

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

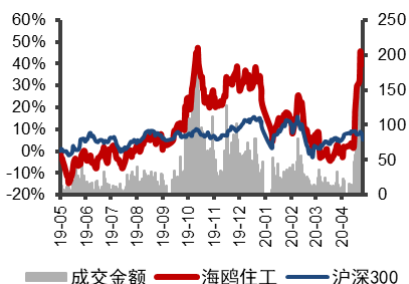
报告原因：公告点评

与浙建集团达成战略合作，注入国企平台优势和整装卫浴新动能 增持

2020 年 5 月 25 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 5 月 25 日

收盘价(元):	7.54
年内最高/最低(元):	7.67/4.60
流通 A 股/总股本(亿):	4.91/5.06
流通 A 股市值(亿):	37.0
总市值(亿):	38.2

基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益	-0.04
摊薄每股收益:	-0.04
每股净资产(元):	3.14
净资产收益率:	-1.31%

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) 一季报点评：Q1 在手订单充足，整装卫浴业务有望加速释放》2020-04-30

事件描述

➤ 公司与浙建集团签署战略合作协议及合资框架协议：海鸥住工 5 月 25 日午间公告，22 日，公司与浙江省建工集团有限责任公司（简称“浙建集团”）签署了《战略合作协议》及《合资框架协议》，双方就组建合资公司、共同投资建设新型建筑工业化产业园内装饰部品部件基地的整装卫浴项目等事项签署了合作协议。本报告对相关合作事项及其潜在影响进行点评。

事件点评

➤ 公司首次尝试与大型国企合作，本次签署合作协议有助于公司加快装配式建筑和内装工业化的产业布局，进一步提升持续盈利能力。浙建集团资质优秀、规模庞大、市场资源广阔，被住建部认定为“国家级装配式建筑产业基地”，与公司对建筑工业化的理念一致、优势互补。浙江省建工集团有限责任公司是集房屋建筑、钢结构、幕墙装饰、轨道交通、机电安装、地基基础、市政工程、水利水电、地下空间、特种结构施工及投融资为一体的大型国有企业，实际控制人为浙江省国资委，注册资本 10 亿元；是全国首批房屋建筑工程施工总承包特级企业，同时拥有建筑工程设计甲级、风景园林工程设计乙级、市政公用工程施工总承包一级和 7 个专业承包一级资质；集团位列中国承包商 80 强第 9 名，2018 年新签合同额、企业总产值双超 1000 亿元，年施工面积 4000 万平方米以上，施工辐射 32 个省市及新加坡、阿尔及利亚、科威特等国，在国内形成了西北、中南、北分等十大区域市场。

➤ 双方共同组建合资公司，有助于公司与浙建集团在技术、设计、管理、市场和产品等多层面实现优势互补和合作共赢。双方共同增资“浙江建工装饰集成科技有限公司”，注册资本由 3000 万元人民币增资到 5000 万元人民币，浙建集团、海鸥住工及其关联企业分别持股 50%。

➤ 双方共同投资建设整装卫浴项目，有助于公司进一步完善全品类布局，同时推动整装卫浴和木作橱柜的产能扩张。双方共同投资建设龙游县浙建集团浙西新型建筑工业化产业园内装饰部品部件基地的整装卫浴项目，包括：SMC 复合材料、彩钢板及瓷砖等整装卫浴生产线及木作橱柜生产线等，以及展示区、样板区、办公区及仓库等。浙西新型建筑工业化产业园是浙建集团的投资的集研发生产销售于一体的现代全产业链项目，规划总用地



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

面积 1000 亩，总投资超过 20 亿元，主要包括浙建集团所属成员企业建筑工业化项目、新兴战略产业投资项目、合作引进建筑工业化产业链配套项目等。

➤ **浙建集团推动成员企业优先使用合资公司产品，背靠国企平台优势，公司有望进一步拓宽海内外销售渠道和客户资源。**双方同意共同开拓内外部市场，浙建集团推动成员企业同等条件下优先使用合资公司产品，海鸥住工为合资公司提供包括整体卫生间、整体橱柜等在内必要的技术和产能支持。双方互为对方提供产品、技术和产能支持，共同整合资源，共同开发“一带一路”和国际市场。

➤ **Q1 预收/预付账款同比大幅增加，显示出公司在手订单充足，随着疫情得到控制和全面复工复产，前期积压的订单有望加速转化为收入。**一季度末，公司预收账款为 0.39 亿元，同比增加 234.44%，主要系预收客户货款大幅增加所致；预付账款为 0.59 亿元，同比增加 127.56%，主要系预付供应商货款大幅增加所致。截至 4 月 8 日，公司各工厂开工已经提升至 90% 以上，因公司出口产品属于欧美国家抗疫期间必需产品，目前出口订单仍然饱满。

➤ **整装卫浴业务持续快速释放，2019 年销售收入实现同比增长 170.22%，公司 2020 年至今的接单量可观。**公司拥有“有巢氏”和“海鸥福润达”两大定制整装卫浴品牌，2019 年整装卫浴实现收入 1.83 亿元，同比增长 170.22%，占营业总收入比重提升 4.08pct 至 7.13%。报告期内，公司已覆盖成为龙湖地产、越秀地产、万科地产、旭辉领寓、卓越集团、上坤、华润、绿地香港的战略集采供应商。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。

投资建议

➤ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 1.62、2.08、2.59 亿元，同比增长 24.14%、27.86%、24.82%，对应 EPS 为 0.32/0.41/0.51 元，PE 为 23.59/18.45/14.78 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；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装卫浴业务发展不及预期等。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,224.70	2,569.42	2,862.34	3,377.56	3,850.42
同比增长	7.44%	15.50%	11.40%	18.00%	14.00%
归母净利润（百万元）	41.95	130.89	162.49	207.77	259.33
同比增长	-54.38%	212.03%	24.14%	27.86%	24.82%
每股收益（元）	0.08	0.26	0.32	0.41	0.51
PE	91.02	29.17	23.59	18.45	14.78
PB	2.40	2.37	2.00	1.80	1.63

数据来源：wind

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,224.7	2,569.4	2,862.3	3,377.6	3,850.4	成长性					
减:营业成本	1,786.4	1,943.9	2,182.5	2,566.9	2,907.1	营业收入增长率	7.4%	15.5%	11.4%	18.0%	14.0%
营业税费	18.1	21.7	25.8	29.7	33.1	营业利润增长率	-63.1%	276.3%	23.9%	25.1%	24.2%
销售费用	73.0	146.2	164.6	195.9	221.4	净利润增长率	6.3%	67.3%	-29.1%	19.5%	75.9%
管理费用	174.9	176.2	302.3	347.9	392.7	EBITDA增长率	4.6%	94.2%	-36.1%	27.3%	24.1%
财务费用	30.1	37.2	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	-56.8%	178.0%	-4.2%	28.0%	24.7%
资产减值损失	15.4	-4.8	-1.8	-0.0	2.2	NOPLAT增长率	-54.4%	212.0%	24.1%	27.9%	24.8%
加:公允价值变动收益	-12.7	3.0	2.9	-0.9	-0.3	投资资本增长率	27.7%	8.3%	13.9%	34.7%	13.6%
投资和汇兑收益	6.1	2.6	-5.4	1.3	1.1	净资产增长率	-0.8%	3.2%	18.0%	10.3%	9.9%
营业利润	40.6	152.7	189.1	236.5	293.7	利润率					
加:营业外净收支	7.9	-1.7	-2.3	1.0	1.2	毛利率	19.7%	24.3%	23.8%	24.0%	24.5%
利润总额	48.5	151.0	186.8	237.4	295.0	营业利润率	1.8%	5.9%	6.6%	7.0%	7.6%
减:所得税	6.7	16.2	24.3	29.7	35.6	净利率	1.9%	5.1%	5.7%	6.2%	6.7%
净利润	41.9	130.9	162.5	207.8	259.3	EBITDA/营业收入	9.9%	14.3%	9.1%	9.2%	14.2%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	6.8%	11.4%	6.5%	7.0%	7.7%
货币资金	747.6	565.2	344.9	-83.0	-144.7	投资回报率					
交易性金融资产	-	-	2.0	0.7	0.9	ROE	2.6%	8.1%	8.5%	9.8%	11.1%
应收帐款	560.2	606.4	660.3	779.2	888.3	ROA	1.5%	4.5%	5.6%	6.5%	7.4%
应收票据	8.8	114.6	-	-	-	ROIC	5.1%	11.1%	9.8%	11.0%	10.2%
预付帐款	20.2	38.7	42.9	50.5	57.2	费用率					
存货	390.2	584.6	299.0	351.6	398.2	销售费用率	3.3%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%
其他流动资产	163.3	87.0	89.6	92.3	95.0	管理费用率	7.9%	6.9%	10.6%	10.3%	10.2%
可供出售金融资产	59.4	-	-	-	-	财务费用率	1.4%	1.4%	-0.1%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.5%	14.0%	16.2%	16.1%	16.0%
长期股权投资	95.5	77.5	77.5	77.5	77.5	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	83	77	97	127	144
固定资产	537.8	566.4	977.8	1,400.4	1,671.6	流动资产周转天数	284	272	216	140	116
在建工程	37.8	75.7	149.4	262.0	247.2	应收帐款周转天数	77	82	53	53	62
无形资产	146.0	145.7	136.9	128.2	119.5	存货周转天数	81	90	73	46	70
其他非流动资产	56.0	88.8	91.4	94.2	97.0	总资产周转天数	430	413	374	325	313
资产总额	2,871.9	3,022.4	2,921.7	3,181.4	3,513.9	偿债能力					
短期借款	519.5	354.6	348.0	348.0	392.5	资产负债率	42.1%	43.2%	30.7%	29.9%	30.2%
应付票据	27.4	14.6	16.3	19.2	21.9	负债权益比	72.7%	76.2%	44.4%	42.6%	43.2%
应付账款	261.6	456.8	365.0	429.3	486.2	流动比率	1.80	2.01	1.66	1.30	1.26
其他流动负债	27.9	30.9	32.4	34.0	35.7	速动比率	1.43	1.42	1.32	0.92	0.87
长期借款	132.0	280.4	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	27.9	30.9	32.4	34.0	35.7	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债总额	1,208.8	1,306.6	897.9	949.9	1,060.6	EPS(元)	0.08	0.26	0.32	0.41	0.51
股本	506.4	506.4	508.3	508.3	508.3	BVPS(元)	3.14	3.18	3.77	4.18	4.62
资本公积与留存收益	496.8	627.7	790.2	997.9	1,231.3	PE(X)	91.0	29.2	23.6	18.4	14.8
少数股东权益	74.2	107.0	107.0	107.0	107.0	PB(X)	2.4	2.4	2.0	1.8	1.6
股东权益	1,663.1	1,715.7	2,023.8	2,231.5	2,453.3	P/FCF	31.6	-33.5	-10.0	-8.5	-90.2
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	P/S	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
净利润	41.8	134.8	162.5	207.8	259.3	EV/EBITDA	8.7	9.1	14.6	13.7	8.0
加:折旧和摊销	15.4	4.8	-	-	-	CAGR(%)	70.7%	24.4%	18.8%	70.7%	24.4%
资产减值准备	93.3	95.0	73.7	73.7	252.6	PEG	128.8%	119.7%	125.3%	26.1%	60.6%
公允价值变动损失	12.7	-3.0	2.9	-0.9	-0.3						
财务费用	26.3	38.3	-2.5	1.0	1.0						
投资收益	-6.1	-2.6	5.4	-1.3	-1.1						
少数股东损益	-0.1	3.9	-	-	-						
营运资金的变动	-224.1	-102.7	265.3	-110.6	-79.9						
经营活动产生现金流量	63.1	124.1	507.3	169.7	431.6						
投资活动产生现金流量	-384.1	25.3	-559.9	-596.6	-499.3						
融资活动产生现金流量	351.2	-325.3	-161.1	-1.0	-38.5						

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

