鸥住工 2 近两年收入低速稳增	6
图表 4：预期 2018 年将是海鸥住工业绩增速低点	6
图表 5：2017 年海鸥住工主营结构	6
图表 6：2018 年内整装卫浴业务已开始贡献收入	6
图表 7：整装卫浴效果图	7
图表 8：整装卫浴效果图	7

图表 9: 整装卫浴与传统卫浴对比.....	7
图表 10: 整装卫浴干湿分离效果.....	8
图表 11: 整体卫浴部品体系	9
图表 12: 卫浴板材对比分析.....	9
图表 13: 高端产品定位及板材选用.....	9
图表 14: 中低端产品定位及板材选用.....	9
图表 15: 整装卫浴龙头企业拓展业务模式对比表.....	10
图表 16: 全国及各省市全装修政策.....	11
图表 17: 全装修政策前, 住宅商品房整装卫浴市场规模测算.....	13
图表 18: 全装修政策后, 住宅商品房整装卫浴市场规模测算.....	13
图表 19: 上市房企长租公寓累计开业间数.....	14
图表 20: 6 个城市长租公寓存量和未来供应 (万套)	14
图表 21: 中央住房租赁政策.....	14
图表 22: 各省市人才公寓政策梳理.....	15
图表 23: 日本住宅工业化水平.....	16
图表 24: 住宅主体工业化与内装工业化.....	17
图表 25: 日本住宅工业化发展历程.....	17
图表 26: 骊住整装卫浴产品体系	18
图表 27: 骊住整装卫浴发展历程.....	18
图表 28: 骊住收入结构变化 (单位: 十亿)	19
图表 29: 骊住净利润变化 (单位: 十亿)	19
图表 30: 骊住整装卫浴业务收入变化 (单位: 十亿)	19
图表 31: 骊住日本整装卫浴市场占有率保持稳定.....	19
图表 32: 2018 年骊住收入结构 (按区域)	20
图表 33: 2018 年骊住收入结构 (按业务)	20
图表 34: 海鸥专利数量逐年增长.....	21
图表 35: 海鸥福润达 4000 吨油压机.....	21
图表 36: 基于表面装贴技术的定制化样式.....	21
图表 37: 基于表面装贴技术的专业性能.....	22
图表 38: 海鸥住工积极布局整装卫浴.....	22
图表 39: 友邦吊顶高端美式卫生间效果图.....	23
图表 40: 海鸥住工整装厨房展示样板间.....	23
图表 41: 海鸥有巢氏项目案例.....	23
图表 42: 海鸥福润达合作伙伴.....	24
图表 43: 海鸥有巢氏整装卫浴产能开始兑现.....	24
图表 44: 海鸥有巢氏 2018 年下半年首度盈利.....	24
图表 45: 海鸥住工非公开发行股票募集资金使用情况.....	25
图表 46: 海鸥住工盈利预测.....	28

前言

- **我们的前期推荐：**国金轻工团队曾于 2016 年 8 月发布公司深度研究报告《定制整装暖风已起，卫浴王者再行千里》。我们认为，对标整装卫浴在日本新房装修市场和换装市场分别高达 90%和 70%的渗透率，我国的整装卫浴行业其时正处于起步阶段，整体营收规模仅为十多亿元。而近年来国家陆续推出多项政策，积极推进建筑工业化和住宅全装修。尤其是 2016 年 2 月出台的《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，要求发展新型建造方式，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%。同时，要完善部品部件标准，实现建筑部品部件工厂化生产。整装卫浴行业步入全新发展阶段。公司于 2015 年开始进入整装卫浴业务，并通过与松下厨卫设备事业部的合作利用日本技术拓展整装卫浴市场。2016 年，公司定增募资 5.5 亿元，收购苏州有巢氏 90%股权，以及扩充整体卫浴产能。我们认为，在整装卫浴行业中，公司属于生产技术领先，产能正在逐步释放，并且已经有成熟项目落地的领军企业，有望在行业规模快速扩张中持续受益。
- **为什么在现在时点我们再次推荐公司？**1) **政策层面更加明确：**今年 2 月，住建部公布《住宅项目规范（征求意见稿）》，要求城镇新建住宅建筑应全装修交付，并明确要求卫生间防水耐用 20 年。本次政策的出台将进一步深化全装修房屋发展并加速落地，有利于扩容定制整装卫浴产品的市场需求；2) **公司层面各项准备已经就绪：**2017 年，公司定增募集资金到位，2018 年内相关募投产能已开始建设，至 2019 年底将具备 11 万套整装卫浴的年产能。同时，借助在北京、上海和济南等城市建立的营销中心，在产能与渠道共举之下，公司整装卫浴业务正开始逐步贡献收入，2018 年实现近 7,000 万元营收。另一方面，公司通过收购和合作等方式，持续提升在内装工业化领域的产品输出能力。综合来看，历经近 2 年的准备，公司整装卫浴业务今年开始将进入业务爆发期。

估值及投资评级

- **首次给予“买入”评级。**公司的核心业务是高档卫浴产品的研发、设计、生产与销售，整装卫浴正在成为公司最重要的增长极。由于整装卫浴业务兼具 ToB 和 ToC 属性，我们认为公司估值应该综合参考定制家居公司中工程业务占比较高的上市公司。我们选取了欧派家居、索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜、志邦家居和我乐家居作为估值参考。可比公司 2019-2021 年预测 PE 均值分别为 19/15/13 倍。我们预测公司 2019-2021 年完全摊薄后 EPS 分别为 0.24/0.29/0.35 元（三年 CAGR62.2%）。考虑到整装卫浴行业即将迎来爆发式增长以及公司在技术、渠道和客户等方面的业内最完整布局，我们给予公司 2019 年 PE 为 25 倍，对应目标价 5.94 元，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

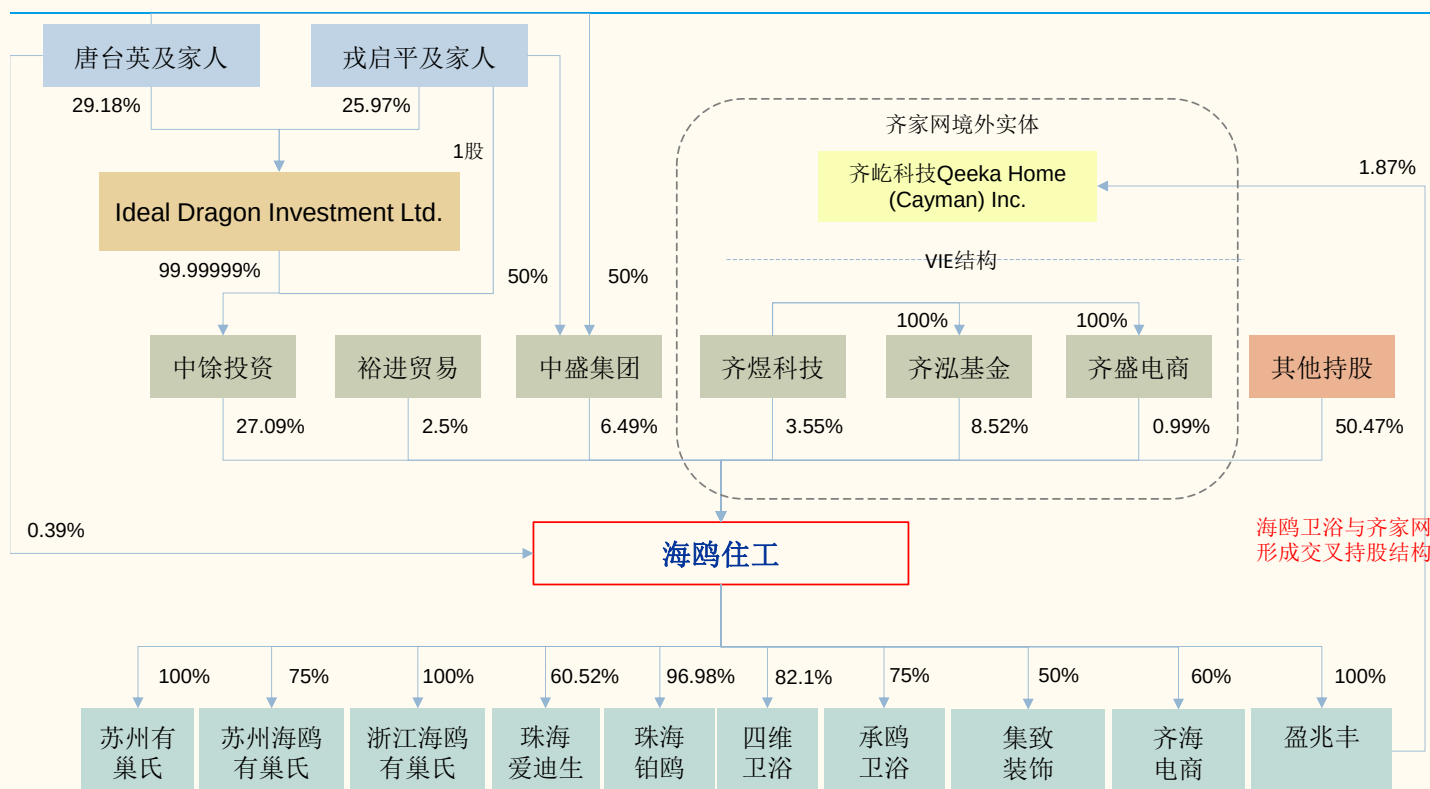
股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS	PEG
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		CAGR	
													(%)	(倍)
603833	欧派家居	114.93	482.93	3.77	4.51	5.39	6.32	31	26	21	18	5.2	19.1	1.6
002572	索菲亚	18.12	167.32	1.04	1.19	1.36	1.57	17	15	13	12	2.9	14.8	1.2
300616	尚品宅配	75.68	150.36	2.46	2.97	3.63	4.35	32	25	21	17	4.1	21.9	1.4
603180	金牌厨柜	52.36	35.34	3.14	3.73	4.41	5.24	17	14	12	10	2.9	18.9	0.9
603801	志邦家居	17.68	39.49	1.71	1.45	1.74	2.06	14	12	10	9	1.8	19.1	0.8
603326	我乐家居	11.04	24.95	0.45	0.58	0.73	0.87	25	19	15	13	2.5	24.7	1.0
平均								23	19	15	13	3.2	19.8	1.1
中值								21	17	14	12	2.9	19.1	1.1
002084	海鸥住工	4.22	21.37	0.08	0.24	0.29	0.35	47	18	14	12	1.1	62.2	0.8

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 市盈率以 2019 年 6 月 6 日收盘价计算

公司更名彰显转型整装卫浴决心, 近两年收入低速稳增, 预期业绩低点已过

- 海鸥住工创立于 1998 年, 总部位于广州番禺。公司生产高档水龙头零部件、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。历经 20 年的发展, 公司目前主营业务已由卫浴逐步升级延伸至卫浴、淋浴房和木作并于 2015 年开始全面进军定制整装卫浴空间领域。2017 年, 为使公司名称与主营业务更加匹配, 公司于 12 月由海鸥卫浴更名为海鸥住工, 彰显全力推进定制整体卫浴业务发展的决心。

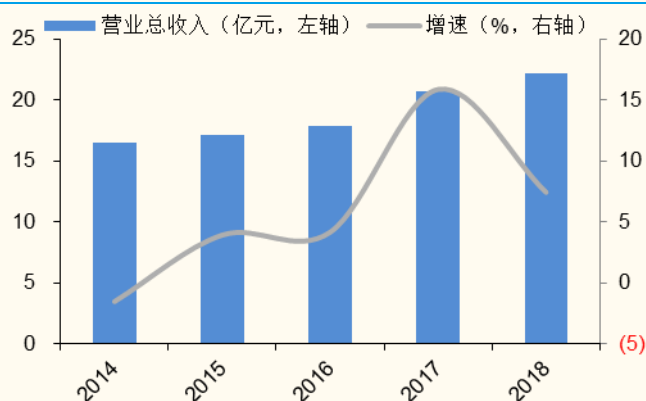
图表 2: 海鸥住工股权结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

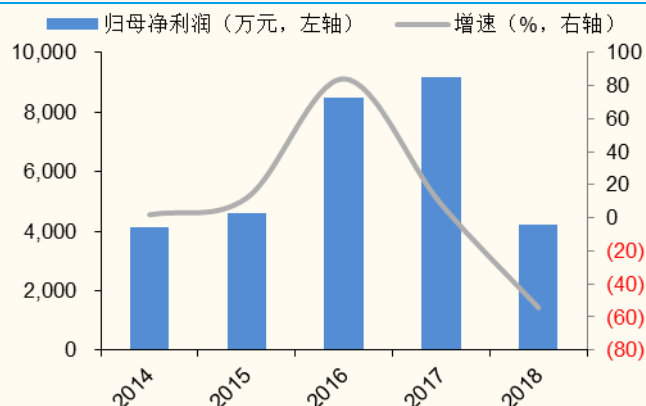
- 受制于产能不足, 以及地产大周期向下的影响, 公司近两年收入端基本处在中低速稳态增长趋势。2018 年, 公司实现营收 22.25 亿元, 同比增长 7.44%。同时, 由于因应人民币贬值而持有较多应收账款, 年末计提应收账款减值准备高过往年平均水平, 以及投入较多费用加快推进整装卫浴业务等原因, 公司 2018 年实现归母净利润 4,194.84 万元, 同比下滑 54.38%。目前, 公司定制整装卫浴业务已拥有苏州、青岛和珠海三大生产基地, 主要从事高端 SMC、彩钢板整体卫浴和瓷砖复合整体卫浴产品的生产, 至 2019 年底将具备 11 万套/年的产能。同时, 公司在北京、上海和济南等城市建立营销中心, 旗下海鸥福润达已经获得万科和龙湖的整体卫浴集采资格并且已经完成批量出货; 苏州海鸥有巢氏继参与雅世合金公寓、泽信公馆和利锦府百年宅项目后, 完成鲁能集团领秀城 P2 公园世家项目的交付, 公司整装卫浴开始步入兑现期。另一方面, 公司在 2018 年先后与科筑集成签订战略合作协议, 与友邦吊顶设立合营公司, 并在今年 1 月收购广东雅科波罗橱柜有限公司 55% 股权。公司在借助外延扩张与合作发展两种模式之下, 持续提升在内转工业化领域的产品输出能力, 并提高了相关产品附加价值有利于后续业务放量后的盈利提升。综合来看, 我们认为, 2018 年是公司近几年的业绩低点, 伴随产能投放接单能力将明显提高, 后续收入与业绩共同实现高速增长预期明确。

图表 3：海鸥住工 2 近两年收入低速稳增



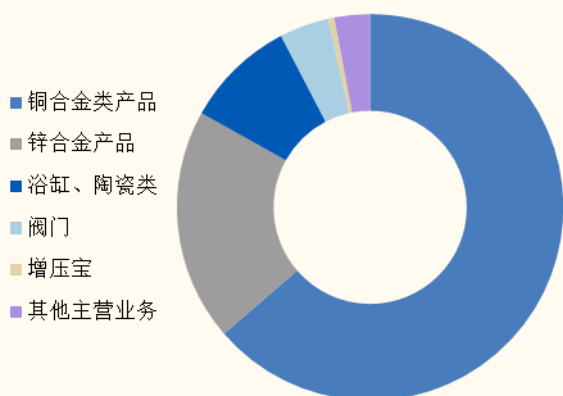
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：预期 2018 年将是海鸥住工业绩增速低点



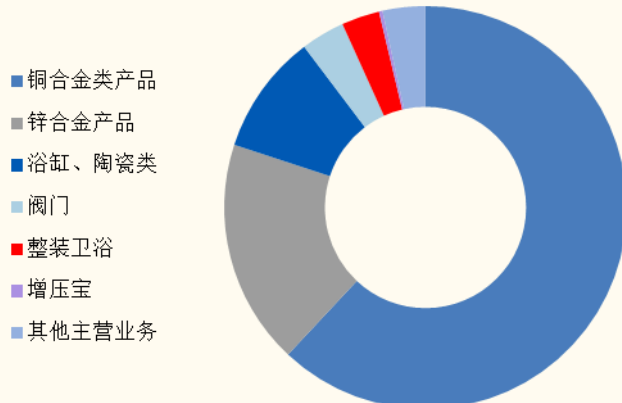
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2017 年海鸥住工主营结构



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：2018 年内整装卫浴业务已开始贡献收入



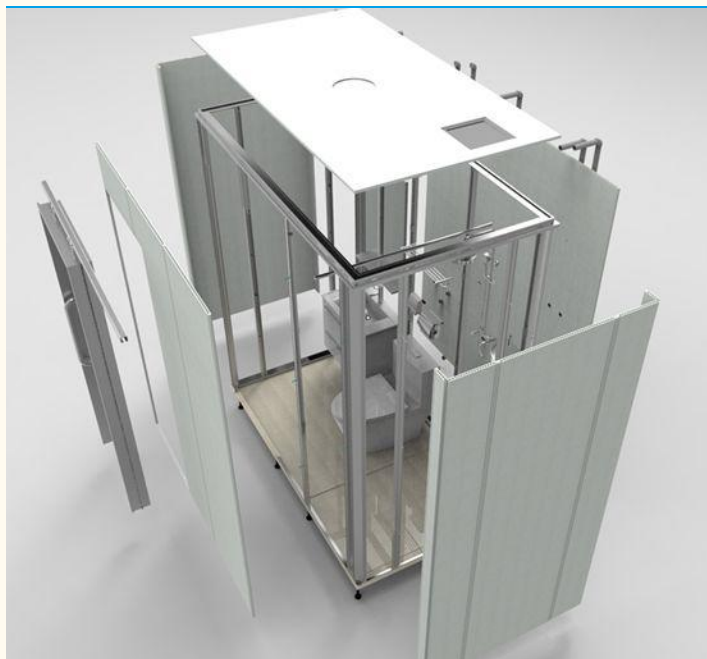
来源：wind，国金证券研究所

技术成熟+新政策推动，整装卫浴市场正在步入高速发展期

优势突出，整装卫浴或全面超越传统卫浴

- **什么是整装卫浴？** 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或浴缸和防水底盘组合、地面、墙板和吊顶构成的整体框架，在有限空间内实现洗漱、沐浴、梳妆、如厕等多种功能，具有质量可靠，防水抗渗、安装便捷和整体风格统一等特点。传统卫浴施工周期长达两周，涵盖泥瓦工和水电工等多个工种。相比较而言，整装卫浴仅需 1 至 2 名工人，最快 4 小时完成安装，大大提高效率，降低建造成本，杜绝瓷砖脱落开裂等常见问题。不仅如此，整体卫生间价格不高于传统施工，可以有效减少维修和维护等费用。

图表 7：整装卫浴效果图



来源：英豪卫浴，国金证券研究所

图表 8：整装卫浴效果图



来源：英豪卫浴，国金证券研究所

- **整装卫浴是内装工业化的重要内容，对比传统卫浴优势明显。**一个新的行业，尤其是消费行业崛起，关键在于解决了某些核心痛点。整装卫浴的兴起也正是因为其符合政策鼓励又迎合了消费需求。在建筑产业化和内装工业化的大背景下，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。对于企业来说，标准化、规模化的整装卫浴相比传统卫浴生产线也有巨大提升。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。

图表 9：整装卫浴与传统卫浴对比

	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，6-8 年后易出现渗漏	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，耐用超过 20 年
保温性能	墙、地面材料均为瓷砖、石材等高导热材质，浴室内热量容易被建筑所吸收，冬季需要辅助热源来升温	材料隔热保温性能高，质感温润能很好地阻止热量散发。浴室与墙体间还设有保温缓冲空气层，避免热量被吸收，无需辅助热源也能在冬季舒适地使用
清洁维护	瓷砖、墙角缝隙等死角易堆积污垢，清洁维护不方便	材料分子结构紧密，表面没有微孔，不藏污纳垢，产品耐污性测试，恢复率可达 90%，室内圆弧边角设计，全方位无死角，易清洁打扫
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
施工难易	湿法施工，施工复杂困难，多工种合	干法施工，标准化组装，安装简便快

	传统卫浴	整装卫浴
建造成本	作交叉施工，施工周期 15-20 天 一次采购成本*较易控制，人工成本逐年上涨	捷，现场安装 1 天内完成 一次采购成本#不高于传统卫浴，安装费用节省明显
采购方式	建造方式工种行业及隐蔽工程多	从生产、采购到安装、维护，由一个供应商提供产品和服务，减少中间环节，降低总成本

来源：《整体卫浴的发展前景》，国金证券研究所整理，*传统卫浴一次采购成本大致为 5,700 元（包括地面找平+防水 2,000 元、地砖铺设 700 元、墙砖铺设 3,000 元），整装卫浴一次采购成本参考海鸥住工报价，大约为 5,000-6,000 元

图表 10：整装卫浴干湿分离效果



来源：一天宅品全装修解决方案，国金证券研究所

技术工艺成熟，应用场景丰富

- 整装卫浴区别与传统卫浴的技术痛点主要在于吊顶、墙板、底盘等组件的用料质量和技术水平。整体卫生间的部品组件与传统卫生间并无本质区别，都包含陶瓷洁具（如马桶、浴缸等）、五金洁具（水龙头、花洒等）和照排气设施等。因此整装卫浴的难点主要集中在卫浴板材（防水底盘、吊顶、壁板等）的核心工艺技术。目前国内外最先进的卫浴板材可分为 SMC 材料、VCM 彩钢板、蜂窝复合材料和 GRC 材料等。
 - (1) SMC 复合材料，不饱和聚酯玻璃纤维增强片状膜塑料，具备钢铁硬度的同时兼具柔性、轻质。SMC 材料可塑性、耐污性强，质感温润、防滑保温，绝缘性高，抗老年限久，极大程度提升了整体卫浴的使用寿命，且环境友好，无毒、无异味，是生态健康的环保绿色材料。
 - (2) VCM 俗称彩钢板，是带有机涂层的覆膜板，由石膏板、镀锌彩钢板和 PET 彩色覆膜叠合而成，常用于整体卫浴的壁板和顶板。色彩稳定且色彩效果较好，解决了墙板颜色单一的问题。硬度高，具备大理石质感，解决墙板空洞、无质感的问题。表面光滑平整，抗氧指数高，具有抗菌、防霉、耐腐蚀性和易清洁的优势，且保温隔热性能高。
 - (3) 蜂窝复合板是根据蜂窝结构仿生学原理开发的高强度新型环保建筑复合材料。其强度大、重量轻、平整度高、不易传导声和热。用于整体卫浴时，其饰面可复合瓷砖、石材等材料，突破了整体卫浴的材料限制，带来了生产工艺变革、实现了个性化定制、解决了终端个人家装市场对整体卫生间的需求、促进了装配式建筑部品行业的健康发展。

- (4) GRC 材料, 玻璃纤维增强水泥, 不受模具规格的影响, 能最大限度的根据住户需求量身定制所需装修风格。其优点有: 灵活性高, 不受模具影响, 使用寿命同建筑结构主体使用年限接近, 节能环保。

图表 11: 整体卫浴部品体系

名称	所需设备
主体构件	防水盘、壁板、门窗、顶板
配件	水嘴、水箱、花洒、窗套、化妆镜、镜柜、洗面台下柜、置物架、毛巾架、纸巾架、开关、插座、扶手
连接件	底部支撑地脚螺栓、固定型材、墙角橡胶压线、中缝压线
洁具	洗面台、座便器、浴缸或淋浴房
设施	通风、给排水管道、供电线路
其他	照明、采暖、排气、热水器

来源:《整体卫浴在装配式保障性住房中的应用研究》、国金证券研究所

图表 12: 卫浴板材对比分析

材料类型	生产与施工	燃烧性能等级	重量与触感
SMC 材料	工业化生产, 产业化安装	B1	重量最轻, 有明显空鼓触感
VCM 彩钢板	工业化生产, 产业化安装	A	重量较轻, 有明显空鼓触感
蜂窝复合材料	工业化生产, 产业化安装	A	重量较重, 几乎无空鼓触感
GRC 材料	工业化生产, 产业化安装	A	重量较重, 无空鼓触感

来源:《整体卫浴在装配式保障性住房中的应用研究》、国金证券研究所

- 整装卫浴板材搭配决定了产品级别和应用场所。目前, 国内整体卫浴底盘主要材料为 SMC 材料, 因为 SMC 安全绝缘、无辐射、无甲醛、无异味、触感温润、强度高、质感及柔性体验佳, 老化年限可超 30 年, 可确保卫浴产品使用寿命。为了适应国内市场多种需求, 整体卫浴底盘其他材料还包括彩钢、SMC+ 瓷砖、SMC+ 天然石、硅酸钙板 + 瓷砖、科能板 (SMC+ 金属板) 等。墙板主要材料为 FRP 材料、SMC 普通板、SMC 彩色板、SMC+ 瓷砖、SMC+ 石材、彩色金属板 (瓷砖) + PU 保温材料等。可根据项目的市场定位采用不同材料。

图表 13: 高端产品定位及板材选用

底盘类型	SMC+瓷砖	SMC+石材	SMC+瓷砖
壁板类型	瓷砖	石材	PET 彩钢板
产品定位	超高级住宅和高级别墅		高级住宅和独栋住宅
图例			

来源:《装配式建筑中的整体卫浴间在我国应用前景探析》、国金证券研究所

图表 14: 中低端产品定位及板材选用

底盘类型	SMC+彩色履膜	SMC+彩色履膜	SMC+单色履膜
壁板类型	PET 彩钢板	SMC+彩色履膜	SMC+彩色履膜
产品定位	宾馆、保障房和刚需类商品住宅		
图例			

来源:《装配式建筑中的整体卫浴间在我国应用前景探析》、国金证券研究所

整装卫浴行业群雄逐鹿，传统卫浴巨头强者恒强

- **传统卫浴企业强势转型，下游地产龙头尝试抢滩。**自 21 世纪初传统卫浴从日本引入中国，国内整装卫浴市场就延续了传统卫浴市场的两大鲜明特点：企业集中度不高、国产品牌追赶国际品牌。一个强大的整装卫浴企业不但要具备丰富的卫浴产品生产经验，还要具备更强的整合能力和渠道优势。近年来，进入整装卫浴行业的企业层出不穷，其中不乏传统卫浴龙头、中小型卫浴企业，甚至是地产商。综合来看，我们认为传统卫浴龙头企业强者恒强：
 - (1)传统卫浴公司转型：传统卫浴企业在进入整装卫浴行业时有着明显的先天优势。国内传统卫浴企业多通过战略合作、收购兼并或自主研发等方式实现卫浴产业链的横向整合，进而拓展到整装卫浴乃至更大的内装工业化服务行业。**传统卫浴公司多拥有稳定的上游原材料供应商、成熟的现代化卫浴产品生产技术、多元化的下游渠道客户等，且转型生产的整装产品还能直接继承原有的品牌效应，形成了较大行业壁垒。**
 - (2) 专注做整装：专注于做好整装卫浴业务的公司也不占少数，如科逸整体卫浴和禧屋系统卫浴等。科逸卫浴作为国内最早进入整装卫浴行业的企业，目前已成为行业龙头，2007 年便成为锦江之星的整装卫浴供应商，2008 年苏州科逸园区投产，年产能达 10 万套，2011 年芜湖产业园投产，建筑面积 960 亩，年产能可达 30 万套，现已成为万科集采整体卫浴量最大的供应商，企业规模发展迅猛。**相比于传统卫浴龙头，专注做整装的企业更依赖上游原材料供应商，议价能力略显薄弱，利润空间有限，企业规模也相对较小，未来未必能成为整装卫浴行业的中坚力量。**
 - (3) 地产龙头拓展自营：步伐更快的下游企业已经逐步整合中上游，碧桂园 2017 年透露在 111 个项目推广全新 SSGF 建造技术工法，此法下的整装卫浴底盘一体成型，通过工厂化生产，现场可整体吊装或现场拼装。今年 2 月，碧桂园与子公司现代驻美家居投资 23 亿建立 1000 亩家居产业园，从事整装卫浴、智能家居产品的生产。美的置业也将整装卫浴设置为 2019 年重要发展战略，业绩报告中称公司 2018 年已经引入日本整装卫浴技术，拟和业内知名企业设立合资公司。同时，美的置业首家装配式建筑工厂已经动工，将覆盖装配式建筑的研发、设计、生产及施工，并提供整体卫浴、整体厨房等产品。**但总体来说，房地产商进入整装卫浴行业较晚，厂房投产还有待时日，而且缺少生产技术经验使其过分依赖成型的卫浴企业。**

图表 15：整装卫浴龙头企业拓展业务模式对比表

公司代码	公司简称	主营业务	整装卫浴拓展模式	布局策略
002084.SZ	海鸥住工	卫浴、水暖等 高端五金部件	传统卫浴+整装卫浴	早在 2015 年 11 月便设立海鸥有巢氏开展整装卫浴业务，此后又非公开发行股票募集资金 4 亿元进行收购和生产基地建设，目前拥有苏州、青岛和珠海三大生产基地，年产能可达 11 万套。至 2018 年，公司已成为万科集团和龙湖地产等供应商。
603385.SH	惠达卫浴	卫生洁具、陶 瓷砖	传统卫浴+整装卫浴	2018 年 5 月设立惠达住工，2018 年 6 月正式启动整装卫浴项目，拟根据市场情况分期投资 3 亿元，占地 200 亩，厂房面积 85000 平方米，建成后将形成年产 15 万套整体卫浴产品的产能，预计 2019 年 5 月投产。
002798.SZ	帝欧家居	卫生洁具、陶 瓷砖	传统卫浴+整装卫浴	帝欧家居将亚克力卫生洁具专用板运用于座便器、面盆等产品的声场，为消费者提供个性色彩整装卫浴空间的解决方案。
000002.SZ	万科	地产开发和物 业服务	集采整装卫浴产品	2009 年，万科开始战略性使用整装卫浴，2012 年，万科惠州双月湾度假区项目引进 4128 套科逸整装浴室，2013 年在营口万科海港城安装 950 户整装卫浴，2016 年万科更是大规模招标采购整装卫浴 50000 套，接近于 2014 年万科交付新房总量（120000 套）的一半。目前万科已与国内知名整装卫浴供应商苏州科逸、广州鸿力、禧屋卫浴和海鸥福润达签订长期合作协议
03990.HK	美的置业	地产开发	自主研发生产	美的置业将整装卫浴设为 2019 年重要发展战略，业绩报告中称公司 2018 年已经引入日本整装卫浴技术，拟和业内知名企业设

公司代码	公司简称	主营业务	整装卫浴拓展模式	布局策略
02007.HK	碧桂园	地产开发	集采整装卫浴产品+自主研发	立合资公司。同时，美的置业首家装配式建筑工厂已经动工，将覆盖装配式建筑的研发、设计、生产及施工，并提供整体卫浴、整体厨房等产品。 碧桂园在 2017 年年报中透露目前正在 111 个项目推广全新 SSGF 建造技术工法，此法下的整装卫浴底盘一体成型，通过工厂化生产，现场可整体吊装或现场拼装。今年 2 月，碧桂园集团与子公司现代驻美家居投资 23 亿建立 1000 亩家居产业园，主要从事整装卫浴、智能家居产品的生产

来源：Wind，公开资料整理，国金证券研究所

新政策推动整装卫浴行业迎来爆发式发展期

全装修政策进入全面推进阶段，技术标准构建企业护城河

- **城镇新建住宅 100%全装修交付，全装修政策进入全面推进阶段。**2019 年 2 月 15 日住房和城乡建设部办公厅发布的《住宅项目规范（征求意见稿）》中明确提出：城镇新建住宅建筑应全装修交付。相比于十三五规划中提出的到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，此次《住宅项目规范（征求意见稿）》正式实施以后，未来全装修市场规模将提升至少 3 倍。此前 2016 年 2 月《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》中要求“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%”。由于装配式建筑的产业链尚未完全成熟，政策的推广从中央后地方，地方上有条件的省份推进速度快，而条件未成熟的省份有可能会落后，所以总体上需要政策从推出到开始落实需要 2-3 年的时间。而全装修新政不同，传统施工方法和类似整装卫浴这类新型施工方法都能够实现全装修交付，因此政策的落实将不会有太长的滞后期。我们预期，《住宅项目规范（征求意见稿）》经过一段征求意见时期后，有可能在年内就正式实施。全装修市场规模的扩张必将带来整装厨卫行业市场规模的爆发式增长。

图表 16：全国及各省市全装修政策

日期	颁发部门	文件名称	文件内容
2013.1.6	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》	提出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。
2015.1.1	住建部	《绿色建筑评价标准》	鼓励房地产商实现土建装修一体化施工，工程竣工时主要功能空间的使用功能完备，装修到位。
2015.10.30	北京市住建委	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品房交房有关意见的通知》	要求市保障房全面推行全装修。
2016.2.22	国务院办公厅	《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。
2016.9.27	国务院办公厅	《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》	要求推进建筑全装修。实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式，促进整体厨卫、轻质隔墙等材料、产品和设备管线集成化技术的应用，提高装配化装修水平。装配式建筑原则上应采用工程总承包模式。
2016.11.10	上海市住建委	《全国装配式建筑工作现场会》	自 2017 年起，外环线以内城区新建商品住宅实施全装修的比例要达到 100%，其它地区达到 50%。
2016.12.3	山东省住建厅	《山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》	要求大力推广住宅精装修，推进土建装修一体化，推广精装修和装修工程菜单式服务。2017 年，设区城市新建高层住宅实行全装修；2020 年，新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
2017.3.16	湖北省政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	计划在发展装配式建筑的同时积极推行建筑全装修，并确定 2017 年 7 月 1 日起，全省新建公共租赁住房实施全装修。
2017.3.23	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》 《装配式建筑示范城市管理办法》 《装配式建筑产业基地管理办	推行工程总承包。推广集成厨房和卫生间、预制隔墙、主体结构及管线相分离等技术体系。提出到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积

日期	颁发部门	文件名称	文件内容
2017.05.23	海南省政府	《建筑业发展“十三五”规划》 《海南省商品住宅全装修管理办法（试行）》	达到 30%。绿色建材应用比例达到 40%。 海南将全面实施商品住宅全装修，装修费用将纳入到商品住宅总价，成为我国首个全面施行商品住宅全装修的省份。
2017.8.2	苏州市政府	《市政府办公室印发关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则（试行）的通知》	明确新建普通商品住房应实施全装修，其他居住建筑倡导实施全装修。
2017.12.7	浙江省住建厅	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》	明确住宅全装修实施范围为各市、县(市、区)中心城区，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。
2018.1	河南住建厅	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	全省新建商品住宅，100%全装修
2018.6.1	合肥市政府	《贯彻落实<合肥市绿色建筑发展条例>的实施意见》	装配式建筑、执行绿色建筑二星级及以上标准的新建居住建筑，都应按照全装修成品住宅要求建设。
2018.9	成都市人民政府	《进一步加快推进我市成品住宅发展的实施意见》	到 2022 年底，成都市新开工商品住宅和保障性住房成品住宅面积比例达到 100%。
2019.1	住建部	《2018 年度装配式建筑发展情况统计工作》	新开工全装修住宅建筑面积首次纳入装配式建筑发展考核指标。
2019.2.15	住建部	《住宅项目规范（征求意见稿）》	城镇新建住宅建筑应全装修交付。卫生间防水不低于 20 年。

来源：住建部，地方政府网站，国金证券研究所整理

- 总结来看，我国的全装修政策经历了以下几个阶段：（1）探索阶段：1999 年至 2005 年，中央政策出台，普及理念；（2）发展阶段：2006 年至 2013，部分城市地区和企业开始试点；（3）推进阶段：2013 年后，各地陆续出台鼓励全装修成品房政策；（4）全面推进阶段：2019 年后，中央政策出台，要求全国新建住房 100%全装修。政策推行主体上，一般是先中央提出、后地方落实；政策推广区域上，由一线城市试点，再推广到二三线城市；政策实施范围上，从政府保障性住房逐步推广到新建商品房；政策侧重上，从标准化、产业化到个性化与产业化统一，而后转向绿色节能环保。
- 卫生间防水不低于 20 年，传统卫浴难以保证实现。2019 年 2 月 15 日，住建部发布的《住宅项目规范（征求意见稿）》中提出：卫生间防水不低于 20 年。卫浴空间若采用传统施工方法，其防水性能除了依赖施工材料自身质量可靠以外，还取决于施工人员技能水平和施工程序科学有效，否则比较容易在交付后 6 年开始出现漏水等问题。而整装卫浴的防水底盘是整体模压成型，耐用超过 20 年。另外，整装卫浴因其产业化、标准化的拼接方式，对施工人员技能要求极低，而且没有传统卫浴装修后多余的建筑垃圾。符合我国绿色发展、绿色建筑的政策导向。绿色建筑相关政策及《住宅项目规范（征求意见稿）》的出台将加速整装卫浴对传统卫浴的替代进程。
- 《装配式整体卫生间应用技术标准》发布，海鸥住工构建企业护城河。2019 年 4 月 10 日，海鸥住工作为参编单位编写的《装配式整体卫生间应用技术标准》被设定为行业标准，自 2019 年 5 月 1 日起实施。行业标准的出台意味着整装卫浴行业成为有标可依的行业，为行业的进一步推广奠定了基础，同时行业标准的建立也将带来整装卫浴领域的优胜劣汰，提升整个行业的进入壁垒。在整装卫浴领域，海鸥住工具备完整的产品设计、制造和施工的技术和能力，且是目前行业唯一一家拥有 SMC 表面装贴技术的公司，考虑到国内对“SMC+履膜”的接受度不高，公司未来可以凭借独有的 SMC 表面装贴技术壁垒与行业标准，构建企业护城河。
- 全装修新政策带来需求端爆发式增长，整装卫浴市场有望达到百亿级。2017 年全国全装修房渗透率仅有 20%，并且主要集中于一二线城市，2018 年全国全装修房渗透率增长至 27.5%，增长迅速但与发达国家水平 70% 以上的水平仍然差距悬殊。新颁布的全装修政策将会极大推进这一进程。若 2021 年全国全装修房渗透率达到政策要求的 100%，则随着整体卫生间在住宅商品房装修中渗透率的同步提升，住宅商品房整装卫浴的市场需求将会从 2018 年的不到 5 亿元急剧提高到 2021 年的超过 140 亿元。需求端的爆

发式增长将推动整个行业的快速发展，而布局完善的龙头企业无疑将会是其中最大的受益者。

图表 17：全装修政策前，住宅商品房整装卫浴市场规模测算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
住宅销售套数（万套）	961.67	791.00	920.00	1,050.00	1,102.50	1,157.63
增速（%）	-	-17.75	16.31	14.13	5	5
全装修房渗透率（%）	12.0%	20.0%	27.5%	32.0%	36.0%	41.0%
全装修房套数（万套）	115.40	158.20	253.00	336.00	396.90	474.63
整体卫生间渗透率（%）	0.12	0.18	0.23	0.28	0.35	0.42
整体卫生间套数（万套）	2.08	4.27	8.73	14.11	20.84	29.90
单价（元/套）*	5,000	5,100	5,200	5,300	5,400	5,500
市场规模（亿元）	1.04	2.18	4.54	7.48	11.25	16.45

来源：Wind，奥维云网，国金证券研究所 注：以一套住宅商品房配套 1.5 个卫生间测算，*为整装卫浴六面板及安装费用，不包括卫浴部品价格

图表 18：全装修政策后，住宅商品房整装卫浴市场规模测算

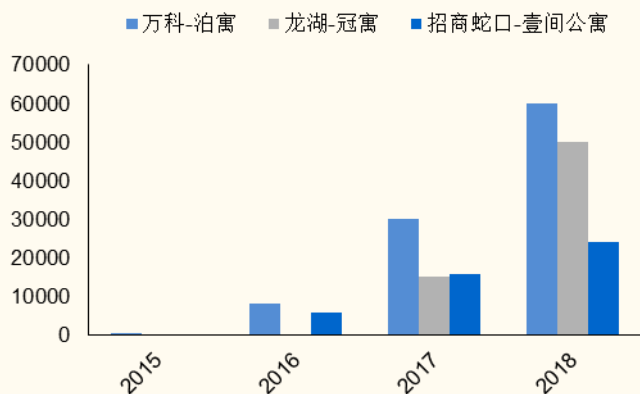
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
住宅销售套数（万套）	961.67	791.00	920.00	1,050.00	1,102.50	1,157.63
增速（%）	-	-17.75	16.31	14.13	5	5
全装修房渗透率（%）	12.0%	20.0%	27.5%	32.0%	60.0%	100.0%
全装修房套数（万套）	115.40	158.20	253.00	336.00	661.50	1,157.63
整体卫生间渗透率（%）	0.12	0.18	0.23	0.35	0.89	1.48
整体卫生间套数（万套）	2.08	4.27	8.73	17.64	88.31	256.99
单价（元/套）*	5,000	5,100	5,200	5,300	5,400	5,500
市场规模（亿元）	1.04	2.18	4.54	9.35	47.69	141.35

来源：Wind，奥维云网，国金证券研究所 注：以一套住宅商品房配套 1.5 个卫生间测算，*为整装卫浴六面板及安装费用，不包括卫浴部品价格

长租公寓政策推动，ToB 市场增长在即

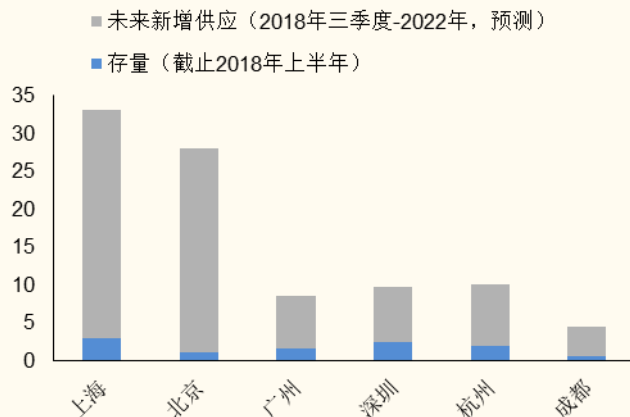
- **租售并举政策推动，住房租赁市场规模潜力巨大，长租公寓迎来爆发式增长。**从 2015 起，中央及各地方政府推出租售并举、商改住、租赁税收优惠等一系列支持政策。为了保护承租人利益，一般要求租赁期限不得低于 3 年，极大利好了长租公寓行业。区别于传统个体租赁，长租公寓通常是指由专业化、规模化的机构运营的住房租赁服务。凭借标准化定价和管理体系，长租公寓受到越来越多的年轻人追捧。万科、保利地产、招商蛇口、金地集团、华润置地、龙湖集团、富力地产和绿城中国纷纷进入长租公寓行业。万科 2016 年将长租公寓项目上升到“泊寓计划”后，2017 年加速规模扩张；龙湖将长租公寓业务上升到集团战略发展层面，成立“冠寓”运营公司；碧桂园上海区域新成立了长租公寓和产城事业部；绿地将长租公寓纳入发展战略。目前全国已有千余家长租公寓企业，涉及房屋数量超 200 万间。
- **人才公寓作为住房保障体系的重要一环，被视为长租公寓领域的新风口。**人才公寓是指专项用于人才就业的生活配套租赁公寓，用于解决人才在某地创业的短期租赁和过渡周转。面积在 30-120 平方米不等，公寓装修及基本设施配备完整。各城市为了吸引人才，纷纷出台人才公寓等相关政策。2018 年 10 月 17 日，住建部、财政部联合印发《推行政府购买公租房运营管理服务的试点方案》，确定在浙江、安徽等 8 个省（区），开展政府购买公租房运营管理服务试点工作，来提高公租房的运营管理效率和服务水平。越来越多的长租公寓运营商开始涉足人才公寓领域。

图表 19：上市房企长租公寓累计开业间数



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 20：6 个城市长租公寓存量和未来供应（万套）



来源：仲量联行，国金证券研究所

- **短期来看，整装卫浴的订单主要来自于房地产龙头企业的长租公寓，尤其是人才公寓。**2016 至 2017 年，万科采购整装卫浴 5 万套，接近 2014 年万科交付新房总量的一半。2018 年 4 季度，万科从海鸥住工采购了 1 万套整装卫浴。**长租公寓风口将催生整装卫浴快速发展：**
 - **租赁土地出让政策：**前十三个租赁市场重点城市如上海、南京等进行租赁土地出让时对装配式建筑比例均有较严格比例规定，房地产商竞标土地时采用整装卫浴在装配式建筑一项中可以增加 6 分，未来短期及中长期，整装卫浴行业将接到更多来自 B 端房地产商长租公寓及全装修商品住宅的订单。
 - **土建一体化施工政策：**2015 年 1 月 1 日起实施新的《绿色建筑评价标准》，鼓励房地产商实现土建装修一体化施工，工程竣工时主要功能空间的使用功能完备，装修到位。2019 年 2 月的《住宅项目规范（征求意见稿）》则要求新建住房全装修交付。传统卫生间一套的施工时间平均在 14-18 天，整装卫浴只需要 4-8 小时。而房地产行业作为轻资产、高周转的行业，施工时间对企业周转的影响极大。整装卫浴极大的缩短了施工时间，可以预见未来房地产企业将会更多的采用整装卫浴。
 - **租赁式住房装配技术规程：**2018 年 9 月，自如甲醛事件爆发后，长租公寓的装修标准问题亟待解决。经住建部批准，《租赁式住房装配技术规程》正在制定，将于明年上半年公布并实行。整装卫浴相比于传统卫浴的优势之一在于没有甲醛。因为整装卫浴采用发泡墙板，不需要传统卫浴贴胶粘合，另外由于 SMC 材料阻燃的特性，在安全性方面也显著优于传统卫浴。可以预见未来在人员密集的长租公寓将更多的采用无甲醛、防火、安全性更高的整装卫浴。
 - **长租公寓盈利需求。**目前长租公寓普遍面临盈利难题，因此成本控制尤为重要。长租公寓单套房屋普遍装修成本一般控制在 5-8 万元左右，装修风格大多统一，可选空间比较小，从施工的角度来讲，往往都是批量化施工、标准化操作。相比于传统装修方式，整装卫浴因其成本低、规模化、标准化、快速交付、节能环保的特点更为适合长租公寓。例如，海鸥住工一套整装卫浴的采购价格在 5000-7000 元之间，在卫浴领域甚至是整装卫浴领域具备充足的竞争力。

图表 21：中央住房租赁政策

时间	颁发部门	主要内容
2015 年 1 月 6 日	住建部	建立多种渠道，发展租赁市场。
2015 年 11 月 22 日	国务院办公厅	关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见：积极发展短租公寓、长租公寓等满足广大人民群众消费需求的细分业态。
2015 年 12 月 21 日	中央经济工作会议	鼓励个人和机构买存量房出租。
2016 年 3 月 5 日	《2016 年国务院政府工作报告》	建立租购并举的住房制度。

时间	颁发部门	主要内容
2016 年 4 月 15 日	发改委	加快培育和发展住房租赁市场。
2016 年 6 月 3 日	国务院	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年 12 月 16 日	中央经济工作会议	加快住房租赁市场立法。
2017 年 4 月 1 日	住建部、国土资源部	增加租赁住房有效供应。建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场。将新建租赁住房纳入住房发展规划，采用多种方式增加租赁住房用地有效供应。
2017 年 5 月 20 日	住建部	住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）
2017 年 7 月 18 日	住房城乡建设部、国家发展改革委、国土资源部	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》、《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》积极支持并推动发展房地产投资信托基金（REITs）。改建后的租赁住房，水电气执行民用价格，将公租房、人才公寓等政府或国有企业的房源，委托给住房租赁企业运营管理。
2017 年 8 月 28 日	住建部、国土资源部	确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。
2017 年 10 月 18 日	十九大	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017 年 12 月 20 日	中央经济工作会议	加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。
2018 年 3 月 22 日	全国两会政府工作报告	落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。
2018 年 4 月 24 日	中国证监会	《住房城乡建设部关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》加快培育和发展住房租赁市场特别是长期租赁，支持专业化、机构化住房租赁企业发展，鼓励发行住房租赁资产证券化产品，
2018 年 6 月 1 日	中国银保监会	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》：保险公司通过直接投资，保险资产管理机构通过发起设立债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划、保险私募基金参与长租市场。并明确了所投资的长期租赁住房项目应当满足的具体条件。
2018 年 10 月 20 日	财政部、国家税务总局	住房租金抵扣个税。

来源：住建部，十九大报告，国金证券研究所整理

图表 22：各省市人才公寓政策梳理

时间	省份/城市	主要内容
2011.09.29	南京	《南京市定向公共租赁住房（人才房）实施计划》：5 年内南京将提供 6 万套可以“拎包入住”的人才房，9 万套公租房。所谓“人才房”，就是定向公共租赁住房。南京市在十二五期间实施人才房“195 工程”，“1”是 1000 套专家公寓，“9”是 9000 套人才公寓，“5”是 50000 套青年（创业）公寓，形成 6 万套人才房的保障体系。
2011.11.14	宁波	人才公寓套型建筑面积以 30 平米—60 平米为主，户型包括单间、一室户和二室户；租金按照人才条件，由江东区人才专项资金予以半额至全额补助。签约租期一般不超过 5 年。
2016.09.28	深圳	《关于完善人才住房制度的若干措施》：“十三五”期间，深圳新筹集建设保障性住房和人才住房 40 万套，其中人才住房将不少于 30 万套。每年新增供应的居住用地中，人才住房和保障性住房用地面积应当不少于总用地面积的 60%；招拍挂出让的商品住宅项目用地应配建不少于总建筑面积 10%的人才住房；城市更新项目人才住房基准配建比例不低于 15%；新建或扩建的各类产业园区，建设不少于总建筑面积 25%的人才公寓。
2017.08.16	河南	河南计划 2 年内建 2 万套青年人才公寓。2017 年年底前，一期开工建设 6000 套。作为政府解决青年人才安居需求而投资建设的保障性住房。
2018.1.22	北京	北京海淀区三年内将安排 2 万套人才公寓。
2018.01.29	广州	至 2020 年，广州计划利用集体建设用地建设租赁住房建筑面积 300 万平方米，每年批准建筑面积按 100 万平方米控制。同时，为保护承租人的稳定居住权，除承租人另有要求外，租赁期限不得低于 3 年。
2018.4.3	上海	上海浦东在未来三年将建设 15 万套以上人才住房，9000 套以上国际人才公寓。
2018.5.11	北京	明确提出在 2017-2021 年，将新供应各类住房 150 万套以上，其中租赁住房 50 万

时间	省份/城市	主要内容
2018.07.27	武汉	套，主要在集体建设用地上建设。 新建租赁住房以中小套型为主，原则上建筑面积不大于 90 平方米。合理建设人才公寓、蓝领公寓、青年公寓等租赁住房，产业园区配套建设的服务用房，可用于建设租赁住房，其建筑面积可提高至工业用地总建筑面积的 15%，推动实现职住平衡。
2018.11.1	杭州	杭州启动人才专项租赁住房试点分配，试点房源 158 套。其中建筑面积 120 平方米左右的 4 套，90 平方米左右的 154 套。
2018.12.29	大连	推出了两个长租公寓项目。分别是正源小区城市青年人才公寓项目和智业广场项目，拥有房间超过 2000 个。

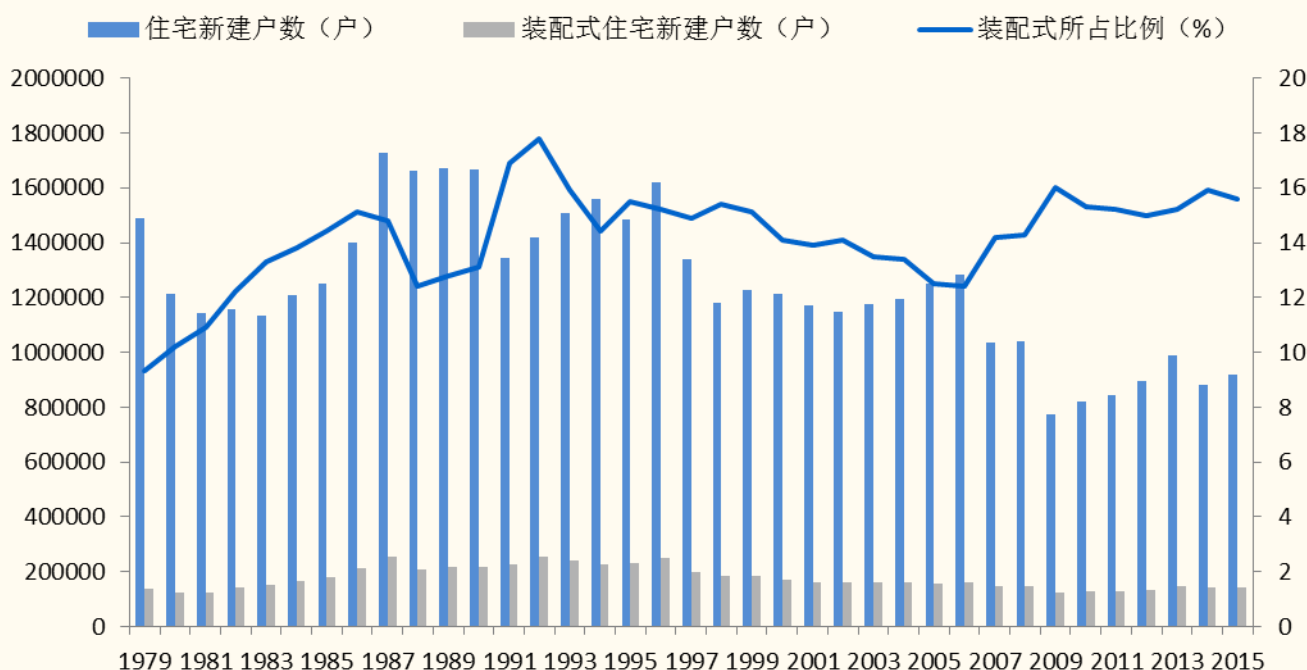
来源：住建部网站，地方政府官网，国金证券研究所整理

他山之石：日本整装卫浴巨头开疆拓土——骊住集团

国家政策推动装配式住宅发展，整装卫浴向内装一体化迈进

- 纵观日本住宅工业化的发展，日本政府在日本住宅工业化的进程中起到了非常重要的作用。通过相关部门的成立、国家政策的出台和行业标准的制订推动日本住宅工业化的发展。住宅工业化是指采用工厂化、工业化流水线的方式完成大部分构成建筑的构件、部件、设备的生产，然后运输到项目现场后拼装组建成整体住宅，概念可等同于我国的装配式住宅。1979-1991 年，在住宅 5 年计划政策推动和良品认定行业标准推动下，日本装配式住宅增长迅速。1997 年后，日本在新建住宅面积开始负增长后，整装卫浴的增长主要来自于改装房需求。

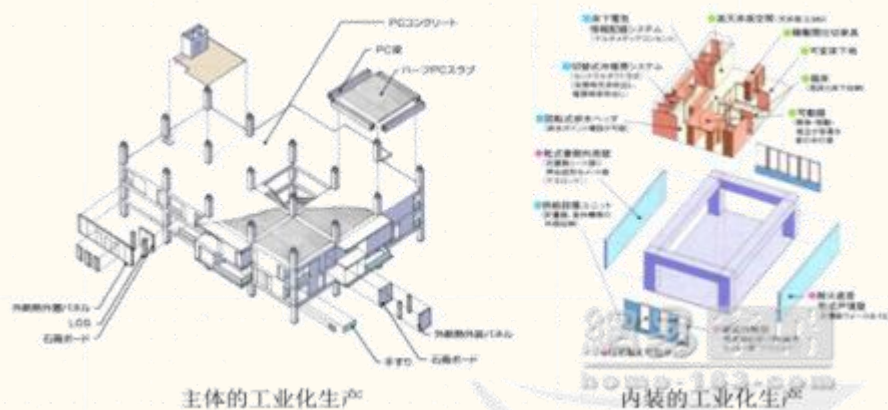
图表 23：日本住宅工业化水平



来源：日本国土交通省《住宅新建统计》，国金证券研究所

- 住宅工业化可以分为两个部分：第一个是住宅主体部分，第二个是住宅的内装。以日本现有的 SI 住宅为例，工业化贯穿所有流程始终，无论是住宅整体建筑还是内装，都有良好的运作体系。在发展历程上，装配式住宅早期由政府公共住宅、集体住宅推广，整装卫浴集中在标准化层面；中期随着越来越多厂商的进入，在政策推动及技术标准建立后，整装卫浴、整装厨房等内装工业化产品的选择开始多元化、集成化、大型化，并随着装配式建筑逐步普及到居民住宅；中后期因为房价高昂小面积房屋数量猛增，集成式整装卫浴开始打入低端市场；集成式整装卫浴开始面向高、中、低端，新建住房、改装住房的全面市场。最终包括整装卫浴、整装厨房在内的装配式住宅的所有配件都可实现一站式服务。

图表 24：住宅主体工业化与内装工业化



来源：网易家居，国金证券研究所

- 日本住宅工业化推进历程与我国装配式建筑发展进程相似，都是从公有住宅逐步推广到民用住宅。目前我国整装卫浴市场刚刚建立行业标准，开始在居民住宅和一、二线城市人才公寓中普及，整装厨房才刚刚起步。参照日本行业发展历程，未来内装工业化将迎来新建住宅需求、人才公寓需求、改装房需求、高端市场需求，市场空间巨大。

图表 25：日本住宅工业化发展历程

发展时期	发展阶段	发展背景	配套政策	整装卫浴发展情况
1945-1954	孕育准备期	二战后日本经济复苏，城市住宅严重不足，劳动力短缺。	日本政府先后制定了指导住宅建设的《公营住宅法》及住宅金融公库、住宅公团机制。其中《公营住宅法》推进了建筑界产业化与节能装配化的初期发展，发明了低造价与节能的 RC 结构技术。	为保证高品质、快速完成大量运动员公寓建造，整装卫浴日本冬奥会亮相，开启整装卫浴时代。
1955-1964	初创发展期	以公共住宅为核心，开始大量建设标准设计的节能装配的公营住宅、公库住宅和公团住宅。	日本政府颁发了《住宅建设规划法》、《住宅建设计划法》与《装配住宅公团法》，并实施政府制定的“1955~1964 年住宅建设十年规划”，以解决住宅不足问题。先后颁发《优良装配部品制度》、《装配住宅性能指标》等技术规范。	最初的整装卫浴只在酒店、体育场等公共场所使用，60-90 年代，住宅工业化政策推动下，逐渐普及到公寓和居民住宅。
1965-1974	快速发展期	1966 年日本经济开始进入飞跃时期，由于人口往大城市集中，解决城市住宅不足成为最大的课题。	1966 年制定“第一期住宅建设五年规划”，面向“一户一住宅”大量供给公共住宅。颁布“装配住宅建设产业化的基本设想”，提出节能装配住宅作为一种定型商品，把标准化的预制装配式住宅和开发新节能住宅区作为节能装配建筑产业化发展的主要支柱。	
1975-1984	稳定升级期	前半期，日本已经达到了一户一住宅的目标，住宅建设开始从量向质转换。	1976 年开始的“第三期住宅建设 5 年计划”，开始把提高节能装配住宅质量提升到标准化科研课题，NPH 标准设计代替了平面固定、灵活性较差的 SPH 标准设计。1981 年日本开始的“第四期住宅建设 5 年计划”研究能与高龄化社会相对应的、可更新改造的、能满足生活方式多样化的节能装配住宅。	由于住宅由量向质进行转变，装修和设备部品的生产数量和种类都急剧增加，部件的规模趋向大型化和集成化，集成式厨具系统和整装卫浴开始出现。同时，整装卫浴的尺寸、性能选择更加多元化。
1985-1994	个性化时期	80 年代后期泡沫经济，导致地价和住宅价格异常高涨。	建设省为了提高居住水平和振兴住宅相关产业，实施“住宅功能高度化推广项目”1987 年日本建设省正式批准实施“优良住宅部品（BL 部品）”认定。同时应对龄化社会住宅的特点，重视开发多代同居型住宅、合租老人型住宅与中老年社区住宅等项目。	日本不断上涨的房价使得日本的住宅户型普遍偏小，而整装卫浴本就具备高效利用空间的特性，因而在日本市场中快速走红。到 20 世纪 80 年代，整体卫浴的销售量已超过了单体浴缸的销售量。
1994 年至今	老龄化与环境共生期	日本泡沫经济崩溃，地价持续下滑。而且由于环境	1998 年日本国土交通省产业事务司召开的“节能装配建筑产业化”审议会上，提出了对老龄化发展的对应措施。2010 年日本开始实施的“第八期节	日本国土交通省（MLIT）制定了扩大二手房屋和翻修市场规模的计划。后期重新装修房屋对整装卫浴的需

发展时期	发展阶段	发展背景	配套政策	整装卫浴发展情况
		资源与能源问题，需要从更为广泛的视野重新审视可持续发展并进行评价。	能装配住宅建设五年计划”，开发适应长寿社会的 KSI 住宅、可持续性 NEXT21 住宅，长期优良住宅以及位于城市中心地区的节能装配超高层智能住宅，同时开发了适应环境技术和评价（CASBEE）标准。	求逐步增长，整装卫浴普及率达到 90%，整装卫浴市场增长放缓，开始走向高端市场。

来源：《日本节能装配建筑产业化发展趋势》，公开网站，国金证券研究所整理

骊住集团：从卫浴部品到整装卫浴，直至内装工业一体化

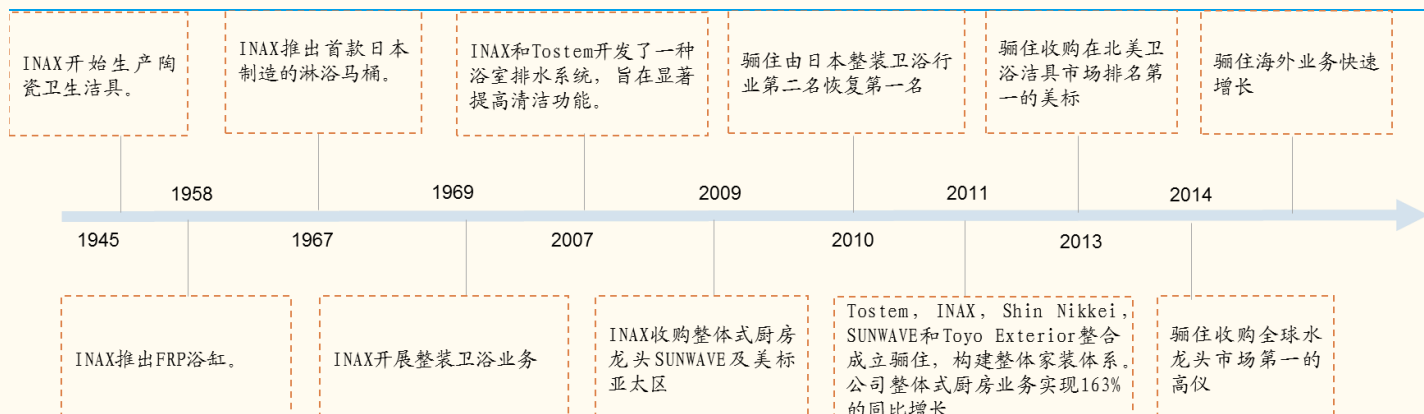
- 骊住集团是家居与建筑材料生产和服务的全球领航者，也是日本整体家装和住宅工业化的代表，长期是日本整装卫浴市场排名第一的公司（仅在 2018 年被松下超过），占据整装卫浴领域约 30% 的市场份额。经过近百年的演变与发展，公司于 2011 年正式整合旗下品牌与业务成立骊住集团，涵盖了骊住卫浴（LWT）、骊住住宅事业（LHT）、骊住大厦（LBT）和骊住厨房（LKT）四大事业部以及配套的零售业务部（D&R）和住宅售后业务部（H&S）。
- 现有产品体系完整，构成线上、线下服务闭环。骊住根据整装卫浴的独立式住宅，公寓、住宅区，酒店、医院，淋浴装置等不同应用场景及侧重功能，提供了多种系列以供用户选择。中高端系列：比如 Spaju 系列和 arise 系列主要应用于独立式住宅；RenobioV 系列主要应用于公寓改造；SCP 系列主要应用于医院。高端系列：Soleo、BLCP 系列主要应用于高端酒店、住宅。中低端系列：BW 系列主要应用于集体式住房/公寓；BLCW 系列主要应用于中低端酒店。低端系列：SPB 系列主要是大家族的淋浴装置。
- 用户可以先通过线上自由选择一个系列，以 Spaju 系列为例，顾客可以在多个尺码以及 PZ 型、PX 型、CZ 型、CX 型、BX 型等多个类型中进行选择，每个类型对应不同的浴缸功能、浴缸、龙头、水上剧院、计数器、照明、淋浴头、镜子、地板、排水口、墙板、保温等配件组合。随后用户根据线上的选择打印出施工图像，并预定附近的陈列室，实地感受整装卫浴并接受公司的咨询服务。并可选择付费接受骊住的长期保修服务。

图表 26：骊住整装卫浴产品体系

应用场景	独立式住宅	公寓、住宅区	酒店、医院	淋浴装置
图例				

来源：骊住官网，国金证券研究所

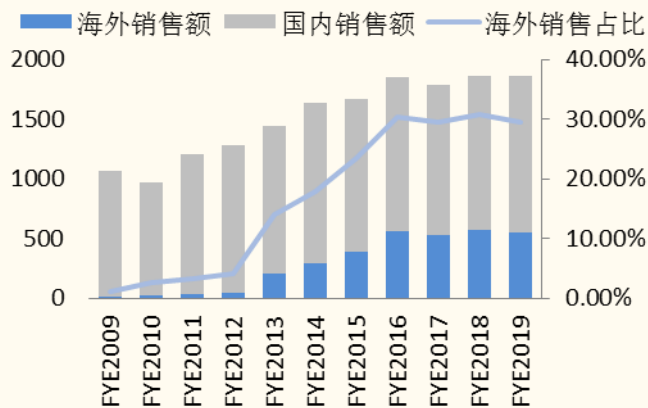
图表 27：骊住整装卫浴发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所整理

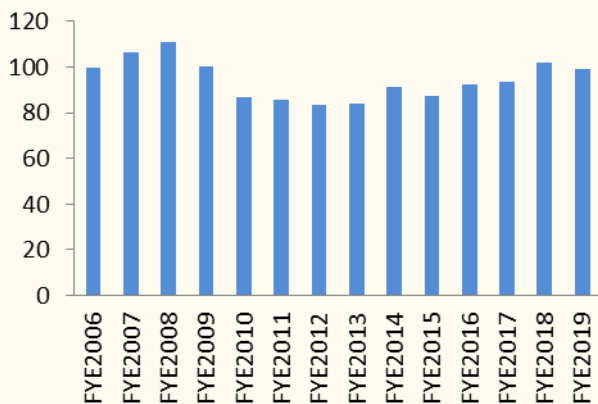
- 基于 INAX 伊奈品牌影响力占据整装卫浴国内市场，大举收购拓展国际市场。回顾公司发展历程，公司基于 INAX 公司在卫浴行业多年的技术创新积累与品牌影响力，在传统卫浴向整装卫浴的转型中，始终牢牢占据着国内市场。同时，在预计国内业务将增长乏力后，公司通过多项国际间的收购与战略合作，搭建了海外市场销售渠道，构成了具有差异化的全球品牌组合体系，从而实现了公司的海外业务收入逐年增长。并借助收购的协同效应，使公司营业成本得到了有效削减，在收入增长缓慢的情况下，实现净利润的逐步增长。

图表 28：骊住收入结构变化（单位：十亿）



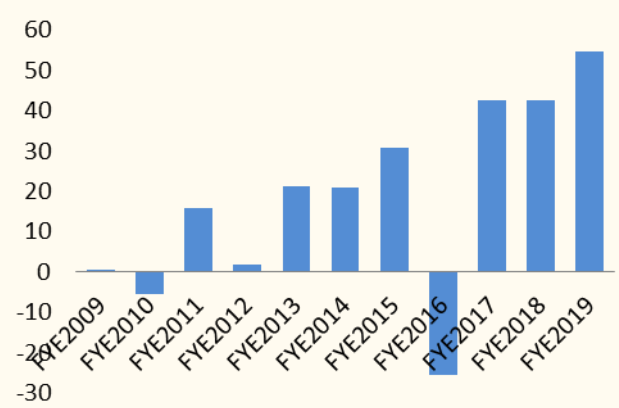
来源：公司年报，国金证券研究所整理

图表 30：骊住整装卫浴业务收入变化（单位：十亿）



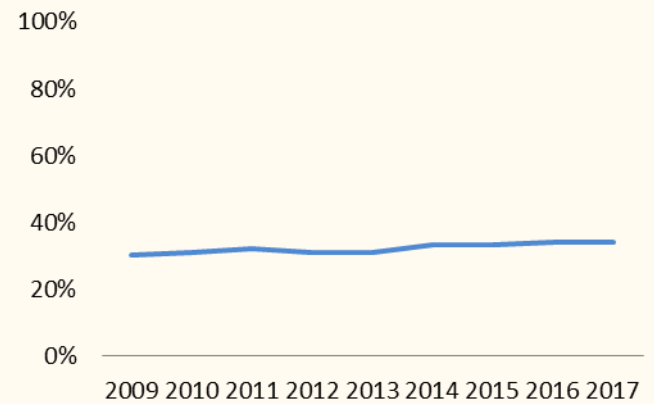
来源：公司年报，国金证券研究所整理

图表 29：骊住净利润变化（单位：十亿）



来源：公司年报，国金证券研究所整理

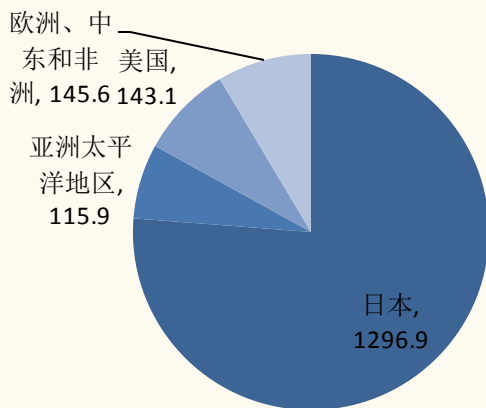
图表 31：骊住日本整装卫浴市场占有率保持稳定



来源：公司年报，国金证券研究所整理

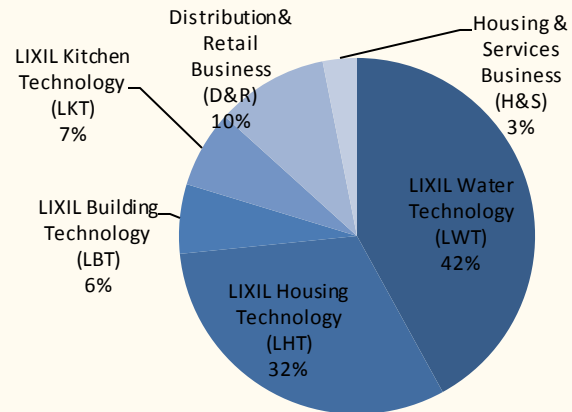
- 由整装卫浴切入，实现内装工业一体化。2009 年，骊住集团前身 JS 集团收购 SUNWAVE,着手布局整体式厨房。2011 年，公司整装卫浴与整装厨房业务相互融合，共用销售渠道和供应链，整体式厨房业务实现 163% 的同比增长，初步实现内装工业一体化。同年，JS 集团与住宅建材商 Shin Nikkei、Toyo Exterior 整合成立骊住，搭建成现有的包括卫浴、厨房、家居、门窗等业务的国际化一体式家居建材供应商。

图表 32：2018 年骊住收入结构（按区域）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 33：2018 年骊住收入结构（按业务）



来源：公司年报，国金证券研究所

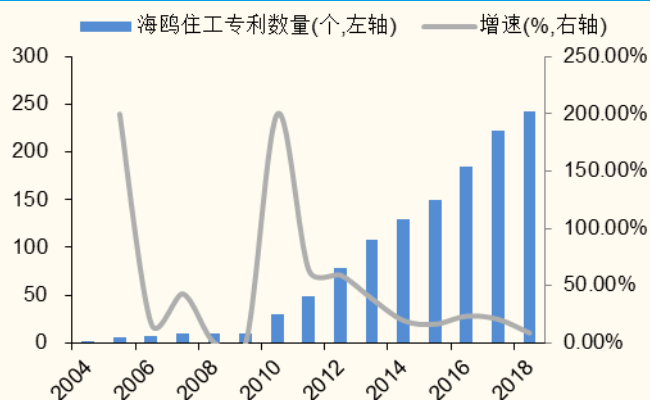
- 总结来看，日本整装卫浴行业的发展主要依赖于政策推动，早期由政府引导应用于公用住宅，中期行业标准的建立帮助整装卫浴正式得到市场的认可开始普及，后期政府为住房翻新计划提供支持，整装卫浴普及率达到 90% 作为日本整装卫浴的代表性企业，骊住集团从整装卫浴切入，通过不断兼并收购，逐步实现内装工业一体化，为我国整装卫浴龙头企业的发展指明了方向。

海鸥住工：高起点进军整装卫浴，依次布局内装工业一体化

深耕卫浴行业多年，技术工艺世界领先

- **研发力度大，技术专利数量逐年增长。**公司拥有传统卫浴产品设计、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。产品设计研发方面，公司拥有专业的模具设计和制造队伍，研发人员占比超 20%，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。子公司海鸥有巢氏于 2010 年便拿到首个整装卫浴部件技术专利，至 2018 年，公司已拿到技术专利共 242 个。
- **设备先进，生产工艺世界领先。**2016 年 5 月，公司与松下签署了《有关卫浴产品事业双方战略合作协议》，以活用双方卫浴产品事业的丰富经验开发新的卫浴产品及拓展新客户。2019 年 1 月，浙江海鸥有巢氏与西门子签署《技术协助协议》，西门子将为浙江海鸥有巢氏建设浙江嘉兴百步镇总部园区数字化工厂规划提供技术帮助，将推进“浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目”进程。公司依托丰富的生产经验和渠道资源，引进日本长府浴槽电铸成型机、日本 MOTOMAN 喷涂/打印机器人、大型 SMC 模压成型机等先进生产设备，引进和积累的大量先进技术和工艺。同时公司拥有专业设计创新团队，整合公司及贝朗卫浴两大部品供应资源，专业生产定制化整体装配式卫浴，配备先进、全面实验室，每一个产品都经过反复测试，质量优异。

图表 34：海鸥专利数量逐年增长



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 35：海鸥福润达 4000 吨油压机

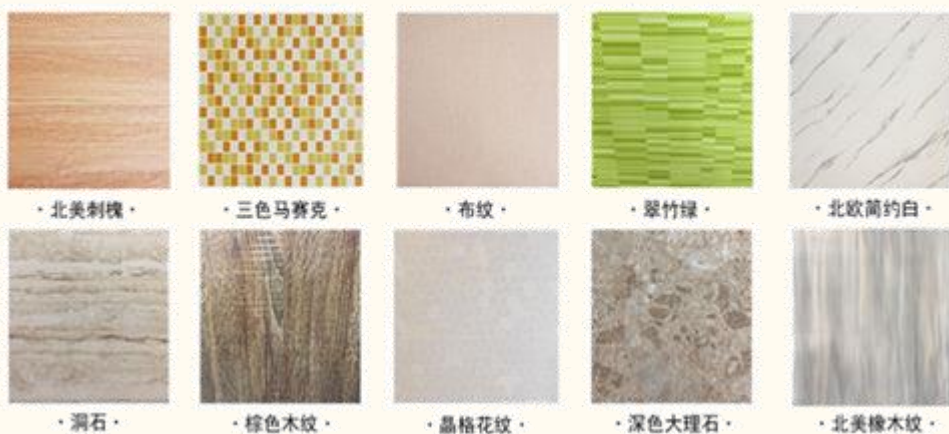


来源：海鸥福润达官网, 国金证券研究所

■ 独门利器解决整装卫浴板材技术痛点：

- **SMC 表面装贴技术：**SMC 是从日本整装行业引入的复合材料，具有安全绝缘、无辐射、无甲醛、无异味、触感温润、强度高、质感及柔性体验佳等特点。但中国消费者长期习惯在卫生间的墙面和地板铺设瓷砖或大理石，而 SMC 复合材料由于重量小、空鼓感强，常给人一种“塑料感”和“廉价感”，国内市场接受度普遍较低。公司独家研发的 SMC 表面装贴技术可以用工业化手段在整装卫浴的墙板和底盘上贴彩钢钢板、瓷砖和大理石，并根据搭配材料、样式不同，定制化生产高中低端产品，满足国内卫浴装修的不同需求。
- **柔性模具技术：**由于中国住宅户型标准化程度极低，因此规模化定制对于工业化生产来说至关重要。此前同业仍采用一种户型一套模具的高成本、低效率做法，无法开发空间更为广阔的 ToC 市场。

图表 36：基于表面装贴技术的定制化样式



来源：海鸥福润达官网, 国金证券研究所

图表 37：基于表面装贴技术的专业性能



来源：海鸥有巢氏官网，国金证券研究所

整装布局落地，渠道资源强大

- **收购有巢氏、设立福润达，前期布局兑现即战力。**自 2015 年 11 月，公司展开整装卫浴产业链布局，非公开发行股票募集资金共 4 亿元，收购了苏州有巢氏 100% 股权，并投资建立浙江海鸥有巢氏、青岛海鸥福润达等。有巢氏和福润达主要从事生产整体卫浴设备，研发、生产和销售整装卫浴产品及配件、住宅产业化系统集成产品，公司自产产品的安装，并从事家电产品机板组立品及零部件的进出口和批发业务。目前公司已有苏州、青岛和珠海三大生产基地，年产能至 2019 将达到 11 万套，有足够的即战力迎接新政策带来的订单爆发。相比之下，同业新进入者计划和布局较晚，短期内难以具备大规模生产能力。
- **牵手齐家网、收购四维卫浴，打通线上线下营销渠道。**2016 年公司与齐家网达成整装卫浴协议，通过线上资源共享和线下推广方式在定制整装卫浴空间领域进行战略合作。2018 年公司又收购了重庆国之四维卫浴，此举是在国企改革背景下的重要举措之一，四维卫浴的 300 家经销商和 500 家实体店大幅提升了公司面向 ToC 个人消费者的渠道能力。利用四维卫浴既有线下营销渠道，配合齐家网线上丰富资源，公司营销网络布局已经基本完备。

图表 38：海鸥住工积极布局整装卫浴



来源：公司公告，国金证券研究所

以整装卫浴为本，放眼内装工业化服务

- **强强联合内装吊顶龙头。**2018 年 5 月，公司以自有资金与浙江友邦吊顶在浙江嘉兴投资 1 亿元设立合营公司集致装饰科技股份有限公司。此举集合了双方各自的技术、资源、资本、平台优势，共同建立了多元化的合作关系，未来将深入推进装配式内装技术及产业发展，实现合作共赢。
- **收购进军整装厨房业务。**2018 年 8 月，公司通过支付现金拟收购雅科波罗 55% 股权。公司拟借其一站式服务平台将卫浴部品部件延伸至厨房空间，

为未来拓展定制整体厨房业务打下坚实基础。公司以卫浴产品为基础，积极整合装配式内装产业，着眼于长期发展内装工业化整体服务能力。

图表 39：友邦吊顶高端美式卫生间效果图



来源：友邦吊顶官网，国金证券研究所

图表 40：海鸥住工整装厨房展示样板间



来源：海鸥福润达官网，国金证券研究所

整装卫浴业务步入收获季

- **短中长期持续发力，高中低端产品“配齐”。**2018 年 4 月，青岛海鸥福润达成立，青岛基地的正式投产减轻了苏州基地的生产负担，大幅提升了公司的生产能力。目前，基于海鸥 SMC 表面装贴和柔性模具技术，海鸥有巢氏致力于高端产品的研发、生产，主要负责全装修房、高端别墅等订单。海鸥福润达则完成了锦江之星、尚美集团等酒店式公寓整装卫浴的批量采购订单，专注于主打性价比的中低端产品。从短期来看，地产巨头对于整装卫浴的需求集中在中低端酒店、人才公寓。中长期来看，所有装配式住宅（精装商品房等等）都会选用一定比例的整装卫浴。公司在全产品线的布局，保障了短中长期持续发力占领市场。

图表 41：海鸥有巢氏项目案例

酒店公寓



万达长白山酒店

商品房住宅



北京锦华府

高端别墅



浙江宝业会稽山别墅



北京雅世合金公寓



鲁能领秀城



上海虹桥别墅

酒店公寓



东京希尔顿酒店

商品房住宅



泽信公馆

高端别墅



漠河北极村首长别墅

来源：海鸥有巢氏官网，国金证券研究所

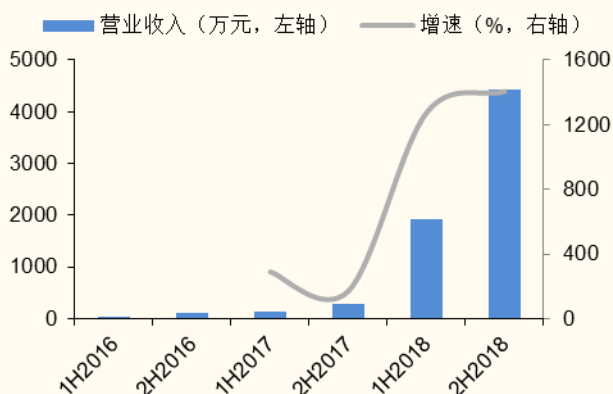
图表 42：海鸥福润达合作伙伴



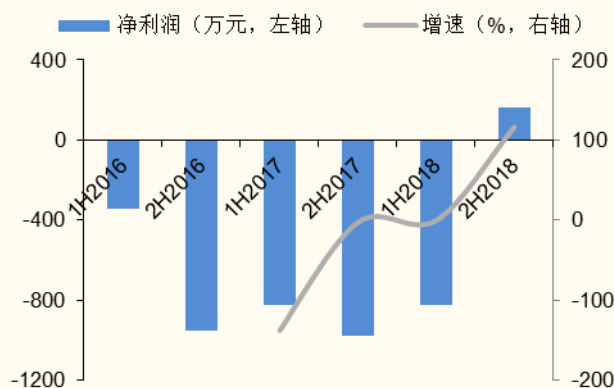
来源：海鸥福润达官网，国金证券研究所

- 产能逐步兑现，深度链接地产巨头，订单充足稳定。自 2015 年 11 月海鸥有巢氏成立以来，拿新地、建新厂、试生产一直在有条不紊进行，虽然近几年整装卫浴的投入小幅拖累了业绩，但随着新厂房、产区分批建成投产，公司承诺的整装卫浴产能逐步转化成产量。2018 年全年海鸥有巢氏实现营收 6,370.80 万元，18 年下半年实现营收 4,439.95 万元，比 2017 年同期增长 1406.01%；实现净利润 161.09 万元，比 2017 年同期增长 116.45%，首次实现盈利。由于整装卫浴产品价格稳定，营收的大幅增长主要来源于订单量的增长。2017 年海鸥中标成为万科集采指定供应商，2018 年海鸥福润达中标万科、龙湖地产整体卫浴集采资格并完成批量出货；苏州海鸥有巢氏继参与雅世合金公寓、泽信公馆、利锦府百年宅项目后，完成鲁能集团领秀城 P2 公园世家项目的交付。目前，公司是唯一一家同时获得万科 SMC 和彩钢板资质的整体卫浴供应商。

图表 43：海鸥有巢氏整装卫浴产能开始兑现



图表 44：海鸥有巢氏 2018 年下半年首度盈利



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

- **产能逐步释放，整装蓝海大有可为。**2017 年公司发行非公开 5,007.64 万股募集资金 4.04 亿元，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、互联网营销 OTO 项目等。截至 2018 年 12 月 31 日，公司已投入募投项目的募集资金 1.40 亿元，尚未投入募投项目的募集资金为 2.62 亿元。苏州有巢氏收购已完成，苏州 6.5 万项目已进行近 40%，珠海 13 万项目变更地点至浙江，同时增加“收购整装卫浴生产设备项目”，帮助孙公司海鸥福润达开展整体卫浴的研发、制造、销售等生产经营活动。随着上述项目的逐步落地，整装卫浴业务发力初见成效，2018 年整装卫浴业务首次产生营收 6,779.35 万元，占比 3.05%，且主要集中于下半年，预计 2019 年会有进一步突破。目前，万科和龙湖等集采整体浴室项目保证了公司充足的订单，三大生产基地几乎满厂，产量约为 4500 套/月，若新厂房建成投产，今年年末有望达到 9000 套/月。

图表 45：海鸥住工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)	项目投资进度	项目实施预期效益
1	收购苏州有巢氏 90%股权	5,400	5,400	100.00%	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	14,835	5,871	39.57%	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，增加未来相关营业收入及盈利能力
3	浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	16,710	1,185	7.09%	
4	收购整体卫浴生产设备项目	1,500	1,500	100.00%	提升海鸥福润达开展整体卫浴的研发、制造、销售能力
5	互联网营销来源： OTO 推广平台项目	372	91.4	24.54%	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：海鸥住工 2018 年年度报告，国金证券研究所

数字化升级确保公司原有业务稳定发展

- **智能化生产车间提升效率。**公司积极在原有生产线基础上进行大规模升级，利用智能化、信息化手段，构建出先进的全智能化生产车间。根据住宅产业化行业相关特性自主设计并研发了可满足个性化定制需求的互联网互通智能生产线。随着智能化车间的投产，使产品误差率不超过 0.1mm，良品率增加 99%，生产效率提升 20%，人力投入减少 30%，资源利用率提升 10%。
- **数据驱动管理平台。**公司通过整合成本中心、信息中心的职能成立数据中心，推动设备与业务系统互联项目、BI 数据平台项目、MRP 管理系统、条码管理系统、生产体系工资标准化项目、标准成本管理系统、预算汇编系统等多个信息化项目平台的建设，为公司经营决策提供重要的支撑。
- **智能家居领域开拓布局，加快智能安防能力建设**
 - 在智能家居方面，珠海爱迪生仍致力于暖通智能控制、空调智能控制、系统集成及物联网科技产品的深度研发、生产与应用，积极引进电子控制技术，逐步实现以温度控制为基础，以智能化控制为方向，逐步开拓智能家居市场领域。2016 年 6 月，珠海爱迪生正式在新三板挂牌，持续加强市场开拓力度，积极整合电子系统的开发和制造，在原有供暖和制冷系统业务渠道的基础上，以智能家居系统为中心，在安防、老人看护、智能门锁等领域内进行新产品开发，为公司第二主业智能家居领域业务提升提供广阔的市场空间。
 - 珠海爱迪生以自有资金与史丹利东铁（上海）五金有限公司、天钺电子（东莞）有限公司、广州爱虎实业有限公司投资设立珠海吉门第科技有限公司，注册资本为人民币 5,000 万元，开展智能门锁及安防产品等产品的生产与销售。本次对外投资契合了公司未来的发展战略引

领中国智能家居及物联网技术的长足发展，实现了公司业务的延伸，拓宽了发展方向，有利于提升公司竞争力，增强公司持续经营能力。

- 公司与谷变贸易、史丹利东铁、云丁贸易和陈静芝投资 3,000 万设立云变科技，将增强公司智能家居等产品的研发制造能力、提升核心竞争力。

■ **股权激励制度落地，充分调动管理层和业务骨干的积极性。**2018 年 7 月 27 日，公司与史丹利东铁（GMT）投资 870 万元设立谷变贸易，拟作为未来公司与 GMT、谷变贸易等投资方设立从事智能家居等产品研发制造公司的员工激励计划平台。公司及 GMT 持有谷变贸易的股权将在上述未来新设智能家居公司业绩承诺达成后，共同以股权转让的方式激励该新设公司的骨干员工，有利于充分调动管理层和业务骨干的积极性。

风险因素

全装修新政策实施效果不达预期风险

- 我们预计全装修新政策将于年内正式实施。若新政策的正式实施延后、或开发商响应政策速度不达预期，或开发商对整装卫浴的接受过程缓慢，都可能造成全装修新政策对整装卫浴行业发展的推动效果不达预期。

房地产行业波动风险

- 公司整装卫浴业务订单未来两三年将主要来自于住宅商品房项目。若房地产行业波动造成全国新售商品房销售套数低于预期，将会对公司整装卫浴业务，进而对公司整体盈利水平产生不利影响。

募投项目进展不顺利风险

- 公司“苏州年产 6.5 万项目”、“浙江年产 13 万项目”等项目投资完成度低于预期，若未来进展不顺，将会影响公司未来产能。

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 2018 年，外销收入占比仍达到 69%。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。

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。

图表 46：海鸥住工盈利预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（万元）	145,789.0	149,990.0	178,656.2	207,064.8	222,469.5	266,904.2	314,754.3	368,331.7
铜合金类产品	124,964.0	116,810.0	117,501.0	131,788.0	137,889.0	155,814.6	174,512.3	195,139.7
锌合金产品	20,825.0	33,180.0	38,157.0	40,290.0	40,209.0	43,425.7	46,465.5	49,253.5
浴缸、陶瓷类	5,412.0	3,568.0	7,072.0	19,199.0	21,484.0	27,929.2	34,911.5	43,508.5
阀门	8,837.0	7,221.0	7,706.0	8,569.0	7,848.0	8,240.4	8,734.8	9,346.3
整装卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	6,779.0	23,048.6	41,487.5	62,231.2
增压宝	0.0	1,377.0	1,735.0	858.0	667.0	700.4	742.4	794.3
其他	4,959.2	9,334.9	6,485.2	6,360.8	7,593.5	7,745.4	7,900.3	8,058.3
营业成本（万元）	108,517.0	118,919.0	138,694.6	162,901.5	178,643.4	212,528.5	248,252.5	288,793.9
铜合金类产品	91,723.0	92,370.0	90,324.0	102,721.0	109,860.0	123,872.6	137,864.7	154,550.6
锌合金产品	16,794.0	26,549.0	29,418.0	31,668.0	29,971.0	32,569.3	34,942.1	37,137.1
浴缸、陶瓷类	6,608.0	4,939.0	7,310.0	17,112.0	21,382.0	26,532.7	32,816.8	40,462.9
阀门	5,276.0	4,779.0	5,020.0	5,726.0	5,444.0	5,702.4	6,062.0	6,495.7
整装卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	5,254.0	16,825.5	29,456.1	42,939.5
增压宝	0.0	1,295.0	525.0	197.0	-29.0	210.1	237.6	278.0
其他	2,684.1	5,868.0	6,097.6	5,477.5	6,761.4	6,815.9	6,873.3	6,930.1
业务利润（万元）	37,272.0	31,071.0	39,961.6	44,163.3	43,826.1	54,375.7	66,501.8	79,537.8
铜合金类产品	33,241.0	24,440.0	27,177.0	29,067.0	28,029.0	31,942.0	36,647.6	40,589.1
锌合金产品	4,031.0	6,631.0	8,739.0	8,622.0	10,238.0	10,856.4	11,523.4	12,116.3
浴缸、陶瓷类	-1,196.0	-1,371.0	-238.0	2,087.0	102.0	1,396.5	2,094.7	3,045.6
阀门	3,561.0	2,442.0	2,686.0	2,843.0	2,404.0	2,538.0	2,672.9	2,850.6
整装卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	1,525.0	6,223.1	12,031.4	19,291.7
增压宝	0.0	82.0	1,210.0	661.0	696.0	490.2	504.8	516.3
其他	2,275.1	3,466.9	387.6	883.3	832.1	929.4	1,027.0	1,128.2
毛利率（%）	25.6	20.7	22.4	21.3	19.7	20.4	21.1	21.6
铜合金类产品	26.6	20.9	23.1	22.1	20.3	20.5	21.0	20.8
锌合金产品	19.4	20.0	22.9	21.4	25.5	25.0	24.8	24.6
浴缸、陶瓷类	-22.1	-38.4	-3.4	10.9	0.5	5.0	6.0	7.0
阀门	40.3	33.8	34.9	33.2	30.6	30.8	30.6	30.5
整装卫浴	-	-	-	-	22.5	27.0	29.0	31.0
增压宝	-	6.0	69.7	77.0	104.3	70.0	68.0	65.0
其他	45.9	37.1	6.0	13.9	11.0	12.0	13.0	14.0
增速（%）	-	2.9	19.1	15.9	7.4	20.0	17.9	17.0
铜合金类产品	-	-6.5	0.6	12.2	4.6	13.0	12.0	11.8
锌合金产品	-	59.3	15.0	5.6	-0.2	8.0	7.0	6.0
浴缸、陶瓷类	-	-34.1	98.2	171.5	11.9	30.0	25.0	24.6
阀门	-	-18.3	6.7	11.2	-8.4	5.0	6.0	7.0
整装卫浴	-	-	-	-	-	240.0	80.0	50.0
增压宝	-	-	26.0	-50.5	-22.3	5.0	6.0	7.0
其他	-	88.2	-30.5	-1.9	19.4	2.0	2.0	2.0

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 经模型测算得出公司 2019-2021 年净利润分别为 1.20/1.48/1.79 亿元，三年 CAGR62.2%，完全摊薄后每股收益为 0.24/0.29/0.35 元。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,787	2,071	2,225	2,669	3,148	3,683
增长率		15.9%	7.4%	20.0%	17.9%	17.0%
主营业务成本	-1,387	-1,629	-1,786	-2,125	-2,483	-2,888
%销售收入	77.6%	78.7%	80.3%	79.6%	78.9%	78.4%
毛利	400	442	438	544	665	795
%销售收入	22.4%	21.3%	19.7%	20.4%	21.1%	21.6%
营业税金及附加	-21	-20	-18	-23	-27	-31
%销售收入	1.2%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-58	-63	-73	-88	-105	-125
%销售收入	3.2%	3.1%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%
管理费用	-235	-235	-268	-340	-424	-491
%销售收入	13.2%	11.3%	12.0%	12.8%	13.5%	13.3%
息税前利润 (EBIT)	85	124	79	93	109	148
%销售收入	4.8%	6.0%	3.6%	3.5%	3.5%	4.0%
财务费用	19	-50	-30	-18	-11	-17
%销售收入	-1.1%	2.4%	1.4%	0.7%	0.3%	0.5%
资产减值损失	-24	9	-15	-6	-2	-2
公允价值变动收益	18	9	-13	0	0	0
投资收益	-12	18	19	70	75	80
%税前利润	n.a	16.5%	39.8%	47.1%	41.4%	36.7%
营业利润	86	110	41	139	172	208
营业利润率	4.8%	5.3%	1.8%	5.2%	5.5%	5.7%
营业外收支	6	0	8	9	9	9
税前利润	93	110	48	149	181	218
利润率	5.2%	5.3%	2.2%	5.6%	5.8%	5.9%
所得税	-6	-13	-7	-22	-27	-33
所得税率	6.2%	11.9%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	87	97	42	126	154	185
少数股东损益	2	5	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	85	92	42	120	148	179
净利率	4.8%	4.4%	1.9%	4.5%	4.7%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	87	97	42	126	154	185
少数股东损益	2	5	0	6	6	6
非现金支出	83	54	85	77	83	93
非经营收益	10	40	30	-48	-62	-61
营运资金变动	19	-18	-117	-70	-195	-246
经营活动现金净流	199	173	39	85	-19	-28
资本开支	-70	-108	-165	-98	-100	-106
投资	-91	-15	-121	0	0	0
其他	2	-44	-98	70	75	80
投资活动现金净流	-159	-167	-384	-28	-25	-26
股权募资	8	399	21	0	0	0
债权募资	-70	91	409	-355	82	106
其他	-29	-71	-69	149	-72	-88
筹资活动现金净流	-92	419	362	-206	11	18
现金净流量	-51	425	17	-149	-34	-36

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	261	697	748	599	565	529
应收款项	443	400	569	597	781	1,014
存货	318	416	390	477	558	649
其他流动资产	52	107	184	193	199	206
流动资产	1,074	1,620	1,890	1,866	2,103	2,398
%总资产	57.5%	66.3%	65.8%	64.7%	66.8%	69.1%
长期投资	118	159	155	155	155	155
固定资产	487	521	576	594	605	610
%总资产	26.1%	21.3%	20.0%	20.6%	19.2%	17.6%
无形资产	117	117	195	212	229	247
非流动资产	795	822	982	1,018	1,046	1,070
%总资产	42.5%	33.7%	34.2%	35.3%	33.2%	30.9%
资产总计	1,869	2,442	2,872	2,884	3,149	3,468
短期借款	209	240	650	298	380	484
应付款项	281	343	346	396	463	539
其他流动负债	57	48	53	60	70	82
流动负债	546	632	1,049	754	913	1,105
长期贷款	70	130	132	132	132	133
其他长期负债	3	3	28	28	28	29
负债	620	765	1,209	914	1,074	1,267
普通股股东权益	1,185	1,621	1,589	1,890	1,989	2,109
少数股东权益	64	56	74	80	86	92
负债股东权益合计	1,869	2,442	2,872	2,884	3,149	3,468

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.186	0.182	0.083	0.238	0.292	0.354
每股净资产	2.596	3.202	3.138	3.732	3.927	4.164
每股经营现金净流	0.437	0.342	0.077	0.169	-0.038	-0.056
每股股利	0.100	0.100	0.000	0.078	0.096	0.117
回报率						
净资产收益率	7.17%	5.67%	2.64%	6.37%	7.43%	8.49%
总资产收益率	4.55%	3.77%	1.46%	4.17%	4.70%	5.16%
投入资本收益率	5.23%	5.33%	2.80%	3.28%	3.59%	4.47%
增长率						
主营业务收入增长率	4.18%	15.90%	7.44%	19.97%	17.93%	17.02%
EBIT增长率	22.52%	45.16%	-35.85%	16.70%	17.76%	35.77%
净利润增长率	84.18%	8.22%	-54.38%	186.97%	22.81%	21.14%
总资产增长率	1.58%	30.69%	17.59%	0.41%	9.19%	10.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.0	71.4	74.2	76.0	85.0	95.0
存货周转天数	88.8	82.3	82.4	82.0	82.0	82.0
应付账款周转天数	50.0	49.0	53.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	95.8	85.6	88.2	75.4	64.5	55.1
偿债能力						
净负债/股东权益	1.41%	-20.03%	2.04%	-8.57%	-2.56%	4.01%
EBIT利息保障倍数	-4.4	2.5	2.6	5.2	10.2	8.5
资产负债率	33.17%	31.33%	42.09%	31.69%	34.10%	36.53%

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	1	2	3	3
增持	0	1	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.50	1.40	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-30	买入	8.75	N/A
2	2018-02-28	买入	6.26	N/A

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“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


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH