

海鸥卫浴 (002084)

家居智能与电商齐并进，业绩放量或可期

—海鸥卫浴 2015 年半年报点评

	张琨 (分析师)	王永彬 (研究助理)
	0755-23976003	0755-23976032
	zhangkun008742@gtjas.com	wangyongbin@gtjas.com
证书编号	S0880512080001	S0880115010070

本报告导读：

公司家居建材电商代运营稳步推进，并且智能家居业务也在积极拓展之中，下半年有望迎来业绩放量期，目标价 18 元，维持增持评级。

投资要点：

家居智能与电商齐并进，下半年业绩放量或可期。公司 15 年 H1 归属净利润 0.16 亿，同比增长 20.9%，业绩符合预期。随下半年公司卫浴出口逐步结算以及卫浴建材电商代运营和智能家居两大新业务放量，公司将迎来高速增长，我们维持 2015/16 年 EPS 0.22、0.36 元 预测不变。另考虑近期市场风险偏好有所下降，中小市值公司估值下挫明显，参照现行装饰+互联网公司估值，给予公司 15 年 82 倍，下调目标价至 18 元(原 28 元)，维持增持评级。公司预告 15Q3 归属净利润增速变动区间 20%-70%。

电商代运营已展开，整体卫浴是未来。公司旗下齐海电商借助外部线上销售终端，推动品牌卫浴建材电商化。至 5 月正式开业以来，已对贝朗、安住等卫浴品牌进行整合，并获齐家网授权作为齐家商城家居建材的渠道运营商，短短 1 个月完成 263 万营收。随着下半年团队组建完成，经营进入正轨，公司代运营有望实现 5 亿业务目标。此外，公司与齐家网交叉持股，合作成立 5 亿“家互联基金”，整合卫浴市场。最终通过双方深度合作，以及“制造+渠道”优势，完成对传统卫浴产业链的变革。

智能家居业务迎深化，制造方式变革提效率。智能家居开拓也公司开辟利润重要举措，一方面通过“爱迪生”品牌自主研发压宝、云计费系统等绿色节能设备，推动生活居住智能化；另一方面与齐家网、东方网力合作探索家居安防系统开发与推广，争夺家居服务入口。此外，公司积极推动“机器换人”计划，实现卫浴等建材自动化、智能化生产，提升生产效率。

风险提示：国外市场不景气、商业模式转型低于预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,676	1,650	2,389	3,116	3,924
(+/-)%	1%	-2%	45%	30%	26%
经营利润 (EBIT)	87	90	138	209	299
(+/-)%	23%	4%	54%	52%	43%
净利润	40	41	89	147	221
(+/-)%	14%	2%	117%	65%	50%
每股净收益 (元)	0.10	0.10	0.22	0.36	0.54
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.05	0.10	0.13

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	5.2%	5.4%	5.8%	6.7%	7.6%
净资产收益率 (%)	5.2%	5.2%	10.3%	15.2%	19.4%
投入资本回报率 (%)	6.1%	7.7%	11.5%	16.7%	22.5%
EV/EBITDA	38.0	37.0	29.7	21.1	15.3
市盈率	136.8	134.1	61.9	37.5	24.9

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**18.00**

上次预测：**28.00**

当前价格：**13.59**

2015.07.24

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.16-24.96
总市值 (百万元)	5,518
总股本/流通 A 股 (百万股)	406/370
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	91%
日均成交量 (百万股)	1644.85
日均成交值 (百万元)	275.83

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	801
每股净资产	1.97
市净率	6.9
净负债率	27.52%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.00	0.00
Q2	0.03	0.07
Q3	0.03	0.07
Q4	0.04	0.08
全年	0.10	0.22

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-21%	-11%	161%
相对指数	-7%	-4%	77%

相关报告

《受益齐家网“整体家装平台”，卫浴整合大幕拉开》2015.06.02

《战略入股齐家网兑现，做大家居电商开启》2015.05.18

《非公开发行获审批，互联网+制造变革将开启》2015.04.27

《开创卫浴定制新模式，助力转型代运营商》2014.12.10

《海鸥卫浴新股定价分析报告》2006.11.07

模型更新时间: 2015.07.24

股票研究

必需消费

家庭及个人用品

海鸥卫浴 (002084)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.00**

上次预测: 28.00

当前价格: 13.59

公司网址

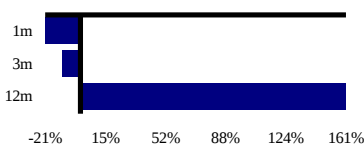
www.seagullgroup.cn

公司简介

公司地处广州市番禺区联邦工业城, 主营高档水暖器材和五金件(含电镀加工)的生产、销售。

公司主要产品包括各种高档水龙头零组件、排水器、温控阀及浴室配件等, 产品全部出口, 主要销往北美和欧洲的数十个国家和地区, 客户包括摩恩、得而达、科勒、汉斯格雅等全球前十大卫浴产品生产厂商。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.16-24.96

市值 (百万)

5,518

财务预测 (单位: 百万元)

损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

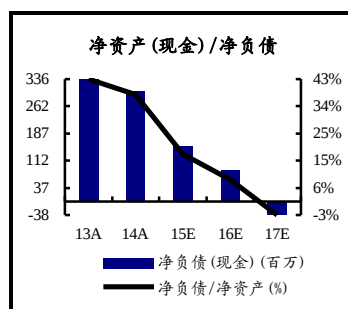
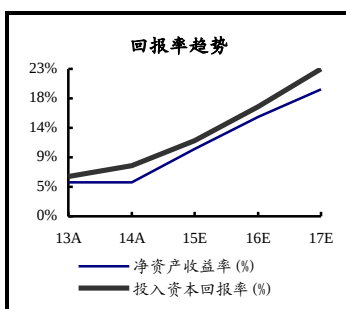
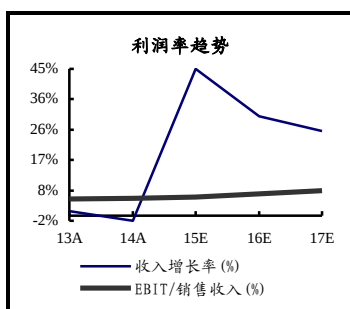
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	1,676	1,650	2,389	3,116	3,924
营业成本	1,292	1,231	1,764	2,274	2,836
税金及附加	10	13	26	34	39
销售费用	82	90	129	165	208
管理费用	205	226	332	433	542
EBIT	87	90	138	209	299
公允价值变动收益	5	-16	0	0	0
投资收益	2	-4	0	0	0
财务费用	38	30	22	22	20
营业利润	47	44	105	181	273
所得税	11	3	17	28	42
少数股东损益	0	3	7	12	18
净利润	40	41	89	147	221
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	130	193	183	265	346
其他流动资产	0	10	0	0	0
长期投资	32	31	31	31	31
固定资产合计	520	513	479	456	437
无形及其他资产	94	99	93	99	105
资产合计	1,651	1,686	1,922	2,264	2,666
流动负债	771	789	948	1,171	1,383
非流动负债	82	70	71	73	76
股东权益	777	796	865	972	1,140
投入资本(IC)	1,104	1,092	1,016	1,068	1,132
现金流量表					
NOPLAT	68	84	117	178	254
折旧与摊销	68	68	53	56	59
流动资金增量	-57	16	-16	-95	-94
资本支出	-48	-59	-5	-33	-39
自由现金流	30	109	149	106	181
经营现金流	110	154	181	144	225
投资现金流	-51	-59	-5	-33	-39
融资现金流	-118	-23	-185	-30	-105
现金流净增加额	-59	72	-10	81	81
财务指标					
成长性					
收入增长率	1.5%	-1.5%	44.8%	30.4%	25.9%
EBIT 增长率	22.5%	3.6%	53.7%	52.0%	42.9%
净利润增长率	14.1%	2.0%	116.6%	65.3%	50.2%
利润率					
毛利率	22.9%	25.4%	26.2%	27.0%	27.7%
EBIT 率	5.2%	5.4%	5.8%	6.7%	7.6%
净利率率	2.4%	2.5%	3.7%	4.7%	5.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.2%	5.2%	10.3%	15.2%	19.4%
总资产收益率(ROA)	2.4%	2.4%	4.6%	6.5%	8.3%
投入资本回报率(ROIC)	6.1%	7.7%	11.5%	16.7%	22.5%
运营能力					
存货周转天数	100	114	95	94	93
应收账款周转天数	93	88	67	67	66
总资产周转天数	362	369	276	245	229
净利润现金含量	2.72	3.75	2.03	0.98	1.02
资本支出/收入	3%	4%	0%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	51.7%	51.0%	53.1%	54.9%	54.7%
净负债率	43.3%	38.1%	17.6%	8.8%	-3.3%
估值比率					
PE	136.8	134.1	61.9	37.5	24.9
PB	7.1	6.9	6.4	5.7	4.8
EV/EBITDA	38.0	37.0	29.7	21.1	15.3
P/S	3.3	3.3	2.3	1.8	1.4
股息率	1.5%	1.5%	0.4%	0.7%	1.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		