

业绩符合预期，并购协同将发力

投资要点

- **事件:** 公司 2017 年全年实现营业收入 5.34 亿元, 同比增长 24.85%, 归母净利润 5452.5 万元, 同比增长 7.7%。Q4 单季实现营业收入 1.7 亿, 在去年高基数的情况下, 实现 15.3% 的增长; 净利润 Q4 下滑 8.62%。同时公司拟每 10 股派发现金 2 元, 用资本公积向股东每 10 股转增 7 股。
- **营收增长符合预期, 盈利能力受成本上涨影响。** 分产品看, 公司卫生洁具产品实现营收 4.2 亿元, 同比增长 24%, 亚克力板实现营收 1.1 亿元, 同比增长 28%。其中淋浴房和 OEM 陶瓷洁具分别录得 64.6% 和 33.5% 的增幅, 对总营收占比也增长到了 5.7% 和 7.3%。从区域看, 公司正加力推进全国性区域布局, 华南地区增幅达到 123.3%, 华东地区增幅也达到 34.6%, 占总营收比例达到 27.4%。2017 年, 公司毛利率 29.4%, 同比下降 2.5pp, 主要是受亚克力板成本上涨影响所致, 全年亚克力板的毛利率为 8.3%, 同比下降 9pp。公司洁具产品的主要原材料 MMA 受原油价格影响较大, 随着原材料价格的逐步趋稳, 我们预计公司毛利率也将减小波动, 逐步趋稳回升。2017 年公司归母净利润增速放缓, 主要原因是公司在 2017 年实施了限制性股票激励计划导致管理费用增加, 如果不考虑该因素影响, 公司归母净利润增速接近 30%。
- **渠道扩张+产能拓展+股权激励, 全力护航公司高速增长。** 渠道方面, 公司以经销经营模式为主, 目前已在全国 31 个省市建立了经销网络, 签约经销商数量已超 800 个。2017 年公司加力推进零售渠道的覆盖布局, 填补空白市场, 实现各区域的全面增长, 公司目前零售门店已逾 1000 家, 公司计划未来 3-5 年超过 2000 家, 每年新开 200-300 家。产能方面, 公司年产 36 万台 (套) 亚克力洁具扩建项目已于 2017 年底达到预定使用状态, 预计增加公司营收 3.4 亿元, 净利润 0.57 亿元。公司于 2017 年实施了股权激励计划, 覆盖包括公司董事、高级管理人员和中层管理人员共计 66 人, 业绩考核目标为相对 2016 年净利润, 2017、2018、2019 年增幅分别达到 10%、20% 和 30%。
- **并购工装龙头欧神诺已落地, 协同优势将逐步体现。** 2018 年 1 月, 公司完成对欧神诺 99.9% 的股权收购, 2017-2019 三年欧神诺的业绩承诺分别为 1.63 亿、1.92 亿和 2.28 亿元。欧神诺目前自有产线 2000 万平方米, 其位于广西的拥有 8 组墙地砖生产线基地正在建设, 预计 2020 年完全投产, 年产量 5000 万方, 产能大幅扩容。欧神诺是中高端建筑陶瓷市场龙头企业, 具有较强的技术研发能力、质量控制体系、品牌影响力和渠道营销能力, 公司目前已是碧桂园、万科、恒大等大型房地产开发商的战略合作单位, 公司已连续多年蝉联中国房地产开发企业 500 强首选供应商。2017 年欧神诺工程销售同比增长 40.75%, 经销商渠道销售同比增长 21.41%, 生产制造的规模效应大幅体现。并购欧神诺将丰富公司的产品布局, 实现渠道客户共享, 大幅增厚业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计帝王洁具 2018-2020 年 EPS 分别为 2.53 元、3.17 元、4.12 元, 对应 PE 分别为 20 倍、16 倍和 13 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 63.25 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、原材料价格波动以及房地产业出现下行趋势。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	533.67	3742.84	4698.86	5829.47
增长率	24.85%	601.34%	25.54%	24.06%
归属母公司净利润 (百万元)	54.53	337.57	422.49	549.82
增长率	7.69%	519.11%	25.16%	30.14%
每股收益 EPS (元)	0.41	2.53	3.17	4.12
净资产收益率 ROE	5.19%	23.89%	23.48%	23.95%
PE	127	20	16	13
PB	6.58	4.89	3.84	3.01

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)	1.33
流通 A 股(亿股)	0.32
52 周内股价区间(元)	33.9-58.49
总市值(亿元)	69.15
总资产(亿元)	12.60
每股净资产(元)	10.53

相关研究

1. 帝王洁具 (002798): 并购交割完成, 瓷砖+卫浴强强联合 (2018-01-10)
2. 帝王洁具 (002798): 中报业绩改善, 产能+渠道扩张双驱动 (2017-08-05)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	533.67	3742.84	4698.86	5829.47	净利润	54.53	337.57	422.49	549.82
营业成本	376.78	2525.09	3159.70	3916.28	折旧与摊销	14.31	20.51	22.04	24.03
营业税金及附加	5.07	35.90	46.00	56.40	财务费用	-2.96	14.18	32.33	36.85
销售费用	76.68	538.97	667.24	816.13	资产减值损失	2.48	0.00	10.00	10.00
管理费用	54.75	243.28	296.03	355.60	经营营运资本变动	61.31	-1610.30	-459.20	-536.52
财务费用	-2.96	14.18	32.33	36.85	其他	-28.98	1.25	-10.00	-10.21
资产减值损失	2.48	0.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	100.68	-1236.80	17.67	73.97
投资收益	6.40	0.00	0.00	0.00	资本支出	-11.65	-15.00	-18.00	-21.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-85.07	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	-96.72	-15.00	-18.00	-21.00
营业利润	60.97	385.42	487.56	638.22	短期借款	0.00	1024.85	164.66	150.07
其他非经营损益	-0.13	11.72	9.49	8.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	60.85	397.14	497.05	646.85	股权融资	517.27	33.56	0.00	0.00
所得税	6.32	59.57	74.56	97.03	支付股利	0.00	-8.82	-36.39	-53.13
净利润	54.53	337.57	422.49	549.82	其他	-40.50	-14.18	-32.33	-36.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	476.78	1035.41	95.94	60.09
归属母公司股东净利润	54.53	337.57	422.49	549.82	现金流量净额	480.74	-216.38	95.60	113.06
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	590.67	374.28	469.89	582.95	成长能力				
应收和预付款项	105.11	860.89	1066.02	1300.18	销售收入增长率	24.85%	601.34%	25.54%	24.06%
存货	125.30	838.49	1049.53	1301.34	营业利润增长率	75.11%	532.09%	26.50%	30.90%
其他流动资产	221.76	1555.33	1952.60	2422.42	净利润增长率	7.69%	519.11%	25.16%	30.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	53.24%	480.86%	29.00%	29.00%
投资性房地产	5.11	5.11	5.11	5.11	获利能力				
固定资产和在建工程	135.32	133.82	133.78	134.75	毛利率	29.40%	32.54%	32.76%	32.82%
无形资产和开发支出	39.97	35.98	31.98	27.98	三费率	24.07%	21.28%	21.19%	20.73%
其他非流动资产	36.27	36.27	36.26	36.26	净利率	10.22%	9.02%	8.99%	9.43%
资产总计	1259.52	3840.16	4745.17	5811.00	ROE	5.19%	23.89%	23.48%	23.95%
短期借款	0.00	1024.85	1189.51	1339.58	ROA	4.33%	8.79%	8.90%	9.46%
应付和预收款项	109.26	755.74	948.41	1174.84	ROIC	10.76%	23.68%	16.54%	17.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.55%	11.22%	11.53%	11.99%
其他负债	99.44	646.43	808.01	1000.65	营运能力				
负债合计	208.70	2427.02	2945.93	3515.07	总资产周转率	0.56	1.47	1.09	1.10
股本	99.80	133.37	133.37	133.37	固定资产周转率	4.14	28.63	37.18	46.99
资本公积	733.36	733.36	733.36	733.36	应收账款周转率	5.62	9.24	5.79	5.87
留存收益	298.52	627.27	1013.37	1510.06	存货周转率	3.41	5.23	3.34	3.33
归属母公司股东权益	1050.82	1413.14	1799.24	2295.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	124.44%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1050.82	1413.14	1799.24	2295.93	资产负债率	16.57%	63.20%	62.08%	60.49%
负债和股东权益合计	1259.52	3840.16	4745.17	5811.00	带息债务/总负债	0.00%	42.23%	40.38%	38.11%
					流动比率	5.08	1.50	1.54	1.60
					速动比率	4.47	1.15	1.19	1.23
					股利支付率	0.00%	2.61%	8.61%	9.66%
					每股指标				
					每股收益	0.41	2.53	3.17	4.12
					每股净资产	7.88	10.60	13.49	17.22
					每股经营现金	0.75	-9.27	0.13	0.55
					每股股利	0.00	0.07	0.27	0.40
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	72.33	420.11	541.94	699.09					
PE	126.82	20.48	16.37	12.58					
PB	6.58	4.89	3.84	3.01					
PS	12.96	1.85	1.47	1.19					
EV/EBITDA	62.67	17.89	13.99	10.90					
股息率	0.00%	0.13%	0.53%	0.77%					

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
	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	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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