

毛利率稳定，营收增速拖累利润增速

投资要点

- **事件：**公司发布2018年三季报，1-9月实现营业收入22.8亿元，同比增长10.5%；实现归母净利润2.7亿元，同比增长13.4%；经营活动产生的现金流量净额为9127万元，同比下降80%；基本每股收益1.13元。
- **三季报业绩增速明显放缓，毛利率保持稳定，主营增速放缓是主要原因。**公司于2017年12月上市，2015-2017年归母净利润同比增速分别为20%、50%和101%，保持了较快增长速度，公司上市后营收增速和归母净利润同比增速明显放缓。单三季度看，公司综合毛利率38%，保持在较高水平，但营收增速仅6%，期间费用率较一二季度下降4个百分点，归母净利润增速18%。
- **B端C端两手抓，渠道拓展显优势。**对于不断成长的消费类品牌建材，渠道是其提升市占率、业绩保持高增长的核心要素。在B端，公司通过与万科、碧桂园、保利等30余家大型房企建立稳定合作关系，2018年建陶类500强首选率达到16%，居行业第2位；在C端，公司延续渠道下沉战略，拥有3000多个销售网点，完成营销渠道升级及品牌建设项目，智慧门店上线，有利于掌控核心渠道资源，提升知名度。此外，公司还积极布局海外，大力拓展出口渠道。
- **创新升级打基础，投资藤县扩产能。**公司并不盲目扩张，而是致力于技术创新升级、平台搭建、环保整治等内涵提升。长期沉淀积累出强大战略优势，公司内控排放标准优于国标1倍以上，可从容应对日益严苛的环保政策。2018年公司布局于具备资源禀赋优势和区位优势 of 藤县，斥资10亿设立两个项目公司，投建10条生产线，投产后将实现高端产能翻倍。
- **领衔国际新风向，创新产品占先机。**自2016年博洛尼亚陶瓷展开始，陶瓷大板成为世界热点，全球大板生产线约70条，国内约30条。公司不仅率先引进制造设备，推出大板产品，还成立了专业服务公司绿屋建科，可提供一体化服务，占据大板领域制高点。凭借差异化产品带来的强势定价权，公司大板产品毛利率接近50%，远高于其他产品。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2018-2020年EPS分别为1.47元、1.80元、2.06元，未来三年归母净利润复合增长率为17.4%，考虑公司下游需求受地产调控影响且产能扩充需要1-2年时间，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**（1）产能拓展不及预期；（2）房地产宏观调控的政策风险。

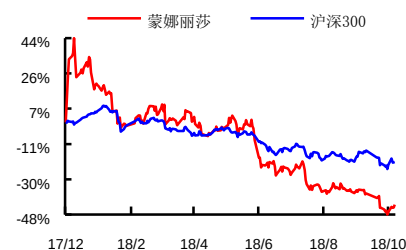
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2889.88	3204.16	3555.17	3947.52
增长率	24.33%	10.88%	10.95%	11.04%
归属母公司净利润（百万元）	301.72	346.95	424.90	487.68
增长率	29.50%	14.99%	22.47%	14.77%
每股收益EPS（元）	1.28	1.47	1.80	2.06
净资产收益率ROE	13.61%	13.98%	14.97%	15.04%
PE	13	12	9	8
PB	1.81	1.61	1.41	1.23

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：余尊宝
 执业证号：S1250518070002
 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)	2.37
流通A股(亿股)	0.59
52周内股价区间(元)	15.44-64.97
总市值(亿元)	40.22
总资产(亿元)	41.51
每股净资产(元)	10.38

相关研究

1. 蒙娜丽莎(002918)：BC两端齐头并进，看好公司成长属性（2018-04-20）

关键假设：

假设 1：房地产业呈现下行趋势，2018-2020 年公司根据市场需求不断优化产品结构，主要产品瓷质有釉砖订单复合增速为 10%、优势产品陶瓷薄板/薄砖订单复合增速为 20%、非瓷质有釉砖和瓷质无釉砖订单复合增速分别为 12%和 10%；

假设 2：公司依托品牌和渠道优势，原材料价格上涨能及时传导，2018-2020 年各业务线条毛利率均维持在 2017 年水平；

假设 3：2018-2020 年公司资产负债率维持在 40%以下，三费率保持平稳。

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	1385.7	1524.2	1676.7
	增速	29.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	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	665.8	745.7	835.1
	增速	31.3%	12.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
陶瓷薄板/薄砖	收入	193.3	232.0	278.4	334.1
	增速	37.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	49.8%	50.0%	50.0%	50.0%
其它业务	收入	59.2	59.2	59.2	59.2
	增速	537.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	68.1%	68.1%	68.1%	68.1%
合计	收入	2889.9	3204.2	3555.2	3947.5
	增速	24.3%	10.9%	11.0%	11.0%
	毛利率	36.0%	36.0%	36.0%	36.1%

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	3204.16	3555.17	3947.52	净利润	301.72	350.45	429.19	492.61
营业成本	1848.51	2049.57	2273.93	2524.21	折旧与摊销	71.04	52.77	52.77	52.77
营业税金及附加	29.92	32.04	35.55	39.48	财务费用	19.92	0.49	0.59	0.63
销售费用	395.88	432.56	455.06	497.39	资产减值损失	22.13	10.00	10.00	10.00
管理费用	239.60	272.35	277.30	300.01	经营营运资本变动	28.36	-80.53	-23.17	-50.71
财务费用	19.92	0.49	0.59	0.63	其他	-72.95	-0.87	-12.18	-7.78
资产减值损失	22.13	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	370.22	332.31	457.20	497.53
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	投资活动现金流净额	-183.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	360.16	407.15	502.74	575.80	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
利润总额	353.92	409.95	502.53	576.60	股权融资	1124.06	0.00	0.00	0.00
所得税	52.20	59.50	73.33	83.99	支付股利	0.00	-60.34	-69.39	-84.98
净利润	301.72	350.45	429.19	492.61	其他	29.05	-11.19	-0.59	-0.63
少数股东损益	0.00	3.50	4.29	4.93	筹资活动现金流净额	1020.97	-183.23	-69.98	-85.62
归属母公司股东净利润	301.72	346.95	424.90	487.68	现金流量净额	1207.10	149.08	387.22	411.91
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	1641.79	2029.01	2440.92	成长能力				
应收和预付款项	656.92	777.11	844.17	944.01	销售收入增长率	24.33%	10.88%	10.95%	11.04%
存货	711.77	831.38	908.85	1015.85	营业利润增长率	43.95%	13.05%	23.48%	14.53%
其他流动资产	52.35	40.51	51.43	54.71	净利润增长率	29.50%	16.15%	22.47%	14.77%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	34.56%	2.06%	20.78%	13.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	463.90	424.97	386.04	347.10	毛利率	36.03%	36.03%	36.04%	36.06%
无形资产和开发支出	93.70	81.36	69.03	56.69	三费率	22.68%	22.02%	20.62%	20.22%
其他非流动资产	66.94	65.44	63.95	62.45	净利率	10.44%	10.94%	12.07%	12.48%
资产总计	3538.29	3862.57	4352.47	4921.73	ROE	13.61%	13.98%	14.97%	15.04%
短期借款	111.70	0.00	0.00	0.00	ROA	8.53%	9.07%	9.86%	10.01%
应付和预收款项	929.90	992.53	1115.43	1232.95	ROIC	30.48%	30.19%	36.28%	40.78%
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	EBITDA/销售收入	15.61%	14.37%	15.64%	15.94%
其他负债	234.04	317.98	325.18	369.29	营运能力				
负债合计	1320.64	1355.51	1485.61	1647.25	总资产周转率	1.02	0.87	0.87	0.85
股本	157.72	236.58	236.58	236.58	固定资产周转率	8.19	9.16	11.44	14.52
资本公积	1418.47	1339.61	1339.61	1339.61	应收账款周转率	7.00	6.47	6.54	6.52
留存收益	640.75	927.36	1282.87	1685.57	存货周转率	2.63	2.61	2.57	2.59
归属母公司股东权益	2217.65	2503.55	2859.06	3261.76	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	3.50	7.80	12.72	资本结构				
股东权益合计	2217.65	2507.05	2866.86	3274.48	资产负债率	37.32%	35.09%	34.13%	33.47%
负债和股东权益合计	3538.29	3862.57	4352.47	4921.73	带息债务/总负债	11.87%	3.32%	3.03%	2.73%
					流动比率	2.31	2.54	2.68	2.80
					速动比率	1.74	1.89	2.05	2.16
					股利支付率	0.00%	17.39%	16.33%	17.43%
					每股指标				
					每股收益	1.28	1.47	1.80	2.06
					每股净资产	9.37	10.58	12.08	13.79
					每股经营现金	1.56	1.40	1.93	2.10
					每股股利	0.00	0.26	0.29	0.36
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	451.12	460.41	556.10	629.21					
PE	13.33	11.59	9.47	8.25					
PB	1.81	1.61	1.41	1.23					
PS	1.39	1.26	1.13	1.02					
EV/EBITDA	2.89	5.15	3.57	2.50					
股息率	0.00%	1.50%	1.73%	2.11%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn