

2019年12月31日

帝欧家居（002798.SZ）

公司快报

精装房政策驱动，业绩有望保持高增长

投资要点

事件：公司发布公告，公司获得工业发展奖励 4000 万元，预计影响公司 2019 年度利润总额 4000 万元。

◆ **2018 年完成欧神诺重组交割，切入高端瓷砖领域。**公司 2018 年完成与建筑陶瓷工装市场龙头欧神诺的重大资产重组交割，成功切入高端瓷砖领域，主营产品从亚克力卫生洁具扩充至卫生洁具、建筑陶瓷两大产品。收购欧神诺，公司业绩大幅增厚，2019 年前三季度公司实现营业收入 41.02 亿元，同比增长 29.47%；实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 57.17%，本次获得政府补贴 4000 万元，将进一步增厚业绩。公司预计 2019 年归母净利润 5.52-5.90 亿元，同比增长 45%-55%，业绩保持高增长。

◆ **B 端客户资源优质，存量增量客户助力发展。**欧神诺专注于中高端建筑陶瓷研发、设计、生产和销售，产品主要包括抛光砖、抛釉砖、抛晶砖、仿古砖、瓷片及陶瓷配件等，广泛应用于住宅、商场、酒店、写字楼、大型场馆及市政工程等建筑装饰装修。凭借多年来累积的综合服务能力和完整的服务体系等先发优势，已形成了碧桂园、万科、恒大、雅居乐、华润置地、旭辉等国内房企龙头为主的优质客户群，并陆续与敏捷、海伦堡、合正、华侨城等大中型地产商建立合作关系。存量客户的不断稳固，增量客户的持续增加，欧神诺业绩持续高增长，2019 年上半年欧神诺销售收入 22.46 亿元，同比增长 37.44%；实现净利润 1.96 亿元，同比增长 19.89%。其次，公司卫浴业务与欧神诺瓷砖业务渠道深化协同，卫浴目前已与包括碧桂园、雅居乐、龙湖等大型房地产开发商建立合作关系。

◆ **C 端多元化布局，全面抢占流量入口。**零售渠道通过“全面布网”细分县级空白点，推动一二线城市加快“城市加盟合作商、智慧社区服务店”深度布局，全面抢占流量入口，截至 2019 年 6 月底，欧神诺陶瓷经销商逾 800 家，终端门店逾 2400 个，公司长远计划零售端经销商数量超过 2000 家，实现全市场较好覆盖，零售渠道或保持高增长。

◆ **竣工数据逐渐回暖，精装房市场快速发展。**2019 年 7 月以来竣工数据逐渐回暖，2019 年 1-11 月住宅竣工面积累计值 4.53 亿平方米，累计降幅为 4.00%，较 1-10 月收窄 1.5 个百分点，其中 9 月以来已连续 3 个月实现当月竣工正增长。其次，2017 年以来精装房政策密集发布，越来越多的房地产开发商陆续进入精装修住宅市场，房地产精装房市场逐渐进入快速发展阶段，据奥维云网预计 2019 年底精装房开盘规模或达到 336 万套，2020 年开盘规模增速或保持在 20%以上。受益于竣工面积改善以及精装房市场快速发展，公司业务或将保持高增长。

◆ **投资建议：**受益于精装房市场快速发展，公司业务或保持高增长，我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.48 元、1.88 元和 2.33 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍、11 倍，首次覆盖，给予买入-B 建议。

◆ **风险提示：**竣工面积、精装房渗透率不及预期；渠道拓展不及预期；行业竞争加剧。

建材 | 陶瓷 III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2019-12-30)

24.60 元

交易数据

总市值（百万元） 9,470.03

流通市值（百万元） 4,668.44

总股本（百万股） 384.96

流通股本（百万股） 189.77

12 个月价格区间 12.46/28.99 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.06	11.77	46.67
绝对收益	7.71	19.88	86.38

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号：S0910516080001

yezhongzheng@huajinsec.cn

0755-83224377

分析师

杨维维

SAC 执业证书编号：S0910519080004

yangweiwei@huajinsec.cn

0755-83231652

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	533.7	4,308.3	5,657.7	7,248.7	8,980.0
同比增长(%)	24.8%	707.3%	31.3%	28.1%	23.9%
营业利润(百万元)	61.0	434.9	558.6	742.8	947.8
同比增长(%)	75.1%	613.2%	28.4%	33.0%	27.6%
净利润(百万元)	54.5	380.6	568.8	723.4	897.0
同比增长(%)	7.7%	598.1%	49.4%	27.2%	24.0%
每股收益(元)	0.14	0.99	1.48	1.88	2.33
PE	173.7	24.9	16.6	13.1	10.6
PB	9.0	2.9	2.6	2.3	2.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	533.7	4,308.3	5,657.7	7,248.7	8,980.0
减:营业成本	376.8	2,800.3	3,655.2	4,722.3	5,898.4
营业税费	5.1	39.6	44.1	57.3	70.9
销售费用	76.7	678.2	939.1	1,194.0	1,460.5
管理费用	54.7	170.7	369.8	429.4	481.9
财务费用	-3.0	32.8	39.8	37.0	37.2
资产减值损失	2.5	45.3	57.7	72.5	89.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	6.4	8.2	6.5	6.5	6.5
营业利润	61.0	434.9	558.6	742.8	947.8
加:营业外净收支	-0.1	-6.4	90.0	82.0	75.0
利润总额	60.8	428.5	648.6	824.8	1,022.8
减:所得税	6.3	52.8	79.8	101.5	125.8
净利润	54.5	380.6	568.8	723.4	897.0

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	590.7	505.7	664.1	850.9	1,421.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	88.8	1,506.8	674.5	2,031.2	1,348.8
应收票据	8.5	222.8	80.8	308.2	173.8
预付帐款	7.8	32.0	28.9	49.8	43.7
存货	125.3	652.7	362.6	1,419.2	415.0
其他流动资产	221.8	192.4	192.4	202.2	195.6
可供出售金融资产	-	2.5	2.5	2.5	2.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	5.1	2.2	2.2	2.2	2.2
固定资产	133.6	1,240.4	1,456.0	1,605.3	1,665.3
在建工程	1.8	138.0	152.6	85.0	27.0
无形资产	40.0	729.8	788.8	766.8	743.8
其他非流动资产	36.3	596.0	595.4	582.7	591.2
资产总额	1,259.5	5,821.3	5,000.9	7,906.0	6,630.5
短期债务	-	369.3	131.3	1,321.9	-
应付帐款	131.4	687.4	388.8	1,001.6	731.1
应付票据	-	611.4	186.6	844.4	443.4
其他流动负债	73.8	542.5	542.0	479.8	569.4
长期借款	-	270.0	-	-	-
其他非流动负债	3.5	97.7	97.0	97.0	97.2
负债总额	208.7	2,578.3	1,345.8	3,744.6	1,841.2
少数股东权益	-	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
股本	99.8	385.4	385.0	385.0	385.0
留存收益	1,031.9	2,909.7	3,274.1	3,780.5	4,408.4
股东权益	1,050.8	3,243.1	3,655.1	4,161.5	4,789.3

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	54.5	375.7	568.8	723.4	897.0
加:折旧和摊销	14.3	105.2	90.9	120.3	141.0
资产减值准备	2.5	45.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-0.0	41.6	39.8	37.0	37.2
投资损失	-6.4	-7.8	-6.5	-6.5	-6.5
少数股东损益	-	-4.9	-	-	-
营运资金的变动	-45.2	-66.2	543.5	-1,430.4	1,230.2
经营活动产生现金流量	100.7	60.7	1,236.4	-556.3	2,298.9
投资活动产生现金流量	-96.7	-665.2	-373.5	-173.5	-113.5
融资活动产生现金流量	476.8	334.3	-704.5	916.6	-1,614.8

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	24.8%	707.3%	31.3%	28.1%	23.9%
营业利润增长率	75.1%	613.2%	28.4%	33.0%	27.6%
净利润增长率	7.7%	598.1%	49.4%	27.2%	24.0%
EBITDA 增长率	-18.2%	1680.2	0.3%	30.6%	25.1%
EBIT 增长率	-27.0%	2293.8	2.7%	30.3%	26.3%
NOPLAT 增长率	74.8%	688.9%	27.9%	30.3%	26.3%
投资资本增长率	-7.3%	701.7%	-7.6%	48.4%	-27.3%
净资产增长率	79.4%	208.6%	12.7%	13.9%	15.1%
盈利能力					
毛利率	29.4%	35.0%	35.4%	34.9%	34.3%
营业利润率	11.4%	10.1%	9.9%	10.2%	10.6%
净利润率	10.2%	8.8%	10.1%	10.0%	10.0%
EBITDA/营业收入	7.2%	16.0%	12.2%	12.4%	12.5%
EBIT/营业收入	4.6%	13.5%	10.6%	10.8%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	16.6%	44.3%	26.9%	47.4%	27.8%
负债权益比	19.9%	79.5%	36.8%	90.0%	38.4%
流动比率	5.08	1.41	1.60	1.33	2.06
速动比率	4.47	1.11	1.31	0.94	1.83
利息保障倍数	-8.23	17.73	15.04	21.09	26.50
营运能力					
固定资产周转天数	87	57	86	76	66
流动营业资本周转天数	186	45	35	50	44
流动资产周转天数	514	174	163	170	170
应收帐款周转天数	65	67	69	67	68
存货周转天数	73	33	32	44	37
总资产周转天数	647	296	344	321	291
投资资本周转天数	294	158	206	191	159
费用率					
销售费用率	14.4%	15.7%	16.6%	16.5%	16.3%
管理费用率	10.3%	4.0%	6.5%	5.9%	5.4%
财务费用率	-0.6%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%
三费/营业收入	24.1%	20.5%	23.8%	22.9%	22.0%
投资回报率					
ROE	5.2%	11.7%	15.5%	17.4%	18.7%
ROA	4.3%	6.5%	11.4%	9.1%	13.5%
ROIC	11.5%	97.9%	15.6%	22.0%	18.8%
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.30	0.44	0.56	0.70
分红比率	36.6%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.2%	1.2%	1.8%	2.3%	2.8%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.14	0.99	1.48	1.88	2.33
BVPS(元)	2.73	8.43	9.51	10.82	12.45
PE(X)	173.7	24.9	16.6	13.1	10.6
PB(X)	9.0	2.9	2.6	2.3	2.0
P/FCF	108.5	-5.1	30.1	24.2	11.2
P/S	17.7	2.2	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA	47.2	14.0	12.9	11.0	7.1
CAGR(%)	136.7%	33.6%	124.0%	136.7%	33.6%
PEG	1.3	0.7	0.1	0.1	0.3
ROIC/WACC	1.1	9.4	1.5	2.1	1.8

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn