

评级: 无

主营资产转出 重组渐行渐近

——重庆上市公司动态点评——

研究员

胡海浪

电话: 023-63812537

邮箱: hhl@swsc.com.cn

市场数据

总股本 (百万股)	378
总市值 (百万元)	2987.25
流通比例	61.7%
52 周最低/最高 (元)	2.57/9.18

09 年初以来行业表现比较



主要观点:

国有股权转让告一段落 国有资产的退出, 早在 2003 年开始, 转让过程几经波折, 在今年 5 月之前的转让, 均为股权转让, 不涉及经营资产的转移, 而之后经营资产的转移, 表示公司将出现“变化”。

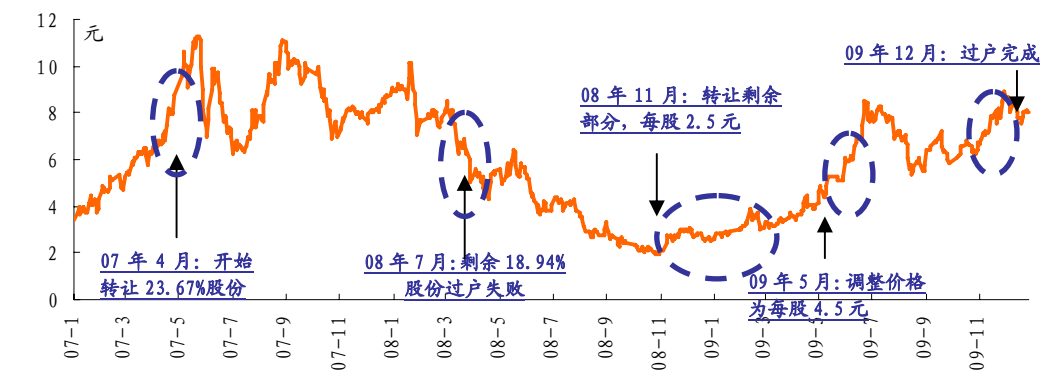
现有资产难以为继 资产转出过后, 公司年生产能力下降 60%左右, 每年不到 100 万件。虽然公司在 10 月份启动了新增 120 万件高档卫浴的技改项目, 我们认为在没有公司“Swell”和“Golden Swell”品牌效应基础下, 创造具有高附加价值的新产品抢夺市场, 存在较大的风险。

债务轻松 公司目前账上没有长期贷款, 短期负债主要为短期借贷和其他应付款, 其中 1.7 亿的短期借贷已由重庆卫浴资产的转出而一同划出, 减少了重组的阻碍, 有利于公司下一步动作。

股价过高 阻碍公司重组 我们认为, 公司在未来争取高端卫浴市场的风险较大, 短期主营业务难以扭转目前亏损的现状。目前市值在 30 亿元左右, 限售部分市值为 11.5 亿左右, 总资产为 6.86 亿, 资产划出后, 将减少为 4.4 亿左右, 净资产则仍然保持在 2 亿左右。09 年前三季度每股收益为 -0.08 元, 今年将继续 08 年之后持续全年亏损。目前每股价格为 8 元左右, 过高的二级市场价格给公司重组带来较大的阻碍, 需要注意风险。

1. 国有股权转让告一段落

图表 1 07 年以来国有股权转让历程



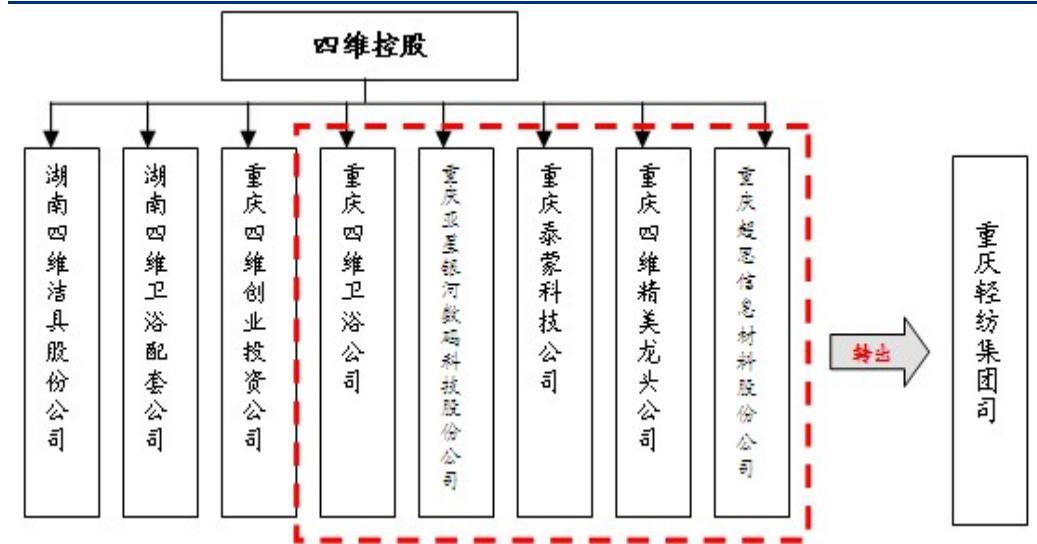
数据来源: 西南证券研发中心

国有资产的退出, 早在 2003 年开始, 转让过程几经波折。

从 2007 年开始对持有的 23.67% 的股份实施转让, 在今年 5 月之前的转让, 均为股权转让, 不涉及经营资产的转移, 而之后经营资产的转移, 表示公司将出现“变化”。

2. 现有资产难以为继

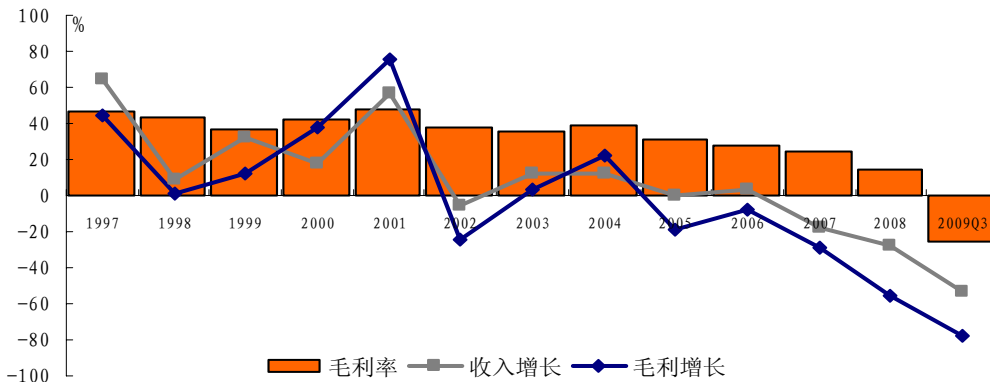
图表 2 主要控股子公司



数据来源: 公司公告 西南证券研发中心

转出位于重庆的卫浴资产, 是公司主要的经营资产。同时, 公司两款品市场效应最好的卫浴“Swell”和“Golden Swell”的使用权, 也随之划出。其中, “Swell”一直是国内十大卫浴品牌之一, 具有广泛的市场效应。在目前国内卫浴品牌白热化竞争, 以品牌“圈地”而形成的不同层次卫浴产品市场, 是企业争取市场份额的必要条件。

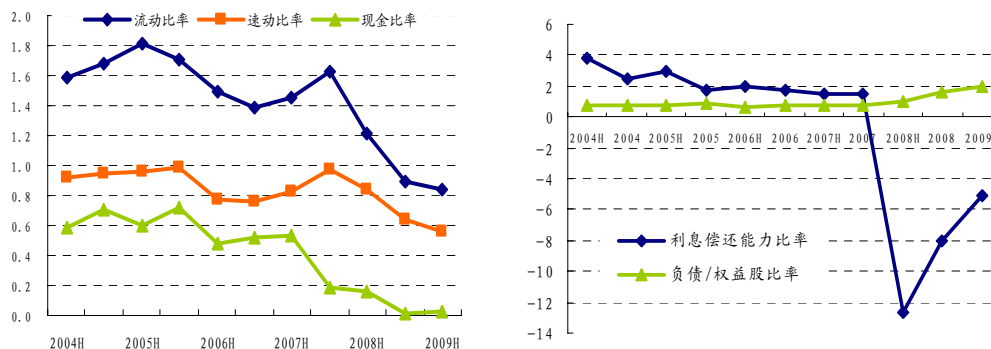
图表 3 公司盈利能力每况愈下



数据来源: WIND 咨询 西南证券研发中心

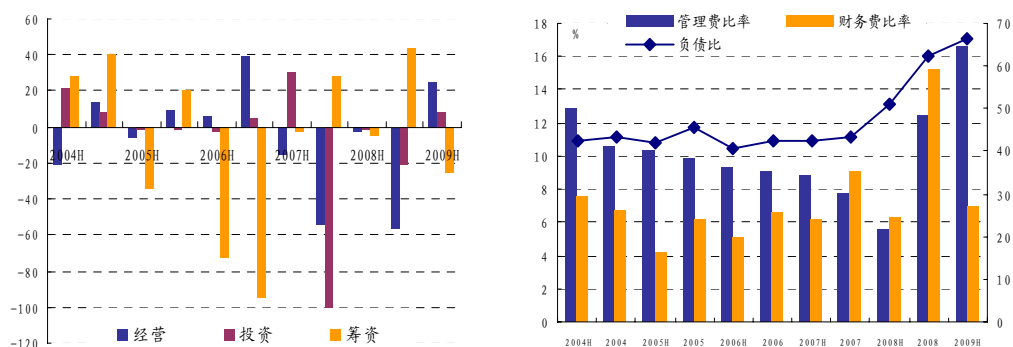
公司至 03 年股权转让, 以图改变企业性质以来, 内部问题不断集聚, 经营能力与日剧下。从 04 年开始, 公司主营业收入和营业毛利均为负增长。

图表 4 公司偿债能力逐步恶化



数据来源: WIND 咨询 西南证券研发中心

图表 5 目前的经营现金流 难以为继



数据来源: WIND 咨询 西南证券研发中心

公司各项偿债能力指标持续降低, 07-08 两年寄予投资收益和银行贷款而维持公司的现金流。这样的情况持续, 使得公司债务比例持续攀高, 如果没有债务重组和持续增长的经营性流

入，公司将难以续存。

资产转出过后，公司年生产能力下降 60%左右，每年不到 100 万件。因此，在 10 月份启动了新增 120 万件高档卫浴的技改项目。目前国内高端卫浴市场主要由科勒、TOTO、乐家等外国品牌所抢占，国内卫浴品牌和卫浴制造企业主要抢占中低端和代工生产。我们认为在没有公司“Swell”和“Golden Swell”品牌效应基础下，创造具有高附加价值的新产品抢夺市场，存在较大的风险。

4. 债务轻松

公司目前账上没有长期负债和担保贷款，短期负债主要为短期借贷和其他应付款。其中短期借贷已有重庆卫浴资产的转出而一同划出，涉及金额及利息在 1.7 亿左右。其他应付款主要为公司对子公司深圳旭莱科技发展土地投资的往来款。债务的减轻有利于公司下一步动作，减少了重组的阻碍。

5. 投资建议

公司是一家老牌卫浴建材生产企业，是国内第一家卫浴生产上市企业，持有的“Swell”是卫浴中低端市场的知名品牌，在公司内部混乱的情况下，是公司乃以生存的基石。公司对位于重庆的卫浴资产转出，并将“Swell”和“Golden Swell”使用权一同过户，我们认为，公司在未来争取高端卫浴市场的风险较大，短期主营业务难以扭转目前亏损的现状。目前市值在 32 亿元左右，限售部分市值为 11.5 亿左右，总资产为 6.86 亿，资产划出后，将减少为 4.4 亿左右，股权权益则仍然保持在 2 亿左右。09 年前三季度每股收益为-0.08 元，今年将继 08 年之后持续全年亏损。目前每股价格为 8 元左右，过高的二级市场价格给公司重组带来较大的阻碍，需要注意风险。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 88092288-3507、3217

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>