

## 工程业务加速扩张，规模效应进一步体现

### 投资要点

- **事件：**公司发布2018年中报。上半年实现营业收入19.2亿元，同比增长762.1%；实现归母净利润1.6亿元，同比增长552.9%。扣非后归母净利润为1.54亿元，同比增速为789.1%。上半年传统卫浴业务实现营收2.2亿元，同比增长20.7%。欧神诺瓷砖业务实现营收16.3亿元，同比增长80.1%，实现净利润1.53亿元，同比增长85.8%，欧神诺业绩超预期。公司预计2018年1-9月实现归母净利润2.54亿至2.7亿，同比增长区间为700%至750%。
- **股权激励费用影响卫浴业务利润，建陶业务净利率稳中有升。**上半年公司总体毛利率达到34.3%，同比提升5.2pp，主要是因为并表的欧神诺瓷砖业务毛利率（35.4%）明显高于传统卫浴业务（31.2%），带动整体毛利率提升。分品类比较，传统卫浴业务受原材料价格上涨影响毛利率下降2.5pp至31.2%；建陶业务在生产大幅扩张、规模效应逐步体现下毛利率同比提升0.4pp达35.4%。净利率方面，我们分拆下来卫浴业务净利润约400万，较去年同期的2400万有大幅下滑，主要是原材料涨价及公司上半年摊销股权激励费用2155万所致；并入的建陶业务净利率达9.4%（+0.3pp），在规模效应扩大下净利率稳中有升。
- **受益精装房市场放量，欧神诺继续保持快速增长。**欧神诺是中高端建筑陶瓷市场龙头企业之一，在工装方面的领先优势尤其明显。并购之后，借助于上市公司的资金支持，欧神诺在工装方面进一步加力，工程业务占比约60%。在逐步提升核心地产客户碧桂园、万科、恒大合作份额基础上，还与新增客户雅居乐、荣盛、富力等大型开发商构建了战略合作关系，供货占比快速提升。工装之外，欧神诺在零售端也开始发力，持续推动一、二线城市加快“城市加盟合伙商、智慧社区服务店”深度布局，以及下线城市渠道下沉。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帝、欧协同发展。**渠道上，欧神诺与帝王洁具的零售网点有较大整合互补空间；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、欧合并后，双方能在主营产品、销售区域和渠道上形成协同。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。
- **产能扩张支撑收入高增长。**卫浴方面，公司将致力于陶瓷卫浴的发展，目前已在佛山和重庆成立洁具分公司，并计划在两地建厂。重庆智能卫浴产线设计已落地，预计建设三条卫浴产线，合计产能达到500万件，年产值将达12亿元。瓷砖方面，目前欧神诺总体产能为2000万平方米/年，目前景德镇的1条年产1000万平瓷砖生产线和1条年产250万平的仿古砖/抛釉砖生产线正在建设中，广西的年产5000万平的智能生产线建设也稳步推进，广西生产线预计于2020年达产，产能瓶颈问题将得到解决。
- **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、15倍和11倍。给予19年18倍PE，目标价37.6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。

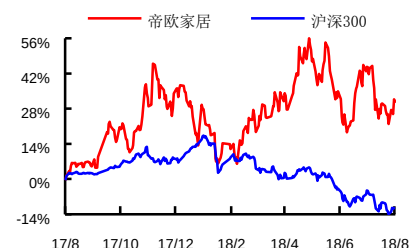
| 指标/年度         | 2017A  | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 533.67 | 3980.38 | 5266.57 | 6763.56 |
| 增长率           | 24.85% | 645.86% | 32.31%  | 28.42%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 54.53  | 358.90  | 472.93  | 631.74  |
| 增长率           | 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            | 128    | 19      | 15      | 11      |
| PB            | 6.62   | 4.61    | 3.86    | 3.17    |

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)     | 69.54       |
| 总资产(亿元)     | 49.58       |
| 每股净资产(元)    | 13.11       |

### 相关研究

1. 帝欧家居(002798):工程业务持续放量，公司发展迈入全新阶段（2018-08-08）
2. 帝王洁具(002798):并购协同效应显现，助力业绩大幅提升（2018-04-23）
3. 帝王洁具(002798):业绩符合预期，并购协同将发力（2018-04-03）
4. 帝王洁具(002798):并购交割完成，瓷砖+卫浴强强联合（2018-01-10）

**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          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>100.68</b> | <b>-1347.00</b> | <b>-86.51</b> | <b>-6.52</b>  |
| 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           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-96.72</b> | <b>-15.00</b>   | <b>-18.00</b> | <b>-21.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>60.97</b>   | <b>410.51</b>  | <b>546.90</b>  | <b>734.59</b>  | 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          |
| <b>利润总额</b>   | <b>60.85</b>   | <b>422.24</b>  | <b>556.39</b>  | <b>743.22</b>  | 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           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>476.78</b> | <b>1169.37</b>  | <b>233.13</b> | <b>177.22</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 54.53          | 358.90         | 472.93         | 631.74         | <b>现金流量净额</b>     | <b>480.74</b> | <b>-192.63</b>  | <b>128.62</b> | <b>149.70</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          | 590.67         | 398.04         | 526.66         | 676.36         | <b>成长能力</b>       |               |                 |               |               |
| 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           | <b>获利能力</b>       |               |                 |               |               |
| 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%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>1259.52</b> | <b>4084.88</b> | <b>5306.32</b> | <b>6722.42</b> | 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        | <b>营运能力</b>       |               |                 |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>208.70</b>  | <b>2575.66</b> | <b>3505.72</b> | <b>4528.85</b> | 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           | <b>资本结构</b>       |               |                 |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1050.82</b> | <b>1509.22</b> | <b>1800.60</b> | <b>2193.57</b> | 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%        |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |               |                 |               |               |
|               |                |                |                |                | 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            | 127.53         | 19.37          | 14.70          | 11.01          |                   |               |                 |               |               |
| PB            | 6.62           | 4.61           | 3.86           | 3.17           |                   |               |                 |               |               |
| PS            | 13.03          | 1.75           | 1.32           | 1.03           |                   |               |                 |               |               |
| EV/EBITDA     | 33.44          | 16.67          | 12.84          | 10.04          |                   |               |                 |               |               |
| 股息率           | 0.37%          | 0.39%          | 2.61%          | 3.43%          |                   |               |                 |               |               |

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     |
|    | 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 |