

信义山证汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

海鸥住工 (002084.SZ)

维持评级

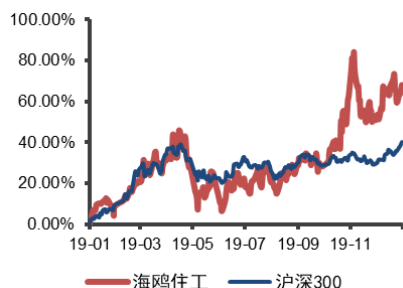
报告原因：公告点评

拟收购越南公司拓展高端瓷砖，装配式卫浴援建“小汤山”医院 增持

2020年2月3日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年1月23日

收盘价(元):	6.00
年内最高/最低(元):	7.47/4.12
流通A股/总股本(亿):	4.91/5.06
流通A股市值(亿):	30
总市值(亿):	29

基础数据：2019年9月30日

基本每股收益	0.22
摊薄每股收益:	0.22
每股净资产(元):	3.11
净资产收益率:	6.86%

分析师：杨晶晶

证书编号：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】海鸥住工 (002084.SZ): 整装卫浴再下一城，全装修政策与订单驱动下迎来拐点》2020-01-08

事件描述

➤ 海鸥住工全资孙公司 Sun Talent 签署股份买卖协议，拟收购越南大同奈公司 51.45% 股权：2月3日，海鸥住工发布公告称，公司全资孙公司 Sun Talent 于1月31日签署了附生效条件的《股份买卖协议书》，根据该协议 Sun Talent 公司拟以总价款新台币 350,000,000 元（折人民币 8,027.44 万元）购买 Union Time 公司 100% 股权、大同奈公司 22.25% 股权及 Union Time 股东贷款。本次购买完成后，公司全资孙公司 Sun Talent 公司将直接加间接持有大同奈公司 51.45% 股权，为其控股股东；公司将间接持有大同奈公司 51.45% 股权，取得大同奈公司的控股权。

事件点评

➤ 拟收购标的大同奈公司为越南老牌上市公司，主营瓷砖且具备大规模产能，有助于公司完善整装厨卫全品类的布局，逐步开拓快速增长的东盟十国市场。大同奈公司成立于 1994 年，2006 年在越南胡志明市证券交易所挂牌上市，是越南胡志明市老牌上市公司，已发行 1037 万股，拥有高端瓷砖年生产能力 1700 万平方米，相当于目前蒙娜丽莎 1/3 的产能，生产与销售瓷砖包括地砖、壁砖、石英石砖、抛光石英石砖和各种瓷器产品。以及建筑各民用工程、工业工程。总占地约 29 万平方米，在胡志明市、芹苴、河内、海防、芽庄、岘港、同奈（巴地头顿）有 7 个营销分公司。2019 年，大同奈公司实现销售收入 32,903.37 万元人民币，净利润 214.81 万元人民币，净资产 14,209.36 万元人民币（数据未经审计）。通过本次产业链整合，公司业务正式拓展至瓷砖板块的生产经营，有利于促进公司高端瓷砖整装卫浴业务的发展，完成东盟十国市场布局，加快发展内销及一带一路市场。

➤ 新冠疫情影响下，公司以装配式整体卫浴分批援建河南、武汉“小汤山”医院，参照日本装配式住宅发展历史，此次事件有望推动我国装配式卫浴的普及与发展进程，2020 年有望迎来快速增长。公司近日为河南版“小汤山医院”（原郑州市第一人民医院港区医院老院区改造项目）的建设捐赠装配式整装卫浴等产品；1月30日，海鸥住工的 380 套整体浴室已发往武汉，其中 200 套左右为捐赠物资。装配式整体卫浴采用部件化、工厂化生产方式，安装只需 4 小时，传统装修则需要 14 天以上，有效提高整体效率。除了目前的防疫医院外，公寓、酒店、学校、别墅、住宅、商办都适合装



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

装配式卫浴。国家近年来持续推进装配式建筑的落地，在 2017 年发布《“十三五”装配式建筑行动方案》中，提出到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上的工作目标。

➤ **以收购延展产业链，传统外销代工企业转型脚步清晰，公司逐步培育海鸥自有品牌，完善内装工业化、整装卫浴和定制家居版图。**2014 年以来，公司相继收购了南欧卫浴、珠海爱迪生、苏州有巢氏、四维卫浴、雅科波罗等多家行业内公司，将业务延伸至整装卫浴、智能家居、定制家具等领域。2019 年 12 月 24 日，公司与冠军建材股份有限公司签署合作意向协议，拟收购冠军建材全资子公司不超过 60%股权，将业务拓展至瓷砖的生产经营。2020 年 1 月 6 日，公司控股孙公司有巢氏拟以现金 3731.76 万元收购科筑集成 100%股权，有利于进一步扩大整装卫浴市场份额。

➤ **公司业绩拐点已至，全装修政策与订单驱动下迎来高速增长期。**2019 年前三季度，公司实现营业收入 18.33 亿元，同比增长 16.34%，净利润 1.08 亿元，同比增长 211.89%，三季度末预收账款 3560 万元，同比增长 225%。单季度来看，公司营收、净利润规模及增速环比显著增长。2019 Q1/Q2/Q3，公司分别实现营业收入 5.48、6.45、6.41 亿元，同比分别增长 9.24%、18.24%、21.09%；对应的净利润分别为 0.05、0.50、0.54 亿元，同比分别增长-78.67%、172.24%、1086.09%。公司预计 2019 年实现净利润 1.08~1.50 亿元，同比增长 158.46%~257.59%。

➤ **整装卫浴业绩超预期，收入贡献显著提升，业绩持续快速释放。**公司目前拥有“有巢氏”和“海鸥福润达”两大定制整装卫浴品牌，产能及客户资源充足。2019Q1-3 公司整装卫浴实现营收 1.37 亿元，同比增长 319.77%；Q3 实现营收 4347.27 万元，同比增长 401.97%，单三季度整装卫浴营收占比已达 6.78%。2019 上半年，公司整装卫浴实现收入 9307.73 万元，同比增长 382.51%，整装卫浴收入占比达到 7.80%，相对 18 上半年提升 5.96 个百分点。整装卫浴收入环比加速明显，业绩持续高速释放。公司整装卫浴产能达到 20 万套/年，浙江 13 万套和苏州 6.5 万套年产能预计 2020 年底投产。2019 年上半年公司通过整合重点城市营销中心，建立了华南、华东、华中、西南、北京及东北六大整装卫浴销售区域，有利于扩大整装卫浴销售区域覆盖面；海鸥福润达 2019 年先后中标成为旭辉领寓、卓越集团、华润置地、上坤集团、绿地香港集采供应商，同时还是龙湖地产、越秀地产以及万科地产 SMC 和彩钢板两种材质整装卫浴集采供应商。

➤ **商誉规模及减值风险较小，偿债能力、现金流量表现良好。**截至 2019 三季度末，公司商誉规模仅为 585.89 万元，巨额商誉减值风险较小；资产负债率为 44.84%，速动比率为 1.35，短期内基本不存在偿债压力。同时，2019 年前三季度，公司经营现金流净额为 0.94 亿元，较去年同期增长 209.90%，销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为 96.89，较去年同期增加 6.44 个百分点，销售回款有所加快。

投资建议

- 预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 1.27、1.56、2.03 亿元，同比增长 201.45%、23.57%、29.65%，对应 EPS 为 0.25/0.31/0.40 元，PE 为 24.25/19.63/15.14 倍，维持“增持”评级。

存在风险

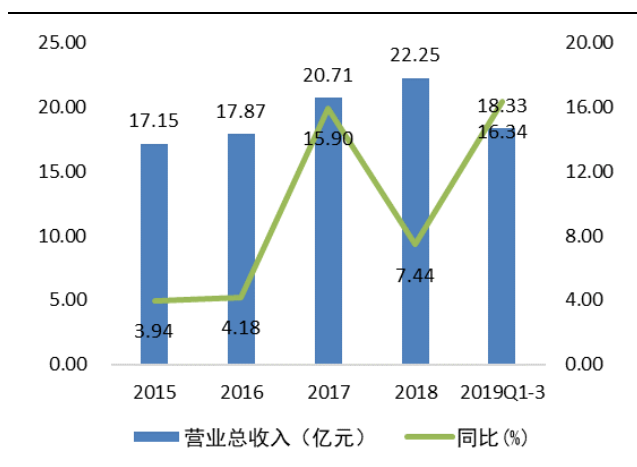
- 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务发展不及预期等。

会计年度		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）		2,070.6	2,224.7	2,602.9	3,032.4	3,487.2
	同比增长	15.90%	7.44%	17.00%	16.50%	15.00%
归母净利润（百万元）		92.0	41.9	126.5	156.3	202.6
	同比增长	8.22%	-54.38%	201.45%	23.57%	29.65%
每股收益（元）		0.18	0.08	0.25	0.31	0.40
PE		33.04	72.43	24.25	19.63	15.14
PB		1.87	1.91	0.95	0.91	0.87

数据来源：wind

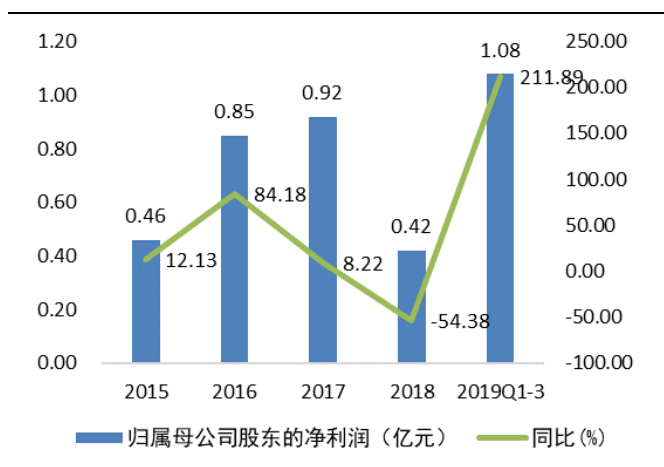


图 1：公司营业收入及同比增速



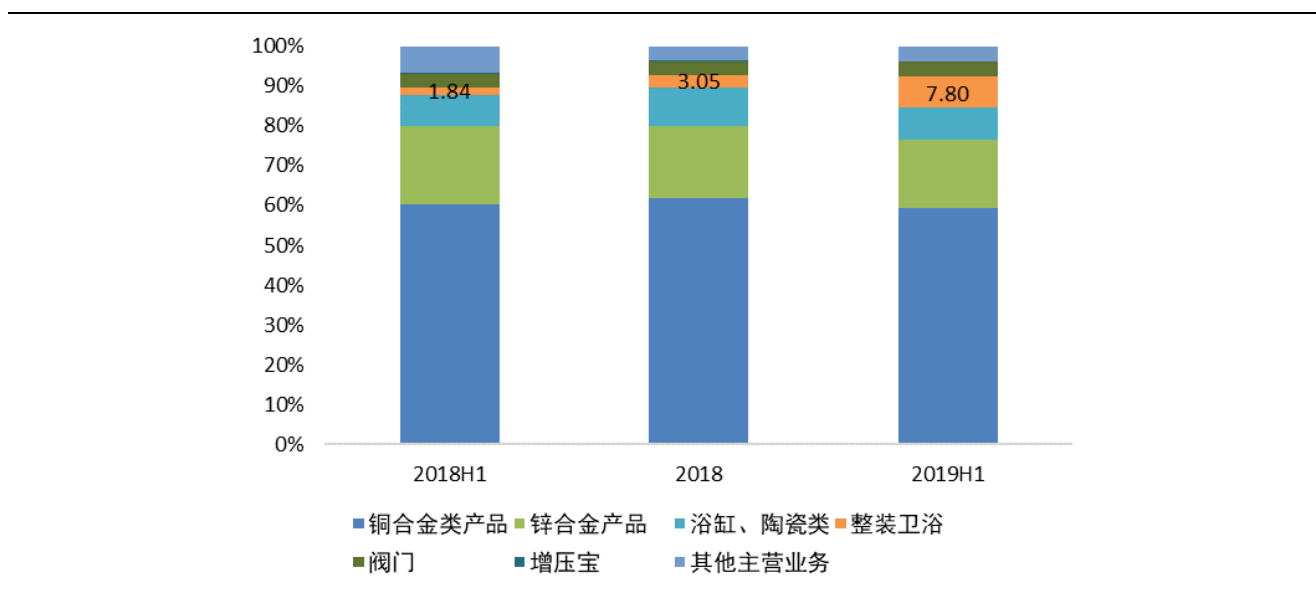
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：公司主营业务收入构成



资料来源：wind，山西证券研究所



利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,070.6	2,224.7	2,602.9	3,032.4	3,487.2	成长性					
减:营业成本	1,629.0	1,786.4	2,006.8	2,331.9	2,678.2	营业收入增长率	15.9%	7.4%	17.0%	16.5%	15.0%
营业税费	19.7	18.1	23.4	29.3	31.7	营业利润增长率	27.3%	-63.1%	263.9%	19.5%	31.1%
销售费用	63.3	73.0	147.1	166.8	184.8	净利润增长率	63.6%	6.3%	-3.0%	15.1%	94.2%
管理费用	234.8	174.9	277.2	318.4	355.7	EBITDA增长率	114.5%	4.6%	-3.4%	22.2%	31.0%
财务费用	50.1	30.1	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	124.7%	-56.8%	107.2%	22.4%	30.5%
资产减值损失	-8.7	15.4	-1.0	7.5	3.3	NOPLAT增长率	8.2%	-54.4%	201.5%	23.6%	29.7%
加:公允价值变动收益	9.4	-12.7	1.2	1.3	-1.2	投资资本增长率	11.4%	27.7%	23.9%	34.0%	14.0%
投资和汇兑收益	1.7	6.1	-5.4	-2.4	0.0	净资产增长率	34.3%	-0.8%	97.8%	4.8%	5.0%
营业利润	110.0	40.6	147.6	176.4	231.3	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	7.9	-2.3	3.0	2.1	毛利率	21.3%	19.7%	22.9%	23.1%	23.2%
利润总额	109.9	48.5	145.3	179.3	233.4	营业利润率	5.3%	1.8%	5.7%	5.8%	6.6%
减:所得税	13.1	6.7	18.9	23.1	30.8	净利率	4.4%	1.9%	4.9%	5.2%	5.8%
净利润	92.0	41.9	126.5	156.3	202.6	EBITDA/营业收入	10.0%	9.9%	8.2%	8.1%	13.7%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	6.9%	6.8%	5.6%	5.8%	6.7%
货币资金	696.5	747.6	1,553.5	1,081.1	946.1	投资回报率					
交易性金融资产	9.4	-	3.3	4.2	2.5	ROE	5.7%	2.6%	3.9%	4.6%	5.7%
应收帐款	390.8	560.2	595.4	693.6	797.7	ROA	4.0%	1.5%	3.2%	3.7%	4.5%
应收票据	9.6	8.8	-	-	-	ROIC	13.1%	5.1%	8.2%	8.1%	7.9%
预付帐款	35.3	20.2	42.9	49.8	57.2	费用率					
存货	416.4	390.2	274.9	319.4	366.9	销售费用率	3.1%	3.3%	5.7%	5.5%	5.3%
其他流动资产	61.9	163.3	168.2	173.3	178.5	管理费用率	11.3%	7.9%	10.7%	10.5%	10.2%
可供出售金融资产	88.1	59.4	-	-	-	财务费用率	2.4%	1.4%	-0.1%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	16.8%	12.5%	16.2%	16.0%	15.5%
长期股权投资	71.3	95.5	95.5	95.5	95.5	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	83	83	103	138	155
固定资产	485.3	537.8	949.8	1,370.6	1,641.3	流动资产周转天数	234	284	313	294	241
在建工程	35.8	37.8	117.1	237.8	232.7	应收帐款周转天数	72	77	53	53	61
无形资产	88.7	146.0	136.8	127.7	118.5	存货周转天数	81	81	60	46	62
其他非流动资产	24.5	56.0	57.7	59.4	61.2	总资产周转天数	375	430	476	488	450
资产总额	2,442.3	2,871.9	4,014.3	4,213.3	4,498.4	偿债能力					
短期借款	170.0	519.5	242.8	242.8	293.8	资产负债率	31.3%	42.1%	18.1%	18.2%	19.6%
应付票据	2.5	27.4	32.0	37.3	42.9	负债权益比	45.6%	72.7%	22.0%	22.3%	24.4%
应付账款	257.3	261.6	291.7	338.9	389.2	流动比率	2.56	1.80	3.79	3.15	2.76
其他流动负债	3.4	27.9	29.2	30.7	32.2	速动比率	1.90	1.43	3.40	2.72	2.33
长期借款	130.0	132.0	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	3.4	27.9	29.2	30.7	32.2	业绩和估值指标					
负债总额	765.3	1,208.8	725.2	767.9	882.4	EPS(元)	0.18	0.08	0.25	0.31	0.40
股本	506.4	506.4	511.1	511.1	511.1	BVPS(元)	3.20	3.14	6.29	6.60	6.93
资本公积与留存收益	505.5	496.8	623.2	779.5	961.8	PE(X)	33.0	72.4	24.3	19.6	15.1
少数股东权益	55.7	74.2	74.2	74.2	74.2	PB(X)	1.9	1.9	1.0	0.9	0.9
股东权益	1,677.0	1,663.1	3,289.1	3,445.3	3,616.1	P/FCF	50.3	25.1	-3.9	-6.3	-29.7
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	P/S	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9
净利润	96.8	41.8	126.5	156.3	202.6	EV/EBITDA	13.9	8.7	8.2	9.1	5.1
加:折旧和摊销	-8.7	15.4	-	-	-	CAGR(%)	17.3%	69.2%	13.3%	17.3%	69.2%
资产减值准备	72.2	93.3	67.9	67.9	243.9	PEG	191.1%	104.6%	182.8%	113.5%	21.9%
公允价值变动损失	-9.4	12.7	1.2	1.3	-1.2						
财务费用	44.0	26.3	-2.5	1.0	1.0						
投资收益	-1.7	-6.1	5.4	2.4	-0.0						
少数股东损益	4.9	-0.1	-	-	-						
营运资金的变动	-24.3	-224.1	147.4	-95.5	-102.8						
经营活动产生现金流量	182.4	63.1	345.7	133.4	343.4						
投资活动产生现金流量	-167.4	-384.1	-503.1	-604.8	-496.5						
融资活动产生现金流量	428.8	351.2	1,240.0	-1.0	-32.9						

数据来源: wind

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

