

审慎推荐-A (维持)

海鸥卫浴 002084.SZ

目标估值: n.a.
当前股价: 9.25 元
2017年05月14日

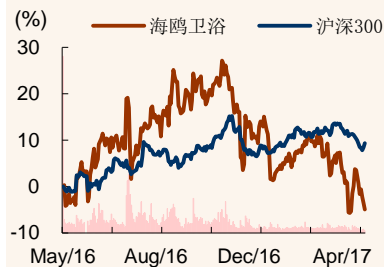
主业稳健，整装卫浴实践内装工业化

基础数据

上证综指	3084
总股本(万股)	45632
已上市流通股(万股)	40456
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	37
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	7.8
资产负债率	32.7%
主要股东	中徐投资有限公司
主要股东持股比例	30.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-22	-5
相对表现	-8	-21	-15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海鸥卫浴(002084)一定制整装卫浴全面推进,期待订单&产能释放》2016-09-11
- 2、《海鸥卫浴(002084)-整装卫浴产业链服务提供商雏形已显》2016-01-17
- 3、《海鸥卫浴(002084)一借力强力渠道,打造卫浴专家》2015-08-04

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

濮冬燕

021-68407301
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件:

公司一季度实现营业收入 4.63 亿元,同比增长 18.66%,实现归母净利 1646.8 万元,同比增长 110.41%。我们近期参观了公司广州工厂,并就经营近况进行了进一步交流。

评论:

1、一季度出口订单增加、四维卫浴并表,带动收入较好增长

受益于美国市场需求回暖,一季度美国客户订单增加,加上四维卫浴并表,公司实现了近年以来的较好收入增长。而随着优质订单增加,以及机器换人推进,1Q 毛利率小幅升至 20.23%。目前公司传统业务出口订单情况仍较可观,管理层预计上半年实现净利约 3861~4996 万元,同比增长 70%~120%;全年目标实现收入 22.3 亿元,同比增长 25.00%,净利 1.1 亿元,同比增长 27.20%。

2、四维卫浴引入优秀管理人员,激励到位经营显著改善

公司收购四维卫浴后,为其更换了总经理、智能制造总监、销售总监等核心管理人员,新团队具备丰富的家电、卫浴等行业管理经验,并设立高管持股平台,绑定一致利益。激励到位后,管理团队全面优化业务流程和产品管理,将四维卫浴品牌重新定位为中国经典卫浴,近期再度荣获中国十大卫浴品牌。四维经营已于 3 月扭亏,4 月实现盈利,目前在手订单情况较好,全年销售值得期待。

3、整装卫浴蓄势待发,B 端拓市场,C 端筑品牌

与目前国内已有的整装卫浴方案相比,公司在材质和技术方面优势显著,自主开发柔性模式实现定制化,更为契合国人消费需求。预计珠海一期 6.5 万套产能将于年底投产,以酒店和地产商为先发渠道,带动规模增长,同时通过一线城市开设旗舰店、齐家网线下门店合作展示等方式逐步布局 C 端,培养消费者认知。

4、内装工业化部件和服务提供商,维持“审慎推荐-A”评级

公司在保持主业稳健的同时,开拓智能家居和节能产品,全面推进整装卫浴模式,通过齐家网合作、收购有巢式和四维卫浴等方式完善产业布局,后续产能陆续释放有望形成增长新动力。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.23 元、0.32 元、0.45 元,同比分别增长 26%、38%、39%,维持“审慎推荐-A”投资评级。

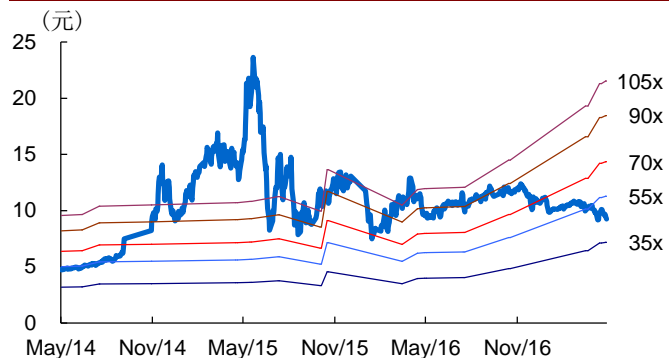
风险因素:定制整装卫浴业务拓展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1715	1787	2174	2710	3242
同比增长	4%	4%	22%	25%	20%
营业利润(百万元)	33	86	104	158	220
同比增长	-26%	164%	20%	52%	39%
净利润(百万元)	46	85	107	148	205
同比增长	12%	84%	26%	38%	39%
每股收益(元)	0.10	0.19	0.23	0.32	0.45
PE	91.5	49.7	39.5	28.6	20.6
PB	3.8	3.6	3.4	3.1	2.9

资料来源:公司数据、招商证券

图 1: 海鸥卫浴历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 海鸥卫浴历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《海鸥卫浴 (002084) 一定制整装卫浴全面推进, 期待订单&产能释放》2016-09-11
- 2、《海鸥卫浴 (002084) -整装卫浴产业链服务提供商雏形已显》2016-01-17
- 3、《海鸥卫浴 (002084) 一借力强力渠道, 打造卫浴专家》2015-08-04

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1125	1074	1128	1390	1701
现金	319	261	173	213	303
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	5	3	4	5	6
应收款项	384	428	498	621	742
其它应收款	7	12	14	18	21
存货	357	318	376	457	538
其他	53	51	62	76	90
非流动资产	714	795	755	720	689
长期股权投资	26	23	23	23	23
固定资产	498	469	443	420	399
无形资产	62	95	85	77	69
其他	129	207	203	199	197
资产总计	1840	1869	1883	2110	2389
流动负债	521	546	497	626	769
短期借款	109	39	114	188	276
应付账款	200	180	218	265	311
预收账款	15	15	18	22	26
其他	197	313	147	151	156
长期负债	172	73	73	73	73
长期借款	170	70	70	70	70
其他	2	3	3	3	3
负债合计	693	620	570	699	843
股本	456	456	456	456	456
资本公积金	262	269	269	269	269
留存收益	397	459	520	614	746
少数股东权益	32	64	67	70	75
归属于母公司所有者权益	1115	1185	1246	1340	1471
负债及权益合计	1840	1869	1883	2110	2389

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	184	207	86	53	113
净利润	46	85	107	148	205
折旧摊销	68	67	67	63	58
财务费用	36	18	12	12	16
投资收益	17	12	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	14	27	(101)	(174)	(173)
其它	3	(2)	6	10	12
投资活动现金流	(177)	(159)	(22)	(22)	(22)
资本支出	(62)	(70)	(27)	(27)	(27)
其他投资	(116)	(89)	5	5	5
筹资活动现金流	119	(105)	(153)	9	(2)
借款变动	(151)	(111)	(95)	74	88
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	233	8	0	0	0
股利分配	(12)	(23)	(46)	(53)	(74)
其他	(2)	21	(12)	(12)	(16)
现金净增加额	125	(58)	(88)	40	90

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1715	1787	2174	2710	3242
营业成本	1358	1387	1681	2041	2402
营业税金及附加	10	21	26	33	39
营业费用	50	58	65	111	139
管理费用	227	235	286	357	427
财务费用	4	(19)	12	12	16
资产减值损失	4	24	4	4	4
公允价值变动收益	(11)	18	5	5	5
投资收益	(17)	(12)	0	0	0
营业利润	33	86	104	158	220
营业外收入	23	10	15	5	5
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	55	93	116	160	222
所得税	8	6	6	9	12
净利润	47	87	109	151	210
少数股东损益	1	2	3	4	5
归属于母公司净利润	46	85	107	148	205
EPS (元)	0.10	0.19	0.23	0.32	0.45

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	4%	22%	25%	20%
营业利润	-26%	164%	20%	52%	39%
净利润	12%	84%	26%	38%	39%
获利能力					
毛利率	20.8%	22.4%	22.7%	24.7%	25.9%
净利率	2.7%	4.8%	4.9%	5.4%	6.3%
ROE	4.1%	7.2%	8.6%	11.0%	13.9%
ROIC	2.2%	4.1%	7.3%	9.6%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	33.2%	30.3%	33.1%	35.3%
净负债比率	19.0%	14.9%	9.8%	12.2%	14.5%
流动比率	2.2	2.0	2.3	2.2	2.2
速动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4
存货周转率	3.6	4.1	4.8	4.9	4.8
应收帐款周转率	4.6	4.4	4.7	4.8	4.8
应付帐款周转率	6.8	7.3	8.5	8.5	8.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.10	0.19	0.23	0.32	0.45
每股经营现金	0.40	0.45	0.19	0.12	0.25
每股净资产	2.44	2.60	2.73	2.94	3.22
每股股利	0.05	0.10	0.12	0.16	0.22
估值比率					
PE	91.5	49.7	39.5	28.6	20.6
PB	3.8	3.6	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	49.3	37.8	25.2	19.9	15.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。