

海鷗卫浴 (002084.SZ)

评级：买入 维持评级

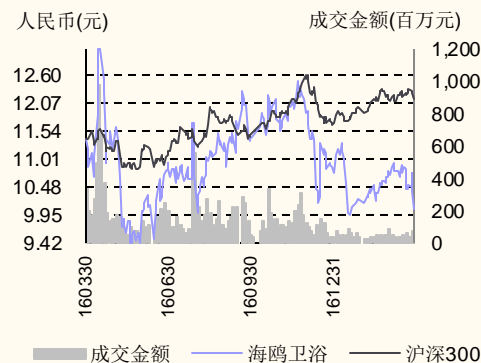
公司点评

市场价格(人民币)：10.06元

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)	4,590.54
年内股价最高最低(元)	13.10/9.42
沪深300指数	3436.76
深证成指	10348.27



相关报告

1. 《海鷗卫浴 2016 年三季度点评-传统主业经营稳健，整装卫浴成长...》，2016.10.28
2. 《海鷗卫浴 (002805.SZ) 公司点评-政策暖风频吹，公司整...》，2016.9.7
3. 《海鷗卫浴 (002084.SZ) 深度研究-定制整装暖风已起，卫...》，2016.8.21
4. 《海鷗卫浴 2016 年中报点评-全面布局定制整装卫浴业务》，2016.7.29
5. 《海鷗卫浴 (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

多业务齐头并进，坚定看好整装卫浴空间布局

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.10	0.19	0.32	0.42	0.59
每股净资产(元)	2.44	2.59	2.80	2.93	3.33
每股经营性现金流(元)	0.40	0.45	0.18	0.14	0.11
市盈率(倍)	131	58	32	24	17
行业优化市盈率(倍)	N/A	52	52	52	52
净利润增长率(%)	12.13%	84.18%	69.63%	33.87%	40.59%
净资产收益率(%)	4.15%	7.20%	11.29%	14.43%	17.86%
总股本(百万股)	456.32	456.32	456.32	456.32	456.32

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 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 17.87 亿元、8,641.37 万元和 8,497.55 万元，同比分别增长 4.18%、163.67%和 84.18%，实现全面摊薄 EPS0.19 元/股，高于我们的预期。经营活动净现金流为 2.07 亿元，高于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为-3.75%/0.50%/8.13%/10.97%，归母净利润同比增速分别为 401.39%/2.73%/37.71%/1911.68%。公司 2016 年分配预案为每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。公司同时预计 2017 年一季度净利润增长 70-120%。

经营分析

- 收入保持稳增长，盈利能力显著提升。2016 年，公司收入维持低速增长(+4.18%)，销售毛利率增至 22.37%(+1.56pct.)，这主要是由于公司推动信息自动化管理模式，生产效率有所提升所致。期间费用率降低 1.1pct.。财务费用率与管理费用率均有所降低(1.33pct./0.10pct.)，销售费用率上升 0.34pct.，主要系由于公司新增子公司的业务开拓和宣传费用增加所致。2016 年公司归母净利润率为 4.76%(+2.07pct.)，盈利能力显著提升。
- 卫浴主业持续稳健增长，收购重庆四维充实卫生瓷产能。公司卫浴主业主要是为全球顶级卫浴品牌商制造提供高档水龙头、卫浴五金产品等。目前海外地区收入仍为公司主要收入来源，占比约为 81%。传统卫浴业务端，公司不断优化产品结构，积极发展 ODM 整组龙头，并提升产品研发设计能力。公司产品现已获得日本 JIS 认证，并成为国内首家取得 JIS 认证的卫浴企业，我们认为这也将为公司未来继续争取国内外高端品牌客户树立了较高技术竞争壁垒。传统卫浴业务全年业绩方面，除了得益于公司本身不断加强产品研发制造，品牌增值效益持续提升，另外人民币兑美元大幅贬值对公司出口业务产生较大汇兑收益，同时公司产品主材铜、锌价格上涨，公司购买的铜、锌期货产生较大收益，因而公司全年净利润同比大幅增长达 84.2%。此外，公司已于 3 月完成收购重庆四维 80% 股权，四维卫浴旗下拥有“四维.swell”及“金四维.goldenswell”两大品牌，此次收购充实了公司在卫浴主业领域产能，为公司带来新增利润点。
- 积极推进定制整装卫浴业务，业绩爆发增长可期。2016 年公司通过非公开发行并收购苏州有巢氏等正式切入定制整装卫浴领域。目前整装卫浴在我国

发展尚处于起步阶段，随着我国住宅工业化政策不断推进、住宅产业化程度提高同时居民住宅质量要求提升，整装卫浴也将成为必然发展趋势。2016年12月，公司非公开发行项目已通过发审会审核，公司共约20万套定制整装卫浴产能将加速推进。具体业务推广方面，公司除了收购苏州有巢氏，同时促进现有卫浴业务与定制整装卫浴业务协同并进，公司还与齐家网达成深度战略合作，未来公司将与齐家共同合作推广定制整装卫浴空间，未来五年合作目标年销量达到10万套，合作齐家网点增加到三百余家。此外，完成收购重庆四维也将为整装卫浴业务未来营销布局推广打下基础，借助公司近年在内销业务布局有效推广，未来公司业绩爆发增长可期。

- **智能家居业务继续发力，未来发展空间巨大。**公司智能家居业务主要由新三板挂牌子公司珠海爱迪生推进，2016年，智能家居业务收入8,025.25万元，实现净利润720.06万元，业务净利率约9%，远高于公司传统卫浴业务净利率，智能家居业务已成为公司卫浴主业之外第二大主营业务。智能家居业务除了为公司带来持续增长利润点，目前公司还积极推进“爱迪生”品牌国内自主营销，这也成为了公司在有巢氏、四维及金四维之外所拥有的第四大国内自主品牌，对于公司内销业务的推进也起到关键作用。公司在智能家居业务端除了温控系统外，也正加强电子系统集成能力。同时，除了原来的供暖和制冷系统业务渠道开拓，未来公司还会继续开发智能家居系统，针对安防、老人看护、智能门锁等领域的巨大市场空间，公司也正针对性地开发新品，未来该部分业务提升空间巨大。

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

- **上调盈利预测，维持“买入”评级。**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。我们上调公司2017/2018年EPS预测至0.32/0.42元/股（原为0.22/0.33元/股），预测公司2019年EPS为0.59元/股，（三年CAGR47.3%），对应2017-2019年PE为32/24/17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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,650	1,715	1,787	2,283	3,021	4,101
增长率		3.9%	4.2%	27.8%	32.3%	35.7%
主营业务成本	-1,231	-1,358	-1,387	-1,727	-2,291	-3,112
%销售收入	74.6%	79.2%	77.6%	75.6%	75.8%	75.9%
毛利	419	357	400	556	730	989
%销售收入	25.4%	20.8%	22.4%	24.4%	24.2%	24.1%
营业税金及附加	-13	-10	-21	-18	-23	-29
%销售收入	0.8%	0.6%	1.2%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费用	-90	-50	-58	-66	-85	-111
%销售收入	5.5%	2.9%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%
管理费用	-226	-227	-235	-297	-388	-521
%销售收入	13.7%	13.3%	13.2%	13.0%	12.9%	12.7%
息税前利润 (EBIT)	90	70	85	175	234	328
%销售收入	5.4%	4.1%	4.8%	7.6%	7.7%	8.0%
财务费用	-30	-4	19	-2	-4	-6
%销售收入	1.8%	0.2%	-1.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	3	-4	-24	0	0	0
公允价值变动收益	-16	-11	18	0	0	0
投资收益	-4	-17	-12	-6	-6	-6
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	44	33	86	167	224	316
营业利润率	2.7%	1.9%	4.8%	7.3%	7.4%	7.7%
营业外收支	3	22	6	10	10	10
税前利润	47	55	93	176	234	326
利润率	2.8%	3.2%	5.2%	7.7%	7.7%	8.0%
所得税	-3	-8	-6	-26	-35	-49
所得税率	5.9%	15.2%	6.2%	14.9%	15.0%	15.0%
净利润	44	47	87	150	199	277
少数股东损益	3	1	2	6	6	6
归属于母公司的净利润	41	46	85	144	193	271
净利率	2.5%	2.7%	4.8%	6.3%	6.4%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	44	47	87	150	199	277
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	72	91	60	58	55
非经营收益	41	67	10	14	6	8
营运资金变动	5	-2	19	-143	-200	-293
经营活动现金净流	154	184	207	81	63	48
资本开支	-59	-62	-70	100	22	22
投资	-2	-89	-91	-1	0	0
其他	2	-26	2	-6	-6	-6
投资活动现金净流	-59	-177	-159	93	16	16
股权募资	5	283	8	0	-68	0
债权募资	23	-129	-70	-154	63	37
其他	-51	-27	-29	-7	-57	-76
筹资活动现金净流	-24	127	-92	-161	-62	-39
现金净流量	71	133	-44	13	16	25

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	193	319	261	274	290	315
应收款项	395	397	443	566	749	1,017
存货	402	357	318	479	636	864
其他流动资产	44	53	52	49	64	86
流动资产	1,034	1,125	1,074	1,368	1,739	2,281
%总资产	61.3%	61.2%	57.5%	68.3%	75.5%	82.1%
长期投资	31	114	118	119	118	118
固定资产	513	505	487	418	350	283
%总资产	30.4%	27.4%	26.1%	20.9%	15.2%	10.2%
无形资产	86	78	117	95	95	94
非流动资产	652	714	795	634	564	497
%总资产	38.7%	38.8%	42.5%	31.7%	24.5%	17.9%
资产总计	1,686	1,840	1,869	2,002	2,303	2,778
短期借款	420	179	209	64	127	162
应付款项	318	279	281	419	556	755
其他流动负债	51	63	57	103	137	189
流动负债	789	521	546	585	819	1,106
长期贷款	70	170	70	70	70	71
其他长期负债	1	5	8	0	0	0
负债	861	696	625	655	889	1,177
普通股股东权益	796	1,112	1,180	1,276	1,337	1,519
少数股东权益	29	32	64	70	76	82
负债股东权益合计	1,686	1,840	1,869	2,002	2,303	2,778

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.10	0.10	0.19	0.32	0.42	0.59
每股净资产	1.96	2.44	2.59	2.80	2.93	3.33
每股经营现金净流	0.38	0.40	0.45	0.18	0.14	0.11
每股股利	0.05	0.03	0.05	0.10	0.14	0.20
回报率						
净资产收益率	5.17%	4.15%	7.20%	11.29%	14.43%	17.86%
总资产收益率	2.44%	2.51%	4.55%	7.20%	8.38%	9.77%
投入资本收益率	6.41%	3.95%	5.25%	10.04%	12.35%	15.20%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.53%	3.94%	4.18%	27.81%	32.29%	35.75%
EBIT 增长率	3.62%	-22.35%	22.52%	104.67%	34.02%	40.22%
净利润增长率	1.97%	12.13%	84.18%	69.63%	33.87%	40.59%
总资产增长率	2.10%	9.15%	1.58%	7.13%	15.02%	20.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88	79	83	86	86	86
存货周转天数	114	102	89	101	101	101
应付账款周转天数	67	54	50	60	60	60
固定资产周转天数	109	106	96	64	40	23
偿债能力						
净负债/股东权益	36.04%	2.63%	1.42%	-10.47%	-6.64%	-5.12%
EBIT 利息保障倍数	3.0	17.1	-4.4	88.1	59.7	54.2
资产负债率	51.05%	37.82%	33.43%	32.74%	38.61%	42.36%

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	1	1	1	7
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.30

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。

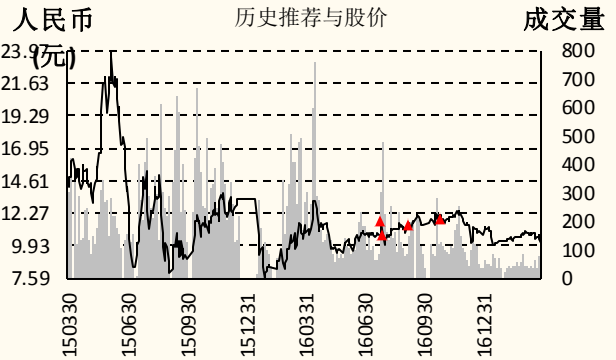
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2016-10-28	买入	12.17	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