

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): 12.17元

传统主业经营稳健, 整装卫浴成长期看点

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)	5,553.37
年内股价最高最低(元)	13.66/7.59
沪深300指数	3345.70
深证成指	10788.97

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	0.14	0.22	0.33
每股净资产(元)	1.96	2.44	2.53	3.95	4.18
每股经营性现金流(元)	0.38	0.40	0.11	0.05	-0.02
市盈率(倍)	92	131	84	56	37
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	58	73	73
净利润增长率(%)	1.97%	12.13%	43.21%	79.61%	51.21%
净资产收益率(%)	5.16%	4.14%	5.71%	5.53%	7.92%
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年前三季度, 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 12.94 亿元、7,253.65 万元和 6,261.37 万元, 同比分别增长 1.81%、53.81%和 39.06%。实现全面摊薄 EPS0.0874 元/股, 高于预期。经营活动净现金流为 2.15 亿元, 高于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为-3.75%/0.50%/8.13%, 归母净利润同比增速分别为 401.38%/2.73%/37.71%。公司同时预计 2016 年归母净利润变动区间为 50%至 100%。

经营分析

- **业绩增速远高于营收增速, 公司盈利能力显著增强。**前三季度, 公司收入继续保持增长 (+1.81%), 毛利率小幅升至 21.88% (+0.89pct.)。期间费用率下降 0.75pct.。其中, 管理费用率与财务费用率均有所下降 (-0.29pct./-0.21pct.), 而销售费用率增加 0.01pct., 公司整体费用管控力度有所加强。此外, 公司归母净利润率为 4.84% (+1.30pct.), 公司盈利能力持续好转。
- **整装卫浴行业频传政策佳音。**今年 2 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。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。
- **收购重庆四维, 助力推动整装卫浴业务发展。**2016 年 8 月 2 日, 公司以自有资金 6,050.42 万元一次性付款, 完成对重庆国之四维卫浴 80%股权受让, 并在重庆联合产权交易所完成对标的公司的摘牌。此次收购之后, 公司旗下将拥有爱迪生、有巢氏、重庆四维及金四维四大自主品牌, 公司品牌实力显著增强。通过本次收购, 公司可充分利用四维卫浴现有营销渠道, 为整

相关报告

1. 《海鸥卫浴 (002805.SZ) 公司点评-政策暖风频吹, 公司整...》, 2016.9.7
2. 《海鸥卫浴 (002084.SZ) 深度研究-定制整装暖风已起, 卫...》, 2016.8.21
3. 《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
4. 《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

装卫浴业务未来布局推广打下基础。公司也可通过将四维产品植入整装卫浴空间，弥补公司在陶瓷卫浴领域的市场空白，预期业务协同发展效应显著。

- **定增项目稳步推进，整装卫浴产能有望陆续投放。**9月13日，公司修订非公开发行方案，调减了募投项目所需铺底流动资金、预备费、人员工资、调研推广费等非资本性支出部分，将募集资金调整为不超过55,084万元，差额部分将使用自有资金、银行贷款等自筹资金支付。9月29日，公司已收到反馈意见，公司非公开发行项目稳步推进。此外，根据公司计划，募投资金到位前，公司将采用租赁有巢氏资产的方式推进整装卫浴项目，苏州有巢氏3万套产能有望快速恢复，后续产能也将随着公司定增项目稳步推进而持续投放，公司业绩中长期大幅增厚可期。

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增长。我们上调公司2016-2018年EPS预测至0.14/0.22/0.33（三年CAGR57.3，原预测为0.12/0.14/0.21元/股），对应PE分为84/56/37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	2,141	2,741	3,699	货币资金	118	193	319	214	1,116	1,074
增长率		-1.5%	3.9%	24.8%	28.0%	35.0%	应收款项	463	395	397	534	683	922
主营业务成本	-1,292	-1,231	-1,358	-1,648	-2,091	-2,818	存货	369	402	357	467	593	799
%销售收入	77.1%	74.6%	79.2%	77.0%	76.3%	76.2%	其他流动资产	47	44	53	44	55	73
毛利	384	419	357	493	650	881	流动资产	997	1,034	1,125	1,259	2,447	2,869
%销售收入	22.9%	25.4%	20.8%	23.0%	23.7%	23.8%	%总资产	60.4%	61.3%	61.2%	67.3%	82.0%	86.0%
营业税金及附加	-10	-13	-10	-17	-21	-26	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	-94	-121	-159	%总资产	31.5%	30.4%	27.4%	22.9%	11.8%	8.4%
%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	-291	-367	-492	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%	32.7%	18.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	87	90	70	91	141	203	资产总计	1,651	1,686	1,840	1,870	2,986	3,337
%销售收入	5.2%	5.4%	4.1%	4.2%	5.2%	5.5%	短期借款	387	420	179	22	0	0
财务费用	-38	-30	-4	-10	1	11	应付款项	364	318	279	420	533	719
%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	64	92	131
资产减值损失	-8	3	-4	0	0	0	流动负债	771	789	521	505	626	849
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	675	796	1,020
营业利润	47	44	33	75	137	208	普通股股东权益	777	797	1,115	1,156	2,146	2,267
营业利润率	2.8%	2.7%	1.9%	3.5%	5.0%	5.6%	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	1,870	2,986	3,337
税前利润	52	47	55	85	147	218	比率分析						
利润率	3.1%	2.8%	3.2%	4.0%	5.4%	5.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-3	-8	-13	-22	-33	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	0.14	0.22	0.33
净利润	41	44	47	72	125	185	每股净资产	1.91	1.96	2.44	2.53	3.95	4.18
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	0.11	0.05	-0.02
归属于母公司的净利润	40	41	46	66	119	179	每股股利	0.05	0.03	0.05	0.05	0.07	0.11
净利率	2.4%	2.5%	2.7%	3.1%	4.3%	4.9%	回报率						
							净资产收益率	5.20%	5.16%	4.14%	5.71%	5.53%	7.92%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.44%	2.44%	2.51%	3.53%	3.97%	5.38%
							投入资本收益率	5.35%	6.41%	3.94%	5.56%	5.09%	6.95%
净利润	41	44	47	72	125	185	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%	24.85%	28.03%	34.95%
非现金支出	76	64	72	58	56	53	EBIT 增长率	22.51%	3.62%	-22.35%	30.17%	56.10%	43.81%
非经营收益	27	41	67	18	8	8	净利润增长率	14.11%	1.97%	12.13%	43.21%	79.61%	51.21%
营运资金变动	-33	5	-2	-100	-162	-260	总资产增长率	-1.16%	2.10%	9.15%	1.62%	59.70%	11.76%
经营活动现金净流	110	154	184	48	27	-13	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	72	46	27
股权募资	0	5	283	0	910	0	偿债能力						
债权募资	-52	23	-129	-177	-22	1	净负债/股东权益	42.16%	35.99%	2.62%	-1.89%	-43.21%	-39.00%
其他	-68	-51	-27	-18	-34	-51	EBIT 利息保障倍数	2.3	3.0	17.1	9.4	-108.1	-19.1
筹资活动现金净流	-120	-24	127	-195	855	-50	资产负债率	51.67%	50.99%	37.67%	36.13%	26.64%	30.58%
现金净流量	-61	71	133	-105	902	-42							

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

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

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
4	2016-09-07	买入	11.44	N/A

来源：国金证券研究所



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