

公司研究/首次覆盖

2017年06月06日

轻工制造/家用轻工 II

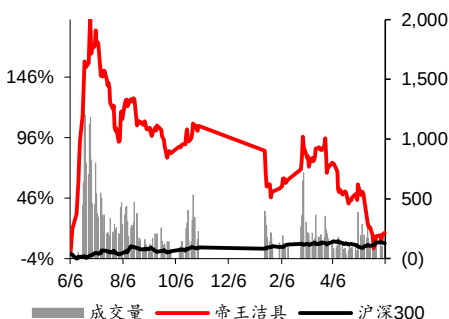
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 38.06
合理价格区间(元): 40.50-45.36

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

亚克力卫浴领军者，开启扩张之路

帝王洁具(002798)

帝王洁具：亚克力洁具先行者，综合实力领先

帝王洁具是国内亚克力洁具领军企业，主要产品包括浴室柜、坐便器、浴缸和淋浴房等，主要销往国内市场。公司综合竞争力行业领先：1.产品：帝王专注中高端亚克力卫生洁具领域，满足客户品质化、个性化、多元化需求；2.品牌：帝王品牌获得政府和行业协会的多项荣誉。公司在产品推广方面，通过央视广告、车体流动广告、经销商广告补贴等方式，提高品牌影响力；3.渠道：公司主要收入来源于经销商渠道，已经形成遍布全国的销售网络，部分地区已经下沉至县级城市。同时，公司积极开拓工程客户和电商渠道。未来，公司将加快开店速度，并重点发力二三线城市。

收购欧神诺，进军中高端陶瓷领域

帝王洁具拟以现金（2.2亿元）+股权（3337万股 X 52.29元/股）的方式作价 19.7 亿元收购欧神诺 98.4%股权，并向包括实际控制人在内的不超过 10 名对象定增募集不超过 5.1 亿元配套资金。欧神诺业绩承诺为 2017-2019 年净利润分别不低于 1.6、1.9、2.3 亿元。通过此次收购，帝王洁具进入了中高端陶瓷领域，新业务和原有业务在渠道等方面可以产生较好协同。

增长动力：突破产能瓶颈，优化营销网络

亚克力洁具较陶瓷洁具起步晚，但逐渐凭借优良特性得到消费者认可，未来普及度有望提升。帝王洁具主打中高端亚克力洁具产品，登陆资本市场之前发展受产能所限，目前主要产品产能利用率达到 80% 以上，产销率接近 100%。公司拟投入 IPO 募集资金 1.7 亿元用于产能的扩张和营销网络的建设。募投项目完成后，公司将新增产能 36 万套（2015 年产能 28 万套），新增销售网点 540 家（目前经销商约 634 家，销售网点 900+家）。通过渠道的布局，公司将更有效的消化新增产能，并全面提升公司品牌在全国范围内的影响力。

亚克力卫浴领导者，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计帝王洁具 2017-2019 年 EPS 分别为 0.69、0.76、0.87 元。若考虑收购欧神诺，则 2017 年帝王洁具原有业务贡献利润 5949 万元，欧神诺备考利润 1.63 亿元（采用业绩承诺作为备考利润），合计利润 2.22 亿元。考虑到行业景气程度和公司经营情况，给予 2017 年 25-28 倍 PE 估值，对应市值 55.50-62.16 亿元。同时，股份收购将新增股本 3337 万股，定增将新增不超过 1728 万股，总股本将变为不超过 1.37 亿股，对应合理股价中枢为 40.50-45.36 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动风险，新增产能消化风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	86.38
流通 A 股 (百万股)	32.06
52 周内股价区间 (元)	32.63-95.95
总市值 (百万元)	3,288
总资产 (百万元)	672.31
每股净资产 (元)	6.80

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	386.93	427.46	465.21	532.24	629.63
+/-%	(14.19)	10.47	8.83	14.41	18.30
归属母公司净利润 (百万元)	53.42	50.63	59.49	65.46	74.75
+/-%	19.90	(5.22)	17.49	10.03	14.20
EPS (元, 最新摊薄)	0.62	0.59	0.69	0.76	0.87
PE (倍)	61.54	64.93	55.27	50.23	43.98

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

公司概况：亚克力洁具领导者	4
行业分析：卫生洁具市场广阔，亚克力成新宠	6
国际形成四大品牌群，生产向发展中国家转移	6
国内市场容量大，城镇化带动洁具需求	6
亚克力卫生洁具：彩色卫浴，后起之秀	7
竞争对手比较：帝王洁具增长趋势向好，盈利能力平稳	8
公司分析：立足细分市场，开启扩张之路	10
专注亚克力洁具细分市场，多样化产品提升客户体验	10
向上游原材料渗透，成本控制力强	11
多管齐下推广助力品牌升级	11
销售网络建设日益完善	12
募投项目：突破产能瓶颈，优化销售网络	14
年产 36 万台（套）亚克力洁具产能扩建项目	14
营销网络扩建项目：优化网点布局，消化新增产能	15
收购欧神诺，进入建筑陶瓷领域	16
盈利预测与估值	19
盈利预测	19
估值比较	20
风险提示	20
PE/PB - Bands	20

图表目录

图表 1：公司主要产品	4
图表 2：公司收入产品结构	4
图表 3：公司收入区域结构（2016）	4
图表 4：分产品毛利率	4
图表 5：公司发展历程	5
图表 6：上市前后股权变化对比	5
图表 7：公司营收及同比	5
图表 8：公司净利润及同比	5
图表 9：卫生洁具品牌群	6
图表 10：人均 GDP	6
图表 11：城镇居民家庭年人均可支配收入	6
图表 12：城市建成区面积	7
图表 13：商品房销售面积	7
图表 14：原料 MMA 进出口数量	7
图表 15：余姚塑料城亚克力市场价格	7

图表 16: 亚克力洁具优缺点	8
图表 17: 公司主要上市公司竞争对手	8
图表 18: 三家公司收入规模对比	9
图表 19: 三家公司净利润对比	9
图表 20: 三家公司销售毛利率对比	9
图表 21: 三家公司销售净利率对比	9
图表 22: 帝王洁具收入结构	10
图表 23: 帝王洁具提供多样化的产品	10
图表 24: 帝王洁具每年新推出的产品数量 (款)	10
图表 25: 亚克力洁具生产流程	11
图表 26: 公司亚克力板用途	11
图表 27: 帝王品牌所获荣誉	11
图表 28: 中央电视台投放广告、车体广告	12
图表 29: 不同模式营业收入情况	12
图表 30: 帝王洁具经销渠道示意图	12
图表 31: 经销商布局	13
图表 32: 门店档次分布 (截至 2015 年 12 月 31 日)	13
图表 33: 经销商数量及变化情况	13
图表 34: 帝王洁具天猫旗舰店	14
图表 35: 募投项目投资额度	14
图表 36: 帝王洁具产能及产销率变动情况	15
图表 37: 年产 36 万台 (套) 亚克力洁具产能扩建项目	15
图表 38: 营销网络扩建项目	15
图表 39: 每平方米销售额	16
图表 40: 交易之后 (不包括定增募集资金) 的股权机构变化	16
图表 41: 收购进度	16
图表 42: 欧神诺主要产品	17
图表 43: 2016 年欧神诺收入结构	17
图表 44: 主要瓷砖企业毛利率对比	18
图表 45: 分产品盈利预测	19
图表 46: 可比公司估值 (2017 年 6 月 5 日)	20
图表 47: 帝王洁具历史 PE-Bands	20
图表 48: 帝王洁具历史 PB-Bands	20

公司概况：亚克力洁具领导者

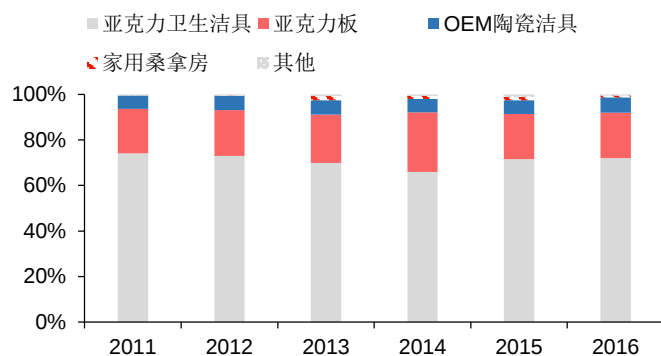
帝王洁具主要业务是亚克力板和亚克力卫生洁具产品的研发、设计、制造与销售。公司前身为四川东方洁具厂，至今已有 20 余年历史。2016 年，公司亚克力板、亚克力洁具分别占收入比重 20%、72%，其余为桑拿房（收入占比 0.8%）、陶瓷洁具（收入占比 6.8%）和其他产品（收入占比 0.6%）。公司产品 97% 以上的营收来自大陆地区，主要销往西南、华东等地。2016 年 5 月，公司登陆 A 股，IPO 募集资金 2.3 亿元，扣除发行费用 5476 万元后，募集资金净额为 1.7 亿元。公司主要竞争对手有南茜卫浴、东陶集团、美国科勒、美国美标、和成股份、乐华陶瓷、惠达陶瓷等。

图表1：公司主要产品

亚克力卫生洁具				亚克力板		
坐便器	浴室柜	浴缸	淋浴房	卫生洁具专用板	声屏板	广告及装饰用板
						

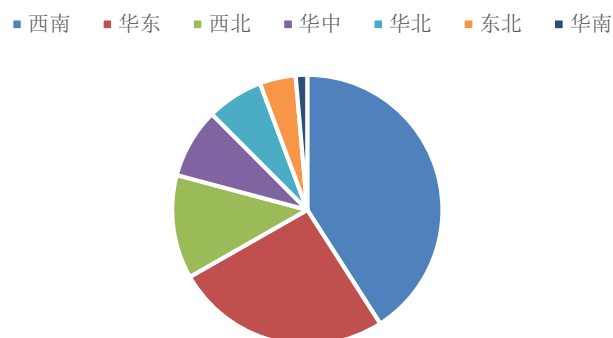
资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表2：公司收入产品结构



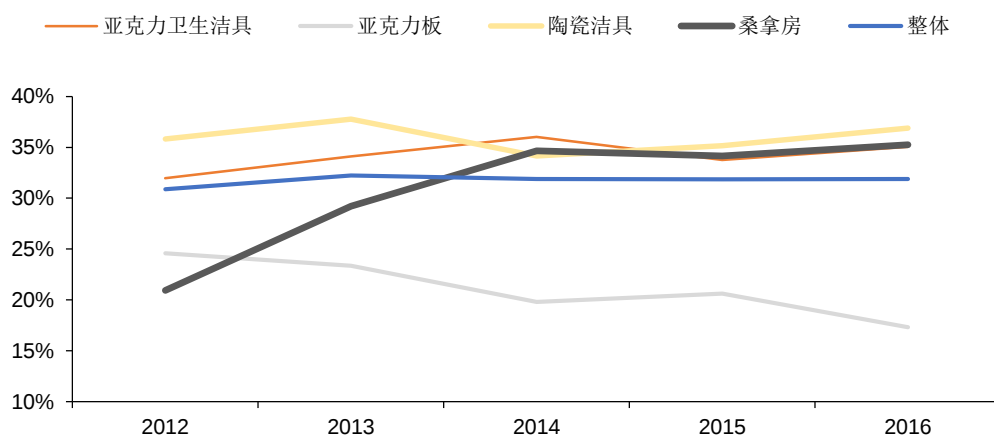
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司收入区域结构（2016）



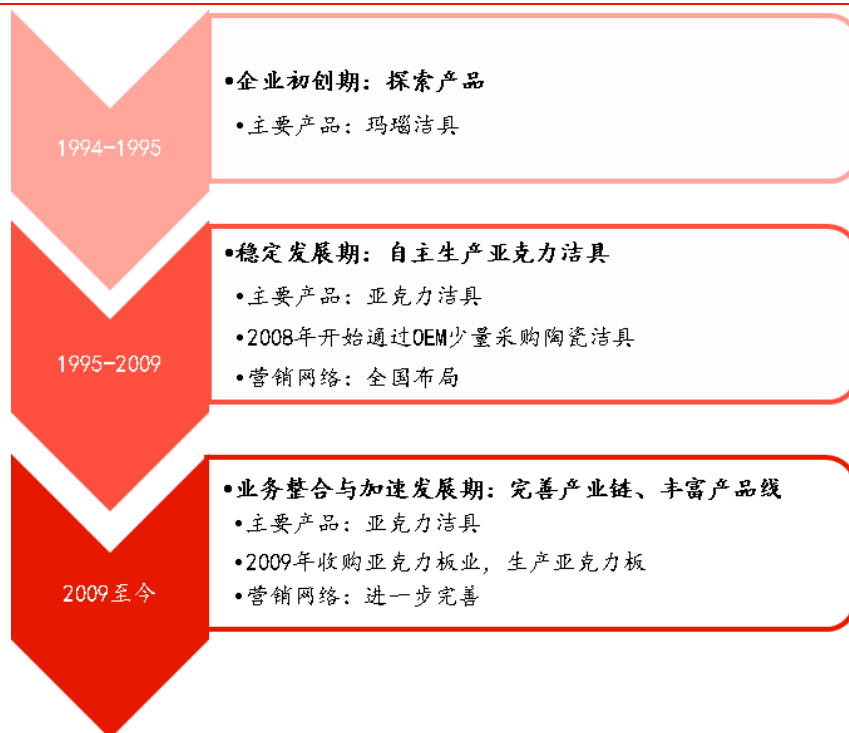
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：分产品毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

刘进、陈伟、吴志雄为一致行动人，共同为公司控股股东、实际控制人。上市前三人合计持股 84%。上市后，三人持股数量占总股本比例分别为 21.3%、20.7%、20.7%，合计持股 63%。

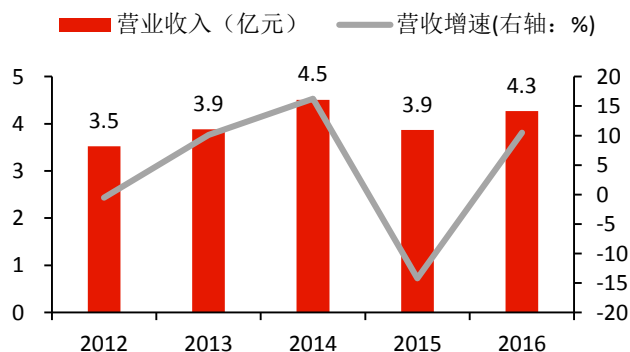
图表6：上市前后股权变化对比

股东名称	上市前比例	上市后比例
刘进	28.4%	21.3%
吴志雄	27.6%	20.7%
陈伟	27.6%	20.7%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

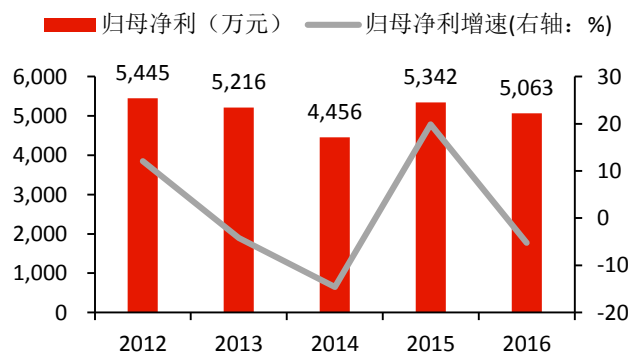
2016 年，公司实现收入 4.3 亿元，同比增长 10.5%；实现归母净利 5063 万元，同比减少 5.2%；实现扣非后的归母净利 4353 万元，同比增长 9.6%。

图表7：公司营收及同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：公司净利润及同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业分析：卫生洁具市场广阔，亚克力成新宠

国际形成四大品牌群，生产向发展中国家转移

19 世纪中期，德国、美国等相继出现了作坊式的现代卫生洁具制造工业雏形。经过一百多年的积累，欧美已成为全球卫生洁具行业发展最成熟、管理水平最先进、技术含量最高的地区。目前，全球已经形成了欧日美中四大知名卫生洁具品牌群。

图表9：卫生洁具品牌群

地区	品牌
欧洲	杜拉维特(Duravit)、高仪(Grohe)、乐家(Roca)、卡德维(Kaldewei)、汉斯格雅(Hansgrohe)
日本	东陶(TOTO)、伊奈(Inax)
美国	美标(American Standard)、科勒(Kohler)
中国	和成(台湾)、箭牌、法恩莎、帝王、惠达

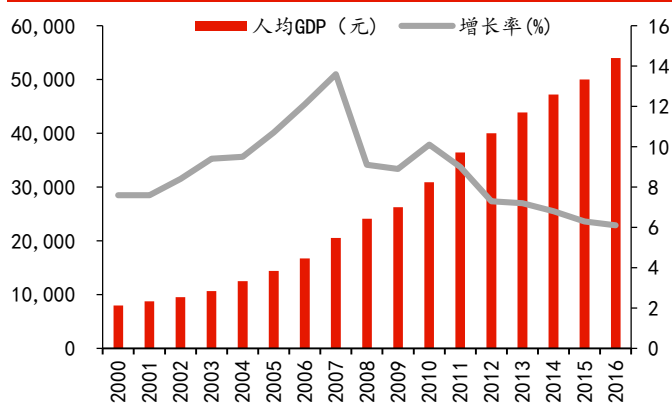
资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

国际卫生洁具市场呈现以下四个发展趋势：(1) 高档化、多元化、个性化：国际主要卫生洁具生产企业逐渐把生产重心向有高附加值和市场竞争潜力的高档产品转移，产品由大众化向多元化、个性化转变；(2) 生产技术、工艺以及国际标准不断提高；(3) 节能化、环保化、健康化：以便器为例，节水已经成为大势所趋，与此同时，能耗高、污染大的生产方式日益受到限制；(4) 生产逐渐向新兴发展中国家转移：制造业国际分工方式发生变化，发达国家为实现产业结构优化升级，在发展中国家投资设厂，或者通过 ODM 或 OEM 方式外包生产。

国内市场容量大，城镇化带动洁具需求

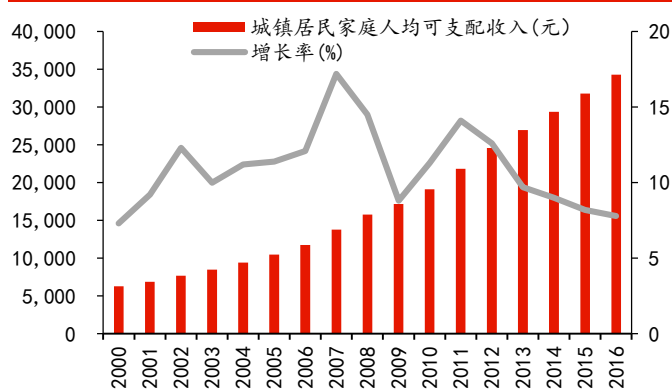
随着我国居民生活水平的提升以及城市化建设持续推进，卫生洁具行业的市场需求继续升温。我国经济近十年以来持续保持高速增长，GDP 总量、人均可支配收入快速增长，GDP 总量由 2000 年的 10 万亿增长到 2016 年的 72 万亿。居民整体生活水平尤其是城市居民生活水平大幅提升。此外，未来城市化建设继续推进，商品房数量持续增长导致对卫生洁具产品的新增需求。在消费升级的驱动下，居民对卫生洁具量和质的要求都有所提高，产品需求由过去的单一化向整体卫浴解决方案转变。

图表10：人均 GDP



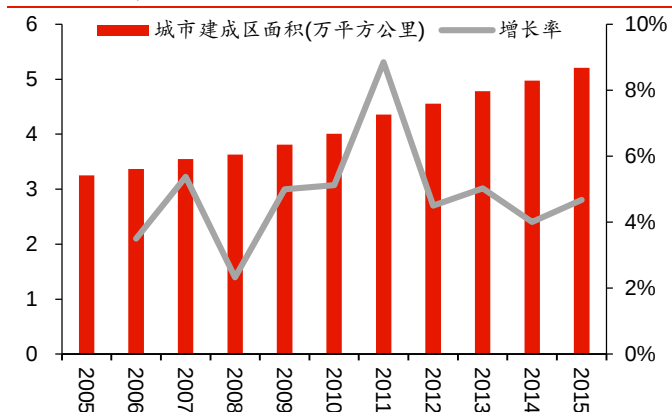
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表11：城镇居民家庭年人均可支配收入



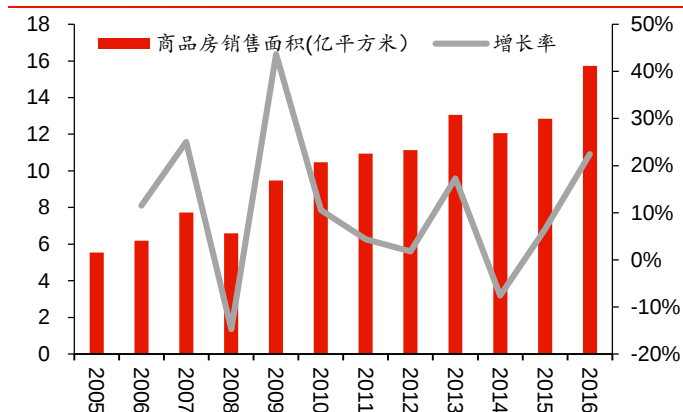
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表12: 城市建成区面积



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表13: 商品房销售面积



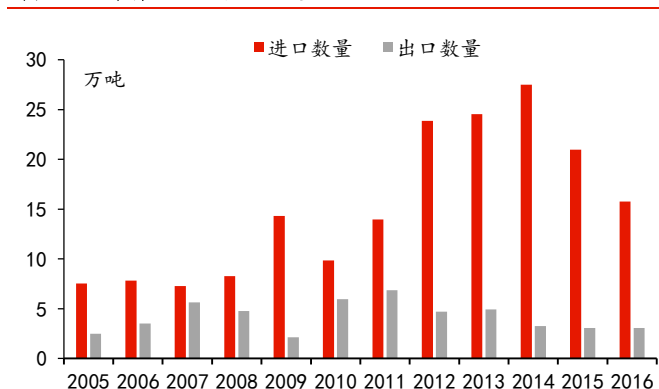
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

卫生洁具行业企业众多，市场集中度不高。面对国际、国内优势企业的竞争，大部分不具备核心竞争力的企业成为 OEM 或 ODM 厂商，或者将产品定位于中低端市场，产品附加值较低。而部分优势企业也在拓展中低端市场的产品线，双重打压的竞争态势将迫使部分企业退出卫生洁具行业，行业整合将会成为趋势。

亚克力卫生洁具：彩色卫浴，后起之秀

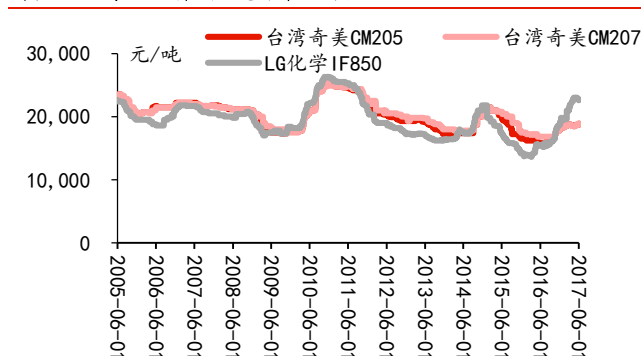
亚克力是目前继陶瓷以后用于制造多类卫生洁具产品最好的新型材料，可用于生产坐便器、浴缸、浴室柜、淋浴房、浴足器等卫生洁具。亚克力的供给方面，美国、西欧、日本已成为全球最大生产区。需求方面，亚克力消费集中在欧洲、美国和亚洲，其中亚洲地区需求增长最为迅速。中国是全球最大的亚克力消费国，亚克力原材料是甲基丙烯酸甲酯(MMA)，我国 MMA 进口量持续增长，从 2008 年的 10 万吨增加到 2014 年的 27 万吨。受原材料价格的影响，2016 年上半年亚克力市场价格创下 2005 年以来新低，之后开始反弹，亚克力市场开始回暖。我们认为 MMA 价格未来一段时间内将继续波动上行，对于下游亚克力制造商的成本控制能力提出了挑战。

图表14: 原料 MMA 进出口数量



资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

图表15: 余姚塑料城亚克力市场价格



资料来源: 中塑在线, 华泰证券研究所

国内亚克力生产企业众多，竞争较为激烈。亚克力生产企业有三菱丽阳高分子材料(南通)有限公司、璐彩特国际(中国)化工有限公司、镇江奇美化工有限公司、惠州惠菱化成有限公司、上海泾奇高分子材料有限公司、黑龙江中盟龙新化工有限公司、赢创德国赛特种化学(上海)有限公司等。

上世纪 90 年代初，外资企业将亚克力洁具带进中国市场。相较超百年历史的陶瓷洁具，亚克力洁具凭借丰富的产品色彩、良好的使用性，满足了消费者卫生间装修的多元化需求，引领了“彩色卫浴”的热潮，成为卫生洁具行业的重要分支。市场上亚克力卫生洁具产品的颜色已达到十多种，配套的亚克力板生产商还可以根据洁具生产企业的需求不断开发新色彩。

图表16： 亚克力洁具优缺点

优点	缺点
不易破损、易清洁	成本高
轻微划痕等可通过打磨方式加以修复	
保温性能优良，冬季使用无冰凉感	
色彩丰富	

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

竞争对手比较：帝王洁具增长趋势向好，盈利能力平稳

国内知名的卫生洁具生产厂商主要有帝王洁具、乐华陶瓷、惠达陶瓷、恒洁卫浴、四维卫浴、航标控股、南茜卫浴等。其中，南茜卫浴主要从事亚克力洁具，业务与帝王洁具较为相似，包括亚克力坐便器、亚克力浴室柜、亚克力浴缸和淋浴房等的生产与销售。其他公司主要从事陶瓷洁具领域。公司的竞争对手中，上市公司有瑞尔特和航标控股。

图表17： 公司主要上市公司竞争对手

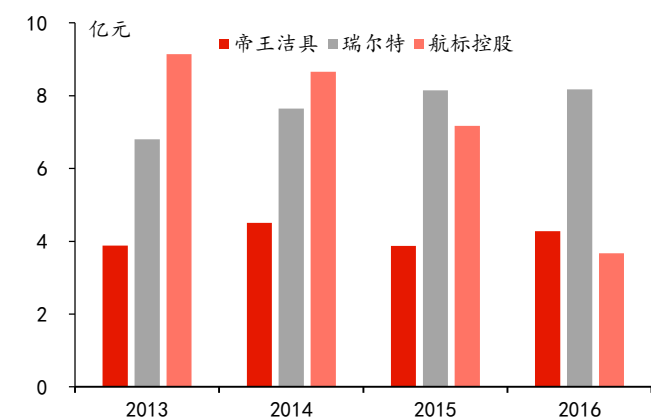
公司	公司简介	主营产品名称	产品图片
瑞尔特	公司是一家致力于节约全球水资源的卫浴产品的研发、生产和销售的高新技术企业，主要生产的高新企业，主要生产的卫浴产品，包括节水型冲水组件、静音缓降盖板等。	挂式水箱、节水型冲水组件、静音缓降盖板、隐藏式水箱、智能盖板	  
航标控股	公司主要从事设计、开发、生产、营销及分销品牌卫浴洁具产品，在中国以公司的自有品牌营销，以第三方品牌销往国际客户。	陶瓷卫生洁具、五金龙头挂件、浴缸、淋浴房、浴室柜等五大系列	  

资料来源：瑞尔特官网，航标控股官网，华泰证券研究所

产品：帝王专注亚克力领域，走差异化路线，产品包含浴室柜、坐便器等多个品类。瑞尔特主打品类为节水型卫浴产品，主要产品有水箱等。航标控股主打陶瓷卫生洁具，是该领域的领军企业之一。

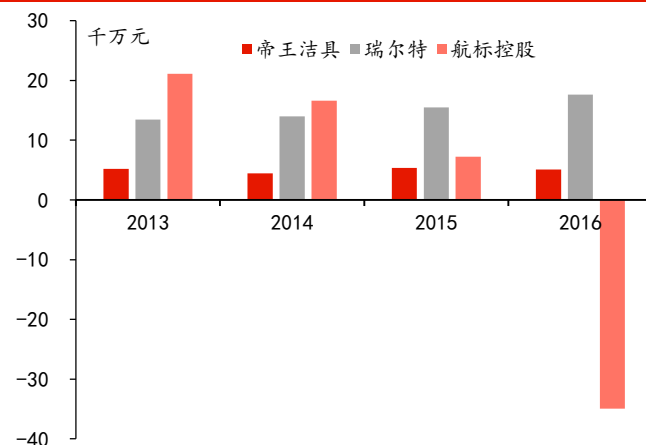
财务指标：2016 年，帝王洁具、瑞尔特、航标控股营业收入分别为 4.3 亿元、8.2 亿元和 3.7 亿元。2016 年帝王洁具与航标控股的收入体量相当，利润超过航标控股。航标控股的收入、利润自 2013 年起持续下滑。帝王洁具毛利率保持稳定，显示了较强的议价能力和成本控制能力。相比之下，航标控股的销售毛利率、销售净利率急剧下滑。航标控股业绩持续下滑，并在 2016 年出现上市以来首次亏损，主要是由于公司未能良好地适应市场竞争环境，自有品牌业务下滑所致。

图表18: 三家公司收入规模对比



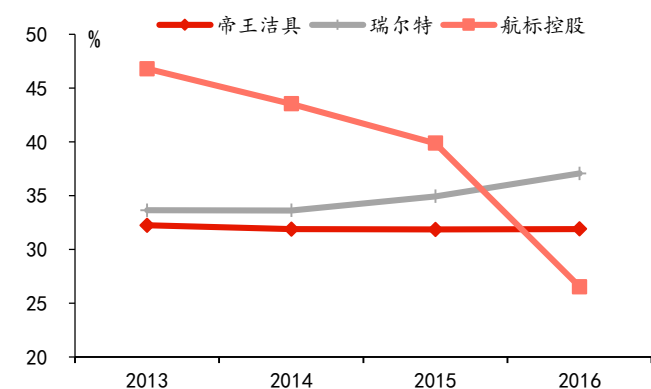
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 三家公司净利润对比



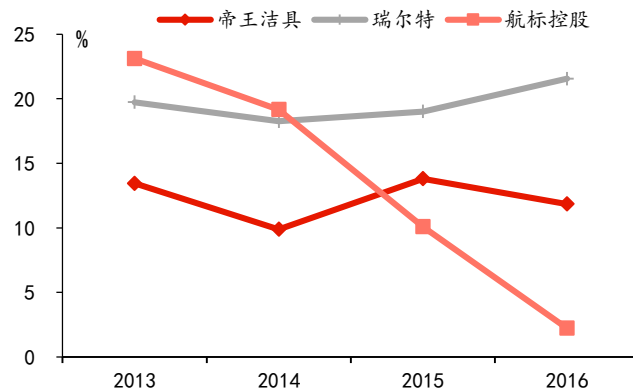
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 三家公司销售毛利率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 三家公司销售净利率对比



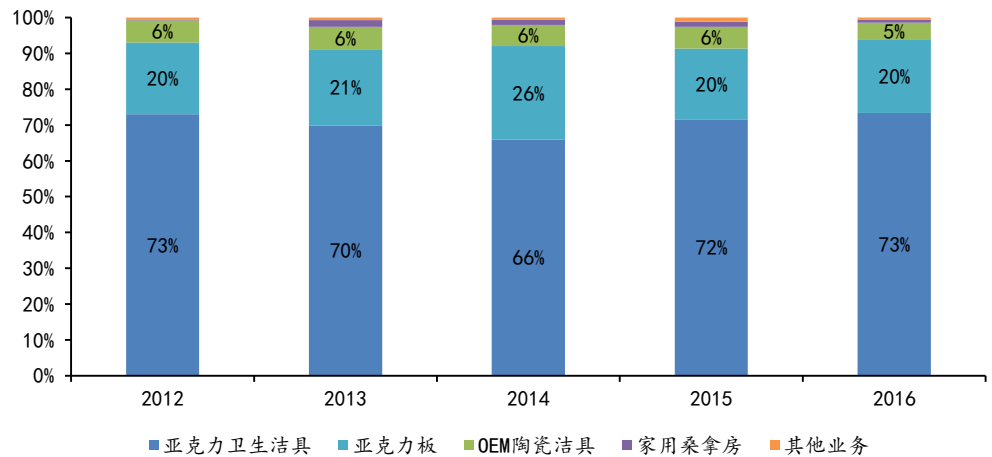
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司分析：立足细分市场，开启扩张之路

专注亚克力洁具细分市场，多样化产品提升客户体验

帝王洁具自 1995 年起即专注于压力洁具细分领域，深耕中高端市场。公司是国内进入亚克力洁具细分领域较早、产品品类最齐全的企业之一，同时也是西南地区最大的卫生洁具制造企业之一。亚克力卫生洁具占帝王营业收入 70% 左右，分为坐便器、浴室柜、浴缸、淋浴房四大品类。

图表22：帝王洁具收入结构



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

对比陶瓷洁具，亚克力洁具具有诸多优点，更符合消费升级的趋势。和传统卫生洁具相比，亚克力洁具不易滋生细菌、色彩丰富、维护方便、容易清洁，生产过程能耗少、污染低。帝王洁具亚克力洁具产品色彩丰富，能够满足消费者多样化的需求。公司不断推陈出新，并为客户提供颜色定制服务和五年质保服务，最大化提升客户体验。

图表23：帝王洁具提供多样化的产品

产品	款式
亚克力浴室柜	   
亚克力坐便器	   

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表24：帝王洁具每年新推出的产品数量（款）

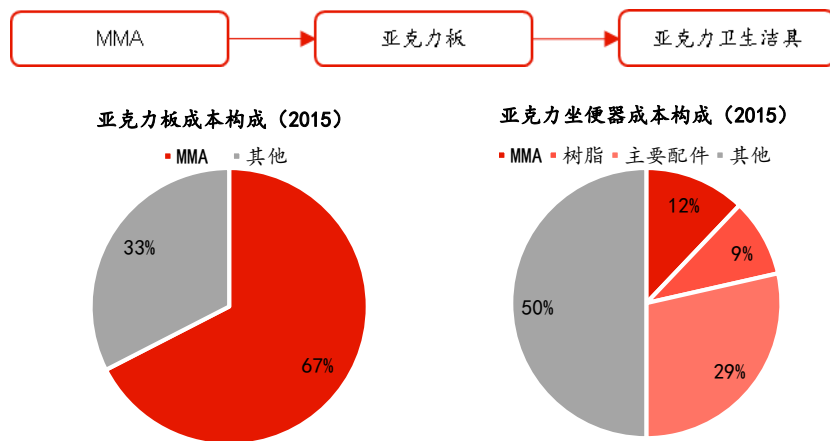
	2013	2014	2015	2016
亚克力坐便器	5	7	7	-
亚克力浴室柜	26	25	17	-
亚克力浴缸	2	1	1	-
亚克力淋浴房	-	16	22	-
合计	33	49	47	65

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

向上游原材料渗透，成本控制力强

亚克力板是生产亚克力卫生洁具的重要原料，公司 2009 年 10 月收购成都亚克力板业有限公司全部股份，完成了上游原材料的布局。亚克力板子公司在优先满足洁具生产自用的基础上对外销售。布局上游亚克力板有利于从源头控制产品质量，提升毛利率。

图表25： 亚克力洁具生产流程



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表26： 公司亚克力板用途

亚克力板	用途
卫生洁具专用板	主要供应本公司生产亚克力卫生洁具
声屏障	对外销售，主要用于高速铁路、高速公路的声屏障，起隔音作用
广告及装饰用板	对外销售，主要用于生产灯箱、广告牌、标识、门窗、鱼缸等产品

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

多管齐下推广助力品牌升级

公司依靠优质产品和销售服务网络，树立了品牌知名度，成为国内知名的卫生洁具生产企业之一。帝王洁具获得政府及相关部门、行业协会的认可，还作为主要起草单位编撰《非陶瓷类卫生洁具》(JC/T 2116-2012) 行业标准。

图表27： 帝王品牌所获荣誉

所获荣誉	评定单位
四川名牌产品	四川省人民政府
驰名商标	中华人民共和国国家工商行政管理总局商标局
2008 年四川省先进企业	四川省质量技术监督局
2008 中国厨卫行业最具影响力品牌	中国建筑装饰协会
中国卫浴行业二十年优秀品牌企业	全国工商联家具装饰业商会
中国绿色、环保、节能建材产品	中国建筑装饰装修材料协会

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

帝王加大推广投入，提高品牌影响力。公司的推广模式包括电视广告、车体广告等。车体广告有流动性、长时性的特点，中央电视台的广告投放有较高的影响力。公司还对经销商发生的广告费用给予价格折扣。

图表28： 中央电视台投放广告、车体广告



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

销售网络建设日益完善

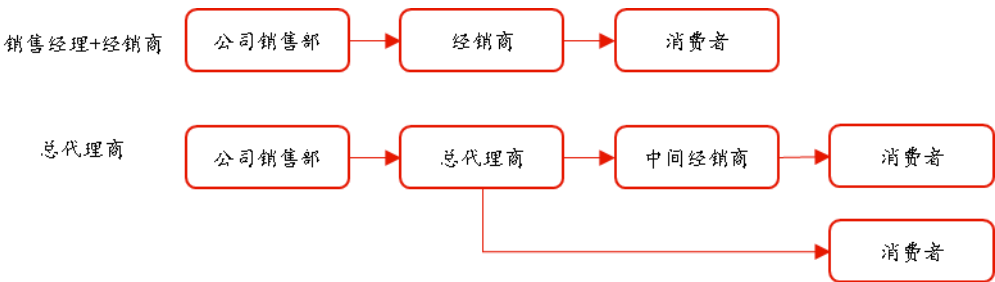
公司卫生洁具主要通过经销商进行销售，具体分为“销售经理+经销商模式”（在 28 个省份采用）和“总代理商模式”（在云南、贵州和江西三个省份采用）两种。其中，经销商一般不能发展下级分销商，而总代理可以自主开发和管理下级分销商。

图表29： 不同模式营业收入情况

模式	2013		2014		2015	
	销售收入(亿元)	比例(%)	销售收入(亿元)	比例(%)	销售收入(亿元)	比例(%)
经销商	3.0	78	3.3	73	3.0	78
直销	0.9	22	1.2	27	0.8	22

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表30： 帝王洁具经销渠道示意图



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

公司在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络，特别是在西南及华东部分地区，公司的销售网点已经深入到重点县域城市。截至 2016 年 6 月 30 日，公司有经销商 591 个，经销网点 906 个，其中华东、西南地区网点总数占比 57%，对公司销售收入的贡献达到 65%。2016 年末，经销商数量增至 634 家。

图表31：经销商布局

区域	2013	2014	2015
西南	113	124	126
华东	225	201	201
华北	72	85	75
华中	81	92	89
西北	36	35	37
东北	67	58	53
华南	15	11	10
合计	609	606	591

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

帝王洁具对于门店实施分层管理，共分为专卖店、品牌店、精品店和旗舰店，对省会城市及经济发达城市主要采取建设旗舰店、精品店形式，对县域城市采取品牌店形式。为拓展空白区域，公司将重点加强二、三线城市以及东北、华北、华中等区域省会城市和经济发达城镇的店面建设，计划三年内增加 540 个网点，力争终端店面覆盖全国主要县级及以上城市。

图表32：门店档次分布（截至 2015 年 12 月 31 日）

门店等级划分	旗舰店	精品店	品牌店	专卖店	合计
店面数（家）	70	240	331	265	906
占比	8%	26%	37%	29%	100%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

公司销售部每年开发新的经销商，建设新门店，淘汰没有竞争力的经销商、销售业绩差的门店，保障经销商的活力。近期帝王着重拓展二、三线城市，2013-2015 年每年新增的经销商中，一半以上是在原空白市场发展的新经销商。

图表33：经销商数量及变化情况

	2013	2014	2015	2016
新增	95	95	46	-
退出	62	98	61	-
期末	609	606	591	634

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

作为对线下经销商渠道的补充，公司加强电商、工厂和整体家装渠道的布局。2012 年，公司开始和电商平台合作，目前在天猫、京东设有旗舰店。为避免价格冲突、保护经销商的权益，实体店和网店的款式、价格有所不同。

图表34： 帝王洁具天猫旗舰店



帝王洁具官方旗舰店
股票代码：002798

帝王洁具PVC浴室柜组合现代简约小户型吊柜卫生间洗脸盆AC3113
帝王洁具 厂家直销 假一赔五 质保5年
商家承诺：购买“送货入户/上门安装”服务，未履行服务最高可获得400元赔付

价格 ¥3800.00-5000.00
促销价 **¥1599.00-2399.00**

运费 四川成都 至 深圳 罗湖区 桂园街道

月销量 **25** | 累计评价 **308** | 送天猫积分 **799**起

颜色分类
定制（定制其它颜色或规格，不足部分需补差价）

发货时间 预售商品,付款后 30 天内

数量 1 件 库存473件

服务 **送货入户并安装 ¥0.00**

资料来源：公司天猫旗舰店，华泰证券研究所

募投项目：突破产能瓶颈，优化销售网络

公司此次 IPO 募集资金总额 2.3 亿元，扣除发行费用 5476 万元之后，净额为 1.7 亿元。募集资金主要投向以下项目：

1. 年产 36 万台（套）亚克力洁具产能扩建项目，投资总额 1.7 亿元，拟投入募集资金 1.4 亿元，建设期 2 年。
2. 营销网络扩建项目，投资总额 4300 万元，拟投入募集资金 3300 万元，建设期 3 年。

图表35： 募投项目投资额度

募投项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金金额（亿元）	建设期
年产 36 万台（套）亚克力洁具产能扩建项目	1.7	1.4	2 年
营销网络扩建项目	0.4	0.3	3 年
合 计	2.1	1.7	

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

年产 36 万台（套）亚克力洁具产能扩建项目

公司生产线处于高负荷运转状态，2015 年公司亚克力卫生洁具平均产能利用率达到 80% 以上，产品产销率在 100% 左右。

图表36：帝王洁具产能及产销率变动情况

	项目	亚克力浴室柜 (万套)	亚克力坐便器 (万台)	亚克力浴缸 (万台)	亚克力淋浴房 (万套)
2013	产能	12.6	12.0	2.0	1.2
	产量	12.3	10.4	1.8	1.3
	销量	11.0	9.0	1.6	1.3
	产能利用率 (%)	98	87	91	105
	产销率 (%)	89	87	86	100
2014	产能	12.6	12.0	2.0	1.2
	产量	10.9	9.0	1.7	1.1
	销量	11.5	9.5	1.6	1.2
	产能利用率 (%)	87	75	87	95
	产销率 (%)	105	106	94	101
2015	产能	12.6	12.0	2.0	1.2
	产量	10.4	9.5	1.6	1.1
	销量	10.9	9.3	1.6	1.1
	产能利用率 (%)	82	79	81	93
	产销率 (%)	105	98	99	101

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

本项目新增亚克力坐便器生产线、浴室柜生产线、浴缸生产线和淋浴房生产线各一条，建设期两年，两年投入资金分别为 9700 万和 7000 万。项目建成后，亚克力坐便器新增产能 16 万台，浴室柜新增产能 15 万台。项目建成后，将新增固定资产 1.1 亿元，达产当年起每年新增折旧 652 万元。项目达产后，可年均新增销售收入 3.4 亿元，净利润 4829 万元。截至 2016 年底，该项目已经累计投入 8554 万元，投资进度完成 61%，预计 2017 年底可以投入使用。

图表37：年产 36 万台（套）亚克力洁具产能扩建项目

产品类型	拟新增产能（万台）	2015 年产能（万台）	扩建后产能（万台）
亚克力坐便器生产线	16	12	28
亚克力浴室柜生产线	15	12.6	27.6
亚克力浴缸生产线	3	2	5
亚克力淋浴房生产线	1.5	1.2	2.7
合计	36	27.8	63.8

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

营销网络扩建项目：优化网点布局，消化新增产能

该项目主要分为三个部分：建设 20 家办事处；升级现有管理信息系统；与经销商共建销售网点 540 家（其中 90 家旗舰店、240 家精品店、210 家品牌店），项目建设期为 3 年。公司目前渠道布局优势区域主要是西南和华东，未来新网点的布局将侧重东北、华北、华中等弱势区域。随着项目实施，公司营销网络的覆盖率提高，店面的地区分布、档次分布得以优化，有利于提升帝王品牌的影响力。以此同时，扩张渠道有助于消化新产能。截至 2016 年底，该项目累计投入 1083 万元，投资进度完成 33%。

图表38：营销网络扩建项目

	旗舰店（家）	精品店（家）	品牌店（家）	专卖店（家）	合计
2015 年底数量	70	240	331	265	906
拟新增店面	90	240	210	—	540
建设后店面	160	480	541	265	1446

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表39： 每平方米销售额

项 目	2013	2014	2015
公司卫生洁具全国销售情况(万元)	29,970	32,704	29,988
公司销售终端店面总面积(m ²)	132,054	141,056	145,145
每平方米销售额(元)	2,270	2,318	2,066

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

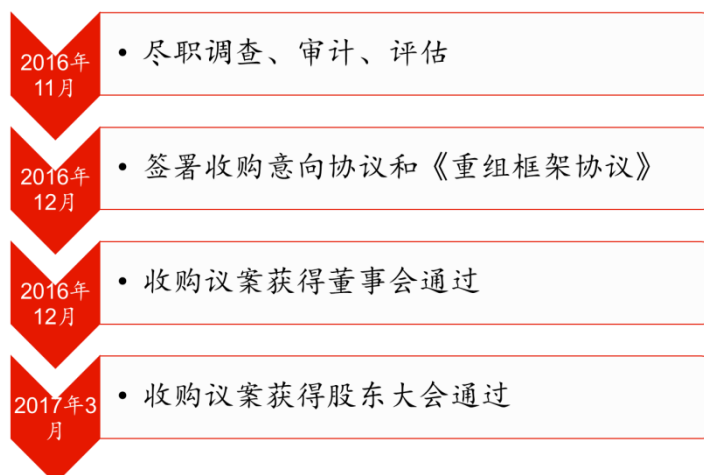
收购欧神诺，进入建筑陶瓷领域

帝王洁具拟以 19.7 亿元的对价收购欧神诺 98.4%的股权，其中 2.2 亿元以现金支付，其余以 52.29 元/股的价格发行 3337 万股支付。同时，公司拟向包括实际控制人刘进、陈伟、吴志雄三人在内的不超过 10 名投资者定增不超过 5.1 亿元募集配套资金。本次发行股份及支付现金购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，最终配套融资成功与否不影响本次发行股份及支付现金购买资产行为的实施。

图表40： 交易之后（不包括定增募集资金）的股权结构变化

股东名称	发行前（截至 2016.9.30）		发行后（不考虑配套融资）	
	持股数量（股）	占比	持股数量（股）	占比
刘进	18,391,854	21.29%	18,391,854	15.36%
陈伟	17,850,917	20.67%	17,850,917	14.91%
吴志雄	17,850,917	20.67%	17,850,917	14.91%
鲍杰军	-	-	13,830,964	11.55%
黄建起	-	-	8,175,663	6.83%
庞少机	-	-	2,162,454	1.81%
陈家旺	-	-	1,139,847	0.95%
丁同文	-	-	796,963	0.67%
黄磊	-	-	508,046	0.42%
陈细等其他 46 名交易对方	-	-	6,756,942	5.64%
其他股东	32,283,670	37.37%	32,283,670	26.96%
合计	86,377,358	100.00%	119,748,237	100.00%

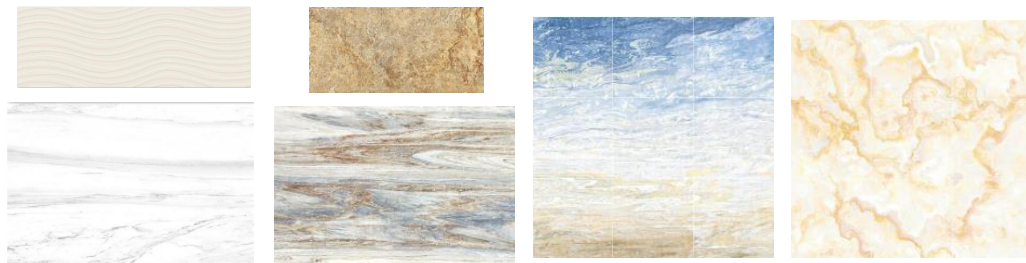
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41： 收购进度

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

帝王通过收购欧神诺进入中高端建筑陶瓷领域。佛山欧神诺陶瓷股份有限公司主营新型建筑材料产品，有 600 多个品种的高档建筑陶瓷制品，于 2014 年 4 月挂牌新三板。欧神诺以“节能降耗减排”的国家产业政策为导向，在复合环保型轻质隔热陶瓷与特种健康功能型材料方面取得了突破性进展并进入产业化阶段。欧神诺 2016 年上半年实现营收 6.8 亿，主要产品包括抛光砖、抛釉砖、瓷片等。

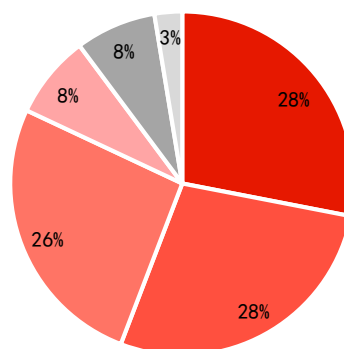
图表42： 欧神诺主要产品



资料来源：欧神诺官网，华泰证券研究所

图表43： 2016 年欧神诺收入结构

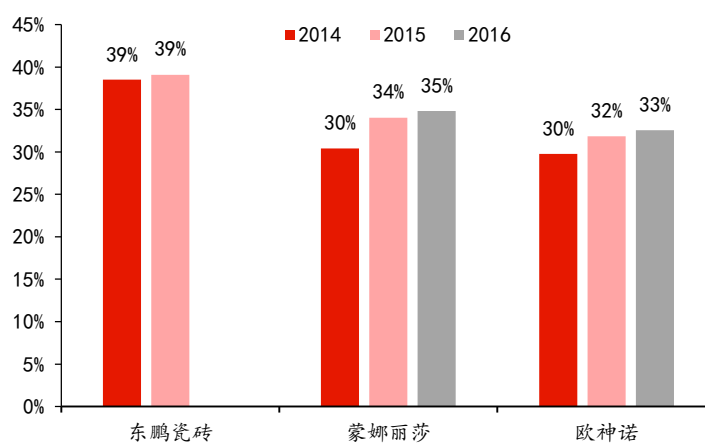
■ 抛光砖 ■ 抛釉砖 ■ 瓷片 ■ 配件等 ■ 仿古砖 ■ 抛晶砖



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

通过此次收购，帝王解决有望寻找新的利润增长点。我国陶瓷产业具备“大行业，小公司”的特点，中高端建筑陶瓷产业具备良好的前景。完成本次收购，帝王洁具将进一步深化公司在中高端建材板块的业务布局，发展卫生洁具和建筑陶瓷板块，提升公司业绩弹性。2008-2016 年，欧神诺营业收入复合增长率位 15%，归属于母公司利润复合增长率为 23%。欧神诺利润补偿期为 2017-2019 年，业绩承诺分别为实现净利润 1.6 亿元、1.9 亿元、2.3 亿元。

图表44： 主要瓷砖企业毛利率对比



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

欧神诺将和帝王洁具原有业务产生较好的协同。欧神诺在全国共有 1000 多家线下门店，遍布华南、华中、华东、东北等地。帝王洁具的现有市场主要集中在西南、华东地区。卫生洁具和建筑陶瓷的客户群具有重合性，若本次交易完成，帝王洁具和欧神诺将在产业、渠道、资本等方面开展深度合作。

盈利预测与估值

盈利预测

结合公司发展战略和经营情况，我们对公司的盈利预测做出如下假设：

1. 收入端：公司亚克力洁具品牌、质量领先，根据公司 2016 年年报，募投扩产项目预计将于 2017 年底建成。我们预计 2017-2018 年公司亚克力卫生洁具收入将提速，具体收入拆分请见下表。
2. 毛利率：随着公司收入增长，规模效应将更加显著，叠加产品品类优化的因素，我们预计公司产品毛利率将稳步提升。

图表45：分产品盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
浴室柜								
收入(百万元)	119	127	137	126	142	156	187	243
YoY		7%	8%	-8%	13%	10%	20%	30%
毛利率(%)	36.4%	38.2%	40.4%	37.2%	37.8%	37.9%	38.0%	38.2%
坐便器								
收入(百万元)	80	83	93	91	95	99	109	120
YoY		4%	13%	-3%	4%	5%	10%	10%
毛利率(%)	23.3%	26.6%	28.7%	29.0%	32.0%	32.5%	33.0%	33.5%
浴缸								
收入(百万元)	48	50	54	47	52	57	69	86
YoY		3%	9%	-12%	11%	10%	20%	25%
毛利率(%)	37.4%	37.9%	40.1%	36.7%	38.1%	38.2%	38.4%	38.6%
淋浴房								
收入(百万元)	11	12	13	13	18	20	24	30
YoY		13%	6%	1%	44%	10%	20%	25%
毛利率(%)	22.5%	27.6%	25.8%	22.9%	21.4%	21.6%	21.7%	22.0%
亚克力板								
收入(百万元)	71	82	118	77	85	94	101	106
YoY		17%	43%	-35%	11%	10%	8%	5%
毛利率(%)	24.6%	23.4%	19.8%	20.6%	17.3%	17.5%	18.0%	18.5%
OEM 陶瓷洁具								
收入(百万元)	21.94	24.32	26.61	23.56	29.05	32	35	36
YoY		11%	9%	-11%	23%	10%	8%	5%
毛利率(%)	35.8%	37.8%	34.2%	35.2%	36.9%	37.0%	37.2%	37.4%
家用桑拿房								
收入(百万元)	0.72	7.41	6.51	5.31	3.44	4	4	4
YoY		929%	-12%	-18%	-35%	10%	8%	5%
毛利率(%)	20.9%	29.2%	34.7%	34.2%	35.3%	35.4%	35.6%	36.8%
其他业务								
收入(百万元)	1.99	2.69	2.68	4.54	2.62	3	3	3
YoY		35%	0%	69%	-42%	0%	0%	0%
毛利率(%)	65.8%	75.2%	75.4%	84.6%	76.6%	75.0%	75.0%	75.0%
合计								
收入(百万元)	352	388	451	387	427	465	532	630
YoY		10%	16%	-14%	10%	9%	14%	18%
毛利(百万元)	109	125	144	123	136	149	173	210
毛利率(%)	30.9%	32.2%	31.9%	31.8%	31.9%	32.1%	32.6%	33.3%

资料来源：华泰证券研究所

根据模型测算，帝王洁具 2017-2019 年收入同比增速分别为 9%、14%、18%，归母净利润同比增速分别为 17%、10%、14%，EPS 分别为 0.69、0.76、0.87 元。

估值比较

根据模型测算，帝王洁具 2017-2019 年 EPS 分别为 0.69、0.76、0.87 元。目前 A 股可比上市公司为瑞尔特和海鸥卫浴（惠达卫浴为新股，不做估值对比），盈利预测参考 Wind 一致性预测，可比公司 2017 年平均 PE 为 28 倍。若考虑收购欧神诺，则 2017 年帝王洁具原有业务贡献利润 5949 万元，欧神诺备考利润 1.63 亿元（采用业绩承诺作为备考利润），合计利润 2.22 亿元。考虑到行业景气程度和公司经营情况，给予 2017 年 25-28 倍 PE 估值，对应市值 55.50-62.16 亿元。同时，股份收购将新增股本 3337 万股，定增将新增不超过 1728 万股，总股本将变为不超过 1.37 亿股，对应合理股价中枢为 40.50-45.36 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表46：可比公司估值（2017 年 6 月 5 日）

代码	名称	总市值（百万元）	净利润（百万元）			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002790.SZ	瑞尔特	5,110	226	283	343	22.61	18.06	14.90
002084.SZ	海鸥卫浴	3,833	119	174	226	32.28	22.09	16.94
平均值						27.45	20.08	15.92

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

1. 市场竞争加剧：

我国卫生洁具生产企业众多，帝王洁具主要定位中高端产品，主要市场被知名外资企业占据，仅有少数几家知名本土卫生洁具企业有实力参与该市场的竞争。随着未来国际或本土知名卫生洁具企业的扩张，中高端卫生洁具的市场竞争有可能进一步加剧。同时，知名企业有可能凭借研发优势进入亚克力卫生洁具细分领域和公司形成正面竞争。

2. 原材料价格波动风险：

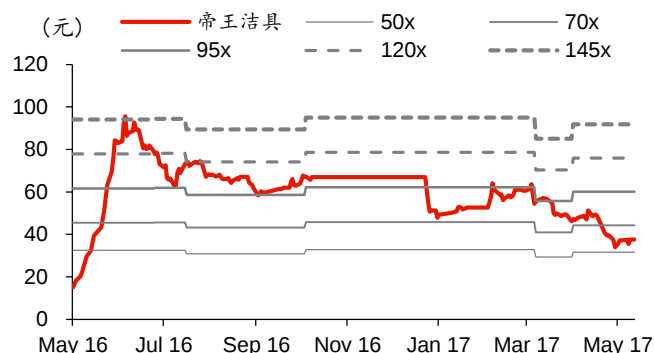
公司主要原材料为 MMA，主要参考华东地区 MMA 每日鲜活市场报价确定，原材料价格持续呈现波动态势，对公司成本原理造成一定压力。如果 MMA 价格处于上涨周期，而公司产品价格不能随之上调，可能会影响公司的盈利能力。

3. 新增产能消化风险：

公司 IPO 募投项目将新建年产 36 万台（套）亚克力洁具产能，如果公司下游市场出现变化，对卫生洁具产品的需求放缓，新建产能有可能不能及时消化。

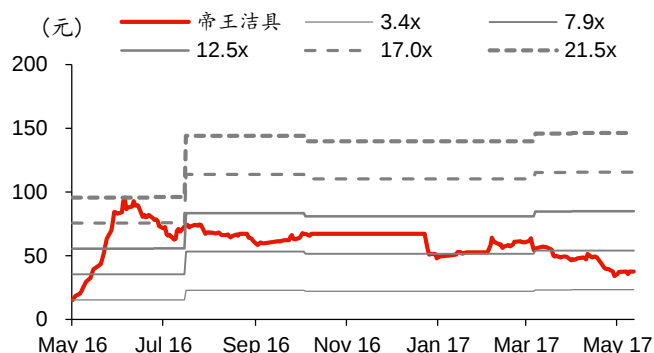
PE/PB - Bands

图表47：帝王洁具历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48：帝王洁具历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	297.09	482.25	489.02	488.47	529.44
现金	115.03	109.93	160.35	111.06	111.25
应收账款	74.02	104.30	101.04	115.77	140.02
其他应收账款	1.14	1.11	1.31	1.50	1.76
预付账款	13.34	9.03	11.86	12.69	15.15
存货	90.66	91.88	102.35	116.53	135.39
其他流动资产	2.90	166.00	112.11	130.91	125.87
非流动资产	167.28	175.30	210.71	257.58	311.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	127.99	124.16	165.40	213.40	267.57
无形资产	27.19	26.80	25.48	24.13	22.80
其他非流动资产	12.10	24.34	19.82	20.06	20.80
资产总计	464.37	657.55	699.72	746.05	840.60
流动负债	73.01	67.80	76.91	84.99	136.17
短期借款	2.00	0.00	0.67	3.36	45.47
应付账款	17.69	25.27	26.44	29.88	34.62
其他流动负债	53.32	42.53	49.80	51.76	56.08
非流动负债	3.83	3.95	3.44	3.74	3.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.83	3.95	3.44	3.74	3.71
负债合计	76.84	71.75	80.35	88.73	139.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	64.78	86.38	86.38	86.38	86.38
资本公积	77.56	229.52	229.52	229.52	229.52
留存公积	245.19	269.90	303.48	341.42	384.83
归属母公司股	387.52	585.80	619.37	657.32	700.72
负债和股东权益	464.37	657.55	699.72	746.05	840.60

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	62.14	31.33	118.49	28.01	54.76
净利润	53.42	50.63	59.49	65.46	74.75
折旧摊销	10.87	13.89	9.52	12.83	16.65
财务费用	(0.25)	(1.51)	(5.57)	(5.47)	(2.78)
投资损失	0.00	(1.88)	(1.25)	(1.46)	(1.39)
营运资金变动	(5.37)	(36.50)	56.13	(44.82)	(33.85)
其他经营现金	3.46	6.70	0.17	1.46	1.38
投资活动现金	(8.05)	(181.92)	(48.39)	(57.94)	(68.12)
资本支出	18.11	22.75	50.00	60.00	70.00
长期投资	0.00	161.20	0.21	(0.07)	0.02
其他投资现金	10.06	2.04	1.82	1.99	1.91
筹资活动现金	(11.98)	145.63	(19.68)	(19.35)	13.55
短期借款	(10.50)	(2.00)	0.67	2.69	42.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	21.60	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	151.96	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1.48)	(25.93)	(20.34)	(22.04)	(28.57)
现金净增加额	42.10	(4.96)	50.42	(49.29)	0.19

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	386.93	427.46	465.21	532.24	629.63
营业成本	263.70	291.12	315.93	358.81	419.68
营业税金及附加	2.75	4.69	3.92	4.71	5.93
营业费用	54.95	62.60	68.53	79.30	94.45
管理费用	28.82	32.19	34.90	39.98	47.28
财务费用	(0.25)	(1.51)	(5.57)	(5.47)	(2.78)
资产减值损失	3.01	5.42	4.62	4.89	4.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.88	1.25	1.46	1.39
营业利润	33.95	34.82	44.12	51.49	61.67
营业外收入	27.06	22.12	23.77	23.22	23.40
营业外支出	0.06	0.22	0.17	0.19	0.18
利润总额	60.96	56.71	67.72	74.52	84.89
所得税	7.53	6.08	8.23	9.06	10.14
净利润	53.42	50.63	59.49	65.46	74.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	53.42	50.63	59.49	65.46	74.75
EBITDA	44.57	47.20	48.07	58.85	75.54
EPS (元)	0.62	0.59	0.69	0.76	0.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(14.19)	10.47	8.83	14.41	18.30
营业利润	(11.62)	2.57	26.72	16.69	19.78
归属母公司净利润	19.90	(5.22)	17.49	10.03	14.20
获利能力 (%)					
毛利率	31.85	31.90	32.09	32.59	33.35
净利率	13.81	11.84	12.79	12.30	11.87
ROE	13.79	8.64	9.60	9.96	10.67
ROIC	11.09	6.53	7.63	7.57	8.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.55	10.91	11.48	11.89	16.64
净负债比率 (%)	2.60	0	0.83	3.78	32.51
流动比率	4.07	7.11	6.36	5.75	3.89
速动比率	2.77	5.70	4.97	4.32	2.85
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.76	0.69	0.74	0.79
应收账款周转率	5.09	4.61	4.33	4.78	4.77
应付账款周转率	10.66	13.55	12.22	12.74	13.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.59	0.69	0.76	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.36	1.37	0.32	0.63
每股净资产(最新摊薄)	4.49	6.78	7.17	7.61	8.11
估值比率					
PE (倍)	61.54	64.93	55.27	50.23	43.98
PB (倍)	8.48	5.61	5.31	5.00	4.69
EV_EBITDA (倍)	70.80	66.86	65.64	53.62	41.77

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com