

东鹏控股 (003012.SZ)

产能扩张，渠道为王，零售龙头开启成长新征程

建筑瓷砖及卫生洁具零售龙头，Q4 业绩修复显著。公司是瓷砖零售龙头，2020H1 全口径经销商门店数量合计达到 6724 家。目前有佛山、清远、江西、重庆等六大瓷砖生产基地以及佛山、高明、江门、丰城四大卫浴生产基地。根据公司的业绩预告，单 Q4 实现归母净利润 2.72-4.31 亿元，同比增长 17%-85%，业绩修复显著。

瓷砖行业市场份额超三千亿，份额逐步向龙头集中。2019 年全国 1160 家规模以上建筑陶瓷企业实现营业收入 3079.91 亿元，同比增长 2.89%。生产端环保门槛+资金门槛双升：环保政策趋严，煤改气等政策驱动陶瓷企业产区的整治与更迭，行业内部分中小产能退出；头部企业积极扩产，生产线投资强度显著提升，行业投资壁垒提升。需求端，头部企业引领产品花色、规格、功能不断提升，具备先发优势。中小产能的被动出清以及头部企业的积极扩张，使得行业的头部集中趋势日益显现。

经销下沉单店提效+工程市场开拓，夯实渠道核心竞争力。
1) 零售经销：2020H1 公司已有 1753 家瓷砖经销商，4981 家瓷砖经销门店，公司庞大的经销体系为公司提供优质的现金流并强化品牌属性，公司零售渠道门店持续向低线城市下沉，同时公司对经销门店改造升级，加快大店建设，提升现有单店盈利能力。随着地产竣工端的修复以及二手房市场交易的活跃，公司零售端修复迹象显著；
2) 工程经销：公司广泛的经销网络为拓展小 B 业务提供基础，同时公司在行业内率先发力工程小 B，建设共享仓为经销渠道赋能；
3) 直销渠道：公司大力拓展房地产企业及家装公司等大型客户，加快与国内综合实力雄厚的房地产商达成业务合作，工程业务营收占比从 2017 年的 15.38% 提升至 2020H1 的 33.78%。

产能建设为快速发展提供保障，扩充高端产线优化产品结构。2019 年末有釉砖产能 5759 万平，无釉砖产能 2352 万平，募投项目新增产能 4065 万平。公司另有重庆智能家居基地在建、丰城东鹏 9 条岩板线拟建，已投产、在建及拟建瓷砖产能合计 22085 万平（不含丰城岩板），未来几年产能翻倍以上增长，业绩弹性足。卫生陶瓷方面，公司募投项目新增 420 万件卫生洁具产能，另有重庆智能家居 180 万套洁具在建，同时增加卫浴产品产能建设，降低外协占比。

投资策略：公司是国内瓷砖卫浴领军企业，具有强大的 C 端经销网络，产品力、品牌力行业领先，受益于存量住宅改造需求以及 C 端提质增效成果，公司在零售端业务修复较为明显。同时，公司工程端持续发力，拓展战略大客户，此外公司借助庞大的经销网络拓展中小微工程业务并为经销商赋能，渠道优势突出，随着募投项目以及新增基地产能的陆续投产，公司在收入端与利润端都将迎来较快增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.02、11.79 和 14.35 亿元，对应 EPS 分别为 0.77、1.01、1.22 元，对应 PE 分别为 26、20、16 倍；首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险；下游需求波动的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,619	6,752	7,478	9,549	11,670
增长率 yoy (%)	-0.2	2.0	10.7	27.7	22.2
归母净利润(百万元)	794	794	902	1,179	1,435
增长率 yoy (%)	-19.8	0.1	13.5	30.8	21.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.68	0.68	0.77	1.01	1.22
净资产收益率(%)	18.1	15.3	14.8	16.2	16.5
P/E(倍)	29.0	28.9	25.5	19.5	16.0
P/B(倍)	5.3	4.4	3.8	3.2	2.6

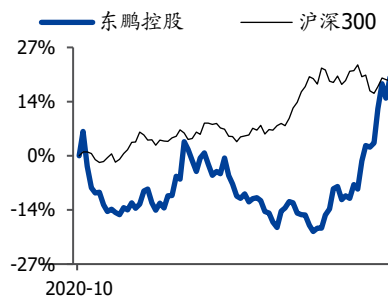
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	其他建材
最新收盘价	19.59
总市值(百万元)	22,979.07
总股本(百万股)	1,173.00
其中自由流通股(%)	12.19
30 日日均成交量(百万股)	8.59

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4109	5264	6503	8579	10277
现金	1490	2166	3008	3800	4974
应收票据及应收账款	1012	1433	1558	2277	2439
其他应收款	37	31	52	60	77
预付账款	53	73	84	96	129
存货	1331	1340	1557	2047	2309
其他流动资产	186	221	243	300	350
非流动资产	3623	4601	4839	5190	5290
长期投资	58	70	79	85	91
固定资产	2493	3330	3586	3814	3971
无形资产	654	717	748	784	816
其他非流动资产	419	485	426	508	413
资产总计	7732	9865	11341	13770	15568
流动负债	3287	4039	4536	5888	6352
短期借款	248	5	5	5	5
应付票据及应付账款	2147	3200	3630	4539	5156
其他流动负债	892	834	901	1343	1191
非流动负债	62	639	576	478	381
长期借款	0	486	381	283	186
其他非流动负债	62	153	195	195	195
负债合计	3349	4678	5112	6366	6733
少数股东权益	7	17	15	10	6
股本	1030	1030	1173	1173	1173
资本公积	956	960	960	960	960
留存收益	2390	3180	4080	5254	6686
归属母公司股东权益	4376	5170	6215	7394	8829
负债和股东权益	7732	9865	11341	13770	15568

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	682	941	1085	1487	1637
净利润	792	793	900	1174	1431
折旧摊销	276	339	297	325	367
财务费用	-2	-8	-36	-56	-81
投资损失	-12	-24	-19	-19	-19
营运资金变动	-364	-256	3	67	-61
其他经营现金流	-8	96	-60	-5	0
投资活动现金流	-836	-1048	-455	-653	-448
资本支出	917	1045	123	331	84
长期投资	61	-32	-9	-6	-6
其他投资现金流	143	-35	-341	-328	-370
筹资活动现金流	30	431	213	-41	-16
短期借款	215	-243	0	0	0
长期借款	0	486	-106	-97	-97
普通股增加	0	0	143	0	0
资本公积增加	-4	4	0	0	0
其他筹资现金流	-181	183	176	56	81
现金净增加额	-124	324	842	793	1173

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6619	6752	7478	9549	11670
营业成本	4320	4342	4781	6127	7514
营业税金及附加	61	66	67	89	107
营业费用	964	934	1122	1385	1657
管理费用	346	360	408	506	624
研发费用	85	135	165	210	257
财务费用	-2	-8	-36	-56	-81
资产减值损失	30	65	67	60	60
其他收益	93	63	110	110	110
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	24	19	19	19
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	920	947	1034	1357	1661
营业外收入	22	29	15	20	24
营业外支出	20	22	60	35	40
利润总额	922	954	989	1342	1645
所得税	130	161	89	168	214
净利润	792	793	900	1174	1431
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-4
归属母公司净利润	794	794	902	1179	1435
EBITDA	1169	1261	1223	1576	1888
EPS (元/股)	0.68	0.68	0.77	1.01	1.22

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.2	2.0	10.7	27.7	22.2
营业利润 (%)	-18.7	2.9	9.2	31.3	22.4
归属母公司净利润 (%)	-19.8	0.1	13.5	30.8	21.7
获利能力					
毛利率 (%)	34.7	35.7	36.1	35.8	35.6
净利率 (%)	12.0	11.8	12.1	12.3	12.3
ROE (%)	18.1	15.3	14.8	16.2	16.5
ROIC (%)	16.4	13.2	12.5	14.0	14.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.3	47.4	45.1	46.2	43.2
净负债比率 (%)	-27.0	-29.4	-38.4	-44.4	-51.7
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	7.3	5.5	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	2.2	1.6	1.4	1.5	1.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.68	0.68	0.77	1.01	1.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.58	0.80	0.92	1.27	1.40
每股净资产 (最新摊薄)	3.73	4.41	5.18	6.18	7.40
估值比率					
P/E	29.0	28.9	25.5	19.5	16.0
P/B	5.3	4.4	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	18.7	17.0	16.9	12.5	9.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1、东鹏控股：建筑瓷砖及卫生洁具领军企业	5
1.1、建筑瓷砖及卫生洁具领军企业，打造家居一站式服务供应商	5
1.2、业绩持续稳健增长，有釉砖占比持续提升	5
1.3、股权结构及募集资金投向	7
2、瓷砖行业：市场空间超三千亿，份额逐步向龙头集中	8
2.1、行业规模3000亿以上，发展进入成熟期	8
2.2、行业格局极为分散，头部企业积极扩产行业加速集中	10
2.2.1、瓷砖行业呈现“大行业，小企业”格局	10
2.2.2、环保门槛提升，煤改气等政策驱动小企业退出，头部企业有望集中	11
2.3、行业趋势：头部效应逐渐显现，引领生产集中与产品升级	13
2.3.1、龙头企业投产新生产基地和产线，制造权逐步回收减少OEM占比	13
2.3.2、头部企业引领行业迭代，产品持续升级	15
3、公司：经销下沉单店提效+工程市场开拓，夯实渠道核心竞争力	15
3.1、产品及研发：品类持续丰富，研发能力行业领先	16
3.2、零售经销：门店持续向低线城市渗透，扩增品类提升单店坪效	17
3.2.1、零售C端强化品牌属性以及提供优质的现金流，近期C端回暖明显	17
3.2.2、公司经销资源丰富，渠道持续下沉把握低线城市增长红利	18
3.2.3、经销门店改造升级，提升现有店面的单店产出	19
3.3、工程经销：经销网络为小B业务开拓提供基础，C+小B优势显著	20
3.3.1、通过庞大的经销网络努力开展中小微工程	21
3.3.2、共享仓降本增效，赋能经销商提升渠道运营效率	21
3.4、直销渠道：大力发展地产战略客户，工程大B业务占比提升	22
3.5、产能扩张：产能建设为快速发展提供保障，扩充高端产线优化产品结构	23
4、盈利预测与投资建议	26
4.1、盈利预测假设	26
4.2、投资建议	27
风险提示	27

图表目录

图表 1: 东鹏控股历史沿革	5
图表 2: 公司营业收入及增速	5
图表 3: 公司归母净利润及增速	5
图表 4: 公司分产品收入结构	6
图表 5: 公司分区域收入结构	6
图表 6: 公司瓷砖产品销售价格及销量	6
图表 7: 公司洁具产品销售价格及销量	6
图表 8: 公司分产品毛利率	7
图表 9: 公司期间费用率情况	7
图表 10: 东鹏控股股权结构图	7
图表 11: 公司首次公开发行股票募集资金投向(万元)	8
图表 12: 建筑陶瓷行业产业链	8
图表 13: 1986-2019年我国陶瓷砖产量及增速变化情况(亿平方米)	9
图表 14: 我国卫生陶瓷产量及增速	9

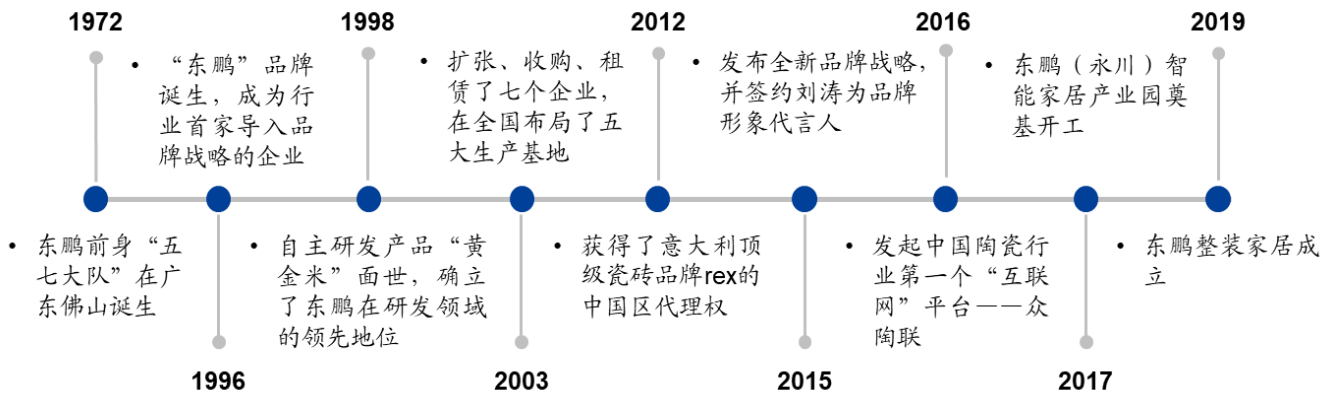
图表 15: 我国卫生陶瓷销量及增速	9
图表 16: 规模以上卫生陶瓷企业业绩情况	10
图表 17: 规模以上企业主营业务收入 (亿元)	10
图表 18: 2012-2019 年中国规模以上建筑陶瓷企业数量 (家)	10
图表 19: 2014-2019 年主要陶瓷企业营业收入情况 (亿元)	11
图表 20: 欧神诺、蒙娜丽莎、东鹏市占率变化情况	11
图表 21: 淘汰落后产能指导意见及大气污染物排放标准变化情况整理 (国标)	11
图表 22: 中国瓷砖产能燃料结构变动	12
图表 23: 东鹏控股能源采购种类分布情况	12
图表 24: 2020 年全国陶瓷砖产能十大产区年产能及天然气使用率	12
图表 25: 部分主要陶瓷省区出台地方方案及标准整治陶企生产排污问题 (单位: mg/m^3)	13
图表 26: 煤改气单平瓷砖生产成本明显提升	13
图表 27: 蒙娜丽莎 2014-2017H1 外协产品占比	14
图表 28: 东鹏控股 2014-2019 年外协产品占比	14
图表 29: 主要陶瓷企业近年来布局规模化生产基地	14
图表 30: 东鹏生产基地主要固定资产原值情况 (万元/台)	15
图表 31: 龙头企业研发创新领先, 持续推出大板、岩板、功能砖等新产品	15
图表 32: 东鹏控股主要产品分类及产品均价	16
图表 33: 主要陶瓷企业研发投入 (万元)	16
图表 34: 主要陶瓷企业专利数量对比	16
图表 35: 公司“原石”产品毛利率高于其他产品	17
图表 36: “原石”系列产品销量及销售均价下行	17
图表 37: 主要瓷砖企业收现比对比	18
图表 38: 主要瓷砖企业应收账款周转天数对比	18
图表 39: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	18
图表 40: 建筑及装潢材料零售额近期阶段性回暖 (亿元, %)	18
图表 41: 东鹏控股一二级经销商门店数量变动情况 (家)	19
图表 42: 东鹏控股瓷砖经销门店数量变动情况 (家)	19
图表 43: 东鹏控股单店提货额下降	19
图表 44: 经销渠道单店提货额对比 (欧神诺为帝欧经销销售额/欧神诺门店数, 实际金额预计低于计算值)	19
图表 45: 公司通过补贴经销商的方式建设智能化展厅项目	20
图表 46: 瓷砖的采购决策权部分从业主转移到了其他主体手中	21
图表 47: 瓷砖行业主要龙头门店数量对比 (家)	21
图表 48: 主要瓷砖企业经销商数量对比 (人)	21
图表 49: 东鹏控股仓储物流模式示意图	22
图表 50: 公司分渠道收入结构变动情况	22
图表 51: 公司工程业务收入及增速	22
图表 52: 2014-2019 年欧神诺、蒙娜丽莎、东鹏瓷砖业务收入及增速 (亿元)	23
图表 53: 2014-2019 年帝欧家居、东鹏控股、蒙娜丽莎直销业务收入及增速 (亿元)	23
图表 54: 2018-2020H1 公司直销模式前五大客户具体销售情况 (万元)	23
图表 55: 东鹏控股陶瓷砖产能情况 (万平方米)	24
图表 56: 东鹏控股瓷砖产品均价变化	25
图表 57: 东鹏控股卫生洁具产品均价变化	25
图表 58: 东鹏控股卫浴产品产能情况 (万件)	25
图表 59: 公司卫浴洁具产品外协占比较高	25
图表 60: 公司分业务盈利预测 (百万元)	26
图表 61: 可比公司估值表	27

1、东鹏控股：建筑瓷砖及卫生洁具领军企业

1.1、建筑瓷砖及卫生洁具领军企业，打造家居一站式服务供应商

公司创始于1972年，是行业整体家居一站式服务供应商，拥有瓷砖、卫浴、整装家居、木地板、涂料、饰品等业务，在玻化砖、釉面砖、仿古砖、幕墙瓷板、洁具、水晶瓷等陶瓷产品体系方面具有绝对的领先优势。公司拥有佛山、清远、江西、重庆等六大瓷砖生产基地以及佛山、高明、江门、丰城四大卫浴生产基地，建立了智能化的制造平台，公司2019年建筑陶瓷业务的市场占有率1.81%。

图表1：东鹏控股历史沿革

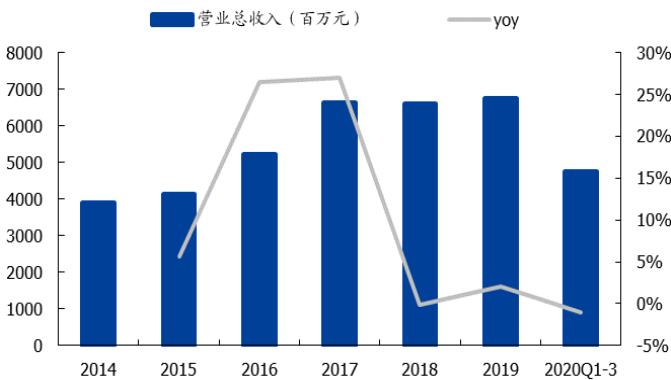


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

1.2、业绩持续稳健增长，有釉砖占比持续提升

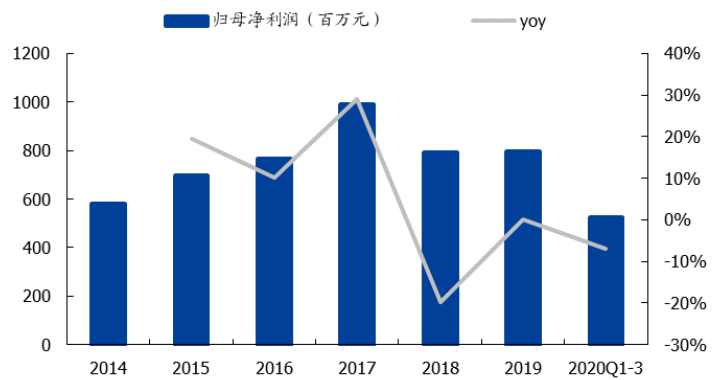
公司营收及净利稳健增长，2020年下半年业绩修复显著。公司2014-2019年营业收入复合增速11.52%，归母净利润复合增速6.4%。公司2019年销售收入67.52亿元，同比增长2%；归母净利润7.94亿元，同比增长0.09%。2020年Q1-3公司实现营业收入47.69亿元，同比下滑1.08%，实现归母净利润5.23亿元，同比下滑6.96%。根据公司的业绩预告，单Q4实现归母净利润2.72-4.31亿元，同比增长17%-85%，业绩修复显著。

图表2：公司营业收入及增速



资料来源：WIND，国盛证券研究所

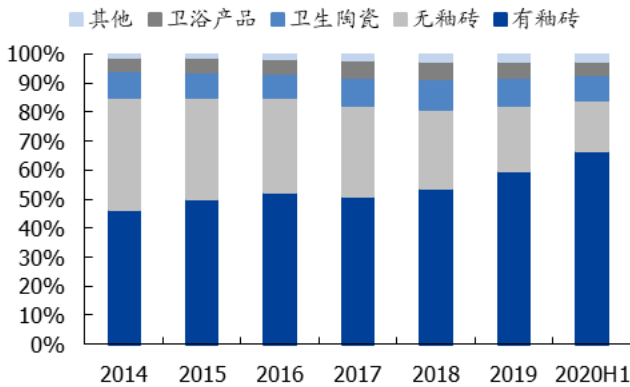
图表3：公司归母净利润及增速



资料来源：WIND，国盛证券研究所

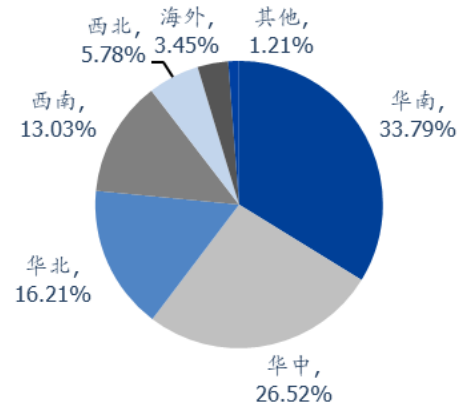
有釉砖占比持续提升，是公司第一大收入来源。随着仿古砖和抛釉砖等产品的市场需求逐渐打开，有釉砖占比持续提升，2020H1有釉砖收入占比达到67.44%。无釉砖的市场需求增速有所下滑，2020H1无釉砖占比17.69%。无釉砖市场竞争逐步加剧，收入占比有所下滑，从2018年的16.97%逐步下滑到2020H1的13.65%。从收入的区域构成来看，公司市场主要集中在华南及华中地区，收入占比分别为33.79%和26.52%。

图表4：公司分产品收入结构



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表5：公司分区域收入结构

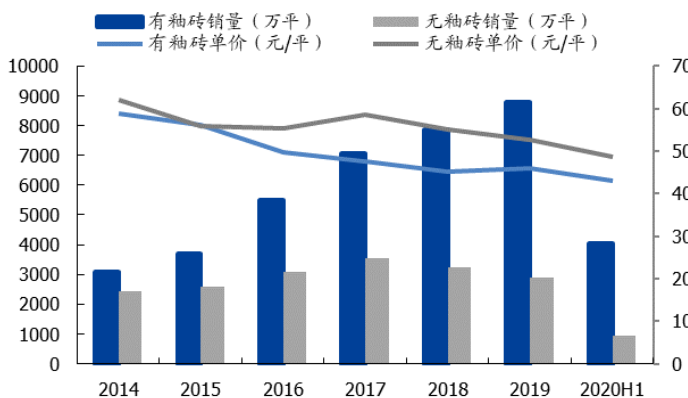


资料来源：WIND，国盛证券研究所

瓷砖产品方面，公司近几年以扩大销售规模为主要战略方向，有釉砖销量逐年攀升，对产品的市场价格进行了调整，平均单价呈下行趋势，2019年有釉砖高端产品线销售占比提升，平均单价有所提升；无釉砖方面，由于市场竞争加剧以及中高端产品“原石”系列需求下降，2018年以来无釉砖销量逐渐下滑。

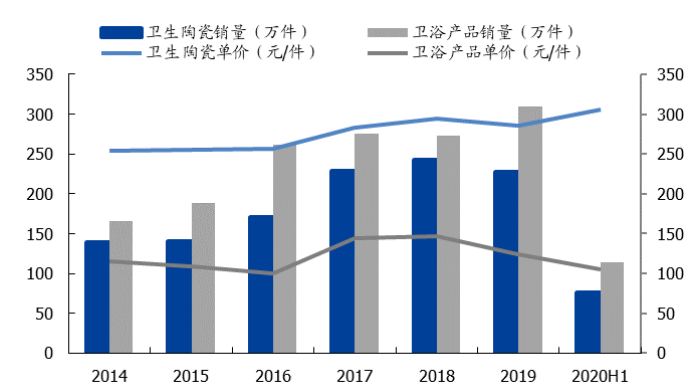
洁具产品方面，2016年以来公司推行省级总经销商模式，洁具销量呈上升趋势。卫浴产品方面，随着单价较低的工程类产品销售占比提升，卫浴产品平均单价逐步下降。卫生陶瓷方面，受单价较高的智能坐便器销量占比影响，平均单价上下波动。

图表6：公司瓷砖产品销售价格及销量



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表7：公司洁具产品销售价格及销量

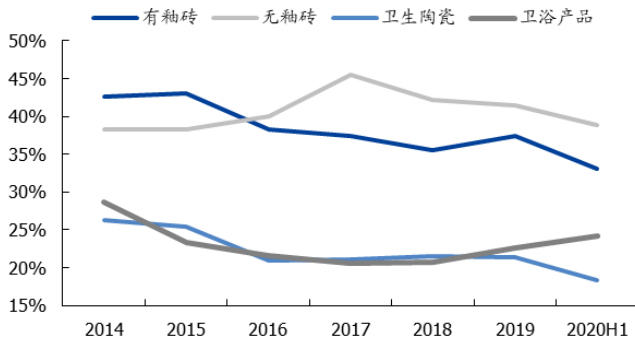


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

毛利率阶段性承压，期间费用率略有上升。2020H1，有釉砖、无釉砖、卫生陶瓷、卫浴产品的毛利率分别为33.11%、38.92%、18.35%和24.12%，瓷砖及卫生陶瓷毛利率下降，主要原因是一季度生产线停工检修、公司主动降价抢占市场份额以及上半年疫情影响之下零售渠道受限致使中毛利率较高的高端产品销量降低。期间费用率方面，2020H1公司销售费用率16.18%、管理费用率6.25%、研发费用率1.51%。销售费用率提升主要原因是公司为提升品牌影响力增加广告投放力度；管理费用率提升主要原因是疫情影响

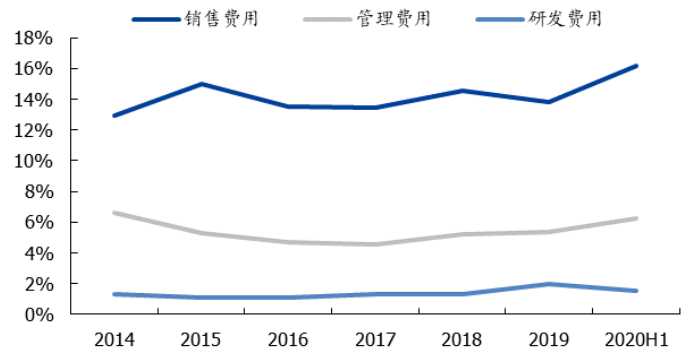
响之下收入规模减少而管理费用照常发生。

图表 8: 公司分产品毛利率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 9: 公司期间费用率情况

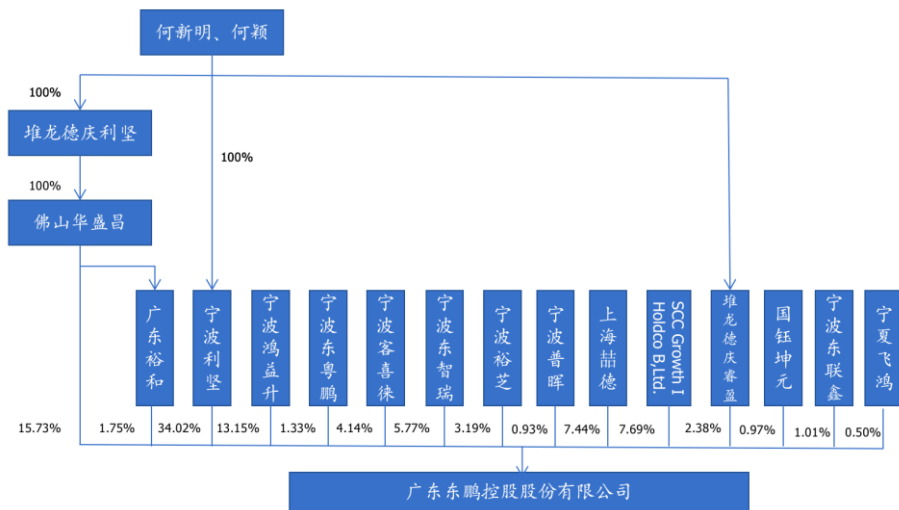


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.3、股权结构及募集资金投向

公司的控股股东宁波利坚及其一致行动人佛山华盛昌、广东裕和分别持有公司 34.02%、15.73%和 1.75%的股份。公司的实际控制人为何新明与何颖, 通过宁波利坚、佛山华盛昌、广东裕和间接控制公司 51.49%的股份, 分别担任公司的董事长及董事。

图表 10: 东鹏控股股权结构图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司拟公开发行 14,300 万 A 股, 募集资金均用于主营业务, 扣除发行费用后募集资金净额为 148,006.70 万元。公司募集资金主要用于年产 315 万平方米新型环保生态石材改造项目、扩建 4 条陶瓷生产线项目、澧县新鹏陶瓷有限公司二期扩建项目、年产 160 万件节水型卫生洁具生产线建设项目、年产 260 万件节水型卫生洁具及 100 万件五金龙头建设项目、东鹏信息化设备及系统升级改造项目和智能化产品展示厅建设项目。

图表 11: 公司首次公开发行股票募集资金投向 (万元)

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投入金额
1	年产 315 万平方米新型环保生态石板材改造项目	18,626.00	18,006.70
2	扩建 4 条陶瓷生产线项目	60,000.00	60,000.00
3	澧县新鹏陶瓷有限公司二期扩建项目	66,218.00	10,000.00
4	年产 160 万件节水型卫生洁具生产线建设项目	34000.00	-
5	年产 260 万件节水型卫生洁具及 100 万件五金龙头建设项目	94,248.16	45,000.00
6	东鹏信息化设备及系统升级改造项目	13,000.00	10,000.00
7	智能化产品展示厅建设项目	10,056.78	5000.00
合计		296,148.94	148,006.70

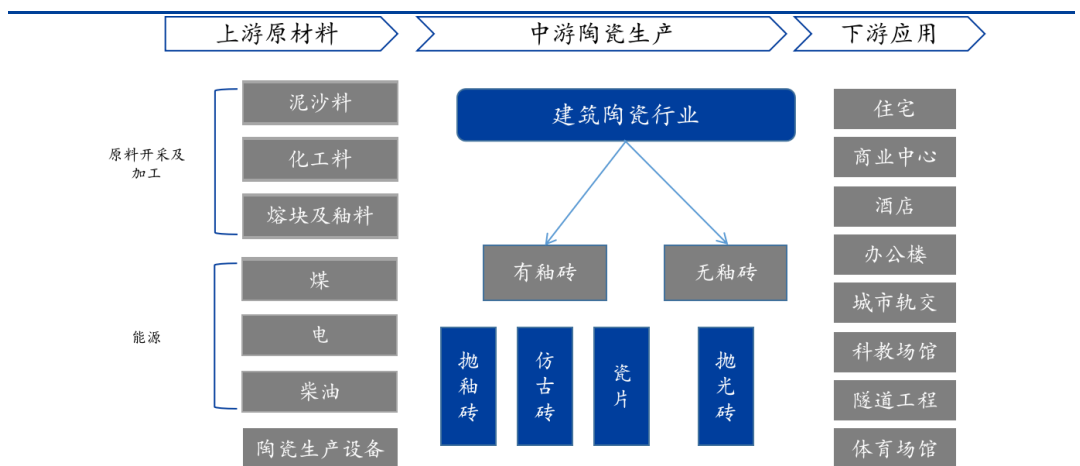
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2、瓷砖行业: 市场空间超三千亿, 份额逐步向龙头集中

2.1、行业规模 3000 亿以上, 发展进入成熟期

建筑陶瓷行业的上游行业包括矿物原料、釉原料的原材料开采及加工业、各类辅料的生产制造和陶瓷加工设备, 下游行业为建筑装饰装修。原材料方面, 由于我国矿物原料、釉原料等原材料供应充足, 开采、加工企业较多, 原材料供应充分, 市场竞争也较为完全。生产设备方面, 我国的陶瓷生产设备包括压机、窑炉、球磨机器等都实现了国产化, 并且国内陶瓷生产设备厂家实现了出海, 在生产设备方面摆脱了受制于人的状态。上游原材料和机械设备的易得使得陶瓷砖的生产进入壁垒不高, 行业内生产企业众多, 加之陶瓷砖产品花色和规格导致 SKU 众多, 加之质量较大、运输半径比较短, 需求分布广泛, 给了众多中小产能存活的机会, 行业市场空间巨大。

图表 12: 建筑陶瓷行业产业链



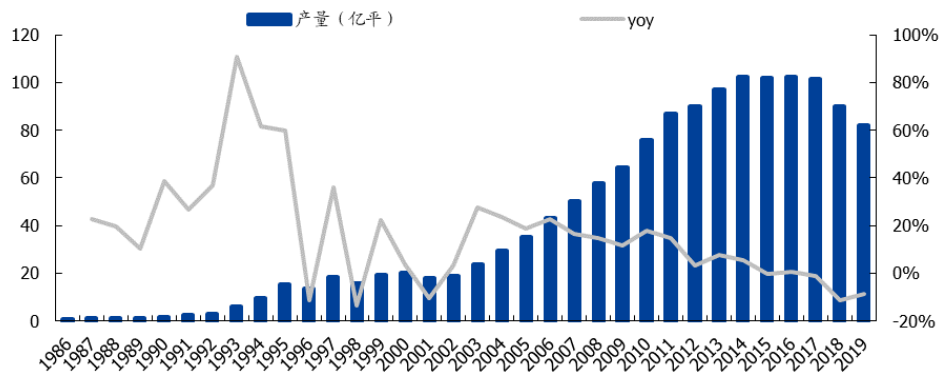
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所整理

陶瓷行业空间大, 规模 3000 亿以上。根据中国建筑卫生陶瓷协会的数据, 2019 年全国陶瓷砖产量为 82.25 亿平米, 同比下滑 8.73%; 全国 1160 家规模以上建筑陶瓷企业实

现营业收入 3079.91 亿元，同比增长 2.89%。《建筑陶瓷、卫生洁具行业“十三五”发展指导意见》预计 2020 年我国建筑陶瓷产量保持在 100 亿平方米。陶瓷行业发展大致可以划分为以下几个阶段：

- 1) **起步发展阶段（80 年代-2000 年）**：自 80 年代佛山耐酸陶瓷厂从意大利引进中国第一条全自动陶瓷墙地砖生产线开始，中国建筑陶瓷产业逐步发展起来，2000 年建筑陶瓷产品 20 亿平左右。
- 2) **高速增长阶段（2001-2011 年）**：由于国内地产的快速发展带来的需求不断增加，行业迅速扩张，陶瓷砖产量从 2001 年的 18.69 亿平提升至 2011 年的 87 亿平，年均复合增速 17%。
- 3) **平稳发展阶段（2012 年以来）**：2012 年以来，行业增速逐渐放缓，进入平稳增长阶段，陶瓷砖产量增速降至个位数；2015 年陶瓷砖产量出现了 2002 年以来的首次负增长，行业规模有所收缩，进入整合发展阶段；2018 年行业内 137 家规模以上的建筑陶瓷企业退出市场，陶瓷砖产量 90.11 亿平，同比下滑 11.2%；2019 年陶瓷砖产量 82.25 亿平，同比下滑 8.7%。

图表 13: 1986-2019 年我国陶瓷砖产量及增速变化情况（亿平方米）

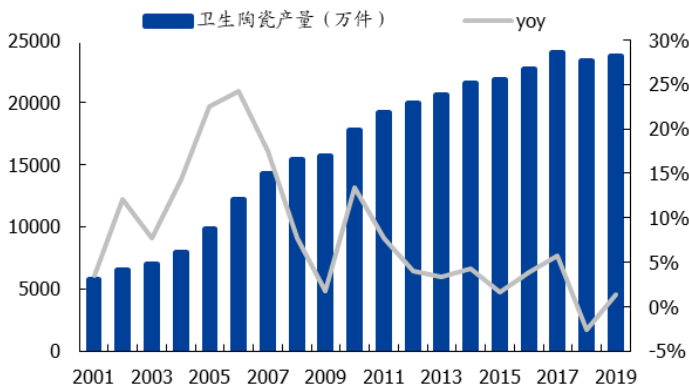


资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

我国卫生陶瓷行业起步于 20 世纪初，直到 20 世纪 80 年代早期才真正开始利用现代化工艺与设备进行生产，经过四十余年的发展，我国的卫生陶瓷行业已基本实现了从最初的引进与模仿国外技术、设计到创建本土品牌并实现自主研发的转变。

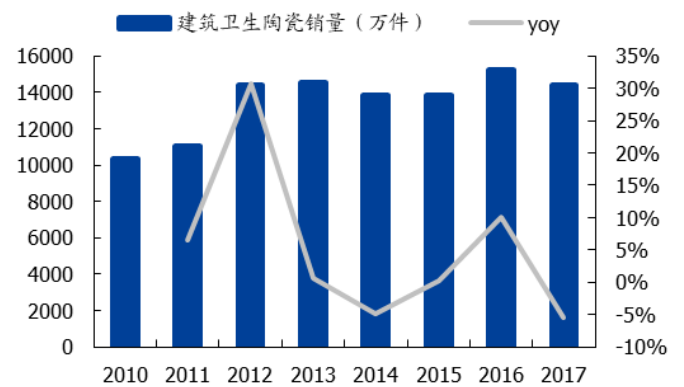
卫生陶瓷产业以产量增长为主的模式已结束，产业发展正从增量扩能为主，转向调整优化存量、做优做强增量并存。2018 年，我国卫生陶瓷产量 2.34 亿件，同比下滑 2.6%，是近二十年行业产量首次出现下滑。根据中国建筑卫生陶瓷协会发布的《2019 年建筑陶瓷与卫生洁具行业发展概况》，2019 年我国卫生陶瓷产量小幅增长至 2.37 亿件。

图表 14: 我国卫生陶瓷产量及增速



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

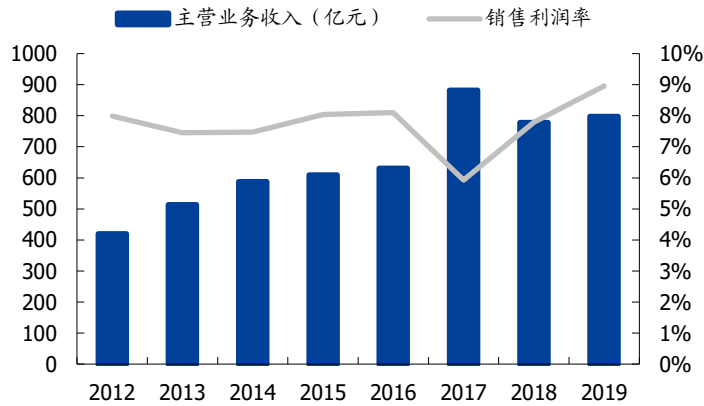
图表 15: 我国卫生陶瓷销量及增速



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

卫生陶瓷行业也呈现出明显的集中趋势，2018年行业内规模以上企业数量379家，2019年减少17家达362家。根据《2019年建筑陶瓷与卫生洁具行业发展概况》、2019年规模以上卫生陶瓷企业实现营业收入797.72亿元，实现利润总额71.44亿元，销售利润率为8.96%。

图表 16: 规模以上卫生陶瓷企业业绩情况



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国盛证券研究所

2.2、行业格局极为分散，头部企业积极扩产行业加速集中

2.2.1、瓷砖行业呈现“大行业，小企业”格局

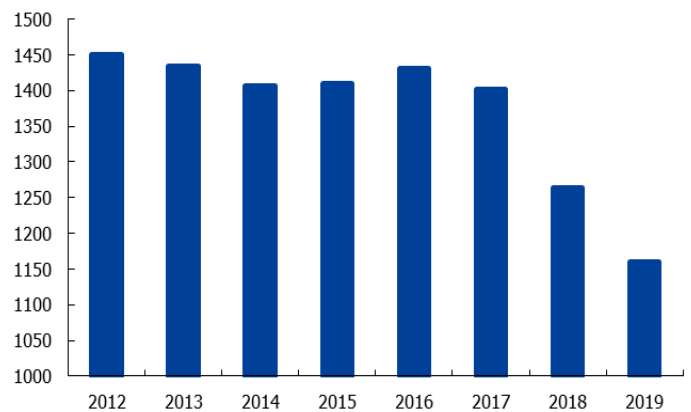
2019年我国1160家规模以上建筑陶瓷企业实现营业收入3079.91亿元，从目前行业规模靠前的企业来看，2019年东鹏控股（瓷砖业务）营收为55.58亿，市占率仅为1.8%；欧神诺营业收入为50亿元，市占率为1.6%，蒙娜丽莎营业收入38亿，市占率为1.2%，行业集中度较低。

图表 17: 规模以上企业主营业务收入 (亿元)



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国盛证券研究所

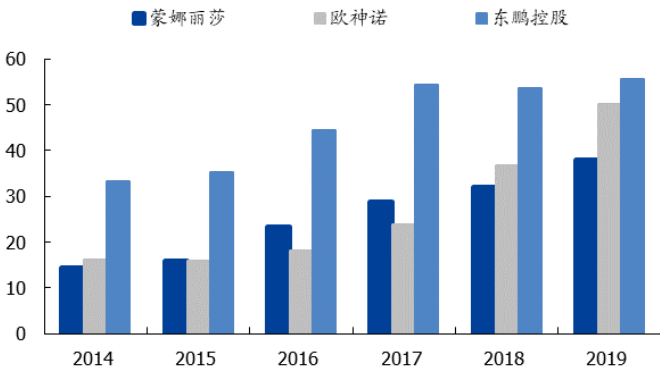
图表 18: 2012-2019年中国规模以上建筑陶瓷企业数量 (家)



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国盛证券研究所

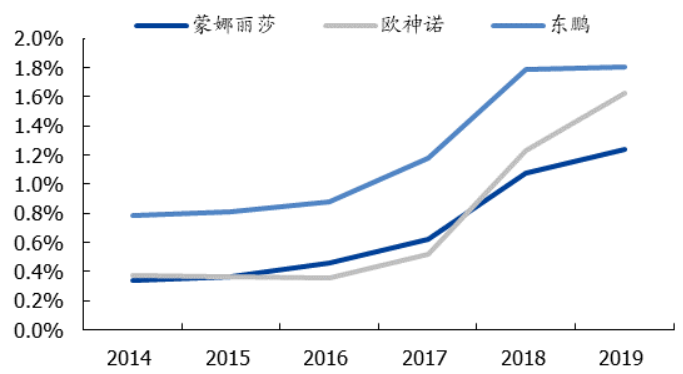
2014-2019年建筑陶瓷行业规模以上企业营收复合增长率为-6.3%，同期欧神诺、蒙娜丽莎收入的复合增长率分别为25.53%和21.44%，东鹏瓷砖业务复合增长率为10.83%，均明显高于行业增速，龙头集中度提升趋势较为明显。

图表 19: 2014-2019 年主要陶瓷企业营业收入情况 (亿元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 20: 欧神诺、蒙娜丽莎、东鹏市占率变化情况



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

瓷砖本身的特性决定了其弱品牌性和分散的市场格局。由于瓷砖产品种类和花色繁多, 一个瓷砖品牌的一个品类并不能够满足所有市场, 所以造成市场非常分散。同时, 由于瓷砖产品质量较大, 其运输半径通常在 500km 以内, 因此瓷砖行业存在大量的区域性中小产能。纵观地面装饰材料品类, 无论是瓷砖, 还是地板, 地毯等, 行业格局都十分分散, 主要原因在于地面材料的装饰属性强, 个性化需求较多, 造成了市场分散的格局。

2.2.2、环保门槛提升, 煤改气等政策驱动小企业退出, 头部企业有望集中

1) 国家政策引导行业产业升级: 目前我国陶瓷砖产能过剩, 产能利用率不足 75%。国家已出台多项政策, 大力引导、鼓励我国建筑陶瓷行业进行产业升级。**2) 环保督查严厉程度达历年新高, 陶瓷主要产地均受到波及。**2019 年上半年, 广东、四川、河南、山东等多地制定了颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度排放新标准。**3) 淘汰落后产能叠加大气污染物排放标准提高, 小企业生存空间受到挤压:** 继《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》、《陶瓷工业污染物排放标准》提高环保标准后, 2018 年环保部印发《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》, 2+26 城特别排放限值执行范围扩大至包括陶瓷行业。

图表 21: 淘汰落后产能指导意见及大气污染物排放标准变化情况整理 (国标)

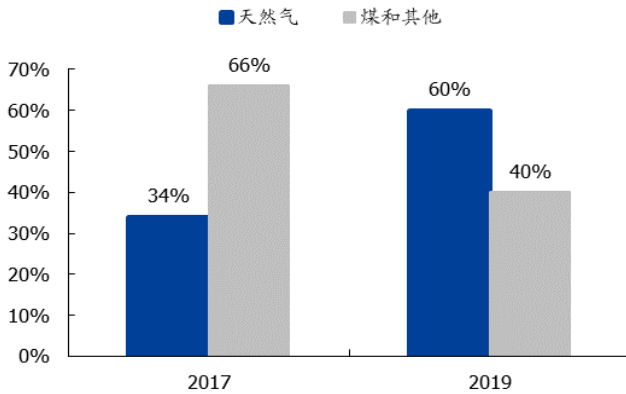
	2010		2017		提高标准的影响
	淘汰	淘汰	限制	限制	
《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》	年产 70 万平方米以下中低档建筑陶瓷砖	100 万平方米/年以下的建筑陶瓷砖	150 万平方米/年及以下的建筑陶瓷生产线		
	建筑卫生陶瓷土窑、倒焰窑、多孔窑、煤烧明焰隧道窑、隔焰隧道窑、匣钵装卫生陶瓷隧道窑	建筑卫生陶瓷土窑、倒焰窑、多孔窑、煤烧明焰隧道窑、隔焰隧道窑、匣钵装卫生陶瓷隧道窑			
	建筑陶瓷砖成型用的摩擦压砖机	建筑陶瓷砖成型用的摩擦压砖机			
		建筑陶瓷无环保设施的煤气发生炉			
《陶瓷工业污染物排放标准》		2014 年修改稿	2017 年最新修改		
	喷雾干燥塔	颗粒物限值	30 mg/m ³	20 mg/m ³	窑炉燃料选用天然气, 喷雾塔选用 SNCR 脱硝技术可达标; 若窑炉烧水煤气, 则很难稳定达标。2018 年 1 月 1 日前, 划入高污染燃料禁燃区扩大范围内的陶瓷企业改用天然气。
		二氧化硫限值	50 mg/m ³	30 mg/m ³	
		氮氧化物限值	180 mg/m ³	100 mg/m ³	
	陶瓷窑	颗粒物限值	30 mg/m ³	20 mg/m ³	
		二氧化硫限值	50 mg/m ³	30 mg/m ³	
氮氧化物限值		180 mg/m ³	150 mg/m ³		

资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

落后产能持续淘汰, 行业结构持续优化。“煤改气”政策的落地加快建陶卫浴行业向绿色制造、清洁生产转型, 2019 年陶瓷砖行业煤炭消费量比 2015 年下降 80%、用户天然气达到 60% 以上。环保标准提高和产业政策的加持、生产成本的提升以及替代产品的增

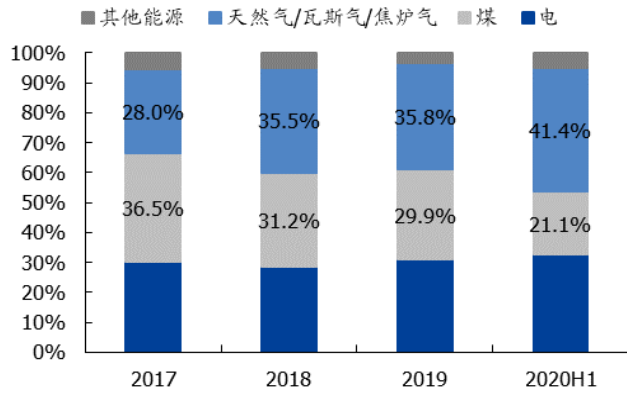
多，让低附加值产品逐步退出市场，据中国建筑卫生陶瓷协会的不完全统计，全国瓷片生产线数量在过去两年减少近35%，产品结构进一步优化。

图表 22: 中国瓷砖产能燃料结构变动



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 23: 东鹏控股能源采购种类分布情况

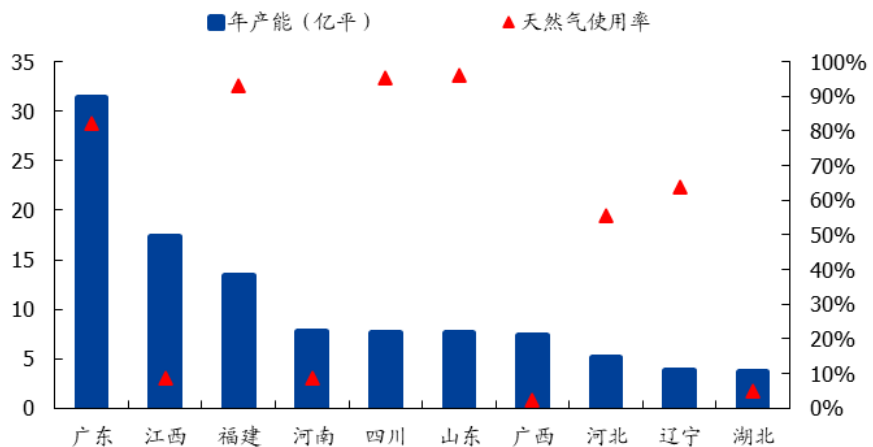


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

中小企业加速退出，陶瓷企业倒闭、停产现象频频出现。2017年山东、河南等产区出现大量陶企停产现象，据《2017年中国陶瓷产能报告》统计显示，2017年全国共有183家陶瓷工厂彻底退出，占总数的12.6%。根据中国建筑卫生陶瓷协会的数据，2018年全国规模以上建筑陶瓷企业1265家，137家规模以上建筑陶瓷企业倒闭，而2019年，又有105家规模以上建陶企业被淘汰或主动退出。近三年，建陶行业淘汰产能约25亿平方米，240余家规模以上企业淘汰出局，行业洗牌加速，低端中小企业生存日趋艰难，随时面临被淘汰的危机。在此背景下，大企业利用资金优势，可加强环保力度，在小企业承压时，通过控制成本和新建产线的方式抢夺市场份额。

环保标准存在区域性偏差，陶瓷生产产区的迭代。由于广东、四川、河南、山东、河北、辽宁近年来出台了较为严格的地方性污染物排放标准以及治理方案，这些主要陶瓷产区在煤改气方面应用较快，广东、福建、四川、山东等地接近90%的企业均采用了天然气，而江西高安等新兴起的产区则由于环保标准相对放松，产能大量扩张，而传统的陶瓷生产省区广东、山东等产能出现了下滑。

图表 24: 2020年全国陶瓷砖产能十大产区年产能及天然气使用率



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国盛证券研究所

图表 25: 部分主要陶瓷省区出台地方方案及标准整治陶企生产排污问题 (单位: mg/m^3)

省份	相关文件	颗粒物	二氧化硫	氮氧化物	备注
广东	《广东省陶瓷工业大气污染物排放标准》DB 44/2160-2019	20	30	100	现有企业自 2020 年 7 月 1 日起执行; 新建企业自新 2019 年 8 月 1 日起执行。
福建	《福建省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》	新建建筑陶瓷业项目原则上应使用天然气。福州市、泉州市要持续深入推进建筑陶瓷业污染整治; 漳州市要组织实施平和建筑陶瓷业“煤改气”工程, 2020 年底前基本完成。			
河南	《河南省 2019 年工业炉窑治理专项方案》	10	35	100	2019 年底前, 符合条件的建筑陶瓷和日用陶瓷企业完成提标治理。
四川	《四川省打赢蓝天保卫战实施方案》、《四川省工业炉窑大气污染综合治理实施清单》	以煤(含煤气)、石油焦、重油等为燃料的炉窑应配备除尘设施, 配备石灰石石膏法等高效脱硫设施; 以天然气为燃料的炉窑废气颗粒物不能达标排放的配备除尘设施。			
山东	《区域性大气污染物综合排放标准》DB 37/ 2376-2019	5 10 20	35 50 100	50 100 200	核心控制区 重点控制区 一般控制区 自 2019 年 11 月 1 日起实施
河北	《河北省陶瓷工业大气污染物排放标准》DB 13/5214-2020	10	30	100	新建陶瓷企业从 2020.11.1 开始实施; 现有陶瓷企业从 2022.1.1 开始实施
辽宁	《辽宁省工业炉窑大气污染综合治理实施方案》	30	50	180	加大煤气发生炉淘汰力度。支持菱镁、陶瓷等重点行业加快退出煤气发生炉, 确保 2020 年底前, 工业炉窑全面达标排放。

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

煤改气大幅提升成本, 长期看中小产能会逐渐淘汰。根据我们的测算, 单平有釉砖如果实现完全的煤改气, 成本会增加近 3 元/平, 而无釉砖由于煤耗更大, 煤改气新增成本更高。目前陶瓷砖主要产区之间存在区域性的环保标准差异, 目前新增产能旺盛的陶瓷产区以燃煤为主, 随着环保政策的一步步趋严, 未来中小产能存在因为环保政策而被动出清的可能, 行业进一步集中可期。

图表 26: 煤改气单平瓷砖生产成本明显提升

瓷砖种类		2020H1	2019	2018	2017
有釉砖	用量(吨/平方米)	0.0026	0.0027	0.0024	0.0031
	成本(元/平方米)	1.81	2.10	1.92	2.61
	煤改气成本(元/平方米)	4.80	5.74	5.12	6.77
	新增成本(元/平方米)	2.98	3.64	3.20	4.16
无釉砖	用量(吨/平方米)	0.0046	0.0056	0.0059	0.0055
	成本(元/平方米)	3.21	4.36	4.73	4.63
	煤改气成本(元/平方米)	8.49	11.90	12.58	12.00
	新增成本(元/平方米)	5.28	7.54	7.85	7.37

资料来源: 东鹏控股招股说明书, 国盛证券研究所

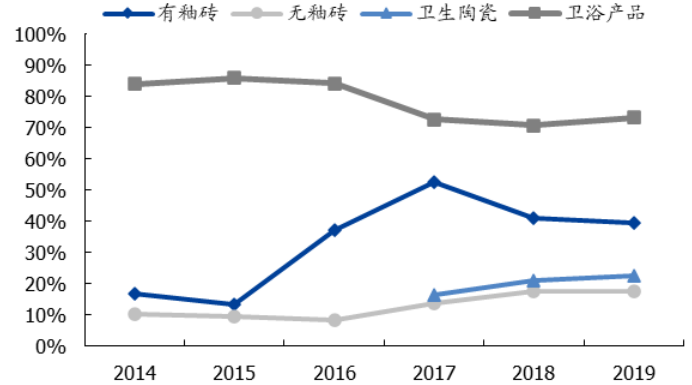
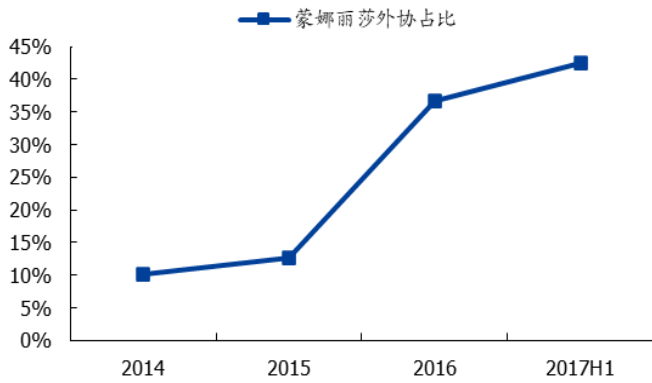
2.3、行业趋势: 头部效应逐渐显现, 引领生产集中与产品升级

2.3.1、龙头企业投产新生产基地和产线, 制造权逐步回收减少 OEM 占比

由于2014年以来工程端业务的不断放量，蒙娜丽莎的外协产品占比从2014年的10%提升到2017H1的36.6%。2015年以来东鹏有釉砖销售不断放量，有釉砖代工占比从2015年的17%迅速提升至2017年的53%，近几年随着公司自有生产基地建设，有釉砖外协占比逐渐下降，2019年有釉砖外协占比40%，生产的可控性不断提升。

图表 27: 蒙娜丽莎 2014-2017H1 外协产品占比

图表 28: 东鹏控股 2014-2019 年外协产品占比



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

资料来源: WIND, 国盛证券研究所

龙头企业投产新生产基地和产线，制造权逐步回收降低 OEM 占比。尽管 2015 年陶瓷砖以来产量出现了 2002 年以来的首次负增长，行业规模整体有所收缩，进入整合发展阶段，但头部陶瓷企业都逆势进行大规模的生产基地扩张，东鹏、马可波罗、蒙娜丽莎、欧神诺、简一、亚细亚在广西、重庆等地建设大规模生产基地。随着生产基地的陆续投产，头部陶瓷企业有望降低 OEM 占比，使得生产的流程管理和产品品质更加可控。

图表 29: 主要陶瓷企业近年来布局规模化生产基地

	生产基地	产能规划	投建时间
东鹏控股	重庆永川基地	总投资 30 亿元	2018 年
	江西丰城基地	规划建设 9 条岩板生产线	拟建
马可波罗	重庆荣昌基地	预计设计 17 条产线，20 亿产值	2017 年
蒙娜丽莎	广西藤县基地	规划建设 10 条高端智能建筑陶瓷产线	2018 年
欧神诺	广西藤县基地	投资 4 亿元年产 3000 万平高端陶瓷，预计年产值 15 亿元	2017 年
简一	重庆生产基地	投资 20 亿元，预计项目年产值 40 亿元	2018 年
亚细亚	湖北咸宁基地	全部落成后将实现 1 亿平产量，80 亿产值	2017 年

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

新生产线生产效率更高，投资壁垒也更高，加速行业集中。陶瓷企业近几年的整体生产线的设备、产线的设计更加科学，生产效率大大提升，产品良品率好、单线产量高、平均制造费用低，例如 20 世纪 90 年代一条进口生产线的规模日产 3000 平左右，而现在一条生产线可以生产瓷砖 3-5 万平方米。但是设备更新换代的同时投资强度也大大提升，以东鹏的传统生产线和最新的智能生产线对比，在窑炉、压机、抛光线等主要陶瓷生产设备方面单台价格大大提升，投资强度的加大意味着陶瓷行业的资金壁垒更高了，意味着中小产能扩大的难度加大以及行业进入壁垒的提升。

图表 30: 东鹏生产基地主要固定资产原值情况 (万元/台)

	东华盛昌 (1995)	淄博卡普尔 (2002)	丰城东鹏 (2007)	澧县新鹏 (2008)	清远纳福娜 (2010)	重庆智能家居 (2018)
窑炉	170.52	336.22	1379.64	930.41	1327.53	1944.87
压机	47.64	188.03	214.83	137.75	276.10	267.16
抛光生产线	169.60		394.55	263.74	394.01	709.39
釉线	44.67	85.12	303.63	291.20	126.94	970.57
印花机	1.30	4.10	16.36	8.49	4.24	6.05
球磨机		12.82	26.91	41.29	35.10	3375.86
喷雾塔			258.13	189.49	318.77	479.66
储、供料系统	58.76		1298.37	325.03	3536.26	1462.46
排放处理系统	11.39	89.54	95.02	301.57	220.29	1155.06
喷墨打印机	227.38	158.58	339.33	292.69	514.26	266.00

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.3.2、头部企业引领行业迭代, 产品持续升级

龙头企业引领行业内产品更新迭代。陶瓷产品的创新主要有三个方面, 分别为花色、规格和功能。花色方面, 从东鹏最早推出从“金花米黄”等系列创新产品, 到近年推出的“原石”、ART+等系列等瓷砖, 不断引领行业潮流。规格方面, 从最初的 300*300mm、400*400mm, 发展到 600*600mm、800*800mm, 再到现今的 1.2 米、1.8 米、2.4 米、3.6 米、4.8 米等大规模瓷砖。蒙娜丽莎分别在 2017 年引入 16800t 压机, 成功压制出 2400*1200mm 的陶瓷大板, 又在 2019 年引入 36000t 的压机, 成功压制出 3600*1600mm 的超大规格岩板, 居于行业领先地位。龙头陶瓷企业在花色、规格、功能等方面的创新不仅引领了消费潮流, 还带动了从上游陶瓷设备生产、釉料生产到陶瓷生产企业整个行业的发展, 品牌力日益显现。

图表 31: 龙头企业研发创新领先, 持续推出大板、岩板、功能砖等新产品

		2014	2015	2016	2017	2018	2019
东鹏控股	研发费用率	1.31%	1.11%	1.07%	1.31%	1.28%	2.00%
	新产品名称	“米黄”系列	“原石1.0”系列	“原石2.0+”系列等	东鹏大板	空气净化砖	东鹏ART+
	新产品示意图						
蒙娜丽莎	研发费用率	2.78%	3.33%	3.33%	3.76%	3.71%	3.79%
	新产品名称	“罗马森林”	“罗马宝石”系列	蒙娜丽莎薄砖	“罗马御石2.0”	超石代岩板	七星珍宝
	新产品示意图						



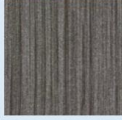





资料来源: 公司官网, WIND, 国盛证券研究所

3、公司: 经销下沉单店提效+工程市场开拓, 夯实渠道核心竞争力

3.1、产品及研发：品类持续丰富，研发能力行业领先

产品品类齐全，产品线不断丰富。公司主要产品包括瓷砖和洁具，其中瓷砖产品包括有釉砖和无釉砖，有釉砖以抛釉砖、仿古砖和瓷片为主，无釉砖以抛光砖为主。除了自有品牌陶瓷，公司还在国内代理销售意大利 Rex 等品牌瓷砖，丰富瓷砖产品线的高端品类。公司的洁具产品包括卫生陶瓷和卫浴产品，其中卫生陶瓷主要包括智能卫浴、座便器、洗手盆等，卫浴产品主要包括浴室柜、淋浴房、浴缸、龙头五金等。

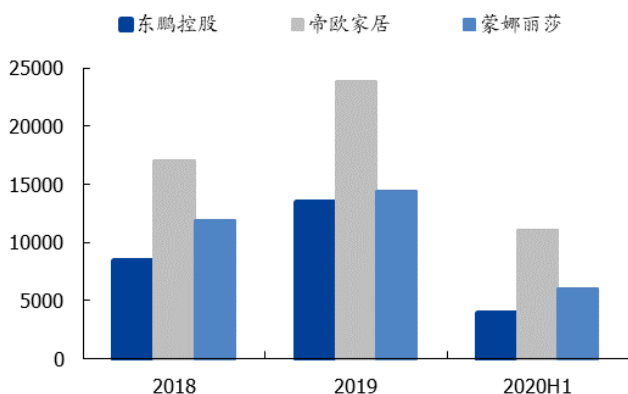
图表 32: 东鹏控股主要产品分类及产品均价

类别	说明	产品种类	产品例图	价格 (元/m ²)	类别	说明	产品种类	产品例图	价格 (元/件)
抛釉砖	瓷质坯体，表面纹理及颜色通过釉和墨水来实现，纹理及颜色可基本还原素材。表面以高光度为主，辅以部分亚光	云海玉系列、伊朗白玉系列、经典米黄系列、罗马大理石系列、西米黄系列等		45.27	卫生陶瓷	主要包括智能卫浴、坐便器、洗手盆、小便器、蹲便器等	公司产品中属于此类系列的系列：卫洗宝、奥斯卡、节水王等		坐便器 496.05
仿古砖	表面以哑光为主，有部分产品经过半抛。有瓷质、陶质坯体。表面的釉面工艺丰富，产品表面触感可做出极佳效果。可按要求塑造不同空间风格	原木系列、尚越系列、宾利法尼亚系列、雅丝系列、欧洲印象系列等		58.05	浴室家具	主要包括浴室柜等	公司产品中属于此类系列的系列：格蕾丝、奥斯卡、洛芙等		浴室家具 416.97
瓷片	主要用于卫生间、厨房等空间；釉面的烧成温度低，颜色可极为鲜艳；坯体的吸水率高，易于上墙铺贴	啡语系列、冰花玉系列、白云石系列、普罗旺斯系列等		31.04	龙头五金	主要包括水龙头、花洒、地漏、五金挂件、厨房五金等	公司产品中属于此类系列的产品：奥拉、天浴惠普等		花洒、龙头 121.81
抛光砖	瓷质坯体，纹理通过机械设备布粉料来实现；表面高光泽度	原石系列、纳福娜系列、亚马逊系列、洞石系列等		48.66	其他类	主要包括淋浴房、浴缸等	公司产品中属于此类系列的产品：天池、晶钻、屏风等		盆 123.20

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

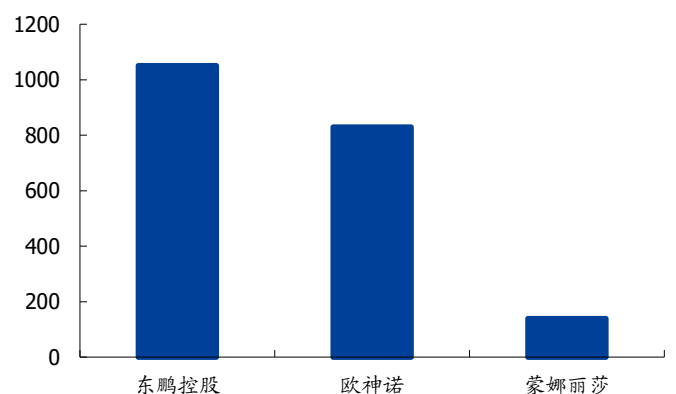
研发能力行业领先，信息化水平不断提升。公司在市场上处于明显的技术领先地位，技术储备充分。截至 2020 年 8 月 13 日，公司在中国境内共获得 1,051 项专利，其中包括发明 179 项，公司在境外共获得 1 项专利。作为陶瓷制品业的标杆，已参与起草 47 项国家、行业标准。

图表 33: 主要陶瓷企业研发投入 (万元)



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 34: 主要陶瓷企业专利数量对比



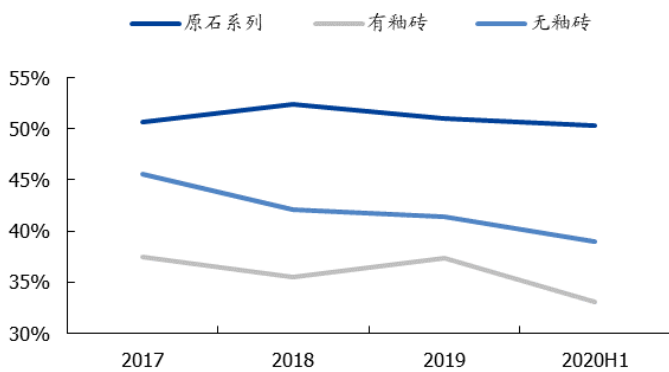
资料来源：WIND，国盛证券研究所

不断推陈出新，丰富高端产品线。公司持续开发并在市场上推出创新产品，帮助公司加大对行业的影响力并提升自身的定价能力。公司于 2014 年推出了“皇家米黄”、“闪电米黄”、“雅典米黄”等“米黄”系列共 13 款新产品，通过运用智能布料技术结合智能喷釉技术，使得玻化砖表面装饰效果更加丰富美观，开创了“米黄”色彩仿古风格室内

设计的新潮流。公司于2015年推出“原石1.0”系列共12款产品，一经上市便受到消费者和业界认可，并于2016年持续推出“原石2.0”和“原石2.0+”系列共26款；2016年，公司进一步强化“原石”系列的同时，在抛釉砖、仿古砖和瓷片产品中持续推出了共30个新系列；2017年，公司推出了一石多面的“原石3.0”4个系列，同时在通体大理石、晶刚石、仿古砖和瓷片推出了共20个新系列。2018年对“原石1.0”、“原石2.0+”进行了补充开发，推出了“原石4.0”系列，开发了全规格具有一定空气净化功能的瓷砖；进一步推出了宾利法尼亚2.0、岩石、缎光釉大理石等仿古砖产品以及精雕、缎光和大规格瓷片。

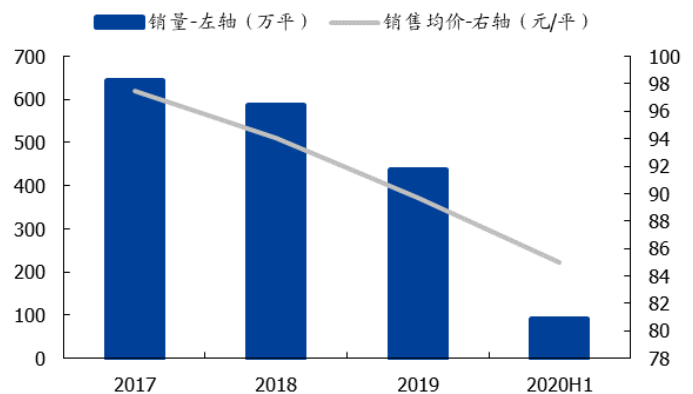
从“原石”系列产品的盈利性来看，远高于公司主营的其他产品，毛利率水平50%以上。但是由于近年来高端产品市场竞争日趋激烈，公司原石系列产品销量和均价均出现了一定程度的下滑，影响公司毛利率水平。在原有高端产品销量和均价双双下跌的背景之下，公司持续开发新产品占领市场，2019年，公司对功能瓷砖在空间应用范围进行产品升级，推出木纹产品进入卧室和阳台，打造健康新概念。

图表 35: 公司“原石”产品毛利率高于其他产品



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 36: “原石”系列产品销量及销售均价下行



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

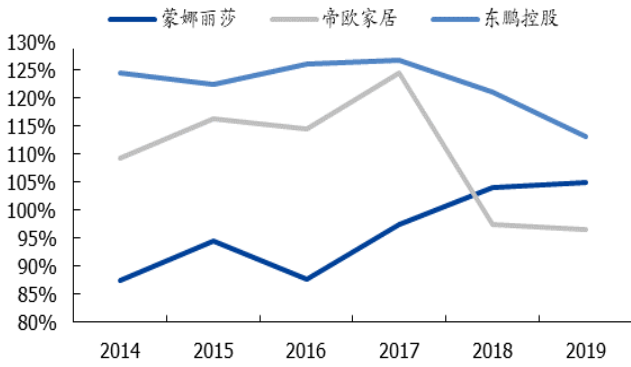
3.2、零售经销: 门店持续向低线城市渗透, 扩增品类提升单店坪效

3.2.1、零售 C 端强化品牌属性以及提供优质的现金流, 近期 C 端回暖明显

C 端业务提供优质的现金流。由于大 B 业务客户主要为大型地产开发商, 大型地产开发企业的账期通常较长, 而经销渠道方面公司对于经销商通常采用现款现货的模式, 整体的应收账款周转情况明显好于大 B 业务。从主要上市瓷砖企业看, 直销占比较经销占比低的东鹏控股和蒙娜丽莎的收现比和应收账款周转率明显好于直销占比更高的欧神诺。2019 年东鹏控股收现比 113%, 好于蒙娜丽莎的 105%和帝欧家居的 97%。

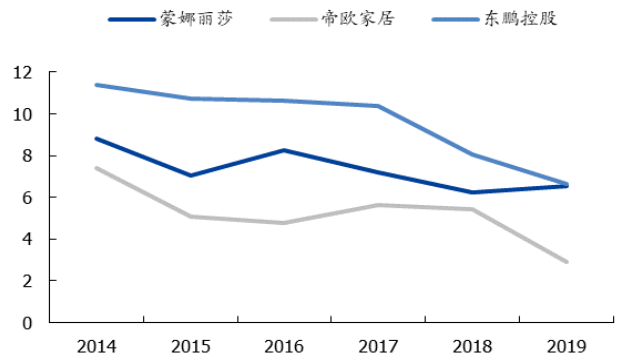
C 端是最为贴近消费者的渠道, 从 C 端门店的经营情况可以迅速把握到消费者需求和消费趋势的变化。仅做 B 端业务可能会企业的创新性以及产品迭代、产线更新等。同时, 零售 C 端稳定持续的现金流为公司拓展大 B 工程和小 B 工程业务提供较强的资金保障。

图表 37: 主要瓷砖企业收现比对比



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

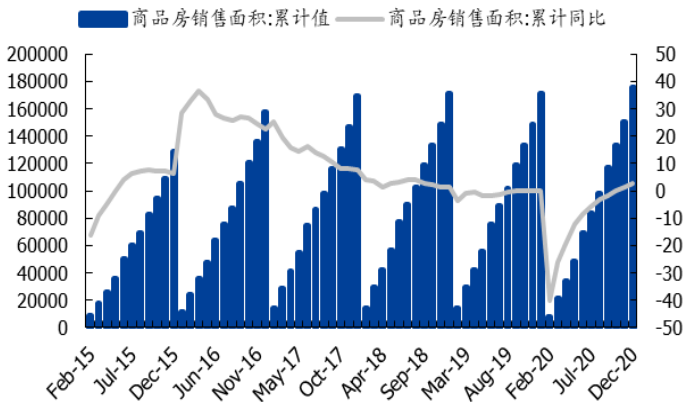
图表 38: 主要瓷砖企业应收账款周转天数对比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

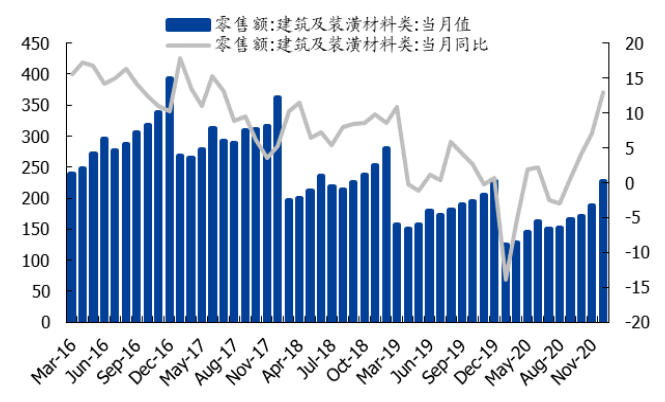
零售渠道阶段性回暖, C 端有改善迹象。随着商品房销售的回暖以及二手房市场的活跃交易, 地产后周期的建材品类零售端也呈现出销售改善迹象。9 月后限额以上批零业中建筑与装潢材料零售景气度持续快速回暖, 12 月同比增长 12.9%, 瓷砖企业 C 端有望阶段性受益。对于零售渠道为主的东鹏来说, 广泛的 C 端门店在零售端回暖时业绩弹性更强。

图表 39: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 40: 建筑及装潢材料零售额近期阶段性回暖 (亿元, %)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

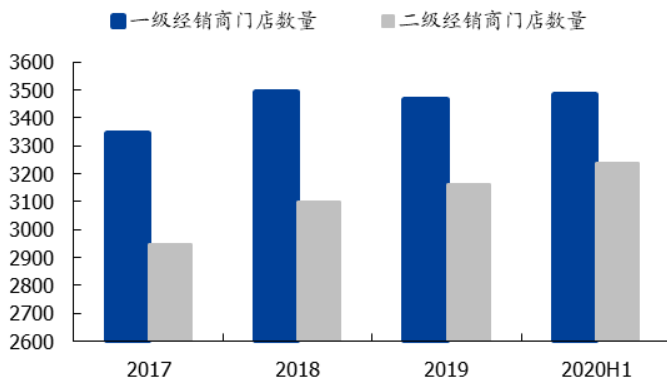
3.2.2、公司经销资源丰富, 渠道持续下沉把握低线城市增长红利

经销渠道规模行业领先, 向下渗透仍有空间。截至 2020 年上半年末, 公司瓷砖、洁具产品经销商体系覆盖了全国绝大部分省份和大部分地县级市, 其中瓷砖经销商 1,753 家, 瓷砖经销商门店 4,981 家; 洁具经销商 82 家, 洁具经销商门店 1,468 家。根据公司招股说明书, 公司将继续开拓三、四级市场, 计划到 2020 年底在现有产品销售终端网点基础上, 新增县城网点 600 个, 总网点达到约 1,600 个。同时提升物流和服务功能, 整合仓储物流资源 30 个, 新增三四级市场运营中心 15 个, 同时在省会城市, 公司计划增加 50 家核心经销商、建设 100 家综合性全品类旗舰店。

销售网络持续下沉, 把握低线城市增长红利。三四线市场拥有更大的人口基数规模, 城镇化水平持续提高、人口再聚集等因素影响, 使得三四线城市为装修建材提供了更大的市场空间。2018 年全国三四线城市地产销售面积占比达到 79%, 且近年来呈现出提升的趋势。由于门店零售市场仍是三四线城市的主要客流入口, 并且目前精装房在三四线城市的渗透率提升相对一二线较缓, C 端零售渠道作为提升品牌知名度以及稳定优质现

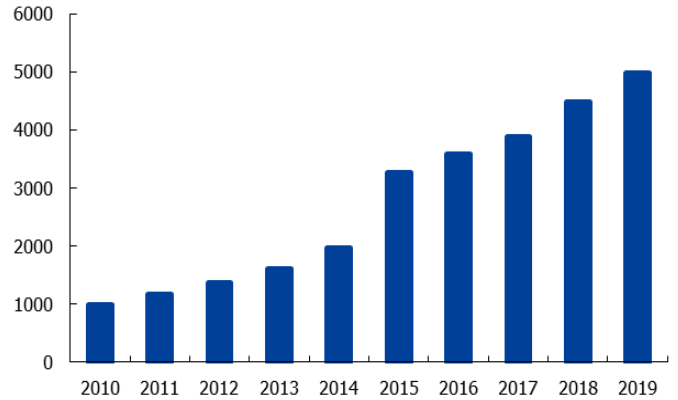
金流的主要渠道，仍然是瓷砖龙头竞争抢夺的主要市场。公司通过渠道下沉积极开发三四线市场网点，提升三四线市场经销商的销售能力，一级经销商向下发展的二级经销商数量增加，二级经销商门店呈现逐年增长趋势。公司二级经销商门店数量从 2017 年的 2948 家扩张到 2020H1 的 3238 家。

图表 41: 东鹏控股一二级经销商门店数量变动情况 (家)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

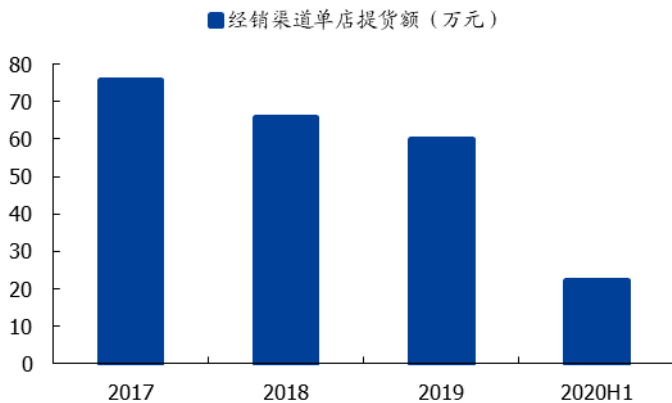
图表 42: 东鹏控股瓷砖经销门店数量变动情况 (家)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

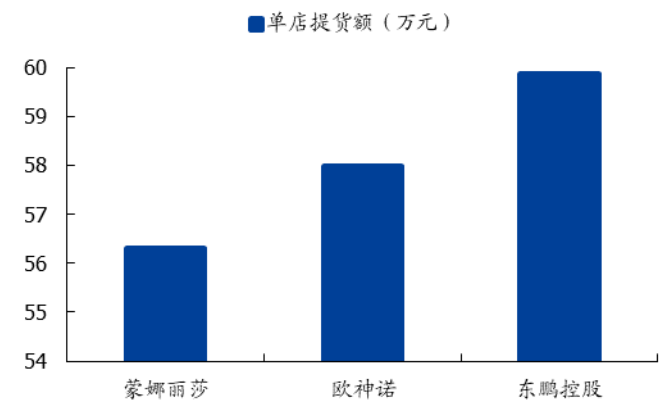
随着经销渠道持续下沉，一方面单店销售收入有所下行，从 2017 年的 75.7 万元下降至 2019 年的 59.9 万元；另一方面，公司为了拓展三、四线城市的销售，向这些区域提供了售价较低、毛利率较低的专供产品，导致瓷砖产品的毛利率下降。横向对比来看，尽管公司营销渠道持续下沉，公司在经销渠道单店提货额方面仍然高于同业可比公司，体现出较强的经销渠道力。

图表 43: 东鹏控股单店提货额下降



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 44: 经销渠道单店提货额对比 (欧神诺为帝欧经销销售额/欧神诺门店数, 实际金额预计低于计算值)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

3.2.3、经销门店改造升级，提升现有店面的单店产出

终端门店的销售额等于门店流量*转化率*客单值，公司通过升级门店形象的方式引流，通过数字化工具，为消费者提供空间解决方案提升客流量的转化率，并通过高值产品以及“1+N”多品类销售提升客单价，从而实现门店销售额的提升。

建设智能化展厅项目升级门店档次，完善公司营销网络。在国内外建筑卫生陶瓷品牌加速市场拓展竞争家居、纷纷扩大单店面积、提升门店档次、增加销售网点数量的形势下，公司计划通过补贴经销商的方式建设智能化展厅项目，计划建立服务网点 150 家，建设期为 3 年，其中精品店 55 家，旗舰店 35 家，综合店 60 家，投资额为 3,589.50 万元。

门店重装修改造升级，提升单店坪效。东鹏对现有店面的重新装修，对于两三年内没有重装的店面要进行重装，公司给予装修补贴，迎合消费者的装修风格喜好并体现品牌地位和装修美学从而提升单店坪效。

图表 45: 公司通过补贴经销商的方式建设智能化展厅项目

销售网点类型	网点平均面积	特点及所起作用
精品店（包括原石馆、世界之美馆、世界印象馆）	$200\text{ m}^2 \leq S \leq 400\text{ m}^2$	针对中高端经销商进行细分，走设计师和高档消费者路线，兼顾产品发布及推广、招商及提升品牌形象等功能
旗舰店	$S \geq 800\text{ m}^2$	品类齐全，但每个品类间有明显区分，含品牌文化、产品文化、休闲互动、科技演示、设计咨询、售后服务、电商元素综合模块，是承载品牌文化、产品文化传播的综合店
综合店	$400\text{ m}^2 \leq S \leq 800\text{ m}^2$	主要展示抛光砖、抛釉砖、晶玉瓷、仿古砖等聚焦产品，有混合主题小型模拟间，混合元素区，呈现品牌特色的简单设计，售后服务等基本模块

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

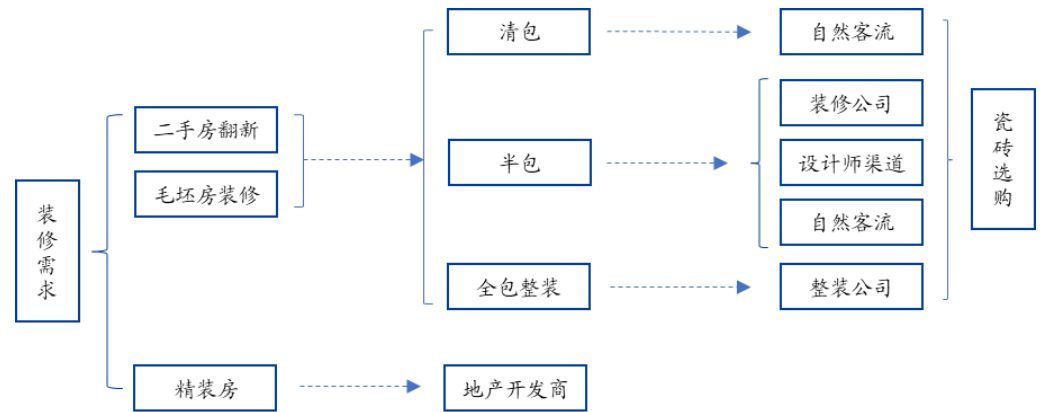
借助数字化工具，为消费者提供空间解决方案提升销售额。随着消费者对于空间装修一站式解决方案的需求日益增加，瓷砖企业为消费者提供装修的空间解决方案展示，例如东鹏通过自动换砖电脑系统进行演示，和防滑、抗污、降醛等体验式展示“东鹏瓷砖、健康砖家”，用东鹏的产品搭配出用户所需的理想空间，提升客户的交互体验感，从而提升客流量的转化率。

从单一品类到提供多品类产品，提升客单值。东鹏采用“1+N”的运营模式，除了瓷砖还有卫浴、木地板、涂料和护墙板等硬装产品，为消费者一站式提供更多的东鹏产品，通过1+N的形式来提升客单值。在C端门店，除了单独的卫浴门店，通过扩大门店面积，进行多品类融合销售的模式以增加消费者的客单价，从而实现向更高坪效的转化。在整装小B端，例如东鹏向市场推出整装产品包，产品包内包含了瓷砖，洁具、厨电、吊顶、门窗、涂料等，涵盖了所家庭装修主材。除了“1+N”多品类，公司还通过在零售端提升高值产品的销售比例，将产品线定位推高，并且提升导购和驻点设计师水平，从而提升单个客户客单值。

3.3、工程经销：经销网络为小B业务开拓提供基础，C+小B优势显著

公共建筑、基础设施、公寓租赁房等工程项目，装修需求主体多是企业、学校、医院等，单体采购体量较大B主体少，但较终端个体需求相对较高。而一站式装修等渠道渠道的兴起使得公装公司、整装公司、家装公司等逐渐兴起，都构成了中小微工程市场。

图表 46: 瓷砖的采购决策权部分从业主转移到了其他主体手中



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

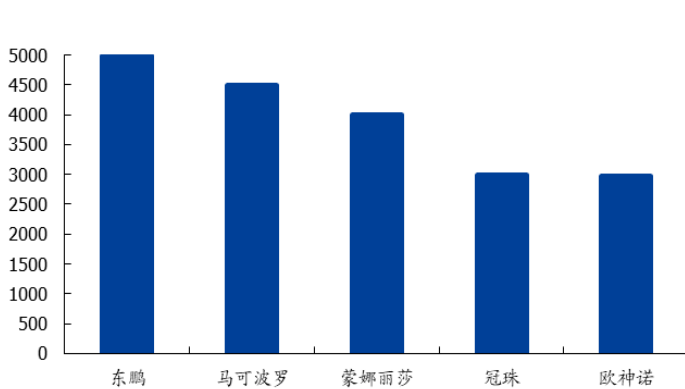
3.3.1、通过庞大的经销网络努力开展中小微工程

小 B 工程业务主要由经销商来承接, 核心竞争力之一在于优质的经销商资源。小 B 业务大多面对的客户为中小工程、整装公司、家装公司, 主要由经销商来承接, 因此小 B 业务的拓展离不开广泛的经销商资源。经销商能够利用当地的人脉关系和资源第一时间获得工程信息, 包括工装、家装、设计师和总部单体工程等; 此外经销商在当地有门店可以进行产品展示, 并且可以由当地经销商提供跟踪服务等。

丰富的经销商资源提供了小 B 业务的天然入口。从行业内的主要瓷砖企业的经销商数量看, 东鹏拥有 1753 家瓷砖经销商 (2020H1), 欧神诺有 990 家经销商, 蒙娜丽莎有 1030 家经销商 (2020H1), 从经销商数量上看, 东鹏控股的经销商资源最为丰富。

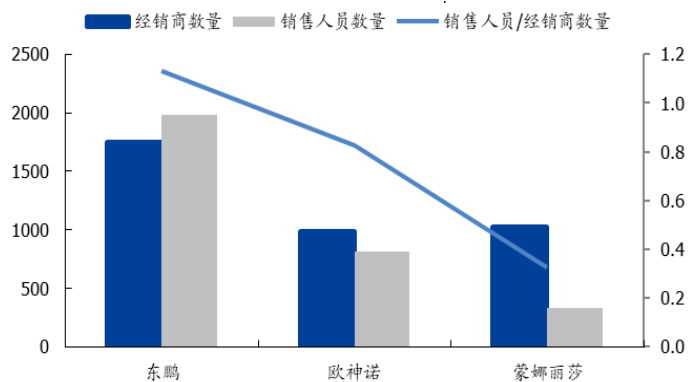
销售人员数量为经销商管控、帮扶、拓展小 B 业务提供保障。而从对接经销商的能力商看, 我们以销售人员与经销商数量之比作为参照指标, 东鹏单个经销商对应的销售人员数量最多, 东鹏在经销商的管理和赋能上更有潜力。广泛的行销人员可以一对一去当地扶持、培训, 逐个门店去帮扶经销商, 针对各个区域市场进行市场调研, 针对不同经销商特点, 可以为当地经销商定制方案, 从渠道开发、运营再到促销活动, 都可以对经销商提供服务和支撑。

图表 47: 瓷砖行业主要龙头门店数量对比 (家)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 48: 主要瓷砖企业经销商数量对比 (人)



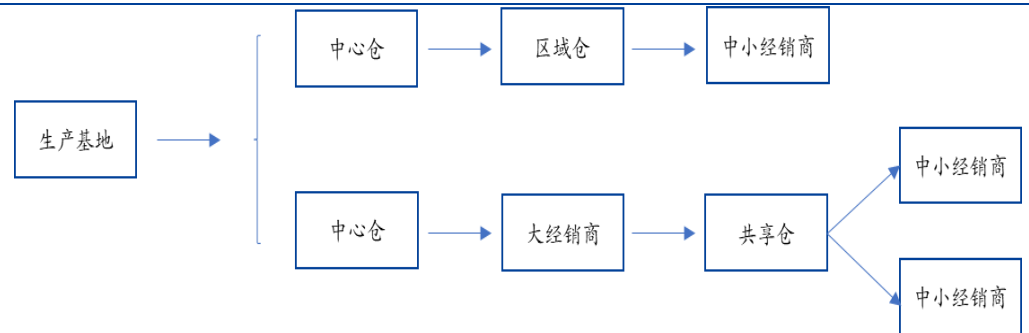
资料来源: WIND, 国盛证券研究所

3.3.2、共享仓降本增效, 赋能经销商提升渠道运营效率

物流网络及仓储能力行业领先，为公司渠道下沉提供保障。公司拥有位于生产厂附近的13个中心仓和6个销售仓组成的仓储网络。通过公司这一覆盖全面的物流网络，能够有效增加对经销商的支持。通过公司低成本、高效率且覆盖全面的物流网络，能够进一步支持公司对市场的渗透能力，有利于公司在三线、四线城市进一步扩充销售网点。

东鹏通过中心仓、区域仓和共享仓三层物流体系优化了供应链的效率，原本大经销商从中心仓提货，中小经销商从区域仓提货并对中小经销商加收从中心仓运输到区域仓的费用；通过大经销商的共享仓对中小经销商开放以后，公司统一制定提货价格，不存在加价行为，提升了中小经销商的运营效率。对于公司而言，可以加强对于终端价格的掌控力，减少加价环节；对于中小经销商可以增加销售产品的SKU，降低物流成本，同时对于开展小B业务提供了便利；对于主要经销商，可以提高库存的周转效率，批量采购降低采购和物流成本。

图表 49: 东鹏控股仓储物流模式示意图

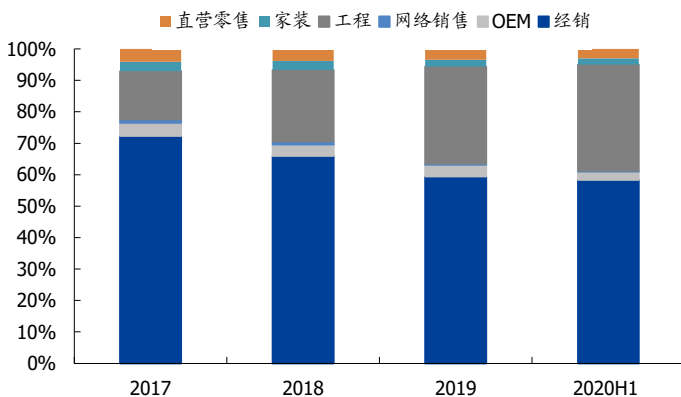


资料来源：公司公告、国盛证券研究所

3.4、直销渠道：大力发展地产战略客户，工程大B业务占比提升

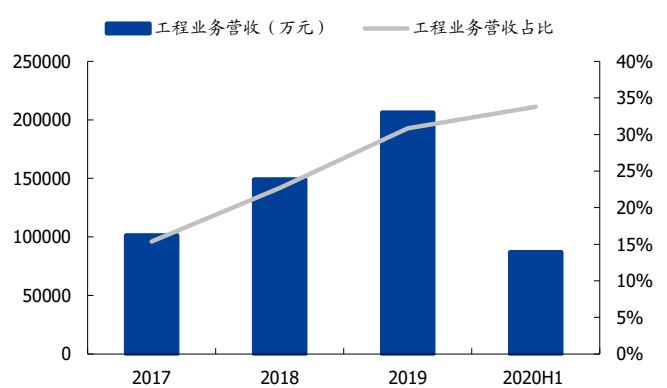
公司顺应行业发展趋势，大力拓展房地产企业及家装公司等大型客户，加快与国内综合实力雄厚的房地产商达成业务合作，如恒大地产、华润置业、金科地产、绿地集团、融创地产、中海地产、万达广场、中信地产、碧桂园、万科、保利地产等均是公司的重要客户。公司工程业务营收占比从2017年的15.38%提升至2020H1的33.78%，工程占比持续提升。

图表 50: 公司分渠道收入结构变动情况



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

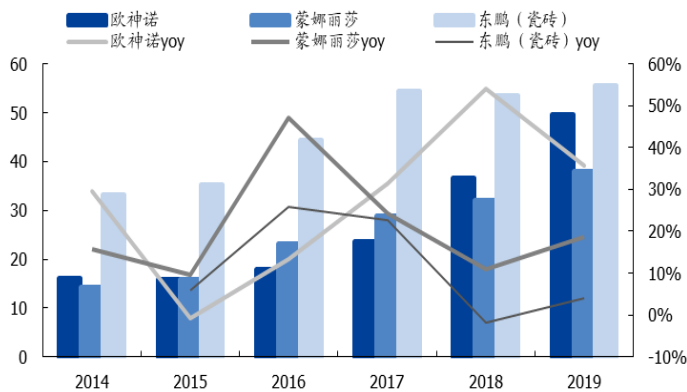
图表 51: 公司工程业务收入及增速



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

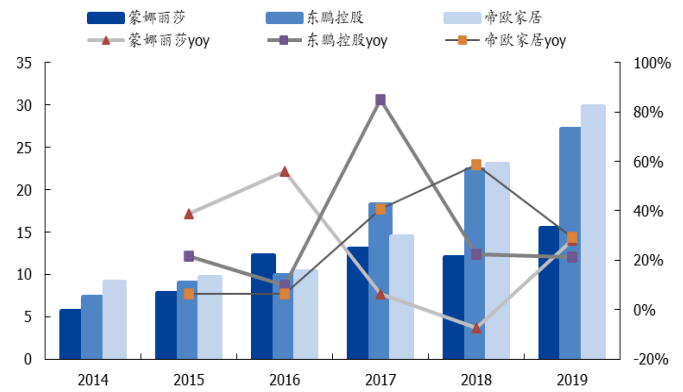
从行业内公司的横向对比来看，公司直销渠道占比 40.6%，与蒙娜丽莎直销占比水平相当，低于帝欧家居的直销渠道占比。蒙娜丽莎发力地产精装市场业务较早，2015-2016 年工程业务营收分别同比增长 39%和 56%，2017 年以来蒙娜丽莎工程渠道收入增速放缓；欧神诺在 2017-2018 年工程端快速放量，迅速成为上市陶瓷企业中 B 端业务规模最大的企业，缩小与头部陶企差距。从金额上看，东鹏 2019 年直销业务营收 27.12 亿元，其中工程业务营收 20.61 亿元。

图表 52: 2014-2019 年欧神诺、蒙娜丽莎、东鹏瓷砖业务收入及增速 (亿元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 53: 2014-2019 年帝欧家居、东鹏控股、蒙娜丽莎直销业务收入及增速 (亿元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所 (注: 蒙娜丽莎 2016 年直销业务收入为推测值; 帝欧家居 2018、2019 年直销收入为测算值)

大客户结构较为分散，份额仍有提升空间。公司的工程客户较为分散，2020H1 公司第一大工程客户广州恒大占比仅 3.28%，前五大工程客户占比合计 8.38%。随着公司工程业务制造成本的持续优化，工程渠道进一步延伸至更多的客户群体，对单一客户的销售额提升，预计未来在重点工程客户开拓方面有望延续当前的发展趋势，仍有较大提升空间。

图表 54: 2018-2020H1 公司直销模式前五大客户具体销售情况 (万元)

年份	2018 年		2019 年		2020 年 H1				
序号	客户名称	销售金额	占营业收入比例	客户名称	销售金额	占营业收入比例	客户名称	销售金额	占营业收入比例
1	As American Inc.	17,846.76	2.70%	深圳恒大材料设备有限公司	20,053.26	2.97%	广州恒大材料设备有限公司	8,549.89	3.28%
2	深圳恒大材料设备有限公司	10,685.50	1.61%	As American Inc.	19,132.49	2.83%	As American Inc.	4,795.00	1.84%
3	中海地产集团有限公司	5,133.07	0.78%	重庆庆科商贸有限公司	8,077.63	1.20%	重庆庆科商贸有限公司	4,231.93	1.62%
4	上海世源建材贸易有限公司	4,742.20	0.72%	河北荣盛建筑材料有限公司	5,763.84	0.85%	广州恒乾材料设备有限公司	2,276.91	0.87%
5	河北荣盛建筑材料有限公司	4,291.35	0.65%	海南恒乾材料设备有限公司	3,797.29	0.56%	深圳恒大材料设备有限公司	1,990.95	0.76%
		42,698.88	6.46%		56,824.50	8.42%		21,844.68	8.38%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.5、产能扩张: 产能建设为快速发展提供保障, 扩充高端产线优化产品结构

公司 2019 年瓷砖产品 11673 万平，2019 年末有釉砖产能 5759 万平，无釉砖产能 2352 万平，公司募投项目拟新建石材产能 315 万平，丰城东鹏扩建 2190 万平的瓷砖产能，澧县新鹏新增 1560 万平仿古砖产能，合计新增产能 4065 万平。另外公司有重庆智能家居生产基地在建，以及丰城东鹏 9 条岩板线拟建，所有在建及拟建产能合计 22085 万平（不含丰城岩板）。新增品类来看，大规格石材、仿古砖等产能增加较多，预计高端产品线将会提升公司瓷砖业务的盈利能力，优化产品结构。从产品单价来看，近年来仿古砖市场需求持续提升带动产品价格提升，远远高于公司其他陶瓷砖（片）产品单价。

图表 55: 东鹏控股陶瓷砖产能情况 (万平方米)

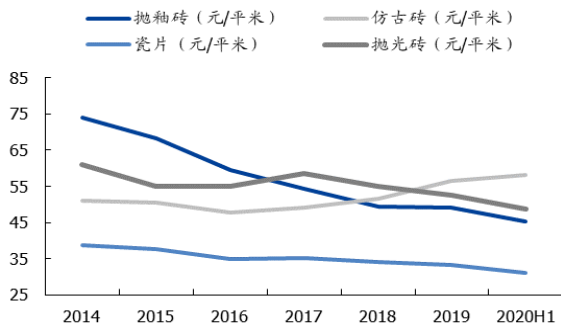
地点	子公司	计划生产线数量	产品	状态	计划产能 (万平)
广东佛山	东华盛昌	2	瓷质砖	已投产	360
		3	大规格生态石材	募投项目	315
		6	玻化施釉砖	已投产	3300
6	釉面砖	已投产			
江西丰城	丰城东鹏	4	瓷片 2 条, 仿古砖 1 条, 抛釉砖 1 条	募投项目	瓷片 1500; 仿古砖 300; 抛釉砖 390
		9	岩板	拟建	—
		2	墙地砖	已投产	5000
湖南澧县	澧县东鹏	4	仿古砖	募投项目	1560
		4	抛光装	已投产	900
广东清远	清远纳福娜	6	高档建筑陶瓷	在建	2160
		4	内墙砖	已投产	1300
山东淄博	淄博卡普尔	4 (一期)	瓷砖	已投产	1600
重庆永川	重庆智能家居	4 (二期)	瓷砖	在建	1700
		4 (三期)	瓷砖	在建	1700
合计		62			22085 (不含丰城岩板)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司陶瓷砖主要募投项目如下:

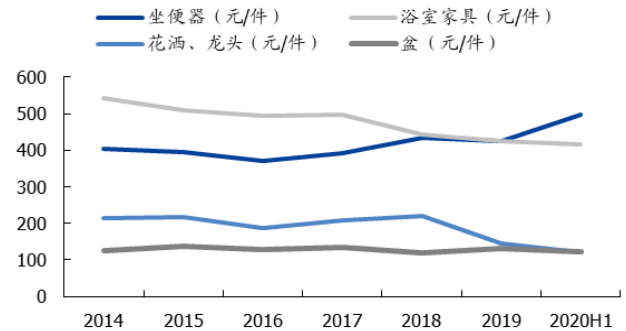
- **投入大规格石材生产线, 丰富公司高端产品线。**公司拟投资 18,626.00 万元, 规划 3 条新型环保生态石材生产线, 重点开发仿名贵天然大理石纹理板材、砂岩系列板材和洞石系列板材。规格尺寸以 1,220 mm × 2,440 mm × 20 mm 为主, 项目建成后, 3 条大规格石材生产线全年产能为 315 万平方米。
- **扩建 4 条陶瓷生产线项目是在丰城东鹏现有土地上, 扩建 4 条陶瓷生产线, 分别为瓷片生产线 2 条, 仿古砖生产线 1 条及全抛釉生产线 1 条。**项目建成后, 合计形成年产 2,190 万平方米瓷砖 (片) 的设计生产能力。
- **澧县新鹏陶瓷有限公司二期扩建项目是在澧县新鹏厂区现有土地上, 建设 4 条高档仿古瓷砖生产线。**项目建成后, 将达到年产 1,560 万平方米高档仿古瓷砖的生产规模。

图表 56: 东鹏控股瓷砖产品均价变化



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 57: 东鹏控股卫生洁具产品均价变化



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

卫生洁具产品外协占比较高, 新增产能有望缓解产能不足。公司卫生陶瓷的外协占比从 2017 年的 16.6% 提升至 2020H1 的 25.66%; 洁具产品的外协占比从 2017 年的 72.83% 提升至 2020H1 的 82.62%。截至 2019 年公司拥有卫生陶瓷产能 216.41 万件, 洁具产能 86.85 万件。

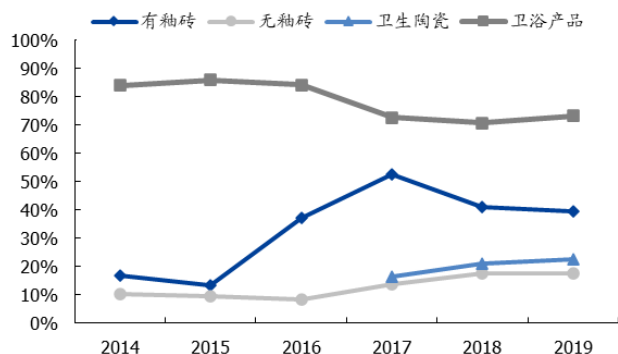
图表 58: 东鹏控股卫浴产品产能情况 (万件)

地点	子公司	计划生产线数量	产品	状态	计划产能 (万件)
广东佛山	东鹏洁具	2	高档卫生洁具	已投产	80
江西	江西东鹏	4	节水型卫生洁具	已投产	260
		—	节水型卫生洁具	募投项目	160
广东江门	江门东鹏	28	节水型卫生洁具	募投项目	260
			五金龙头		100
重庆永川	重庆智能家居	2	陶瓷卫浴	在建	180
		1	浴室柜	在建	50
		1	淋浴房	在建	5
		1	五金龙头	在建	80

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

卫生陶瓷方面, 由于 2018 年以来智能马桶等高端产品销量增加带动坐便器均价提升, 而卫生陶瓷 OEM 占比也不断提升, 一定程度上限制了公司高端产品的生产与推广, 公司新增节水型卫生洁具及五金龙头产能建设, 有望缓解卫生洁具方面的产能不足问题的, 带动客单价和毛利率提升。

图表 59: 公司卫浴洁具产品外协占比较高



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测假设

营业收入

我们预计公司 2020-2022 年主营业务收入分别为 74.78/95.49/116.70 亿元，同比 +10.75%/+27.70%/+22.21%。分产品假设情况如下：

1) 瓷砖：Q3、Q4 零售端业绩改善较为明显，带动全年业绩。同时公司在 2020H1 瓷砖经销门店数量 4981 家，公司持续对三四线城市进行渠道下沉，零售端通过门店重装、开展展示门店、销售高值产品等提质增效。同时公司建立共享仓为中小经销商赋能，布局中小微工程业务，预计公司“C+小B”优势显著。我们预计有釉砖产品业务 2020-2022 年收入同比增速为 12%、30%、25%；预计无釉砖产品业务 2020-2022 年收入同比增速为 8%、20%、12%。

2) 卫浴洁具：一方面公司渠道持续优化下沉，C 端为基础，加强小 B 和大 B 业务拓展，同时公司重庆智能家居生产基地及募投项目不断投产，新增较多卫浴洁具产能，降低公司外协占比。预计卫生陶瓷产品业务 2020-2022 年收入同比增速为 10%、30%、25%；预计卫浴产品业务 2020-2022 年收入同比增速为 10%、30%、25%。

毛利率

1) 瓷砖：随着公司零售端提质增效，提升高值产品的占比，预计公司主要瓷砖产品毛利率有望维持。预计有釉砖产品业务 2020-2022 年毛利率分别为 37.5%、37.2%、37%；无釉砖产品业务 2020-2022 年毛利率分别为 41.2%、41%、40.8%。

2) 卫浴洁具：公司目前卫生陶瓷产品方面拟扩大智能马桶等产能，随着高端化产品在收入结构中占比提升，毛利率有望随之提升。卫浴产品方面，此前公司外协占比较高，随着新增产能的开拓，预计卫生陶瓷产品业务 2020-2022 年毛利率分别为 24%、24.5%、25%；卫浴产品业务 2020-2022 年毛利率分别为 24.5%、25%、25%。

图表 60：公司分业务盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
有釉砖					
营业收入	3556	4045	4530	5889	7361
YOY%	5.57%	13.75%	12.00%	30.00%	25.00%
营业成本	2294	2533	2831	3698	4638
营业毛利	1262	1512	1699	2191	2724
毛利率	35.48%	37.38%	37.50%	37.20%	37.00%
无釉砖					
营业收入	1792	1514	1635	1962	2197
YOY%	-13.57%	-15.52%	8.00%	20.00%	12.00%
营业成本	1037	886	961	1157	1301
营业毛利	755	628	674	804	896
毛利率	42.11%	41.46%	41.20%	41.00%	40.80%
卫生陶瓷					
营业收入	713	648	713	927	1159
YOY%	10.09%	-9.09%	10.00%	30.00%	25.00%
营业成本	559	510	542	700	869
营业毛利	154	139	171	227	290

毛利率	21.57%	21.41%	24.00%	24.50%	25.00%
卫浴产品					
营业收入	401	385	423	550	688
YOY%	1.02%	-4.14%	10.00%	30.00%	25.00%
营业成本	318	298	320	413	516
营业毛利	83	87	104	138	172
毛利率	20.65%	22.54%	24.50%	25.00%	25.00%
其他					
营业收入	157	160	176	220	264
YOY%	7.87%	1.94%	10.00%	25.00%	20.00%
营业成本	111	115	127	158	190
营业毛利	46	45	50	62	74
毛利率	29.25%	28.04%	28.15%	28.15%	28.15%
合计					
营业收入	6619	6752	7478	9549	11670
YOY%	-0.19%	2.00%	10.75%	27.70%	22.21%
营业成本	4320	4342	4781	6127	7514
营业毛利	2299	2410	2697	3422	4156
毛利率	34.73%	35.69%	36.06%	35.84%	35.62%

资料来源: WIND, 国盛证券研究所

4.2、投资建议

公司是国内瓷砖卫浴领军企业, 具有强大的 C 端经销网络, 产品力、品牌力行业领先, 受益于存量住宅改造需求以及 C 端提质增效成果, 公司在零售端业务回暖较为明显。同时, 公司工程端持续发力, 拓展战略大客户, 此外公司借助庞大的经销网络拓展中小微工程业务并为经销商赋能, 渠道优势突出, 随着募投项目以及新增基地产能的陆续投产, 公司在收入端与利润端都将迎来较快增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.02、11.79 和 14.35 亿元, 对应 EPS 分别为 0.77、1.01、1.22 元, 对应 PE 分别为 26、20、16 倍; 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 61: 可比公司估值表

代码	简称	股价				EPS			PE		
		2021-02-04	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002918.SZ	蒙娜丽莎	35.53	1.39	1.82	2.30	25.51	19.49	15.43			
002798.SZ	帝欧家居	22.90	1.68	2.19	2.73	13.67	10.46	8.40			
平均值						19.59	14.98	11.92			

资料来源: WIND, 国盛证券研究所

风险提示

市场竞争加剧的风险

建筑卫生陶瓷行业进入门槛相对较低, 行业集中度低, 整体产能过剩, 随着地产行业调控以及环保标准趋于严格, 我国建筑陶瓷行业竞争在进一步加剧。如果公司在未来市场竞争中, 在新产品开发、产能设置、品牌渠道建设、绿色制造等方面不能保持现有竞争优势, 将会给公司的生产、销售及盈利水平带来不利影响。

原材料价格波动的风险

公司的主要原材料包括砂泥、化工材料、包装材料等，所需能源包括电、煤、天然气等。报告期内，砂泥、化工材料、包装材料等耗用金额占生产成本的平均比重约 30%，电、煤、天然气等耗用金额占生产成本的平均比重约 10%-20%。如果未来公司主要原材料及能源价格出现波动，将会给公司生产经营和盈利水平带来显著影响。

下游需求波动的风险

公司主要从事于以瓷砖和洁具为代表的建筑卫生陶瓷产品的研发、生产和销售。公司建筑卫生陶瓷产品在住宅中用于墙面、厨卫空间、阳台、地面的装修装饰，因此公司所处行业与房地产行业具有一定的相关性。如果房地产调整加剧，房地产市场陷入低迷，消费者的购房和装修需求增长放缓，将会给公司的产品销售和回款带来不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com