



学校编码: 10384

学 号: 17920071150430

分类号 _____ 密级 _____

UDC _____

成霖股份与海鸥卫浴投资价值对比分析

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

成霖股份与海鸥卫浴投资价值对比分析
Relative Investment Analysis Of Globe Union Industrial With
Seagull Kitchen and Bath Products

蔡向勇

指导教师:

指导教师姓名: 郑学军 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2011 年 02 月

论文答辩时间: 2011 年 03 月

学位授予日期: 2011 年 月

厦门大学

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 02 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

我国证券市场从 1991 年正式建立到现在已经历二十年，上市企业已达二千多家。根据上市企业所从事的行业，可分类成若干个板块。建材板块上市公司得益于中国经济的高速发展取得了长足进步。然而与水泥、玻璃等建筑主体建材所不同的家居建材，特别是卫浴建材相关企业近年在证券市场的表现却乏善可陈，不是转移主业便是惨遭 ST。

卫浴建材并不局限于传统的卫生陶瓷，其用材已涉及塑料、五金、木材甚至电子等新兴材料，其产品主要用于卫生间、厨房等洗浴空间。卫浴产品又可分为浴室设备产品（淋浴房、浴缸、皂盒、衣帽钩等）、卫生间设备产品（马桶、面盆、手纸盒等）和水技术产品（水龙头、浴室喷头等）。

为数不同的几家已上市卫浴建材企业在证券市场上纷纷溃败，众多未上市卫浴建材企业却又磨拳擦掌开始了紧锣密鼓的 IPO 之路。中国卫浴建材行业目前处于怎样的一个发展阶段，未来的发展趋势又如何？卫浴建材企业中哪些更具有投资价值？其价值又受哪些因素影响？本文选择成霖股份与海鸥卫浴两家企业作为样本，从定性和定量两个角度对中国卫浴建材企业的投资价值进行分析与诊断。并试图通过该项研究，为本人所在企业 IPO 之路提供参考。

本文从结构上分为七个章节。第一章：绪论。阐述研究背景与目的，概述研究方法并简要介绍两家企业概况。第二章：影响卫浴建材行业发展的宏观因素分析。第三章：卫浴建材行业的发展历史及趋势分析。第四章：成霖股份与海鸥卫浴竞争力对比分析。第五章：成霖股份与海鸥卫浴财务指标对比分析。第六章：成霖股份与海鸥卫浴估值对比分析。第七章：结论和启示。

本文结合管理学与投资学，在运用绝对估值法、相对估值法等财务方法进行定量分析的同时，更多地运用管理知识进行定性分析。首先利用 PEST 模型进行宏观因素分析，其次运用波特五力模型进行行业分析，然后利用 SWOT 工具进行企业竞争力对比分析。通过运用这些理论工具，在得出研究结论的同时，也加强了理论知识的学习与巩固。

关键词：卫浴；投资价值；成霖股份与海鸥卫浴

Abstract

It has been twenty years since our country security market had been established in 1991. Listing of company has also reached more than 2000. According to the profession which is engaged in, the list classifies many plates. Benefiting from the high speed development of China economy, the tectonic material plate obtains great progress. Comparing with main body building materials such as cement, glass, the bath building materials enterprise actually have nothing worthiness in the stock market performance.

The bath building materials are not equate to the traditional earthen sanitary ware, and has involved the plastic, the hardware, the lumber even electron and so on, mainly using in bathroom or kitchen.

Many bath materials enterprises are ready to IPO. How about the industry of bath materials? Which seedtime and the development trend of the current bath materials enterprises is now? Which bath building materials enterprise has more value of investment and what factors will affect its value? The author chooses Globe Union Industrial GORP. and Seagull Kitchen And Bath Products Co., Ltd. as the samples. Even more, the author would provides the reference for his company in the road of IPO through this research.

This article divides into seven chapters. The first chapter is Exordium. Introduce the research background and goal and mentality, and the two companys briefly. The second chapter: Analysis the macroscopic factor which affects the bath industry development. The third chapter: Study the history and trend of bath materials industry. The fourth chapter: Detailed introduction of the Globe Union Industrial GORP. and Seagull Kitchen And Bath Products. The fifth chapter: Financial analysis of Globe and Seagull. The sixth chapter: estimate value about Globe and Seagull .The seventh chapter: Conclusion and suggestion.

This article utilizes the knowledge of management and investment, analysis the investment value by relative value estimate and absolute value estimate. At the same

time, more utilizes the management knowledge to carry on the qualitative analysis. Firstly, analyses the macroscopic factors by the PEST model. Secondly analyses industry by the five strength models, then analyses the enterprise competitive power by SWOT. The author hope arrival at a conclusion which enterprise is more value, and have a more deeply understanding to the Chinese Bath Building materials Enterprise's development.

Key Words: Kitchen And Bath Products; Investment value; Globe and Seagull

厦门大学博硕士学位论文摘要

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与目的	1
第二节 研究方法与框架	2
第三节 成霖股份与海鸥卫浴简介	3
第二章 宏观层面分析	6
第一节 宏观经济现况回顾	6
第二节 宏观经济趋势分析	10
第三节 政策角度分析	11
第四节 社会文化角度分析	13
第五节 技术角度分析	13
第三章 卫浴建材行业分析	15
第一节 卫浴建材行业发展生命周期分析	15
第二节 行业竞争结构分析	16
第三节 卫浴建材行业短期发展分析	17
第四节 卫浴建材行业未来发展趋势	19
第四章 成霖股份与海鸥卫浴竞争力对比分析	21
第一节 企业经营状况分析	21
第二节 SWOT 分析	23
第三节 发展战略及成长分析	25
第五章 成霖股份与海鸥卫浴财务指标对比分析	28
第一节 资产负债结构分析	28
第二节 盈利能力分析	29
第三节 偿债能力分析	31
第四节 营运能力分析	32
第五节 财务综合状况及成长性分析	33

第六节 财务预测	38
第六章 成霖股份与海鸥卫浴估值对比分析	50
第一节 常用估值理论与模型	50
第二节 绝对估值法	50
第三节 相对估值法	54
第四节 估值结果与方法比较	56
第七章 结论与启示	58
第一节 结论	58
第二节 启示	59
附录.....	60
参考文献	73
致 谢.....	74

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter 1	Introduction	1
Section 1	Research background	1
Section 2	The meaning and framework of the research	2
Section 3	Company introduction	3
Chapter2	Macroscopic analysis	6
Section 1	Macroeconomic review	6
Section 2	Macro economic trend analysis	10
Section 3	Policy analysis	11
Section 4	Social culture analysis	13
Section 5	Technical analysis	13
Chapter3	Bath materials industry analysis	15
Section 1	Industry life cycle	15
Section 2	Competition structure analysis	16
Section 3	Short-term development analysis	17
Section 4	Development tendency	19
Chapter 4	Competitive analysis	21
Section 1	Enterprise status	21
Section 2	SWOT analysis	23
Section 3	Stategies analysis	25
Chapter 5	Financial analysis	28
Section 1	Aanalysis of the assests and liabilities	28
Section 2	Analysis of the profitabilities	29
Section 3	Credit capacity	31
Section 4	Management captity	32
Section 5	Comprehensive analysis	33
Section 6	Financial forecast	39
Chapter 6	Company valuation	50
Section 1	The summary of the valuation method	50
Section 2	Discounted cashflow valuation	50

Section 3 Relative valuation	54
Chapter 7 Conclusions	58
Section1 Conclusions	58
Section 2 Suggestion.....	59
Appendix	60
References	73
Postscript.....	74

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

第一节 研究背景与目的

从上世纪九十年代至今,中国卫浴建材行业经历了二十年左右的发展。目前,中国已经成为全球最大的卫浴建材产品生产与销售国,卫浴洁具约占世界总量的30%,卫浴配件约占世界总量的35%,出口到欧洲、美国、日本、韩国、中东等地的产品每年的增长率约为50%。

但纵观国内卫浴建材品牌,虽然数量众多,但在国内卫浴建材市场上还没有一家企业能占据10%的市场份额。建筑卫生陶瓷板块在2001年以前还有10家上市公司,然而自2001年以来,主业转移和资产重组就成为建筑卫生陶瓷上市企业发展的主旋律。硕果仅存的几家卫浴建材相关题材上市企业在2009年的年报中也表现欠佳。

2010年上半年陶瓷卫浴上市企业渐入佳境。斯米克陶瓷的中报显示其营业总收入4.21亿元;营业利润551.08万元、利润总额707.7万元;归属于上市公司股东的净利润654.03万元,同比增长1342.46%。无独有偶,同样传来好消息的海鸥卫浴半年报则显示2010年上半年营业收入8.20亿元,同比增长64.19%,公司上半年净利润预计为2800-3800万元人民币,归属于母公司所有者净利润3,367.25万元。中宇卫浴于2010年3月30日在德国法兰克福交易所成功挂牌上市,募集资金1.05亿欧元。此消息更是给中国卫浴建材企业注入一剂强心针,纷纷加快了上市融资步伐。

众多卫浴建材相关企业近年纷纷取得了增长率30%-50%的高速发展,申鹭达、九牧、辉煌水暖等都紧锣密鼓地在规划上市。中国卫浴建材行业处于生命周期的哪个发展阶段?行业中各企业又处于怎样的竞争地位?哪些企业更有投资价值?本文希望通过对成霖股份与海鸥卫浴的投资价值对比分析,得出其中哪家企业更具有投资价值,同时也为即将上市的相关企业提供参考。

第二节 研究方法 with 框架

本文首先简要介绍成霖股份和海鸥卫浴两家公司概况。然后通过 PEST 模型针对影响该行业发展的经济、政策、文化与技术四个维度进行宏观因素分析。

其次介绍中国卫浴建材行业的发展历程，运用波特五力模型进行竞争力与成长性分析，并分析产业生命周期各个企业竞争地位，展望行业的发展前景与趋势。

然后运用 SWOT 分析工具对成霖股份与海鸥卫浴两家企业进行竞争力对比分析。分析其发展策略是否具有可持续的盈利能力。同时对公司治理结构以及管理能力进行分析，评价其未来成长能力。

文章进一步通过财务角度，对比分析两家公司的盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力等财务指标。

最后运用绝对估值法及相对估值法，分别对两家公司进行估值。

一、绝对估值法

绝对估值法是目前运用最广泛、理论基础最完善的企业价值评估方法。它是对企业未来的现金流量及其风险进行预期，然后选择合理的贴现率，将未来的现金流量折成现值。绝对估值法根据贴现的现金流不同，又细分为很多种方法。

股利贴现模型 (Dividend Discount Model) 是预测公司未来的股利，进行贴现得出股权的价值。DDM 模型需要假设公司的股息以固定的增长率 g 稳定增长，DDM 模型比较适合成熟、股利稳定的企业。对于周期性及分红少的企业，DDM 模型不太适用。

贴现现金流模型 (Discounted Cash Flow) 是通过预测企业的自由现金流并贴现来计算价值。DCF 模型需要对公司经营活动和资本结构作出若干假定，同时要对公司财务状况进行预测。通常分为企业自由现金流折现模型 (FCFF) 和权益自由现金流折现模型 (FCFE)。事实上，如果企业的自由现金流都用来分配股利的话，DCF 和 DDM 的结果是一样的。DCF 理论上比较完美，以自由现金流为基础，受会计政策的影响较小，但是 DCF 方法基于大量假定，计算过程比较复杂，难度较大。

二、相对估值法

相对估值法亦称可比公司法，一般为公司的价格与公司经营活动的某个指标

的比值。通过对比具有相似经营特征或具有代表性的公司市场定价以获得估值基础，来估算目标公司的价值。在运用相对估值法时，可以采用比率指标进行比较，通用的比率指标包括 P/E(市盈率)、P/B(市净率)、市销率和 PEG 等。其中最常用的比率指标是市盈率和市净率。

市盈率(Price to Earnings Ratio, 简称 P/E)，是指股票市场价格与每股收益的比率，计算公式为：市盈率=股票市场价格/每股收益。

市净率(Price to Book value Ratio, 简称 P/B)，是指股票市场价格与每股净资产的比率，计算公式为：市净率=股票市场价格/每股净资产。

在前文综合分析的基础上，本章运用绝对估值法和相对估值法对成霖股份及海鸥卫浴进行估值对比分析。绝对估值法采用 DCF 模型，相对估值法主要采用市盈率和市净率两个指标进行。

第三节 成霖股份与海鸥卫浴简介

一、成霖股份简介¹

深圳成霖洁具股份有限公司（简称“成霖股份”股票代码 002047，英文名称:SHENZHEN GLOBE UNION INDUSTRIAL CORP.）主要从事水龙头、卫浴洁具及配件、精冲模、精密型腔模和模具标准件的设计、生产、销售和服务，同时还从事非配额许可证管理工作、非专营商品的收购出口业务。公司自成立以来，经营业绩良好，保持了主营业务收入和净利润的持续快速增长。目前公司是亚洲最大的水龙头专业生产厂商之一，年出口额超过 1 亿美元，连续三年占中国水龙头当年出口额 25%以上。

¹ 资料来源：成霖洁具股份有限公司网站

二、成霖股份发展历程²

2005年5月31日	深圳成霖洁具股份有限公司在深圳证券交易所A股挂牌上市,成为广东第一家上市的台资企业,也是第一家在海峡两岸都先后上市的台资企业。
2004年5月	深圳成霖洁具股份有限公司通过中国证监会发审委审核,拟于中国大陆上市发行A股。
2002年3月	成霖洁具股份有限公司耗资1.3亿元,历时一年多,在中国投资设立的又一家工厂--深圳成霖实业有限公司全面建成投产,实现了在亚洲建立最大的水龙头生产基地的梦想。同时,成霖投资数千万的ERP成功上线,标志着成霖正式进入企业E时代。
2001年12月	成霖洁具有限公司整体变更为股份公司,完成股份制改制,同时确认向深交所申请上市。
2001年10月	成霖洁具有限公司全面进行股份制改制。
1995年5月	于广州成立成霖洁具中国业务部,统一负责大陆GOBO品牌水龙头的营销、推广及全方位服务,并先后在北京、上海、武汉、天津、重庆等地设立市场部。
1994年8月	华泂水暖器材有限公司迁至观澜,更名为成霖洁具(深圳)有限公司,扩大规模从事水龙头及零件制造;同年自有品牌DANZE在加拿大最主要通路CTC成功热卖。
1990年	台湾成霖企业股份有限公司在深圳投资成立深圳华泂水暖器材有限公司(成霖股份前身),主要生产水龙头零配件。

三、海鸥卫浴简介³

广州海鸥卫浴用品股份有限公司(以下简称“海鸥卫浴”股票代码002084,英文名称Guang Zhou Seagull Kitchen And Bath Products Co., Ltd.)是经中华人民共和国商务部批准,于2003年8月12日由番禺海鸥卫浴用品有限公司整体变更设立的股份有限公司。2006年11月24日,海鸥卫浴首次公开发行的

² 资料来源:成霖洁具股份有限公司网站

³ 资料来源:海鸥卫浴股份有限公司网站

4450 万股 A 股股票在深圳证券交易所成功上市。目前，公司股本总额为 211,858,156 股，其中发起人股占 74.79%，社会公众股占 25.21%。

公司位于广州市番禺区联邦工业城内，经营范围是：开发、生产高档水暖器材及五金件，销售本企业产品。公司专精于各种高档水龙头零组件、排水器、温控阀及浴室配件的设计、开发和制造，产品大部分出口，主要销往北美和欧洲的数十个国家和地区，客户包括 Moen（摩恩）、Delta（得而达）、Grohe（高仪）、Kohler（科勒）、Hansgrohe（汉斯格雅）、Roca（乐家）、Franke（弗兰卡）等全球前十大品牌商。公司现有全资、控股、参股子公司共 7 家。

四、海鸥卫浴发展历程⁴

2009 年 8 月	公司实验室获得美国 IAPMO 实验室授权的 AB1953（加州水管道产品铅含量法令）测试能力认可和 EPA 节能认证测试能力认可。
2008 年 12 月	获广东省科学技术厅、广东省财政厅颁发“高新技术企业”。获中国建设银行广州番禺支行颁发“2008 年度最佳合作伙伴”。
2007 年 8 月	获广州市人民政府颁发“2006 年度广州市十大出口台资企业”
2006 年 11 月	深圳证券交易所 A 股挂牌上市
2006 年 10 月	获广州市科学技术局颁发“高新技术企业认定证书”。获广州工业经济联合会颁发“2006 年广州市百强企业”。
2005 年 9 月	荣获“中国最具竞争力的金属制品企业”证书。
2004 年 7 月	被广州市科学技术局认定为广州市高新技术企业。被中国建筑金属结构协会给水排水分会命名为定点生产企业。
2003 年 12 月	被广州市企业评价协会授予“2003 年度中国广州最具竞争力制造业和高新技术企业 100 强”称号。
2003 年 8 月	经中华人民共和国商务部批准，公司整体改制变更为外商投资股份有限公司，注册资本增加至人民币 8803.2 万元。
1998 年 1 月	（香港）中馥投资有限公司与广州市番禺海鸥（集团）公司合资设立番禺海鸥卫浴用品有限公司，为本公司前身，注册资本人民币 1000 万元。

⁴ 资料来源：海鸥卫浴股份有限公司网站

第二章 宏观层面分析

第一节 宏观经济现况回顾

一、国内生产总值 GDP 指标

中国建材行业的蓬勃发展，主要得益于宏观经济的快速发展。所以研究判断宏观经济走势对分析卫浴建材企业的未来发展非常重要。国内生产总值（GDP）是衡量宏观经济走势的重要指标。从表 2-1 可以看出，自 2001 年以来中国经济始终保持超过 8% 的快速增长。甚至在 2008 年金融危机的影响下，仍然保持了 9.6% 的良好势头。2009 年以来，面对国际金融危机带来的严峻挑战和极其复杂的国际国内形势，中国政府坚持宏观调控政策取向不动摇，坚持实施积极财政政策和适度宽松货币政策。2010 年中国经济增长的内在动力依然强劲，经济仍具备实现平稳快速增长的有利条件。根据国家统计局最新公布的 2010 年上半年 GDP 数据，实现同比增长 11.06%。各大国际银行及机构都预测中国 2010 年全年 GDP 增速仍将在 10% 左右。

表 2-1：2001 年-2009 年 GDP 值及增长率

单位：人民币 亿元

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GDP	109655	120333	135823	159878	184937	216314	265810	314045	340902
增长率	8.30%	9.08%	10.00%	10.10%	11.30%	12.70%	14.20%	9.60%	9.11%

数据来源：国家统计局网站 作者整理 注：价格按当年价格

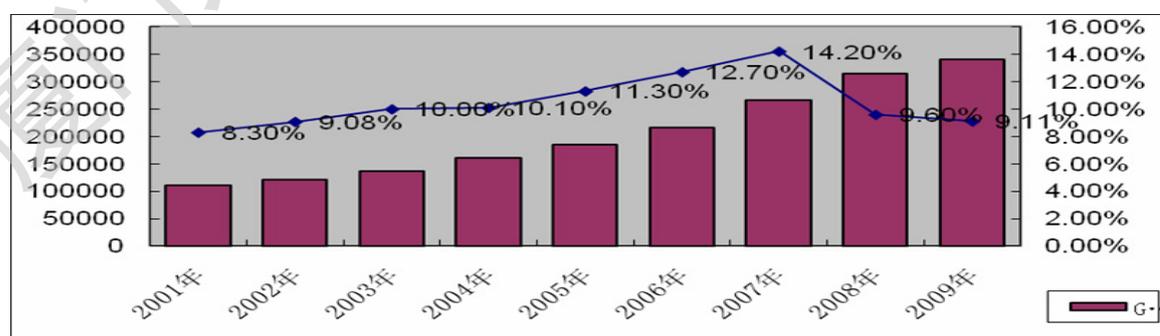


图 2-1：2001 年-2009 年 GDP 值及增长率

单位：人民币 亿元

数据来源：国家统计局网站 作者整理 注：价格按当年价格

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库