

# 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：业绩点评

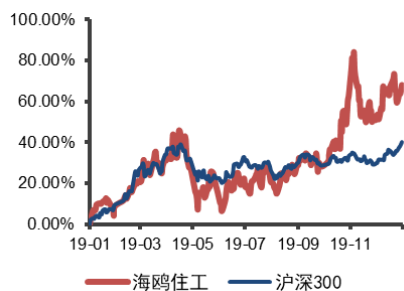
整装卫浴业务快速释放，盈利能力显著提升

增持

2020年3月31日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年3月30日

收盘价(元):	5.38
年内最高/最低(元):	6.92/4.86
流通A股/总股本(亿):	4.91/5.06
流通A股市值(亿):	27
总市值(亿):	28

基础数据：2019年12月31日

基本每股收益	0.26
摊薄每股收益:	0.26
每股净资产(元):	3.18
净资产收益率:	8.19%

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

➢ 公司发布2019年度报告：2019年公司实现营业收入25.69亿元，同比增长15.50%；归属于上市公司股东的净利润1.31亿元，同比增长212.03%；扣非归母净利润1.11亿元，同比增长111.22%。业绩符合此前的预期。

事件点评

➢ 2019Q4营收同比增长13.45%，归母净利润同比增长212.71%，全装修政策与订单驱动下迎来快速增长。公司2019Q4实现营业收入7.36亿元，同比增长13.45%；归母净利润0.22亿元，同比增长212.71%；扣非后归母净利润0.13亿元，同比下滑51.57%（主要系Q4计提股权激励费用1100万所致）。公司2019Q1/Q2/Q3营收增速分别为9.24%/18.24%/21.09%；归母净利润增速分别为-78.67%/172.24%/1086.09%；扣非归母净利润增速分别为-82.59%/202.31%/401.97%/-51.57%。

➢ 盈利能力显著改善，各类产品毛利率均有显著提升。2019年毛利率同比提升4.64pct至24.34%，净利率同比提升3.37pct至5.25%，期间费用率同比提升1.30pct至17.97%，其中销售费用同比增加2.41pct至5.69%，研发支出同比增加9.98%至1.02亿元，占营业收入比例为3.97%。分产品来看：铜合金类产品毛利率提升2.41pct至22.74%，锌合金产品毛利率提升1.35pct至26.81%，整装卫浴产品毛利率提升12.50pct至35.00%。

➢ 回款有所加快，现金流量情况向好。2019年公司经营性净现金流量净额同比增长96.68%至1.24亿元；销售商品提供劳务收到的现金/营业收入比重同比提升1.54pct至4.82%；经营活动现金流量净额/营业收入比重同比提升1.99pct至4.82%。

➢ 整装卫浴业务持续快速释放，2019年销售收入同比增长170.22%。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。2019年上半年公司建立了华南、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。



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

### 投资建议

- 预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 1.58、2.11、2.52 亿元，同比增长 20.60%、33.88%、19.28%，对应 EPS 为 0.31/0.42/0.50 元，PE 为 16.24/12.13/10.17 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；整装卫浴业务发展不及预期等。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2021E
营业收入（百万元）	2,224.7	2,569.4	2,763.4	3,260.8	3,717.3
同比增长	7.44%	15.50%	7.55%	18.00%	14.00%
归母净利润（百万元）	41.9	130.9	157.9	211.3	252.1
同比增长	-54.38%	212.03%	20.60%	33.88%	19.28%
每股收益（元）	0.08	0.26	0.31	0.42	0.50
PE	60.96	19.54	16.24	12.13	10.17
PB	1.61	1.59	1.34	1.21	1.10

数据来源：wind

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,224.7</b>	<b>2,569.4</b>	<b>2,763.4</b>	<b>3,260.8</b>	<b>3,717.3</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,786.4	1,943.9	2,100.2	2,465.2	2,806.6	营业收入增长率	7.4%	15.5%	7.5%	18.0%	14.0%
营业税费	18.1	21.7	24.9	28.6	31.9	营业利润增长率	-63.1%	276.3%	20.4%	30.9%	18.7%
销售费用	73.0	146.2	165.8	189.1	211.9	净利润增长率	6.3%	67.3%	-30.6%	23.6%	71.0%
管理费用	174.9	176.2	291.8	335.9	379.2	EBITDA增长率	4.6%	94.2%	-37.9%	33.3%	18.6%
财务费用	30.1	37.2	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	-56.8%	178.0%	-7.0%	34.1%	19.2%
资产减值损失	15.4	-4.8	-1.8	-0.0	2.2	NOPLAT增长率	-54.4%	212.0%	20.6%	33.9%	19.3%
加:公允价值变动收益	-12.7	3.0	4.1	-1.7	-0.2	投资资本增长率	27.7%	8.3%	12.6%	34.9%	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%	17.6%	10.5%	9.7%
<b>营业利润</b>	<b>40.6</b>	<b>152.7</b>	<b>183.8</b>	<b>240.6</b>	<b>285.5</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	7.9	-1.7	-2.3	1.0	1.2	毛利率	19.7%	24.3%	24.0%	24.4%	24.5%
<b>利润总额</b>	<b>48.5</b>	<b>151.0</b>	<b>181.5</b>	<b>241.5</b>	<b>286.7</b>	营业利润率	1.8%	5.9%	6.6%	7.4%	7.7%
减:所得税	6.7	16.2	23.6	30.2	34.6	净利润率	1.9%	5.1%	5.7%	6.5%	6.8%
<b>净利润</b>	<b>41.9</b>	<b>130.9</b>	<b>157.9</b>	<b>211.3</b>	<b>252.1</b>	EBITDA/营业收入	9.9%	14.3%	9.2%	9.7%	14.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	6.8%	11.4%	6.6%	7.4%	7.7%
货币资金	747.6	565.2	359.3	-60.5	-125.3	<b>投资回报率</b>					
交易性金融资产	-	-	3.1	1.0	1.4	ROE	2.6%	8.1%	8.3%	10.0%	10.8%
应收帐款	560.2	606.4	637.5	752.2	857.6	ROA	1.5%	4.5%	5.4%	6.7%	7.2%
应收票据	8.8	114.6	-	-	-	ROIC	5.1%	11.1%	9.5%	11.3%	10.0%
预付帐款	20.2	38.7	41.3	48.5	55.2	<b>费用率</b>					
存货	390.2	584.6	287.7	337.7	384.5	销售费用率	3.3%	5.7%	6.0%	5.8%	5.7%
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%	16.5%	16.1%	15.9%
长期股权投资	95.5	77.5	77.5	77.5	77.5	<b>运营效率</b>					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	83	77	101	131	149
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	222	143	118
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	75	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	386	335	322
<b>资产总额</b>	<b>2,871.9</b>	<b>3,022.4</b>	<b>2,901.5</b>	<b>3,161.4</b>	<b>3,487.4</b>	<b>偿债能力</b>					
短期借款	519.5	354.6	348.0	348.0	392.5	资产负债率	42.1%	43.2%	30.4%	29.5%	29.9%
应付票据	27.4	14.6	15.7	18.6	21.1	负债权益比	72.7%	76.2%	43.7%	41.8%	42.6%
应付账款	261.6	456.8	351.3	412.3	469.4	流动比率	1.80	2.01	1.67	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	1.33	0.93	0.88
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	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>1,208.8</b>	<b>1,306.6</b>	<b>883.0</b>	<b>931.5</b>	<b>1,042.3</b>	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
股本	506.4	506.4	507.7	507.7	507.7	EPS(元)	0.08	0.26	0.31	0.42	0.50
资本公积与留存收益	496.8	627.7	785.5	996.9	1,223.7	BVPS(元)	3.14	3.18	3.76	4.18	4.61
少数股东权益	74.2	107.0	107.0	107.0	107.0	PE(X)	61.0	19.5	16.2	12.1	10.2
<b>股东权益</b>	<b>1,663.1</b>	<b>1,715.7</b>	<b>2,018.5</b>	<b>2,229.8</b>	<b>2,445.1</b>	PB(X)	1.6	1.6	1.3	1.2	1.1
<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	P/FCF	21.2	-22.4	-7.0	-5.8	-55.6
净利润	41.8	134.8	157.9	211.3	252.1	P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
加:折旧和摊销	15.4	4.8	-	-	-	EV/EBITDA	8.7	9.1	9.9	9.4	5.7
资产减值准备	93.3	95.0	73.7	73.7	252.6	CAGR(%)	71.6%	23.2%	17.7%	71.6%	23.2%
公允价值变动损失	12.7	-3.0	4.1	-1.7	-0.2	PEG	85.1%	84.2%	91.8%	16.9%	43.8%
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	286.1	-106.9	-76.3						
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>63.1</b>	<b>124.1</b>	<b>524.6</b>	<b>176.3</b>	<b>428.1</b>						
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-384.1</b>	<b>25.3</b>	<b>-562.1</b>	<b>-595.1</b>	<b>-499.6</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>351.2</b>	<b>-325.3</b>	<b>-161.8</b>	<b>-1.0</b>	<b>-37.8</b>						

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

