

海鸥卫浴 (002084.SZ)

家用轻工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

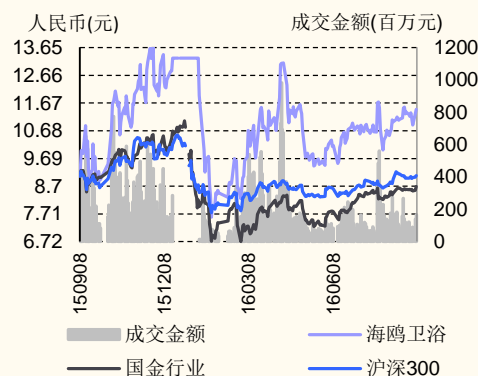
市场价格(人民币): 11.44元

政策暖风频吹, 公司整装卫浴迎发展良机

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)	404.56
总市值(百万元)	5,220.26
年内股价最高最低(元)	13.66/7.59
沪深300指数	3342.63
深证成指	10861.50



相关报告

1. 《海鸥卫浴(002084.SZ)深度研究-定制整装暖风已起, 卫...》, 2016.8.21
2. 《海鸥卫浴 2016年中报点评-全面布局定制整装卫浴业务》, 2016.7.29
3. 《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

邱思佳

联系人
qiusijia@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	0.16	0.27
每股净资产(元)	1.96	2.44	2.52	3.91	4.09
每股经营性现金流(元)	0.38	0.40	-0.05	-0.04	-0.12
市盈率(倍)	92	131	93	70	42
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	58	73	73
净利润增长率(%)	1.97%	12.13%	21.77%	58.95%	65.32%
净资产收益率(%)	5.16%	4.14%	4.89%	4.21%	6.65%
总股本(百万股)	406.06	456.32	456.32	542.82	542.82

来源: Wind、国金证券研究所

事项

- 近期, 国家及各省市区关于推进装配式建筑及全装修住宅建设的政策接连落地。2016年9月6日, 海鸥卫浴在苏州召开定制整装卫浴启动仪式。

评论

- **整装卫浴行业频传政策佳音。**3月, 国务院《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》中提出, 力争用10年时间使装配式建筑占新建建筑比例达到30%。随后, 四川、杭州、石家庄、福建、嘉兴、广东及江西等省市明确提出了未来5-10年装配式建筑占新建建筑的具体比例。其中, 江西省人民政府8月发布的《关于推进装配式建筑发展的指导意见》计划提出, 力争至2020年及2025年底, 装配式建筑占全省同期新建建筑比例分别达30%及50%。8月18日, 上海市住建委发布《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》, 《通知》中明确提出, 2017年1月1日起, 凡出让的新建商品房建设用地, 上海市外环内城区应达到100%全装修比例, 同时提出鼓励整体卫浴和厨房等部品模块化应用。参考日本上世纪六十年代后住宅产业化在政府政策推动下迅猛发展的经验, 我们看好装配式建筑相关产业的后续发展。继定制衣柜、橱柜之后, 整装卫浴行业将迎来爆发式增长的机会, 鉴于行业内公司数量少、实力弱, 公司携代工制造高端卫浴设备经验, 同时整合了整装卫浴行业的领先技术和渠道, 有望在行业的高速发展中拔得头筹。
- **工厂化贴砖以及柔性模具技术业内首创。**整装卫浴起源于日本, 目前在日本的住宅和酒店市场分别占据90%和70%份额。我国早于2000年左右已经引入整装卫浴技术, 但至今行业规模仍仅有十多亿元。除了过去缺乏政策支持因素以外, 技术上的缺陷也是制约因素: 1) 国内消费者习惯于使用瓷砖或大理石贴面, 而过去整装卫浴企业都是直接引进日本技术而未根据中国消费者的需求做改进, 直接采用SMC等材料作为面材; 2) 由于中国住宅户型标准化程度极低, 因此规模化定制对于工业化生产来说至关重要, 而过去没有企业能够解决这一问题。针对以上痛点, 公司在业内首创了在SMC等基材表面在工厂机器贴砖以及柔性化生产定制技术, 技术优势凸显。
- **多渠道布局, 保障业务有效推广。**公司的定制整装业务渠道分为B端和C端。B端客户指的是以开发商和酒店为主, 包括医院和学校等的企业客户。在此次发布会上, 公司已经与绿城集团和浙商建业签约, 未来还将大力开发

B 端业务，尽快释放有巢氏现有 3 万套/年产能。C 端渠道方面，公司已经多角度布局，包括：1) 结合齐家网线上平台营销推广及线下百城战略，公司已经与齐家网在整装卫浴业务签订合作协议，未来将以“有巢氏定制整装卫浴空间专营店”的形式与齐家网的线上、线下资源对接；2) 与特力屋及松下合作，线上可互相导入商品、客流等资源，线下可在各自门店合作推广公司定制整装卫浴空间。3) 公司非公发项目中包括拟建设 38 家直营店（8 家旗舰店和 30 家标准店）以及发展 200 家经销商。募投项目逐步落实，公司的市场覆盖和品牌影响都将显著提升。

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

- 考虑到定制整装卫浴行业发展空间大、竞争对手弱的格局，同时行业政策催化不断增强，公司引进先进技术与原有业务结合，或有望引领行业快速成长。我们维持公司 2016-2018 年 EPS 预测 0.12/0.16/0.27 元/股（三年 CAGR47.0%），对应 PE 分为 93/70/42 倍，维持公司“买入”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	2,368	3,034	4,062	货币资金	118	193	319	237	999	916
增长率		-1.5%	3.9%	38.1%	28.1%	33.9%	应收款项	463	395	397	590	756	1,012
主营业务成本	-1,292	-1,231	-1,358	-1,841	-2,360	-3,149	存货	369	402	357	522	669	893
%销售收入	77.1%	74.6%	79.2%	77.8%	77.8%	77.5%	其他流动资产	47	44	53	49	62	82
毛利	384	419	357	526	674	913	流动资产	997	1,034	1,125	1,398	2,486	2,903
%销售收入	22.9%	25.4%	20.8%	22.2%	22.2%	22.5%	%总资产	60.4%	61.3%	61.2%	69.6%	82.2%	86.1%
营业税金及附加	-10	-13	-10	-19	-23	-29	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	-104	-133	-175	%总资产	31.5%	30.4%	27.4%	21.3%	11.7%	8.3%
%销售收入	4.9%	5.5%	2.9%	4.4%	4.4%	4.3%	无形资产	85	86	78	66	69	72
管理费用	-205	-226	-227	-322	-407	-540	非流动资产	654	652	714	611	538	468
%销售收入	12.2%	13.7%	13.3%	13.6%	13.4%	13.3%	%总资产	39.6%	38.7%	38.8%	30.4%	17.8%	13.9%
息税前利润 (EBIT)	87	90	70	81	110	169	资产总计	1,651	1,686	1,840	2,008	3,025	3,371
%销售收入	5.2%	5.4%	4.1%	3.4%	3.6%	4.2%	短期借款	387	420	179	116	0	0
财务费用	-38	-30	-4	-12	-2	8	应付款项	364	318	279	469	602	803
%销售收入	2.3%	1.8%	0.2%	0.5%	0.1%	-0.2%	其他流动负债	20	51	63	65	89	128
资产减值损失	-8	3	-4	0	0	0	流动负债	771	789	521	651	691	931
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	821	861	1,102
营业利润	47	44	33	63	102	171	普通股股东权益	777	797	1,115	1,150	2,120	2,219
营业利润率	2.8%	2.7%	1.9%	2.7%	3.4%	4.2%	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	2,008	3,025	3,371
税前利润	52	47	55	73	112	181	比率分析						
利润率	3.1%	2.8%	3.2%	3.1%	3.7%	4.5%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-3	-8	-11	-17	-27	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	0.16	0.27
净利润	41	44	47	62	95	154	每股净资产	1.91	1.96	2.44	2.52	3.91	4.09
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	-0.05	-0.04	-0.12
归属于母公司的净利润	40	41	46	56	89	148	每股股利	0.05	0.03	0.05	0.04	0.05	0.09
净利率	2.4%	2.5%	2.7%	2.4%	2.9%	3.6%	回报率						
							净资产收益率	5.20%	5.16%	4.14%	4.89%	4.21%	6.65%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.44%	2.44%	2.51%	2.80%	2.95%	4.38%
							投入资本收益率	5.35%	6.41%	3.94%	4.69%	4.02%	5.88%
净利润	41	44	47	62	95	154	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%	38.06%	28.14%	33.88%
非现金支出	76	64	72	58	56	53	EBIT 增长率	22.51%	3.62%	-22.35%	16.60%	35.85%	53.09%
非经营收益	27	41	67	20	11	8	净利润增长率	14.11%	1.97%	12.13%	21.77%	58.95%	65.32%
营运资金变动	-33	5	-2	-162	-181	-279	总资产增长率	-1.16%	2.10%	9.15%	9.17%	50.60%	11.44%
经营活动现金净流	110	154	184	-22	-19	-64	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	65	42	25
股权募资	0	5	283	0	910	0	偿债能力						
债权募资	-52	23	-129	-82	-116	1	净负债/股东权益	42.16%	35.99%	2.62%	4.17%	-38.32%	-32.84%
其他	-68	-51	-27	-20	-33	-41	EBIT 利息保障倍数	2.3	3.0	17.1	6.9	53.1	-21.6
筹资活动现金净流	-120	-24	127	-102	761	-40	资产负债率	51.67%	50.99%	37.67%	40.87%	28.46%	32.69%
现金净流量	-61	71	133	-82	763	-83							

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
2	2016-07-29	增持	11.50	N/A
3	2016-08-21	买入	11.09	14.81~14.81

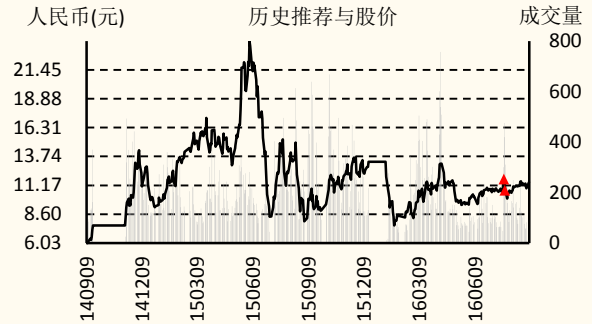
来源：国金证券研究所

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