

工程业务持续放量，公司发展迈入全新阶段

投资要点

- **推荐逻辑：**公司原是国内亚克力卫浴龙头，在完成收购欧神诺后进军建陶行业，欧神诺成为公司业绩发力的重要增长点。欧神诺工程业务占比高达 60%，充分受益于地产集中度提升和精装房市场扩容，预计未来几年能持续保持快速增长。帝欧携手后，在渠道、产品线、资金等方面能形成优势互补，公司发展迈入全新阶段。
- **并购欧神诺，公司进入成长新阶段。**帝王洁具是国内亚克力卫浴的龙头企业，公司于 2018 年 1 月完成对欧神诺的收购，主营业务拓宽至建筑陶瓷领域。公司目前整体业绩发展势头良好，并表后 2018Q1 实现营收 7.57 亿元，同比增长 936%，实现归母净利润 4416.8 万元，同比增长 2215%。欧神诺贡献收入 80% 以上，是未来公司发展的主要看点。Q1 欧神诺营收增长 147%，归母净利润增长 225%，增长势头强劲。公司目前建陶和卫浴双轮驱动，迈入成长新阶段。
- **精装渗透率提升助力工程业务放量。**在地产龙头集中度提升、全（精）装市场快速扩容背景下，建陶行业进入集中度提升的全新阶段。瓷砖行业龙头在资金实力、落地服务能力、自主产能等方面远超小企业，将在这轮行业变化中明显获益。欧神诺是业内率先大力拓展工程业务的企业，目前基本覆盖国内主流的地产商，工程业务占比约 60%。碧桂园、万科和保利是欧神诺前三大客户，合作关系稳定。随着公司进一步加强与龙头房企的合作，未来 2-3 年在竞争者有限的工程市场有望迎来快速且确定性强的增长。
- **渠道扩张和产品线延伸推动传统业务稳健发展。**公司传统卫浴业务通过经销商以零售方式销售，目前公司签约经销商数量超过 800 家，销售网点数超过 1200 个，单网点平均年销售额超过 33 万，未来三年，公司计划将销售网点数拓展至 2000 家。品类上，公司未来将大力推进陶瓷卫浴，计划在佛山建成陶瓷卫浴工厂，弥补亚克力市场规模较小的不足，充分运用现有渠道和欧神诺成熟的陶瓷技术进入更为广阔的市场。
- **帝欧携手，协同效应显著。**帝欧合并后，双方能在主营产品、销售区域和渠道上形成互补。同时欧神诺工程业务对资金需求高，依托上市公司的多元化融资渠道，工程业务的拓展将得到更强的支持。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.58 元、2.09 元、2.79 元，对应 PE 分别为 19 倍、14 倍和 11 倍。公司作为瓷砖里面工程业务龙头，未来三年随着精装放量快速增长趋势有望保持，目前家居行业平均估值 28 倍，给予公司 18 年 25 倍 PE，对应目标价 39.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧导致终端销售不畅的风险、原材料价格波动的风险、工程业务导致现金流紧张的风险、产能投放进度或不及预期的风险。

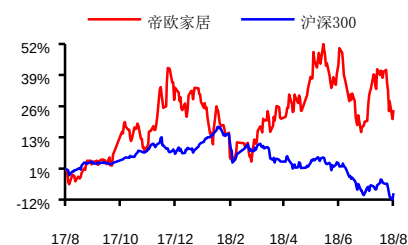
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	533.67	3980.38	5266.57	6763.56
增长率	24.85%	645.86%	32.31%	28.42%
归属母公司净利润(百万元)	54.53	358.90	472.93	631.74
增长率	7.69%	558.23%	31.77%	33.58%
每股收益 EPS(元)	0.24	1.58	2.09	2.79
净资产收益率 ROE	5.19%	23.78%	26.27%	28.80%
PE	125	19	14	11
PB	6.49	4.52	3.79	3.11

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)	2.27
流通 A 股(亿股)	0.55
52 周内股价区间(元)	27.91-61.16
总市值(亿元)	68.24
总资产(亿元)	45.77
每股净资产(元)	21.54

相关研究

1. 帝王洁具(002798): 并购协同效应显现, 助力业绩大幅提升 (2018-04-23)
2. 帝王洁具(002798): 业绩符合预期, 并购协同将发力 (2018-04-03)
3. 帝王洁具(002798): 并购交割完成, 瓷砖+卫浴强强联合 (2018-01-10)

目 录

1 公司概况：战略转型，业绩加速增长	1
2 陶瓷行业体量大，建陶集中度提升是趋势	5
2.1 建筑陶瓷和卫生陶瓷是陶瓷主要子行业	5
2.2 建筑陶瓷市场规模大、集中度进入快速提升期	5
2.3 卫生陶瓷市场内资品牌逐渐崛起	11
3 公司分析：并购落地、帝欧协同，瓷砖卫浴双翼齐飞	13
3.1 并购欧神诺，发力工装建陶业务	13
3.2 本部亚克力洁具稳定增长，积极拓展卫生陶瓷业务	15
3.3 帝、欧联手，协同效应突出	17
4 盈利预测与估值	18
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 帝欧家居历史沿革	1
图 2: 帝欧家居主要产品	1
图 3: 帝欧家居 2018 年一季报披露股权结构	2
图 4: 2012-2017 帝王洁具营业收入及增速情况	2
图 5: 2012-2017 半年度欧神诺营业收入及增速情况	2
图 6: 2012-2017 半年欧神诺公司毛利率和净利率 (%)	3
图 7: 2012-2018Q1 帝王洁具公司毛利率和净利率 (%)	3
图 8: 2011-2017 年帝王洁具主要品类收入占比	3
图 9: 2013-2017 年帝王洁具总体、按品类毛利率 (%)	3
图 10: 2013-2017H1 度欧神诺主要品类收入占比	4
图 11: 2013-2017H1 欧神诺总体、按品类毛利率 (%)	4
图 12: 2013-2018Q1 年公司三费率及归母净利率变化	4
图 13: 陶瓷产业结构	5
图 14: 2010-2015 年中国建筑陶瓷产量及增速	6
图 15: 2010-2016 年中国建筑陶瓷销售收入及增速	6
图 16: 国内建筑陶瓷龙头企业销售额和增速	6
图 17: 国内建筑陶瓷龙头企业市场份额估测	6
图 18: 2010-2016 年中国建筑陶瓷出口金额 (亿美元)	7
图 19: 中国建筑陶瓷出口国家占比	7
图 20: 2011-2017 年中国 TOP5 和 TOP10 房企市场份额变化	7
图 21: 2013-2017 年 TOP5/TOP10 房企拿地金额 (亿元) 及占比	7
图 22: 中国和美欧日的全 (精) 装修率对比	8
图 23: 2016 年中国主要房企精装房比例	8
图 24: 欧神诺成本构成	8
图 25: 全国规模以上建陶制品企业数量 (家)	10
图 26: 2017 年全国各区陶瓷产能分布	10
图 27: 2008-2017 年中国卫生陶瓷产量及增速	11
图 28: 2010-2016 年中国卫生陶瓷销售收入及增速	11
图 29: 国内卫生陶瓷龙头企业销售额和增速	12
图 30: 国内主要品牌的销售网点数量	12
图 31: 2010-2016 年中国卫生陶瓷出口金额 (亿美元)	12
图 32: 中国卫生陶瓷出口国家占比	12
图 33: 欧神诺工程业务合作客户	13
图 34: 欧神诺自营工程业务收入和占比变化	13
图 35: 欧神诺核心客户碧桂园、万科和恒大收入增速	13
图 36: 2013-2017 年公司各品类销售产能比	14
图 37: 欧神诺和蒙娜丽莎应收项占应收比例对比	15
图 38: 欧神诺和蒙娜丽莎前三大客户销售额和占比对比	15
图 39: 帝王洁具产品	16

图 40: 帝王洁具产品研发费用及占营收比例变化	16
图 41: 帝王洁具签约分销商数	17
图 42: 帝王洁具境内经销商销售收入及单店营收变化	17
图 43: 帝王洁具和欧神诺品类占比	17
图 44: 帝王洁具和欧神诺的业务区域分布	17
图 45: 2017 年帝王洁具和欧神诺经销商和销售网点数	18
图 46: 欧神诺应收账款和应收票据总额及占比变化	18

表 目 录

表 1: 17 省全（精）装修政策梳理	9
表 2: 陶瓷业相关环保监管政策	9
表 3: 2017/2018 重点陶瓷产区产线停产情况	11
表 4: 欧神诺现有产能和未来三年产能规划	14
表 5: 亚克力和陶瓷材质优缺点对比	15
表 6: 分项业务收入成本预测	19
附表: 财务预测与估值	21

1 公司概况：战略转型，业绩加速增长

公司通过并购开启二次成长：帝王洁具于 1994 年在四川省简阳市成立，是我国卫浴十大品牌之一，是一家集设计、研发、生产、销售高品质卫浴及配套产品为一体的现代化大型卫浴集团，是国内亚克力卫生洁具龙头制造商。2016 年，帝王洁具成功上市并于 2018 年 1 月以 20 亿元完成收购欧神诺陶瓷 99.99% 的股权。佛山欧神诺陶瓷股份有限公司成立于 1998 年，专业生产经营各种高档建筑陶瓷制品，是瓷砖中的著名品牌之一。帝王洁具收购欧神诺后形成了“卫生洁具+建筑陶瓷”的新格局，并正式更名为“帝欧家居”。

图 1：帝欧家居历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

产品优势互补，洁具+陶瓷协同发展：帝王洁具是专业提供亚克力卫生洁具产品的供应商，专注于亚克力卫生洁具的研发、设计、制造与销售，是国内最早进入亚克力卫生洁具的企业之一。其中卫生洁具主要产品包括浴室柜、座便器、浴缸以及五金件，约有 40% 的卫生洁具销往中国西南地区。作为亚克力洁具龙头企业，公司同时生产销售亚克力板。在收购欧神诺之后公司顺利进军高端瓷砖领域，陶瓷砖业务一跃成为公司第一大主业，贡献营收比约 80%。同时与欧神诺在产品、渠道、资本等多方面展开合作，围绕“卫生洁具”和“建筑陶瓷”形成联动协同发展。

图 2：帝欧家居主要产品

卫生洁具					瓷砖			
浴室柜	座便器	浴缸	五金件	亚克力板	抛釉砖	瓷片	抛光砖	仿古瓷砖
								

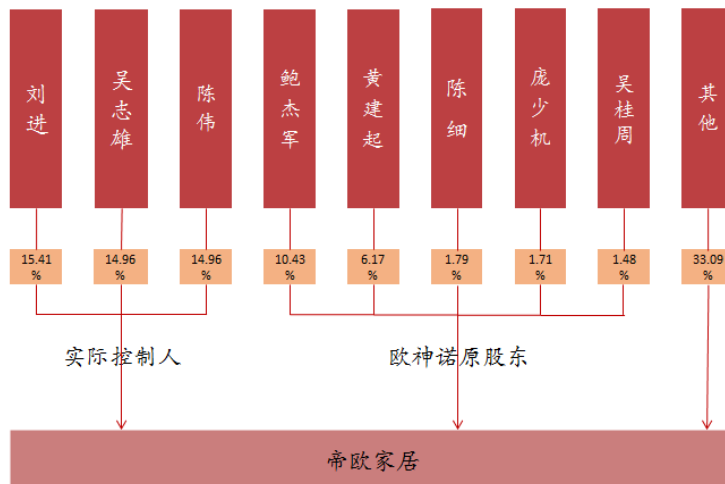
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构清晰，管理分工明确。收购完成后帝欧家居实际控制人仍为刘进、吴志雄、陈伟，三人合计持有公司 45.33% 的股份，欧神诺董事长鲍杰军先生持有 10.43% 的股权，其他自然人股东股权相对分散，公司股权结构清晰，欧神诺的经营管理仍由原领导层执行，表明两公司合并后管理分工明确。

在 2017 年，帝王洁具为吸引和留住专业管理人才，充分调动其积极性和创造性，实施了限制性股票激励计划，公司向激励对象授予限制性股票数量为 390.15 万股，占公告日股本 4.52%。在欧神诺被收购前，欧神诺重要管理层均持有欧神诺股权，收购完成后，欧神诺

管理层董事长鲍建军和董事黄建起合计持有帝欧家居 16.6% 的股权，帝、欧双方均通过股权绑定了核心管理层，有助于管理层与公司利益的统一。

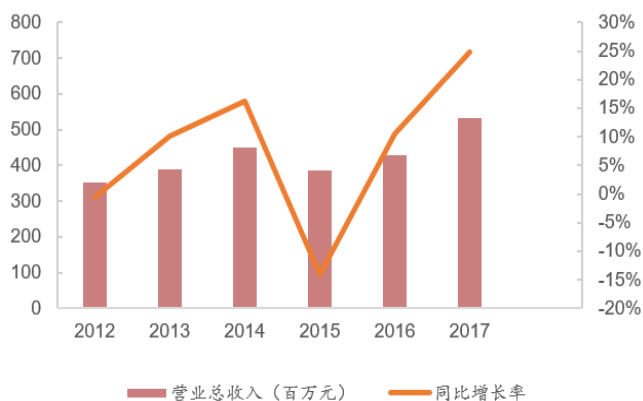
图 3：帝欧家居 2018 年一季报披露股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

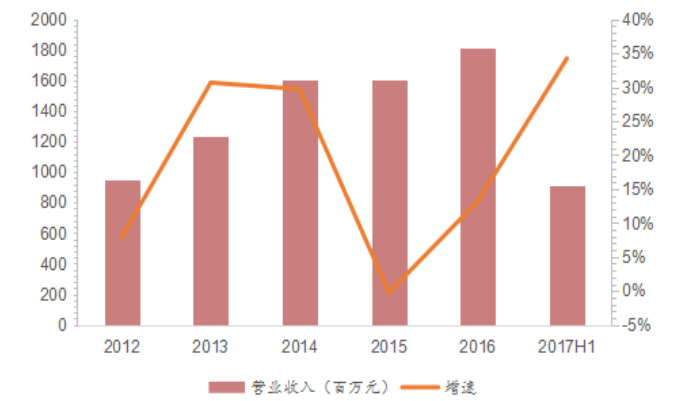
收购完成后营收进入快速增长阶段：帝王洁具 2013-2017 年主营业务收入的年复合增速为 8.3%，增长稳定，2017 年营收为 5.3 亿元。欧神诺通过不断的技术革新，拓展销售渠道，在工程业务市场形成了较大竞争力，2013-2017 年主营业务收入的年复合增长率达到 18%，2017 年营收达到 24 亿元，欧神诺的增长是公司未来的主要驱动力。合并之后欧神诺占帝欧家居的主营业务收入约 80%。随着未来几年欧神诺公司工装单的放量，收入的快速增长也将推动整个帝欧家居的营收进入快速增长通道。

图 4：2012-2017 帝王洁具营业收入及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2012-2017 半年度欧神诺营业收入及增速情况

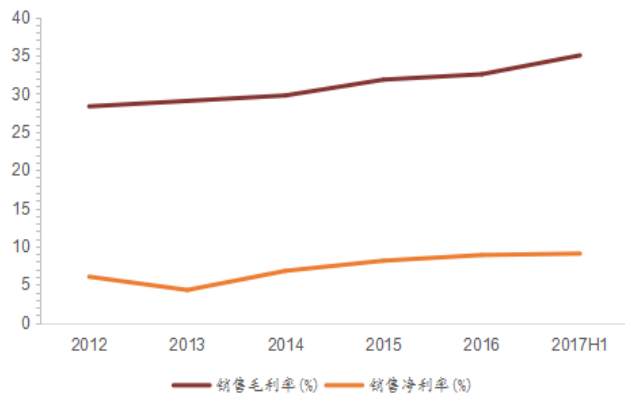


数据来源：Wind，西南证券整理

收购欧神诺前帝王洁具毛利率一直维持在 30% 左右，净利率平均维持在 10% 以上。欧神诺在销售快速扩容后规模优势凸显以及成本控制能力提升，毛利率从 2012 年的 28.33% 一路扩大到 2017 年的 35.1%，净利率也从 2012 年 6.03% 提升至 2017 年的 9.06%。由于欧神诺毛利率高于帝王洁具而净利率略低，因此并表后帝欧家居的毛利率上升。目前公司正处在并购整合期，销售费用率和管理费用率都有明显上升，因此，合并后公司短期净利率有

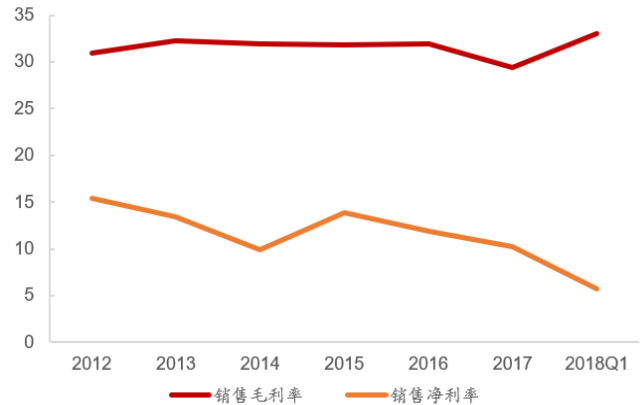
所下降,但从长期来看,随着并购整合的深度推进,以及未来规模优势的逐渐显现,公司净利率还有提升空间。

图 6: 2012-2017 半年欧神诺公司毛利率和净利率 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 2012-2018Q1 帝王洁具公司毛利率和净利率 (%)

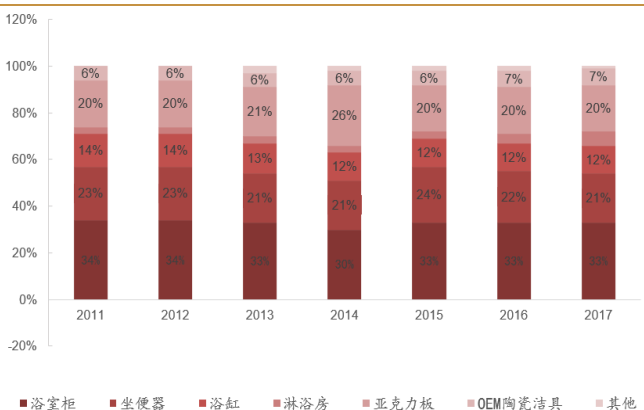


数据来源: Wind, 西南证券整理

瓷砖增长迅猛,亚克力卫浴保持稳定,公司利润率有提升空间。从细分品类看,帝王洁具以亚克力卫生洁具(浴室柜、座便器、浴缸、淋浴房)和亚克力板为品类核心,过去 7 年亚克力卫生洁具及亚克力板销售占比保持在九成左右,最近三年增速较快,复合增速接近 15%。

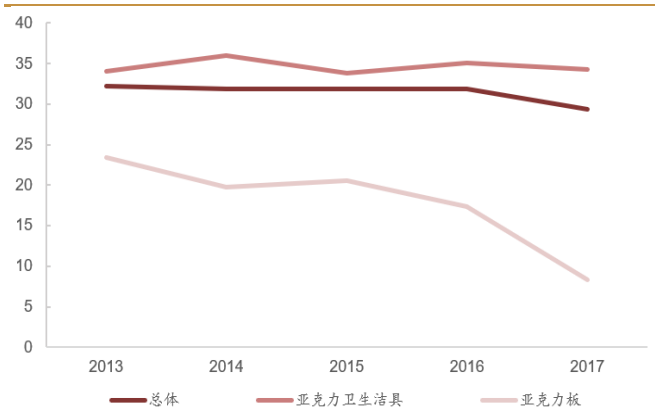
帝王洁具核心品类亚克力卫生洁具、浴室柜、座便器的总体毛利率稳定保持在 34% 左右,在同行业中也属于较高水平但由于近几年全球亚克力板原材料 MMA 价格上升,亚克力板的毛利率逐年降低,从 2013 年的 23.36% 降低到 2017 年的 8.27%,2017 年原材料影响尤为严重,亚克力板的毛利率仅在 2017 年就下降了 9.05pp,由于亚克力板销售收入占帝王洁具总收入约 20%,一定程度上导致公司总体毛利率下滑,从 2016 年的 31.9% 下降到 2017 年的 29.4%。今年原材料价格稳定,预计毛利率能稳中有升。

图 8: 2011-2017 年帝王洁具主要品类收入占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 2013-2017 年帝王洁具总体、按品类毛利率 (%)

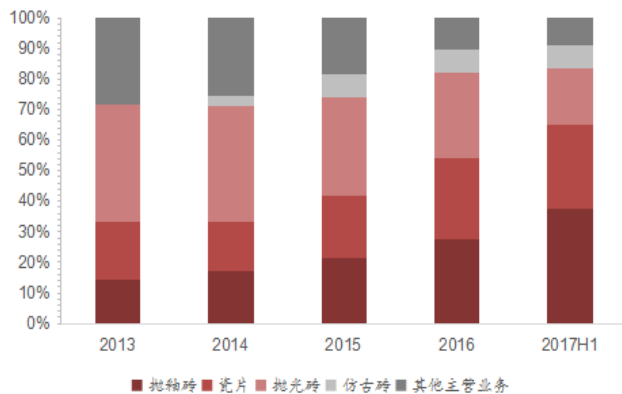


数据来源: Wind, 西南证券整理

欧神诺以抛釉砖、瓷砖、抛光砖、仿古砖为品类核心,过去 5 年上述四类瓷砖销售占比保持在八成以上,欧神诺公司过去 5 年复合增长率约为 18%,建立了以经销商和工装为主的销售模式,工程业务占比 50% 以上。工装渠道方面,欧神诺拥有包括碧桂园、万科、恒大等大型房地产开发商客户,随着精装房渗透率进一步提升,工程业务有望继续保持较快增速

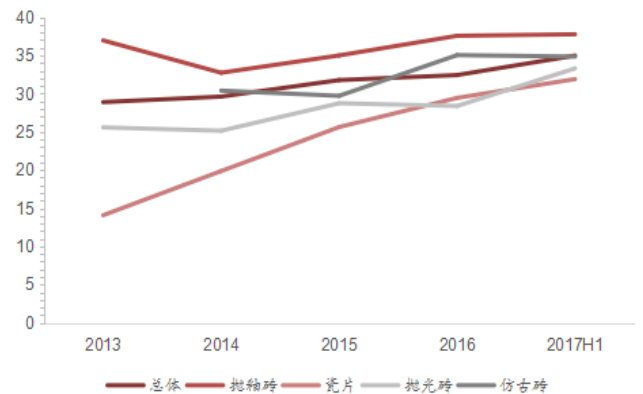
欧神诺近年来不断强化成本管控,且随着工程业务放量制造端的规模优势逐渐显现,主要产品的毛利率逐年提高。公司根据市场需求积极调整产品结构,加大了单价与毛利率更高的抛釉砖的生产规模,其中抛釉砖占欧神诺营收比重从2013年的14%上升至2017年上半年的37%,到2017年公司综合毛利率达到35%。

图 10: 2013-2017H1 度欧神诺主要品类收入占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

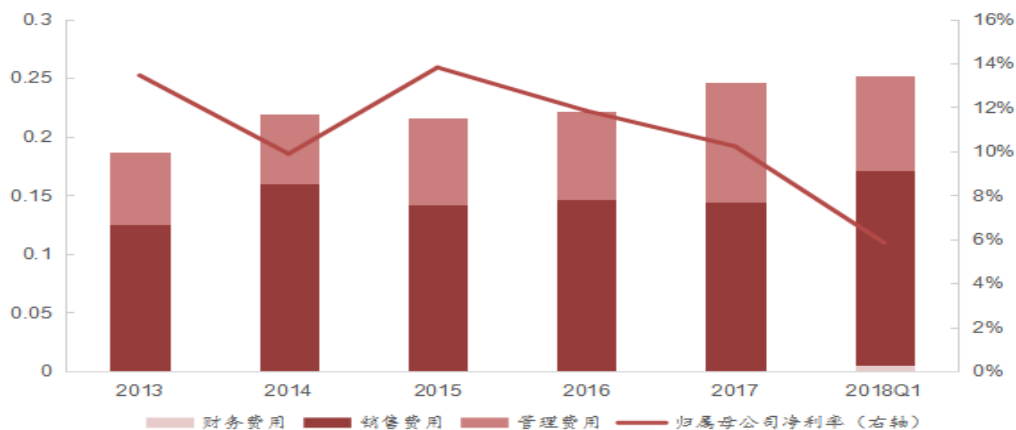
图 11: 2013-2017H1 欧神诺总体、按品类毛利率 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

2018 年与欧神诺并表之后,公司开始加大拓展经销商渠道销售力度,优化渠道升级,加快销售网络的拓展,随着欧神诺云商平台的推广及落地实施,销售费用增加较大。2018Q1 相对 2017 年销售费用率上升 3pp,公司净利率 2018Q1 相对于 2017 年下降了 4.38pp,但销售渠道建设以及云商平台的搭建有望为公司后期带来持续的增长。

图 12: 2013-2018Q1 年公司三费率及归母净利率变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

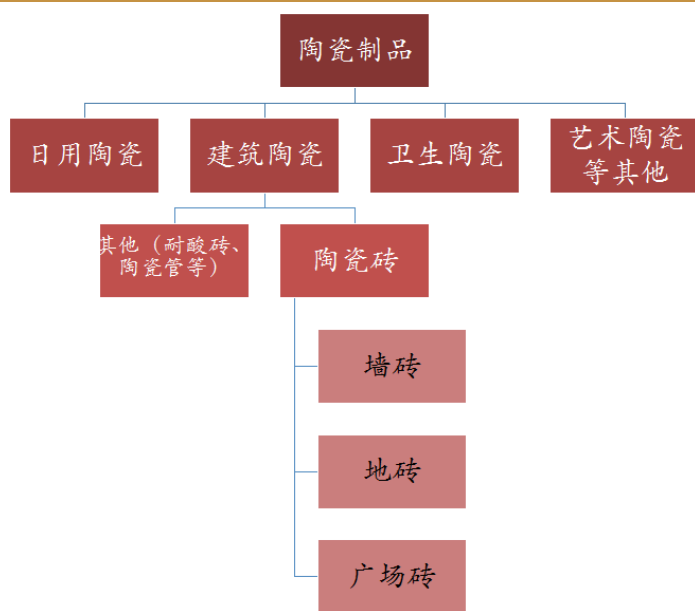
公司通过收购欧神诺实现“建筑陶瓷+卫生洁具”双轮驱动,协同效应逐步凸显。一方面公司建陶业务与洁具业务可互相借助对方渠道优势,提升平效和客单价;同时欧神诺陶瓷工程业务对资金要求较高,并入帝王洁具后有助于增强其资金实力,打破工程业务发展的资金瓶颈,在集中度上实现弯道超车。

2 陶瓷行业体量大，建陶集中度提升是趋势

2.1 建筑陶瓷和卫生陶瓷是陶瓷主要子行业

陶瓷按用途可以分为日用、建筑、卫生和艺术陶瓷等品类。公司业务目前涉足其中建筑陶瓷和卫生陶瓷两个品类。建筑陶瓷包括陶瓷砖、陶瓷薄板和陶瓷管等，以陶瓷砖为核心，用于装饰与保护建筑物、构筑物的墙面和地面。卫生陶瓷是卫生间、厨房和试验室等场所用的带釉陶瓷制品，包括洗涤槽、脸盆、浴缸、坐浴盆、抽水马桶、水箱、小便器等产品，属于卫浴大类的核心构成部分，公司目前卫浴产品的制作材料以亚克力为主，但未来会大力拓展卫生陶瓷的发展。

图 13：陶瓷产业结构

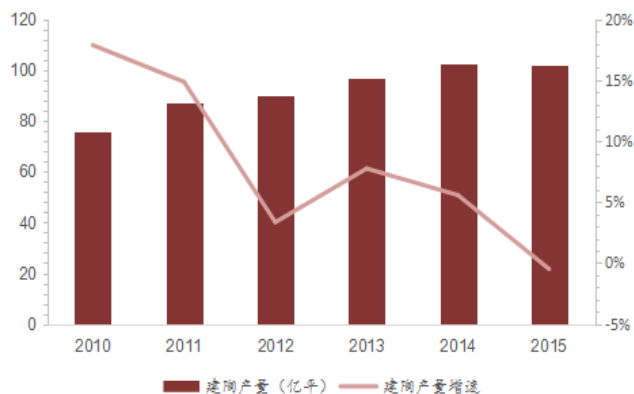


数据来源：中国产业网、西南证券整理

2.2 建筑陶瓷市场规模大、集中度进入快速提升期

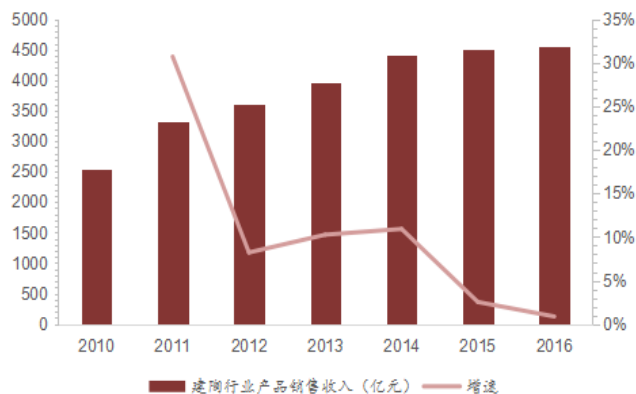
国内建筑陶瓷行业与建筑装饰行业直接相关，间接受国内房地产行业景气度影响。随着国内房地产市场增速下行，建筑陶瓷市场规模增速也逐渐趋于平稳，近几年行业产量和销售规模均回归至低个位数增长，但建筑陶瓷行业规模足够大，国内建筑陶瓷年产量达到百亿平米，市场规模也接近 4500 亿。

图 14: 2010-2015 年中国建筑陶瓷产量及增速



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

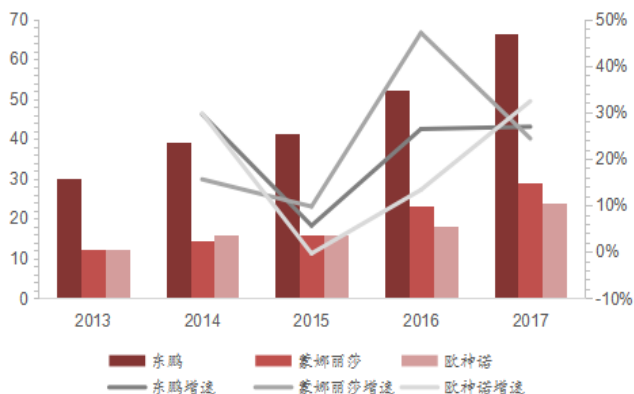
图 15: 2010-2016 年中国建筑陶瓷销售收入及增速



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

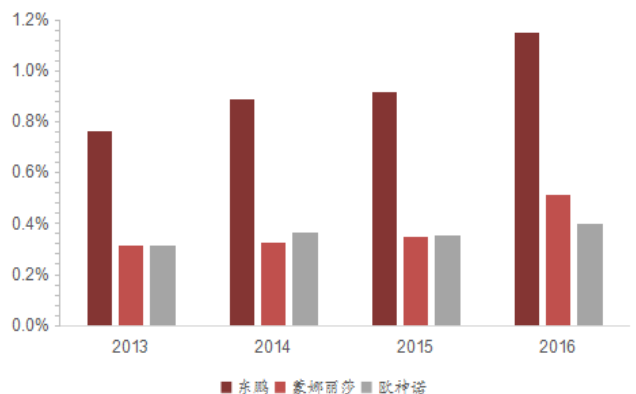
国内建筑陶瓷市场分散、集中度低。根据中国建筑卫生陶瓷协会的数据, 2015 年底, 我国规模以上建筑陶瓷企业有 1410 家, 企业数量多, 以国内品牌为主, 龙头企业东鹏、蒙娜丽莎和欧神诺 2017 年营收规模分别约 70 亿、30 亿和 20 亿, 市场份额分别只占到约 1.56%、0.67%和 0.44%, 但龙头企业近年增速均保持在 30%左右, 远高于行业整体水平, 在精装市场扩容带动下集中度进入提升阶段。

图 16: 国内建筑陶瓷龙头企业销售额和增速



数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

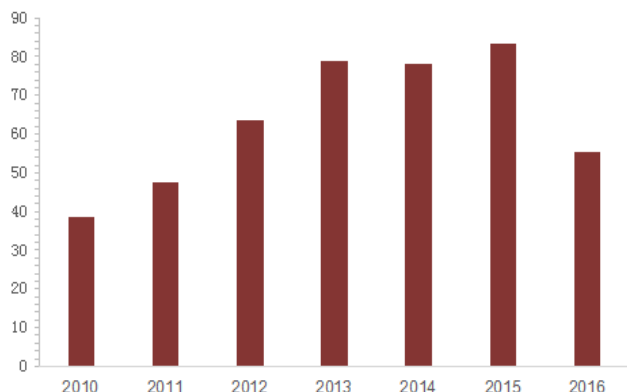
图 17: 国内建筑陶瓷龙头企业市场份额估测



数据来源: 西南证券

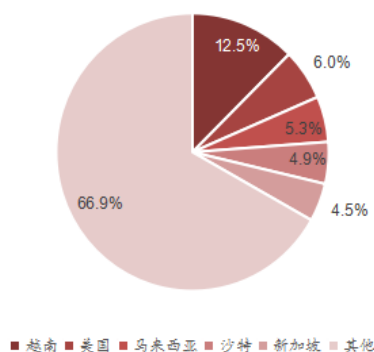
从出口的角度看, 中国建筑陶瓷出口金额在 80 亿美元左右, 约占整体行业产量的十分之一, 出口销往国家相对分散, 销往美国的占比约为 6%, 贸易战对建陶行业基本无影响。

图 18: 2010-2016 年中国建筑陶瓷出口金额 (亿美元)



数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

图 19: 中国建筑陶瓷出口国家占比

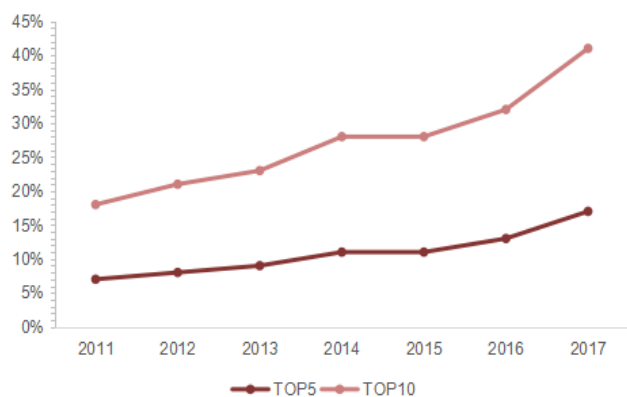


数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

在收购欧神诺之后, 公司超过 80% 的营收来自于建筑陶瓷, 本文重点讨论建筑陶瓷未来的发展趋势。当前建筑陶瓷呈现集中度低的特点, 但在房地产龙头市场份额上升、全 (精) 装渗透率加强以及环保监管趋严的共同影响下, 我们判断建筑陶瓷行业集中度会进入到加速提升的全新阶段。

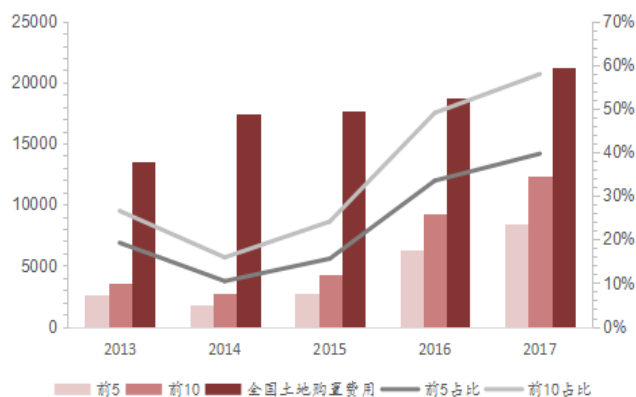
房地产行业集中度提升。同美国相比, 我国地产行业的集中度仍有一定差距, 但近年在拿地门槛提升以及融资环境趋严的背景下, 土地出让制度和融资成本优势均利好资源进一步向龙头集聚国内房地产集中度提升趋势十分明显。且值得注意的是, 拿地金额集中度远高于销售金额集中度也预示着未来两年强者愈强效应会继续凸显。

图 20: 2011-2017 年中国 TOP5 和 TOP10 房企市场份额变化



数据来源: Wind, 西南证券整理

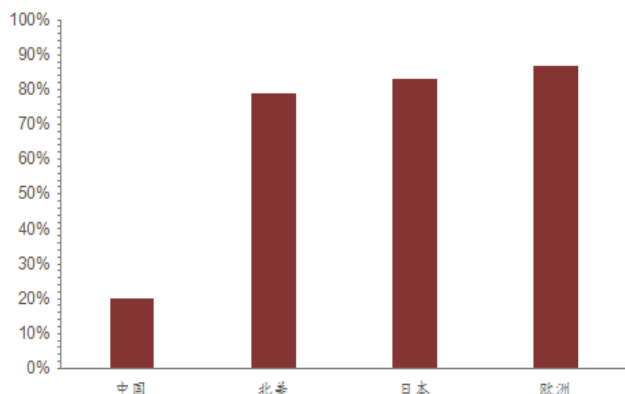
图 21: 2013-2017 年 TOP5/TOP10 房企拿地金额 (亿元) 及占比



数据来源: CREIS 中指数据, Wind, 西南证券整理

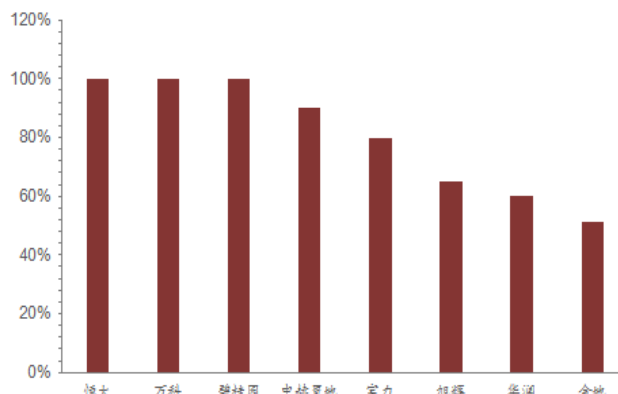
同时, 龙头房企普遍拥有较高的精装修占比, 以 TOP5 房企为例, 精装修比例平均在 80% 以上, 随着龙头房企的集中度提升, 全市场的精装房渗透率大概率会上升。

图 22: 中国和美欧日的全(精)装修率对比



数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

图 23: 2016 年中国主要房企精装房比例



数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

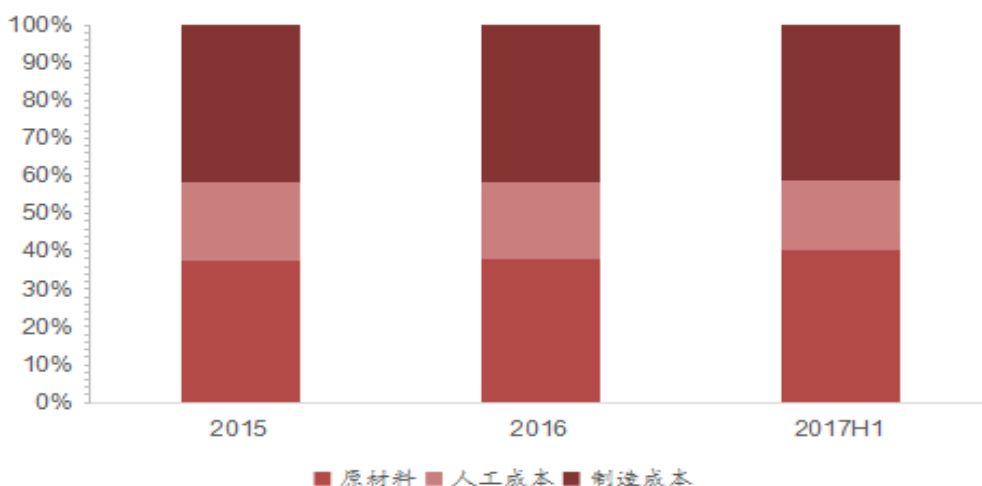
我们认为精装房渗透率提升对瓷砖龙头有很大利好, 主要因为:

1) 瓷砖属于装修程序靠前的硬装部分, 精装房基本都会涉及瓷砖, 而精装房市场主要向瓷砖前十大品牌集中, 小品牌在账期承受力、落地服务能力、产能等方面均不能满足地产商需求, 因此精装房变相加速了瓷砖行业集中度提升;

2) 瓷砖本土行业多, 受海外品牌冲击很小, 品牌性不强, 提价较难, 零售市场利润率偏低, 做工程业务并不会拉低整体利润率, 反而可能还有提升;

3) 瓷砖的一大特性在于成本中制造费用较高, 而原材料占比较低, 以欧神诺为例, 2017 年 H1 原材料占比 40.2%, 制造费用占比 41.1%, 由于制造费用更多是固定成本, 意味着规模效应将在瓷砖行业表现得非常明显, 随着工程业务快速放量, 利润率还有进一步提升空间。

图 24: 欧神诺成本构成



数据来源: 公司并购报告书, 西南证券整理

政策对精装修的鼓励。目前全国整体的全(精)装修率约为 20%, 相对欧美发达国家还有很大差距。已有 17 个省市出台了全(精)装修政策, 多省通过设立阶段政策目标、划拨土地、资源倾斜和财政奖励等方式, 推行鼓励全装修政策。政策的大力支持下, 全(精)装房或进入黄金扩容期。

表 1: 17 省全（精）装修政策梳理

省市	政策目标	实现或执行时间
北京	全市保障房 100%全装修	2015 年 5 月
黑龙江	新建住房全装修比例不低于 30%	2015 年 5 月
宁夏	新建住宅全装修的面积比例达到年度竣工面积的 30%	2016 年 1 月
浙江	全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修	2016 年 10 月
上海	新建住宅全装修比例，外环线内 100%，外环线外 50%，奉贤、金山和崇明区 30%	2017 年 1 月
山东	全省、新建高层建筑 100%全装修	2017 年 1 月
河北	新建住房全装修比例不低于 60%	2017 年 6 月
海南	全省新建住宅 100%全装修	2017 年 7 月
湖北	全省新建公共租赁住房实施全装修	2017 年 7 月
安徽	政府新建建筑全部全装修，合肥新建住宅全装修比例达到 30%	2017 年 12 月
河南	全省新建住宅 100%全装修	2018 年 1 月
山东	全省新建高层小高层住宅 100%全装修	2018 年 1 月
内蒙古	新建住宅全装修比例达到 80%以上	2018 年 9 月
四川	全省新建住宅 50%全装修	2020 年 1 月
江苏	全省新建住宅 60%全装修	2025 年 1 月

数据来源：地方政府网站，西南证券整理

环保监管加力促产能出清。陶瓷行业进入门槛不高，市场鱼龙混杂，存在大量的中小企业。而陶瓷又是高污染行业，中小企业受制于资金实力在环保措施上投入不足。近年，国家相关部门加强了陶瓷业的环境监控和整顿，中国建筑材料联合会在《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》中规划“十三五”期间预计淘汰陶瓷砖产能 30 亿平米，淘汰卫生陶瓷产能 1000 万件，并在《推进建筑卫生陶瓷行业供给侧结构性改革打赢“三个攻坚战”的指导与组织实施的意见发布》规划“十三五”期间预计淘汰现有企业三分之一，CR10 建陶企业的集中度预计将快速提升。

表 2: 陶瓷业相关环保监管政策

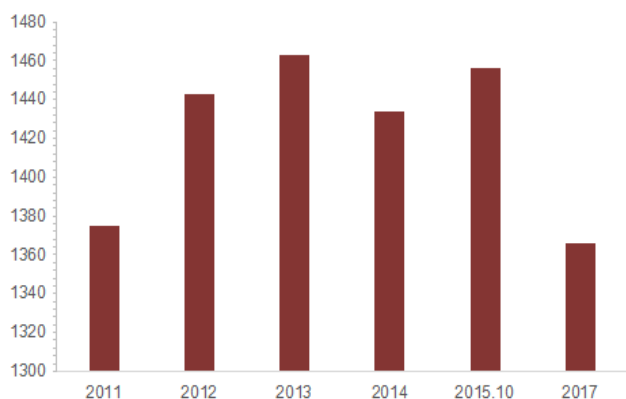
实施时间	文件名称	发行部门	主要内容
2015 年 8 月	《促进绿色建材生产和应用行动方案》	工业和信息化部 住房和城乡建设部	到 2018 年，绿色建材生产比重明显提升，发展质量明显改善。绿色建材在行业主营业务收入中占比提高到 20%，品种质量较好满足绿色建筑需要，与 2015 年相比，建材工业单位增加值能耗下降 8%，氮氧化物和粉尘排放总量削减 8%；绿色建材应用占比稳步提高。新建建筑中绿色建材应用比例达到 30%，绿色建筑应用比例达到 50%，试点示范工程应用比例达到 70%，既有建筑改造应用比例提高到 80%。
2016 年 5 月	《建筑陶瓷、卫生洁具行业“十三五”发展指导意见》	中建陶协	到 2020 年，80%以上企业通过清洁生产审核，建筑陶瓷实现工业废水零排放；卫生陶瓷实现工业废水排放全部达标；规模以上五金卫浴企业实现清洁生产。主要污染物排放总量减少 8%~10%，实现稳定达标排放。行业安全生产和职业健康水平进一步提高，生产安全事故和职业危害得到有效防范，50%以上企业实现“绿色制造”，规模以上企业基本达到安全生产标准要求
2016 年 8 月	《建材工业“十三五”发展指导意见》	中国建筑材料联合会	各主要产业都要推进兼并重组，引导相对落后产能退出市场，并按质量、能耗、环保、安全四项标准淘汰落后产能，鼓励骨干企业兼并重组与收购中小

实施时间	文件名称	发行部门	主要内容
			企业。其中水、玻、陶三个产业的企业数“十三五”末比“十二五”减少四分之一，水泥、平板玻璃的前十家企业的产能分别占到 80%，陶瓷前十家企业占到 50%以上。
2017 年 6 月	《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》	中国建筑材料联合会	预测“十三五”期间淘汰产能，陶瓷砖 30 亿平方米，卫生陶瓷 1000 万件。占总产能比例分别为：陶瓷砖 21.4%，卫生陶瓷 4.3%。陶瓷砖的产能利用率将由“十二五”末的 72.9%提升至 85%，卫生陶瓷的产能利用率将由“十二五”末的 91.3%提升至 95%左右。80%以上企业通过清洁生产审核。建筑陶瓷实现工业废水零排放，卫生陶瓷实现工业废水排放全部达标，规模以上五金卫浴企业实现清洁生产。主要污染物排放总量减少 8%~10%，实现稳定达标排放。50%以上企业实现“绿色制造”，规模以上企业基本达到安全生产标准要求。
2017 年 6 月	《推进建筑卫生陶瓷行业供给侧结构性改革打赢“三个攻坚战”的指导与组织实施的意见发布》	中国建筑材料联合会 中国建筑卫生陶瓷协会	大力推进行业结构调整和产业优化，扶优扶强，兼并重组，到“十三五”末，现有企业总数减少三分之一，前 10 家建陶企业生产集中度达到 20%~30%，形成建筑陶瓷砖、卫生陶瓷制品、其他建筑陶瓷类制品、上下游配套产品等产业链完整，具有核心竞争力和国际影响力的中国制造和中国创造并举的建筑卫生陶瓷企业集团。

数据来源：政府网站，西南证券整理

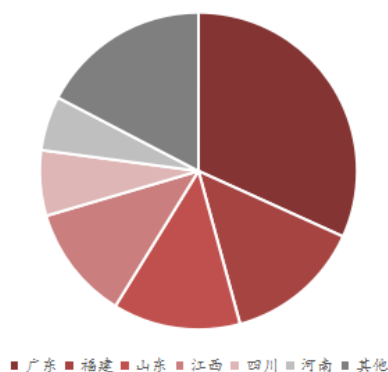
在环保政策趋严的影响下，全国规模以上建陶制品企业数量今年呈现出下滑态势，产能出清效果逐渐显现。我们大致梳理了近年环保监察对各区产能的影响，在陶瓷产能大区广东、福建、山东、四川等地均出现因环保不达标而大面积停产整顿的现象。我们认为龙头陶瓷企业有更强的资金实力、盈利能力、以及更严格的生产流程和更高的产能建设标准，在环保趋严产能出清的大趋势下，将更加受益。

图 25：全国规模以上建陶制品企业数量（家）



数据来源：中国产业网、西南证券整理

图 26：2017 年全国各区陶瓷产能分布



数据来源：陶瓷信息网，西南证券整理

表 3: 2017/2018 重点陶瓷产区产线停产情况

时间	产区	查封状态
2018 年上半年	北方四省（河南、河北、山西、陕西）	20%产线停产
	陕西	2/3 产线停产
	山东	15%产线停产
	四川夹江产区	60%产线停产
	辽宁	40%产线停产
2017 年 5 月	广东恩平	28 条生产线被查封拆除
	广东三水	17 家陶企开展大气深化整治专项检查
	广东肇庆	3 家陶企涉嫌环境违法被查
	福建	30%陶企停产整治
	贵州	八成陶企停产
	四川夹江产区	“煤改气”的硬性要求下，停产超 50%

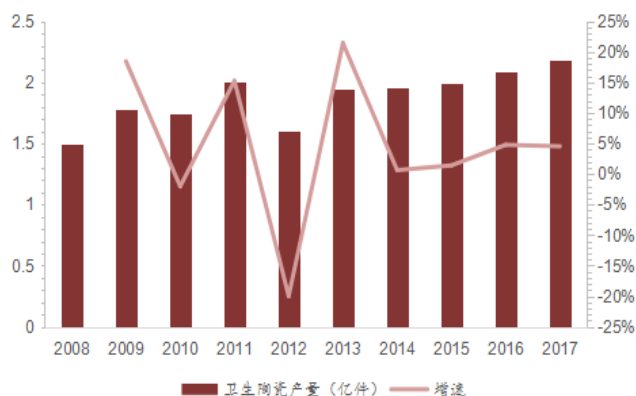
数据来源：中洁网，西南证券整理

2.3 卫生陶瓷市场内资品牌逐渐崛起

从国内的情况来看，卫浴类产品的主流材质包括两类：陶瓷和亚克力。帝王洁具是国内亚克力卫浴的龙头企业，亚克力材质具有亮度高、保温性好等特点，但在国内起步较晚，规模很小，占比低。

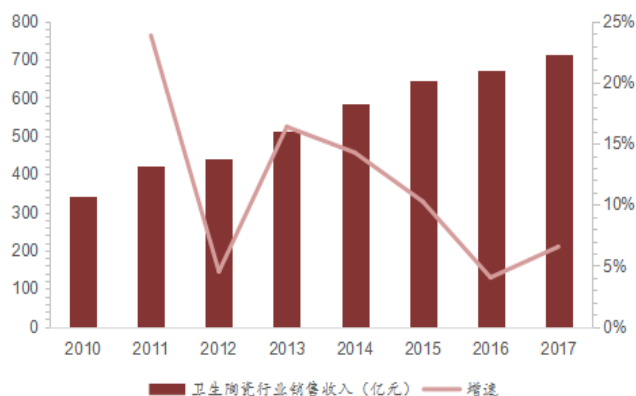
国内卫浴仍以卫生陶瓷为主，规模相对亚克力更大，目前整体规模超过 700 亿，年产量突破 2 亿件。近年卫生陶瓷增速逐渐回归个位数增长，稳定扩容将是卫生陶瓷未来的总体趋势。

图 27: 2008-2017 年中国卫生陶瓷产量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 28: 2010-2016 年中国卫生陶瓷销售收入及增速

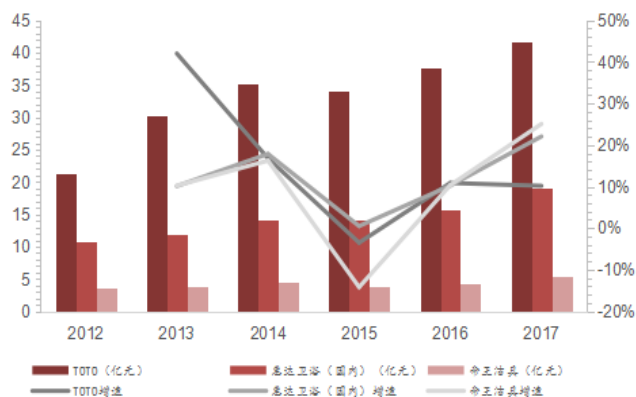


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

国产卫生陶瓷品牌相对海外品牌发展滞后，海外品牌在国内中高端市场占据较大份额，尤其是高端卫浴市场海外品牌林立，有日本的 TOTO、美国的科勒、德国的汉斯格雅和唯宝等。TOTO 和科勒合计占据了 50% 以上高端卫浴的市场份额，国外品牌领先优势明显，TOTO 2017 年在中国的销售收入为 42 亿元，市场份额约为 5.8%，而国内主要品牌的市场份额不足 3%。但近年国内卫生陶瓷领头品牌开始逐渐发力，门店下沉加速，布局相对国外品

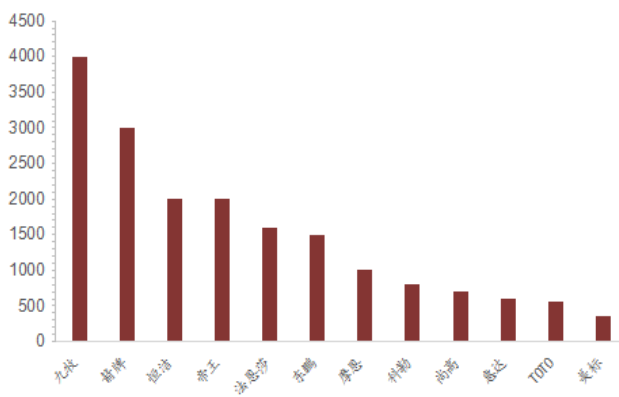
牌已有明显优势，销售增速也领先国外品牌，更明显高于行业增速，看好国内龙头企业在产能渠道扩张下未来的发展。

图 29：国内卫生陶瓷龙头企业销售额和增速



数据来源：中国产业网，西南证券整理

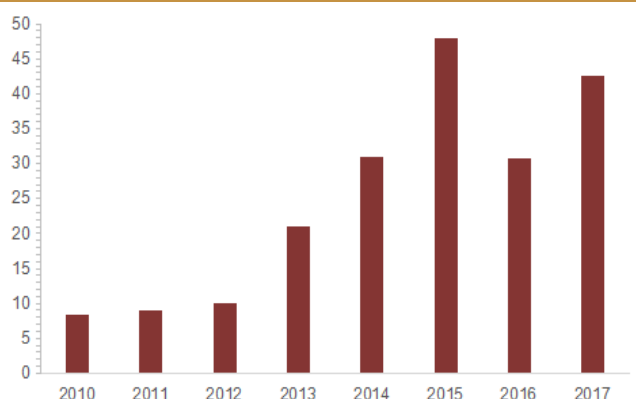
图 30：国内主要品牌的销售网点数量



数据来源：中洁网，西南证券整理

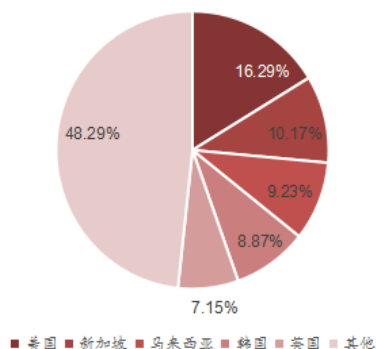
从出口看，卫生陶瓷出口约占到总体产量的 36%，出口中约 16%销往美国，对美出口量约占到行业总收入的 6%，占比同样不高，叠加人民币贬值的对冲，我们认为卫生陶瓷行业受对美贸易战的影响不大。

图 31：2010-2016 年中国卫生陶瓷出口金额（亿美元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 32：中国卫生陶瓷出口国家占比



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

3 公司分析：并购落地、帝欧协同，瓷砖卫浴双翼齐飞

3.1 并购欧神诺，发力工装建陶业务

欧神诺，工程业务先行者：2018 年 1 月，公司完成对欧神诺 99.99% 的股权收购，正式进入建筑陶瓷行业。欧神诺是瓷砖行业龙头之一，主营中高端建筑瓷砖，是行业内拓展工程业务的先行者。目前欧神诺工程业务占比稳定保持在 60% 左右，客户资源丰富，多年合作之下，客户关系稳定，是地产全（精）装率提升逻辑下受益的重点企业。

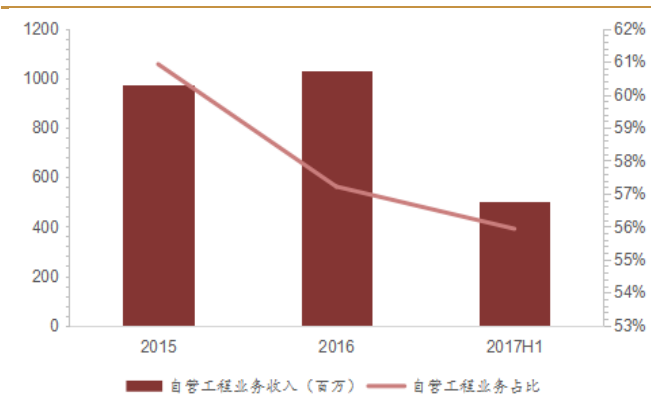
图 33：欧神诺工程业务合作客户



数据来源：公司网站，西南证券整理

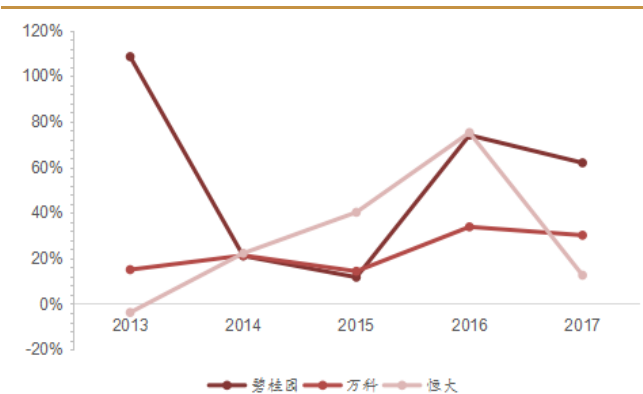
工程发力支撑欧神诺业务放量：欧神诺是行业内率先看准全（精）装率提升趋势的公司，从 2014 年开始大力发展工程业务。绝大部分工程业务以直营模式开展，近年公司直营工程业务的收入稳定增长，占比保持在 55% 以上，如果算上经销部分覆盖的工程客户，工程业务的占比在 60% 以上。公司工程业务的核心客户有碧桂园、万科和恒大，2016 年分别贡献营收 4.8 亿、4.1 亿和 0.6 亿元，三大客户营收占比高，且合作关系稳定，且三大客户近年合同销售面积呈快速增长趋势，近五年的复合增速分别为 51.3%、22.6% 和 26.6%，下游客户的需求放量支撑公司工程业务的高速增长。

图 34：欧神诺自营工程业务收入和占比变化



数据来源：公司年报，公司并购报告书，西南证券整理

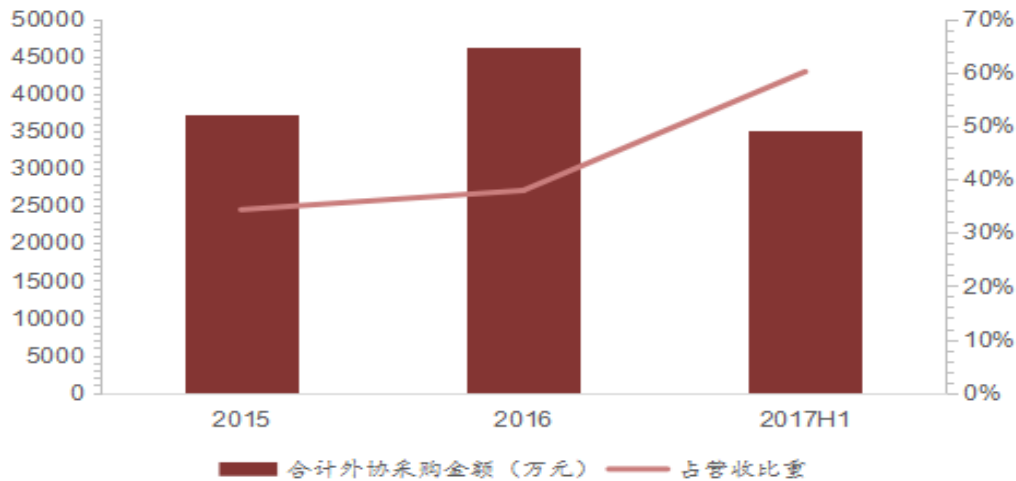
图 35：欧神诺核心客户碧桂园、万科和恒大收入增速



数据来源：公司年报，公司并购报告书，西南证券整理

产能规划解决发展瓶颈：随着欧神诺产品竞争力和品牌效应的逐渐增强，销售扩张迅速，现有产能无法完全支撑公司的发展，近年欧神诺为弥补产能不足，采取外协采购成品贴标销售的模式，2015、2016 和 2017 年上半年，欧神诺外协采购金额占总营收的比例分别达到了 34.3%、37.9%和 60.1%，公司产能扩张需求强烈。

图 36：2013-2017 年公司各品类销售产能比



数据来源：公司公告，西南证券整理

欧神诺现有 2000 万平米/年的产能，分别位于佛山和江西景德镇。未来 3 年将新建扩张景德镇生产基地和新建广西藤县生产基地。

扩建景德镇生产基地：计划扩建 1 条大规模瓷片生产线和 1 条仿古砖/抛釉砖生产线。项目建成后，将新增 1000 万平方米瓷片生产能力、125 万平方米仿古砖生产能力和 125 万平方米抛釉砖的生产能力。瓷片产线预计从 2019 年开始投产，产量约 500 万平，2020 年产量达到 800 万平，2021 年达到最大产能。

新建广西生产基地：预计总投资 14.5 亿元，计划建设八组年产共 5000 万平方米高端墙地砖智能化生产线，生产瓷片、仿古砖、抛釉砖、抛光砖，年产值 15 亿元。分三期建设，计划 2020 年 12 月前全部完成。

表 4：欧神诺现有产能和未来三年产能规划

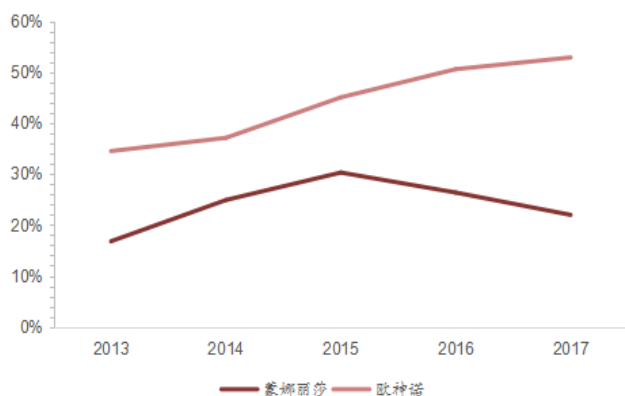
	生产线名称	产能 (万平米/年)
现有产能	多种规格陶瓷装饰砖生产线	600
	瓷砖生产线	600
	高档内墙砖生产线	500
	高档仿古砖生产线	300
未来三年计划产能	1 条大规模瓷片生产线 (景德镇基地)	1000
	1 条仿古砖/抛釉砖生产线 (景德镇基地)	250
	欧神诺智能化生产线 (广西基地)	5000

数据来源：公司公告，西南证券整理

工程业务领域欧神诺优势明显。国内建筑陶瓷行业受外来品牌的影响小，核心品类瓷砖对品牌的需求度也不高，因此建陶主要渠道工程业务的开发更多依仗于供应商的运营服务能力。

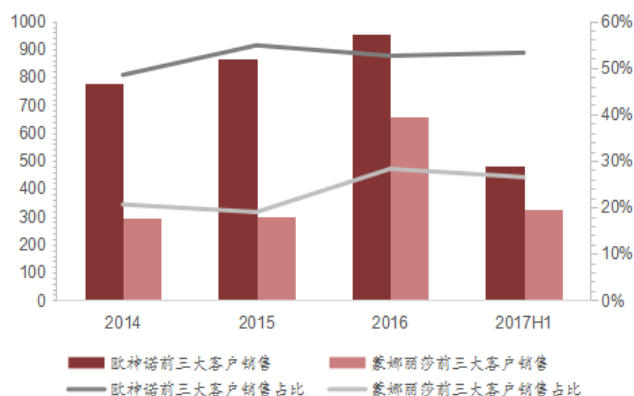
欧神诺是国内率先大力推进建陶工程业务的企业，先发优势明显，并且经过多年合作，公司已与国内主要的地产商建立稳定合作关系。公司做工程业务拥有几大优势：1) 工程客户的采购需求比较集中，对供应商的集中供货能力、配送能力以及售后服务能力有比较高的要求，天然屏蔽掉一些中小品牌的竞争对手；2) 工程业务需要一定期限的垫资，对现金流要求较高，公司并入上市公司后在资金实力和融资能力方面明显高于中小企业。3) 工程合作客户对产品的质量要求高，要求瓷砖必须自产，公司的产能布局和规划相对其他中小客户更加完善，多地建厂能有效降低运输费用，产品控制力更强。

图 37：欧神诺和蒙娜丽莎应收项占应收比例对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：欧神诺和蒙娜丽莎前三大客户销售额和占比对比



数据来源：公司年报，西南证券整理

3.2 本部亚克力洁具稳定增长，积极拓展卫生陶瓷业务

亚克力洁具稳定发展：亚克力的化学名称为聚甲基丙烯酸甲酯，简称 PMMA，是目前继陶瓷以后用于制造多类卫生洁具产品最好的新型材料，可用于生产坐便器、浴缸、浴室柜、淋浴房、浴足器等卫生洁具。

亚克力相对于陶瓷具有透明度高、展色效果好、渗透率低、抗冲击效果好、保温性好、便于运输等优点，但也存在硬度低、耐磨性差等缺点。相对来说，国外从 20 世纪 30 年代开始开发亚克力材料，国内对亚克力的开发较晚，起步于上世纪 90 年代，尚处于起步阶段，总体市场规模有限。

表 5：亚克力和陶瓷材质优缺点对比

	亚克力	陶瓷
材质	有机材料	无机材料
亮度色彩	具有水晶般的透明度，透光率在 92% 以上，用染料着色的亚克力有很好的展色效果	透明度上要弱于亚克力，长时间使用亮度会下降。很难上色，即使上色，色彩也偏乌
渗透率	渗透率几乎为零，易清洁	好的陶瓷渗透率低，但一般的陶瓷渗透率都比较差
款型	抗冲击效果好，款式多样，年轻化	陶瓷的可塑性相对较差
硬度	硬度相对陶瓷较低、耐磨性也相对较差	硬度高，耐磨性好

	亚克力	陶瓷
保温性	好	相对较差
可运输性	重量轻、便于运输和安装	笨重、不易运输、怕磕碰

数据来源：西南证券整理

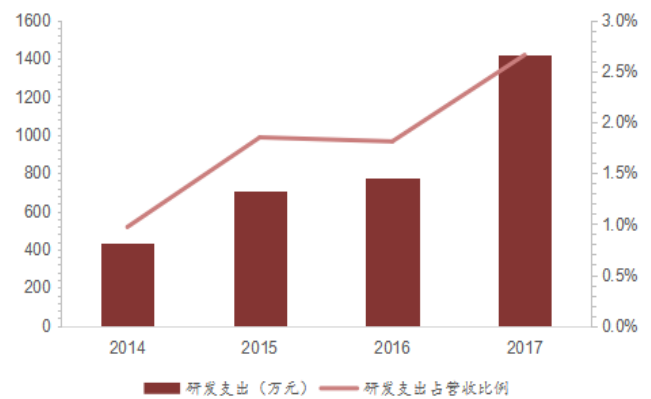
帝王洁具自 1995 年以来，一直专注于亚克力卫生洁具的研发、设计、制造与销售，目前是国内亚克力洁具的领先企业，主要产品亚克力洁具和亚克力板的对整体营收的占比超过 90%。公司发展亚克力产品主要定位差异化，种类丰富、色彩多样，并且公司在亚克力产品研发上投入的费用逐年递增，2017 年相对营收占比接近 3%。未来亚克力产品仍将是公司重点发展的品类。

图 39：帝王洁具产品



数据来源：京东商城，西南证券整理

图 40：帝王洁具产品研发费用及占营收比例变化



数据来源：wind，西南证券整理

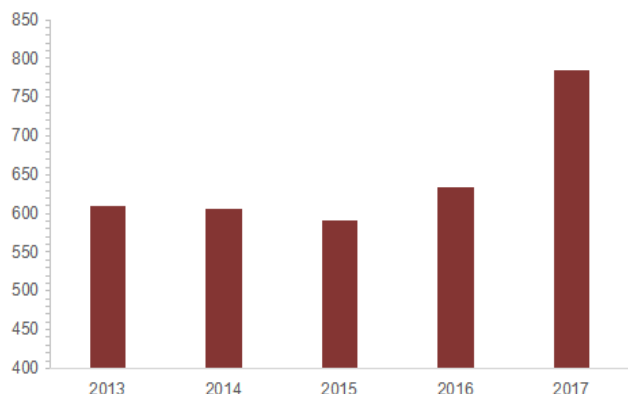
积极拓展陶瓷洁具业务。在收购欧神诺后，公司借助于欧神诺在陶瓷方面的生产技术优势，于 2018 年 1 月在广东佛山设立子公司佛山帝王卫浴有限公司，将启动陶瓷卫生洁具的设计、研发和生产，为公司现有亚克力洁具产品进行有力的补充。同时，2018 年公司将推出“6S 全卫定制”，实现客户在材质、色彩、风格、尺寸、空间、服务的个性化需求，为客户提供一个更舒适、更科技、更专业的卫浴空间解决方案。

在陶瓷洁具的开发上，公司短期会以 OEM 为主，自建产线已经规划，计划将在佛山建厂支持陶瓷卫浴的发展。公司本部帝王洁具计划到 2021 年营收达到 20 亿元，其中以陶瓷洁具为主。

零售渠道持续扩张。公司目前主要的销售渠道分为零售和工程。公司原有的亚克力洁具因为材质和价格原因，工程业务少，主要是零售业务，通过区域经销商进行销售。

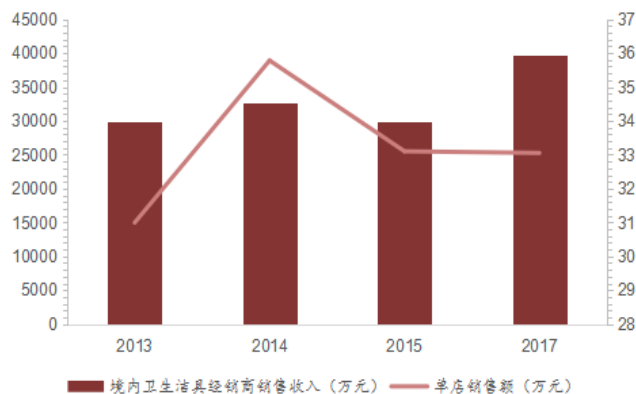
公司近年大力推进零售渠道的建设，帝王洁具签约分销商至 2017 年末已接近 800 家，覆盖销售网点数超过 1200 家，数量扩张之下，质量也在稳步提升，帝王洁具经销商销售网点的单店年销售额稳定保持在 33 万以上，未来 3 年计划总门店数超过 2000 家，零售渠道的扩张将是公司未来稳定发展的保障。

图 41: 帝王洁具签约分销商数



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 42: 帝王洁具境内经销商销售收入及单店营收变化



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

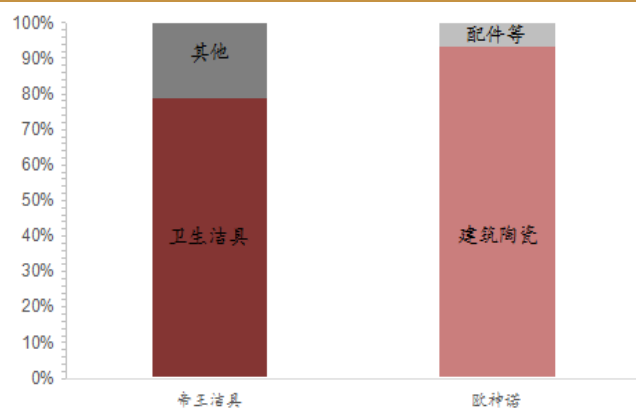
3.3 帝、欧联手, 协同效应突出

帝王洁具和欧神诺各自经营的核心品类、区域不同, 合并之后双方能够实现经营互补, 并且量能提升, 公司总体的规模效应也将更加突出。

1) 品类协同。欧神诺目前已在中高端建筑陶瓷市场占据一定市场份额, 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, 而帝王洁具一直专注于亚克力洁具的研发和销售, 收购欧神诺, 契合帝王洁具在中高端建材领域的战略布局方向, 帝王洁具将进入到中高端陶瓷卫浴领域, 拓宽品类和销售群体, 挖掘双方既有客户的多元化需求, 而且能为上市公司整体盈利水平的快速提升提供有力支持。

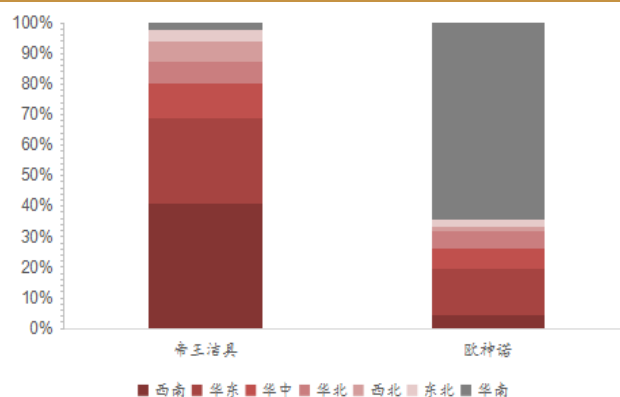
2) 区域协同。帝王洁具和欧神诺总部分别位于四川和广东, 区域发展上各有侧重, 帝王洁具在华西地区的销售占比接近 40%, 而欧神诺在华南地区的销售占比超过 60%, 合并之后, 两家公司能够实现优势区域互补, 并能合力发展其他非优势区域。

图 43: 帝王洁具和欧神诺品类占比



数据来源: wind, 西南证券整理

图 44: 帝王洁具和欧神诺的业务区域分布

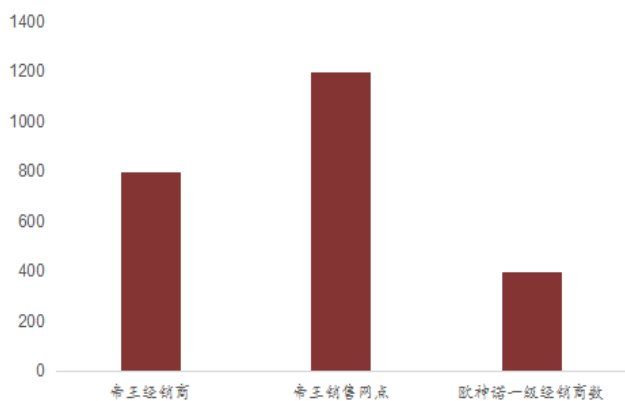


数据来源: 公司年报, 公司并购报告书, 西南证券整理

3) 渠道协同。帝王洁具经过 20 多年的经营,已在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络,2017 年帝王的销售网点数达到 1200 家,签约经销商数超过 800 家,零售端布局完善。欧神诺 60% 的销售来自于工程客户,并与国内主流的地产公司建立了稳定牢固的合作关系,同时欧神诺也有成熟完善的营销渠道网络和终端服务配套设施,并且还建立了以“欧神诺在线”网站为核心的线上管理平台。合并之后,帝王洁具和欧神诺可以渠道共享,共同推动零售和工装业务的齐步发展。

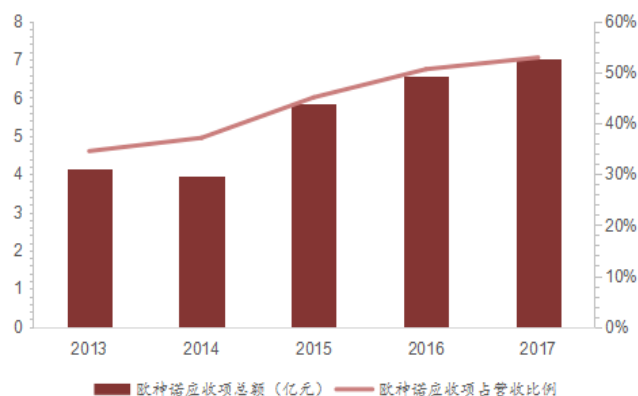
4) 运营能力互补。一是合并后整体的年销售额超过 30 亿,量能放大有助于企业在上游采购端更具话语权,利于整体成本的控制;二是从欧神诺的角度看,由于工程业务账期一般都在一年左右,因此对供应商的资金要求非常高,欧神诺的负债率一直稳定在 60% 左右,应收项目合计也超过营收的 50%。合并之后,借助于上市公司的融资能力,欧神诺资金链实力将得到加强,能更好的开展工程业务。

图 45: 2017 年帝王洁具和欧神诺经销商和销售网点数



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 46: 欧神诺应收账款和应收票据总额及占比变化



数据来源: wind, 西南证券整理

欧神诺计划在 2021 年营收达到 50 亿,相对于 2017 年将实现翻倍,发展重心仍将放在工程业务上,尽管目前房地产市场发展承压,但公司核心客户近年仍保持快速增长趋势,且处于精装房这个快速扩容的大市场,公司业务预计仍能保持快速增长。

4 盈利预测与估值

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;18-19 年公司毛利率为 32.55%、32.78%。

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 6：分项业务收入成本预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	386.93	427.46	533.67	3,980.38	5,266.57	6,763.56
yoy		10.47%	24.85%	645.86%	32.31%	28.42%
营业成本	263.70	291.12	376.78	2,684.72	3,540.06	4,542.12
毛利率	31.85%	31.90%	29.40%	32.55%	32.78%	32.84%
欧神诺						
收入	1,601.49	1813.16	2375.24	3,325.33	4,489.20	5,835.96
yoy		13.22%	31.00%	40.00%	35.00%	30.00%
成本	1,091.78	1,223.14	1,600.91	2,234.62	3,007.76	3,910.09
毛利率	31.83%	32.54%	32.60%	32.80%	33.00%	33.00%
亚克力卫生洁具						
收入	276.96	307.15	380.37	475.46	570.56	684.67
yoy		10.90%	23.84%	25.00%	20.00%	20.00%
成本	183.43	199.50	249.90	309.05	370.86	445.03
毛利率	33.77%	35.05%	34.30%	35.00%	35.00%	35.00%
亚克力板						
收入	76.56	85.20	108.99	125.34	137.87	151.66
yoy		11.27%	27.93%	15.00%	10.00%	10.00%
成本	60.80	70.44	99.98	105.28	114.43	124.36
毛利率	20.60%	17.32%	8.27%	16.00%	17.00%	18.00%
OEM 陶瓷洁具						
收入	23.56	29.05	38.78	48.48	63.02	85.07
yoy		23.28%	33.52%	25.00%	30.00%	35.00%
成本	15.28	18.33	24.74	32.96	44.11	59.55
毛利率	35.16%	36.89%	36.20%	32.00%	30.00%	30.00%
家用桑拿房						
收入	5.31	3.44	2.76	2.98	3.10	3.35
yoy		-35.14%	-19.86%	8.00%	4.00%	8.00%
成本	3.50	2.23	1.68	2.24	2.33	2.51
毛利率	34.16%	35.25%	39.13%	25.00%	25.00%	25.00%
其他						
收入	4.54	2.62	2.77	2.79	2.82	2.85
yoy		-42.26%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	0.70	0.61	0.48	0.56	0.56	0.57
毛利率	84.61%	76.60%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%

数据来源：西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.58 元、2.09 元、2.79 元，对应 PE 分别为 19 倍、14 倍和 11 倍。公司作为瓷砖里面工程业务龙头，未来三年随着精装放量快速增长趋势有望保持，目前家居行业平均估值 28 倍，给予公司 18 年 25 倍 PE，对应目标价 39.5 元，维持“买入”评级。

5 风险提示

行业竞争加剧导致终端销售不畅的风险、原材料价格波动的风险、工程业务导致现金流紧张的风险、产能投放进度或不及预期的风险。

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	3980.38	5266.57	6763.56	净利润	54.53	358.90	472.93	631.74
营业成本	376.78	2684.72	3540.06	4542.12	折旧与摊销	14.31	29.66	31.20	33.18
营业税金及附加	5.07	38.18	51.56	65.44	财务费用	-2.96	15.08	38.39	51.94
销售费用	76.68	573.18	747.85	946.90	资产减值损失	2.48	0.00	10.00	10.00
管理费用	54.75	258.72	331.79	412.58	经营营运资本变动	57.73	-1750.10	-629.34	-723.32
财务费用	-2.96	15.08	38.39	51.94	其他	-25.41	-0.54	-9.70	-10.06
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	-1347.00	-86.51	-6.52
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	410.51	546.90	734.59	短期借款	0.00	1084.95	453.08	467.93
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	422.24	556.39	743.22	股权融资	517.27	126.92	0.00	0.00
所得税	6.32	63.34	83.46	111.48	支付股利	-25.91	-27.42	-181.55	-238.77
净利润	54.53	358.90	472.93	631.74	其他	-14.58	-15.08	-38.39	-51.94
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	1169.37	233.13	177.22
归属母公司股东净利润	54.53	358.90	472.93	631.74	现金流量净额	480.74	-192.63	128.62	149.70
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	398.04	526.66	676.36	成长能力				
应收和预付款项	105.11	915.51	1194.78	1508.48	销售收入增长率	24.85%	645.86%	32.31%	28.42%
存货	125.30	915.28	1207.55	1550.37	营业利润增长率	75.11%	573.25%	33.22%	34.32%
其他流动资产	221.76	1654.04	2188.51	2810.58	净利润增长率	7.69%	558.23%	31.77%	33.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	53.24%	529.45%	35.42%	32.96%
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	125.30	116.75	109.21	毛利率	29.40%	32.55%	32.78%	32.84%
无形资产和开发支出	39.97	35.34	30.70	26.06	三费率	24.07%	21.28%	21.23%	20.87%
其他非流动资产	36.27	36.27	36.26	36.26	净利率	10.22%	9.02%	8.98%	9.34%
资产总计	1259.52	4084.88	5306.32	6722.42	ROE	5.19%	23.78%	26.27%	28.80%
短期借款	0.00	1084.95	1538.03	2005.96	ROA	4.33%	8.79%	8.91%	9.40%
应付和预收款项	109.26	803.64	1062.84	1362.90	ROIC	10.76%	23.92%	17.01%	17.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.55%	11.44%	11.71%	12.12%
其他负债	99.44	687.08	904.86	1160.00	营运能力				
负债合计	208.70	2575.66	3505.72	4528.85	总资产周转率	0.56	1.49	1.12	1.12
股本	99.80	226.72	226.72	226.72	固定资产周转率	4.14	31.47	46.36	65.81
资本公积	733.36	733.36	733.36	733.36	应收账款周转率	5.62	9.30	5.93	5.96
留存收益	298.52	630.00	921.38	1314.34	存货周转率	3.36	5.13	3.33	3.29
归属母公司股东权益	1050.82	1509.22	1800.60	2193.57	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	1509.22	1800.60	2193.57	资产负债率	16.57%	63.05%	66.07%	67.37%
负债和股东权益合计	1259.52	4084.88	5306.32	6722.42	带息债务/总负债	0.00%	42.12%	43.87%	44.29%
					流动比率	5.08	1.51	1.46	1.45
					速动比率	4.47	1.15	1.12	1.10
					股利支付率	47.53%	7.64%	38.39%	37.80%
					每股指标				
					每股收益	0.24	1.58	2.09	2.79
					每股净资产	4.63	6.66	7.94	9.68
					每股经营现金	0.44	-5.94	-0.38	-0.03
					每股股利	0.11	0.12	0.80	1.05
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	72.33	455.25	616.50	819.71					
PE	125.16	19.01	14.43	10.80					
PB	6.49	4.52	3.79	3.11					
PS	12.79	1.71	1.30	1.01					
EV/EBITDA	32.66	16.39	12.63	9.88					
股息率	0.38%	0.40%	2.66%	3.50%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn