

并购交割完成，瓷砖+卫浴强强联合

投资要点

- **事件：**1) 公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金并购佛山欧神诺陶瓷有限公司，已于1月5日完成标的资产的股权过户手续及相关工商变更登记，欧神诺已成为公司的控股子公司，控股98.39%；2) 帝王洁具拟使用自有资金1亿元在佛山市三水区出资设立全资子公司佛山帝王卫浴有限公司。
- **欧神诺：瓷砖龙头，建筑陶瓷行业工装先驱。**1) 欧神诺为国内建筑陶瓷行业龙头之一，拥有自有产线2000万平米，2016年自产加OEM产量达3914万平米，2016年收入规模达18亿元。并购完成后，欧神诺江西景德镇与广西子公司扩产项目达产后公司年产能将达到近7000万平米，产能瓶颈有效解决。2) 欧神诺在2013年左右先于竞争对手抓住建筑陶瓷行业工程业务契机，2014年至今工程业务营收占比均不低于50%，显著领先竞争对手，拥有TOP30多家地产商合作经验，与碧桂园、万科、恒大等龙头开发商建立了长期合作关系，公司凭借良好的信誉和优质的产品赢得了上游供应商和下游客户的一致认可。
- **卫浴、瓷砖龙头强强联合，佛山帝王再添卫浴优势。**1) 本次交易完成后，帝王洁具可与欧神诺在中高端建材的渠道、客户、技术等方面展开深度合作。在渠道端帝王卫浴业务有望借助欧神诺工装渠道优势切入精装房工程业务领域，随着地产行业加快整合与政策推动精装占比提升，公司业绩有望在工程渠道实现快速放量；在客户端卫浴、瓷砖两大板块可通过产品协同展示实现客户流量共享；在技术端两者将通过成熟的生产技术与研发团队实现优势互补。卫浴和建筑陶瓷两大优势领域强强联合，形成联动，共同助力公司业绩高成长。2) 公司拟设立佛山帝王子公司，主要从事陶瓷卫浴及其五金配件业务，在原有亚克力卫浴龙头地位基础上，公司将依托佛山陶瓷产业集群的区位优势，大力扩充卫浴业务范围，满足市场陶瓷卫浴需求，进一步增强与欧神诺建筑陶瓷业务的协同效应、整合公司的资源、提升行业竞争力，“大卫浴”布局趋于完整。
- **盈利预测与估值：**预计帝王洁具2017-2019年EPS分别为0.4元、2.55元、3.22元，对应PE分别为130倍、21倍和16倍。参考卫浴瓷砖行业平均估值，给予公司2018年25倍PE，目标价63.75元，上调为“买入”评级。
- **风险提示：**卫浴产品终端销售不及预期的风险，收购标的不及预期的风险，投资项目进度及达产不及预期的风险。

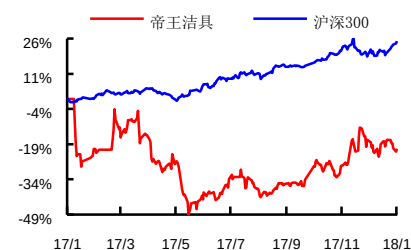
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	427.46	527.46	3712.93	4661.50
增长率	10.47%	23.40%	603.92%	25.55%
归属母公司净利润（百万元）	50.63	53.95	339.76	429.43
增长率	-5.22%	6.55%	529.81%	26.39%
每股收益EPS（元）	0.38	0.40	2.55	3.22
净资产收益率ROE	8.64%	8.72%	34.82%	34.62%
PE	138	130	21	16
PB	8.09	7.66	4.86	3.82

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.90
流通A股(亿股)	0.32
52周内股价区间(元)	33.9-67.0
总市值(亿元)	47.38
总资产(亿元)	7.77
每股净资产(元)	7.46

相关研究

1. 帝王洁具（002798）：中报业绩改善，产能+渠道扩张双驱动（2017-08-05）

关键假设:

假设 1: 根据之前公司产能投放进度, 我们对欧神诺的新产能投放进度进行假设; 广西产线 18、19 年产能释放进度为 30%、65%; 景德镇产线 18、19 年产能投放进度为 65%、80%。

假设 2: OEM 产能在新增产能投放后占总产能比重逐渐下滑, 18、19 年 OEM 产能占比分别为 35%、30%。

假设 3: 随着欧神诺工装规模逐渐扩大, 规模效应更为显现, 毛利率水平逐渐提升; 公司 18-19 年毛利率为 33.12%、33.75%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入和毛利率

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	450.90	386.93	427.46	527.46	3,712.93	4,661.50
yoy		-14.19%	10.47%	560.77%	31.45%	25.55%
营业成本	307.16	263.70	291.12	361.72	2,483.24	3,088.36
毛利率	31.88%	31.85%	31.90%	31.42%	33.12%	33.75%
亚克力卫生洁具						
收入	297.19	276.96	307.15	383.94	479.92	575.90
yoy		-6.81%	10.90%	25.00%	25.00%	20.00%
成本	190.15	183.43	199.50	248.79	311.95	374.34
毛利率	36.02%	33.77%	35.05%	35.20%	35.00%	35.00%
亚克力板						
收入	117.92	76.56	85.20	102.24	117.57	129.33
yoy		-35.07%	11.27%	20.00%	15.00%	10.00%
成本	94.59	60.80	70.44	86.90	98.76	107.34
毛利率	19.79%	20.60%	17.32%	15.00%	16.00%	17.00%
OEM 陶瓷洁具						
收入	26.61	23.56	29.05	34.85	43.57	56.64
yoy		-11.46%	23.28%	20.00%	25.00%	30.00%
成本	17.52	15.28	18.33	22.66	29.63	39.65
毛利率	34.16%	35.16%	36.89%	35.00%	32.00%	30.00%
家用桑拿房						
收入	6.51	5.31	3.44	3.79	4.09	4.26
yoy		-18.39%	-35.14%	10.00%	8.00%	4.00%
成本	4.25	3.50	2.23	2.84	3.07	3.19
毛利率	34.67%	34.16%	35.25%	25.00%	25.00%	25.00%
其他						
收入	2.68	4.54	2.62	2.65	2.68	2.70
yoy		69.33%	-42.26%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	0.66	0.70	0.61	0.53	0.54	0.54
毛利率	75.37%	84.61%	76.60%	80.00%	80.00%	80.00%
欧神诺						
收入	1,605.61	1,601.49	1813.16	2297.05	3,065.10	3,892.68
yoy		-0.26%	13.22%	26.69%	33.44%	27.00%
成本	1,127.80	1,091.78	1,223.14	1,540.00	2,039.30	2,563.30
毛利率	29.76%	31.83%	32.54%	32.96%	33.47%	34.08%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	427.46	527.46	3712.93	4661.50	净利润	50.63	53.95	339.76	429.43
营业成本	291.12	361.72	2483.24	3088.36	折旧与摊销	13.89	25.43	26.89	28.83
营业税金及附加	4.69	4.78	34.82	44.47	财务费用	-1.51	-0.26	31.92	70.91
销售费用	62.60	79.12	534.66	661.93	资产减值损失	5.42	0.00	10.00	10.00
管理费用	32.19	40.61	241.34	303.00	经营营运资本变动	-197.29	-60.13	-2228.77	-666.40
财务费用	-1.51	-0.26	31.92	70.91	其他	160.20	-1.87	-9.69	-9.84
资产减值损失	5.42	0.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	31.33	17.12	-1829.89	-137.07
投资收益	1.88	0.00	0.00	0.00	资本支出	-27.62	-15.00	-18.00	-21.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-154.30	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-181.92	-15.00	-18.00	-21.00
营业利润	34.82	41.49	376.95	482.83	短期借款	-2.00	0.00	2142.54	488.65
其他非经营损益	21.89	21.97	22.77	22.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	56.71	63.47	399.72	505.21	股权融资	173.56	3.79	43.19	0.00
所得税	6.08	9.52	59.96	75.78	支付股利	-25.91	-24.56	-26.17	-164.81
净利润	50.63	53.95	339.76	429.43	其他	-0.01	0.26	-31.92	-70.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	145.63	-20.51	2127.64	252.93
归属母公司股东净利润	50.63	53.95	339.76	429.43	现金流量净额	-4.96	-18.39	279.75	94.86
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	109.93	91.54	371.29	466.15	成长能力				
应收和预付款项	119.24	134.16	958.46	1213.52	销售收入增长率	10.47%	23.40%	603.92%	25.55%
存货	91.88	116.93	813.41	1012.00	营业利润增长率	2.57%	19.16%	808.46%	28.09%
其他流动资产	161.20	198.91	1400.20	1757.92	净利润增长率	-5.22%	6.55%	529.81%	26.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.89%	41.24%	553.67%	33.69%
投资性房地产	9.49	9.49	9.49	9.49	获利能力				
固定资产和在建工程	124.19	116.96	111.27	106.64	毛利率	31.90%	31.42%	33.12%	33.75%
无形资产和开发支出	26.80	23.60	20.41	17.22	三费率	21.82%	22.65%	21.76%	22.22%
其他非流动资产	14.82	14.81	14.80	14.80	净利率	11.84%	10.23%	9.15%	9.21%
资产总计	657.55	706.41	3699.34	4597.73	ROE	8.64%	8.72%	34.82%	34.62%
短期借款	0.00	0.00	2142.54	2631.19	ROA	7.70%	7.64%	9.18%	9.34%
应付和预收款项	58.41	71.81	497.00	622.60	ROIC	7.48%	6.67%	19.04%	13.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.04%	12.64%	11.74%	12.50%
其他负债	13.34	15.62	84.04	103.56	营运能力				
负债合计	71.75	87.43	2723.58	3357.35	总资产周转率	0.76	0.77	1.69	1.12
股本	86.38	90.17	133.36	133.36	固定资产周转率	3.39	4.47	34.59	47.05
资本公积	229.52	229.52	229.52	229.52	应收账款周转率	4.79	4.85	7.97	5.02
留存收益	269.90	299.29	612.88	877.50	存货周转率	3.13	3.37	5.32	3.38
归属母公司股东权益	585.80	618.98	975.76	1240.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	585.80	618.98	975.76	1240.38	资产负债率	10.91%	12.38%	73.62%	73.02%
负债和股东权益合计	657.55	706.41	3699.34	4597.73	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	78.67%	78.37%
					流动比率	7.11	6.49	1.30	1.33
					速动比率	5.76	5.09	1.00	1.03
					股利支付率	51.18%	45.53%	7.70%	38.38%
					每股指标				
					每股收益	0.38	0.40	2.55	3.22
					每股净资产	6.50	6.86	10.82	13.76
					每股经营现金	0.35	0.19	-20.29	-1.52
					每股股利	0.29	0.27	0.29	1.83
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	47.20	66.66	435.76	582.58					
PE	138.41	129.91	20.63	16.32					
PB	8.09	7.66	4.86	3.82					
PS	11.08	8.98	1.28	1.02					
EV/EBITDA	92.93	69.06	20.05	15.67					
股息率	0.55%	0.52%	0.55%	3.48%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn