

## BC 两端齐头并进，看好公司成长属性

### 投资要点

- **事件:** 公司 2017 年 1-12 月实现营业收入 28.9 亿元，同比增长 24%；实现归母净利润 3 亿元，同比增长 29.5%；基本每股收益 2.55 元。
- **公司 2017 全年业绩保持较快增长，主要原因为销售毛利率提升、期间费用率稳定。**从量价分析公司 2017 年经营情况，各业务板块毛利率均略有上升，综合毛利率从 2016 年的 34.81% 上升至 2017 年的 36.03%，主要原因为公司产品结构调整，毛利率更高的瓷质有釉和陶瓷薄板、薄砖收入占比提升；产品销量明显增长，公司 2017 年产品生产和销售均较 2016 年上升 23%。公司销量增长得益于公司品牌推广和渠道建设，2017 年公司加大了在央视、高铁、机场、户外等高端渠道的广告投放，销售费用同比增加 29%。由于公司资产负债率从 2016 年的 63% 下降至 2017 年的 37%，公司 2017 年财务费用下降 1.3%；公司 2017 年期间费用率与 2016 年基本持平。
- **看好公司的渠道建设，BC 两端齐头并进。**对于不断成长的消费类品牌建材，渠道是其提升市占率、业绩保持高速增长的核心要素；公司建筑陶瓷产品的渠道分为经销、工程和出口三种，B 端和 C 端客户齐头并进。在 B 端，公司稳定合作的客户包括万科、碧桂园、保利等；在 C 端，目前销售网点约 3000 多个，与伟星新材、三棵树等消费建材龙头上万的销售网点相比，公司 C 端拓展空间非常大，我们看好公司坚持渠道下沉战略，与红星美凯龙、居然之家等国内大型家居流通商之间的合作。另外，公司积极开拓海外市场，在海外设立自主品牌销售网点，提升了公司在业内的品牌影响力。
- **品牌和渠道是公司的核心竞争力，看好公司将品牌优势转化为市场优势，公司业绩高增长可期。**2013-2017 年，公司加强了品牌推广力度，销售费用率从 9.9% 上升至 13.7%。我们认为，公司品牌建设和渠道建设将进一步夯实公司在行业中的龙头地位，看好公司在建筑陶瓷领域的市场优势，未来业绩可期。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.52 元、3.18 元、4.08 元，未来三年归母净利润将保持 29% 的复合增长率，参考处于高速增长期、品牌龙头消费建材（三棵树、兔宝宝等）的平均估值，给予公司 2018 年 23 倍 PE，对应目标价 57.96 元，首次覆盖，“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 原材料价格大幅上涨；(2) 房地产宏观调控的政策风险。

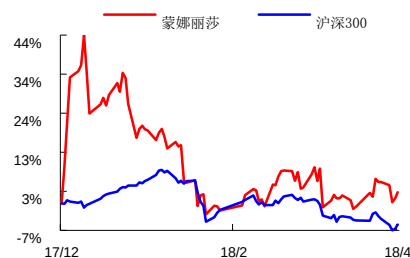
| 指标/年度          | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 2889.88 | 3647.80 | 4640.03 | 5944.69 |
| 增长率            | 24.33%  | 26.23%  | 27.20%  | 28.12%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 301.72  | 397.47  | 501.81  | 643.83  |
| 增长率            | 29.50%  | 31.74%  | 26.25%  | 28.30%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 1.91    | 2.52    | 3.18    | 4.08    |
| 净资产收益率 ROE     | 13.61%  | 15.69%  | 16.98%  | 18.39%  |
| PE             | 24      | 18      | 15      | 11      |
| PB             | 3.30    | 2.86    | 2.46    | 2.08    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
 执业证号: S1250513090001  
 电话: 023-63786561  
 邮箱: lijy@swsc.com.cn  
 联系人: 余尊宝  
 电话: 023-63786519  
 邮箱: yzbao@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)      | 1.58        |
| 流通 A 股(亿股)   | 0.39        |
| 52 周内股价区间(元) | 43.75-64.97 |
| 总市值(亿元)      | 73.15       |
| 总资产(亿元)      | 35.38       |
| 每股净资产(元)     | 14.06       |

### 相关研究

### 关键假设：

假设 1：公司根据市场需求不断优化产品结构，毛利率更高的瓷质有釉砖、陶瓷薄板/薄砖 2018-2020 年订单增速为 30%；

假设 2：非瓷质有釉砖虽然毛利率较低，从客户端性价比考虑，预计市场需求仍较强，2018-2020 年订单增速为 40%；

假设 3：2018-2020 年公司资产负债率维持在 40%左右，财务费用逐年下滑，期间费用率维持在 22%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元  |     | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|---------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 瓷质有釉砖   | 收入  | 1259.7 | 1637.6 | 2128.9 | 2767.6 |
|         | 增速  | 29.7%  | 30.0%  | 30.0%  | 30.0%  |
|         | 毛利率 | 39.7%  | 39.7%  | 39.7%  | 39.7%  |
| 瓷质无釉砖   | 收入  | 783.2  | 861.5  | 947.7  | 1042.4 |
|         | 增速  | 4.3%   | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
|         | 毛利率 | 31.0%  | 31.0%  | 31.0%  | 31.0%  |
| 非瓷质有釉砖  | 收入  | 594.4  | 832.2  | 1165.1 | 1631.1 |
|         | 增速  | 31.3%  | 40.0%  | 40.0%  | 40.0%  |
|         | 毛利率 | 27.2%  | 27.2%  | 27.2%  | 27.2%  |
| 陶瓷薄板/薄砖 | 收入  | 193.3  | 251.3  | 326.7  | 424.7  |
|         | 增速  | 37.7%  | 30.0%  | 30.0%  | 30.0%  |
|         | 毛利率 | 49.8%  | 49.8%  | 49.8%  | 49.8%  |
| 其它业务    | 收入  | 59.2   | 65.1   | 71.7   | 78.8   |
|         | 增速  | 537.4% | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
|         | 毛利率 | 68.1%  | 68.1%  | 68.1%  | 68.1%  |
| 合计      | 收入  | 2889.9 | 3647.8 | 4640.0 | 5944.7 |
|         | 增速  | 24.3%  | 26.2%  | 27.2%  | 28.1%  |
|         | 毛利率 | 36.0%  | 36.0%  | 35.9%  | 35.8%  |

数据来源：Wind，西南证券

**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          | 2889.88        | 3647.80        | 4640.03        | 5944.69        | 净利润               | 301.72         | 401.49         | 506.88        | 650.33        |
| 营业成本          | 1848.51        | 2334.72        | 2972.67        | 3813.94        | 折旧与摊销             | 71.04          | 26.99          | 26.99         | 26.99         |
| 营业税金及附加       | 29.92          | 37.21          | 47.69          | 60.87          | 财务费用              | 19.92          | 0.64           | -1.97         | -3.17         |
| 销售费用          | 395.88         | 490.94         | 630.05         | 803.64         | 资产减值损失            | 22.13          | 10.00          | 10.00         | 10.00         |
| 管理费用          | 239.60         | 307.44         | 387.89         | 498.99         | 经营营运资本变动          | 43.19          | -134.56        | -86.07        | -150.80       |
| 财务费用          | 19.92          | 0.64           | -1.97          | -3.17          | 其他                | -87.78         | 5.64           | -12.83        | -4.30         |
| 资产减值损失        | 22.13          | 10.00          | 10.00          | 10.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>370.22</b>  | <b>310.20</b>  | <b>443.00</b> | <b>529.05</b> |
| 投资收益          | 1.05           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -213.36        | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 29.43          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-183.93</b> | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>360.16</b>  | <b>466.85</b>  | <b>593.69</b>  | <b>760.42</b>  | 短期借款              | -112.14        | -111.70        | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -6.23          | 2.80           | -0.21          | 0.79           | 长期借款              | -20.00         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>353.92</b>  | <b>469.66</b>  | <b>593.48</b>  | <b>761.21</b>  | 股权融资              | 1124.06        | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 52.20          | 68.17          | 86.60          | 110.88         | 支付股利              | 0.00           | -60.34         | -79.49        | -100.36       |
| 净利润           | 301.72         | 401.49         | 506.88         | 650.33         | 其他                | 29.05          | -11.34         | 1.97          | 3.17          |
| 少数股东损益        | 0.00           | 4.01           | 5.07           | 6.50           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1020.97</b> | <b>-183.38</b> | <b>-77.53</b> | <b>-97.19</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 301.72         | 397.47         | 501.81         | 643.83         | <b>现金流量净额</b>     | <b>1207.10</b> | <b>126.81</b>  | <b>365.47</b> | <b>431.86</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 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          | 1492.71        | 1619.53        | 1985.00        | 2416.86        | <b>成长能力</b>       |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 656.92         | 884.71         | 1101.78        | 1421.65        | 销售收入增长率           | 24.33%         | 26.23%         | 27.20%        | 28.12%        |
| 存货            | 711.77         | 946.21         | 1185.22        | 1529.94        | 营业利润增长率           | 43.95%         | 29.62%         | 27.17%        | 28.08%        |
| 其他流动资产        | 52.35          | 46.12          | 67.12          | 82.38          | 净利润增长率            | 29.50%         | 33.07%         | 26.25%        | 28.30%        |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 34.56%         | 9.61%          | 25.12%        | 26.75%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 463.90         | 447.29         | 430.68         | 414.06         | 毛利率               | 36.03%         | 36.00%         | 35.93%        | 35.84%        |
| 无形资产和开发支出     | 93.70          | 84.83          | 75.95          | 67.07          | 三费率               | 22.68%         | 21.90%         | 21.90%        | 21.86%        |
| 其他非流动资产       | 66.94          | 65.44          | 63.95          | 62.45          | 净利率               | 10.44%         | 11.01%         | 10.92%        | 10.94%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>3538.29</b> | <b>4094.12</b> | <b>4909.70</b> | <b>5994.41</b> | ROE               | 13.61%         | 15.69%         | 16.98%        | 18.39%        |
| 短期借款          | 111.70         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 8.53%          | 9.81%          | 10.32%        | 10.85%        |
| 应付和预收款项       | 929.90         | 1130.56        | 1457.99        | 1862.42        | ROIC              | 30.48%         | 32.94%         | 36.64%        | 40.80%        |
| 长期借款          | 45.00          | 45.00          | 45.00          | 45.00          | EBITDA/销售收入       | 15.61%         | 13.56%         | 13.33%        | 13.19%        |
| 其他负债          | 234.04         | 360.47         | 421.24         | 551.55         | <b>营运能力</b>       |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>1320.64</b> | <b>1536.03</b> | <b>1924.22</b> | <b>2458.98</b> | 总资产周转率            | 1.02           | 0.96           | 1.03          | 1.09          |
| 股本            | 157.72         | 157.72         | 157.72         | 157.72         | 固定资产周转率           | 8.19           | 10.11          | 13.48         | 18.14         |
| 资本公积          | 1418.47        | 1418.47        | 1418.47        | 1418.47        | 应收账款周转率           | 7.00           | 6.88           | 6.96          | 6.96          |
| 留存收益          | 640.75         | 977.89         | 1400.20        | 1943.66        | 存货周转率             | 2.65           | 2.81           | 2.78          | 2.81          |
| 归属母公司股东权益     | 2217.65        | 2554.08        | 2976.39        | 3519.85        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 97.51%         | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.00           | 4.01           | 9.08           | 15.59          | <b>资本结构</b>       |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2217.65</b> | <b>2558.09</b> | <b>2985.47</b> | <b>3535.44</b> | 资产负债率             | 37.32%         | 37.52%         | 39.19%        | 41.02%        |
| 负债和股东权益合计     | 3538.29        | 4094.12        | 4909.70        | 5994.41        | 带息债务/总负债          | 11.87%         | 2.93%          | 2.34%         | 1.83%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.31           | 2.37           | 2.32          | 2.27          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.74           | 1.73           | 1.69          | 1.63          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 15.18%         | 15.84%        | 15.59%        |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |               |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 1.91           | 2.52           | 3.18          | 4.08          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 14.06          | 16.19          | 18.87         | 22.32         |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 2.35           | 1.97           | 2.81          | 3.35          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00           | 0.38           | 0.50          | 0.64          |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 业绩和估值指标       | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   |                |                |               |               |
| EBITDA        | 451.12         | 494.48         | 618.72         | 784.24         |                   |                |                |               |               |
| PE            | 24.24          | 18.40          | 14.58          | 11.36          |                   |                |                |               |               |
| PB            | 3.30           | 2.86           | 2.46           | 2.08           |                   |                |                |               |               |
| PS            | 2.53           | 2.01           | 1.58           | 1.23           |                   |                |                |               |               |
| EV/EBITDA     | 13.16          | 11.50          | 8.60           | 6.24           |                   |                |                |               |               |
| 股息率           | 0.00%          | 0.82%          | 1.09%          | 1.37%          |                   |                |                |               |               |

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 |
|    | 余燕伶  | 机构销售   | 0755-26820395 | 13510223581 | yyl@swsc.com.cn    |