

海鸥卫浴 (002084.SZ)

家用轻工行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 11.50元

全面布局定制整装卫浴业务

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	406.06
总市值(百万元)	5,247.64
年内股价最高最低(元)	15.25/7.59
沪深300指数	3221.14
深证成指	10396.31



相关报告

1. 《海鸥卫浴(002084.SZ)研究简报-掘金定制整装卫浴蓝海...》, 2016.7.27

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.10	0.10	0.12	0.14	0.21
每股净资产(元)	1.96	2.44	2.52	3.89	4.03
每股经营性现金流(元)	0.38	0.40	0.10	0.03	0.04
市盈率(倍)	92	131	93	81	55
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	58	73	73
净利润增长率(%)	1.97%	12.13%	21.99%	37.04%	45.92%
净资产收益率(%)	5.16%	4.14%	4.89%	3.65%	5.15%
总股本(百万股)	406.06	456.32	456.32	542.82	542.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2016年上半年,公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 8.15 亿元、2,967.6 万元和 2,271.1 万元,同比分别下降 1.58%、增长 50.5%和 41.5%。实现全面摊薄 EPS0.05 元/股,高于我们的预期。公司同时预计 2016 年 1-9 月归母净利润变动区间为 0%-50%。

经营分析

- **营收小幅下滑,费用改善提升业绩。**公司产品主要向欧美地区出口,出口收入占比超过 8 成,大多以美元结算。上半年,虽然上半年公司营业收入有小幅下滑,但由于人民币贬值带来的出口业务汇兑收益增加以及管理费用节省,公司整体业绩实现较大提升。
- **全力进军定制整装卫浴蓝海市场。**公司传统从事中高端卫浴设备代工制造,处于定制整装卫浴上游。2015 年 11 月,公司设立子公司海鸥有巢氏,主要从事整装卫浴相关业务,同时与苏州有巢氏签署合作协议:2016 年 1 月至 2020 年 12 月期间,苏州有巢氏将其拥有的全部资产租赁或授权给海鸥有巢氏有偿使用。2016 年 1 月,公司与齐家网签署战略合作协议,双方将致力于在定制整装卫浴空间业务开展全方位的深度战略合作。同月,公司公告筹划非公开发行不超过 8,613.26 万股,募集资金总额不超过 10 亿元,主要用于收购苏州有巢氏、建造定制整装卫浴空间项目并进行互联网营销 O2O 推广。苏州有巢氏主要从事整装卫浴业务,具有丰富的行业经验和业内资源,收购完成后公司可以获取有巢氏在定制整装卫浴领域强大研发生产能力及既有营销渠道。公司募集资金还用于年产共约 19.5 万套定制整装卫浴空间项目及线上线下结合的营销渠道建设。新增产能上马后,公司将能够在有巢氏原有 2B 业务的基础上大力开拓 2C 市场。5 月底,公司与日本松下签署战略合作协议,双方将共同开发高附加值产品,并利用日本技术开拓中国整体浴室市场。至此,公司已经从产品、渠道和模式对定制整装卫浴业务做好了全面布局。
- **智能家居业务新进展,子公司新三板挂牌获批。**在智能家居业务端,子公司“爱迪生”致力于国内外节能产品市场,全面拓展热改项目市场,完善供暖计费系统和通断时间面积法热计量系统的应用开发。日前,爱迪生已收到全国股转系统批复,将在新三板挂牌协议转让。未来公司将继续强化智能家居部分业务运作,同时与齐家网、东方网力的合作也将进一步提升公司智能家

居安防等领域的技术水平。

- **推进与齐家网的战略合作，实现销售渠道的线上线下整合。**公司持续推进齐海电商的业务发展和销售规模，为卫浴及家居品牌企业的需求提供有效的互联网整合营销方案，逐步实现制造服务互联网化，实现 OTO 运营及“互联网+”新模式，助推公司“双主业”战略，以及定制整装卫浴空间、智能家居等主要产品的销售渠道线上线下整合，实现优势互补。

风险因素

- 原材料价格波动风险；整装卫浴行业发展不达预期；汇率波动风险。

盈利预测与投资建议

- 定制整装卫浴市场潜力巨大，定增项目助力线上线下营销渠道进一步打开，我们看好公司卫浴配套产品+住宅、工业节能产品的“双主业”转型战略。我们维持公司 2016-2018 年 EPS 预测 0.12/0.14/0.21 元/股，（三年 CAGR34.6%），对应 PE 分为 93/81/55 倍，维持公司“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,676	1,650	1,715	2,113	2,600	3,169	货币资金	118	193	319	211	1,103	1,112
增长率		-1.5%	3.9%	23.2%	23.1%	21.9%	应收款项	463	395	397	527	648	790
主营业务成本	-1,292	-1,231	-1,358	-1,664	-2,053	-2,507	存货	369	402	357	472	582	711
%销售收入	77.1%	74.6%	79.2%	78.8%	79.0%	79.1%	其他流动资产	47	44	53	44	54	66
毛利	384	419	357	449	547	662	流动资产	997	1,034	1,125	1,254	2,387	2,678
%销售收入	22.9%	25.4%	20.8%	21.2%	21.0%	20.9%	%总资产	60.4%	61.3%	61.2%	67.2%	81.6%	85.1%
营业税金及附加	-10	-13	-10	-17	-20	-23	长期投资	32	31	114	115	114	114
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	固定资产	520	513	505	428	354	281
营业费用	-82	-90	-50	-72	-94	-108	%总资产	31.5%	30.4%	27.4%	23.0%	12.1%	8.9%
%销售收入	4.9%	5.5%	2.9%	3.4%	3.6%	3.4%	无形资产	85	86	78	66	69	72
管理费用	-205	-226	-227	-281	-341	-407	非流动资产	654	652	714	611	538	468
%销售收入	12.2%	13.7%	13.3%	13.3%	13.1%	12.8%	%总资产	39.6%	38.7%	38.8%	32.8%	18.4%	14.9%
息税前利润 (EBIT)	87	90	70	79	93	124	资产总计	1,651	1,686	1,840	1,865	2,925	3,146
%销售收入	5.2%	5.4%	4.1%	3.7%	3.6%	3.9%	短期借款	387	420	179	23	0	0
财务费用	-38	-30	-4	-10	1	11	应付款项	364	318	279	423	522	637
%销售收入	2.3%	1.8%	0.2%	0.5%	0.0%	-0.3%	其他流动负债	20	51	63	61	77	101
资产减值损失	-8	3	-4	0	0	0	流动负债	771	789	521	507	600	738
公允价值变动收益	5	-16	-11	0	0	0	长期贷款	80	70	170	170	170	171
投资收益	2	-4	-17	-6	-6	-6	其他长期负债	2	0	2	0	0	0
%税前利润	4.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	853	859	693	677	770	909
营业利润	47	44	33	63	88	129	普通股股东权益	777	797	1,115	1,150	2,112	2,187
营业利润率	2.8%	2.7%	1.9%	3.0%	3.4%	4.1%	少数股东权益	21	29	32	38	44	50
营业外收支	5	3	22	10	10	10	负债股东权益合计	1,651	1,686	1,840	1,865	2,925	3,146
税前利润	52	47	55	73	98	139	比率分析						
利润率	3.1%	2.8%	3.2%	3.5%	3.8%	4.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-3	-8	-11	-15	-21	每股指标						
所得税率	21.7%	5.9%	15.2%	14.9%	15.0%	15.0%	每股收益	0.10	0.10	0.10	0.12	0.14	0.21
净利润	41	44	47	62	83	119	每股净资产	1.91	1.96	2.44	2.52	3.89	4.03
少数股东损益	0	3	1	6	6	6	每股经营现金净流	0.27	0.38	0.40	0.10	0.03	0.04
归属于母公司的净利润	40	41	46	56	77	113	每股股利	0.05	0.03	0.05	0.04	0.05	0.07
净利率	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%	3.0%	3.6%	回报率						
							净资产收益率	5.20%	5.16%	4.14%	4.89%	3.65%	5.15%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.44%	2.44%	2.51%	3.02%	2.64%	3.58%
							投入资本收益率	5.35%	6.41%	3.94%	4.88%	3.39%	4.39%
净利润	41	44	47	62	83	119	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	1.47%	-1.53%	3.94%	23.19%	23.08%	21.88%
非现金支出	76	64	72	58	56	53	EBIT 增长率	22.51%	3.62%	-22.35%	13.74%	17.18%	34.15%
非经营收益	27	41	67	18	8	8	净利润增长率	14.11%	1.97%	12.13%	21.99%	37.04%	45.92%
营运资金变动	-33	5	-2	-95	-133	-156	总资产增长率	-1.16%	2.10%	9.15%	1.34%	56.89%	7.53%
经营活动现金净流	110	154	184	44	14	24	资产管理能力						
资本开支	-48	-59	-62	49	27	27	应收账款周转天数	93	88	79	85	85	85
投资	-3	-2	-89	-1	0	0	存货周转天数	100	114	102	103	103	103
其他	0	2	-26	-6	-6	-6	应付账款周转天数	70	67	54	64	64	64
投资活动现金净流	-51	-59	-177	42	21	21	固定资产周转天数	109	109	106	73	49	32
股权募资	0	5	283	0	910	0	偿债能力						
债权募资	-52	23	-129	-175	-23	1	净负债/股东权益	42.16%	35.99%	2.62%	-1.52%	-43.27%	-42.05%
其他	-68	-51	-27	-18	-31	-37	EBIT 利息保障倍数	2.3	3.0	17.1	8.1	-84.5	-11.4
筹资活动现金净流	-120	-24	127	-193	856	-36	资产负债率	51.67%	50.99%	37.67%	36.30%	26.31%	28.88%
现金净流量	-61	71	133	-108	891	9							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-27	增持	11.69	14.00~16.00

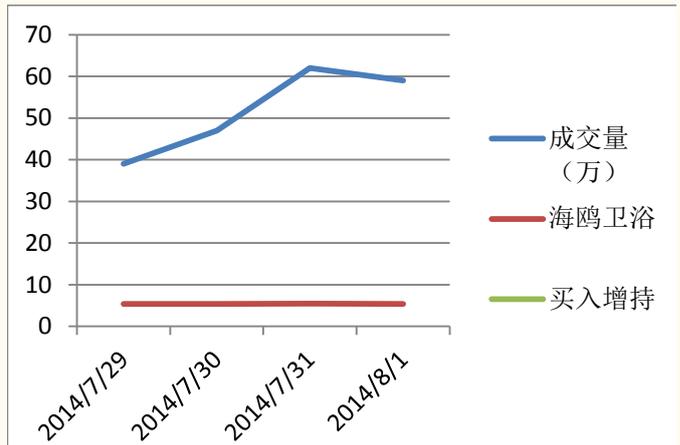
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD