

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 双翼齐展，强者恒强

### 股票数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 05 月 13 日收盘价(元) | 33.06       |
| 52 周股价波动(元)     | 16.72-33.55 |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 385/220     |
| 总市值/流通市值(百万元)   | 12727/7271  |

### 市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M   | 2M   | 3M   |
|-----------|------|------|------|
| 绝对涨幅(%)   | 22.9 | 37.9 | 44.5 |
| 相对涨幅(%)   | 17.2 | 36.0 | 44.3 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

### 投资要点:

- 双翼齐展，快速成长的瓷砖卫浴企业。**公司以卫生洁具起家，18 年 1 月完成对瓷砖企业欧神诺的收购，形成瓷砖业务、卫浴业务双轮驱动。19 年公司直营销售占比达 68.98%，实现总营收 55.70 亿元，同比增速 29.29%；其中瓷砖业务营收 49.67 亿元，同比增速达 35.78%，占比扩张至 89.17%。19 年公司毛利率和净利率分别为 35.94%和 10.01%，分别同比增加 0.94 个百分点和 1.29 个百分点。同时，公司现金流状况良好，19 年主营业务收现比也均在 1 倍左右。
- 精装修强化集采规模，叠加瓷砖规模效应强，龙头受益明显。**地产行业集中度快速提升，地产商更偏向于选择头部企业。我国精装修 2018 年渗透率为 27.5%，对比发达国家仍有明显提升空间。19 年 2 月下旬，住建部发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，明确提出“城镇新建住房全装修交付”。我们认为未来新房精装修交付占比将持续提升。精装房比例提升强化地产集采，头部瓷砖企业更加受益。同时，瓷砖行业 C 端具有 SKU 较多的特性，而 B 端的瓷砖订单具有体量大，SKU 少的特点。瓷砖行业规模效应强，头部企业获得地产订单就能够有效降低成本，增强企业竞争力，有助于获取更多 B 端订单，形成正循环，整个行业未来向头部集中。
- 深耕工程端数十年，供应链优势显著。**欧神诺是国内较早发力 B 端的，目前已有十多年自营工程成功管理经验，是碧桂园的最大瓷砖供应商之一，也是万科、恒大的主要供应商，已与各大知名房企建立了全面战略合作伙伴关系。2020 年公司在 500 强首选供应商服务商中品牌首选率为 14%，排名第三。工程端订单最终形成公司规模制造、物流等综合成本竞争优势。
- 渠道融合，资金支持，卫浴瓷砖协同发展。**公司卫浴业务以经销渠道为主，瓷砖业务以直销渠道为主，自合并以来，渠道相互协同渗透，卫浴业务不断开拓地产客户，瓷砖业务终端门店也持续增长。同时，上市平台为瓷砖业务提供充分资金支持，解决过去发展瓶颈，奠定未来持续发展基础。
- 不断激励员工，定增引入战略投资者碧桂园创投。**公司 19 年完成第一期员工持股计划，20 年发布限制性股票激励计划。我们认为，公司不断对中高层员工进行股份激励，能够充分绑定员工与公司利益，激发员工活力。此外，公司 2020 年 4 月拟通过非公开发行股票引入战略投资者碧桂园创投，公司作为碧桂园瓷砖最大供应商，此次非公开增发后我们认为碧桂园能够协助公司大幅开拓市场，促进公司产品销售，助力公司长期发展。
- 盈利与估值。**我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.84、2.40、3.08 元/股，可比上市公司 2020 年预测 PE 的平均值为 26.0 倍，给予公司 2020 年 18-21 倍预测 PE，对应合理价值区间 33.12-38.64 元/股，“优于大市”评级。

- 风险提示。**疫情延后装修需求风险，产能投建滞于预期风险。

### 主要财务数据及预测

|             | 2018   | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 4308   | 5570  | 7058  | 8982  | 11122 |
| (+/-)YoY(%) | 707.3% | 29.3% | 26.7% | 27.3% | 23.8% |
| 净利润(百万元)    | 381    | 566   | 709   | 925   | 1187  |
| (+/-)YoY(%) | 598.1% | 48.7% | 25.3% | 30.4% | 28.3% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.99   | 1.47  | 1.84  | 2.40  | 3.08  |
| 毛利率(%)      | 35.0%  | 35.9% | 36.1% | 36.2% | 36.3% |
| 净资产收益率(%)   | 11.7%  | 15.5% | 16.3% | 17.5% | 18.3% |

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1. 双翼齐展，快速成长的瓷砖卫浴企业 .....                | 5  |
| 2. 地产集采、精装修和瓷砖的规模效应助力龙头强者恒强 .....        | 8  |
| 2.1 新房竣工、二次装修推动瓷砖需求 .....                | 8  |
| 2.2 精装修强化集采规模，叠加瓷砖规模效应强，龙头受益明显 .....     | 9  |
| 2.2.1 地产行业集中度提升，地产商偏向头部企业 .....          | 9  |
| 2.2.2 精装房趋势强化地产集采，头部瓷砖企业进一步受益 .....      | 10 |
| 2.2.3 瓷砖行业规模效应明显，工程端销售扩大能够增强企业成本优势 ..... | 11 |
| 3. B 端高速增长，股权激励激发活力 .....                | 12 |
| 3.1 深耕工程端数十年，供应链优势显著 .....               | 12 |
| 3.2 渠道融合，资金支持，卫浴瓷砖协同发展 .....             | 13 |
| 3.3 未来产能大幅增长，优势有望进一步强化 .....             | 14 |
| 3.4 不断激励员工，定增引入战略投资者碧桂园创投 .....          | 15 |
| 4. 盈利与估值 .....                           | 16 |
| 5. 风险提示 .....                            | 17 |
| 财务报表分析和预测 .....                          | 18 |

## 图目录

|      |                                       |    |
|------|---------------------------------------|----|
| 图 1  | 公司大事记 .....                           | 5  |
| 图 2  | 2013-2019 年公司营业收入情况 .....             | 5  |
| 图 3  | 2019 年公司各业务收入占比 .....                 | 5  |
| 图 4  | 2014-2019 年公司销售毛利率和净利率情况（%） .....     | 6  |
| 图 5  | 2014-2019 年公司各业务毛利率情况（%） .....        | 6  |
| 图 6  | 2014-2019 年公司归母净利润情况 .....            | 7  |
| 图 7  | 2014-2019 年现金流情况 .....                | 7  |
| 图 8  | 公司与实际控制人产权及控制关系（截至 2019 年报） .....     | 8  |
| 图 9  | 2010-2018 年中国建筑陶瓷行业销售收入（亿元） .....     | 8  |
| 图 10 | 我国地产数据累计增速变化（%，2010Q3-2020Q3） .....   | 9  |
| 图 12 | 房地产行业集中度-销售金额（%） .....                | 10 |
| 图 13 | 房地产行业集中度-销售面积（%） .....                | 10 |
| 图 16 | 2019 年重点 70 城全装修项目建筑陶瓷应用品牌 Top5 ..... | 11 |
| 图 17 | 头部瓷砖企业的正循环 .....                      | 12 |

## 表目录

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 表 1  | 2015-2019 公司瓷砖业务产销情况（15-16 年是欧神诺数据，当时未并表）.....5  |
| 表 2  | 2017-2019 公司直营工程业务收入情况（百万元）.....6                |
| 表 3  | 2014-2019 年公司三费占比和变动情况（%）.....6                  |
| 表 4  | 2018-2019 年公司与可比公司 ROE 拆分.....7                  |
| 表 5  | 瓷砖消费量构成（2013-2018）（亿平方米）.....8                   |
| 表 6  | 2020 年中国房地产 500 强首选供应商服务商品品牌测评榜单—建筑陶瓷类.....10    |
| 表 7  | 转产对版各阶段执行时间情况（天）.....12                          |
| 表 8  | 2017-2020 年欧神诺在中国房地产 500 强首选建筑陶瓷类供应商榜单中的情况<br>13 |
| 表 9  | 部分地产商瓷砖品类供应商获奖情况.....13                          |
| 表 10 | 2018-2019 年公司和可比公司资产负债率和收现比情况.....13             |
| 表 11 | 2018-2019 年公司经销商和门店数量情况.....14                   |
| 表 12 | 2017-2019 年公司瓷砖业务产能情况.....14                     |
| 表 13 | 公司 2018 和 2019 年物流费用.....14                      |
| 表 14 | 员工持股计划持有人对应的权益份额及比例.....15                       |
| 表 15 | 员工持股计划的业绩考核目标.....15                             |
| 表 16 | 公司预计 2019-2021 年费用摊销情况测算（万元）.....15              |
| 表 17 | 限制性股票的业绩考核目标.....15                              |
| 表 18 | 公司预计 2020-2022 年限制性股票成本摊销情况（万元）.....16           |
| 表 19 | 公司分业务收入毛利预测（百万元）.....16                          |
| 表 20 | 公司盈利预测（百万元）.....16                               |
| 表 21 | A 股同类可比上市公司估值（截至 2020.05.13）.....17              |

## 1. 双翼齐展，快速成长的瓷砖卫浴企业

**瓷砖、卫浴业务双轮驱动。**帝王洁具成立于 1994 年，从事亚克力板和亚克力卫生洁具的研发、设计、制造与销售。成立于 2000 年的欧神诺专业从事中高端建筑陶瓷研发、设计、生产和销售，产品线涵盖了建筑陶瓷的全部品类。2018 年 1 月 5 日，公司发行股份及支付现金购买欧神诺并募集配套资金完成标的过户工作，公司的主营业务扩充到卫生洁具、建筑陶瓷两大重要家居装饰装修产品。

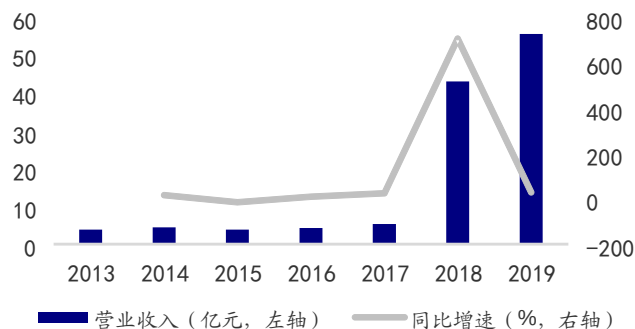
图1 公司大事记



资料来源：帝王洁具官网，欧神诺官网，《帝王洁具：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》，《帝欧家居：2019年年度报告》，《帝王洁具：关于拟变更公司名称及证券简称并修订《公司章程》的公告》，《帝欧家居：2019年第一次临时股东大会决议公告》，《帝欧家居：2020年第一次临时股东大会决议公告》，《帝欧家居：2020年度非公开发行A股股票预案》，海通证券研究所

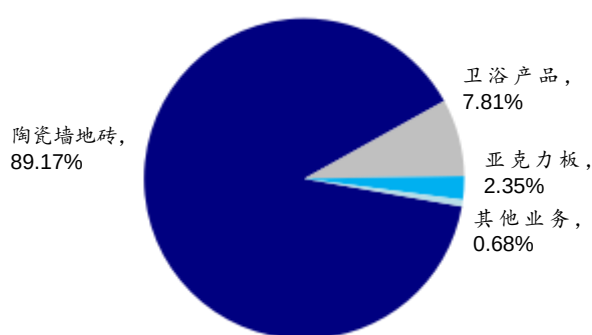
**瓷砖业务快速增长并成为公司收入主要来源。**13-17年，公司产品主要是卫浴，年均复合增长率 8.31%。2018 年，欧神诺成为公司的控股子公司，公司成功切入高端瓷砖领域，18 年瓷砖墙地砖业务实现营收 36.58 亿元，占总营收的 84.91%。19 年公司实现总营收 55.70 亿元，同比增速 29.29%；其中瓷砖墙地砖业务营收 49.67 亿元，同比增速达 35.78%，占比扩张至 89.17%。子公司欧神诺 19 年实现营收 50.06 亿元，同比增速 35.96%。

图2 2013-2019 年公司营业收入情况



资料来源：wind，海通证券研究所

图3 2019 年公司各业务收入占比



资料来源：wind，海通证券研究所

表 1 2015-2019 公司瓷砖业务产销情况（15-16 年是欧神诺数据，当时未并表）

| 项目        | 2015    | 2016    | 2018    | 2019     |
|-----------|---------|---------|---------|----------|
| 销售量（万平方米） | 3325.68 | 4192.18 | 9077.98 | 12849.34 |

|             |         |         |         |          |
|-------------|---------|---------|---------|----------|
| 生产量（万平方米）   | 3307.88 | 3913.72 | 9309.87 | 12980.73 |
| 产销率（%）      | 100.54  | 107.11  | 97.51   | 98.99    |
| 瓷砖业务收入（百万元） | 1594.04 | 1804.82 | 3658.04 | 4967.24  |
| 平均单价（元/平方米） | 47.93   | 43.05   | 40.30   | 38.66    |

资料来源：《帝王洁具：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》，《帝欧家居：2019 年年度报告》，海通证券研究所（注：2017 年数据未披露）

自 2018 年完成对欧神诺的并购重组，公司直营工程业务快速增长。17-19 年公司分别实现营收 5.34 亿元、43.08 亿元、55.70 亿元，其中直营工程占比分别为 10.31%、64.99%、68.98%。子公司欧神诺以直营工程模式为主，建立了工装直营服务团队，主要为房地产开发商服务。2015-2017H1 欧神诺自营工程模式收入占比为 60%左右，经销商模式占比为 40%左右。近年来，公司不断加大工程业务的开拓力度，自营工程模式收入不断增长。

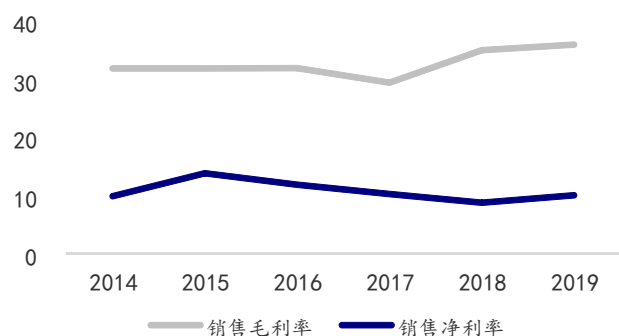
表 2 2017-2019 公司直营工程业务收入情况（百万元）

|      | 2017  |        | 2018    |        | 2019    |        |
|------|-------|--------|---------|--------|---------|--------|
|      | 金额    | 占比     | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     |
| 直营工程 | 55.02 | 10.31% | 2800.00 | 64.99% | 3842.35 | 68.98% |

资料来源：《帝欧家居：2020 年度非公开发行 A 股股票预案》，海通证券研究所

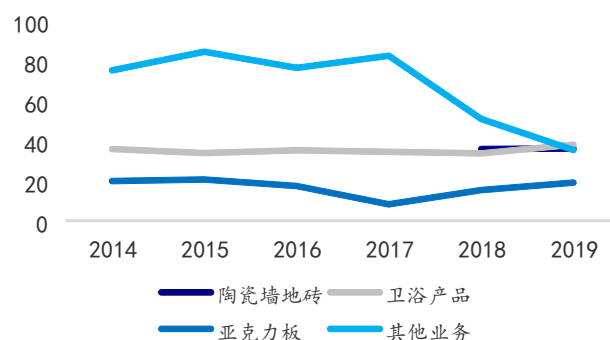
收购欧神诺之后公司毛利率和净利率稳步提升。公司 18 年收购欧神诺之后，19 年毛利率和净利率分别为 35.94%和 10.01%，分别同比增加 0.94 个百分点和 1.29 个百分点。分产品角度，公司瓷砖、卫浴和亚克力板 19 年毛利率分别为 36.20%、38.08%和 19.12%，分别同比增加 0.36 个百分点、4.42 个百分点和 3.74 个百分点。

图4 2014-2019 年公司销售毛利率和净利率情况（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

图5 2014-2019 年公司各业务毛利率情况（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

销售费用率提高主要是因为 B 端销售占比提升。销售费用和管理费用从 18 年开始就迅速增长，主要是合并欧神诺所致。同时，销售费用占收入比 18、19 年逐步提升，管理费用占收入比 18、19 年逐渐下降。我们认为，由于对 B 端的销售费用较高，所以伴随 B 端收入占比持续增长，公司整体销售费用率增加。财务费用基本维持稳定。

表 3 2014-2019 年公司三费占比和变动情况（%）

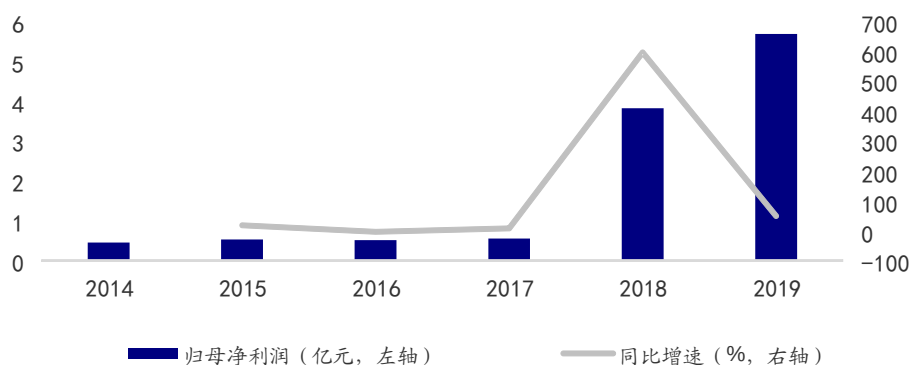
|      |      | 2014  | 2015   | 2016   | 2017  | 2018     | 2019  |
|------|------|-------|--------|--------|-------|----------|-------|
| 销售费用 | 同比变动 |       | -24.05 | 13.92  | 22.48 | 784.56   | 31.86 |
|      | 占收入比 | 16.05 | 14.20  | 14.64  | 14.37 | 15.74    | 16.06 |
| 管理费用 | 同比变动 |       | 8.61   | 11.69  | 70.09 | 211.80   | 9.07  |
|      | 占收入比 | 5.88  | 7.45   | 7.53   | 10.26 | 3.96     | 3.34  |
| 财务费用 | 同比变动 |       | -49.25 | 502.06 | 95.77 | -1210.80 | 56.00 |
|      | 占收入比 | -0.11 | -0.06  | -0.35  | -0.55 | 0.76     | 0.92  |

资料来源：wind，海通证券研究所



公司收购欧神诺之后利润增长加速。14-17 年公司归母净利润从 0.45 亿元增长到 0.55 亿元，年均复合增长率 6.92%；18 年公司完成收购欧神诺后，18、19 年归母净利润分别为 3.81 亿元、5.66 亿元，19 年同比增速 48.56%。

图6 2014-2019 年公司归母净利润情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

公司 ROE 居行业较高水平。公司 19 年 ROE 为 15.31%，处于行业较高水平，这主要是源于高水平的总资产周转率。我们认为，这与公司 B 端业务占比较高有关，B 端订单提前下达，公司可以根据订单安排生产周转，因此具有较高资产周转率。

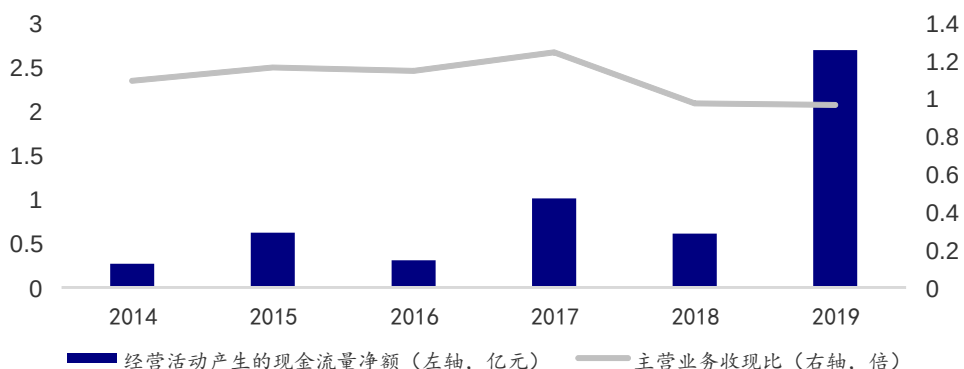
表 4 2018-2019 年公司与可比公司 ROE 拆分

|      | 2018    |           |            |          | 2019    |           |            |          |
|------|---------|-----------|------------|----------|---------|-----------|------------|----------|
|      | ROE (%) | 销售净利率 (%) | 总资产周转率 (倍) | 权益乘数 (倍) | ROE (%) | 销售净利率 (%) | 总资产周转率 (次) | 权益乘数 (倍) |
| 蒙娜丽莎 | 14.21   | 11.29     | 0.74       | 1.71     | 14.81   | 11.38     | 0.73       | 1.77     |
| 悦心健康 | 2.36    | 2.29      | 0.43       | 2.39     | 3.73    | 3.18      | 0.50       | 2.36     |
| 帝欧家居 | 11.59   | 8.72      | 0.74       | 1.80     | 15.31   | 10.01     | 0.80       | 1.92     |

资料来源: wind, 海通证券研究所

公司现金流状况良好。14-19 年经营活动产生的现金流量净额均实现正值，19 年度达 2.69 亿元，主营业务收现比也均在 1 倍左右。

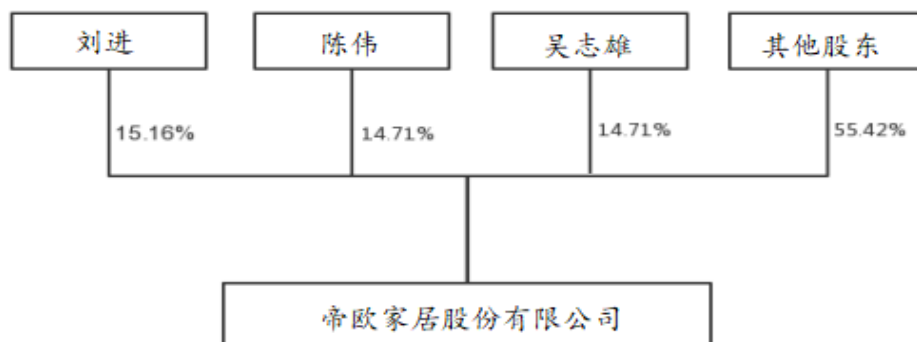
图7 2014-2019 年现金流情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

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，对本公司进行共同控制，合计持有本公司 44.58%。

图8 公司与实际控制人产权及控制关系（截至 2019 年报）



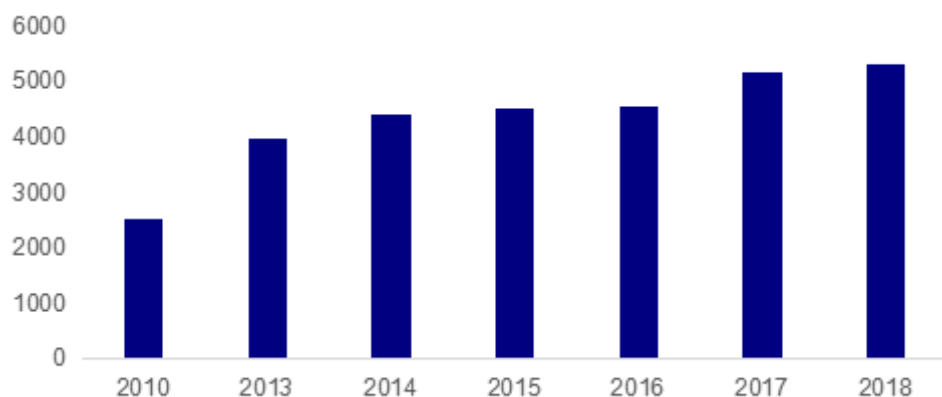
资料来源：《帝欧家居：2019 年年度报告》，海通证券研究所

## 2. 地产集采、精装修和瓷砖的规模效应助力龙头强者恒强

### 2.1 新房竣工、二次装修推动瓷砖需求

根据中国产业信息网数据显示，2010-2018 年我国建筑陶瓷产业行业整体销售从 2544 亿元增长到 5335 亿元，年均复合增长率达 9.70%。我们测算出 2018 年新建住宅的瓷砖消费量占瓷砖整体消费量的 47.52%，是瓷砖最大需求领域。

图9 2010-2018 年中国建筑陶瓷行业销售收入（亿元）



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所  
(注：图中无 2011 和 2012 年数据)

表 5 瓷砖消费量构成（2013-2018）（亿平方米）

|        | 新房    | 二手房   | 办公用房 | 商业及服务用房 | 科研教育医疗用房 | 文化体育娱乐用房 | 其他基建项目 | 总消费量  |
|--------|-------|-------|------|---------|----------|----------|--------|-------|
| 2013 年 | 38.02 | 16.29 | 2.33 | 2.47    | 1.61     | 0.34     | 24.37  | 85.44 |
| 2014 年 | 40.65 | 17.42 | 2.30 | 2.76    | 1.64     | 0.39     | 25.85  | 91.02 |
| 2015 年 | 40.33 | 17.28 | 2.32 | 2.87    | 1.66     | 0.44     | 25.49  | 90.40 |
| 2016 年 | 40.33 | 17.29 | 2.35 | 3.03    | 1.77     | 0.42     | 26.71  | 91.91 |
| 2017 年 | 39.81 | 17.06 | 2.33 | 2.96    | 1.88     | 0.44     | 28.77  | 93.25 |
| 2018 年 | 39.53 | 16.94 | 2.10 | 2.82    | 1.82     | 0.40     | 19.57  | 83.19 |

资料来源：wind，海通证券研究所



**地产竣工持续改善，瓷砖需求有望改善。**从 2017 年二季度起，竣工单月增速整体呈现下降趋势，而同期新开工增速持续保持高位，开工增速与竣工增速差距拉大，在建体量持续增加。从 19 年 8 月开始，单月竣工增速开始转正。我们认为，虽然 2020Q1 地产竣工面积增速为-15.8%，但过去数年已积累较多新开工项目，中期竣工增速回升的趋势不会发生变化，瓷砖需求有望得到改善。

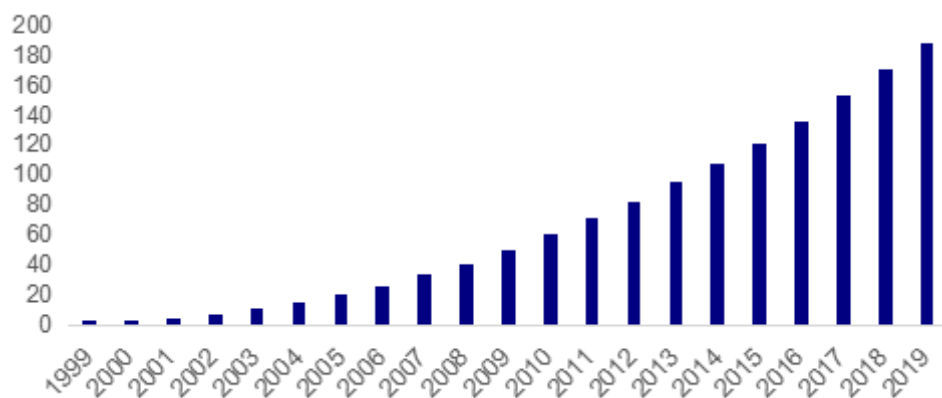
图10 我国地产数据累计增速变化（%，2010Q3-2020Q3）



资料来源：wind，海通证券研究所

**存量房时代，二次装修释放新需求。**从 1999 年到 2019 年年末，我国已累计销售商品房 187.71 亿平方米。部分一二线城市已经进入存量房时代，二次装修的需求开始显现并逐步增加。随着存量住宅装修耐用年限的到来和二手房市场的持续发展，大量住房的二次装修需求将会逐步释放。

图11 1999 年以来商品房累计销售面积（亿平米）



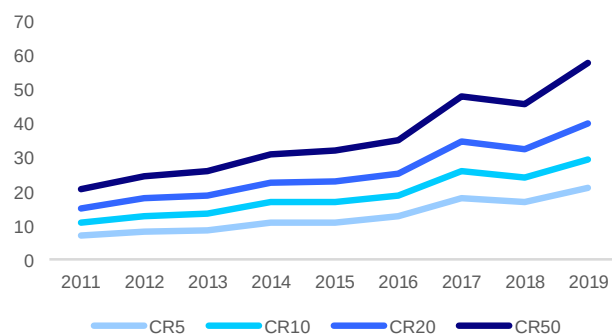
资料来源：wind，海通证券研究所

## 2.2 精装修强化集采规模，叠加瓷砖规模效应强，龙头受益明显

### 2.2.1 地产行业集中度提升，地产商偏向头部企业

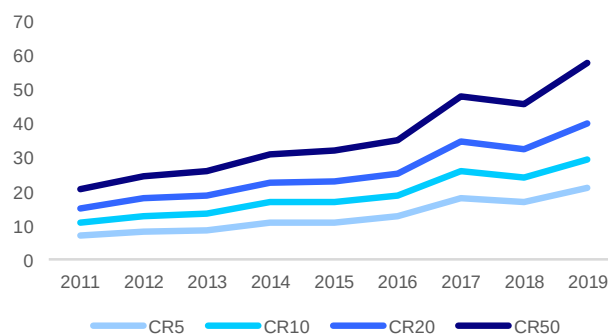
**地产行业集中度快速提升。**2019 年地产行业 CR5 和 CR50 销售金额占比分别为 17.99%和 52.92%，远高于 2011 年 7.25%和 20.90%水平；2019 年地产行业 CR5 和 CR50 销售面积占比分别为 14.41%和 37.55%，也远高于 2011 年 4.04%和 10.56%水平。

图12 房地产行业集中度-销售金额（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

图13 房地产行业集中度-销售面积（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

大地产商更偏向于选择头部企业。根据《2020 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌榜单》，以马可波罗、蒙娜丽莎、欧神诺为首的大型瓷砖企业在地产 500 强中的首选率分别为 20%、17%和 14%，排名前五的瓷砖企业首选率之和达 73%，远高于他们在整体市场的占有率。因此我们认为，伴随未来地产行业集中度的不断提升，龙头瓷砖企业受益明显。

表 6 2020 年中国房地产 500 强首选供应商服务品牌测评榜单—建筑陶瓷类

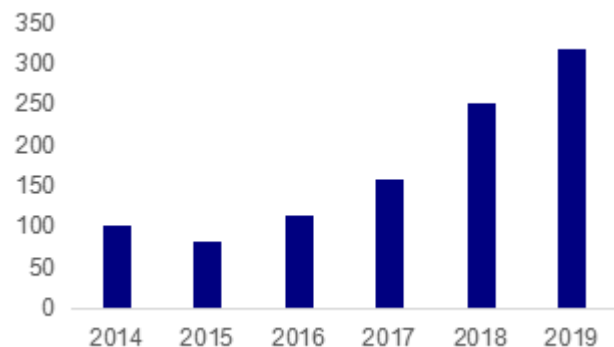
| 排名 | 企业名称               | 品牌名称 | 首选品牌率 |
|----|--------------------|------|-------|
| 1  | 广东马可波罗陶瓷有限公司       | 马可波罗 | 20%   |
| 2  | 蒙娜丽莎集团股份有限公司       | 蒙娜丽莎 | 17%   |
| 3  | 佛山欧神诺陶瓷有限公司        | 欧神诺  | 14%   |
| 4  | 广东东鹏控股股份有限公司       | 东鹏   | 12%   |
| 5  | 广东清远市欧雅陶瓷有限公司-欧美陶瓷 | 欧美   | 10%   |
| 6  | 广东新明珠陶瓷集团有限公司      | 冠珠   | 7%    |
| 7  | 广东能强陶瓷有限公司         | 能强   | 6%    |
| 8  | 杭州诺贝尔集团有限公司        | 诺贝尔  | 3%    |
| 9  | 广东简一(集团)陶瓷有限公司     | 简一   | 2%    |
| 10 | 亚细亚建筑材料股份有限公司      | 亚细亚  | 1%    |

资料来源：中房网，《2020 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌榜单》，海通证券研究所

## 2.2.2 精装房趋势强化地产集采，头部瓷砖企业进一步受益

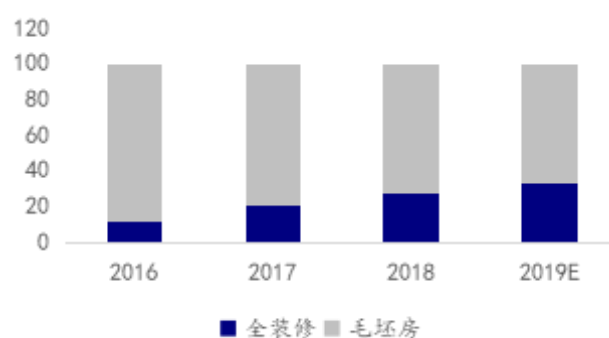
我国精装修占比逐渐提升，但仍有明显提升空间。根据中国产业信息网数据，精装修商品住宅渗透率从 2016 年的 12%提升至 2019 年的 32.8%。但是我国精装修占比仍不高，根据中国产业信息网数据，2018 年我国精装修商品住宅渗透率为 27.5%，对比海外北美（80%）、欧洲（86%）、日本（84%）等地区渗透率仍有明显提升空间。

图14 2014-2019 精装房开盘套数（万套）



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

图15 2016-2019 年精装修商品住宅渗透率（%）



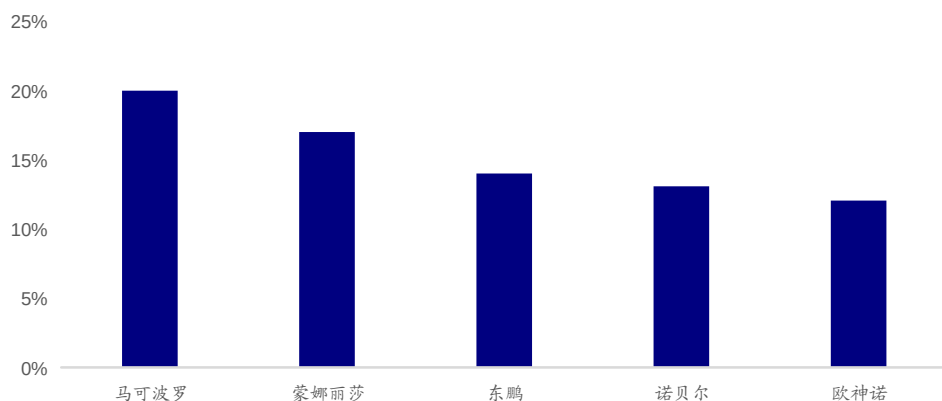
资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

**全装修政策推行，推动精装房建设发展。**2017 年 4 月，住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》，要求到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。此后各地方政府也相继出台了相应的“全装修”地方政策，其中海南、湖北要求全省全面实行全装修。据中国产业信息网数据，截止 2019 年 9 月全国各地共颁布了有关精装全装的政策 83 次，涉及 27 个省市。**19 年 2 月下旬，住建部发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，明确提出“城镇新建住房全装修交付”。**未来我们认为新房精装修交付占比将持续提升。

**同时，精装房也越来越受到消费者青睐。**根据中国产业信息网数据显示，2017 年，愿意购买精装房的消费者比例为 26.8%，较 2007 年提升 15.9 个百分点，预计 2020 年可达 39.5%。从消费者偏好的角度，我们也认为未来精装房将逐渐取代毛坯房，成为一手房市场的主要类型。

**精装房比例提升强化地产集采，头部瓷砖企业更加受益。**精装房占比不断扩大，将进一步加大地产企业集采规模，地产集采又倾向于品牌瓷砖企业，这点从优采云平台监测的开发商招中标数据也可以看出，2019 年全国重点 70 城全装修项目应用建筑陶瓷品牌中，Top5 占比达到 76%。因此我们认为，未来精装修渗透是品牌瓷砖企业不断提升集中度的重要推手。

图16 2019 年重点 70 城全装修项目建筑陶瓷应用品牌 Top5



资料来源：《2019 年全国重点 70 城工程市场年报》，海通证券研究所

### 2.2.3 瓷砖行业规模效应明显，工程端销售扩大能够增强企业成本优势

瓷砖分类众多（颜色、材质、规格、材质、风格、工艺），SKU 位于家居前列。瓷砖产品整个生产过程从配料到烧制再到成型包装工序较为复杂，在核心的烧制环节，烧窑需要连续高温生产，单次开关机损耗大，且不同产品之间相互转产难度较大，**这也就**

意味着如果有足够大体量的单体 SKU 订单，规模效应会非常明显。

表 7 转产对版各阶段执行时间情况（天）

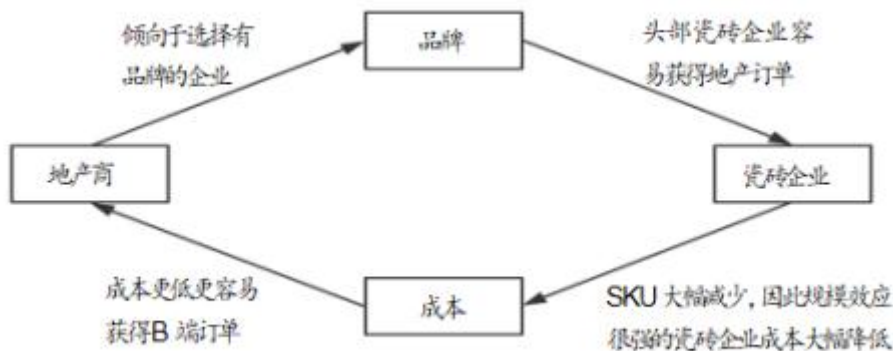
| 名称   | 审单接单 | 单件小试 | 多件中试 | 试产上线 |
|------|------|------|------|------|
| 丝网品类 | 30   | 28   | 20   | 5    |
| 辊筒品类 | 14   | 12   | 7    | 3    |
| 喷墨品类 | 5    | 4    | 3    | 2    |

资料来源：《浅谈瓷砖转产对版中的注意事项\_刘俊涛》，海通证券研究所

建筑陶瓷行业的发展主要分两个阶段：在 2010 年以前主要以 C 端为主；2010 年开始随着地产商精装房的不断增长，工装渠道空间不断扩大。地产业务的瓷砖订单具有体量大，SKU 少的特点，能够有效降低瓷砖企业成本，增强企业竞争力。

大地产商更偏向于选择头部企业，因此我们认为头部瓷砖企业更容易获取更多的 B 端订单，在瓷砖行业的规模效应下，企业能够有效降低成本，强化竞争优势，更有助于获取 B 端订单，形成正循环。

图17 头部瓷砖企业的正循环



资料来源：海通证券研究所

### 3. B 端高速增长，股权激励激发活力

#### 3.1 深耕工程端数十年，供应链优势显著

公司深耕工程渠道多年，积累大批优质客户。欧神诺是国内较早发力 B 端的，一直以自营工程团队服务于精装房为主的大型房地产开发商，目前已有十多年自营工程成功管理经验，在工程渠道方面具有明显的优势。公司是碧桂园的最大瓷砖供应商之一，也是万科、恒大的主要供应商，已与各大知名房企建立了全面战略合作伙伴关系，形成了自己稳定的客户群。

由于地产商类客户订单品类集中、需求量大，结合建筑陶瓷生产制造的规模经济效应，形成制造端的生产成本优势；另一方面，随着工装客户规模扩大，公司通过区域供应链基地的全国布局，实现产销地一体，形成物流成本优势。最终形成了规模制造、物流等综合成本竞争优势。

丰富的经验和优秀的供应链使得公司在建筑陶瓷品牌中的地产首选率不断提升，2020 年位居第三。2017 至 2020 年间，公司在中国房地产 500 强首选供应商服务商中排名从第六名上升到第三名，品牌首选率提高了 3 个百分点，发展强劲。19、20 年两年，公司首选率稳定在 14%，仅次于马可波罗和蒙娜丽莎。

**表 8 2017-2020 年欧神诺在中国房地产 500 强首选建筑陶瓷类供应商榜单中的情况**

| 年度   | 排名 | 首选品牌率 |
|------|----|-------|
| 2017 | 6  | 11%   |
| 2018 | 4  | 12%   |
| 2019 | 3  | 14%   |
| 2020 | 3  | 14%   |

资料来源：2017-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌榜单，海通证券研究所

公司工装渠道仍在迅速发展。在原有包括碧桂园、万科 A、中国恒大、雅居乐集团、荣盛发展、富力地产、旭辉控股集团、华润置地等大型房地产开发商基础上，2019 年度内陆续与华侨城 A、泰禾集团、华夏幸福、五矿地产、当代置业等大中型房地产开发商构建了合作关系。同时，公司多次荣获地产供应商相关奖项，与各地地产商建立良好的合作关系，工程优势将推动公司业绩进一步提升。

**表 9 部分地产商瓷砖品类供应商获奖情况**

| 地产商  | 奖项                                      |
|------|-----------------------------------------|
| 万科   | 2019 年材料设备供应商 (A 级): 蒙娜丽莎、家美、欧神诺        |
|      | 2019 年材料设备供应商 (B 级): 简一                 |
|      | 2019 年材料设备供应商 (合格): 东鹏、宏威               |
| 碧桂园  | 2018 年度卓越供应商: 蒙娜丽莎、金意陶、三水宏源、景业、冠星、博华、简一 |
|      | 2018 年长期战略合作奖: 欧神诺                      |
| 富力集团 | 2018 年度卓越供应商: 欧神诺                       |

资料来源：万科周刊、华夏陶瓷网等，欧神诺官网，海通证券研究所

公司回款较好，同时有扩表基础，为 B 端持续增长提供保障。相较于 C 端，B 端销售回款较慢，公司 18、19 年收现比计算分别为 0.97 倍、0.96 倍，在消费建材可比公司中，18 年高于行业中位数水平，19 年低于行业中位数水平。同时，公司 18、19 年末资产负债率分别为 44.29% 和 47.98%，18 年低于可比公司中位数水平，19 年略高于可比公司中位数水平。2020 年公司拟向碧桂园创投非公开发行股票，募集资金总额不超过 5 亿，本次发行将进一步降低公司资产负债率，提升资金实力。公司仍有扩表基础，能够为公司持续发力 B 端业务提供支持。

**表 10 2018-2019 年公司和可比公司资产负债率和收现比情况**

| 代码        | 简称   | 资产负债率 (%) |       | 收现比 (倍) |      |
|-----------|------|-----------|-------|---------|------|
|           |      | 2018      | 2019  | 2018    | 2019 |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 58.84     | 55.57 | 0.92    | 1.08 |
| 300715.SZ | 凯伦股份 | 52.39     | 48.35 | 0.76    | 0.71 |
| 300737.SZ | 科顺股份 | 40.90     | 47.47 | 0.90    | 0.95 |
| 002791.SZ | 坚朗五金 | 29.42     | 36.17 | 0.93    | 0.99 |
| 603737.SH | 三棵树  | 57.82     | 67.64 | 1.12    | 0.98 |
| 002918.SZ | 蒙娜丽莎 | 41.57     | 43.58 | 1.04    | 1.05 |
|           | 中位数  | 46.98     | 47.91 | 0.93    | 0.99 |
|           | 公司   | 44.29     | 47.98 | 0.97    | 0.96 |

资料来源：wind，海通证券研究所

(注：收现比计算是用当期销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入)

### 3.2 渠道融合，资金支持，卫浴瓷砖协同发展

公司卫浴产品销售以经销为主，在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络；而瓷砖产品经过多年积累建立工装自营服务团队，积累国内房地产龙头为主体的优质客户群。公司卫浴的经销渠道和瓷砖的直销渠道能够互补，发挥协同优势，促进两



部分业务共同发展。

**卫浴业务直销不断开拓。**对于卫浴业务，产品主要以线下经销商运营为主，辅以电子商务、整体家装以及互联网家装等渠道销售到终端。2019 年卫浴业务已逐步开展直营，拥有包括碧桂园、融创中国、雅乐居、龙湖集团等大型房地产开发商客户。

**瓷砖业务 C 端门店数持续增长。**欧神诺拥有包括华耐、惠泉等全国性的大型经销商，以及遍布全国主要省市的区域性经销商，2018 年之前一二三线城市布局已经基本完毕，目前拓展的主要是在四五六线市场。截至 2019 年 12 月，欧神诺经销商逾 990 家，终端门店逾 2980 个。公司的长远计划是争取在三四年时间内，在全国县域以上市场保持增长，计划零售端经销商数量超过 2000 家，实现全市场较好的覆盖。

**表 11 2018-2019 年公司经销商和门店数量情况**

|        | 截至 2018 年 12 月 31 日 | 截至 2019 年 6 月 30 日 | 截至 2019 年 12 月 31 日 |
|--------|---------------------|--------------------|---------------------|
| 经销商（家） | 逾 700               | 逾 800              | 逾 990               |
| 门店（个）  | 逾 1700              | 逾 2400             | 逾 2980              |

资料来源：《帝欧家居：2019 年年度报告》，《帝欧家居：2018 年年度报告》，《帝欧家居：2019 年半年度报告》，海通证券研究所

同时，公司瓷砖业务快速成长，需要资金支持产能扩张和业务发展，依托上市公司平台的融资优势，瓷砖业务可以获得直接的资金支持和银行融资担保，解决过去发展瓶颈，为未来持续高速增长奠定基础。

**业务协同初见成效，2019 年公司逆势增长。**建筑陶瓷行业和卫生洁具行业需求总量均达到饱和，2019 年我国陶瓷砖产量继续走低，规模为 82.25 亿平方米，同比下滑 8.73%。而公司 2019 年收入同比增长 29.29%，逆势增长，我们认为，这证明了公司的竞争力，以及业务协同产生成效。

### 3.3 未来产能大幅增长，优势有望进一步强化

**产能快速扩张，支撑销售增长。**公司的瓷砖业务目前拥有佛山、江西景德镇和广西藤县三个生产基地，18 年使用募集资金投入到景德镇基地进行大规模自动化生产线改造，同时使用自筹资金在广西建设新的生产基地，瓷砖产能从 17 年底的 2000 万平米扩大到 19 年底的 5100 万平米。

**表 12 2017-2019 年公司瓷砖业务产能情况**

| 年度         | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------|------|------|------|
| 年底产能（万平方米） | 2000 | 2600 | 5100 |

资料来源：《帝王洁具：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》，《帝欧家居：2018 年年度报告》，《帝欧家居：2019 年 7 月 31 日投资者关系活动记录表》，公司投资者纪要，海通证券研究所

**新增产能可满足公司规模增长的需要，强化规模效应和竞争优势。**瓷砖方面广西一期已经投产，二期在规划中，若项目完成公司瓷砖产能将得到提升。卫浴业务方面，智能卫浴生产项目一期将在今年 7 月份投产，我们预计将新增 100 万件智能卫浴产品。未来伴随公司产能陆续投产，规模优势进一步凸显，公司成本优势将持续强化。

**产能基地增加有望降低公司运输费用。**由于瓷砖卫浴产品质量都比较高，导致运费较高。2019 年公司物流费用 3.46 亿元，占总收入比为 6.21%。我们认为，伴随公司在不同基地的产能陆续投产，能够根据需求所在地选择就近的生产基地，运费有望降低。

**表 13 公司 2018 和 2019 年物流费用**

|          | 2019 | 2018 |
|----------|------|------|
| 物流费用（亿元） | 3.46 | 2.71 |



|      |       |       |
|------|-------|-------|
| 占收入比 | 6.21% | 6.29% |
|------|-------|-------|

资料来源：《帝欧家居：2019 年年度报告》，海通证券研究所

### 3.4 不断激励员工，定增引入战略投资者碧桂园创投

**员工持股计划充分激励高管。**2019 年 6 月 13 日，公司发布了第一期员工持股计划，本期员工持股计划参加总人数 4 人，均为公司高管。此次员工持股计划筹集资金总额上限为 5000 万元，购买公司回购的 468.52 万股。员工持股计划购买回购股票的价格为 10.67 元/股，公司回购均价约为 21.32 元/股。

**表 14 员工持股计划持有人对应的权益份额及比例**

| 持有人 | 职务        | 拟认缴份额上限（万份） | 拟认缴份额占本员工持股计划的比例 |
|-----|-----------|-------------|------------------|
| 陈家旺 | 董事、欧神诺总裁  | 2500        | 50%              |
| 庞少机 | 欧神诺副总裁    | 1000        | 20%              |
| 丁同文 | 欧神诺董事、副总裁 | 1000        | 20%              |
| 黄磊  | 核心管理人员    | 500         | 10%              |
| 合计  |           | 5000        | 100%             |

资料来源：《帝欧家居：第一期员工持股计划》，海通证券研究所

**表 15 员工持股计划的业绩考核目标**

| 解锁期    | 公司层面业绩考核要求                                    |
|--------|-----------------------------------------------|
| 第一个解锁期 | 以控股子公司欧神诺 2018 年净利润为基数，2019 年欧神诺净利润增长率不低于 20% |
| 第二个解锁期 | 以控股子公司欧神诺 2018 年净利润为基数，2020 年欧神诺净利润增长率不低于 40% |

资料来源：《帝欧家居：第一期员工持股计划》，海通证券研究所

**表 16 公司预计 2019-2021 年费用摊销情况测算（万元）**

| 总费用     | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年 |
|---------|---------|---------|--------|
| 4989.72 | 2183.00 | 2286.96 | 519.76 |

资料来源：《帝欧家居：第一期员工持股计划》，海通证券研究所

**深化利益绑定，谋求企业长远发展信心。**2020 年 3 月 17 日，公司发布了 2020 年限制性股票激励计划，计划向在控股子公司欧神诺任职的中层管理人员、核心技术或业务人员共计 166 人授予 400 万股限制性股票，授予价格为 10.86 元/股。公司本次限制性股票激励计划主要面向公司控股子公司欧神诺的核心骨干员工，有助于充分调动欧神诺核心骨干员工的积极性，促进公司长远发展。

**表 17 限制性股票的业绩考核目标**

| 解除限售期    | 业绩考核目标                                      |
|----------|---------------------------------------------|
| 第一个解除限售期 | 以欧神诺 2019 年净利润为基数，2020 年欧神诺净利润增长率不低于 20.00% |
| 第二个解除限售期 | 以欧神诺 2019 年净利润为基数，2021 年欧神诺净利润增长率不低于 40.00% |

资料来源：《帝欧家居：2020 年限制性股票激励计划》，海通证券研究所

**表 18 公司预计 2020-2022 年限制性股票成本摊销情况 (万元)**

| 限制性股票摊销成本 | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年 |
|-----------|---------|---------|--------|
| 3400.00   | 1700.00 | 1416.67 | 283.33 |

资料来源:《帝欧家居: 2020 年限制性股票激励计划》, 海通证券研究所

**引入战略投资者碧桂园创投, 助力公司长期发展。**2020 年 4 月 13 日, 公司拟通过非公开发行不超过 2677 万股股票引入战略投资者碧桂园创投, 本次非公开发行股票的价格为 18.68 元/股, 募集资金总额不超过 5 亿元, 扣除发行费用后拟将全额用于补充流动资金。公司已与发行对象所属碧桂园开展业务合作多年, 作为房地产业内知名上市企业, 碧桂园在房地产开发领域具有市场、渠道、品牌等战略性资源, 对定制家居、高品质建筑陶瓷具有较大需求, 能够协助公司大幅开拓市场, 促进公司产品销售, 提升品牌知名度, 提高卫生洁具、建筑陶瓷领域的市场占有率, 推动实现公司销售业绩大幅提升。

## 4. 盈利与估值

关键假设:

- 1) 假设广西二期产能 3000 万平, 在 20-21 年陆续投产;
- 2) 公司主要产品陶瓷墙地砖 2020-2022 年收入增长分别为 29%、29%、25%;
- 3) 伴随产能的扩大, 规模效应逐渐凸显, 陶瓷墙地砖产品 2020-2022 年毛利率分别为 36.35%、36.40%和 36.45%;
- 4) 卫浴产品增速平稳, 2020-2022 年收入增速分别为 10%、13%和 13%, 毛利率分别为 37.5%、37.5%和 38.00%。

**表 19 公司分业务收入毛利预测 (百万元)**

|       |            | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
|-------|------------|---------|---------|---------|----------|
| 陶瓷墙地砖 | 营业收入 (百万元) | 4967.24 | 6407.74 | 8265.98 | 10332.48 |
|       | 毛利率 (%)    | 36.20%  | 36.35%  | 36.40%  | 36.45%   |
|       | 营业成本 (百万元) | 3169.11 | 4078.53 | 5257.17 | 6566.29  |
| 卫浴产品  | 营业收入 (百万元) | 434.63  | 478.09  | 540.25  | 610.48   |
|       | 毛利率 (%)    | 38.08%  | 37.50%  | 37.50%  | 38.00%   |
|       | 营业成本 (百万元) | 269.14  | 298.81  | 337.65  | 378.50   |
| 亚克力板  | 营业收入 (百万元) | 130.71  | 126.79  | 124.25  | 121.77   |
|       | 毛利率 (%)    | 19.12%  | 19.00%  | 19.00%  | 19.00%   |
|       | 营业成本 (百万元) | 105.72  | 102.70  | 100.64  | 98.63    |
| 其他    | 营业收入 (百万元) | 37.67   | 45.20   | 51.98   | 57.18    |
|       | 毛利率 (%)    | 35.43%  | 35.50%  | 35.50%  | 35.50%   |
|       | 营业成本 (百万元) | 24.32   | 29.16   | 33.53   | 36.88    |
| 合计    | 营业收入 (百万元) | 5570.24 | 7057.83 | 8982.47 | 11121.91 |
|       | 毛利率 (%)    | 35.94%  | 36.11%  | 36.22%  | 36.34%   |
|       | 营业成本 (百万元) | 3568.28 | 4509.19 | 5728.99 | 7080.30  |

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 20 公司盈利预测 (百万元)**

|       | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 5570 | 7058  | 8982  | 11122 |

|             |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业成本        | 3568  | 4509  | 5729  | 7080  |
| 毛利率%        | 35.9% | 36.1% | 36.2% | 36.3% |
| 营业税金及附加     | 46    | 56    | 72    | 89    |
| 营业税金率%      | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  |
| 营业费用        | 894   | 1,150 | 1,473 | 1,835 |
| 营业费用率%      | 16.1% | 16.3% | 16.4% | 16.5% |
| 管理费用        | 186   | 233   | 278   | 334   |
| 管理费用率%      | 3.3%  | 3.3%  | 3.1%  | 3.0%  |
| EBIT        | 638   | 827   | 1,071 | 1,350 |
| 财务费用        | 51    | 78    | 85    | 83    |
| 财务费用率%      | 0.9%  | 1.1%  | 0.9%  | 0.7%  |
| 资产减值损失      | -14   | -17   | -22   | -27   |
| 投资收益        | 4     | 4     | 4     | 6     |
| 营业利润        | 634   | 802   | 1,045 | 1,341 |
| 营业外收支       | -3    | -4    | -4    | -5    |
| 利润总额        | 631   | 798   | 1041  | 1336  |
| EBITDA      | 793   | 969   | 1227  | 1509  |
| 所得税         | 73    | 96    | 125   | 160   |
| 有效所得税率%     | 11.6% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 少数股东损益      | -8    | -7    | -9    | -12   |
| 归属母公司所有者净利润 | 566   | 709   | 925   | 1187  |
| 每股收益 (元/股)  | 1.47  | 1.84  | 2.40  | 3.08  |

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.84、2.40、3.08 元/股, 可比上市公司 2020 年预测 PE 的平均值为 26.0 倍, 给予公司 2020 年 18-21 倍预测 PE, 对应合理价值区间 33.12-38.64 元/股, “优于大市”评级。

表 21 A 股同类可比上市公司估值 (截至 2020.05.13)

| 代码        | 简称   | 收盘价 (元/股) | EPS (元/股) |       |       | PE (倍) |       |       |
|-----------|------|-----------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |      |           | 2020E     | 2021E | 2022E | 2020E  | 2021E | 2022E |
| 300737.SZ | 科顺股份 | 21.61     | 0.97      | 1.16  | 1.54  | 22.3   | 18.7  | 14.0  |
| 603737.SH | 三棵树  | 117.54    | 2.96      | 4.15  | 5.26  | 39.7   | 28.3  | 22.3  |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 38.61     | 1.82      | 2.23  | 2.73  | 21.2   | 17.3  | 14.1  |
| 002918.SZ | 蒙娜丽莎 | 28.15     | 1.36      | 1.77  | 2.17  | 20.6   | 15.9  | 13.0  |
| 平均数       |      |           |           |       |       | 26.0   | 20.0  | 15.9  |

资料来源: wind, 海通证券研究所

(注: 可比公司预测取 wind 一致预期)

## 5. 风险提示

**疫情延后装修需求风险。**受新冠疫情影响, 居民出行时间减少, 购房和装修需求延后。若后续装修恢复不达预期, 公司业绩将受到影响。

**产能投建滞于预期风险。**公司广西产能计划在 2021 年完成, 但施工进度受多种因素影响。若公司产能投放滞于预期, 将影响公司业绩。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表 (百万元)          | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>5570</b> | <b>7058</b>  | <b>8982</b>  | <b>11122</b> |
| 每股收益               | 1.47        | 1.84         | 2.40         | 3.08         | 营业成本               | 3568        | 4509         | 5729         | 7080         |
| 每股净资产              | 9.48        | 11.32        | 13.72        | 16.81        | 毛利率%               | 35.9%       | 36.1%        | 36.2%        | 36.3%        |
| 每股经营现金流            | 0.70        | 0.85         | 1.80         | 2.32         | 营业税金及附加            | 46          | 56           | 72           | 89           |
| 每股股利               | 0.10        | 0.37         | 0.48         | 0.62         | 营业税金率%             | 0.8%        | 0.8%         | 0.8%         | 0.8%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 894         | 1150         | 1473         | 1835         |
| P/E                | 22.48       | 17.94        | 13.76        | 10.72        | 营业费用率%             | 16.1%       | 16.3%        | 16.4%        | 16.5%        |
| P/B                | 3.49        | 2.92         | 2.41         | 1.97         | 管理费用               | 186         | 233          | 278          | 334          |
| P/S                | 2.28        | 1.80         | 1.42         | 1.14         | 管理费用率%             | 3.3%        | 3.3%         | 3.1%         | 3.0%         |
| EV/EBITDA          | 12.62       | 13.46        | 10.26        | 7.78         | EBIT               | 638         | 827          | 1071         | 1350         |
| 股息率%               | 0.3%        | 1.1%         | 1.5%         | 1.9%         | 财务费用               | 51          | 78           | 85           | 83           |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | 0.9%        | 1.1%         | 0.9%         | 0.7%         |
| 毛利率                | 35.9%       | 36.1%        | 36.2%        | 36.3%        | 资产减值损失             | -14         | -17          | -22          | -27          |
| 净利率                | 10.2%       | 10.0%        | 10.3%        | 10.7%        | 投资收益               | 4           | 4            | 4            | 6            |
| 净资产收益率             | 15.5%       | 16.3%        | 17.5%        | 18.3%        | <b>营业利润</b>        | <b>634</b>  | <b>802</b>   | <b>1045</b>  | <b>1341</b>  |
| 资产回报率              | 8.1%        | 8.8%         | 9.8%         | 10.5%        | 营业外收支              | -3          | -4           | -4           | -5           |
| 投资回报率              | 12.5%       | 13.9%        | 16.1%        | 17.3%        | <b>利润总额</b>        | <b>631</b>  | <b>798</b>   | <b>1041</b>  | <b>1336</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 793         | 969          | 1227         | 1509         |
| 营业收入增长率            | 29.3%       | 26.7%        | 27.3%        | 23.8%        | 所得税                | 73          | 96           | 125          | 160          |
| EBIT 增长率           | 42.1%       | 29.6%        | 29.5%        | 26.1%        | 有效所得税率%            | 11.6%       | 12.0%        | 12.0%        | 12.0%        |
| 净利润增长率             | 48.7%       | 25.3%        | 30.4%        | 28.3%        | 少数股东损益             | -8          | -7           | -9           | -12          |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>566</b>  | <b>709</b>   | <b>925</b>   | <b>1187</b>  |
| 资产负债率              | 48.0%       | 46.1%        | 44.2%        | 42.8%        |                    |             |              |              |              |
| 流动比率               | 1.38        | 1.53         | 1.70         | 1.90         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 速动比率               | 1.11        | 1.23         | 1.36         | 1.55         | 货币资金               | 502         | 565          | 719          | 1412         |
| 现金比率               | 0.17        | 0.17         | 0.19         | 0.32         | 应收账款及应收票据          | 2535        | 3282         | 4177         | 5171         |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 存货                 | 705         | 852          | 1083         | 1338         |
| 应收帐款周转天数           | 153.72      | 153.72       | 153.72       | 153.72       | 其它流动资产             | 295         | 311          | 345          | 389          |
| 存货周转天数             | 72.06       | 69.00        | 69.00        | 69.00        | 流动资产合计             | 4037        | 5010         | 6323         | 8311         |
| 总资产周转率             | 0.80        | 0.87         | 0.95         | 0.99         | 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产周转率            | 3.83        | 4.85         | 6.09         | 8.24         | 固定资产               | 1453        | 1456         | 1474         | 1349         |
|                    |             |              |              |              | 在建工程               | 61          | 93           | 52           | 36           |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 773         | 832          | 901          | 888          |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 2965        | 3057         | 3102         | 2947         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>7002</b> | <b>8067</b>  | <b>9425</b>  | <b>11258</b> |
| 净利润                | 566         | 709          | 925          | 1187         | 短期借款               | 453         | 463          | 164          | 0            |
| 少数股东损益             | -8          | -7           | -9           | -12          | 应付票据及应付账款          | 1832        | 2038         | 2589         | 3200         |
| 非现金支出              | 223         | 160          | 178          | 185          | 预收账款               | 144         | 183          | 233          | 288          |
| 非经营收益              | 21          | 23           | 16           | 4            | 其它流动负债             | 493         | 601          | 741          | 897          |
| 营运资金变动             | -533        | -558         | -418         | -473         | 流动负债合计             | 2923        | 3285         | 3727         | 4385         |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>269</b>  | <b>327</b>   | <b>691</b>   | <b>891</b>   | 长期借款               | 333         | 333          | 333          | 333          |
| 资产                 | -367        | -257         | -228         | -36          | 其它长期负债             | 104         | 104          | 104          | 104          |
| 投资                 | 19          | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 437         | 437          | 437          | 437          |
| 其他                 | 6           | 5            | 6            | 6            | <b>负债总计</b>        | <b>3360</b> | <b>3722</b>  | <b>4164</b>  | <b>4822</b>  |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-342</b> | <b>-251</b>  | <b>-223</b>  | <b>-30</b>   | 实收资本               | 385         | 385          | 385          | 385          |
| 债权募资               | 581         | 10           | -299         | -164         | 普通股股东权益            | 3649        | 4358         | 5283         | 6470         |
| 股权募资               | 2           | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | -6          | -13          | -22          | -34          |
| 其他                 | -553        | -23          | -16          | -4           | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>7002</b> | <b>8067</b>  | <b>9425</b>  | <b>11258</b> |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>30</b>   | <b>-13</b>   | <b>-314</b>  | <b>-168</b>  |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-43</b>  | <b>62</b>    | <b>154</b>   | <b>694</b>   |                    |             |              |              |              |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 13 日

资料来源：公司年报 (2019)，海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

杜市伟 建筑建材行业  
潘莹练 建筑建材行业  
冯晨阳 建筑建材行业  
申浩 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国巨石,西部水泥,天山股份,中材国际,中设集团,坚朗五金,中国建筑,三棵树,华新水泥,万年青,祁连山,冀东水泥,中国中铁,伟星新材,精工钢构,科顺股份,兔宝宝,惠达卫浴,海螺水泥,宁夏建材,再升科技,中材科技,东方雨虹,中钢国际,长海股份,凯伦股份,北新建材,信义玻璃,上峰水泥,永高股份

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准:                                                        | 类 别    | 评 级  | 说 明                            |
|-------------------------------------------------------------------------|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；     | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；           |
|                                                                         |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；     |
|                                                                         |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；         |
|                                                                         |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。   |
| 2. 市场基准指数的比较标准:<br>A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|                                                                         |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|                                                                         |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队  
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队  
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队  
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队  
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业  
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业  
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业  
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业  
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业  
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业  
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com



## 电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
联系人  
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

## 煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

## 电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com  
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

## 基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

## 计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
于成龙 ycl12224@htsec.com  
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

## 通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com  
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com  
联系人  
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

## 非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
联系人  
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

## 交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com  
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

## 纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
联系人  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

## 建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

## 机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
周丹 zd12213@htsec.com  
联系人  
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

## 钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

## 建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

## 农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
联系人  
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

## 食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

## 军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com  
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

## 银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
解巍巍 xww12276@htsec.com  
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

## 社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
许樱之 xyx11630@htsec.com

## 家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

## 造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
李婕 lj12330@htsec.com  
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com