

帝欧家居 (002798)

2018-5-29

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 首次

## “帝”、“欧”携手，成长启航

### 报告要点

#### ■ 低集中度+规模效应显著的瓷砖行业

我国为全球最大建陶消费国，行业规模 4000 亿以上，但集中度较低，典型“大行业，小公司”格局。随着集中度提升，龙头经营规模扩大，由此带来的规模效应将逐渐显现。此外因下游需求变化及环保趋严，当下建陶行业面临的两大趋势促使集中度加速提升：1) 下游地产商集中度提升及精装修比例提高，具备较强品牌优势且与大地产商已形成直接供应关系的品牌陶企有望受益；2) 环保趋严，行业众多小企业被迫退出，市场进一步向龙头集中。

#### ■ 欧神诺：零售中高端定位，工程具先发优势

**工程：先发优势明显，客户资源优质。**欧神诺已与多家龙头地产商建立了战略合作关系。2016 年欧神诺前五大客户中，碧桂园及万科收入占比之和近 50%。因此地产集中度提升，将有望锁定欧神诺未来工程业务收入增速。且随着欧神诺在业内口碑不断提升，有望继续拓展新客户，工程端或持续放量。

**零售：新理念领导者，渠道拓展可期。**零售定位中高端，首先提出“时装化经营理念”，2016 年上线“欧神诺在线”，进一步强化服务能力，提高客户粘性。参考伟星新材等消费建材龙头，随着服务能力提升，零售端有望突破。

#### ■ 并购重组破资金瓶颈，有望复制雨虹路径

瓷砖行业对资金占用量较大，主要源自三个方面：1) 工程业务有垫资需求，应收账款较多；2) 零售业务需多品类、多花色备货，企业库存偏高；3) 固定资产投资规模较大。因此，受制于资金瓶颈，瓷砖企业通常难以维持高速的产能扩张计划，进而限制其份额提升的速度，欧神诺借力上市平台，融资渠道打通，有望突破资金瓶颈。对此可类比东方雨虹，上市十年来借助资本市场多次融资，不断新投产能，实现全国布局，净利润复合增速超过 40%。

#### ■ 整体卫浴大势所趋，瓷砖洁具渠道互补

瓷砖和洁具在生产、销售端具有协同效应，瓷砖+洁具业务并行已成行业常态。如美国洁具龙头科勒 1989 年收购瓷砖品牌 Ann Sacks；东鹏控股在 2017 年将瓷砖业务和洁具业务合并等。公司主营亚克力洁具，欧神诺主营建筑陶瓷，两者联合有望实现 1+1>2 的协同效应。此外公司与欧神诺的强势区域不同也有利于零售端资源导流。考虑收购欧神诺合并报表，预计 2018-2020 年业绩 3.50/4.71/6.59 亿，对应 PE 为 22/16/12 倍，买入评级。

**风险提示：**

1. 地产销售大幅下滑；
2. 业务拓展不及预期。

当前股价： 33.59 元

分析师 范超

☎ (8621) 61118709

✉ fanchao@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080001

分析师 孙明新

☎ (8610) 57065357

✉ sunmx1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070001

联系人 李浩

☎ (8621) 61118709

✉ lihao4@cjsc.com.cn

公司基本数据	2018.05.28
总股本 (万股)	22672
流通 A 股/B 股 (万股)	5488/0
资产负债率	37.22%
每股净资产 (元)	12.67
市盈率 (当前)	139.67
市净率 (当前)	2.65
12 个月内最高/最低价	63.71/33.15

### 市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

## 目录

前言 .....	5
低集中度+规模效应显著的瓷砖行业 .....	5
“大行业，小公司”格局 .....	5
行业规模较大且具备提升空间 .....	5
个性化消费属性：行业集中度明显偏低 .....	7
规模化生产属性：大规模少转产降成本 .....	9
三大外力促进集中度提升 .....	12
下游地产集中度提升 .....	12
精装房比例逐渐提升 .....	12
环保趋严促格局优化 .....	13
欧神诺：零售中高端定位，工程具先发优势 .....	15
零售：新理念领导者，渠道拓展可期 .....	15
工程：先发优势明显，客户资源优质 .....	17
并购重组破资金瓶颈，有望复制雨虹路径 .....	18
整体卫浴大势所趋，瓷砖洁具渠道互补 .....	20
投资建议 .....	23

## 图表目录

图 1：公司推荐逻辑框架图 .....	5
图 2：2017 年全国建筑陶瓷产量小幅下降 1.15% .....	6
图 3：2017 年我国建筑陶瓷出口量同降 23.6% .....	6
图 4：2016 年建陶行业销售收入 4550 亿元 .....	6
图 5：我国建筑陶瓷 2016 年消费量 84.7 亿平米 .....	6
图 6：瓷砖下游应用广泛 .....	7
图 7：瓷砖行业产业链 .....	7
图 8：瓷砖新的应用领域不断拓宽 .....	7
图 9：瓷砖图案多样、色彩各异 .....	8
图 10：2016 年国内服装品牌集中度（含鞋子） .....	8
图 11：2016 年国内服装公司集中度（含鞋子） .....	8
图 12：龙头市占率较低，2017 年东鹏控股 1%左右 .....	8
图 13：2012 年瓷砖零售市场集中度看，CR10 不足 10% .....	8
图 14：美国陶瓷行业集中度，MHK 占比超过 70% .....	9
图 15：欧洲陶瓷行业集中度，CR9 占比 43% .....	9

图 16: 瓷砖行业能耗、人工、制造费用等占比较高 .....	9
图 17: 瓷砖行业研发费用占比较高 (2016 年) .....	9
图 18: 东鹏控股单平能源成本不断下降 .....	10
图 19: 东鹏控股能耗占比不断下降.....	10
图 20: 2016 年龙头建陶企业人工成本占比差别.....	10
图 21: 龙头建陶企业单平米人工成本差别.....	10
图 22: 龙头建陶企业研发成本在 5000 万元左右.....	11
图 23: 龙头建陶企业单平米研发成本差别.....	11
图 24: 蒙娜丽莎工程业务毛利率要高于经销业务.....	12
图 25: 调整后的蒙娜丽莎工程与经销业务利润率.....	12
图 26: 龙头开发商销售面积占比持续提升.....	12
图 27: 2018 年 Q1 地产开发商拿地占比 .....	12
图 28: 建筑陶瓷生产过程中会产生大量三废 .....	13
图 29: 2017 年我国陶瓷产量的地域分布.....	13
图 30: 污染物排放浓度 (mg/m <sup>3</sup> ) 标准持续加严 .....	14
图 31: 能耗标准持续加严, 企业仍达不到先进标准 (kgce/t) .....	14
图 32: 2014 年欧神诺全面在央视投入广告 .....	16
图 33: 公司多次获得行业陶瓷十大品牌奖项 .....	16
图 34: 欧神诺在线是从设计到最终安装的一体化服务平台 .....	16
图 35: 3D 云设计可快速实现安装效果设计.....	16
图 36: 2016 年经销商渠道实现营收 7.58 亿, 同增 24.7% .....	17
图 37: 受益云商落地, 武汉地区 2016 年营收同增 70%, 费用同降 15%.....	17
图 38: 欧神诺在线自主设计页面 .....	17
图 39: 2016 年工程收入占比 57%.....	18
图 40: 欧神诺在地产商中的认可度较高 .....	18
图 41: 与欧神诺建立合作伙伴关系的大地产商 .....	18
图 42: 2018 年样本房企计划竣工面积增速回升明显 .....	18
图 43: 东方雨虹经营性现金流不足以支撑产能扩张 .....	19
图 44: 东方雨虹上市以来收入利润快速增长 .....	19
图 45: 2016 年建陶龙头自有产能基本满产 (万平米) .....	19
图 46: 龙头企业 2016 年 OEM 比例明显提升 (成本口径) .....	19
图 47: 公司三阶段发展历程 .....	20
图 48: 公司形成了以亚克力洁具为主的产品结构.....	20
图 49: 2015 年卫生洁具行业收入约为 806 亿.....	21
图 50: 消费者卫生洁具选择仍以陶瓷为主.....	21
图 51: 亚克力洁具生产过程相对简单.....	21
图 52: 通过样板间, 实现产品之间的相互导流 .....	22
图 53: 瓷砖卫浴同店销售, 体现渠道协同.....	22
图 54: 公司与欧神诺渠道结构差异较大 (2015 年) .....	22
图 55: 区域分布看两者也有明显差异 (2016 年) .....	22
图 56: 东鹏、科勒、箭牌等品牌均为卫浴加瓷砖并行.....	23
图 57: 工程市场因样板间的存在可提前预估工程收入规模 .....	23

表 1: 2016 年我国瓷砖人均消费量及劳动生产率 .....	6
表 2: 东鹏控股 2010-2016 年主要能源价格变动 .....	10
表 3: 转产对版各阶段执行时间情况 .....	11
表 4: 各地政府相继出台政策保障全装修成品住宅比例 .....	12
表 5: 2016 年下半年以来行业产能明显受到明显限制, 尤其是北方几大产区 .....	14
表 6: 2016 年欧神诺前五大客户中碧桂园、万科占比接近 50% .....	18
表 7: 瓷砖行业固定资产投资较大, 一条生产线需 2 亿投资 (万元) .....	19
表 8: 欧神诺现有产能共计 2000 万平米 .....	20

## 前言

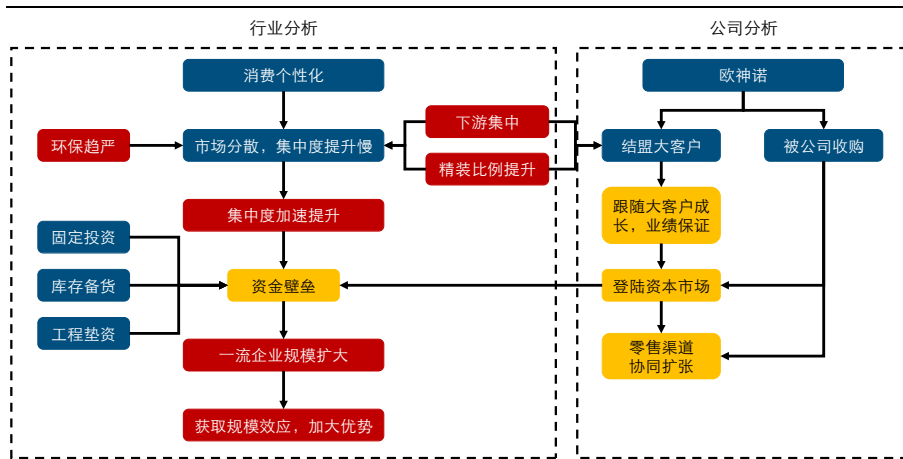
我国为全球最大建陶消费国，按照 2016 年 4550 亿市场规模计算，行业龙头东鹏控股市占率不足 2%，典型的“大行业，小公司”格局。当下存在两大趋势促使行业集中度加速提升：1) 下游地产商集中度提升及精装修比例提高，具备较强品牌优势且与大地产商已形成直接供应关系的品牌陶企有望受益；2) 环保趋严，行业众多小企业被迫退出，市场进一步向龙头集中。

欧神诺在工程市场具备先发优势，将受益于 B 端市场快速放量带来的行业变化。另外，瓷砖产品规模优势明显，由于品类、花色等差异较大，产品品种较多。当规模提升时，单品类瓷砖的生产量增多，转产的减少可以带来单位生产成本的明显下降。

此外，由于工程市场垫资、多花色存货储备占用资金、生产线投资规模较大等原因，使得瓷砖企业对资金的需求较高。公司收购欧神诺完成后，欧神诺已获得 1.97 亿元的配套融资用于产线扩建、公司拟为欧神诺及子公司提供 25 亿的授信担保，有望解决扩张过程中的资金瓶颈，抢占先发优势，复制东方雨虹成长路径（十年来收入端复合增速 35.7%，归属净利润复合增速超过 42.5%）。

对于洁具业务，公司原主业为亚克力洁具业务，受益于环保趋严带来的部分卫生陶瓷企业关停。2018 年 1 月，公司设立佛山帝王卫浴有限公司，依托佛山的区域优势，发展陶瓷卫生洁具及五金配件业务，进一步整合公司资源。瓷砖与洁具业务在生产端及销售端都具备协同效应，“帝”“欧”两强在资源、渠道等方面的协同将是未来长期看点。

图 1：公司推荐逻辑框架图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 低集中度+规模效应显著的瓷砖行业

### “大行业，小公司”格局

### 行业规模较大且具备提升空间

### 全球最大的瓷砖生产国、消费国与出口国

我国是全球最大的瓷砖生产国、消费国、出口国。截至 2017 年底，瓷砖产能达 136 亿平米，共有企业 1366 家、产线 3264 条。2017 年我国建筑陶瓷产量约 101.5 亿平米，

同降 1.15%；出口量 8.21 亿平米，同降 23.6%。虽然我国陶瓷行业体量较大，但劳动生产率远低于欧洲成熟国家，尤其是意大利、西班牙等瓷砖生产强国。

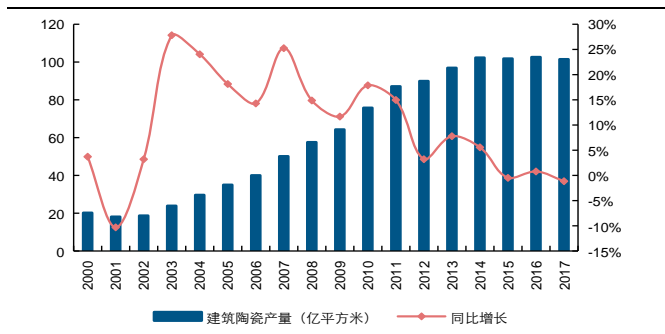
表 1：2016 年我国瓷砖人均消费量及劳动生产率

国家	劳动生产率 (万平米/人)	劳动生产率 (万美元/人)	出口产品单价 (美元/平米)	人均消费 (平方米)
中国	1.50~1.90	7.00~8.00	5.67	6.32
巴西	3.17	11.20	3.28	4.13
墨西哥	2.05	11.90	5.81	1.70
土耳其	2.46	12.90	5.76	3.10
印度	0.43	2.10	5.56	0.65
印度尼西亚	0.22	1.60	5.56	1.80
意大利	2.19	31.60	15.31	1.40
西班牙	3.28	24.50	7.20	3.00

资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，长江证券研究所

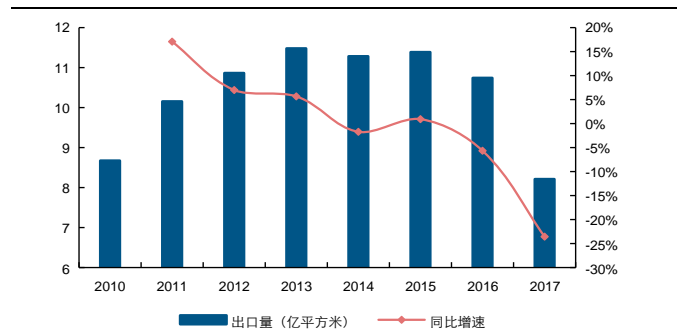
依据 Ceramic World 统计口径，2016 年我国建筑陶瓷产量占比全球 43%，产量第二大的印度占比仅为 6%；我国出口量占比全球 37%，第二大出口国西班牙仅为 3.95 亿平米，占比 14%。

图 2：2017 年全国建筑陶瓷产量小幅下降 1.15%



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，长江证券研究所

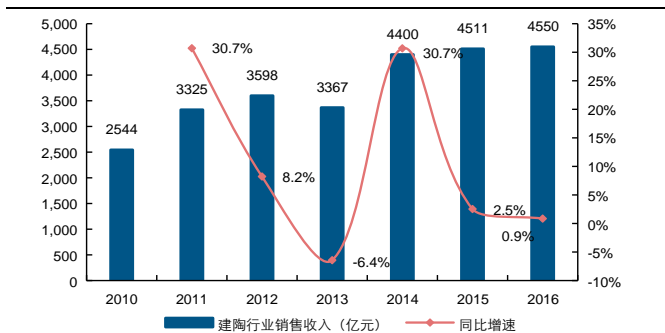
图 3：2017 年我国建筑陶瓷出口量同降 23.6%



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，长江证券研究所

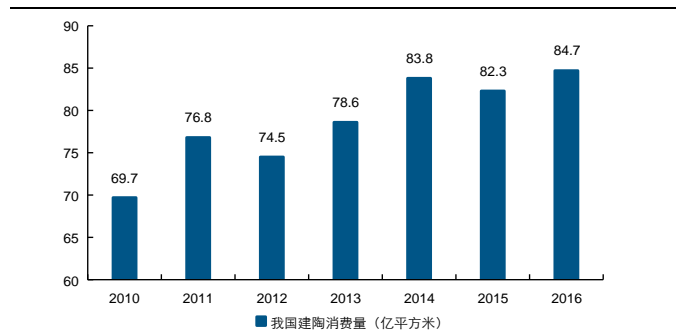
瓷砖下游应用广泛，按照装修工序，分为室内装修、室外装修，按照建筑项目，除家庭住宅外，还用于医院、酒店、写字楼、市政工程等领域。2016 年行业销售收入规模 4550 亿元，经历过高速发展期之后，建筑陶瓷行业已进入平稳增长期。

图 4：2016 年建陶行业销售收入 4550 亿元



资料来源：《2014-2016 年建陶行业销售发展报告》，长江证券研究所

图 5：我国建筑陶瓷 2016 年消费量 84.7 亿平方米



资料来源：《2014-2016 年建陶行业销售发展报告》，长江证券研究所

图 6：瓷砖下游应用广泛



资料来源：中装新网，长江证券研究所

图 7：瓷砖行业产业链



资料来源：蒙娜丽莎招股意向书，长江证券研究所

### 消费升级使得瓷砖市场仍具备发展空间

我们认为瓷砖行业的客单价仍有提升空间：1) 新的瓷砖品类的推出带动行业产品结构优化，且新品价格一般高于原有产品价格；2) 地砖上墙趋势促进地砖替代瓷片，且地砖价格要高于瓷片；3) 供给侧改革带来瓷土等原材料涨价，从而一定程度的推动瓷砖价格上涨。

此外，随着瓷砖花色进一步丰富以及产品品质的提升，尤其是大理石瓷砖的推广，近几年出现了瓷砖替代大理石的趋势。同时，陶瓷大板和薄板的推广也使得瓷砖可以用在餐桌台面、建筑物外墙等领域，应用空间有望进一步拓宽。

图 8：瓷砖新的应用领域不断拓宽

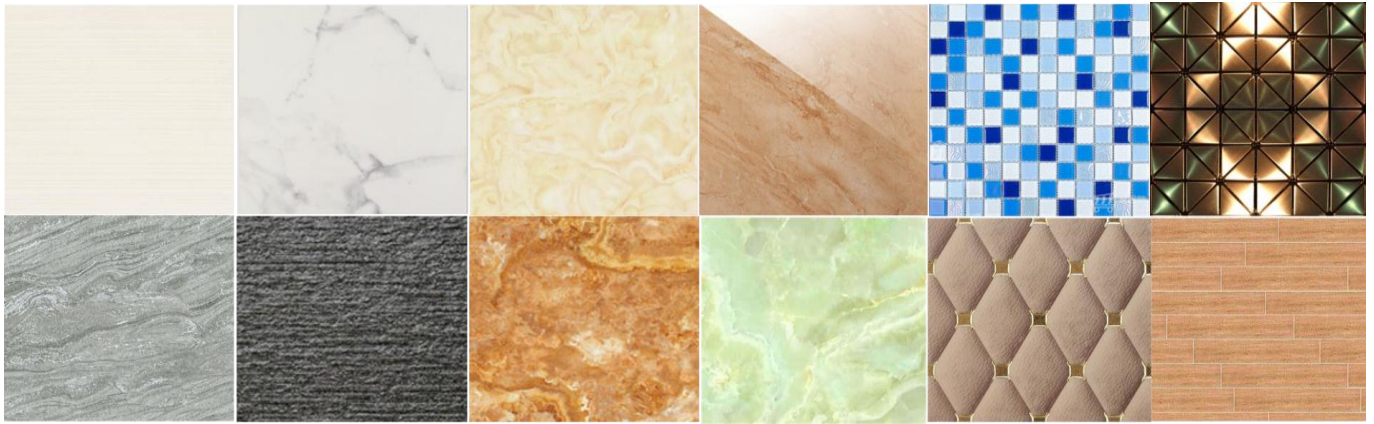


资料来源：百度图片，长江证券研究所

### 个性化消费属性：行业集中度明显偏低

瓷砖为典型的 SKU 众多的产品。按照用途可分为瓷质砖、炻瓷砖、细炻砖、炻质砖、陶质砖；按照风格分为仿石砖、耐磨釉面砖、仿古砖、哑光釉砖、大理石瓷砖等；按照生产工艺分为一次烧成、多次烧成、后加工产品等。规格看，内墙砖从 108\*108mm 到 300\*900mm、外墙砖从 45\*95mm 到 200\*400mm 不等；根据不同的品牌定位，可分为中高低端等。

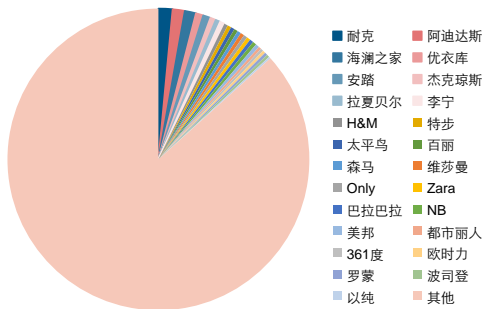
图 9：瓷砖图案多样、色彩各异



资料来源：百度图片,长江证券研究所

**个性化消费特征突出。**由于审美喜好不同，消费者选择的瓷砖品类和品牌也不尽相同，因此瓷砖行业在零售端具有很强的个性化消费特征。将建陶与个性化消费特征更加明显的服装行业市场格局进行简单的对比，2016 年国内服装品牌 CR25 仅为 13.3%，服装企业 CR25 仅为 16.4%，一定程度上说明，个性化的消费特征或会导致分散的市场格局。

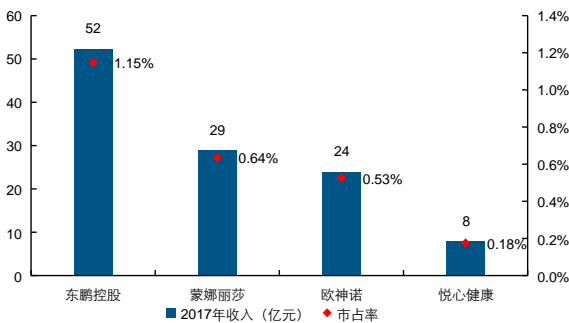
图 10：2016 年国内服装品牌集中度（含鞋子）



资料来源：Euromonitor International,长江证券研究所

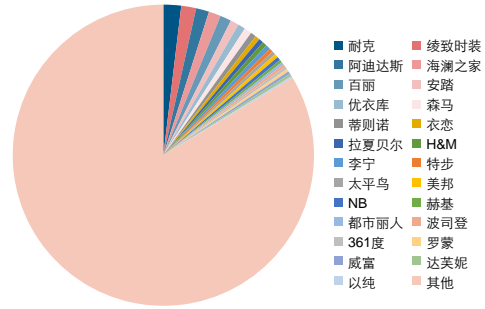
**我国瓷砖行业格局较为分散。**假设 2017 年行业收入与 2016 年相同，按照龙头企业 2017 年收入计算市占率。经计算龙头东鹏控股市占率 1.2%；蒙娜丽莎、欧神诺仅为 0.6%、0.5%。此外依据东鹏控股 H 股招股说明书数据，2012 年瓷砖零售市场 CR10 不足 10%。

图 12：龙头市占率较低，2017 年东鹏控股 1%左右



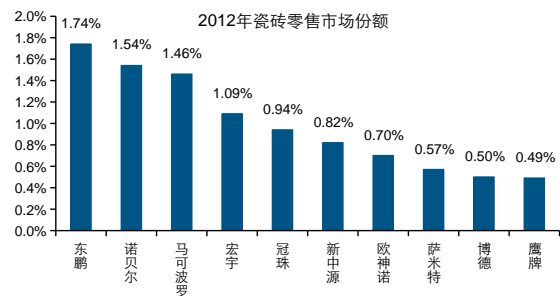
资料来源：Wind、中国建筑陶瓷协会,长江证券研究所

图 11：2016 年国内服装公司集中度（含鞋子）



资料来源：Euromonitor International,长江证券研究所

图 13：2012 年瓷砖零售市场集中度看，CR10 不足 10%

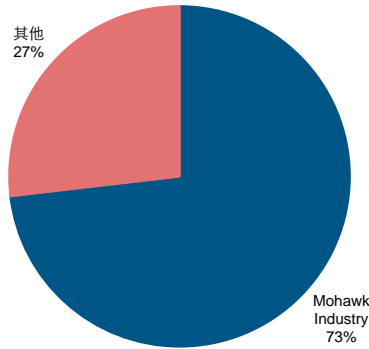


资料来源：东鹏控股 H 股招股说明书,长江证券研究所



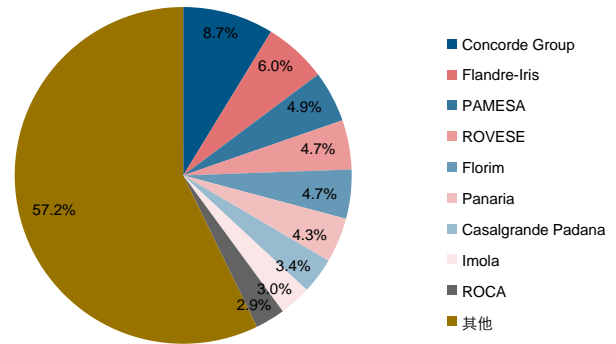
国外瓷砖行业集中度远高于我国。北美市场基本一家独大,莫霍克工业市占率超过 70%;欧洲市场的前 9 大公司市占率达到了 43%;意大利市场的前 7 大公司市占率也达到了 50%。

图 14: 美国陶瓷行业集中度, MHK 占比超过 70%



资料来源: Ceramic World, 长江证券研究所

图 15: 欧洲陶瓷行业集中度, CR9 占比 43%

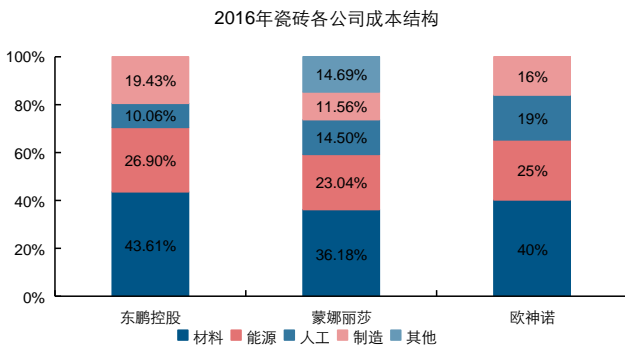


资料来源: Ceramic World, 长江证券研究所

### 规模化生产属性: 大规模少转产降成本

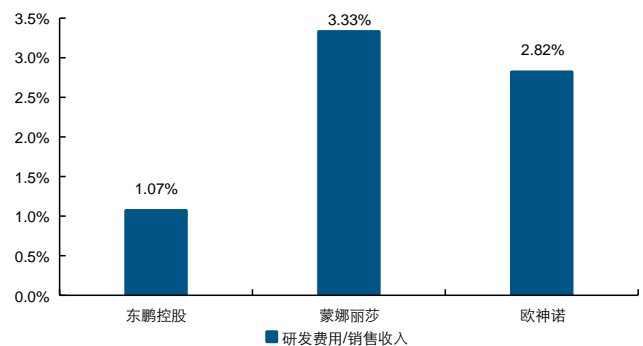
建筑陶瓷是一个高耗能、高污染的行业,从成本占比来看,能耗、制造费用、人工费用等在成本中占比较高,原材料成本占比约 40%左右,低于其他消费建材品类。由于瓷砖行业个性化消费特征,建筑陶瓷行业研发费用较高。

图 16: 瓷砖行业能耗、人工、制造费用等占比较高



资料来源: 欧神诺招股书、蒙娜丽莎招股书、东鹏控股招股书、长江证券研究所

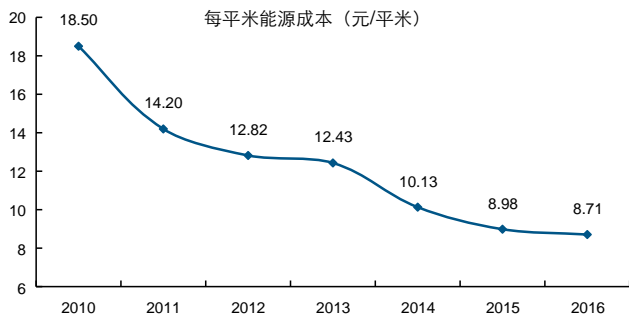
图 17: 瓷砖行业研发费用占比较高(2016年)



资料来源: 欧神诺招股书、蒙娜丽莎招股书、东鹏控股招股书, 长江证券研究所

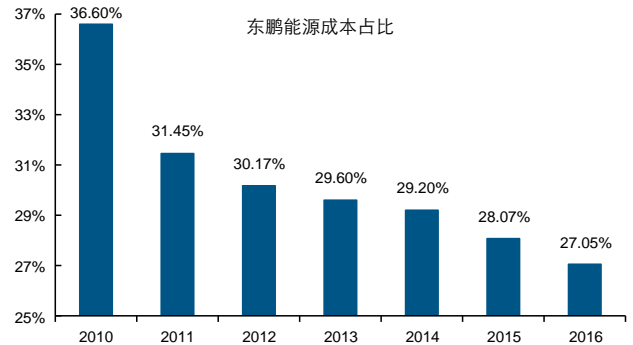
**能耗规模效应: 东鹏瓷砖能耗占比不断降低。**建筑陶瓷产业是高资源消耗型产业,维持生产需要消耗大量的燃料,包括电力、燃料能源等。东鹏控股 2010-2016 年能源成本占比由 37%下降到 27%,单平米的能耗成本由 18.50 元/平下降到 8.71 元/平。在此期间,煤价下跌 44%,天然气价格上涨 23%,电价基本持平,综合能源价格下降 16%左右,低于能耗成本降幅。

图 18: 东鹏控股单平能源成本不断下降



资料来源: 东鹏控股 H 股及 A 股招股说明书, 长江证券研究所

图 19: 东鹏控股能耗占比不断下降



资料来源: 东鹏控股 H 股及 A 股招股说明书, 长江证券研究所

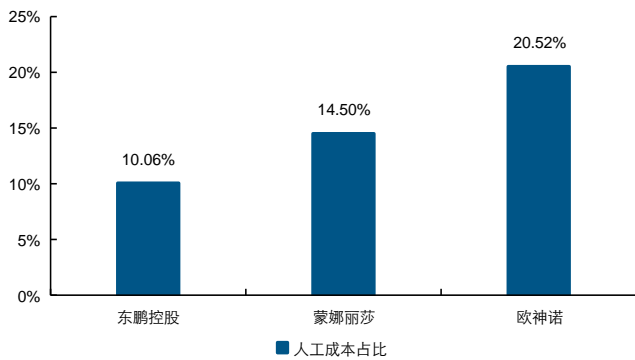
表 2: 东鹏控股 2010-2016 年主要能源价格变动

	2010 价格	2016 价格	2016 年结构	变化
动力煤 (元/吨)	819	460	37%	-44%
天然气 (元/千方)	898	1108	30%	23%
电价 (元/千度)	583	643	33%	10%

资料来源: 东鹏控股 H 股及 A 股招股说明书, 长江证券研究所

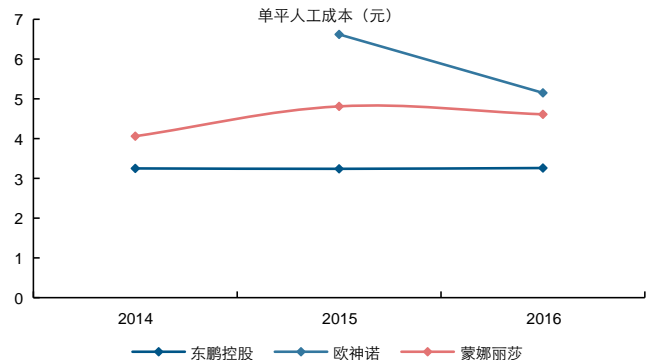
**人工折旧规模效应。**目前东鹏控股、蒙娜丽莎、欧神诺等瓷砖企业都在推进以机代人, 节省人工费用。规模较大的东鹏控股人工成本占比为 10%, 低于蒙娜丽莎、欧神诺。折算为单平人工成本, 差距约为 1.35-1.9 元/平。

图 20: 2016 年龙头建陶企业人工成本占比差别



资料来源: 欧神诺招股书、蒙娜丽莎招股书、东鹏控股招股书, 长江证券研究所

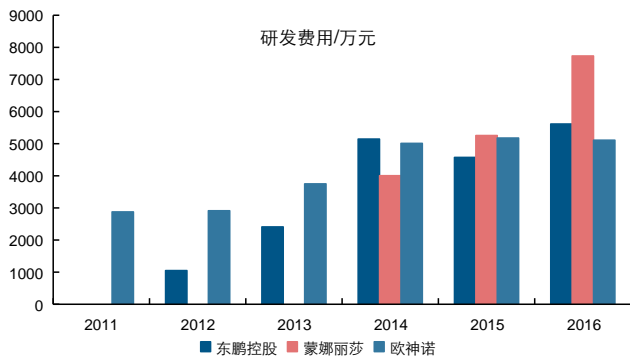
图 21: 龙头建陶企业单平米人工成本差别



资料来源: 欧神诺招股书、蒙娜丽莎招股书、东鹏控股招股书, 长江证券研究所

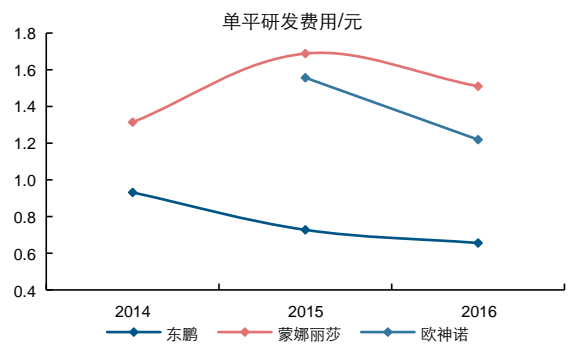
**研发规模效应。**一般来说, 具有自主设计能力、覆盖全品类多风格的公司, 研发费用大约在 5000 万元左右, 折算到单平米上, 规模更大的东鹏控股研发费用低于蒙娜丽莎、欧神诺 0.5-1 元/平米。

图 22: 龙头建陶企业研发成本在 5000 万元左右



资料来源: 欧神诺招股书、蒙娜丽莎招股书、东鹏控股招股书, 长江证券研究所

图 23: 龙头建陶企业单平米研发成本差别



资料来源: 欧神诺招股书、蒙娜丽莎招股书、东鹏控股招股书, 长江证券研究所

综合来看, 欧神诺在收入规模扩大过程中, 随着技术进步和机械化水平的提升, 单平米人工、能耗等都会有显著下降。以石膏板行业龙头公司北新建材为例, 北新建材依靠规模优势叠加不断地降本增效, 单平米煤耗、电耗、人工费用等逐年降低, 显著低于小企业, 并依托成本优势不断抢占市场份额。

### 频繁转产带来生产效率和良品率的下降

**转产带来良品率和生产效率的降低, 并增加人工成本。**影响成本的另一个重要因素是更换花色、品类的转产, 由于各个产品配方等相差甚远, 为保证瓷砖产成品性能 (如花纹效果、强度、平整度等), 需要进行有效的转产对版工序:

- 降低生产效率和良品率。**在四个执行阶段中, 试产上线阶段需要更换生产线参数, 因此需要窑炉空窑运转, 该阶段需要持续 0.5-5 天, 频繁转产会使生产效率有明显的降低。且由于转产带来产品生产过程中的不稳定性, 从而降低良品率。
- 增加人工成本。**转产对版是一项系统过程, 需要生产、技术、品管、分级等多个部门共同参与, 各道工序环环相扣, 频繁转产需要大量的人力, 造成人工成本的增加。

表 3: 转产对版各阶段执行时间情况

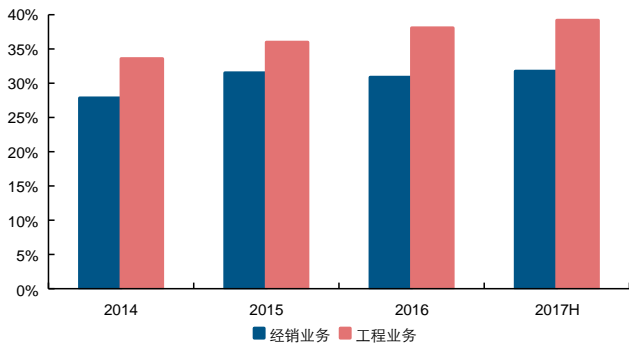
产品	审单接单/天	单件小试/天	多件中试/天	试产上线/天
丝网 (印花) 旧品	7	5	3	1
丝网 (印花) 新品	30	28	20	5
辊筒旧品	5	4	2	1
辊筒新品	14	12	7	3
喷墨旧品	3	2	1	0.5
喷墨新品	5	4	3	2

数据来源: 佛山陶瓷, 长江证券研究所

**转产成本使得瓷砖行业的工程业务净利率相对零售业务具有优势。**不同于其它消费建材行业, 瓷砖行业工程端市场利润率水平相对较高, 我们认为此为瓷砖规模效应的佐证。

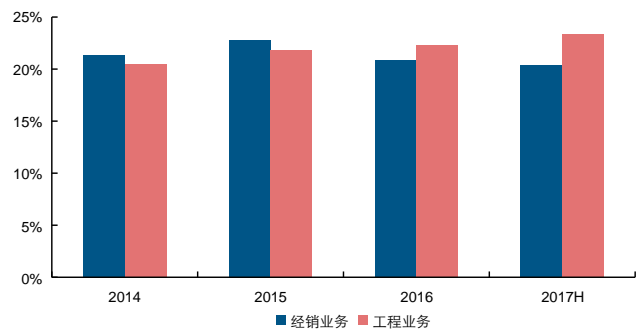
从蒙娜丽莎分渠道毛利率来看, 工程业务毛利率要高于经销业务, 但是考虑到运输费用、切割加工费用等主要产生于工程端, 广告费、研发费用等主要产生于零售端, 剔除之后进行比较, 工程业务利润率并没有明显低于零售业务, 且由于经销业务管理费用更高, 我们推测净利率水平或基本一致。

图 24: 蒙娜丽莎工程业务毛利率要高于经销业务



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 调整后的蒙娜丽莎工程与经销业务利润率



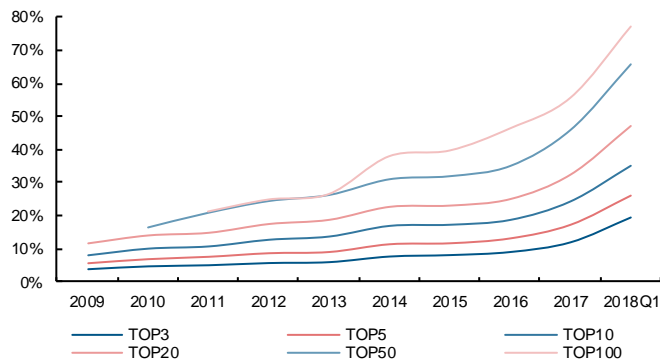
资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 三大外力促进集中度提升

### 下游地产集中度提升

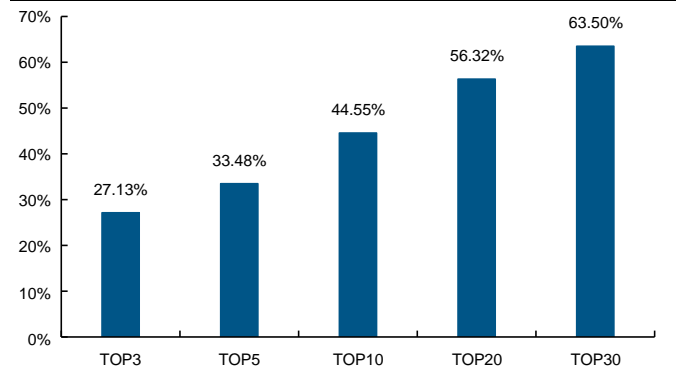
近年房地产开发商集中度逐渐提升, TOP20 房地产开发商销售面积市占率从 2013 年的 16% 提升至 2017 年的 30% 以上, 目前仍在加速提升的过程中, 而从开发商拿地占比来看, 集中度更高, 叠加近来地产行业资金趋紧, 小企业受到的冲击更为明显, 开发商集中度提升趋势仍将延续。随着集中度提升, 绑定地产大客户的瓷砖企业将跟随主流开发商的市占率提升而快速成长。

图 26: 龙头开发商销售面积占比持续提升



资料来源: 亿翰智库, 长江证券研究所

图 27: 2018 年 Q1 房地产开发商拿地占比



资料来源: 克而瑞咨询, 长江证券研究所

### 精装房比例逐渐提升

除房地产开发商集中度提升外, 精装房比例提升也是未来的一大趋势。一方面, 多地政府对全装修比例做了明确的规定, 甚至公租房、经适房、保障房等也有全装修要求; 另一方面, 推出全装修房屋也是地产开发商差异化竞争的手段, 进而产生产品溢价。

表 4: 各地政府相继出台政策保障全装修成品住宅比例

政策发布主体	政策发布时间	政策内容
上海市住建委	2016年11月	自2017年起, 外环线以内城区新建商品住宅实施全装修的比例要达到100%, 其他地区达到50%。
山东省住建厅	2016年12月3日	《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》, 要求大力推广住宅精装修, 推进土建装修一体化, 推广精装房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。
浙江省住建厅	2016年12月7日	公开解读《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》，明确住宅全装修实施范围为各市、县（市、区）中心城区，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。
海南省住建厅	2016年12月9日	《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》，要求从2017年7月1日起，各市（县）商品住宅项目全部实行全装修。
成都市城建委	2016年12月11日	《成都市建设行业大气污染防治十条措施》要求，从2017年起，将成品住宅建设要求纳入土地出让建设条件，大力发展成品住宅。2020年底，成都中心城区、高新区和天府新区新建商品住宅中成品住宅比例要达到80%。
住建部	2017年4月26日	《建筑业发展“十三五”规划》：要求新开工全装修成品住宅面积达到30%。
湖北省住建厅	2017年6月30日	《湖北建筑业发展“十三五”规划纲要》：到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%。
河南省住建厅	2017年8月22日	《关于加快发展成品住宅的指导意见》：2018年1月1日起河南新建住宅全为成品房即精装房。
苏州市办公室	2017年7月25日	《关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则(试行)》，要求新建普通商品住房应实施全装修，其他居住建筑倡导实施全装修。
江苏省住建厅	2017年8月1日	《江苏省“十三五”住宅产业现代化发展规划》：到2020年精装修新房比例要达到40%以上。

资料来源：各省市住建厅（局）官网，长江证券研究所

**精装房比例的提升会促使地产开发商集采瓷砖的比例增加，工程市场或快速放量，个性化需求向标准化生产转化。**对于精装房尤其是中高端楼盘来说，消费者更加重视装修材料的品牌，因此部分地产开发商要求供应商达满足一定条件（工程市场的供货经验、注册资本金达到一定金额等）才能够参与投标，因此在零售市场具备品牌优势、且具有工程市场集采经验的品牌企业更为受益。

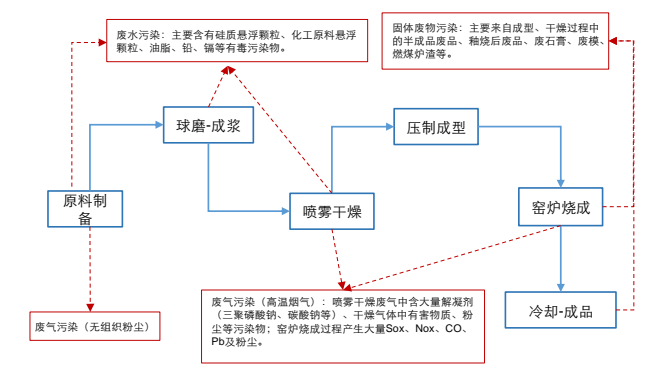
## 环保趋严促格局优化

### 建陶生产过程中污染较为严重

建陶行业使用窑炉生产，能源主要为煤、水煤气或者天然气，是高耗能、高污染的行业，其对环境的污染主要为烟尘、二氧化硫、氮氧化物、氟化物、废水、固体废物和噪声等，且排放的烟尘以细颗粒物为主，对环境影响较大。

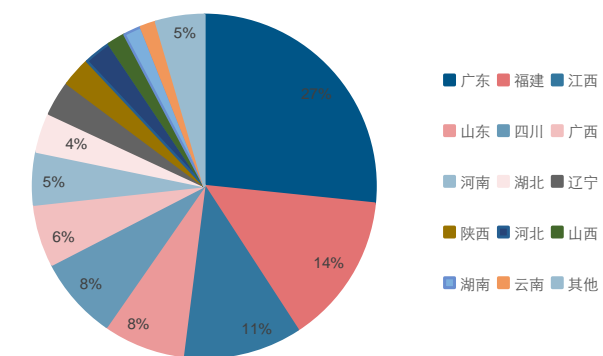
由于历史、资源属性等方面的原因，我国建陶行业往往以产业集群的形式存在，产能分布较为集中，对环境的影响更大。目前我国瓷砖主产区主要集中在广东、山东、福建、辽宁、四川等地。

图 28：建筑陶瓷生产过程中会产生大量三废



资料来源：《我国建筑陶瓷工业污染现状与治理技术》，长江证券研究所

图 29：2017 年我国陶瓷产量的地域分布

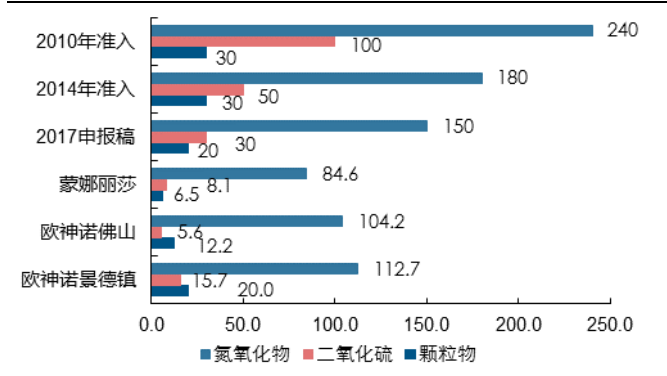


资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，长江证券研究所

### 环保趋严促使行业落后产能淘汰及小企业不确定性增强

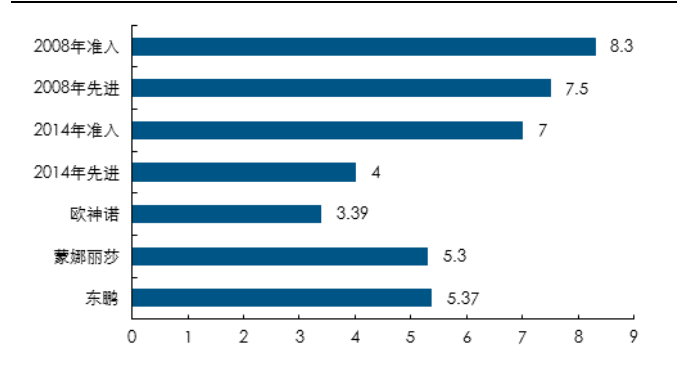
一方面，2010年环保部和国家质检总局联合发布（首次）《陶瓷工业污染物排放标准 GB25464-2010》，并于2014年、2017年发布修改稿，陶瓷企业气体污染排放浓度准入标准逐步提高；另一方面，随着煤改气政策的推出，很多地方新建产线需要使用天然气，部分区域的已有生产线也需要改为天然气燃料，如广东清远34家陶瓷企业164条生产线，需要在2019年底全部完成“煤改气”改造工作等。在同等发热量的情况下，燃气成本相对于煤成本增加较多，进入和改造成本进一步提升。

图 30：污染物排放浓度 (mg/m<sup>3</sup>) 标准持续加严



资料来源：陶瓷工业污染物排放标准 GB25464，长江证券研究所

图 31：能耗标准持续加严，企业仍达不到先进标准 (kgce/t)



资料来源：建筑卫生陶瓷单位产品能源消耗限额 GB21252，长江证券研究所

2016年以来，环保监管加强的趋势明显，多轮环保督查在全国展开。一直以来市场更多在关注钢铁、煤炭、水泥、有色等行业由于环保趋严的带来的供给改善。其实建筑陶瓷行业是一个中高端产能不足、低端产能过剩的行业，自2016年以来，已经经历了几个区域大范围停产，尤其是山东淄博、四川夹江等地区。

表 5：2016年下半年以来行业产能明显受到明显限制，尤其是北方几大产区

省份	地区	时间	政策名称	主要内容
全国		2017年6月13日	《陶瓷工业污染物排放标准》	收严大气污染物特别排放限值和增加了无组织排放措施。
		2017年6月1日	《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》	预测“十三五”期间淘汰产能，陶瓷砖30亿平方米，占总产能比例为21.4%。陶瓷砖的产能利用率将由“十二五”末的72.9%提升至85%。
广东	清远	2017年5月23日	《2017年清远市供给侧结构性改革工作计划》	以市场为导向，控制15家建筑陶瓷行业企业的在产生产线在84条以内，逾1/4产能要被淘汰。
	省内多市	2017年6月-2018年2月	2017-2018年大气和水污染防治专项督查方案	重污染行业企业及工业锅炉大气污染整治情况成为督查的内容。
四川	夹江	2016年12月2日	第四届（2016）夹江陶瓷产业发展论坛	夹江县共有87家陶瓷企业，高峰期共有生产线近140条；根据“十三五”规划，将陶瓷生产企业数量控制在50家左右，保留陶瓷生产线100条。
四川	夹江	2017年2月28日	《关于陶瓷企业停止使用煤气发生炉的通告（夹府通〔2017〕2号）》	夹江县所有陶瓷企业煤气发生炉必须在6月30日前全部关停，改用天然气。4月12日，强制关停10家；4月30日再关10家。据不完全统计，截止目前，四川夹江停产的生产线已经超过了50%。
四川	夹江	2017年5月11日	《夹江县陶瓷企业“退城入园”实施方案》	2017年年底前对濠城镇、甘霖镇、黄土镇三个地区境内所有陶瓷企业实施“退城入园”，夹江产区30多家陶企（不含分厂）在2017年年底前，必须完成“退城入园”的搬迁任务。
四川	夹江	2017年7月17日	夹江县政府	要求夹江产区所有陶瓷企业，在7月20日前必须全部关停。

四川	丹棱	2017年7月	丹棱县政府	产区企业将于7月30日前全面停产。注：此前80%企业已因为环保不达标停产。
山东	淄博	2015年10月	市环保局	自2015年8月30日起，在18:00至次日8:00时段，全市所有建陶企业一律停止喷雾干燥塔制粉作业。
山东	淄博	2016年6月4日	《关于保障G20峰会空气质量建陶企业停产计划的通知》	原则上只有一条生产线的建陶企业，每月半数、轮流生产；两条生产线的建陶企业，停止1条生产线生产；两条以上生产线的建陶企业，按照一半产能停止生产线。
山东	淄博	2016年9月23日	《淄博市建陶行业精准转调工作方案》	淄博当前拥有230余家建陶企业，瓷砖年产能约为7亿平方米，也就是说，淄博建陶至少砍掉现有产能的三分之二，才能实现保留2亿产能的宏观目标。
山东	淄博	2017年1月2日	淄博市政府	要求当前开工企业将瓷砖产能降至60%。
河北	全省	2016年11月7日	大气污染防治调度令	2016年11月15日至2017年3月15日一律错峰停产。
河北	石家庄	2017年5月23日	《关于石家庄市建陶行业统一推行“煤改气”的实施意见》	从5月23日起不再审批新建煤气发生炉生产，在9月30日之前，高邑、赞皇、行唐三县34家陶企必须完成天然气改造。4月份，河北高邑、赞皇产区陶瓷企业被环保部要求全部停产整改。
河南	鹤壁	2017年2月	环保督查组	第一季度空气质量专项督查2月15日已全部进驻京津冀及周边地区18个城市。鹤壁市陶瓷企业由于环保不达标被要求全部停产整改。
河南	安阳	2017年3月	《关于继续执行一级管控措施的通知》	涉及大气污染物排放企业停止生产，包括内黄14家陶瓷企业，其中10家陶瓷企业被限产50%，4家被限产20%。
福建	——	2017年4月28日	环保督查组	福建产区在第三批督察组进驻以来，30%陶企已经停产整治。
辽宁	法库	2017年7月26日	法库区经委会	产业园区计划用2-3年的时间，将法库陶瓷产业规划设计产能从现在的5.5亿平方米压缩到3亿平方米。

资料来源：陶瓷信息、中国建筑卫生陶瓷协会，长江证券研究所

### 环保限产增加行业不确定性，优质资源向大企业倾斜

关停不仅带来了小产能的淘汰，我们认为更为重要的是，关停增加了行业的不确定性，众多尚未关停的小企业面临环保风险，使得上游原材料企业担心客户关停，下游经销商以及地产开发商客户担心未来断供风险，因此更倾向于和环保达标、管理优异的龙头公司合作，进而改变了优势瓷砖企业在产业链的话语权地位，从而推动行业集中度的进一步提升。集中度的提升更有利于品牌瓷砖企业规模化优势的释放，进而节省成本，有利于龙头企业扩张市场份额，形成优势闭环。

## 欧神诺：零售中高端定位，工程具先发优势

### 零售：新理念领导者，渠道拓展可期

欧神诺多年来注重打造自身特色，力争成为新理念的领导者。2000年在行业粗放式发展时，欧神诺便已提出“时装化经营理念”，首提以客户为核心，进行差异化服务；2005年提出“天下无砖”，即通过系统服务给终端消费者提供一整套瓷砖安装解决方案，大大提高消费者瓷砖购买的个性化；2012年提出“为专属而创”的“顾问式营销”，进一步执行时装化战略；2015年上线云商平台—欧神诺在线，强化了公司产业链服务能力及监控能力。经过多年品牌积淀及广告投入，公司已在行业内形成了较强品牌认可度。

图 32：2014 年欧神诺全面在央视投入广告



资料来源：中央电视台,长江证券研究所

图 33：公司多次获得行业陶瓷十大品牌奖项


**第六届中国泛家居年度总评榜**  
 颁发单位：国际建筑装饰室内设计协会

资料来源：公司官网,长江证券研究所

### 欧神诺云商平台上线助力零售业务扩张

**强化服务能力，增加客户粘性。**建筑陶瓷作为一种半成品的装饰材料，消费者购买之后需要专业设计及安装才能最终成型。传统建陶商对售前和售后服务关注较少，欧神诺在 2013 年 7 月率先启动“云商项目”，自此欧神诺陶瓷成为了行业内第一家利用云商平台探索全新服务销售模式的公司；经过 2 年多的试行，2015 年“欧神诺在线”上线。

**何为“欧神诺在线”？**即以消费者为核心的智能化、柔性化、个性化的高端瓷砖 C2B 定制平台（用户到工厂）和简单、快捷、透明的 O2O 互动体验平台（网上、线下），实现瓷砖整体空间设计、定制、加工、配送、施工一站式服务。

一方面，“欧神诺在线”为经销商、供应商和企业内部各部门提供了业务协同的集成系统；另一方面，为经销商门店的终端产品及装饰效果提供了线上展示平台，更为企业提供了新的营销渠道；同时也更加便捷消费者完成从建陶购买到安装的过程。而从最业绩展现来看，差异化的服务可以进一步提升品牌溢价，提升盈利能力。

图 34：欧神诺在线是从设计到最终安装的一体化服务平台



资料来源：公司官网,长江证券研究所

图 35：3D 云设计可快速实现安装效果设计

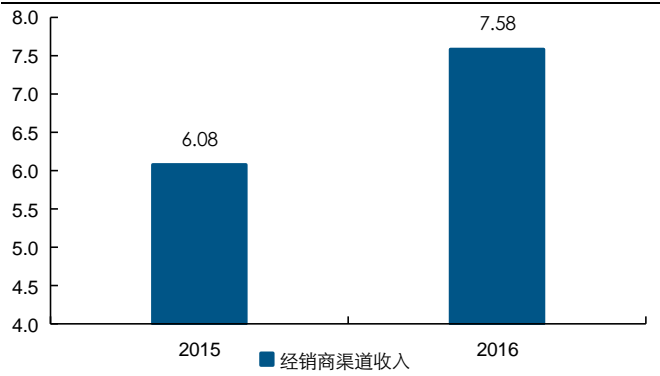


资料来源：公司官网,长江证券研究所

**“欧神诺在线”推广效果优异。**2016 年，云商系统已落地覆盖 28 个省、382 个经销商，网站浏览量超 160 多万，3D 云设计使用超 10 万次，参与促销联动落地 24 场。从对业绩带动来看，2016 年经销商渠道实现营收 7.58 亿元，同增 24.7%，而同期整体营收同增 13.22%，自营工程渠道同增 6.33%。

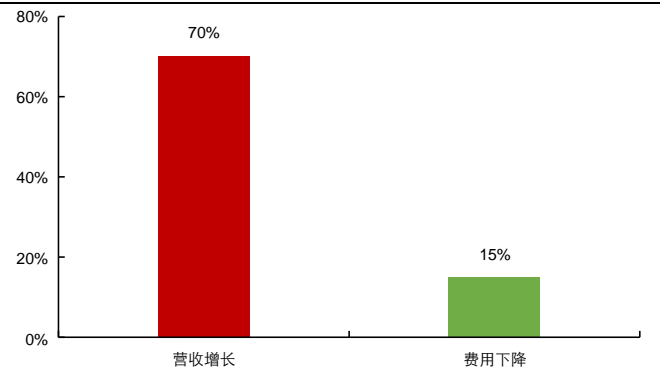


图 36: 2016 年经销商渠道实现营收 7.58 亿, 同增 24.7%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 37: 受益云商落地, 武汉地区 2016 年营收同增 70%, 费用同降 15%



资料来源: 欧神诺官网, 长江证券研究所

**建材商通过加强服务获得客户粘性已成为行业趋势。**因为装饰类普遍具有半成品的特性, 所以可以看到细分领域龙头或早或晚都已开始自身服务模式的探索。如涂料龙头立邦于 2011 年在上海试推刷新服务; 2012 年家装管材龙头伟星新材推出“星管家服务”; 2013 年防水材料龙头东方雨虹推出“虹哥汇”等。

图 38: 欧神诺在线自主设计页面



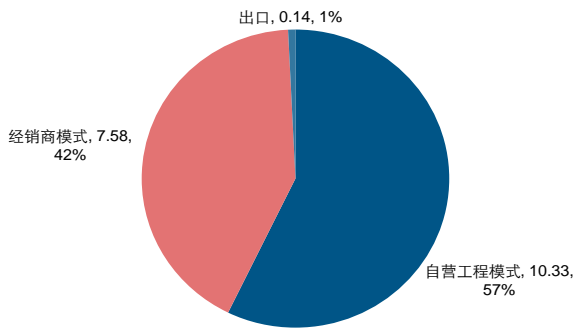
资料来源: 欧神诺官网, 长江证券研究所

**对标同行, 渠道拓展空间较大。**截至 2017 年 3 月 31 日, 东鹏的瓷砖业务已经拥有 1881 家一级经销商, 3890 个经销商门店和 91 个直营店/展厅。蒙娜丽莎拥有 3000 多家销售网点, 广州唯美陶瓷在国内拥有 3000 多家专卖店, 而欧神诺门店数目较少, 且以一二线城市为主, 未来渠道下沉空间较大。

## 工程: 先发优势明显, 客户资源优质

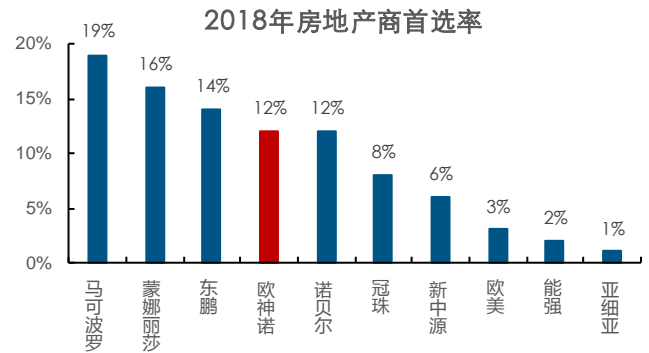
**欧神诺工程端具备良好口碑。**2016 年欧神诺工程收入 10.33 亿, 占比 57%。经过与开发商的多年合作, 公司已在工程渠道奠定了良好的行业口碑, 先后被中国房地产业协会授予“中国房地产采购平台战略合作供应商”、“2016 年中国房地产开发企业 500 强首选供应商 (建筑陶瓷类)”、“2016 年中国房地产供应链企业投资潜力 5 强”称号, 且房地产首选率近年来在持续提升, 2017 年被万科认定为 A 级供应商。针对每个房地产开发商, 欧神诺都成立了专职的服务团队, 并依据开发商项目情况和需求配备队员人数, 少则几十人, 多则上百人。

图 39: 2016 年欧神诺工程收入占比 57% (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 40: 欧神诺在地产商中的认可度较高



资料来源: 新浪地产开发商首选榜单, 长江证券研究所

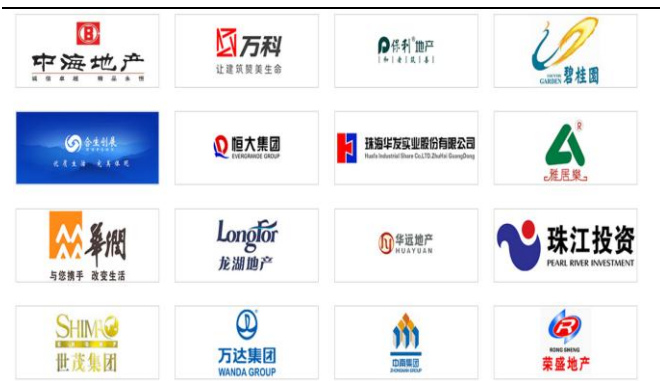
**工程客户资源优质。**目前公司已与广州恒大、碧桂园、粤冠、万科、雅居乐等知名企业集团建立了全面战略合作伙伴关系, 形成了较为稳定的工程客户群。目前公司的主要工程端客户为碧桂园、万科、恒大。其中万科 2018 年目标竣工面积较 2017 年实际竣工面积增长 14%。

表 6: 2016 年欧神诺前五大客户中碧桂园、万科占比接近 50%

客户名称	金额 (亿元)	营收占比
碧桂园控股有限公司	4.77	26.30%
万科企业股份有限公司	4.15	22.86%
广州恒大材料设备有限公司	0.62	3.40%
佛山市粤冠建材有限公司	0.33	1.81%
广东惠泉美居投资有限公司	0.28	1.55%
合计	10.14	55.93%

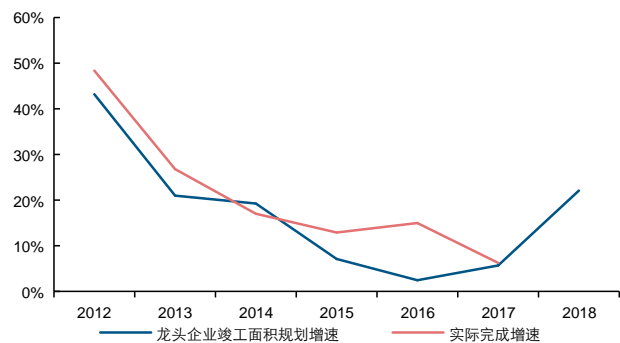
资料来源: Wind, 长江证券研究

图 41: 与欧神诺建立合作伙伴关系的大地产商



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 42: 2018 年样本房企计划竣工面积增速回升明显



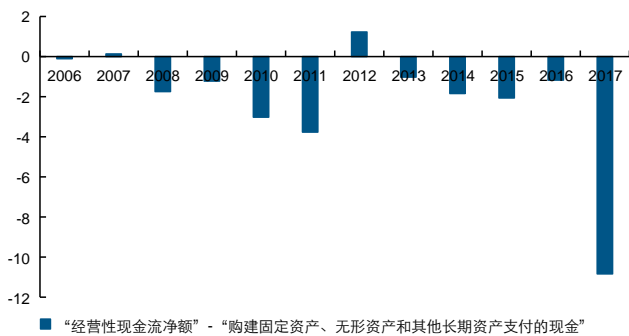
资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 并购重组破资金瓶颈, 有望复制雨虹路径

**类似防水行业, 瓷砖行业的资金需求较高。**主要源自三个方面: 1) 工程业务有垫资需求, 应收账款较多; 2) 零售业务需多品类、多花色备货, 企业库存偏高; 3) 固定资产投资规模较大。因此, 受制于资金瓶颈, 瓷砖企业通常难以维持高速的产能扩张计划, 进而限制其份额提升的速度, 欧神诺借力上市平台, 融资渠道打通, 有望突破资金瓶颈。

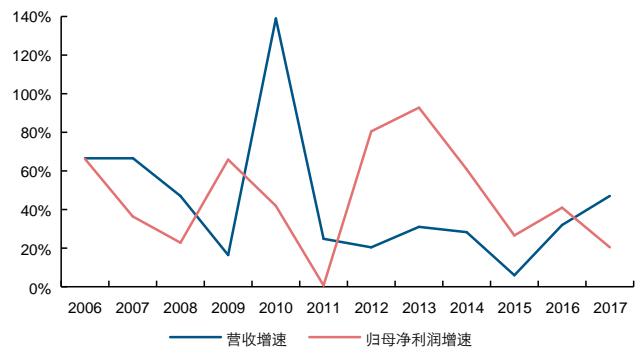
对此可类比东方雨虹，上市十年来借助资本市场多次融资，不断新投产能，实现全国布局，净利润复合增速超过 40%。

图 43：东方雨虹经营性现金流不足以支撑产能扩张（亿元）



资料来源：东方雨虹公告,长江证券研究所

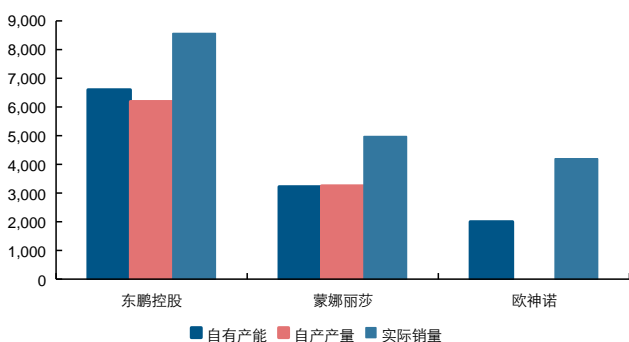
图 44：东方雨虹上市以来收入利润快速增长



资料来源：东方雨虹公告,长江证券研究所

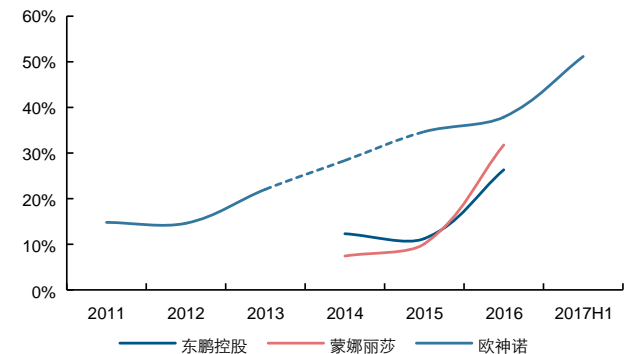
**企业份额提升遭遇产能瓶颈。**目前瓷砖大企业普遍面临产能瓶颈，只能通过代工来增加供给能力，如欧神诺、蒙娜丽莎 2016 年 OEM 收入比例呈现明显的上升。上市之后，欧神诺、蒙娜丽莎相继计划在广西藤县投建新产能。

图 45：2016 年建陶龙头自有产能基本满产（万平米）



资料来源：公司公告,长江证券研究所

图 46：龙头企业 2016 年 OEM 比例明显提升（成本口径）



资料来源：公司公告,长江证券研究所（注：欧神诺 2014 年数据未披露，假设为 2013、2015 年数据均值）

**OEM 代工缺陷多，自建产能必不可少。**1、由于瓷砖产品具有单品规模效应，OEM 厂商为了降低成本，在生产过程中更换参数积极性不高，因此 OEM 只适合生产过程简单、设计感弱、外形单一的品种（例如瓷片），难以实现柔性化生产；2、OEM 代工占比过多会影响公司供应链稳定性；3、主要的地产开发商都要求公司一定的自产比例。

**企业投产过程中或遭遇资金瓶颈。**在自建产能的过程中，企业面临固定资产投资规模较大的问题，通常一条标准生产线需要 200-400 米长的窑炉，需大约 2 亿元左右投资。而瓷砖企业普遍现金流状况较差，且负债率偏高，这是由于 1、工程业务需要占用大量应收账款；2、由于产品多花色、多品类的影响，需备有足够多的库存，占用流动资金。再叠加当前环保压力，企业面临较大资金瓶颈，行业内企业普遍负债率偏高。

表 7：瓷砖行业固定资产投资较大，一条生产线需 2 亿投资（万元）

	总投资	设备投资	土建工程	其他费用	流动资金
欧神诺	1000 万平米的瓷片生产线	7411	5461	1903	5053
	125 万平米仿古砖和抛釉砖	5528			

	年产 315 万平米新型环保生态石板材改造项目	18626	10406	3620	1600	3000
东鹏控股	4 条陶瓷生产线项目 (瓷片 1500 万平, 仿古砖 300 万平, 全抛釉 390 万平)	60000	40592	5798	4434	9177
	某生产基地二期扩建项目	66218	37541	14499	2417	11761
蒙娜丽莎	年产 300 万平超大规格薄砖生产线改造, 年产 400 万薄砖生产线改造	30510	18301	4968	248	6993

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

在完成收购之后, 公司资产负债率仍能保持行业平均水平, 而欧神诺的融资能力和融资成本都会大大改善。同时, 通过募集配套资金新建产能, 欧神诺未来三年内产能将由 2000 万平增长到 3300 万平。此外, 欧神诺在广西藤县有新建产能的计划, 目前已经与当地政府的正式签约, 高端柔性生产线的技术改造项目也在规划中。

表 8: 欧神诺现有产能共计 2000 万平方米

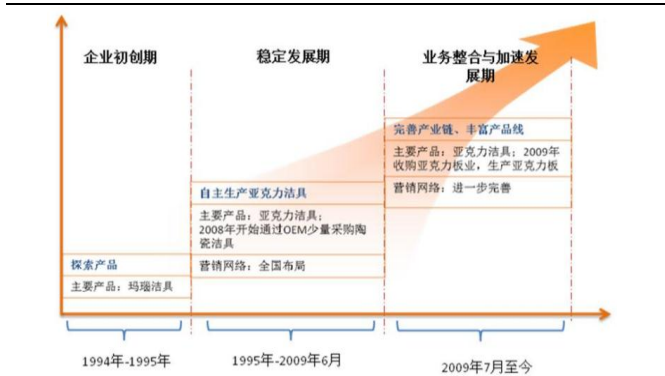
序号	生产线名称	产能 (万平方米/年)
1	多种规格陶瓷装饰砖生产线	600
2	瓷砖生产线	600
3	高档内墙砖生产线	500
4	高档仿古砖生产线	300
	合计	2000

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 整体卫浴大势所趋, 瓷砖洁具渠道互补

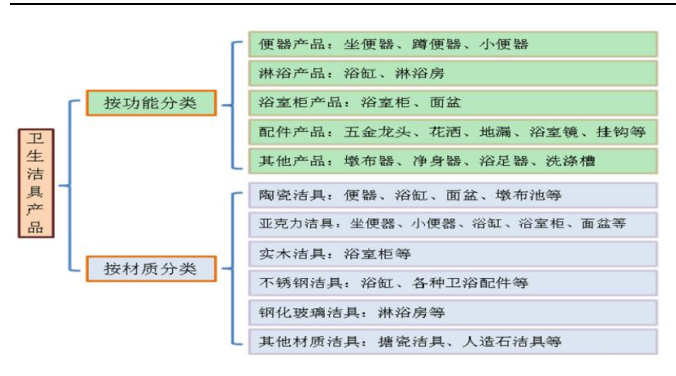
**帝欧家居: 亚克力洁具龙头。**公司 1995 年开始从事亚克力卫生洁具的制造与销售; 2008 年, 公司通过 OEM 方式向其他陶瓷洁具生产企业采购陶瓷便器及陶瓷浴室柜中的面盆; 2009 年收购亚克力板业, 生产卫生洁具专用板、声屏板、广告及装饰用板等; 2012 年通过 OEM 方式生产, 尝试销售家庭用桑拿房产品。

图 47: 公司三阶段发展历程



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

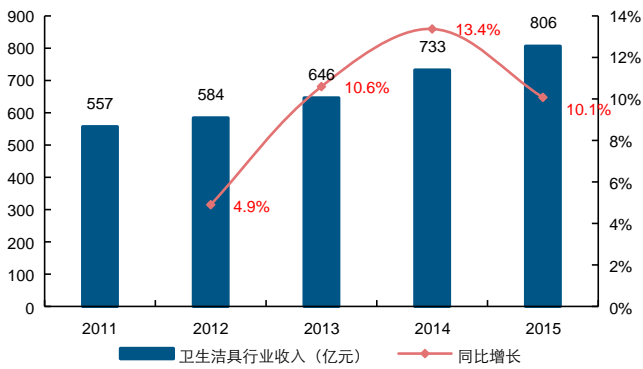
图 48: 公司形成了以亚克力洁具为主的产品结构



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

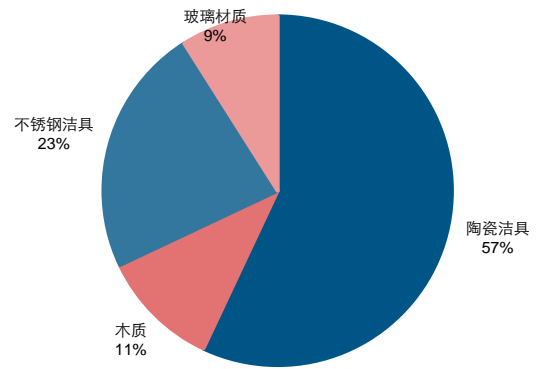
**亚克力洁具: 卫生洁具领域的新星。**我国卫生洁具行业起步于 20 世纪初, 经过近百年发展, 我国已是全球最大的卫生洁具消费国。2015 年我国卫生洁具行业收入规模约为 806 亿, 同比增长 10% 左右。亚克力洁具作为新兴材料, 在我国起步于上世纪 90 年代。

图 49：2015 年卫生洁具行业收入约为 806 亿



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会,长江证券研究所

图 50：消费者卫生洁具选择仍以陶瓷为主

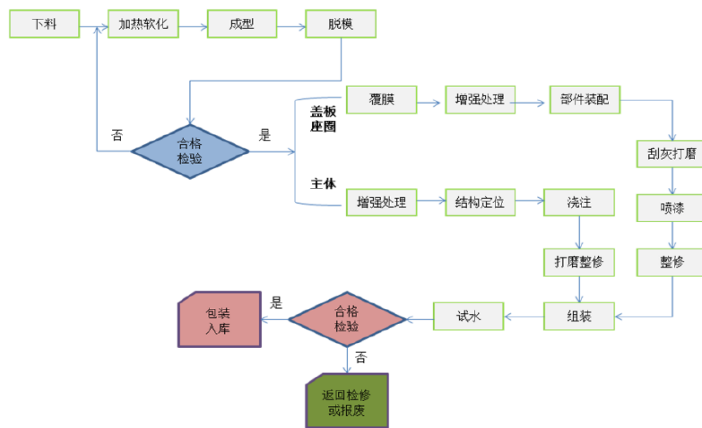


资料来源：陶瓷信息网,长江证券研究所

和发展较为成熟的陶瓷洁具相比，虽然目前亚克力洁具占比不高，但仍具有几点优势：

**1) 环保优势明显。**近年来，针对陶瓷洁具的能耗和排污标准也持续趋严，卫生陶瓷小产能同样面临环保出清。相比之下亚克力洁具以合成材料 MMA 为原料，生产过程相对简单，只涉及物理变化，不涉及化学反应，因此与陶瓷洁具相比三废产生率低，在生产环节的能源消耗也更小。因此考虑环保趋严带来的陶瓷洁具行业产能出清和低端产品价格上升，未来亚克力洁具渗透率提升仍然值得期待；**2) 外观个性化强。**普通陶瓷洁具普遍色彩单一，而亚克力洁具可以实现多种颜色且具有不易破裂的特点；**3) 保温性能好。**与陶瓷材料相比，亚克力洁具因保温性能好，所以更加适合浴缸制作。随着亚克力洁具市场认可度逐渐提高叠加环保趋严等外部推力，未来其市场占有率有望得到提升。

图 51：亚克力洁具生产过程相对简单



资料来源：公司公告,长江证券研究所

除亚克力洁具外，公司也有部分 OEM 的陶瓷洁具，产品结构更加完善。原有亚克力洁具业务目前市场空间较小，虽然环保政策趋严其渗透率有望提升，但当前陶瓷洁具仍然为主流产品，市场空间较大。

本次收购完成之后，公司未来策略将具有灵活性：若未来受益环保政策和下游日益增长的个性化需求，亚克力洁具渗透率有明显提升，公司作为行业龙头无疑最为受益；若消费者对陶瓷洁具的偏好仍然难以改变，则公司可依靠欧神诺多年来在陶瓷行业积攒的客户及产业资源，进行品类拓展。

## 瓷砖洁具渠道互补

**瓷砖和洁具在销售端体现协同。**类似于厨房橱柜与厨电的关系,在卫生间的装修设计中,瓷砖和洁具均被作为重要的装修主材。两者之间具备协同作用,主要是渠道展示的过程中存在样板间,对于重视整体风格的消费者,瓷砖与洁具之间具有明显的导流作用。

图 52: 通过样板间, 实现产品之间的相互导流



资料来源: 东鹏官网, 长江证券研究所

图 53: 瓷砖卫浴同店销售, 体现渠道协同

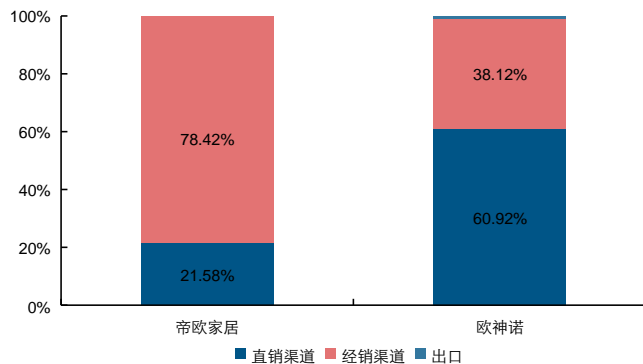


资料来源: 百度图片, 长江证券研究所

公司与欧神诺渠道结构差异较大, 公司主要以经销商渠道为主, 2015 年占比为 78.42%; 而欧神诺则以直销渠道为主, 2015 年占比为 60.92%。公司可以依靠多年来欧神诺在工程领域积累的客户资源实现工程领域的突破; 而欧神诺也可借鉴公司优质的经销商资源以及渠道建设经验。

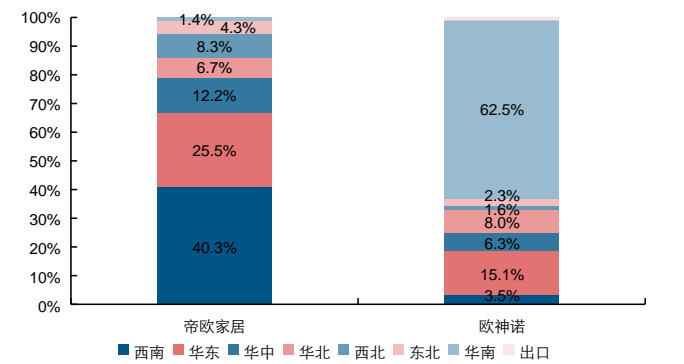
此外从区域分布看, 公司强势区域在西南以及华东, 2016 年营收占比分别为 40.3%、25.5%; 欧神诺主要集中于华南、华东区域, 营收占比分别为 62.5%、15.1%。因此收购完成后, 双方有望利用强势区域的固有资源, 实现区域的突破。

图 54: 公司与欧神诺渠道结构差异较大 (2015 年)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 55: 区域分布看两者也有明显差异 (2016 年)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

**瓷砖+洁具业务并行已成为企业常态。**在生产、销售端都具有一定协同的情况下, 陶瓷企业瓷砖+洁具业务并行已成企业常态。洁具龙头美国科勒 1989 年收购美国高端瓷砖品牌 Ann Sacks, 从此跨入了瓷砖领域。2010 年更隆重推出 KOHLERT Tile & Stone 品牌, 将美式风情的优质瓷砖产品正式引入中国。西班牙乐家也是洁具行业巨头, 其在卡斯特隆拥有 3500 万平的瓷砖产能。

国内企业中，瓷砖龙头东鹏是第一个实现双项业务并行的公司，1994 年成立东鹏洁具，与东鹏瓷砖各自独立运营，而在 2017 年初，公司遵循“大家居”战略，进行了瓷砖业务和洁具业务的合并，以实现两个品牌间的强强联合。

箭牌瓷砖起源于箭牌卫浴，2008 年母公司成立箭牌瓷砖，主要开发自然、舒适的真石瓷砖。2010 年实现了超过 45% 的增长，截止 2010 年，凭借母公司完善的营销系统和渠道网络，箭牌瓷砖在全国各地共开设超过 800 个经销网点，较好的体现了渠道协同。

图 56：东鹏、科勒、箭牌等品牌均为卫浴加瓷砖并行



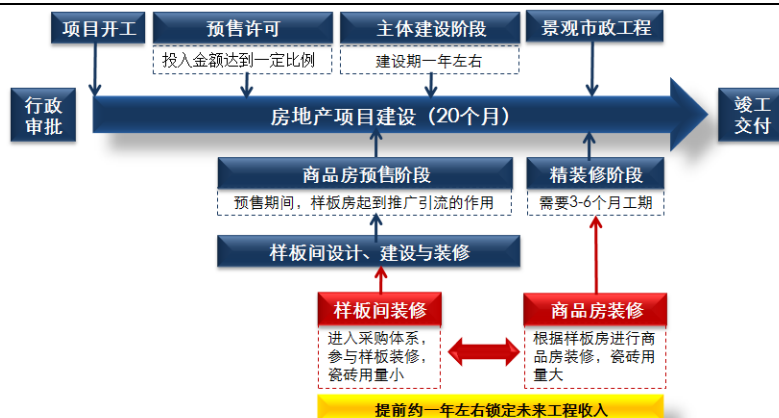
资料来源：各品牌官网，长江证券研究所

2018 年 1 月，公司设立佛山帝王卫浴有限公司，依托佛山的区域优势，发展陶瓷卫生洁具及五金配件业务，进一步整合公司的资源，提升公司在行业内的市场竞争能力，实现陶瓷卫浴与瓷砖业务协同发展。同时，公司与碧桂园签署了采购框架协议，销售渠道的协同初见成效。

## 投资建议

公司 2017 年股权激励行权条件为以 2016 年为基数，2017-2019 年归属净利润增速分别不低于 10%、20%、30%，考虑到和公司与欧神诺的渠道协同，解锁条件或偏于保守；瓷砖行业工程业务进入项目采购体系后，要先进行样板间设计。因此对于工程业务的成长确定性，可依据样板间设计情况提前一年进行估算。

图 57：工程市场因样板间的存在可提前预估工程收入规模



资料来源：《经营与管理》，长江证券研究所

预计 2018-2020 年实现归属净利润 3.5/4.71/6.59 亿元，对应 PE 为 22/16/12 倍，考虑到公司收入利润增速较高及瓷砖行业工程市场成长的确定性较高，给予买入评级。此外，欧神诺原股东被收购时的换股价为 51.99 元，配套募集资金每股成本为 47.18 元，股价具备一定安全边际。



**主要财务指标**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	534	3980	5559	7656
增长率(%)	25%	645%	40%	38%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	54.5	350.2	470.8	658.6
增长率(%)	8%	543%	34%	40%
每股收益(元)	0.605	1.544	2.077	2.905
净资产收益率 (%)	5.2%	9.3%	11.3%	13.9%

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>534</b>	<b>3980</b>	<b>5559</b>	<b>7656</b>	货币资金	591	1109	545	230
营业成本	377	2589	3612	4967	交易性金融资产	0	100	150	250
<b>毛利</b>	<b>157</b>	<b>1391</b>	<b>1947</b>	<b>2689</b>	应收账款	89	662	925	1274
%营业收入	29.4%	35.0%	35.0%	35.1%	存货	125	860	1200	1650
营业税金及附加	5	38	53	73	预付账款	8	54	75	103
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	222	1444	2017	2778
销售费用	77	537	750	1034	<b>流动资产合计</b>	<b>1043</b>	<b>4276</b>	<b>4977</b>	<b>6376</b>
%营业收入	14.4%	13.5%	13.5%	13.5%	可供出售金融资产	0	10	20	30
管理费用	55	318	445	612	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	10.3%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	0	10	20	30
财务费用	-3	109	176	237	投资性房地产	5	5	5	5
%营业收入	-0.6%	2.7%	3.2%	3.1%	固定资产合计	126	156	183	248
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	40	38	36	34
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	6	2	2	2	递延所得税资产	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>27</b>	<b>391</b>	<b>525</b>	<b>735</b>	其他非流动资产	42	62	92	132
%营业收入	5.1%	9.8%	9.5%	9.6%	<b>资产总计</b>	<b>1260</b>	<b>4557</b>	<b>5333</b>	<b>6855</b>
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	473
<b>利润总额</b>	<b>61</b>	<b>391</b>	<b>525</b>	<b>735</b>	应付款项	35	243	339	467
%营业收入	11.4%	9.8%	9.5%	9.6%	预收账款	58	434	606	835
所得税费用	6	41	55	76	应付职工薪酬	9	61	84	116
净利润	55	350	471	659	应交税费	7	47	64	89
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>54.5</b>	<b>350.2</b>	<b>470.8</b>	<b>658.6</b>	其他流动负债	96	68	95	131
少数股东损益	0	0	0	0	<b>流动负债合计</b>	<b>205</b>	<b>853</b>	<b>1189</b>	<b>2111</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.60</b>	<b>1.54</b>	<b>2.08</b>	<b>2.91</b>	长期借款	0	-100	-80	-60
					应付债券	0	0	0	0
<b>现金流量表 (百万元)</b>					递延所得税负债	0	0	0	0
	2017A	2018E	2019E	2020E	其他非流动负债	4	34	54	74
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>101</b>	<b>-1485</b>	<b>-214</b>	<b>-278</b>	<b>负债合计</b>	<b>209</b>	<b>786</b>	<b>1163</b>	<b>2124</b>
取得投资收益	6	2	2	2	归属于母公司	1051	3771	4171	4731
长期股权投资	0	-10	-10	-10	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	<b>股东权益</b>	<b>1051</b>	<b>3771</b>	<b>4171</b>	<b>4731</b>
固定资产投资	-16	-40	-56	-77	<b>负债及股东权益</b>	<b>1260</b>	<b>4557</b>	<b>5333</b>	<b>6855</b>
其他	-81	-110	-60	-110	<b>基本指标</b>				
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-97</b>	<b>-158</b>	<b>-124</b>	<b>-195</b>		2017A	2018E	2019E	2020E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.605	1.544	2.077	2.905
股权融资	535	2422	0	0	BVPS	11.65	41.82	18.40	20.87
银行贷款增加 (减少)	0	-100	20	493	PE	55.55	21.75	16.17	11.56
筹资成本	-26	-161	-247	-336	PEG	0.43	0.17	0.12	0.09
其他	-33	0	0	0	PB	2.88	0.80	1.83	1.61
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>477</b>	<b>2161</b>	<b>-227</b>	<b>157</b>	EV/EBITDA	181.98	12.53	9.56	7.91
<b>现金净流量</b>	<b>481</b>	<b>518</b>	<b>-564</b>	<b>-315</b>	ROE	5.2%	9.3%	11.3%	13.9%

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。