

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 50.06  
合理价格区间(元): 53.00~58.30

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

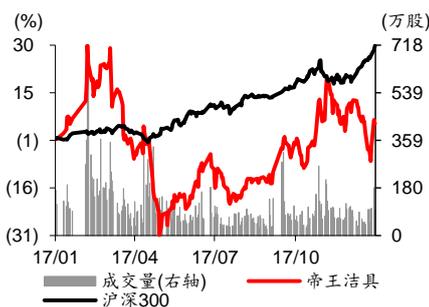
**张前** 执业证书编号: S0570517120004  
研究员 0755-82492080  
zhang\_qian@htsc.com

**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

相关研究

1《帝王洁具(002798,增持): 亚克力卫浴领军者, 开启扩张之路》2017.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 欧神诺纳入版图, 工装有望放量

### 帝王洁具(002798)

#### 核心观点: 双主业正式起航, 欧神诺工装有望放量

帝王收购欧神诺已经正式完成, 此次收购将显著增厚上市公司业绩。我们认为, 随着精装房的推进, 工装将成为瓷砖企业越来越重要的渠道, 欧神诺已经具备很强的先发优势。随着地产行业份额向龙头集中, 上游瓷砖供应商的集中度也有望提升。欧神诺现有客户方面, 碧桂园、万科、恒大销售面积快速增长, 为订单增长奠定基础。新客户方面, 欧神诺还将继续拓展其他龙头地产客户。欧神诺新增产能即将逐步落地, 公司将进入发展快车道。考虑欧神诺 2018 年并表, 测算公司 2017-2019 年归母净利润分别为 0.59、3.54、4.59 亿元, 维持“增持”评级。

#### 欧神诺收购正式完成, 配套资金募集尘埃落定

截至 2018 年 1 月 5 日, 欧神诺 98.4% 股权的过户手续已经办理完成。2017 年 10 月, 帝王已用自有资金收购了欧神诺 1.6% 的股权。两次交易之后, 帝王洁具已经持有欧神诺 99.99% 的股权, 且上市公司的实际控制人不发生改变。公司向帝王洁具实际控制人、博时基金、兴全基金以 47.18 元的价格发行 963 万股, 募集资金 4.5 亿元, 目前定增事项也已完成。

#### 欧神诺工装渠道有望放量

行业层面来看, 随着精装房占比的逐步提升, 工装渠道对于瓷砖企业来说将成为越来越重要的渠道, 欧神诺自 2011 年就切入了工装, 有很强的先发优势 (2016 年欧神诺工程业务占营收比重为 57%, 主要竞争对手蒙娜丽莎、东鹏控股分别为 53%、19%)。出于对品牌形象和客户体验的考虑, 中高端的瓷砖企业将成为地产商的首选供应商。我们认为, 随着下游地产行业的份额向龙头公司集中, 瓷砖行业的集中度也有望逐步提升。公司主要客户碧桂园、万科、恒大 (2017H1 三者合计占到欧神诺工装渠道收入的 95%) 增长速度较快; 除此之外, 欧神诺还将继续拓展其他地产客户。

#### 洁具主业预计将保持稳定增长

帝王原有洁具主业有较强竞争力, 随着产品品类的丰富、渠道的稳步扩张, 公司收入有望继续保持增长, 2017H1 洁具主业营收/净利润同比增速分别实现 17%、39%。公司 IPO 募投项目包括产能建设和渠道扩张, 随着项目的逐步落地, 有望打开洁具业务发展空间。

#### 欧神诺工装渠道有望放量, 维持“增持”评级

我们预测, 帝王洁具 2017-2019 年归母净利润分别为 0.59、3.54、4.59 亿元 (上次预测 0.59、0.65、0.75 亿元, 上调盈利预测主要由于 2018 年欧神诺并表)。参照可比公司 2018 年平均 PE 估值 20 倍, 考虑到帝王洁具的成长空间和业绩增速, 给予帝王洁具 2018 年 20-22 倍 PE 估值, 对应目标价格区间为 53.00-58.30 元 (前值 40.50-45.36 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 主要地产客户销售不达预期; 市场竞争加剧。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	133.37
流通 A 股 (百万股)	32.06
52 周内股价区间 (元)	33.90-64.10
总市值 (百万元)	6,855
总资产 (百万元)	777.00
每股净资产 (元)	5.04

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	501.74	3,760	5,118
+/-%	(14.19)	10.47	17.38	649.41	36.12
归属母公司净利润 (百万元)	53.42	50.63	58.52	353.95	459.14
+/-%	19.90	(5.22)	15.57	504.89	29.72
EPS (元, 最新摊薄)	0.40	0.38	0.44	2.65	3.44
PE (倍)	124.97	131.86	114.10	18.86	14.54

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

并购完美收官，欧神诺正式纳入帝王版图 .....	4
欧神诺是我国瓷砖领先企业 .....	5
瓷砖行业：大行业小公司，中高端提升空间大 .....	9
欧神诺工程端有望放量 .....	11
率先切入工装渠道，优势突出 .....	11
全装房趋势渐起 .....	11
品牌瓷砖企业受益地产集中度提升 .....	12
核心客户增速较高，为欧神诺订单增长奠定基础 .....	13
打开产能瓶颈，步入快车道 .....	14
欧神诺零售端：线上线下齐发力，有望和帝王产生协同 .....	16
洁具主业：有望保持稳定增长 .....	18
帝王洁具：卫浴细分行业龙头 .....	18
产品品类丰富，议价能力强 .....	19
股权激励绑定高管利益 .....	21
盈利预测与估值讨论 .....	22
盈利预测 .....	22
估值讨论 .....	23
PE/PB-Bands .....	24
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1： 并购完成后帝王洁具股权结构图（不考虑配套融资） .....	4
图表 2： 本次交易募集配套资金用途 .....	4
图表 3： 2017 年度陶瓷十大品牌 .....	5
图表 4： 欧神诺销售费用率 .....	5
图表 5： 欧神诺“卡萨罗”登上纽约时代广场大屏幕 .....	5
图表 6： 欧神诺营收及同比增速 .....	6
图表 7： 欧神诺归母净利及同比增速 .....	6
图表 8： 蒙娜丽莎营收及同比增速 .....	6
图表 9： 蒙娜丽莎归母净利及同比增速 .....	6
图表 10： 东鹏控股营收及同比增速 .....	6
图表 11： 东鹏控股归母净利润及同比增速 .....	6
图表 12： 主要瓷砖品种介绍 .....	7
图表 13： 欧神诺分产品营收占比 .....	7
图表 14： 欧神诺分产品毛利率 .....	7
图表 15： 欧神诺多样化的瓷砖产品 .....	7
图表 16： 主要瓷砖企业毛利率对比 .....	8
图表 17： 主要瓷砖企业净利率对比 .....	8

图表 18: 我国瓷砖产量及同比.....	9
图表 19: 我国瓷砖产能及产能利用率.....	9
图表 20: 我国瓷砖产量分布 (2016 年) .....	9
图表 21: 我国主要瓷砖企业市占率(收入口径) .....	10
图表 22: 我国中高端瓷砖收入占比 .....	10
图表 23: 主要瓷砖企业销售渠道对比.....	11
图表 24: 欧神诺获得优秀供应商相关荣誉.....	11
图表 25: 我国与发达国家全装修产业发展对比 .....	12
图表 26: 我国推广住宅全装修政策一览 .....	12
图表 27: 我国房地产行业集中度 .....	13
图表 28: 欧神诺工程业务主要地产客户占比.....	13
图表 29: 碧桂园销售面积及增速 .....	13
图表 30: 万科销售面积及增速.....	14
图表 31: 恒大销售面积及增速.....	14
图表 32: 主要瓷砖企业资产负债率对比 .....	14
图表 33: 主要瓷砖企业产能对比 (万平方米) (2016 年) .....	14
图表 34: 欧神诺外协采购金额及占比.....	15
图表 35: 产能扩建计划.....	15
图表 36: 主要瓷砖企业现有经销商及门店对比 .....	16
图表 37: 2016 年主要瓷砖企业区域收入结构对比 .....	16
图表 38: 2017 年双十一天猫瓷砖类目排行榜 .....	17
图表 39: “欧神诺在线” 服务流程 .....	17
图表 40: “欧神诺在线” 云商平台模式图例.....	17
图表 41: 公司营收及同比.....	18
图表 42: 公司归母净利润及同比 .....	18
图表 43: 卫生洁具主要上市企业毛利率对比.....	18
图表 44: 卫生洁具主要上市企业净利率对比.....	18
图表 45: 分产品收入占比.....	19
图表 46: 分区域收入占比.....	19
图表 47: 亚克力洁具与陶瓷洁具对比特点.....	19
图表 48: 公司新开发产品数 .....	20
图表 49: 公司研发投入占营收比重 .....	20
图表 50: 2015 年帝王洁具与惠达卫浴产品均价对比 (元) .....	20
图表 51: 公司分产品毛利率 .....	20
图表 52: 华东市场 MMA 市场价 (主流价) .....	20
图表 53: 亚克力板成本构成 (2015 年) .....	20
图表 54: 公司限制性股票激励计划授予情况.....	21
图表 55: 帝王洁具分产品盈利预测 .....	23
图表 56: 可比公司估值对比 (2018 年 1 月 25 日, 参照 wind 一致性预期) .....	24
图表 57: 帝王洁具历史 PE-Bands .....	24
图表 58: 帝王洁具历史 PB-Bands .....	24

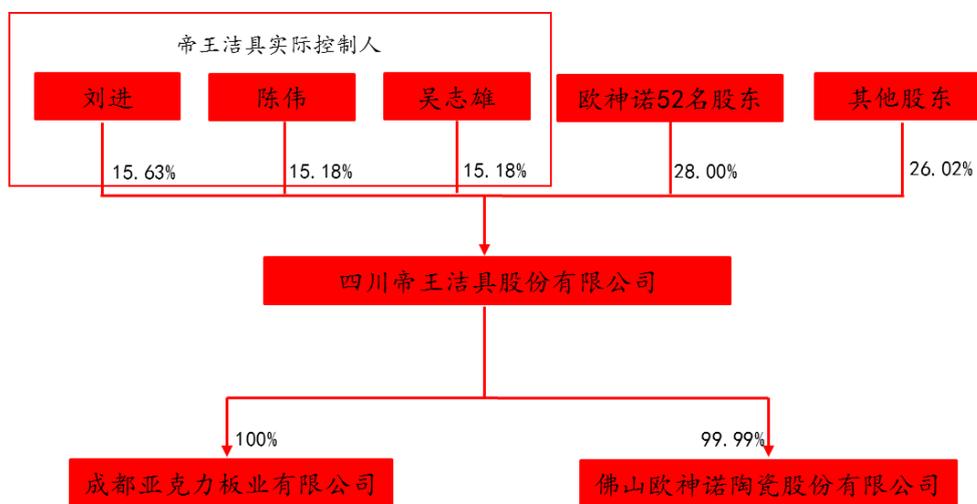
## 并购完美收官，欧神诺正式纳入帝王版图

帝王洁具以“股份+现金”的方式作价 19.68 亿元收购欧神诺 98.4%的股权。其中发行股份数量合计 3356.35 万股，发行价格为 51.99 元/股，其余 2.2 亿元以现金支付。截至 2018 年 1 月 5 日，本次交易标的的过户手续已办理完成，欧神诺 98.4%股权已过户至帝王洁具名下。

2017 年 9 月 30 日，帝王洁具发布公告，拟以自有资金 3213.7 万元收购鲍杰军持有的欧神诺 1.6%股权（合计 237.70 万股）。2017 年 10 月 17 日，双方完成这部分的股份转让价款支付及股份转让交割。

通过这两次收购，帝王洁具持有欧神诺 99.99%股权，欧神诺变成帝王洁具的控股子公司。收购之后，刘进、陈伟、吴志雄三位自然人股东（三人为一致行动人）合计仍持有帝王洁具 46%的股份，上市公司的控制权不变。

图表1： 并购完成后帝王洁具股权结构图（不考虑配套融资）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

通过此次收购，我们认为帝王洁具的利润将得到显著的增厚（欧神诺的业绩承诺是 2017-2019 年扣非后净利分别达到 1.63 亿、1.92 亿、2.28 亿元；帝王洁具 2016 年归母净利润 5063 万元），同时公司正式进入了瓷砖领域。

现金+股份收购欧神诺的同时，以 47.18 元/股的价格向包括帝王实际控制人刘进、陈伟、吴志雄在内的 5 名投资者定增 4.5 亿，其中，实际控制人合计认购金额 2.5 亿元。配套资金拟用于支付购买标的资产的现金对价、支付本次交易相关中介机构费用及欧神诺大规模自动化生产线扩建项目。

图表2： 本次交易募集配套资金用途

序号	项目	金额（万元）
1	支付本次交易中的现金对价	22277.39
2	支付本次交易相关中介机构费用	3460.00
3	大规模自动化生产线扩建项目	19712.73

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 欧神诺是我国瓷砖领先企业

欧神诺主要定位中高端市场，拥有行业知名品牌“欧神诺”。2016-2017年，欧神诺连续两年荣获由中国建筑装饰协会评选的“年度陶瓷十大品牌”、“年度瓷片十大品牌”，2017年还荣获“年度抛光砖十大品牌”、“年度微晶石十大品牌”等奖项。

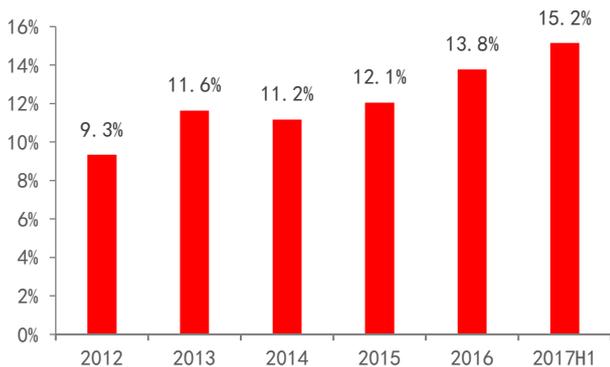
图表3：2017年度陶瓷十大品牌



资料来源：中国建筑装饰协会、华泰证券研究所

欧神诺采取主动营销策略，积极提升品牌知名度。近年来公司加大营销投入，销售费用率持续提升，已从2012年的9.3%提升至2017上半年的15.2%。欧神诺推出的新产品“卡萨罗”系列瓷砖在2017国庆期间登上纽约时代广场纳斯达克大屏幕，向全世界展示欧神诺高品质瓷砖魅力。“卡萨罗”还在2017年中国家居产业品牌创新峰会上荣获“设计创新产品奖”、“影响中国中产阶级生产生活方式优秀家居产品”两项大奖。

图表4：欧神诺销售费用率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

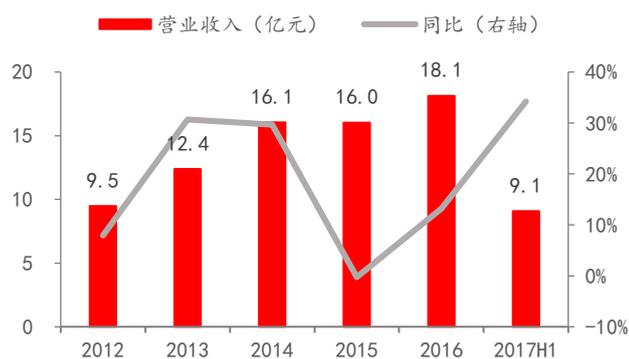
图表5：欧神诺“卡萨罗”登上纽约时代广场大屏幕



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

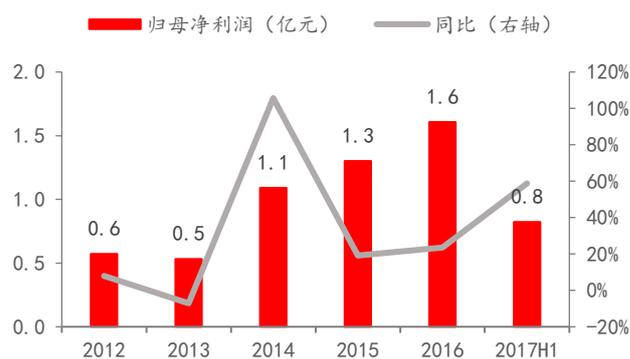
随着零售渠道的扩张和工装渠道的放量，欧神诺的收入规模持续增长。2012-2016年，欧神诺保持较快的营收增长（2015年出现负增长是由于其转让子公司广东特地，不再并表），复合增长率达到18%。2017H1，欧神诺延续高增长，实现营收9.1亿，同比增长34.2%。2012-2016年，欧神诺归母净利润从0.6亿提高至1.6亿，复合增速29.5%。2017H1，欧神诺利润增长势头不减，实现归母净利润0.8亿，同比增长58.8%。

图表6: 欧神诺营收及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 欧神诺归母净利润及同比增速



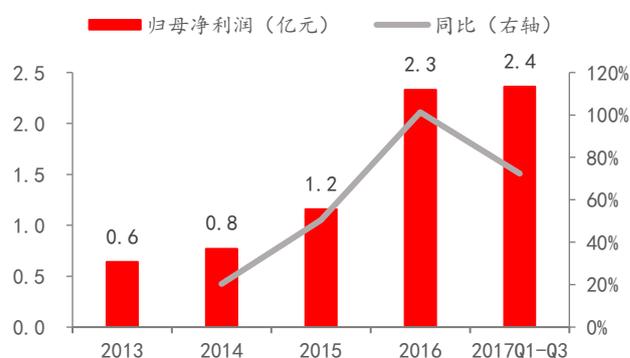
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 蒙娜丽莎营收及同比增速



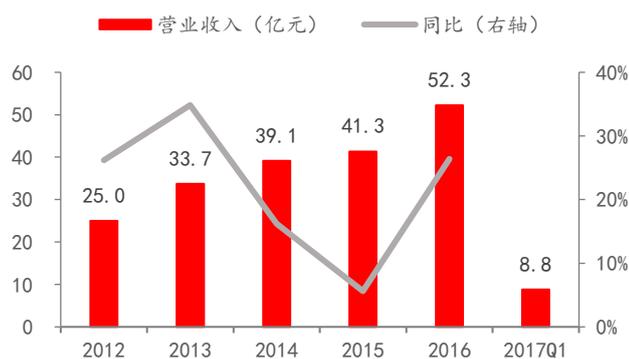
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 蒙娜丽莎归母净利润及同比增速



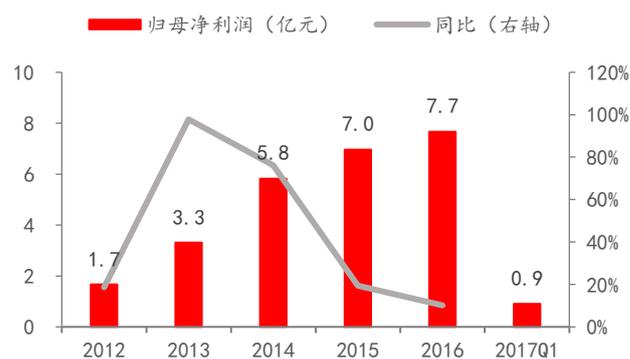
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 东鹏控股营收及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 东鹏控股归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

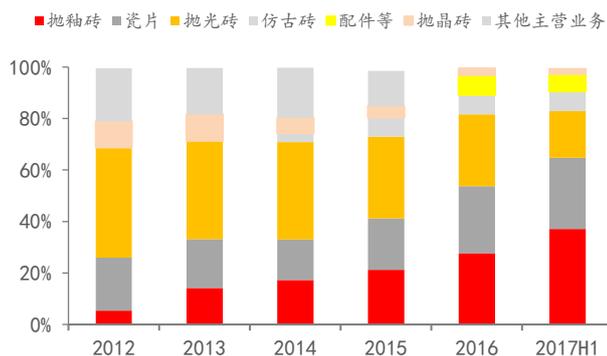
公司产品结构不断优化，高毛利产品占比逐步提升。欧神诺产品结构中，毛利率较高的抛釉砖、仿古砖增长迅速，占比提升显著。2012-2016年间，抛釉砖营收占比从5.4%提升至27.7%，仿古砖营收占比则从0提升至7.6%。抛釉砖和仿古砖均属于釉面砖，相较于瓷片、抛光砖而言，美观度更佳，价格也相对昂贵。

图表12: 主要瓷砖品种介绍

产品	简介	优点	缺点
瓷片	吸水率大于10%而小于20%，一般用来做墙面的陶质砖	质地轻，价格便宜	强度最低，吸水率高，耐久性差
抛光砖	经过机械研磨、抛光，表面呈镜面光泽的瓷质陶瓷砖	坚硬耐磨、耐腐蚀，价格适中	花色和款式相对单一，美观性不及抛釉砖
抛釉砖	一种可以在釉面进行抛光的新型釉面产品，表面一般为透明面釉，集抛光砖与仿古砖优点于一体	花色品种繁多，立体感强、透明性高	相对无釉砖，硬度、耐磨性能低，价格较高
仿古砖	通过施釉、印花、专门模仿各类纹理的陶瓷砖	相较抛釉砖，其花纹、色彩更多变，防滑性好	光度较低、不易清洁、价格较高
抛晶砖	以陶瓷材料为基体，在特定的工艺技术条件下将微晶玻璃复合在陶瓷基体上的新型高档建筑装饰材料	表面光亮如镜，吸水率低，耐磨耐压，耐酸碱	加工难度高、价格昂贵

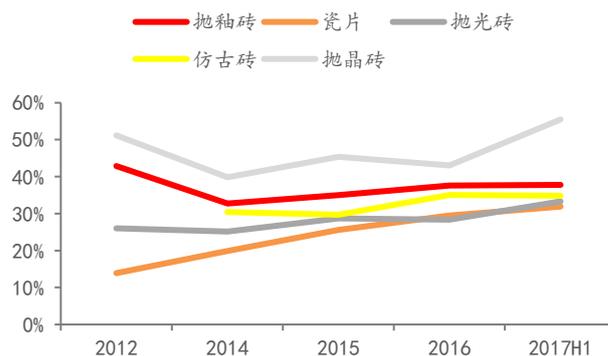
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表13: 欧神诺分产品营收占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14: 欧神诺分产品毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

由于瓷砖需要满足消费者个性化的审美需求，因此产品的品种较多，欧神诺产品品种达到800个以上。不同的规格、花色，需要不同批次生产，批次间的转换会降低生产效率，同时造成单位成本增加。随着订单规模的提升，单批次的产量增加，我们认为欧神诺的规模效应将逐渐提升。尤其是工装渠道所需产品更加标准化，单一客户的订单量大，随着工装渠道的放量，规模效应将显著提升。

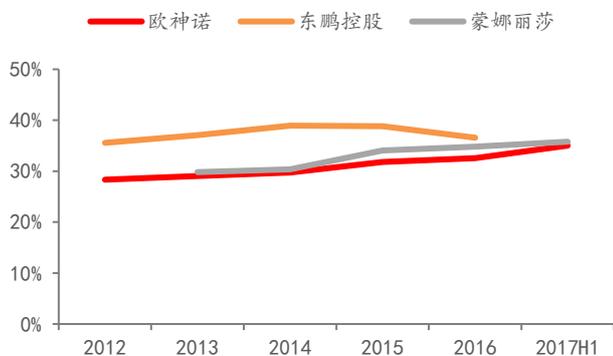
图表15: 欧神诺多样化的瓷砖产品

瓷砖分类	工程特供 抛晶砖 抛釉砖 抛光砖 仿古亚光砖 釉面瓷片
空间分类	客厅 餐厅 卧室 书房 厨房 卫浴 玄关 阳台 酒店 其他
风格分类	现代简约 欧式 中式 新古典 地中海 美式田园 东南亚 日式 其他
产品规格	800x800 600x600 1000x1000 1200x600 900x600 600x300 300x300 800x150 150x150 165x165 330x330 60x45 100x60 100x50 100x30
产品色系	

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

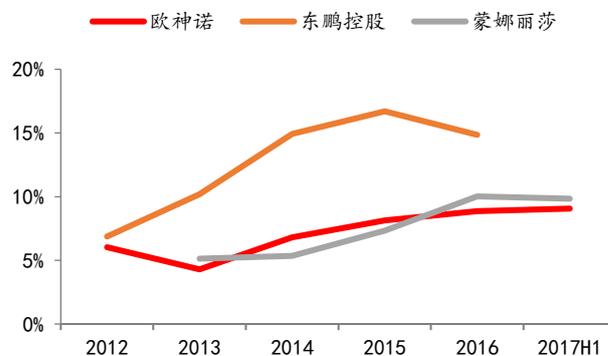
随着产品结构的改善和规模效应的增强，欧神诺的盈利能力随之提升。2012-2016 年，公司毛利率持续提升，从 28.3% 提升至 32.5%，2017H1 达 35.0%。2012 年公司净利率为 6.0%，2013 年由于公司大幅增加广告投入，销售费用率提升 2.3%，公司净利率下滑至 4.3%，此后公司净利率触底回升，2017H1 达 9.1%。

图表16: 主要瓷砖企业毛利率对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 主要瓷砖企业净利率对比

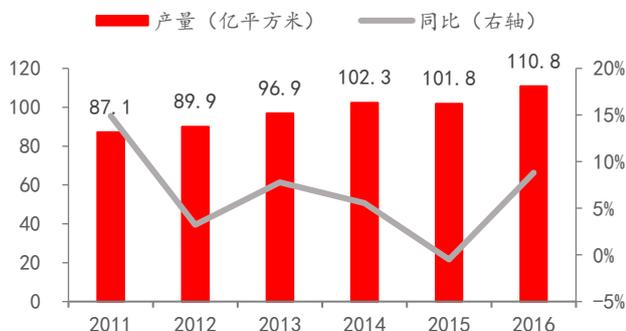


资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 瓷砖行业：大行业小公司，中高端提升空间大

2011-2016年，我国瓷砖市场总体保持稳定增长。根据智研咨询数据，2011-2016年，我国瓷砖产量从87.1亿平方米增长至110.8亿平方米，复合增长率为4.9%，产能利用率保持在70%以上。我国瓷砖产业主要集中在广东、福建、江西一带，2016年三省瓷砖产量占比分别为23%、23%、10%，合计56%。

图表18：我国瓷砖产量及同比



资料来源：智研咨询、华泰证券研究所

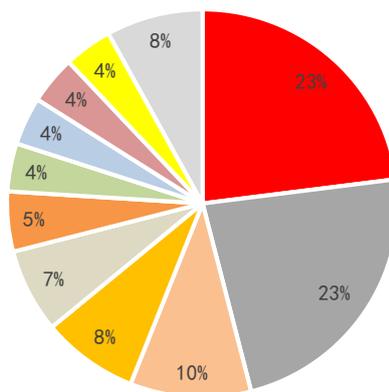
图表19：我国瓷砖产能及产能利用率



资料来源：智研咨询、华泰证券研究所

图表20：我国瓷砖产量分布（2016年）

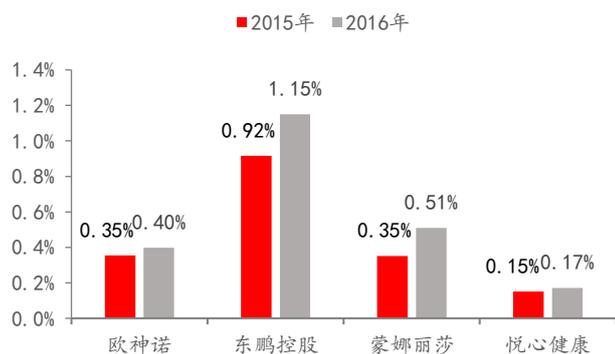
广东 福建 江西 山东 四川 广西 辽宁 河南 湖北 陕西 其他



资料来源：广东陶瓷协会、华泰证券研究所

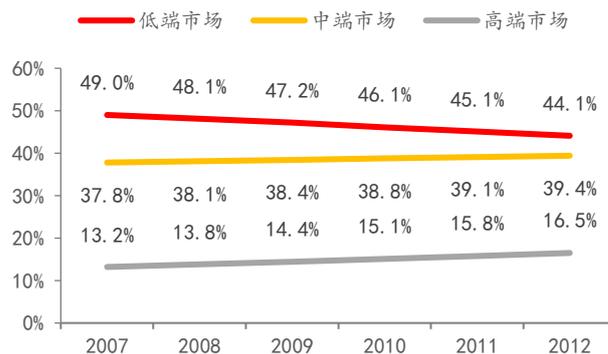
瓷砖行业呈现“大行业、小公司”的格局，消费升级趋势下，我们认为瓷砖行业集中度提升是大势所趋。根据广东陶瓷协会发布的《2014-2016年建筑卫生陶瓷行业发展报告》，截至2016年底，我国拥有规模以上瓷砖企业1432家，实现营业收入4550亿元，但行业内规模最大的企业东鹏控股的市占率仅为1.2%。近年来，行业内部分渠道建设落后、缺少自主品牌且技术研发薄弱的企业逐步退出市场，中高端品牌市占率逐步提升。根据智研咨询数据，我国高端瓷砖市场收入占比从2007年的13.2%提升至2012年的16.5%，同时低端瓷砖从49.0%下降至44.1%。预计在消费升级浪潮下，中高端市场容量有望持续扩张，市场份额将加速向行业内的一线品牌集中。

图表21: 我国主要瓷砖企业市占率(收入口径)



资料来源: Wind、广东陶瓷协会、华泰证券研究所

图表22: 我国中高端瓷砖收入占比



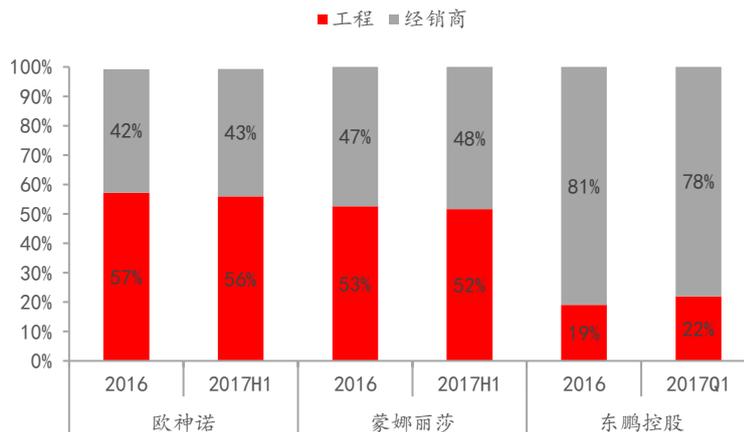
资料来源: 智研咨询、华泰证券研究所

## 欧神诺工程端有望放量

### 率先切入工装渠道，优势突出

2011 年，欧神诺率先切入工装渠道，与碧桂园、万科、恒大等知名地产企业开展合作，至今已积累了丰富的客户资源及项目经验。2016 年欧神诺工程业务占营收比重为 57%，主要竞争对手蒙娜丽莎、东鹏控股分别为 53%、19%（马可波罗是非上市公司公开数据较少）。

图表23：主要瓷砖企业销售渠道对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

欧神诺凭借其优秀的产品质量、良好的品牌形象及强大的综合竞争力，已获得多项优秀供应商称号。在中国房地产业协会评选的中国房地产 500 强首选供应商及服务品牌榜单中，欧神诺连续多年位列建筑陶瓷类前十名，其中 2016、2017 年分别以 12%、11% 的品牌首选率位列榜单第 5 名、第 6 名。

图表24：欧神诺获得优秀供应商相关荣誉

荣誉称号	评选单位
2017 年度中国家装行业优秀合作材料品牌金钻奖	全国工商联家具装饰业商会家装专委会
2017 年中国房地产 500 强首选供应商及服务品牌建筑陶瓷类 NO.6	中国房地产业协会
2016 年中国房地产 500 强首选供应商及服务品牌建筑陶瓷类 NO.5	中国房地产业协会
2016 年综合砖类 A 级供应商	恒大集团
2015 年度优秀供应商	恒大集团
2015 年度优秀战略合作伙伴	碧桂园
2014 年材料设备类 A 级供应商	万科集团

资料来源：公司官网、中国房地产业协会、华泰证券研究所

### 全装房趋势渐起

我国全装修市场起步于 20 世纪 90 年代，相较日本、欧美等发达国家发展时间短，目前正处于成长阶段。现阶段我国全装修渗透率不足 20%，相较发达国家 80% 的渗透率仍有较大差距。

**图表25： 我国与发达国家全装修产业发展对比**

	中国	日本	美国
起步时间	20世纪90年代	20世纪60年代	20世纪60年代
发展阶段	成长期	成熟期	成熟期
当下渗透率	15%-20%	>80%	>80%

资料来源：产业信息网、华泰证券研究所

**国家出台政策，推动全装修普及。**近期，国家与地方政府颁布一系列政策鼓励住宅全装修方向发展。2017年5月，住建部印发的《建筑业发展“十三五”规划》明确提出，到2020年，新开工全装修成品住宅面积要达到30%，各省市也出台相应政策，对全装修住宅比例提出明确要求。

**图表26： 我国推广住宅全装修政策一览**

时间	范围	政策	内容
2016年3月	四川	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到2020年，全省新建住宅全装修达到50%；到2025年，全省新建住宅全装修达到70%。
2016年7月	河南	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	到2020年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从2016年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准。
2016年8月	江苏	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的实施意见》	到2025年，全省装配式建筑占新建建筑的比例超过50%，新建成品住房比例达到50%以上。
2016年8月	上海	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	自2017年1月1日起，外环线以内城区新建商品住宅实施全装修比例达到100%，其它地区达到50%；奉贤、金山、崇明维持目前实施全装修比例为30%，至2020年达到50%。
2016年12月	山东	《关于转发省住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》	大力推广住宅精装修，推进土建装修一体化，推广精装修和装修工程菜单式服务。2017年，设区城市新建高层住宅实行全装修；2020年，新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
2016年12月	海南	《关于继续落实“两个暂停”政策，进一步促进房地产市场健康发展的通知》	从2017年7月1日起，各市（县）商品住宅项目全部实行全装修。
2016年12月	浙江	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》	各市、县中心城区范围内，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。其他区域内的新建住宅，以及已出让或划拨国有土地上尚未交付的住宅，积极鼓励实行全装修和成品交房。
2017年5月	全国	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年，城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求。城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。
2017年10月	北京	《北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）》	规定共有产权住房实施全装修成品交房。

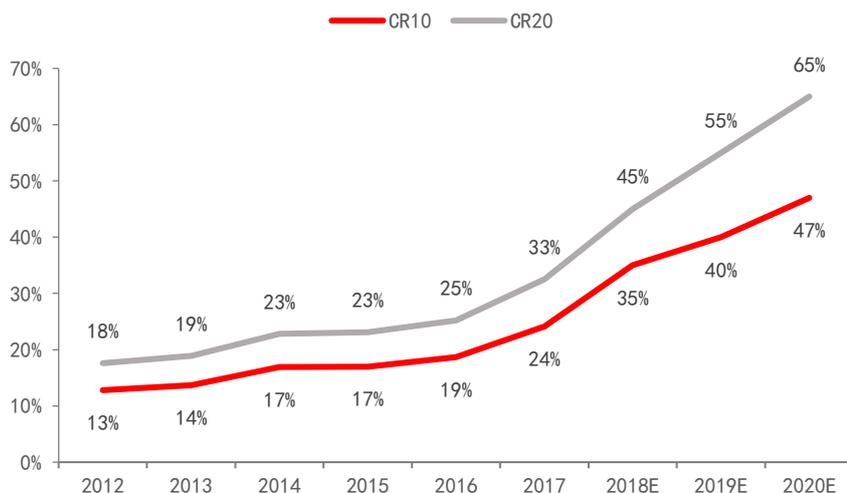
资料来源：四川省人民政府官网、海南省人民政府官网、江苏省人民政府官网、上海市住房和城乡建设委员会、山东省人民政府官网、海南省人民政府官网、浙江省人民政府官网、住房城乡建设部、北京市住房和城乡建设委员会、华泰证券研究所

我们认为，对房地产商而言，提供高质量的全装修住房有利于增强产品竞争力、提升产品形象，主要地产商纷纷推出全装修楼盘，新成交楼盘中全装房占比较高。根据产业信息网数据，2012年万科全装房比例已接近100%，绿城、绿地全装房比例约80%。而2016年恒大年报显示，恒大已实现全部住房全装修交付。

### 品牌瓷砖企业受益地产集中度提升

**地产商集中度提升趋势显现，将带动上游瓷砖供应商集中度提升。**2012-2017年，地产行业市场集中度不断提高，CR10从13%提升至24%，CR20从18%提升至33%。我们预计这种集中度提升的趋势仍将持续：1) 传统地产的暴利时代可能已经结束，未来房企的成本管控、管理能力、品牌能力等综合能力将在竞争中愈加重要。2) 地产调控背景下，在拿地和融资两个关键环节，全国性的龙头地产商都有更强的优势。

**图表27： 我国房地产行业集中度**



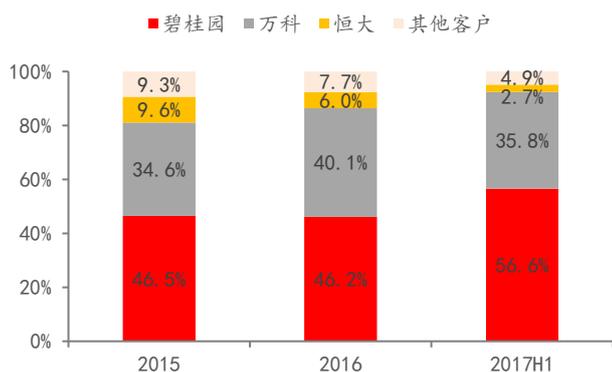
资料来源：克尔瑞、中国房地产测评中心、华泰证券研究所

**领先瓷砖企业有望受益于地产商集中度的提升。**品牌影响力、企业规模、供应链管理能力是地产商在选择瓷砖供应商最重要的三个因素。一般排名靠前的瓷砖企业是地产商的首选。为了便于管理，地产商一般选择3-5家瓷砖供应商，随着地产商的集中度提升，瓷砖企业的集中度也有望提升。

**核心客户增速较高，为欧神诺订单增长奠定基础**

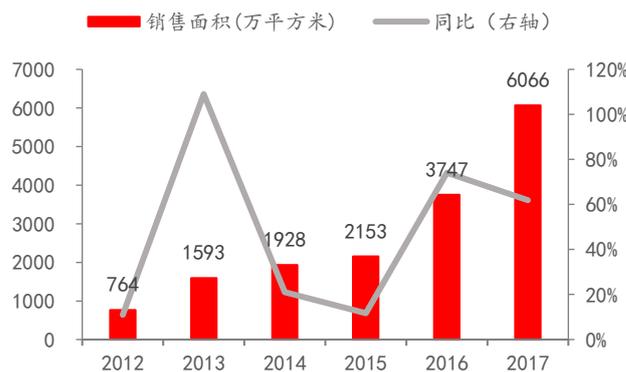
欧神诺工装渠道三大客户分别为碧桂园、万科和恒大，2017H1，三大地产客户占工程业务比重分别为56.6%、35.8%、2.7%。一般来说，工装渠道瓷砖销售滞后期房销售一年左右。2016年碧桂园、万科和恒大销售面积增速分别为74.0%、33.8%、75.2%，2017年则分别为61.9%、30.0%、12.6%，这为欧神诺工装订单的增长奠定了基础。

**图表28： 欧神诺工程业务主要地产客户占比**



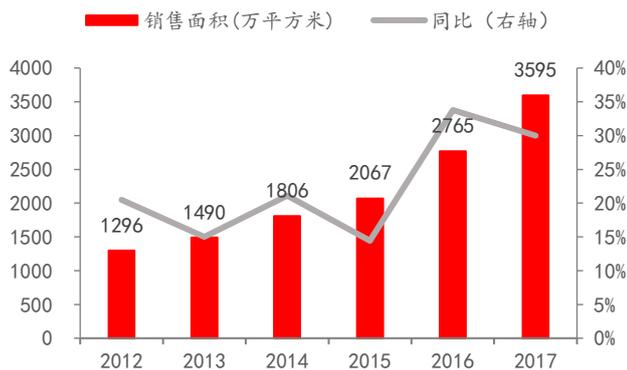
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表29： 碧桂园销售面积及增速**



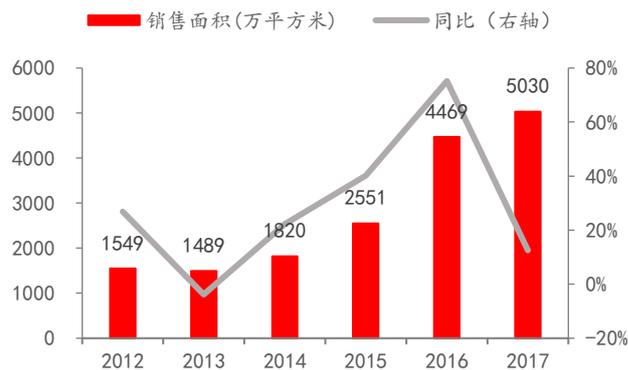
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表30: 万科销售面积及增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表31: 恒大销售面积及增速

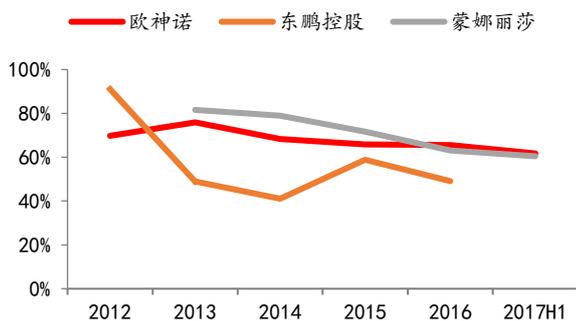


资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 打开产能瓶颈，步入快车道

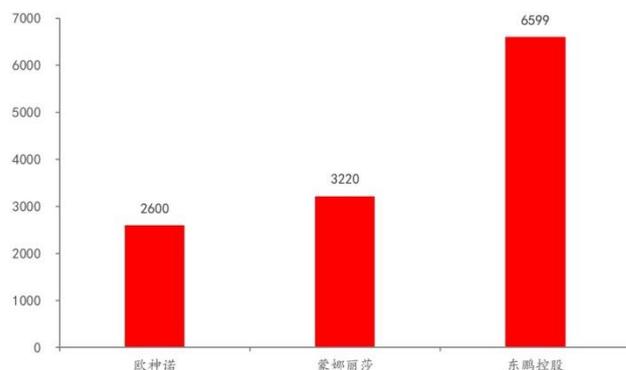
瓷砖行业属于资金密集型行业，对于工装渠道收入占比大的瓷砖企业，资金实力更是成为快速发展的瓶颈。瓷砖企业上市之前，资产负债率一般保持较高水平：东鹏控股于 2013 年香港上市，未上市前资产负债率高达 91%；蒙娜丽莎资产负债率则常年高于 60%。2013 年，欧神诺资产负债率达 76%，2014 年，欧神诺于新三板挂牌，资产负债率开始下降，但受新三板融资能力限制，欧神诺资产负债率仍处于较高水平。

图表32: 主要瓷砖企业资产负债率对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 主要瓷砖企业产能对比(万平方米)(2016年)



资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

新产能投产在即，有望打开发展空间。当前欧神诺多条瓷砖生产线已达到其最大生产能力，客户需求缺口通过外协采购进行补充。2017 上半年采购金额达 3.5 亿，成本占比 60.1%。公司目前有两大项目在建，两大项目全部建成投产后，欧神诺产能可提升 4250 万平方米。

- 江西景德镇自动化生产线扩建项目: 在景德镇生产基地现有 2 条瓷片生产线和 1 条仿古砖/抛釉砖生产线的基础上，扩建 1 条大规模瓷片生产线和 1 条仿古砖/抛釉砖生产线，项目建成后将新增瓷片产能 1000 万平方米瓷片、仿古砖产能 125 万平方米和抛釉砖产能 125 万平方米。该项目总投资 2.5 亿元，其中铺底流动资金和预备费合计 0.56 亿元拟通过自筹方式解决，其余 1.97 亿元拟使用募集资金投入。
- 广西藤县生产基地: 2017 年 9 月，欧神诺在广西藤县设立生产基地，基地计划开发总面积约为 900 亩，预计投资 4 亿元，完全达产后预计年产量最高可达 3000 万平方米瓷砖，年产值约 15 亿元，该项目预计将于 2018 年年底之前正式投产，产能将直接辐射西南、两广、华北、东北、苏北以及部分沿海地区。

**图表34： 欧神诺外协采购金额及占比**

	2015	2016	2017H1
外协采购金额：亿元	3.7	4.6	3.5
占主营业务成本的比重	34.3%	37.9%	60.1%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表35： 产能扩建计划**

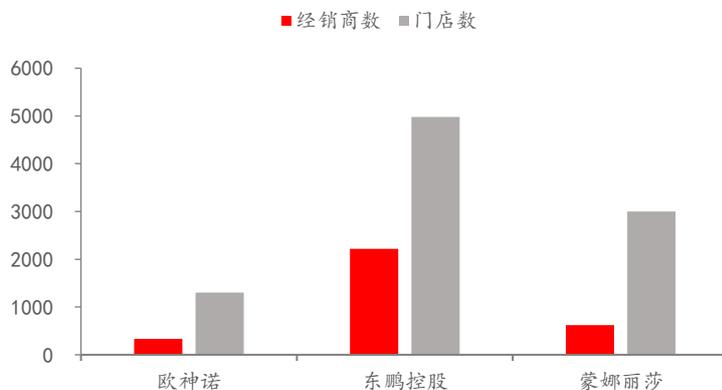
项目	投资金额	计划产能	计划投产时间
大规模自动化生产线扩建项目	2.5 亿	1250 万平方米	2019 年初
广东藤县基地	4.0 亿	3000 万平方米	2018Q4

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 欧神诺零售端：线上线下齐发力，有望和帝王产生协同

欧神诺线下渠道拓展仍有较大空间。截至 2017H1，欧神诺拥有经销商 331 家，门店数量约 1300 家，同期梦娜丽莎有 3000 多家门店，而东鹏控股 2017Q1 门店数量就达到了近 5000 家，欧神诺的门店布局有一定差距。

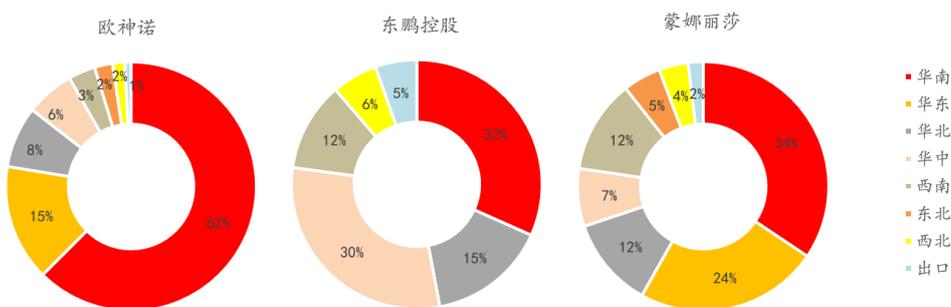
图表36： 主要瓷砖企业现有经销商及门店对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

欧神诺西南地区销售薄弱，未来可借助帝王发力。帝王洁具的第一大销售市场为西南(2015 年销售网点占比 29.4%，销售收入占比 39.6%)，而欧神诺经销商主要位于华东、华南、华中和华北，四大区域经销商数合计占比 81.3%，西南地区经销商仅占 8.5%，2016 年贡献收入 3%。相较东鹏在西南 14.8%的经销商布局和 12%的收入贡献而言，欧神诺在西南地区销售薄弱，我们认为具有较大提升空间。未来欧神诺可借助帝王在西南市场的渠道优势，完善营销布局，发挥协同效应。

图表37： 2016 年主要瓷砖企业区域收入结构对比



资料来源：公司公告、Wind、华泰证券研究所

线上渠道初见成效。欧神诺于 2017 年 3 月在天猫开设旗舰店，同年 10 月进驻京东。双十一期间，欧神诺推出“平米套餐”和“瓷砖空间应用方案一口价套餐”，打造独具特色的新零售模式。欧神诺首次试水双十一便实现 1.1 亿的傲人成绩，位列双十一天猫瓷砖类目第四名。

**图表38： 2017年双十一天猫瓷砖类目排行榜**

排名	品牌旗舰店	销售额
1	诺贝尔瓷砖官方旗舰店	4.6亿
2	东鹏瓷砖官方旗舰店	4.55亿
3	马可波罗瓷砖官方旗舰店	1.47亿
4	欧神诺瓷砖旗舰店	1.1亿
5	亚细亚瓷砖旗舰店	--
6	新中源瓷砖旗舰店	--
7	依诺瓷砖旗舰店	--
8	金意陶瓷砖旗舰店	--
9	顺辉瓷砖旗舰店	--
10	迈森英伦旗舰店	--

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**欧神诺推出云商平台，创新性地建立了O2O渠道模式。**2015年，欧神诺推出“欧神诺在线”云商平台，致力于提供一站式瓷砖整体解决方案，打造传统产品+互联网的O2O模式。“欧神诺在线”将线下服务搬到线上，建立了一整套服务体系，包括购买前的免费量房、设计、效果预览、铺贴指导及购买后的保养事项等，为消费者一站式解决所有问题，大幅提高了经销商的服务效率。

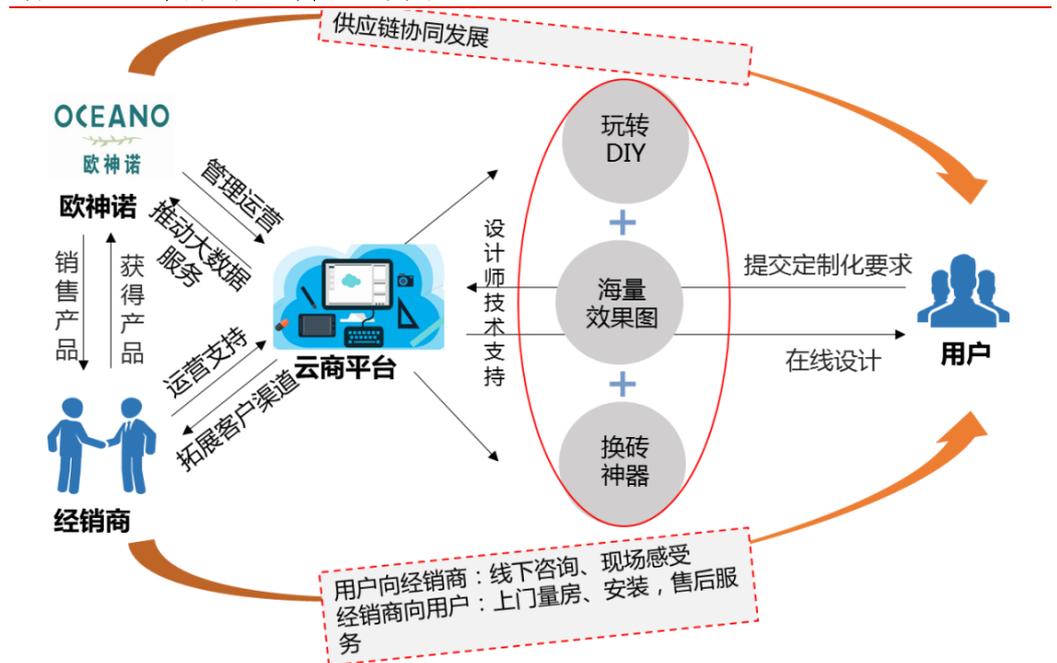
经过一年多试水，云商平台推动业绩增长效果显著。据欧神诺公布数据，截至2016年底，云商系统已覆盖28个省、382个经销商；网站浏览量超160多万，DIY换砖近300万次，3D云设计使用超10万次；云商平台参与促销联动落地24场，助力业绩提升30%以上，营销活动费用同比下降30%以上。

**图表39：“欧神诺在线”服务流程**



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

**图表40：“欧神诺在线”云商平台模式图例**



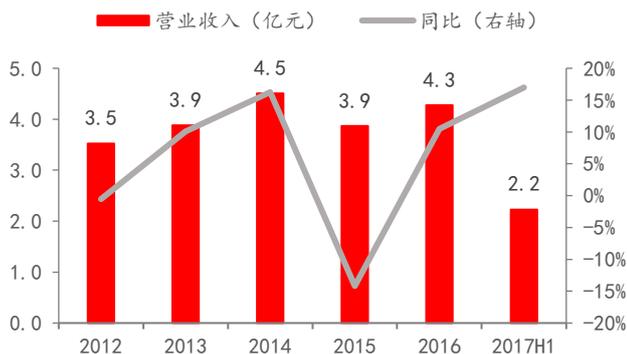
资料来源：公司官网、华泰证券研究所

## 洁具主业：有望保持稳定增长

### 帝王洁具：卫浴细分行业龙头

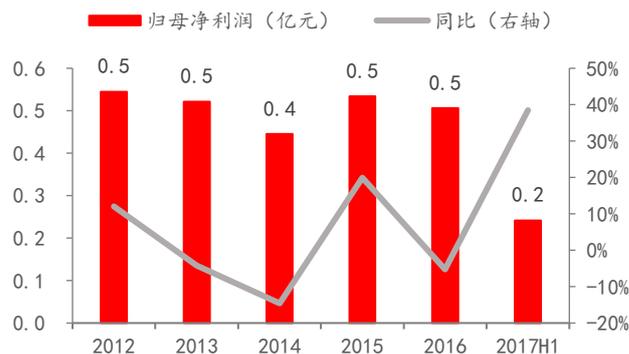
帝王洁具是我国亚克力卫浴龙头企业。2012-2016年，受原材料价格和地产行业波动影响，公司业绩处于调整期，营收复合增长率4.9%，归母净利润在0.44-0.54亿之间波动。随着公司在产品、营销方面发力，2017上半年，公司业绩增长回暖，实现营收2.2亿，同比增长17.0%，实现归母净利润0.24亿，同比增长38.5%。

图表41： 公司营收及同比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

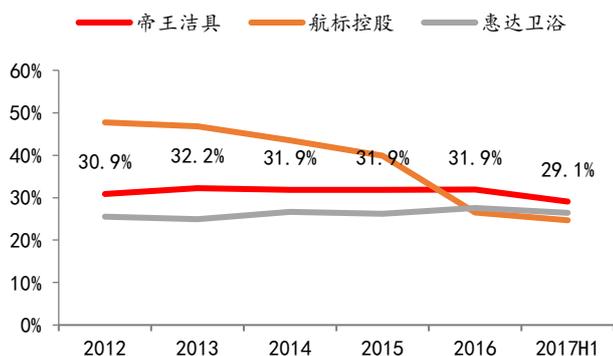
图表42： 公司归母净利润及同比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

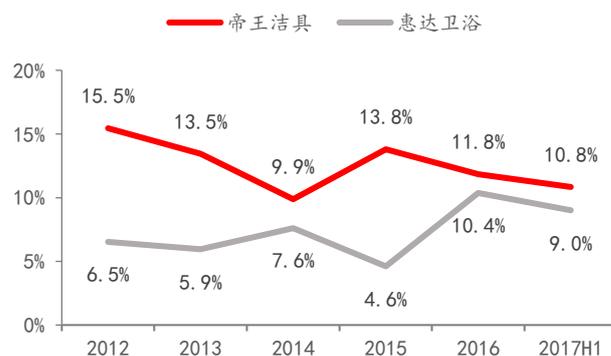
受原材料 MMA 价格上涨影响，2017 上半年，公司毛利率下降至 29.1%，但相较竞争对手（航标控股 24.7%、惠达卫浴 26.5%），公司毛利率较高，且相对稳定，显示了公司较强的成本控制能力和产品议价能力。近年来，公司净利率略有起伏，但始终高于惠达卫浴。（自 2014 年来，航标控股收入、利润持续下降，2016 年出现亏损，净利率不作比较。）

图表43： 卫生洁具主要上市企业毛利率对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

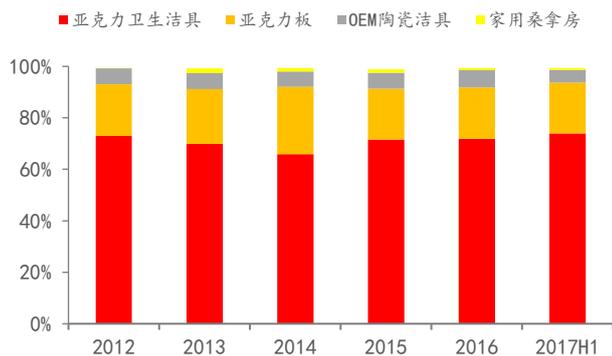
图表44： 卫生洁具主要上市企业净利率对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

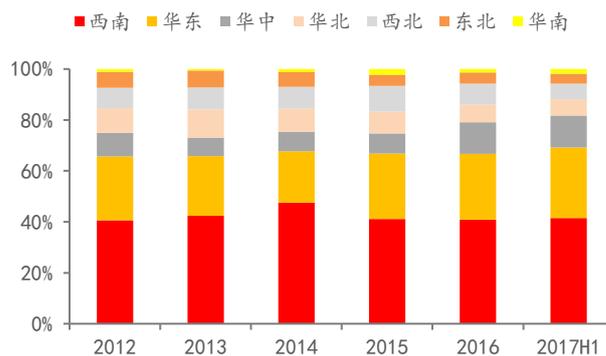
产品结构方面，2016 年亚克力卫生洁具占公司营收 70%，主要包括浴室柜、坐便器、浴缸、淋浴房，2017 上半年，四种洁具产品占营收比重分别为 33.7%、22.8%、12.4%、5.1%。公司销售重点市场为西南和华东市场，2017 上半年两大市场分别占公司营收比重 40.8% 和 27.2%。华中市场扩张稳定，营收占比提升至 12.4%。

图表45：分产品收入占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表46：分区域收入占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

亚克力是当前继陶瓷以后用于制造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。相比传统陶瓷洁具，亚克力洁具具有以下优势：亮度持久；色彩丰富，可满足消费者不同的个性需求；洁净性好，易清洁；修复性强，轻微划痕等可通过简单打磨加以修复；耐冲击性强，不易破损；触感柔和，冬季使用无冰凉感；生产过程耗能少，产品节能环保。由于生产设备昂贵、自动化程度不高，亚克力洁具价格较高，一定程度上限制了其普及程度。

亚克力市场渗透率有望提升。相较具有百年历史的陶瓷洁具而言，亚克力洁具市场仍处于快速成长阶段，现有消费群体较陶瓷洁具小，但已形成了一定规模的消费市场。我们认为，未来随着生产技术进步，亚克力洁具成本及售价有望下降，加之消费者对亚克力的认知度及购买能力的提升，亚克力市场渗透率将不断提高。

图表47：亚克力洁具与陶瓷洁具对比特点

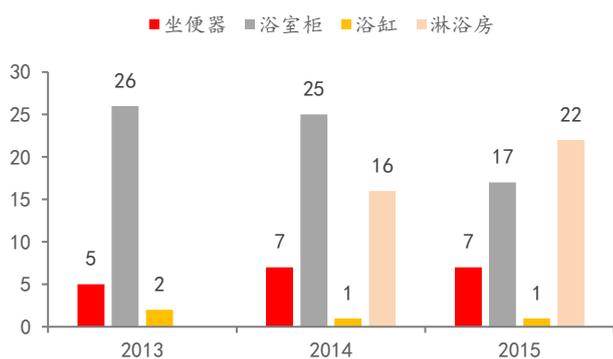
	亚克力洁具	陶瓷洁具
亮度	高光亮度，持久保持，经过简单抛光即可光亮如新	亮度持久度较亚克力低
色彩	色彩多样，满足个性化需求	彩色产品少，且颜色不纯正
清洁度	吸水率几乎为0，洁净性好，易清洁	吸水率>=0.2%，低端产品容易吸水发黄
强度	不易变形，耐磨损	硬度高，较亚克力更耐磨
实用性	修复性强，质地柔和，使用无冰凉感	破损后修复相对较难，触感较冰凉
环保性	清洁生产，可分解再生	需高温烧制，污染物排放多

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 产品品类丰富，议价能力强

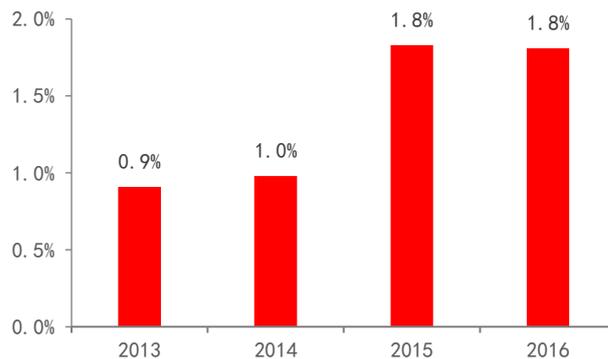
帝王洁具产品品种丰富，款式多样，致力于满足消费者个性化需求。为了发挥产品优势，近年来公司持续加大新产品开发力度，新增多款坐便器、浴室柜、淋浴房产品，2016年共完成新产品开发65款，研发投入占营收比重也较2013年大为提高，2016年达1.8%。

图表48: 公司新开发产品数



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

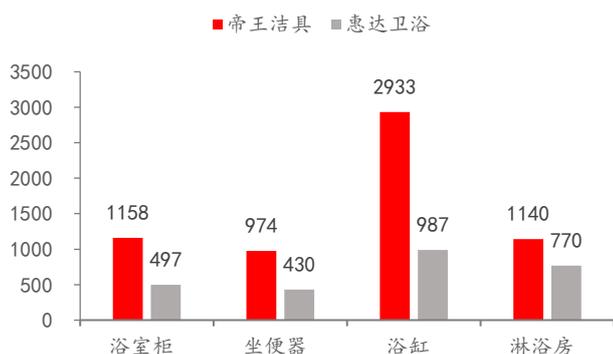
图表49: 公司研发投入占营收比重



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

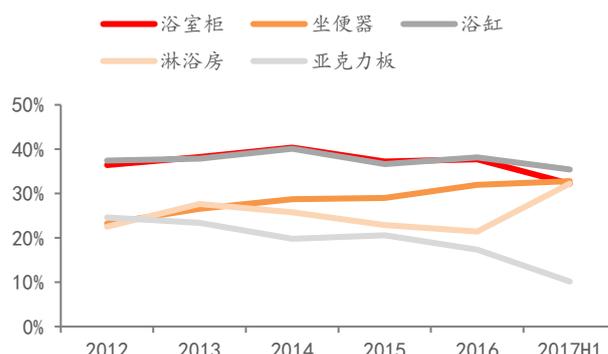
公司品牌定位中高端, 产品议价能力较强。与惠达卫浴相比, 公司的卫生洁具产品平均售价较高, 其中以浴室柜、浴缸的价格优势最为突出, 浴室柜和浴缸也是公司毛利率最高的产品。

图表50: 2015年帝王洁具与惠达卫浴产品均价对比(元)



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

图表51: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

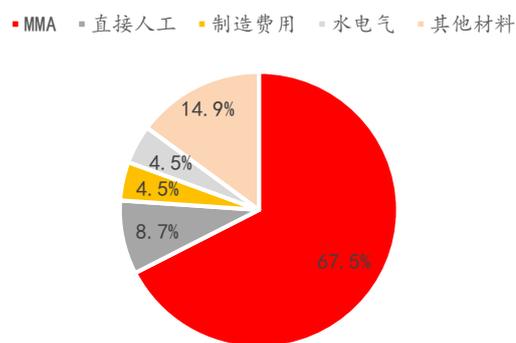
2017H1 公司亚克力板毛利率下滑明显, 主要原因是近期亚克力板主要原材料 MMA 价格上涨, 全资子公司成都亚克力板业部分工程销售合同在 MMA 涨价前签订, 同时计提坏账准备使盈利进一步承压。我们认为, 随着公司未来优化销售模式, 原材料价格上涨带来的影响将得到控制。

图表52: 华东市场 MMA 市场价(主流价)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表53: 亚克力板成本构成(2015年)



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

### 股权激励绑定高管利益

2017年9月，公司推出2017年限制性股票激励计划，向公司董事、中高层管理人员共计64人授予379.1万股，占公告当日总股本4.39%，授予价格为21.33元/股。在授予完成日起满12个月后分三期解锁，解锁比例分别为40%、30%、30%，解锁条件为以2016年为基期，2017-2019年净利润增长率不低于10%、20%、30%。激励计划深度绑定骨干人员利益，为公司未来发展提供保障。

图表54：公司限制性股票激励计划授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占激励计划授予总数比例	占激励计划公告日总股本比例
吴朝容	董事、副总经理、财务总监、董秘	30.8	8.12%	0.36%
王超	董事、生产总监	16	4.22%	0.19%
谢志军	董事、亚克力板业总经理	16	4.22%	0.19%
中层管理人员（61人）		316.3	83.43%	3.66%
合计		379.1	100%	4.39%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 盈利预测与估值讨论

### 盈利预测

我们对帝王洁具 2017-2019 年盈利情况做出如下主要假设：

1. 瓷砖业务：欧神诺是我国瓷砖著名品牌，综合实力行业领先。零售方面，公司渠道扩张仍有较大空间。随着线上、线下渠道逐步发力，零售业务有望保持较快增长。工装房将成为未来瓷砖业务主要增长点，随着原有主要地产客户的销售放量，对于欧神诺瓷砖的需求也将快速提升。于此同时，公司仍将继续拓展其他地产客户。公司新产能将逐步投产，有望打开公司发展空间。我们预计 2017-2019 年，欧神诺营收同比增速分别为 30%、35%、30%。随着规模效应的提升，瓷砖毛利率将逐步提升，预计 2017-2019 年毛利率分别为 32.7%、33.0%、33.2%。
2. 洁具业务：公司在洁具领域具备较强的品牌、渠道竞争力，随着公司稳步地进行品类扩张，洁具业务有望继续保持稳定增长。随着规模效应的增强和品类的改善，洁具业务毛利率将有望逐步提升，具体各品类收入增速和毛利率假设请见下表。

基于以上主要假设，通过财务模型测算得到，帝王洁具 2017-2019 年归母净利分别为 0.59、3.54、4.59 亿元（上次预测 0.59、0.65、0.75 亿元，上调盈利预测主要由于 2018 年欧神诺并表）。按照当前股本计算，2017-2019 年 EPS 分别为 0.65、2.65、3.44 元/股。

图表55: 帝王洁具分产品盈利预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>浴室柜</b>							
收入(百万元)	127	137	126	142	156	187	243
YoY		8%	-8%	13%	10%	20%	30%
毛利率(%)	38.2%	40.4%	37.2%	37.8%	37.9%	38.0%	38.2%
<b>坐便器</b>							
收入(百万元)	83	93	91	95	99	109	120
YoY		13%	-3%	4%	5%	10%	10%
毛利率(%)	26.6%	28.7%	29.0%	32.0%	32.5%	33.0%	33.5%
<b>浴缸</b>							
收入(百万元)	50	54	47	52	57	69	86
YoY		9%	-12%	11%	10%	20%	25%
毛利率(%)	37.9%	40.1%	36.7%	38.1%	38.2%	38.4%	38.6%
<b>淋浴房</b>							
收入(百万元)	12	13	13	18	20	24	30
YoY		6%	1%	44%	10%	20%	25%
毛利率(%)	27.6%	25.8%	22.9%	21.4%	21.6%	21.7%	22.0%
<b>亚克力板</b>							
收入(百万元)	82	118	77	85	94	101	106
YoY		43%	-35%	11%	10%	8%	5%
毛利率(%)	23.4%	19.8%	20.6%	17.3%	17.5%	18.0%	18.5%
<b>OEM 陶瓷洁具</b>							
收入(百万元)	24	27	24	29	32	35	36
YoY		9%	-11%	23%	10%	8%	5%
毛利率(%)	37.8%	34.2%	35.2%	36.9%	37.0%	37.2%	37.4%
<b>家用桑拿房</b>							
收入(百万元)	7	7	5	3	4	4	4
YoY		-12%	-18%	-35%	10%	8%	5%
毛利率(%)	29.2%	34.7%	34.2%	35.3%	35.4%	35.6%	36.8%
<b>其他业务</b>							
收入(百万元)	3	3	5	3	3	3	3
YoY		0%	69%	-42%	0%	0%	0%
毛利率(%)	75.2%	75.4%	84.6%	76.6%	75.0%	75.0%	75.0%
<b>欧神诺</b>							
收入(百万元)	1,238	1,606	1,601	1,813	2,357	3,182	4,137
YoY		30%	0%	13%	30%	35%	30%
毛利率(%)	29.0%	29.8%	31.8%	32.5%	32.7%	33.0%	33.2%
<b>合计</b>							
收入(百万元)	388	451	387	427	465	3714	4766
YoY		16%	-14%	10%	9%	698%	28%
毛利率(%)	32.2%	31.9%	31.8%	31.9%	32.1%	32.9%	33.2%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 估值讨论

我们选取了和帝王洁具业务相近的惠达卫浴、海鸥卫浴、蒙娜丽莎作为可比公司,参考wind一致性预测,可比公司2018年平均PE为20倍。参照可比公司2018年平均PE估值20倍,考虑到帝王洁具的成长空间和业绩增速,给予帝王洁具2018年20-22倍PE估值,对应目标价格区间为53.00-58.30元(前值40.50-45.36元),维持“增持”评级。

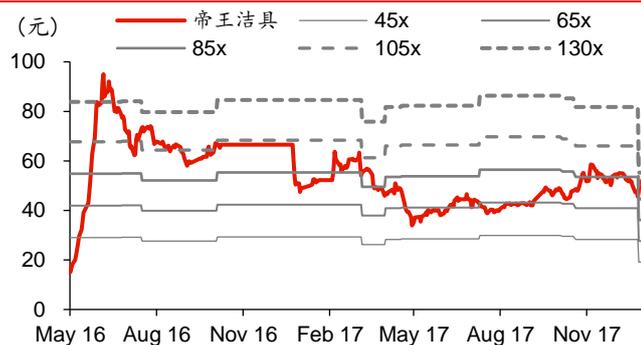
图表56: 可比公司估值对比 (2018年1月25日, 参照wind一致性预期)

代码	名称	总市值(百万元)	净利润(百万元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	
603385.SH	惠达卫浴	6,118	270	329	373	22.67	18.61	16.42
002084.SZ	海鸥卫浴	3,499	132	183	268	26.51	19.12	13.08
002918.SZ	蒙娜丽莎	8,353	299	380	484	27.94	21.98	17.26
<b>平均值</b>						<b>25.70</b>	<b>19.90</b>	<b>15.59</b>

资料来源: Wind、华泰证券研究所

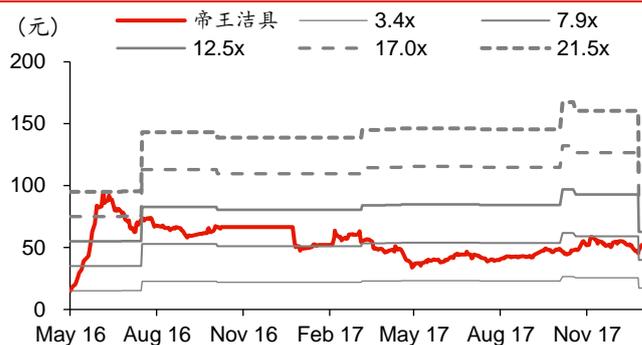
**PE/PB-Bands**

图表57: 帝王洁具历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表58: 帝王洁具历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

**主要地产客户销售不达预期：**欧神诺工装渠道收入与下游地产客户销售情况相关，如果主要客户销售情况不达预期，将会影响对于瓷砖的需求量。

**市场竞争加剧：**公司在洁具、瓷砖两个领域都有较强的实力，但仍面对其他众多企业的竞争，如果市场竞争加剧，将对公司的增长和利润水平提出挑战。

## 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	495.74	2,012	2,868
现金	115.03	109.93	149.58	111.06	316.92
应收账款	74.02	104.30	108.97	817.88	1,138
其他应收账款	1.14	1.11	1.41	10.57	14.30
预付账款	13.34	9.03	12.81	89.16	123.39
存货	90.66	91.88	110.49	818.59	1,103
其他流动资产	2.90	166.00	112.48	164.48	171.93
非流动资产	167.28	175.30	210.71	1,523	757.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	127.99	124.16	165.40	688.98	714.33
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	809.78	20.80
资产总计	464.37	657.55	706.44	3,535	3,625
流动负债	73.01	67.80	80.81	747.46	548.67
短期借款	2.00	0.00	0.67	332.74	0.52
应付账款	17.69	25.27	28.54	209.89	281.96
其他流动负债	53.32	42.53	51.60	204.83	266.19
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	84.25	751.20	552.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	64.78	86.38	90.17	133.37	133.37
资本公积	77.56	229.52	229.52	2,021	2,021
留存公积	245.19	269.90	302.51	629.40	919.02
归属母公司股	387.52	585.80	622.19	2,783	3,073
负债和股东权益	464.37	657.55	706.44	3,535	3,625

### 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	104.15	(833.17)	(10.43)
净利润	53.42	50.63	58.52	353.95	459.14
折旧摊销	10.87	13.89	9.52	27.24	45.47
财务费用	(0.25)	(1.51)	(5.35)	7.06	3.59
投资损失	0.00	(1.88)	(1.25)	(1.46)	(1.39)
营运资金变动	(5.37)	(36.50)	42.01	(1,270)	(542.37)
其他经营现金	3.46	6.70	0.71	50.28	25.13
投资活动现金	(8.05)	(181.92)	(48.39)	(1,338)	721.60
资本支出	18.11	22.75	50.00	550.00	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	(787.73)	791.63
筹资活动现金	(11.98)	145.63	(16.11)	2,132	(505.32)
短期借款	(10.50)	(2.00)	0.67	332.07	(332.22)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	21.60	3.79	43.20	0.00
资本公积增加	0.00	151.96	0.00	1,791	0.00
其他筹资现金	(1.48)	(25.93)	(20.57)	(34.12)	(173.10)
现金净增加额	42.10	(4.96)	39.65	(38.52)	205.86

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	386.93	427.46	501.74	3,760	5,118
营业成本	263.70	291.12	341.06	2,521	3,418
营业税金及附加	2.75	4.69	4.23	33.25	48.21
营业费用	54.95	62.60	77.77	537.70	747.26
管理费用	28.82	32.19	37.64	278.25	399.22
财务费用	(0.25)	(1.51)	(5.35)	7.06	3.59
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	43.02	379.92	498.18
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	66.62	402.95	521.40
所得税	7.53	6.08	8.10	49.00	62.26
净利润	53.42	50.63	58.52	353.95	459.14
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	58.52	353.95	459.14
EBITDA	44.57	47.20	47.19	414.22	547.24
EPS (元, 基本)	0.40	0.38	0.44	2.65	3.44

### 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	17.38	649.41	36.12
营业利润	(11.62)	2.57	23.54	783.15	31.13
归属母公司净利润	19.90	(5.22)	15.57	504.89	29.72
获利能力 (%)					
毛利率	31.85	31.90	32.03	32.97	33.21
净利率	13.81	11.84	11.66	9.41	8.97
ROE	13.79	8.64	9.40	12.72	14.94
ROIC	11.09	6.53	7.24	11.37	16.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.55	10.91	11.93	21.25	15.24
净负债比率 (%)	2.60	0	0.79	44.29	0.09
流动比率	4.07	7.11	6.13	2.69	5.23
速动比率	2.77	5.70	4.71	1.55	3.13
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.76	0.74	1.77	1.43
应收账款周转率	5.09	4.61	4.50	7.88	5.07
应付账款周转率	10.66	13.55	12.68	21.14	13.90
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.38	0.44	2.65	3.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.23	0.78	(6.25)	(0.08)
每股净资产(最新摊薄)	2.91	4.39	4.67	20.87	23.04
估值比率					
PE (倍)	124.97	131.86	114.10	18.86	14.54
PB (倍)	17.23	11.40	10.73	2.40	2.17
EV_EBITDA (倍)	146.83	138.66	138.68	15.80	11.96

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、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 2018 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