

轻工制造

2014年12月02日

海鸥卫浴 (002084)

——双主业积极推进，打造电商运营平台引领商业模式变革

报告原因：上市公司调研

增持

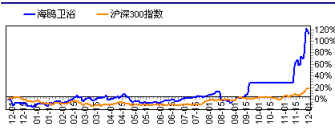
维持

市场数据：	2014年12月01日
收盘价(元)	12.65
一年内最高/最低(元)	13.87/4.5
上证指数/深证成指	2680/9096
市净率	6.6
息率(分红/股价)	0.40
流通A股市值(百万元)	5137

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年09月30日
每股净资产(元)	1.93
资产负债率%	51.90
总股本/流通A股(百万)	406/406
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海鸥卫浴(002084)——引入齐家网为战略投资者，“双主业”战略插上O2O翅膀》 2014/11/12

《海鸥卫浴(002084)调研报告——卫浴主业随欧美市场稳步复苏，转型节能环保产品拓展第二主业》

2014/09/16

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

研究支持

范张翔 A0230114070004
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2013	1,676	2	40	14	0.10	22.9	5.2	127
14Q1-3	1,196	-3	26	4	0.06	23.6	3.3	--
2014E	1,883	12	50	24	0.12	23.9	6.1	105
2015E	2,164	15	65	30	0.16	24.3	7.3	79
2016E	2,517	16	85	30	0.21	24.5	8.7	60

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **国内家居建材行业存在巨大整合空间。**国内家居建材市场空间大，但极度分散。2013年市场规模37243亿元，2014年40709亿元，预计未来几年CAGR 10%-15%，2020年10-30万亿元。市场空间大，复合增长快，有巨大整合的空间。家居五金、卫浴陶瓷等细分领域2013年市场规模在1万亿左右(占行业总值26.9%)。
- **海鸥卫浴与齐家网强强联手，O2O模式引领商业模式变革。**海鸥卫浴将作为工业4.0智能制造平台，提供定制化解决方案，优化供应链管理，使其最便捷、最直接，同时建立代运营齐家网卫浴平台。齐家网作为家装O2O最大电商，打造家装行业的领军平台O2O整合营销，为客户提供最便捷的家装体验和服务，提供测量、服务等数据，落实工业4.0。强强联手为战略品牌商伙伴提供O2O的战略：培养领军品牌，提供营销及产品方案，营造体验空间。目前国内卫浴行业集中度分散，SKU较多，生产企业远离消费者需求；运营效率较低，导致终端加价率高；预计未来通过O2O模式能精准定位消费者需求，以销售端大数据驱动前端设计、生产及整个供应链体系的流程再造，至少降低终端价格30%以上。
- **海鸥卫浴：构建电商运营平台，发挥两大核心功能。**1) **品牌代运营：**部分海外卫浴品牌打算进军国内市场，但尚不具备独立的电商运营能力，海鸥卫浴可以为这类企业提供品牌O2O代运营服务。2) **供应链整合：**品牌商不能满足消费者需求的部分，结合海鸥卫浴先进制造能力和齐家网电商经验及O2O渠道能力，以类自有品牌的形式销售大数据分析总结的爆款，跟踪消费者需求变化，实现SKU聚焦，优化供应链效率，降低产品价格，提升消费者体验。**未来有望成为齐家网整个卫浴五金子品类的供应链整合者。**
- **海鸥双主业战略积极推进。**1) 卫浴主业方面，近几年公司受制于人工成本上涨压力，盈利能力徘徊低位，13年公司净利率仅2.4%；未来公司将积极推进机器人自动化水平，预计明年拥有300个机器人，每个机器人替代3名工人，

缓解劳动力瓶颈；2)节能环保方面，立足室内、绿色、节能、舒适（Indoor Green Comfort），基于供暖（制冷）云计费智能计量收费系统和增压宝系列产品，积极发展智能家居和工业节能，预计目前增压宝月均销售额500-600万元。

- **双主业战略提供业绩向好预期，携手齐家网构建运营平台，打开未来发展想象空间，建议增持。**公司卫浴主业通过提高自动化水平提升生产效率和开工率，节能环保产品提供业绩增量，并为进军智能家居奠定基础。与全国领先家居建材电商齐家网深度合作构建电商运营平台，未来在品牌代运营和供应链整合方面有望重构卫浴陶瓷市场格局。基于现有卫浴主业，我们维持公司14-15年EPS分别为0.12元和0.16元的盈利预测，目前股价（12.65元）对应14-15年PE分别为105倍和79倍，但公司明年起节能环保产品、电商运营平台预计将逐渐释放业绩，且公司目前总市值为51.37亿元，中长期角度和齐家的运营O2O合作颇具想象空间，建议增持！

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2012A	2013A	14Q1-3	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1651	1676	1196	1,883	2,164	2,517
二、营业总成本	1630	1636	1151	1,816	2,084	2,421
其中：营业成本	1285	1292	913	1,433	1,638	1,900
营业税金及附加	7	10	11	17	19	23
销售费用	88	82	49	77	91	106
管理费用	201	205	163	260	303	355
财务费用	32	38	18	31	33	35
资产减值损失	17	8	(2)	(2)	0	2
加：公允价值变动收益	5	5	(11)	(10)	(6)	2
投资收益	0	2	(3)	(1)	1	0
三、营业利润	26	47	30	56	75	98
加：营业外收入	14	6	1	3	4	5
减：营业外支出	2	1	1	1	2	2
四、利润总额	39	52	31	58	77	101
减：所得税	3	11	3	5	8	12
五、净利润	36	41	28	53	69	90
少数股东损益	0	0	2	3	4	5
归属于母公司所有者的净利润	35	40	26	50	65	85
六、全面摊薄每股收益	0.09	0.10	0.06	0.12	0.16	0.21
发行后总股本（百万）	406	406	406	406	406	406

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。