

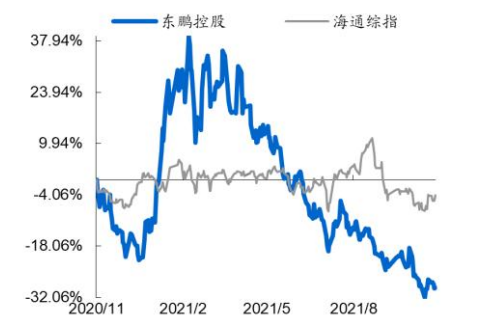
首次覆盖
投资评级 优于大市

大C端起家瓷砖龙头,向整体家居解决方案提供商迈进

股票数据

11月24日收盘价(元)	11.93
52周股价波动(元)	11.11-24.20
总股本/流通A股(百万股)	1191/643
总市值/流通市值(百万元)	13931/7519

市场表现



沪深300对比	1M	M	3M
绝对涨幅(%)	-8.0	-17.2	-20.9
相对涨幅(%)	-7.5	-17.1	-18.7

资料来源:海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

投资要点:

- 瓷砖行业长期看集中度提升趋势不变,当前时点经销业务重要性增强。**20年陶瓷砖产量止跌微升,新建住宅是瓷砖最大需求。我国瓷砖行业呈现“大行业,小公司”的特点,市占率提升空间仍大。下游地产集中度提升,头部瓷砖企业抗风险能力更强,瓷砖品类在消费建材中投资壁垒更高,建材行业节能减排等因素都加速推动瓷砖行业集中度提升。综合21年1-9月我国住宅精装修房规模下降、“三条红线”政策和不同渠道调价难易程度,我们认为,当前时点经销业务的重要性在增强。
- 大C端起家瓷砖龙头。**公司是以零售为主打的瓷砖企业,大C端(C+小V)业务占比80%,有瓷砖经销商1753家,瓷砖经销商门店4981家;卫浴经销商82家,卫浴经销商门店1468家,是上市三家瓷砖企业中终端规模最大的企业。由于公司是主打零售端,经销比例在可比上市公司中较高,因此公司整体现金流也比较好。相比于同行业上市企业,公司产品品类更加丰富,整装卫浴涵盖陶瓷、智能、浴室家具、龙头五金、休闲卫浴五大类,拥有广东佛山、江西丰城、重庆永川和江门鹤山4大生产基地。
- 专注产品,多维布局。**公司在行业内率先推出墙面岩板概念,发布了多款800×2600mm、800×2400mm规格产品。同时,公司成立包括家居事业部、低碳战略发展委员会、生态新材事业部等在内的多个事业部,多维布局。公司还能够提供“1+N”装修硬装产品解决方案,并在业内率先试点和推出瓷砖“包铺贴”业务,以“产品+服务”的模式提高品牌和产品美誉度和竞争力。公司特有的核心经销商贡献仓制度,有利于带动周边中小经销商开店,提供适销对路的SKU、销售更多SKU,赋能、提高加工能力,提高存货周转效率和降低物流成本。
- 渠道完整,单一客户风险较低。**公司门店已覆盖了大部分省份和地县级市;在海外公司产品出口全球6大洲100多个国家和地区。此外,公司还与万科、恒大、碧桂园、保利、中海、华润等100多家国内头部房地产商达成战略合作。公司20年前五名客户合计销售金额为7.61亿元,占年度销售总额的比例为10.63%,相对分散,受单一客户影响风险较小。
- 盈利与估值。**我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.55、0.92、1.11元/股,可比上市公司2021年预测PE的平均数为45.5倍,给予公司2021年25-30倍预测PE,对应2021年合理价值区间13.75-16.50元/股,“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格波动风险,下游行业需求变化风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6752	7158	8377	10682	13325
(+/-)YoY(%)	2.0%	6.0%	17.0%	27.5%	24.7%
净利润(百万元)	794	852	649	1099	1320
(+/-)YoY(%)	0.1%	7.2%	-23.8%	69.3%	20.2%
全面摊薄EPS(元)	0.67	0.72	0.55	0.92	1.11
毛利率(%)	35.7%	32.4%	26.4%	28.6%	28.2%
净资产收益率(%)	15.4%	11.4%	8.0%	12.4%	13.5%

资料来源:公司年报(2019-2020),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 特色鲜明瓷砖龙头，向整体家居解决方案提供商迈进.....	5
1.1 零售端起家，规模大，现金流良好.....	6
1.2 品类丰富，打造整体家居解决方案提供商.....	7
2. 长期看瓷砖行业集中度提升趋势不变，当期时点经销业务重要性增强	9
2.1 20 年陶瓷砖产量止跌微升，新建住宅是瓷砖最大需求	9
2.2 长期趋势看，“大行业，小公司”的瓷砖行业将向头部企业集中	10
2.3 当前时点，精装房数量下降，经销业务重要性边际增强	14
3. 专注产品，深耕渠道	16
3.1 专注产品，多维布局	16
3.2 渠道完整，单一客户风险较低.....	17
3.3 股权激励激发活力，回购彰显管理层对公司信心	17
4. 盈利与估值.....	18
5. 风险提示	20
财务报表分析和预测	21

图目录

图 1	公司业务范围.....	5
图 2	2014-2021Q1-3 公司营业收入及增速.....	5
图 3	14-21Q1-3 公司扣非后归属母公司股东净利润及增速.....	5
图 4	14-21Q1-3 公司毛利率和净利率 (%).....	6
图 5	20 年公司总收入构成.....	7
图 6	20 年公司分业务毛利率.....	7
图 7	公司产品示意图.....	8
图 8	公司整装卫浴部分产品效果图.....	8
图 9	截至 20 年底公司股权结构.....	9
图 10	2011-2020 年我国陶瓷砖产量.....	9
图 11	2020 年瓷砖消费量构成.....	10
图 12	2014-2020 年我国房地产企业销售面积集中度 (%).....	11
图 13	20H1 公司主要原材料和能源占成本比例.....	12
图 14	秦皇岛动力煤 (Q5500) 价格 (200102-211118, 元/吨).....	12
图 15	全国 LNG 市场价 (200110-211110, 元/吨).....	12
图 16	2018 年我国能耗分布.....	14
图 17	2018 年我国二氧化碳排放分布.....	14
图 18	我国房屋竣工面积累计同比 (% , 201502-202110).....	15
图 19	我国精装规模 (万套, 2016-2021 前 9 月).....	15
图 20	公司墙面岩板产品展示.....	16

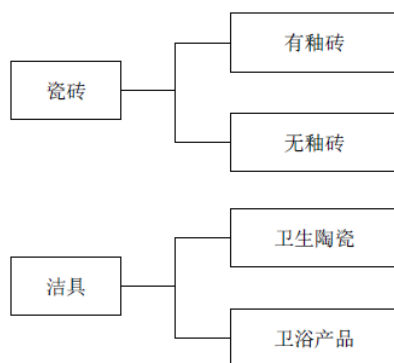
表目录

表 1	公司全口径经销商门店数量(家)	6
表 2	公司和蒙娜丽莎分渠道收入占比	7
表 3	公司与可比公司收现比和净现比对比(倍)	7
表 4	公司主要产品 2019-2020 年产销情况	8
表 5	住宅单位面积瓷砖需求量测算	10
表 6	瓷砖消费量构成测算(2013-2020)(亿平方米)	10
表 7	公司和行业可比上市公司 20 年市占率	11
表 8	《2020 年度中国房地产产业链战略诚信供应商研究报告》中精装修建筑瓷砖品类首选率	11
表 9	2019 年规模以上建筑陶瓷企业销售利润率和三家瓷砖上市公司销售净利率	12
表 10	公司自产和外协采购成本金额占比	13
表 11	公司自产成本和外协价格情况	13
表 12	2016-2020 年东方雨虹、三棵树固定资产利润率情况	13
表 13	截至 2020 年 12 月全国各产区陶企燃料使用情况	14
表 14	公司和蒙娜丽莎分渠道收入情况	15
表 15	20 年公司、蒙娜丽莎、帝欧家居前五大客户销售金额占比	17
表 16	公司 21 年限制性股票激励计划(草案)激励对象	17
表 17	公司募集资金投资项目(单位:万元)	18
表 18	截至 20 年 10 月 12 日止公司以自筹资金预先投入募投项目情况(百万元)	18
表 19	公司分业务收入毛利预测(百万元)	19
表 20	公司盈利预测(百万元)	19
表 21	A 股同类可比上市公司估值(截至 2021.11.24)	20

1. 特色鲜明瓷砖龙头，向整体家居解决方案提供商迈进

东鹏集团创始于 1972 年，股份公司成立于 2011 年 11 月。公司主要产品包括瓷砖和洁具，此外还生产销售木地板、涂料等产品，致力于成为国内领先的整体家居解决方案提供商。

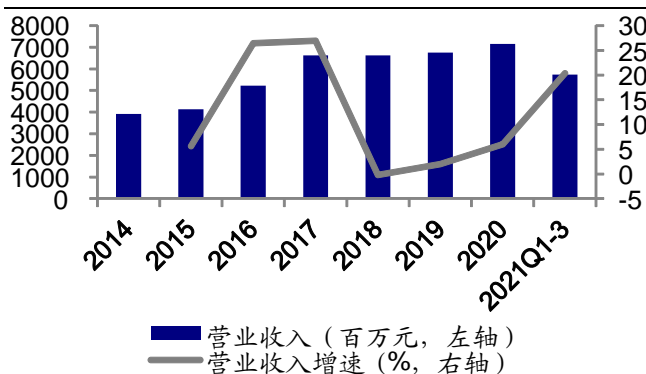
图1 公司业务范围



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

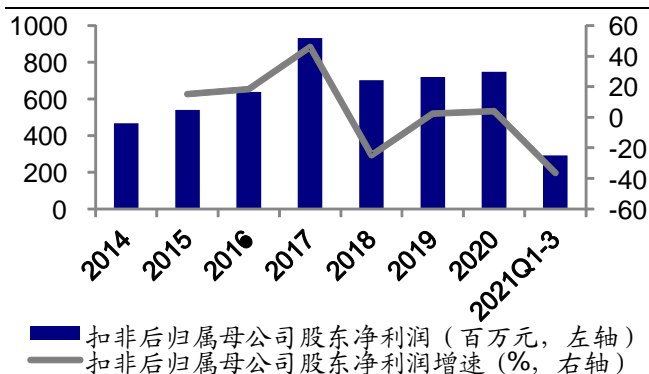
原材料、能源等成本上涨以及信用减值计提使公司 21Q1-3 利润承压。公司业务持续发展，2020 公司实现营业收入、扣非后归属母公司股东净利润分别为 71.58 亿元和 7.48 亿元，分别同比增长 6.02%和 4.07%。21Q1-3 公司实现营业收入、扣非后归属母公司股东净利润分别为 57.38 亿元和 2.92 亿元，分别同比变动 20.33%和-36.27%，21Q1-3 公司毛利率和净利率分别为 28.92%和 6.81%，分别同比下降 6.34 个百分点和 4.07 个百分点。我们认为，公司 21Q1-3 利润承压一是因为原材料、能源和包装材料等大宗原材料价格上涨增加公司综合产品成本，二是恒大商票逾期未能兑付，公司对应收款减值进行重估，增加信用减值 1.82 亿元。

图2 2014-2021Q1-3 公司营业收入及增速



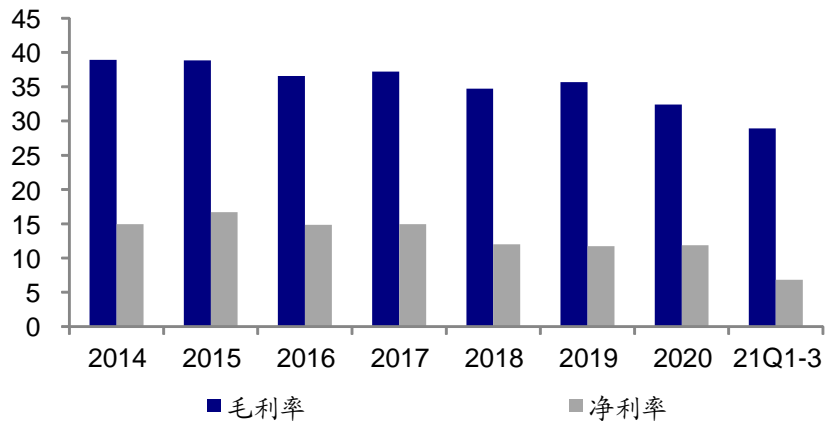
资料来源：wind，海通证券研究所

图3 14-21Q1-3 公司扣非后归属母公司股东净利润及增速



资料来源：wind，海通证券研究所

图4 14-21Q1-3 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

截至 20 年年报披露, 公司实际控制人是何新明和何颖, 二人是父女, 通过宁波利坚、佛山华盛昌、广东裕和间接控制公司 45.21% 股权。

我们认为, 公司具有非常鲜明的两个特点: 一是公司零售端起家, 规模大, 现金流良好; 二是公司产品品类丰富, 长期目标是打造整体家居解决方案提供商。

1.1 零售端起家, 规模大, 现金流良好

公司是以零售为主打的瓷砖企业。根据公司 21 年 2 月 26 日投资者交流纪要披露, 公司大 C 端 (C+小 V) 业务占比 80%, 有瓷砖经销商 1753 家, 瓷砖经销商门店 4981 家; 卫浴经销商 82 家, 卫浴经销商门店 1468 家, 此外, 公司还有 112 家瓷砖直营店/展厅, 2 家卫浴直营店/展厅。公司终端数量高于蒙娜丽莎 (4000 多个专卖店和网点, 截至 21 年 2 月), 以及帝欧家居 (3500 个门店的规模, 截至 21 年 6 月底), 是上市三家瓷砖企业中终端规模最大的企业。

表 1 公司全口径经销商门店数量 (家)

	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
一级经销商门店数量	3486	3466	3495
二级经销商门店数量	3238	3161	3101
经销商门店合计	6724	6627	6596

资料来源: 《招股说明书》, 海通证券研究所

行业里面销售规模最大陶瓷企业是唯美集团, 2019 年销售额 108.91 亿元。公司 2019 年营业收入 67.52 亿元, 高于蒙娜丽莎 38.04 亿元和帝欧家居 55.70 亿元, 在上市瓷砖企业中收入规模最大。我们认为, 在消费建材的众多品类中, 规模大所带来的优势和壁垒在瓷砖行业尤为凸显。从需求端来看, B 端 sku 少, 规模效应明显, B 端规模大企业成本优势明显; C 端门店前期需要投入, 以公司为例, 若以每平方米 1000 元的装修补贴、门店平均 300 平米计算, 要达到公司现有店面规模, 需要 20 亿元投入。因此, 我们认为公司当前规模形成了比较深的护城河。

同时, 由于公司是主打零售端, 经销比例在可比上市公司中较高, 因此公司整体现金流也比较好。从收现比和净现比的角度, 公司 20 年收现比和净现比分别为 1.17 倍和 1.58 倍, 高于同行业上市企业。

表 2 公司和蒙娜丽莎分渠道收入占比

	东鹏控股	蒙娜丽莎
大 C 端	80%	54.65%
B 端	20%	43.40%

资料来源:《东鹏控股 20210226 投资者交流纪要》,蒙娜丽莎 2020 年年报,海通证券研究所

表 3 公司与可比公司收现比和净现比对比 (倍)

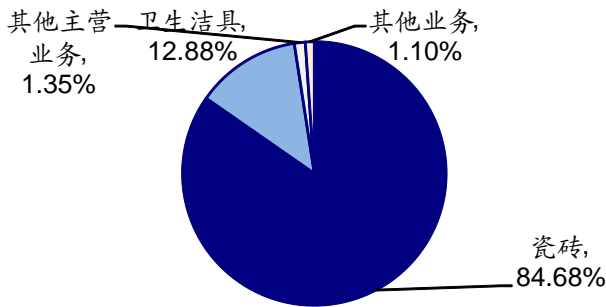
	收现比			净现比		
	2020	2019	2018	2020	2019	2018
东鹏控股	1.17	1.13	1.21	1.58	1.19	0.86
蒙娜丽莎	1.02	1.05	1.04	1.02	2.13	0.76
帝欧家居	0.97	0.96	0.97	0.05	0.48	0.16

资料来源: wind, 海通证券研究所

1.2 品类丰富, 打造整体家居解决方案提供商

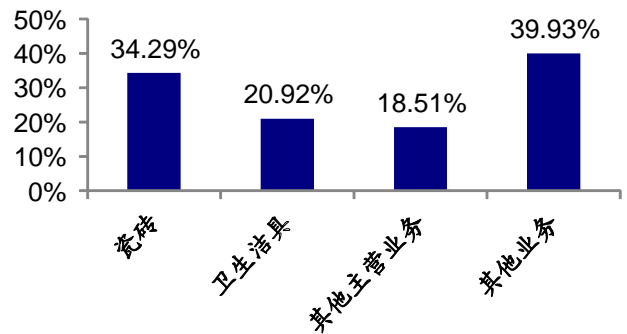
相比于同行业上市企业,公司产品品类更加丰富,20 年收入 84.68%是瓷砖,12.88%是卫生洁具。从毛利率的角度看,20 年瓷砖业务毛利率较高,达 34.29%。从产销数据看,公司瓷砖和卫浴产品都有部分采用 OEM 模式。

图5 20 年公司总收入构成



资料来源: wind, 海通证券研究所

图6 20 年公司分业务毛利率



资料来源: wind, 海通证券研究所

图7 公司产品示意图



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

表 4 公司主要产品 2019-2020 年产销情况

		2020 年	2019 年	同比增减
瓷砖	销售量 (万平方米)	13585.38	11673.02	16.98%
	生产量 (万平方米)	11773.37	7528.74	56.38%
	库存量 (万平方米)	3386.94	2958.17	14.49%
卫浴	销售量 (万件)	530.83	537.1	-1.17%
	生产量 (万件)	198.55	280.44	-29.20%
	库存量 (万件)	113.88	120.6	-5.57%

资料来源：公司 20 年年报，海通证券研究所

公司整装卫浴涵盖陶瓷、智能、浴室家具、龙头五金、休闲卫浴五大类，拥有广东佛山、江西丰城、重庆永川和江门鹤山 4 大生产基地。现公司拥有 12 型高压坐便线、德国 Riedhammer 隧道窑，以及获得国家“首台套”的微波干燥辊道窑：全长 160 米，通过自动化系统无缝对接到下一环节，整个干燥周期相对传统干燥模式缩短 81%。

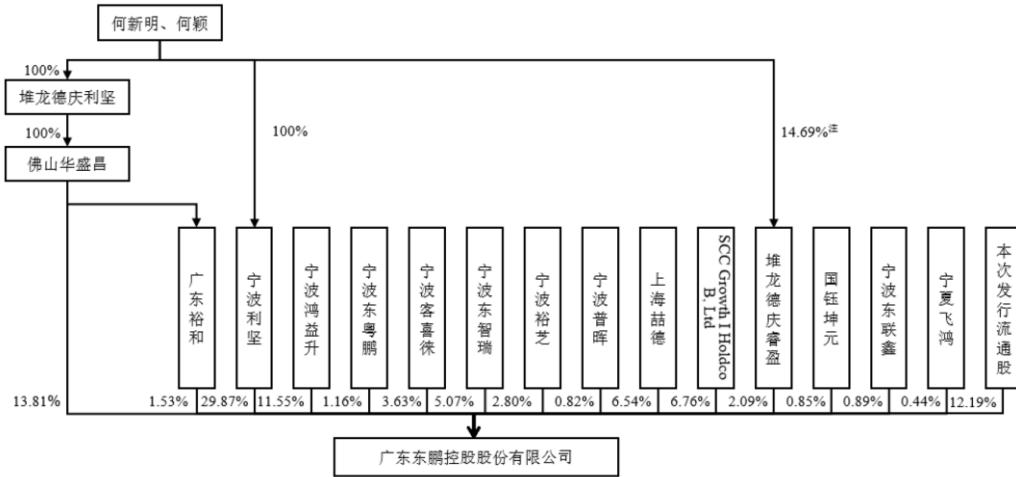
图8 公司整装卫浴部分产品效果图



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司实际控制人为何新明和何颖，二者系父女。

图9 截至 20 年底公司股权结构



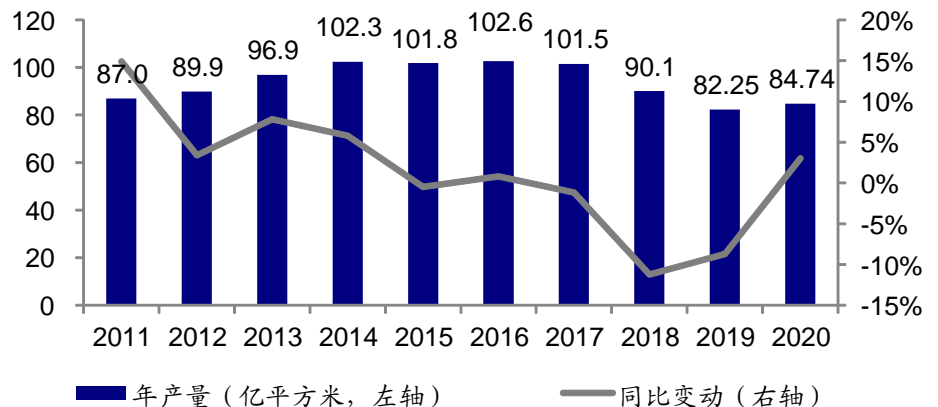
资料来源：公司 20 年年报，海通证券研究所

2. 长期看瓷砖行业集中度提升趋势不变，当期时点经销业务重要性增强

2.1 20 年陶瓷砖产量止跌微升，新建住宅是瓷砖最大需求

20 年我国陶瓷砖产量止跌微升，建陶企业数量收缩。根据陶瓷信息网百家号援引中国建筑卫生陶瓷协会数据，2020 年我国建筑陶瓷产量 84.74 亿平方米，同比增长 3.03%，瓷砖产量结束连续 3 年下滑。从产区来看，江西和广西是增速最快两个区域，同比增速超过 40%。但是出口量仍下滑，20 年我国陶瓷砖出口同比下降 19.23% 到 6.22 亿平方米。同时，2020 年我国规模以上建筑陶瓷企业 1093 家，同比减少 67 家。整个“十三五”期间，建陶企业减少 317 家，退出数量占比 22.5%；现有建陶生产线数量 2760 条，五年来减少 861 条，减少 23.8%。

图10 2011-2020 年我国陶瓷砖产量



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，陶瓷信息网百家号，海通证券研究所

从需求角度，新建住宅是瓷砖最大需求领域，2020 年占比约为 48.51%。假设一套住房建筑面积平均为 86.81 平方米，使用面积为 73.90 平方米，地面的 60% 和墙面的 20% 铺贴瓷砖，3% 的施工损耗量，二手房瓷砖消费量与新房比为 3:7。对于基建项目，按照 1:1 配置瓷砖，测算出 2020 年新建住宅的瓷砖消费量占瓷砖整体消费量的 48.51%。

表 5 住宅单位面积瓷砖需求量测算

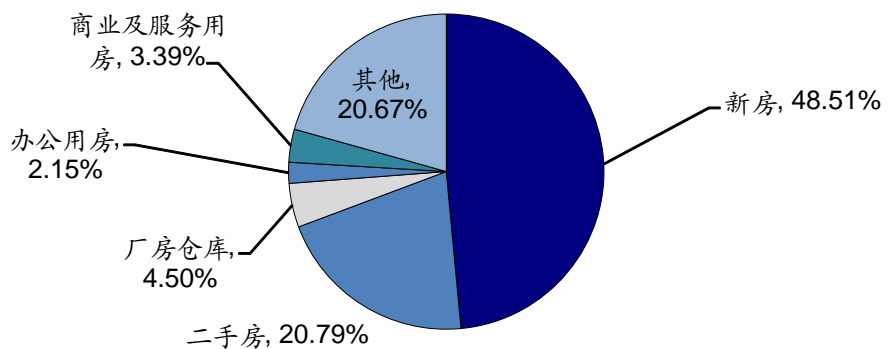
	地面瓷砖需求(平方米)	使用面积(平方米)	楼层净高(米)	墙面瓷砖需求(平方米)
客厅+餐厅		28.6	2.7	
厨房		5.8	2.6	
卧室 1		13.7	2.7	
卧室 2		9.6	2.7	
卫生间	52.09	5.7	2.6	67.27
储藏室		4.6	2.7	
阳台 1		2.5	2.7	
阳台 2		3.4	2.7	
外墙	—	—	—	
合计		119.3		
3%损耗		122.4		
单位需求		1.42		

资料来源:《中小户型住宅的消费者偏好和优化设计-高晓路、浅见泰司、周燕珉、石川彻》,中国产业信息网,《住宅建筑设计规范》,海通证券研究所

表 6 瓷砖消费量构成测算(2013-2020)(亿平方米)

	新房	二手房	厂房仓库	办公用房	商业及服务用房	其他	瓷砖消费量合计
2013	38.02	16.29	3.91	2.33	2.47	15.50	78.53
2014	40.65	17.42	3.87	2.30	2.76	16.27	83.28
2015	40.33	17.28	3.75	2.32	2.87	16.16	82.73
2016	40.33	17.29	3.61	2.35	3.03	16.26	82.87
2017	39.81	17.06	3.48	2.33	2.96	16.29	81.94
2018	39.53	16.94	3.53	2.10	2.82	16.19	81.11
2019	38.49	16.50	3.41	1.92	2.86	15.93	79.11
2020	36.79	15.77	3.41	1.63	2.57	15.67	75.84

资料来源:wind,海通证券研究所测算

图11 2020年瓷砖消费量构成


资料来源:wind,海通证券研究所测算

2.2 长期趋势看,“大行业,小公司”的瓷砖行业将向头部企业集中

公司 20 年瓷砖生产量是 1.18 亿平,按照行业 20 年瓷砖产量 84.74 亿平计算,公

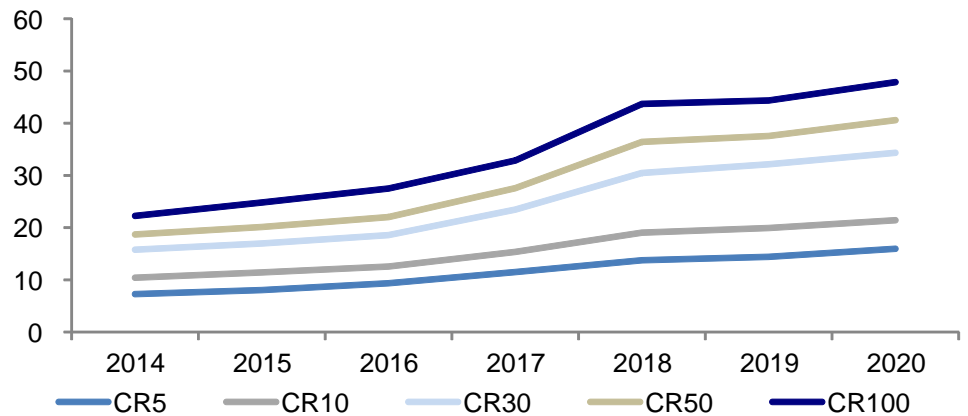
司占比 1.39%。同时，20 年蒙娜丽莎瓷砖生产量 1.14 亿平，帝欧家居瓷砖生产量 1.31 亿平，分别占比 1.35% 和 1.55%，占比都较低，我们认为，我国瓷砖行业呈现“大行业，小公司”的特点。但是从国际经验看，瓷砖行业能够走出大公司，我们之前测算 Mohawk 和 LAMOSA 市占率基本上能达到所在国 50% 左右，因此我国瓷砖头部企业市占率提升空间仍大。

表 7 公司和行业可比上市公司 20 年市占率

	东鹏控股	蒙娜丽莎	帝欧家居
20 年企业瓷砖产量 (亿平)	1.18	1.14	1.31
20 年我国瓷砖产量 (亿平)		84.74	
占比	1.39%	1.35%	1.55%

资料来源：东鹏控股 20 年年报，蒙娜丽莎 20 年年报，帝欧家居 20 年年报，陶瓷信息网百家号援引中国建筑卫生陶瓷协会，海通证券研究所

下游地产集中度提升倒逼瓷砖行业集中度提升。20 年房地产销售面积市场集中度 CR10、CR50 和 CR100 分别为 21.46%、40.63% 和 47.87%，高于 17 年 15.38%、27.56% 和 32.87% 水平。而大房地产商更偏向选择头部供应商企业，根据 199IT 援引《2020 年度中国房地产产业链战略诚信供应商研究报告》，公司在房地产建筑陶瓷品类中首选率为 8.26%，位居第五，而排名前十的建筑陶瓷企业品牌合作首选率合计为 80.24%，可以看出头部瓷砖企业更受地产商欢迎。

图 12 2014-2020 年我国房地产企业销售面积集中度 (%)


资料来源：wind，海通证券研究所

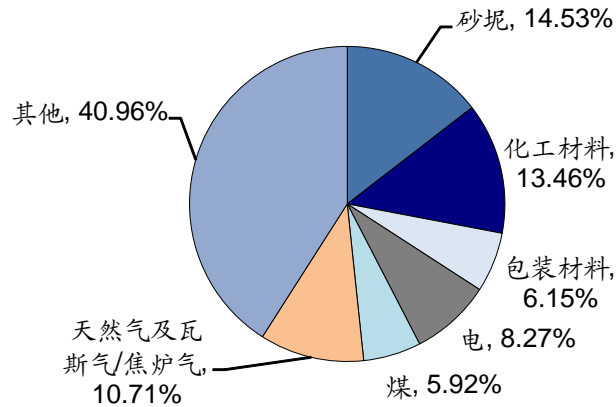
表 8 《2020 年度中国房地产产业链战略诚信供应商研究报告》中精装修建筑陶瓷品类首选率

排序	品牌	企业名称	品牌合作首选率
1	蒙娜丽莎	蒙娜丽莎集团股份有限公司	13.58%
2	马可波罗	广东马可波罗陶瓷有限公司	13.25%
3	冠珠	广东新明珠陶瓷集团有限公司	10.99%
4	诺贝尔	杭州诺贝尔集团有限公司	9.79%
5	东鹏	广东东鹏控股股份有限公司	8.26%
6	欧神诺	佛山欧神诺陶瓷有限公司	6.19%
7	能强	广东能强陶瓷有限公司	5.39%
8	金意陶	广东金意陶陶瓷集团有限公司	4.73%
9	冠军瓷砖	海鸥冠军有限公司	4.66%
10	简一	广东简一(集团)陶瓷有限公司	3.40%
10	宏宇	广东宏威陶瓷实业有限公司	3.40%
其他入围品牌的合作首选率总计			16.38%

资料来源：199IT 援引《2020 年度中国房地产产业链战略诚信供应商研究报告》，海通证券研究所

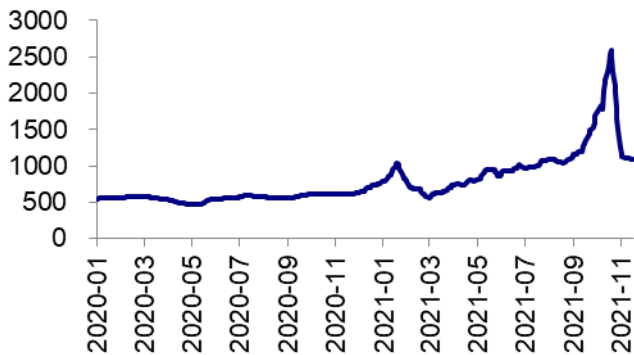
头部瓷砖企业抗风险能力更强。根据公司招股说明书披露, 20H1 公司化工材料、煤、天然气及瓦斯气/焦炉气分别占成本比例为 13.46%、5.92%、10.71%。21Q3 能源成本上涨较多, 以煤和天然气为例, 煤如果选取秦皇岛动力煤 (Q5500, 山西产) 市场价, 21Q3 日均价是 1142.46 元/吨, 同比 20Q3 的 575.41 元/吨的日均价增长 98.55%; 天然气如果选取市场价: 液化天然气 LNG: 全国指标, 该指标 21Q3 均价为 5355.92 元/吨, 20Q3 为 2577.20 元/吨, 同比增加 107.82%。2019 年规模以上建筑陶瓷企业销售利润率为 6.32%, 公司、蒙娜丽莎和帝欧家居三家上市公司净利率都高于行业整体水平, 头部企业盈利能力更强。因此在行业上游价格大幅上涨的情况下, 我们认为头部企业具有更强的抗风险能力, 能够不断提升市占率。

图13 20H1 公司主要原材料和能源占成本比例



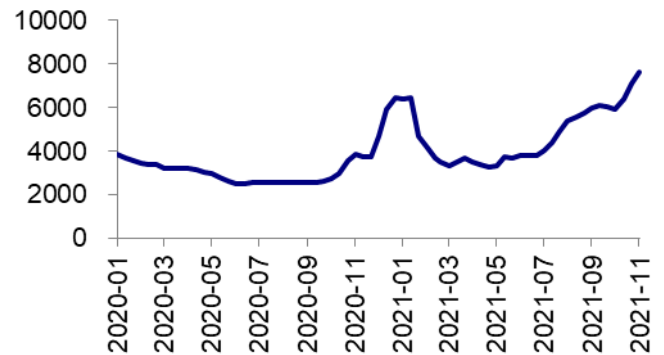
资料来源: 东鹏控股招股说明书, 海通证券研究所

图14 秦皇岛动力煤 (Q5500) 价格 (200102-211118, 元/吨)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图15 全国 LNG 市场价 (200110-211110, 元/吨)



资料来源: wind, 海通证券研究所

表 9 2019 年规模以上建筑陶瓷企业销售利润率和三家瓷砖上市公司销售净利率

规模以上建筑陶瓷企业	东鹏控股	蒙娜丽莎	帝欧家居
6.32%	11.74%	11.38%	10.01%

资料来源: 陶瓷信息网, wind, 海通证券研究所

瓷砖品类在消费建材中属于重资产投资, 投资壁垒更高。以公司 19 年数据为例, 公司整体外协金额占比 30.86%, 按照 19 年 67.52 亿总收入进行估算, 公司自有产能贡献 46.68 亿元。我们假设自产和外协的净利率与公司整体净利率保持一致, 则按照 19 年公司 11.74% 的销售净利率计算自产对应净利润为 5.48 亿元。按照年度加权固定资产等于 (期初固定资产+期末固定资产)/2 进行计算, 2019 年公司加权固定资产为 29.11 亿元, 因此公司自有产能的固定资产利润率为 18.82%。对比消费建材其他品类, 比如防水和涂料, 以东方雨虹和三棵树为例, 2016-2020 年两家公司的固定资产利润率平均

数分别为 66.62%和 43.33%，以 2019 年单年来看，东方雨虹和三棵树固定资产利润率分别为 56.23%和 50.17%，都高于公司 2019 年水平，说明瓷砖在消费建材品类中具有重资产的特性。因此，行业投资壁垒更高，我们认为，头部企业具有更强资金实力和融资优势，更容易实现扩张，同时，当行业面临风险步入下行期之后出清的中小企业，也更难在行业转好时恢复正常运营。

表 10 公司自产和外协采购成本金额占比

	20H1		2019		2018		2017	
	自产占比	外协占比	自产占比	外协占比	自产占比	外协占比	自产占比	外协占比
瓷砖	78.13%	21.87%	66.68%	33.32%	66.90%	33.10%	63.14%	36.86%
洁具	76.22%	23.78%	78.36%	21.64%	78.23%	21.77%	78.92%	21.08%
合计	77.88%	22.12%	69.14%	30.86%	69.35%	30.65%	66.43%	33.57%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 11 公司自产成本和外协价格情况

	2020H1		2019		2018		2017	
	有釉砖	无釉砖	有釉砖	无釉砖	有釉砖	无釉砖	有釉砖	无釉砖
瓷砖 (元/平方米)	29.32	27.53	28.92	28.59	28.26	29.40	30.46	28.14
	30.12	27.90	31.50	27.53	34.49	25.48	32.82	24.94
洁具 (元/件)	289.80	124.60	253.24	123.07	257.33	136.64	248.74	103.47
	239.66	47.35	223.72	55.03	238.72	63.90	240.65	64.88

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

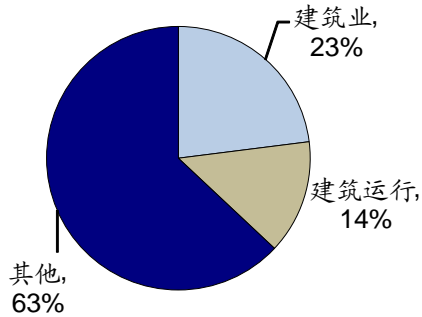
表 12 2016-2020 年东方雨虹、三棵树固定资产利润率情况

		2020	2019	2018	2017	2016	2015	平均数
		东方雨虹	期末固定资产 (百万元)	4755.15	4349.01	3031.86	1911.11	
	加权平均固定资产 (百万元)	4552.08	3690.44	2471.49	1754.00	1455.27		
	净利润 (百万元)	3386.81	2075.26	1510.93	1242.13	1026.32		
	固定资产利润率	74.40%	56.23%	61.13%	70.82%	70.52%		66.62%
三棵树	期末固定资产 (百万元)	1331.83	1098.16	591.87	492.97	354.81	315.42	
	加权平均固定资产 (百万元)	1215.00	845.02	542.42	423.89	335.12		
	净利润 (百万元)	535.06	423.98	222.49	175.97	133.66		
	固定资产利润率	44.04%	50.17%	41.02%	41.51%	39.88%		43.33%

资料来源：wind，海通证券研究所

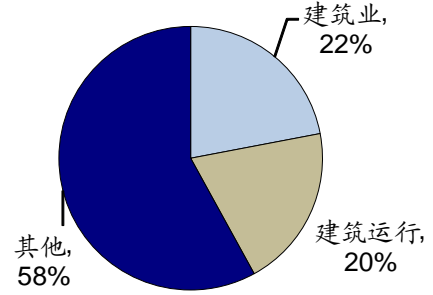
建材行业节能减排势在必行，将加速瓷砖行业出清。建筑行业是我国能耗大，碳排放多的行业，在 2020 年第 75 届联合国大会一般性辩论上，我国提出“将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值（简称‘碳达峰’），努力争取 2060 年前实现‘碳中和’的承诺”。根据国际燃气网援引中国建筑卫生陶瓷协会调研数据，我国建筑卫生陶瓷行业年产值只占全国 GDP 的 1%，而能源消耗却占到全社会总消耗量的 1.7%，其中 30% 天然气资源被用于建筑卫生陶瓷行业。根据岩板产经信息微信公众号，自 21 年 7 月来多个陶瓷产区发布限电令，8 月初广西开始限电，进入 9 月后，江苏、广东、云南、浙江、山东、湖南、辽宁、吉林、黑龙江等 20 多个省份相继启动有序用电，多地工业企业被要求“开三停四”“开二停五”甚至“开一停六”。相比错峰用电，东北部分地区直接拉闸限电，受区域限电影响，9 月 27 日东北地区陶瓷工业品生产基地——辽宁法库陶瓷产区 30 多家陶瓷企业停产。我们认为这将加速陶瓷行业中小企业出局，行业加速出清。

图16 2018年我国能耗分布



资料来源:《BIPV 崎路曲折——武魏楠、田甜》,海通证券研究所

图17 2018年我国二氧化碳排放分布



资料来源:《BIPV 崎路曲折——武魏楠、田甜》,海通证券研究所

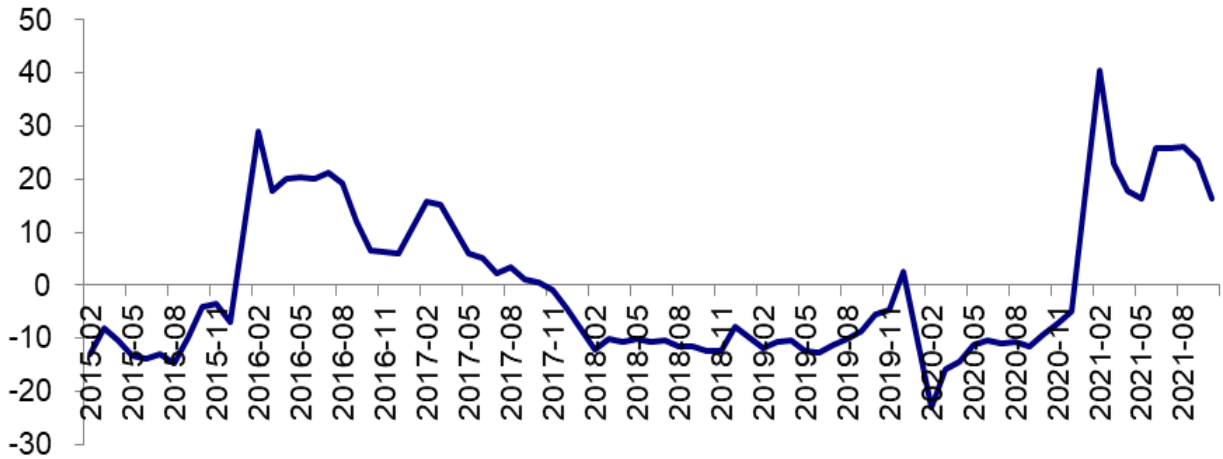
表 13 截至 2020 年 12 月全国各产区陶企燃料使用情况

省份	企业数量	使用天然气陶企数量	天然气使用率
广东	174 家	143 家	82.20%
福建	196 家	179 家	91.30%
江西	126 家	11 家	8.70%
四川	112 家	107 家	95.50%
山东	82 家	79 家	96.30%
河南	58 家	5 家	8.60%
湖北	41 家	2 家	4.90%
广西	44 家	1 家	2.30%
辽宁	47 家	30 家	63.80%
湖南	32 家	/	/
河北	45 家	25 家	55.60%
陕西	27 家	6 家	22.20%
安徽	24 家	/	/
浙江	11 家	5 家	45.50%
山西	31 家	/	/
云南	22 家	/	/
新疆	13 家	/	/
甘肃	14 家	/	/
贵州	15 家	/	/
重庆	12 家	11 家	91.70%
内蒙古	9 家	2 家	22.20%
江苏	9 家	3 家	33.30%
宁夏	1 家	/	/
吉林	3 家	/	/
黑龙江	5 家	/	/
上海	1 家	1 家	100%
天津	1 家	1 家	100%

资料来源:国际燃气网,海通证券研究所

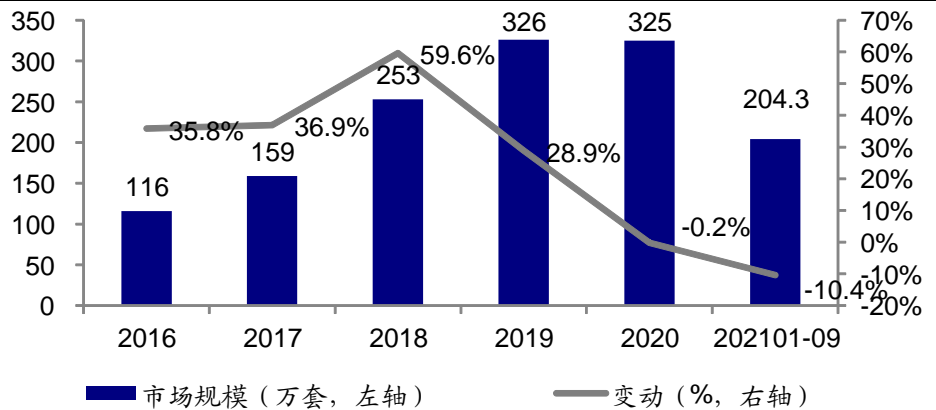
2.3 当前时点,精装房数量下降,经销业务重要性边际增强

2021 年 1-10 月竣工面积累计同比增速为 16.30%。

图18 我国房屋竣工面积累计同比 (%)，201502-202110


资料来源: wind, 海通证券研究所

21年1-9月我国精装规模下滑。根据奥维云网数据,2021年1-9月我国住宅精装新开盘项目数为2443个,同比降低8.4%,开盘房间累计数量为204.3万套,同比下降10.4%。而2016-2019年我国精装规模持续上升,2020年受疫情影响精装修总规模为325万套,基本持平。

图19 我国精装规模 (万套, 2016-2021 前 9 月)


资料来源: 奥维云网, 海通证券研究所

以公司和蒙娜丽莎数据为例,可以看出部分瓷砖企业过去2年呈现直销增长快于经销的情况。根据公司招股说明书披露,从2017年到2020H1,公司直销渠道销售收入占整体收入的比例从27.82%提升到41.85%,直销渠道增长快于经销渠道。而根据蒙娜丽莎19年和20年年报披露,蒙娜丽莎19年和20年地产战略工程渠道分别同比增长28.10%和36.64%,快于经销渠道12.88%和18.03%的增速。

表 14 公司和蒙娜丽莎分渠道收入情况

	2020H1		2019		2018		2017		
	金额(亿元)	比例	金额(亿元)	比例	金额(亿元)	比例	金额(亿元)	比例	
东鹏控股	经销	15.16	58.15%	40.00	59.24%	43.55	65.79%	47.87	72.18%
	直销	10.91	41.85%	27.52	40.76%	22.65	34.21%	18.45	27.82%
	2020		2019		2018				
	金额(亿元)	同比变动	金额(亿元)	同比变动	金额(亿元)				
蒙娜丽莎	经销	26.58	18.03%	22.52	12.88%	19.95			
	地产战略工程	21.11	36.64%	15.45	28.10%	12.06			

资料来源: 公司招股说明书, 蒙娜丽莎2019年年报, 蒙娜丽莎2020年年报, 海通证券研究所

综合 21 年 1-9 月我国住宅精装房规模下降、“三条红线”政策和不同渠道调价难易程度，我们认为，当前时点经销业务的重要性在增强。21 年 1-9 月精装房规模下降，我们认为会影响地产商整体采购规模，瓷砖企业获取订单难度加大。2021 年 1 月 1 日，住房和城乡建设部在房地产行业推行房企融资管理新规，即房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%，房企的净负债率不得大于 100%，房企的“现金短债比”小于 1。我们认为，在“三条红线”政策下，部分房企资金压力加大，可能会影响瓷砖企业直销业务的回款情况。同时，我们认为，相比直销客户，经销客户更加分散，因此从产业链中的议价权角度我们认为瓷砖企业对经销客户的议价权高于直销客户。因此，综合以上三个因素我们认为，在当前时点，对于瓷砖企业来讲，经销业务的重要性加强。

3. 专注产品，深耕渠道

3.1 专注产品，多维布局

根据公司 20 年年报披露，截至 21 年 4 月 2 日，公司及控股子公司共拥有 1434 项专利，其中发明专利 226 项，参与起草 47 项瓷砖及洁具产品标准，是陶瓷行业先进制造示范企业，工业和信息化部第一批绿色工厂示范单位。公司从“金花米黄”在国内掀起“全国一片黄”消费浪潮，到洞石、原石、降醛、抗菌、防滑系列健康瓷砖引领行业进步。

21 年 8 月 27 日，公司公告与湖南源创高科工业技术有限公司、佛山裕德天智科技合伙企业(有限合伙)签订《关于广东源稀新材料科技有限公司的合作及股权转让协议》，公司认缴两家企业未实缴的共计 20% 股权，对应认缴出资合计 400 万元。公司投资源稀科技主要是基于扩大岩板产品的应用，将石墨烯暖瓷岩板产品产业化及推向市场，构建全新墙地面系统，丰富公司产品结构。

墙面岩板，未来可期。根据经济观察报知乎号，公司在行业内率先推出墙面岩板概念，发布了多款 800×2600mm、800×2400mm 规格产品。岩板防火等级、抗污等级、耐划伤、防翘角、易清洁、不发霉、防潮等物理性能优越，是一种环保主材，此外岩板除了拥有陶瓷特性，还能够密缝安装、无限连纹，使得空间延展大气。

图20 公司墙面岩板产品展示



资料来源：公司官网，海通证券研究所

成立多个事业部，多维布局。公司成立家居事业部，发展家居整装市场，发挥产品体系全和 1+N 的优势。设立新加坡公司，拓张海外销售渠道和离岸业务，为海外 OEM 提供便利。成立低碳战略发展委员会，积极应对“碳达峰、碳中和”发展趋势，通过引进数字化智能制造、系统化减排、生态石产品、光伏发电、回收利用五大行为，不断升级绿色制造。成立生态新材事业部，对免烧制的生态石等绿色产品投入研发和生产，募集资金投资项目“年产 315 万平方米新型环保生态石板材改造项目”在公司江西湖口基

地按计划建设。

推出“1+N”整体解决方案。公司生产销售瓷砖、卫浴、木地板、涂料、硅藻泥、集成墙板、辅材（防水、瓷砖胶、美缝剂）和整装家居等产品和服务，能够提供“1+N”装修硬装产品解决方案。同时公司在业内率先试点和推出瓷砖“包铺贴”业务，以“产品+服务”的模式提高品牌和产品美誉度和竞争力。

推行共享仓制度。公司特有的核心经销商共享仓制度，有利于带动周边中小经销商开店，提供适销对路的SKU、销售更多SKU，赋能、提高加工能力，提高存货周转效率和降低物流成本。

3.2 渠道完整，单一客户风险较低

渠道建设完整，覆盖面广。根据公司20年年报披露，公司创立49年来，在国内瓷砖、卫浴产品经销商体系已经形成5317家瓷砖门店，1393家卫浴门店，覆盖了大部分省份和地县级市；在海外公司产品出口全球6大洲100多个国家和地区。公司在内部建立了大客户铁三角服务机制，以销售经理、产品经理和交付与服务经理三个关键角色全方位保障对工程顾客产品交付和服务质量。此外，公司还与万科、恒大、碧桂园、保利、中海、华润等100多家国内头部房地产商达成战略合作。

客户比较分散，分散风险。公司20年前五名客户合计销售金额为7.61亿元，占年度销售总额的比例为10.63%，其中第一大客户20年销售金额为3.62亿元，占年度销售总额的比例为5.06%。而同行业上市公司蒙娜丽莎20年前五大客户合计销售额占年度销售金额比例为29.29%，帝欧家居20年前五大客户合计销售额占年度销售金额比例为35.46%。我们认为，公司客户相对分散，受单一客户影响风险较小。

表 15 20 年公司、蒙娜丽莎、帝欧家居前五大客户销售金额占比

	东鹏控股	蒙娜丽莎	帝欧家居
前五名客户合计销售金额（亿元）	7.61	14.25	19.99
前五名客户合计销售金额占年度销售总额比	10.63%	29.29%	35.46%

资料来源：公司20年年报，蒙娜丽莎20年年报，帝欧家居20年年报，海通证券研究所

3.3 股权激励激发活力，回购彰显管理层对公司信心

公司21年5月25日公告《2021年限制性股票激励计划（草案）》，激励计划拟授予限制性股票2500万股，占此次激励计划草案公告时公司股本总额2.13%，其中首次授予2000万股，预留500万股，首次授予价格为9.39元/股。此次股票激励计划授予对象为包括公司董事、高级管理人员等在内的共计108人，三个解除限售期的业绩考核目标分别为以20年公司扣非净利润为基数，21-23年公司扣非净利润增长率分别不低于15%，32%和50%。我们认为，此次激励计划涵盖高管和核心人员，覆盖范围较广，充分绑定员工和公司利益，有助于激发公司活力。

表 16 公司 21 年限制性股票激励计划（草案）激励对象

序号	姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占计划公告日股本总额的比例
一、董事、高级管理人员					
1	包建永	董事、副总经理、财务总监	30	1.20%	0.03%
2	钟保民	董事、创新中心总经理	20	0.80%	0.02%
3	冀志云	总经理	50	2.00%	0.04%
4	林红	副总经理	30	1.20%	0.03%
5	金国庭	副总经理	25	1.00%	0.02%

6	施宇峰	副总经理	30	1.20%	0.03%
7	张兄才	副总经理	40	1.60%	0.03%
8	黄征	董事会秘书、副总经理	25	1.00%	0.02%
二、其他激励对象					
核心管理人员、核心技术（业务）人员以及董事会认定需要激励的其他员工（100人）			1750	70%	1.49%
预留部分			500	20%	0.43%
合计			2500	100%	2.13%

资料来源：公司 21 年 5 月 25 日公告《2021-05-25-003012.SZ-东鹏控股：2021 年限制性股票激励计划（草案）》，海通证券研究所

21 年 10 月 30 日，公司公告拟使用自有资金以集中竞价方式回购公司股份，回购资金金额不低于人民币 15000 万元（含）且不超过人民币 30000 万元（含），回购股份价格不超过人民币 19.75 元/股。此次回购是鉴于恒大事件等对公司的短期不利因素，并不影响公司未来发展前景，基于对公司未来发展信心和价值的认可，董事会同意使用自有资金以集中竞价的方式回购部分社会公众股股份，用于实施员工持股计划或股权激励。

4. 盈利与估值

根据公司招股说明书披露，公司 IPO 募集资金将用于以下项目：

表 17 公司募集资金投资项目（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	预计使用募集资金数额	募集资金计划使用进度				
				第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
1	年产 315 万平方米新型环保生态石材改造项目	18626.00	18006.70	8626.00	500.00	500.00	5800.00	2580.70
2	扩建 4 条陶瓷生产线项目	60000.00	60000.00	22362.20	22362.20	15275.60	-	-
3	澧县新鹏陶瓷有限公司二期扩建项目	66218.00	10000.00	10000.00	-	-	-	-
4	年产 160 万件节水型卫生洁具生产线建设项目	34000.00	-	-	-	-	-	-
5	年产 260 万件节水型卫生洁具及 100 万件五金龙头建设项目	94248.16	45000.00	15000.00	28000.00	2000.00	-	-
6	东鹏信息化设备及系统升级改造项目	13000.00	10000.00	5979.50	1991.79	2028.71	-	-
7	智能化产品展示厅建设项目	10056.78	5000.00	5000.00	-	-	-	-
合计		296148.94	148006.70	66967.70	52853.99	19804.31	5800.00	2580.70

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

同时，根据公司招股说明书披露，扩建 4 条陶瓷生产线项目分别为瓷片生产线 2 条，仿古砖生产线 1 条及全抛釉生产线 1 条，项目建成后合计形成年产 2190 万平米瓷砖（片）设计生产能力；澧县新鹏陶瓷二期扩建项目是建设 4 条高档仿古瓷砖生产线，项目建成后将达到年产 1560 万平方米高档仿古瓷砖生产规模。根据公司 20 年 11 月 24 日公告，自 2017 年 7 月 2 日到 20 年 10 月 12 日止，公司以自筹资金预先投入募投项目的实际金额为 9.36 亿元。

表 18 截至 20 年 10 月 12 日止公司以自筹资金预先投入募投项目情况（百万元）

序号	项目名称	自筹资金预先投入金额	拟置换预先投入金额
1	年产 315 万平方米新型环保生态石材改造项目	0	0
2	扩建 4 条陶瓷生产线项目	488.31	488.31
3	澧县新鹏陶瓷有限公司二期扩建项目	81.90	81.90
4	年产 260 万件节水型卫生洁具及 100 万件五金龙头建设项目	310.52	310.52
5	东鹏信息化设备及系统升级改造项目	20.11	20.11
6	智能化产品展示厅建设项目	34.86	34.86

合计

935.70

935.70

资料来源: 公司 2020 年 11 月 24 日公告, 海通证券研究所

假设:

1) 由于 21 年地产调控叠加原材料、能源价格上涨, 对瓷砖企业收入增长造成较大压力, 我们预计压力从 22 年边际缓解, 假设公司瓷砖业务收入 21-23 年增速分别为 18%, 28%, 25%;

2) 伴随动力煤期货价格下跌, 我们认为明年成本压力逐渐缓解, 同时考虑到瓷砖产品价格存在年降的可能, 我们假设公司瓷砖业务 21-23 年毛利率分别为 28.3%, 30.5%, 30.0%;

3) 卫生洁具行业竞争激烈, 我们认为卫生洁具增长压力大于瓷砖, 假设 21-23 年公司卫生洁具业务收入同比增速分别为 14%, 25%和 24%。

表 19 公司分业务收入毛利预测 (百万元)

		2020	2021E	2022E	2023E
瓷砖	营业收入 (百万元)	6061.41	7152.46	9155.15	11443.94
	毛利率 (%)	34.29%	28.30%	30.50%	30.00%
	营业成本 (百万元)	3982.97	5128.32	6362.83	8010.76
卫生洁具	营业收入 (百万元)	921.93	1051.00	1313.75	1629.05
	毛利率 (%)	20.92%	15.50%	17.50%	17.50%
	营业成本 (百万元)	729.1	888.10	1083.84	1343.97
其他主营业务	营业收入 (百万元)	96.33	173.39	213.27	251.66
	毛利率 (%)	18.51%	16.50%	17.50%	17.50%
	营业成本 (百万元)	78.51	144.78	175.95	207.62
其他业务	营业收入 (百万元)	78.64	-	-	-
	毛利率 (%)	39.93%	-	-	-
	营业成本 (百万元)	47.24	-	-	-
合计	营业收入 (百万元)	7158.31	8376.86	10682.18	13324.66
	毛利率 (%)	32.42%	26.45%	28.64%	28.24%
	营业成本 (百万元)	4837.81	6161.20	7622.63	9562.35

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 20 公司盈利预测 (百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7158	8377	10682	13325
营业成本	4838	6161	7623	9562
毛利率%	32.4%	26.4%	28.6%	28.2%
营业税金及附加	63	84	107	133
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	754	796	1047	1306
营业费用率%	10.5%	9.5%	9.8%	9.8%
管理费用	397	452	593	726
管理费用率%	5.5%	5.4%	5.6%	5.5%
EBIT	932	716	1099	1331
财务费用	-4	-77	-98	-121
财务费用率%	-0.1%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-34	-3	-45	-56

投资收益	2	54	43	47
营业利润	998	732	1238	1498
营业外收支	-37	3	7	-3
利润总额	961	735	1244	1495
EBITDA	1348	1099	1509	1758
所得税	113	86	146	175
有效所得税率%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司所有者净利润	852	649	1099	1320
每股收益 (元/股)	0.72	0.55	0.92	1.11

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.55、0.92、1.11 元/股, 可比上市公司 2021 年预测 PE 的平均数为 45.5 倍, 给予公司 2021 年 25-30 倍预测 PE, 对应 2021 年合理价值区间 13.75-16.50 元/股, “优于大市”评级。

表 21 A 股同类可比上市公司估值 (截至 2021.11.24)

代码	简称	收盘价(元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300737.SZ	科顺股份	14.25	0.93	1.23	1.64	15.3	11.5	8.7
002271.SZ	东方雨虹	41.30	1.70	2.16	2.75	24.2	19.1	15.0
002918.SZ	蒙娜丽莎	23.90	1.61	2.12	2.86	14.9	11.3	8.4
603737.SH	三棵树	124.38	0.76	3.11	4.35	163.1	40.0	28.6
002791.SZ	坚朗五金	157.58	3.56	5.04	6.72	44.3	31.3	23.5
002798.SZ	帝欧家居	14.45	1.32	1.59	2.00	11.0	9.1	7.2
		平均数				45.5	20.4	15.2

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

原材料价格波动风险。公司主要原材料包括砂泥、化工材料、包装材料等, 所需能源包括电、煤、天然气等。如果未来公司主要原材料及能源价格出现波动, 且公司不能将相关成本及时向下游转移的时候, 公司盈利水平将面临下降的风险。

下游行业需求变化风险。公司主要从事以瓷砖和洁具为代表的建筑卫生陶瓷产品研发、生产和销售, 与房地产、装修装饰等行业具有正相关性。近年来为了促进房地产市场平稳健康发展, 国家出台一系列调控措施, 房地产、装饰装修等行业需求变化的不确定性会影响公司未来销售和回款。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	7158	8377	10682	13325
每股收益	0.72	0.55	0.92	1.11	营业成本	4838	6161	7623	9562
每股净资产	6.30	6.82	7.46	8.24	毛利率%	32.4%	26.4%	28.6%	28.2%
每股经营现金流	1.12	1.38	1.41	1.87	营业税金及附加	63	84	107	133
每股股利	0.00	0.16	0.28	0.33	营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	754	796	1047	1306
P/E	16.67	21.89	12.93	10.76	营业费用率%	10.5%	9.5%	9.8%	9.8%
P/B	1.89	1.75	1.60	1.45	管理费用	397	452	593	726
P/S	1.95	1.70	1.33	1.07	管理费用率%	5.5%	5.4%	5.6%	5.5%
EV/EBITDA	9.76	8.79	5.92	4.22	EBIT	932	716	1099	1331
股息率%	0.0%	1.4%	2.3%	2.8%	财务费用	-4	-77	-98	-121
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
毛利率	32.4%	26.4%	28.6%	28.2%	资产减值损失	-34	-3	-45	-56
净利润率	11.9%	7.7%	10.3%	9.9%	投资收益	2	54	43	47
净资产收益率	11.4%	8.0%	12.4%	13.5%	营业利润	998	732	1238	1498
资产回报率	6.8%	4.6%	6.7%	6.9%	营业外收支	-37	3	7	-3
投资回报率	10.5%	7.8%	10.9%	12.0%	利润总额	961	735	1244	1495
盈利增长 (%)					EBITDA	1348	1099	1509	1758
营业收入增长率	6.0%	17.0%	27.5%	24.7%	所得税	113	86	146	175
EBIT 增长率	1.8%	-23.1%	53.5%	21.0%	有效所得税率%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
净利润增长率	7.2%	-23.8%	69.3%	20.2%	少数股东损益	-3	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	852	649	1099	1320
资产负债率	40.1%	42.8%	45.7%	48.7%					
流动比率	1.62	1.53	1.51	1.53	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.31	1.22	1.20	1.21	货币资金	4052	4548	5271	6794
现金比率	0.86	0.77	0.72	0.74	应收账款及应收票据	1800	1882	2517	3140
经营效率指标					存货	1431	1772	2193	2751
应收帐款周转天数	56.99	57.00	57.00	57.00	其它流动资产	374	805	1039	1270
存货周转天数	107.99	105.00	105.00	105.00	流动资产合计	7657	9007	11020	13954
总资产周转率	0.57	0.59	0.65	0.70	长期股权投资	56	65	71	77
固定资产周转率	1.92	2.14	2.71	3.49	固定资产	3725	3914	3949	3817
					在建工程	118	142	177	98
					无形资产	732	809	855	879
					非流动资产合计	4887	5210	5366	5207
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	12544	14217	16386	19161
净利润	852	649	1099	1320	短期借款	210	0	0	0
少数股东损益	-3	0	0	0	应付票据及应付账款	3528	4558	5639	7074
非现金支出	504	386	455	484	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-23	-49	-49	-44	其它流动负债	988	1327	1646	2062
营运资金变动	7	660	175	463	流动负债合计	4726	5885	7285	9135
经营活动现金流	1336	1647	1680	2223	长期借款	100	0	0	0
资产	-646	-671	-518	-244	其它长期负债	199	199	199	199
投资	-170	-159	-116	-85	非流动负债合计	299	199	199	199
其他	16	31	8	26	负债总计	5026	6084	7484	9334
投资活动现金流	-799	-798	-627	-303	实收资本	1173	1191	1191	1191
债权募资	495	-310	0	0	归属于母公司所有者权益	7503	8117	8887	9811
股权募资	1531	18	0	0	少数股东权益	15	15	15	16
其他	-732	-61	-330	-396	负债和所有者权益合计	12544	14217	16386	19161
融资活动现金流	1294	-353	-330	-396					
现金净流量	1831	496	723	1524					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
潘莹练 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,帝欧家居,华新水泥,中国玻璃,三棵树,伟星新材,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份,洛阳玻璃,华润水泥控股,蒙娜丽莎,旗滨集团,塔牌集团,中国建材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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: 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

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

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@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
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@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
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wqj13735@htsec.com
方欣来(021)23219635 fxl13957@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
郑子勤(021)23219733 zzz12149@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@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
李姝醒(021)23219631 lsx11330@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

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
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
联系人
孟陆(010)56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com
联系人
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余玖翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜(021)23154125 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@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(021)23219480 zjy12711@htsec.com
余金花(021)23219480 yjh13785@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(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@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 xbjq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@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(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧轩(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xy11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王玮婕(021)23219768 wj13985@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 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@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 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁 wyn14183@htsec.com	北京地区销售团队 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@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