

2017-12-25

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

建材行业

瓷砖行业：变革势起，龙头受益

报告要点

■ 集中度低+规模效应显著的瓷砖行业

我国为全球最大建陶消费及出口国，行业规模约 4500 亿元，但集中度较低，为典型“大行业，小公司”格局。参考国外成熟市场，意大利 CR7 市占率达 50%，北美的莫霍克工业超 70%，可见我国行业集中度仍有较大提升空间。

随着行业集中度提升，龙头经营规模扩大，由此带来的规模效应将逐渐显现。以规模较大的东鹏控股为例，随着其产销规模扩大，单位成本呈明显下降趋势。此外随着个性化消费转为标准化生产，也会带来转产成本的大幅下降。

■ 行业变革进行时，品牌建陶龙头受益

随着下游需求变化及环保约束不断趋严，当下建陶行业面临的两大趋势将促使行业集中度加速提升：1) 地产商集中度加速提升及精装修比例提高，自身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持续受益；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。

欧神诺工程业务起步较早，已与多家龙头地产商建立了战略合作伙伴关系。2016 年欧神诺前五大客户中，碧桂园及万科收入占比之和接近 50%，因此两家龙头地产商 2017 年以来的销售面积高增长，将有望锁定欧神诺未来两年工程业务增速。并且随着欧神诺在业内口碑不断强化，工程业务有望持续放量。

■ 帝王洁具：携手欧神诺，1+1>2

整体卫浴大势所趋。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。帝王洁具主营亚克力洁具，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。

欧神诺有望突破资金瓶颈。目前瓷砖龙头普遍面临产能瓶颈，如欧神诺、蒙娜丽莎 2016 年 OEM 收入占比明显上升。相比自有产能，OEM 代工存在质量不稳定等问题，而自建产能则需要大规模的资金投入。参考东方雨虹模式，在收购完成后，欧神诺有望借力上市平台，快速实现融资并进行产能扩张。

板块效应渐显的建陶行业。除帝王洁具收购欧神诺之外，蒙娜丽莎已完成公开发行；东鹏控股从 H 股退市，正在进行 A 股的 IPO 申请。随着更多的优质建陶企业登陆资本市场，行业板块效应将会逐渐凸显，建议关注建陶板块性机会。

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

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《需求仍南强北弱 限产引价格大涨》2017-12-20

《蓄势待发，力度更大》2017-12-18

《新格局，新趋势——建材行业 2018 年度策略报告》2017-12-15

风险提示： 1、地产销售大幅下行；2、行业出现大规模产能投放。

请阅读最后评级说明和重要声明

1 / 26

目录

前言	5
集中度低+规模效应显著的瓷砖行业	6
“大行业，小公司” 格局	6
瓷砖行业规模效应显著	10
行业变革进行时，品牌建陶龙头受益	13
地产集中度提升助龙头份额扩张	14
环保趋严优化建陶行业竞争格局	15
欧神诺在工程市场具备先发优势	18
帝王洁具：携手欧神诺，1+1>2	22

图表目录

图 1：帝王洁具收购欧神诺方案	5
图 2：帝王洁具收购完成前股权结构图	5
图 3：帝王洁具收购完成后股权结构图，实际控制人未发生变化	5
图 4：2016 年（拟）上市建陶企业收入情况	6
图 5：2016 年（拟）上市建陶企业归属净利润情况	6
图 6：建筑陶瓷用途广泛，可用于各类建筑的室内外装修	6
图 7：世界各国对地面装饰材料的偏好有所不同	7
图 8：2016 年全国建筑陶瓷产量小幅增长	7
图 9：我国建筑陶瓷消费量占比全球超 40%	7
图 10：近年来建陶出口表现不佳，2016 年出口量同比下滑	7
图 11：2016 年我国建筑陶瓷出口量占比全球 37%	7
图 12：2016 年建陶行业销售收入 4550 亿元	8
图 13：我国建筑陶瓷 2016 年消费量 84.7 亿平米，为近年来新高	8
图 14：瓷砖和其他地面材料的优缺点比较	8
图 15：龙头市占率较低，2016 年东鹏控股 1%左右	8
图 16：2012 年瓷砖零售市场集中度不足 10%	8
图 17：瓷砖图案多样、色彩各异	9
图 18：2016 年国内服装品牌集中度（含鞋子）	9
图 19：2016 年国内服装公司集中度（含鞋子）	9
图 20：北美陶瓷行业集中度，MHK 占比超过 70%	9
图 21：意大利陶瓷行业集中度，CR7 占比 50%	9
图 22：我国瓷砖行业发展趋势：份额向品牌龙头集中，形成多品牌共存局面	10
图 23：瓷砖行业能耗、制造费用等占比较高	10
图 24：瓷砖企业研发费用占比较高（2016 年）	10
图 25：东鹏控股单平能源成本不断下降	11
图 26：东鹏控股能耗占比不断下降	11

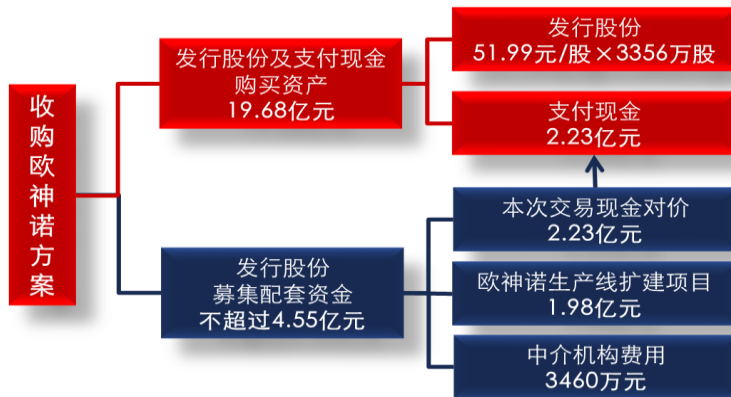
图 27: 2016 年龙头建陶企业人工成本占比差异明显	11
图 28: 龙头建陶企业单平米人工成本差别	11
图 29: 龙头建陶企业研发成本占比	12
图 30: 龙头建陶企业单平米研发成本差别	12
图 31: 转产对版流程相对复杂, 需要多部门参与配合	13
图 32: 蒙娜丽莎工程业务毛利率要高于经销业务	13
图 33: 调整后的蒙娜丽莎工程业务利润率仍高于经销业务	13
图 34: 龙头开发商销售面积占比持续提升	14
图 35: 2017 年 1-10 月 TOP30 开发商拿地占比	14
图 36: 建筑陶瓷生产过程中会产生大量三废	15
图 37: 污染物排放浓度 (mg/m ³) 标准持续加严	16
图 38: 能耗标准持续加严, 企业仍达不到先进标准 (kgce/t)	16
图 39: 2016 年欧神诺自营工程收入占比 57% (亿元)	18
图 40: 欧神诺在地产商中的认可度较高	18
图 41: 欧神诺与多家知名企业建立了战略合作伙伴关系	18
图 42: 万科销售、竣工户数及采购欧神诺金额折算套数测算	19
图 43: 万科对欧神诺瓷砖的采购占比在提升	19
图 44: 碧桂园销售、竣工户数及采购欧神诺金额折算套数测算	20
图 45: 欧神诺在碧桂园份额占比约为 30%	20
图 46: 2016 年建陶龙头自有产能基本满产 (万平米)	20
图 47: 龙头企业 2016 年 OEM 比例明显提升 (成本口径)	20
图 48: 窑炉生产线投资较大, 一条标准生产线需要 100-400 米长的窑炉	21
图 49: 建陶企业上市前资产负债率在 60% 以上	21
图 50: 帝王洁具三阶段发展历程	22
图 51: 帝王洁具形成了以亚克力洁具为主的产品结构	22
图 52: 亚克力洁具主要作为陶瓷洁具的替代品	23
图 53: 亚克力洁具实例	23
图 54: 2015 年卫生洁具行业收入约为 806 亿	23
图 55: 消费者卫生洁具选择仍以陶瓷为主	23
图 56: 亚克力洁具生产过程相对简单	23
图 57: 通过样板间, 实现产品之间的相互导流	24
图 58: 瓷砖卫浴同店销售, 体现渠道协同	24
图 59: 帝王洁具与欧神诺渠道结构差异较大	24
图 60: 区域分布看两者也有明显差异	24
图 61: 瓷砖+卫浴协同销售是陶瓷企业常态	25
图 62: 2016 年部分公司产品结构	25
表 1: 东鹏控股 2010-2016 年主要能源价格变动	11
表 2: 国内瓷砖企业能耗情况与国外先进水平相比仍有一定差距	11
表 3: 转产对版各阶段执行时间情况	12
表 4: 各地政府相继出台政策保障全装修成品住宅比例	14
表 5: 产区内部产能较为集中, 对环境的影响更大 (2014 年)	16

表 6：2016 年下半年以来行业产能明显受到限制明显	17
表 7：以蒙娜丽莎工程单价测算工程业务客单价约为 5500 元	19
表 8：2016 年欧神诺在万科、碧桂园采购体系中占比测算	19
表 9：瓷砖行业固定资产投资较大，一条生产线约需 2 亿固定资产投资（万元）	21
表 10：欧神诺现有产能共计 2000 万平米	22

前言

2016 年 12 月 29 日，帝王洁具发布收购欧神诺预案；7 月 19 日，收购方案获证监会审核通过并于 9 月 29 日收到核准批复。帝王洁具拟以 19.68 亿元向鲍杰军、黄建起、陈家旺等欧神诺 52 名股东以发行股份及支付现金方式购买其持有的欧神诺 98.39% 的股权，其中发行股份 3356.3 万股，价格 51.99 元/股，配套募集资金不超过 4.55 亿元。

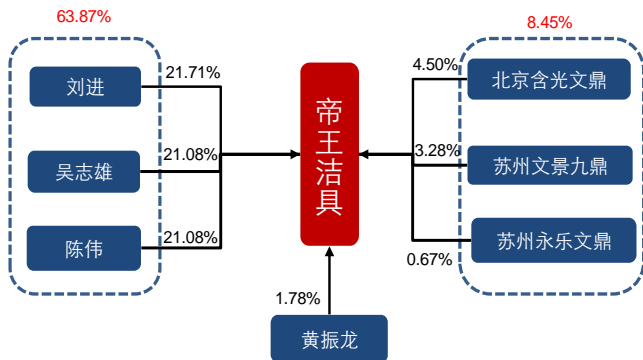
图 1：帝王洁具收购欧神诺方案



资料来源：帝王洁具公司公告,长江证券研究所

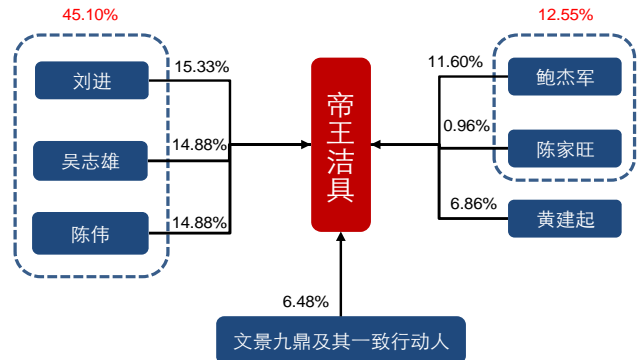
收购完成后，帝王洁具实控人仍为刘进及其一致行动人，合计持股 45.10%；鲍杰军、陈家旺组成的一致行动人持股 12.55%，实控人未发生变化。

图 2：帝王洁具收购完成前股权结构图



资料来源：公司公告,长江证券研究所

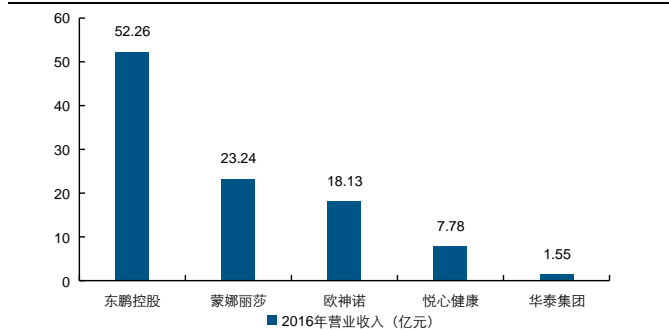
图 3：帝王洁具收购完成后股权结构图，实际控制人未发生变化



资料来源：公司公告,长江证券研究所

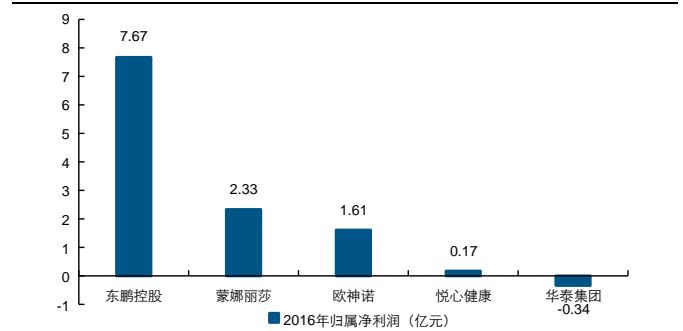
板块效应渐显的建陶行业。除帝王洁具收购欧神诺之外，蒙娜丽莎已完成首次公开发行；东鹏控股从 H 股退市，正在进行 A 股的 IPO 申请；悦心健康（斯米克瓷砖）上市较早，在 2007 年登陆 A 股；福建建陶企业华泰集团于 2014 年登陆新三板。随着更多的优质建陶企业登陆资本市场，行业板块效应将会逐渐凸显。

图 4：2016 年（拟）上市建陶企业收入情况



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 5：2016 年（拟）上市建陶企业归属净利润情况



资料来源：Wind, 长江证券研究所

集中度低+规模效应显著的瓷砖行业

“大行业，小公司” 格局

我国为全球最大瓷砖消费市场

我国为全球最大的瓷砖消费国与出口国。瓷砖应用广泛，按照装修工序，可以分为室内装修、室外装修；按照建筑项目，可以分为民用住宅、办公楼、公用设施、交通基建等。

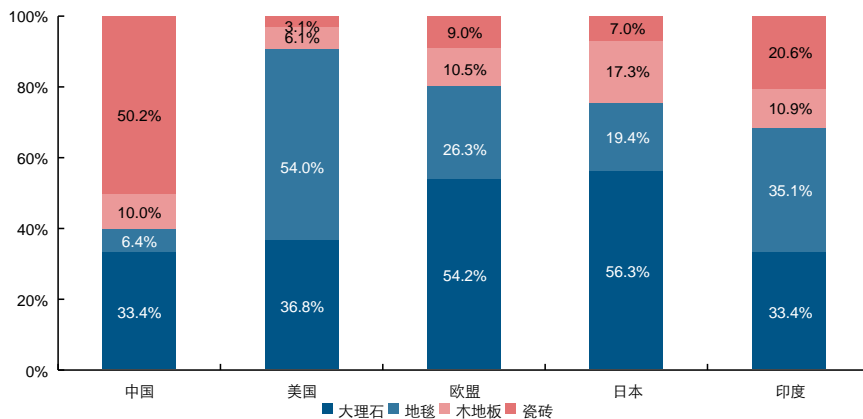
图 6：建筑陶瓷用途广泛，可用于各类建筑的室内外装修



资料来源：中装新网, 长江证券研究所

世界各国对地面材料的消费偏好不同，我国由于历史原因和长期习惯，更偏好瓷砖，是全球最大的瓷砖生产国、消费国、出口国。

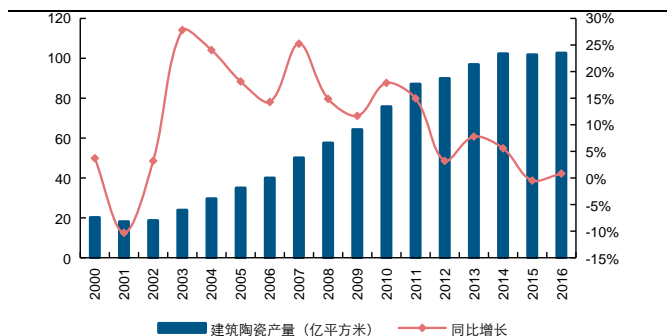
图 7：世界各国对地面装饰材料的偏好有所不同



资料来源：东鹏控股 H 股招股说明书,长江证券研究所

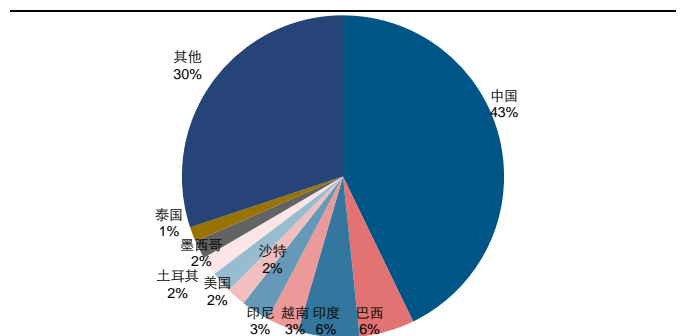
据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2016 年我国建筑陶瓷产量约为 102.65 亿平米，同比增长 0.83%；出口量 10.74 亿平米，同比下降 5.66%。依据 Ceramic World 统计口径，2016 年我国建筑陶瓷消费量占比全球 43%，第二大的印度占比仅为 6%；出口量占比全球 37%，第二大出口国西班牙仅为 3.95 亿平米，占比 14%。

图 8：2016 年全国建筑陶瓷产量小幅增长



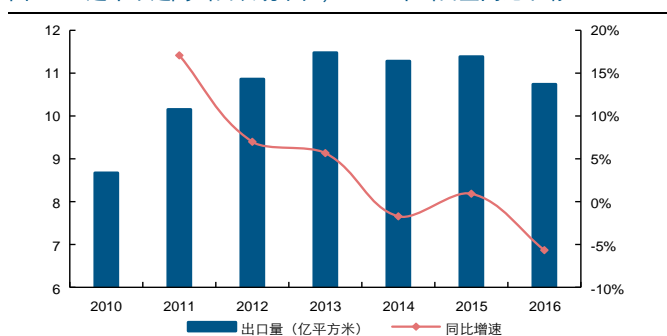
资料来源：中国建筑陶瓷协会,长江证券研究所

图 9：我国建筑陶瓷消费量占比全球超 40%



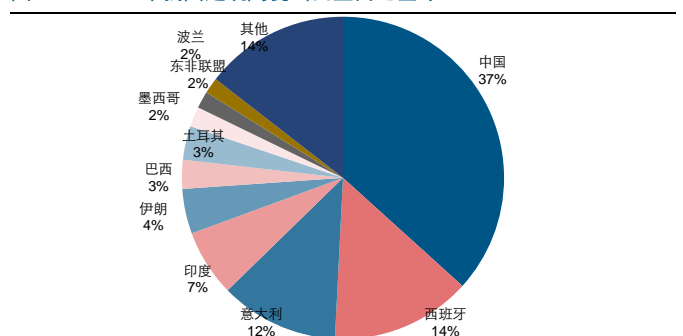
资料来源：Ceramic World,长江证券研究所

图 10：近年来建陶出口表现不佳，2016 年出口量同比下滑



资料来源：中国建筑陶瓷协会,长江证券研究所

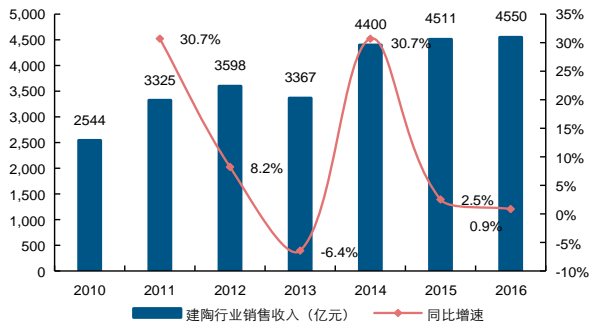
图 11：2016 年我国建筑陶瓷出口量占比全球 37%



资料来源：Ceramic World,长江证券研究所

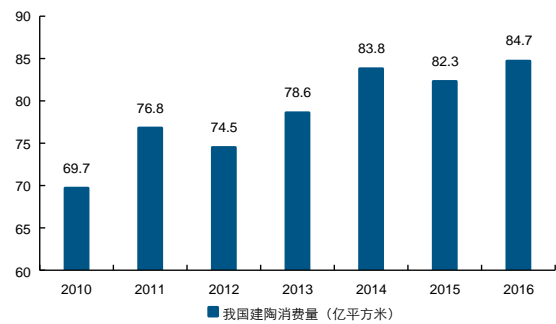
规模以上企业产值 4550 亿，消费升级提升瓷砖客单价。我国 2016 年规模以上建陶企业销售收入 4550 亿元，我们认为瓷砖行业的客单价仍有提升空间，行业规模有待进一步提升：1) 随着新的瓷砖品类的推出带动行业产品结构优化，且新品价格一般高于原有产品价格；2) 地砖上墙趋势促进地砖替代瓷片，且地砖价格要高于瓷片。

图 12: 2016 年建陶行业销售收入 4550 亿元



资料来源:《2014-2016 年建陶卫生陶瓷行业发展报告》,长江证券研究所

图 13: 我国建筑陶瓷 2016 年消费量 84.7 亿平米, 为近年来新高



资料来源: 东鹏瓷砖 A 股招股说明书,长江证券研究所

国外成熟市场集中度普遍较高

作为家装常用的地面及墙面材料,瓷砖是装修主材的一种,可明显的体现出消费者偏好,与其他材料如砂浆、木地板、地毯、石材等相比,具备美观、环保等优点。

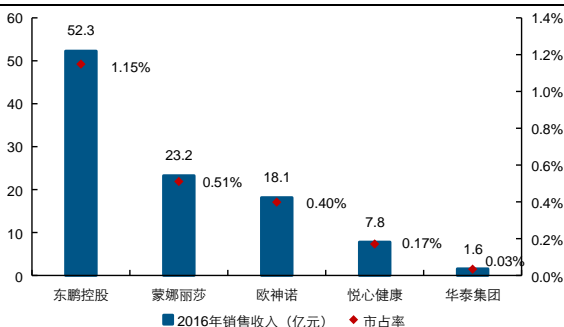
图 14: 瓷砖和其他地面材料的优缺点比较

种类	水泥砂浆+涂料	塑胶地板	地板	陶瓷砖	天然石材	地毯
实例						
优势	造价低,施工方便	质轻、环保、抗冲击、防滑、防水、保温	保温、防滑、施工简单、抗冲击、有质感	色彩纹理多样,易清理,防水防腐,耐磨寿命长	装饰性高、耐磨、寿命长、有质感、定位高端	铺设简单、造型多样、防滑柔软、保温隔音
劣势	不美观、耐磨差,寿命短	施工要求高,花色相对少、易划伤,价格较高	环保性较差、花色单一、易划伤、不易清理	笨重、施工要求高、易滑、易碎	价格高、不易养护、微放射性	价格高、不易清理、不易养护

资料来源: 长江证券研究所

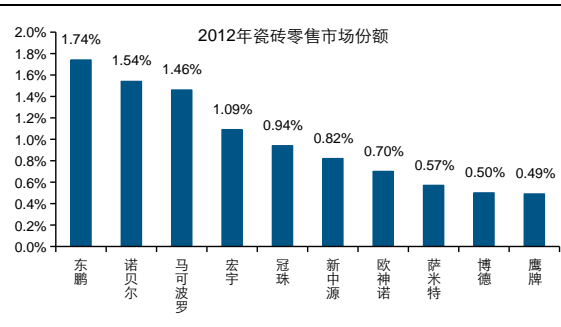
从龙头市占率看,我国瓷砖行业集中度较为分散。按照 2016 年营业收入计算,行业龙头东鹏控股占规模以上瓷砖企业收入的 1%左右;蒙娜丽莎、欧神诺仅为 0.5%、0.4%。依据东鹏控股 H 股招股说明书披露数据,2012 年瓷砖零售市场 CR10 不足 10%。

图 15: 龙头市占率较低, 2016 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 16: 2012 年瓷砖零售市场集中度不足 10%



资料来源: 东鹏控股 H 股招股说明书,长江证券研究所

缘何行业集中度较低？我们认为主要是由于瓷砖为典型的多 SKU 产品。价格上可分为中高低端、按照工艺不同可分为抛光砖、抛釉砖、仿古砖等品类，且每种品类均包括多种花色。消费者通常根据瓷砖表面的图案印花进行选择，但类似于服装行业，审美喜好因人而异，因此瓷砖具有很强的个性化消费特征。

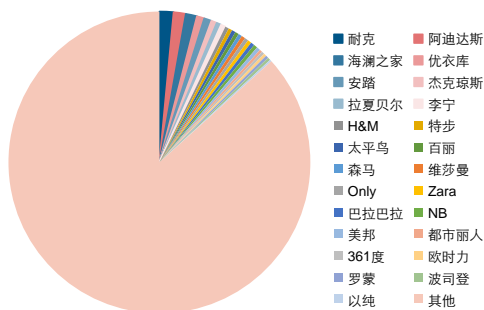
图 17：瓷砖图案多样、色彩各异



资料来源：天猫商城,长江证券研究所

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。

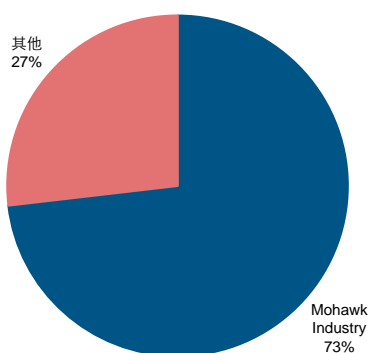
图 18：2016 年国内服装品牌集中度（含鞋子）



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

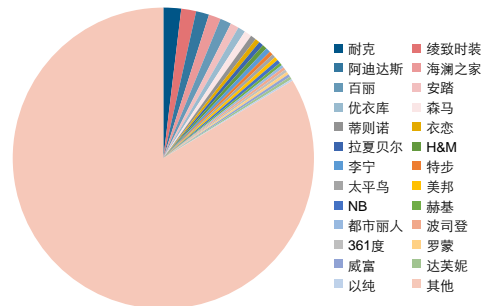
但从国外成熟的建陶市场看，行业集中度远高于我国：北美市场基本一家独大，莫霍克工业市占率超过 70%，而意大利市场的前 7 大公司市占率也达到了 50%。

图 20：北美陶瓷行业集中度，MHK 占比超过 70%



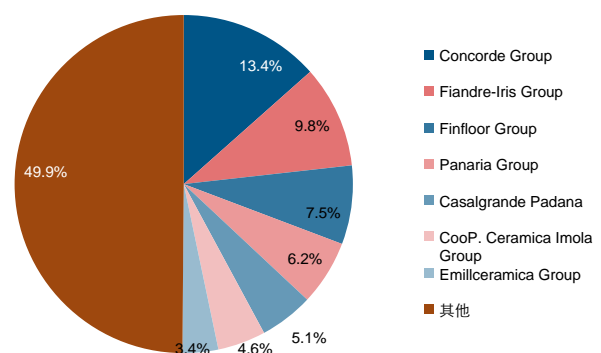
资料来源：Ceramic World,长江证券研究所

图 19：2016 年国内服装公司集中度（含鞋子）



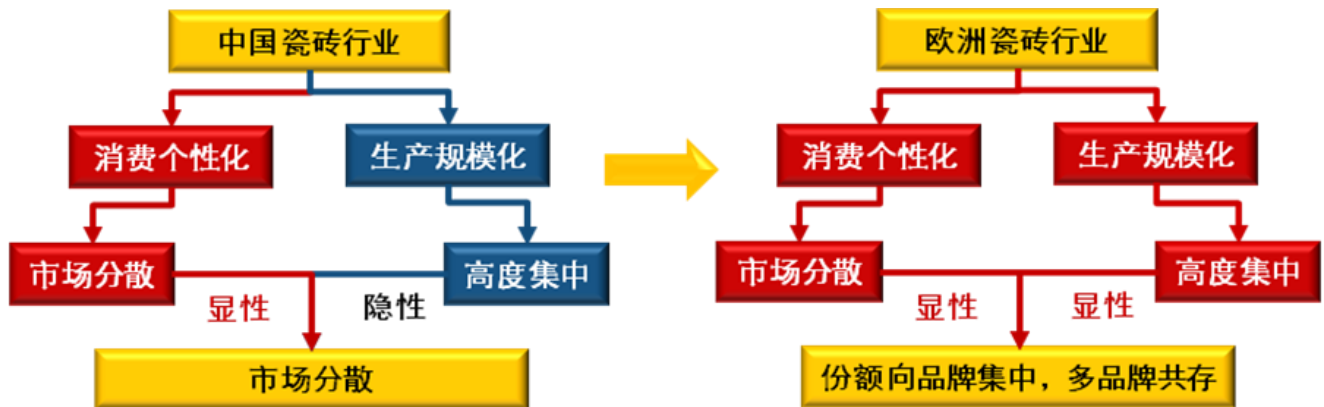
资料来源：Euromonitor International,长江证券研究所

图 21：意大利陶瓷行业集中度，CR7 占比 50%



资料来源：Ceramic World,长江证券研究所

图 22：我国瓷砖行业发展趋势：份额向品牌龙头集中，形成多品牌共存局面



资料来源：长江证券研究所

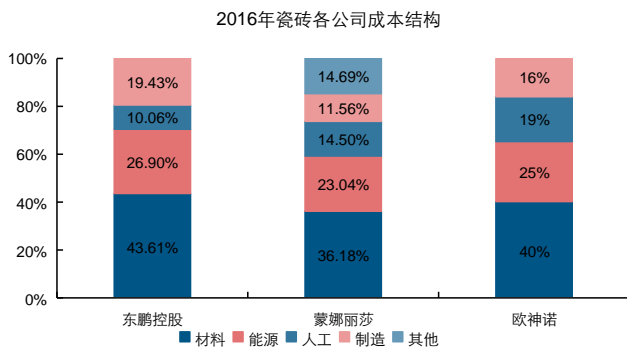
瓷砖行业规模效应显著

随着行业集中度提升，龙头经营规模扩大，由此带来的规模效应将逐渐显现。以规模较大的东鹏控股为例，随着其产销规模扩大，单位成本呈明显下降趋势。此外随着个性化消费转为标准化生产，也会带来转产成本的大幅下降。

规模扩大促单位成本降低

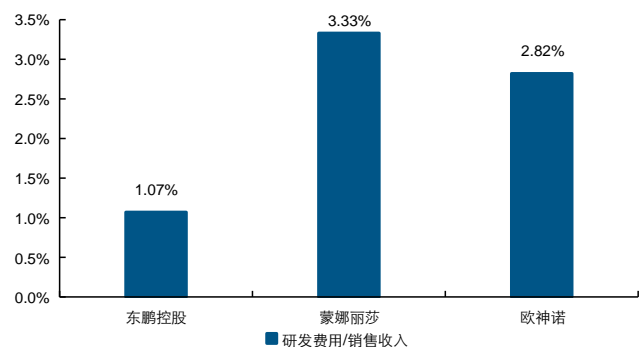
建筑陶瓷是一个高耗能、高污染的行业，从成本占比来看，能耗、制造费用、人工费用等在成本中占比较高，原材料成本占比相对低于其他消费建材品类，且由于瓷砖为多花色、多品类生产，建筑陶瓷行业研发费用较高。

图 23：瓷砖行业能耗、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 24：瓷砖企业研发费用占比较高（2016 年）

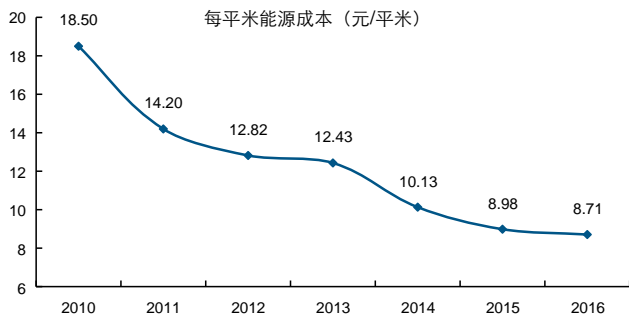


资料来源：欧神诺招股书、蒙娜丽莎招股书、东鹏控股招股书、长江证券研究所

能耗规模效应

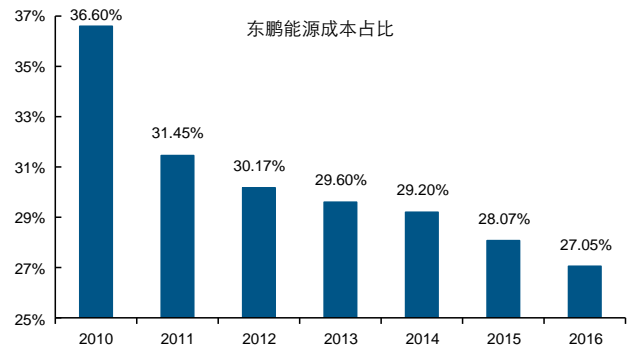
东鹏瓷砖能耗占比不断降低。建筑陶瓷产业是高资源消耗型产业，维持生产需要消耗大量的燃料，包括电力、燃料能源等，陶瓷企业能源成本占比约 25%左右。对东鹏控股能源成本进行分析，其 2010-2016 年能源成本占比由 37%下降到 27%，降幅 10%，单平米的能耗成本由原先的 18.50 元/平米下降到 8.71 元/平米，降幅超过 50%。在此期间，煤价下跌 44%，天然气价格上涨 23%，电价基本持平，综合看能源价格下降低于能耗成本降幅。

图 25：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 26：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 1：东鹏控股 2010-2016 年主要能源价格变动

	2010 价格	2016 价格	2016 年占比	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

我国现有能耗水平与国外成熟市场相比仍有一定差距，具备进一步提升空间。据统计，我国每百万美元能耗为世界平均的 3.1 倍，为 OECD 国家和地区整体的 4.3 倍，为日本 9 倍。因此我国企业进行在规模扩大的过程中，通过节能实现降本，有较大的空间。

表 2：国内瓷砖企业能耗情况与国外先进水平相比仍有一定差距

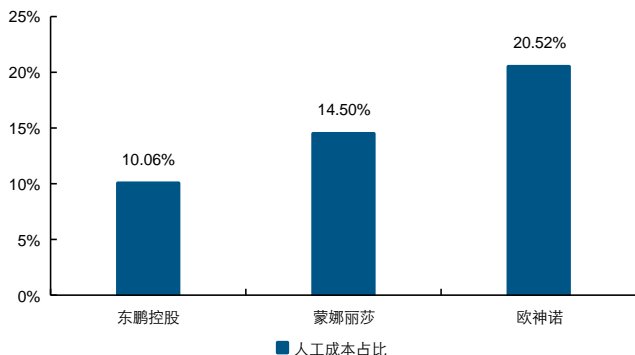
	先进国家	中国
烧成热耗 (KJ/Kg)	1255-4186	2930-6279
综合热耗 (Kg 标煤/平)	0.77-6.42	2.5-15
电耗 (kWh/平)	2.3-5.1	2.5-5.5

资料来源：《建筑陶瓷生产性消耗与排放的分析与研究》，长江证券研究所

人工折旧规模效应

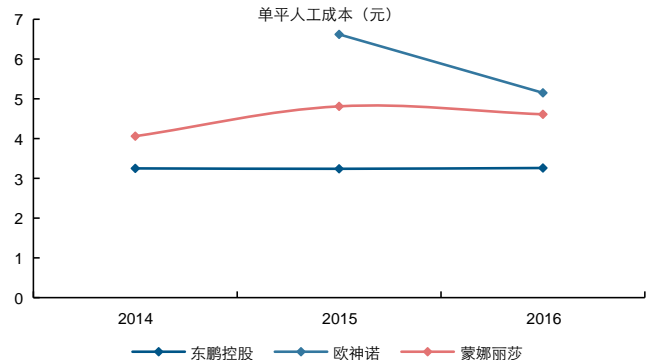
目前东鹏控股、蒙娜丽莎、欧神诺等瓷砖企业都在推进以机代人，节省人工费用，规模较大的东鹏控股人工成本占比为 10%，低于蒙娜丽莎、欧神诺的 15%-20%，折算为单平人工成本，差距约为 1.4-1.9 元/平。

图 27：2016 年龙头建陶企业人工成本占比差异明显



资料来源：各公司公告, 长江证券研究所

图 28：龙头建陶企业单平米人工成本差别

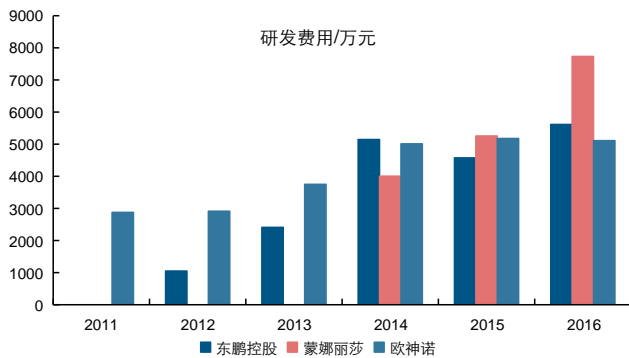


资料来源：各公司公告, 长江证券研究所

研发规模效应

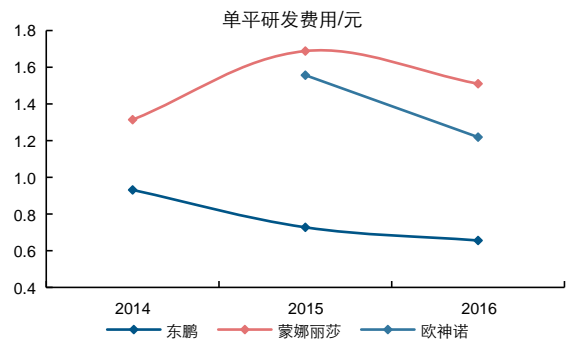
研发费用同样可体现出单品规模效应。一般来说,具有自主设计能力、覆盖全品类多风格的公司,研发费用往往较多。折算到单平米上,规模更大的东鹏控股研发费用要低于蒙娜丽莎、欧神诺约 0.5-1 元/平米。

图 29: 龙头建陶企业研发成本占比



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 30: 龙头建陶企业单平米研发成本差别



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

综合来看,企业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。

频繁转产致成本显著增加

转产带来良品率和生产效率降低,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,包括小试、中试和试产上线。如“丝网旧品”的“审单接单”阶段需要提前 7 天进行,其余各阶段分别提前 5、3、1 天执行,如不能按时执行,则后续各阶段进行顺延。不同产品对时间要求差异较大,旧产品普遍用时少,而新产品因涉及到新材料、新工艺的研发和应用,准备时间则较长。

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

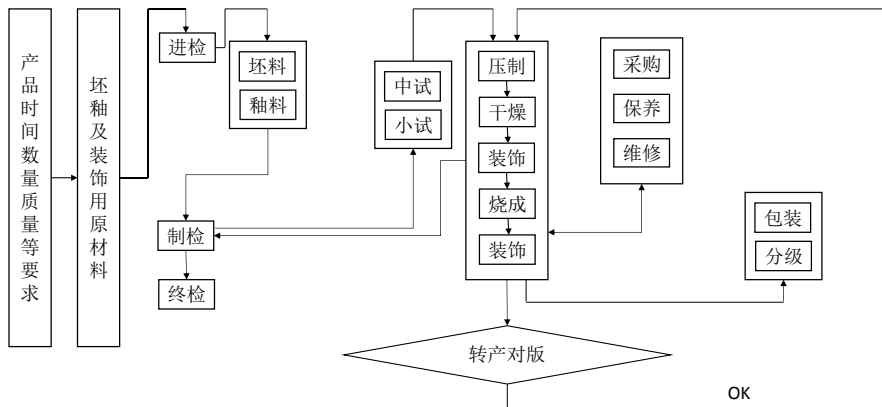
数据来源: 佛山陶瓷, 长江证券研究所

瓷砖频繁转产从以下两个方面影响生产成本:

1、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。

2、增加人工成本。转产对版工作是一项系统过程，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。

图 31：转产对版流程相对复杂，需要多部门参与配合

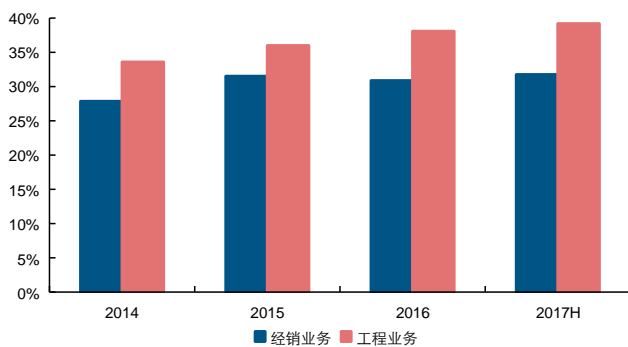


资料来源：佛山陶瓷,长江证券研究所

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工程市场利润空间因被下游挤占导致利润率偏低，瓷砖的工程端市场利润率水平相对较高，主要因为其和零售业务相比，无须频繁转产来满足不同规格的产品需求。

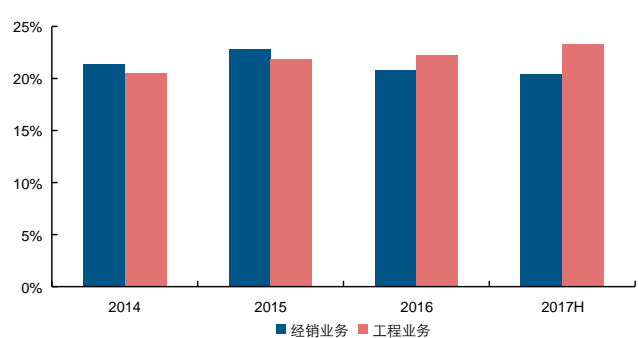
从蒙娜丽莎分渠道毛利率来看，工程业务毛利率要高于经销业务。考虑到运输费用、切割加工费用等主要产生于工程端，广告费、研发费用等主要产生于零售端，剔除之后进行比较，工程业务利润率近年来仍略高于零售业务，且考虑到经销业务管理费用更高，我们推测工程业务净利率水平或好于零售业务。

图 32：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 33：调整后的蒙娜丽莎工程业务利润率仍高于经销业务



资料来源：Wind,长江证券研究所

行业变革进行时，品牌建陶龙头受益

随着下游需求变化及环保约束不断趋严，当下建陶行业的两大趋势将促行业集中度加速提升：1）地产商集中度加速提升及精装修比例提高，自身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持续受益；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。

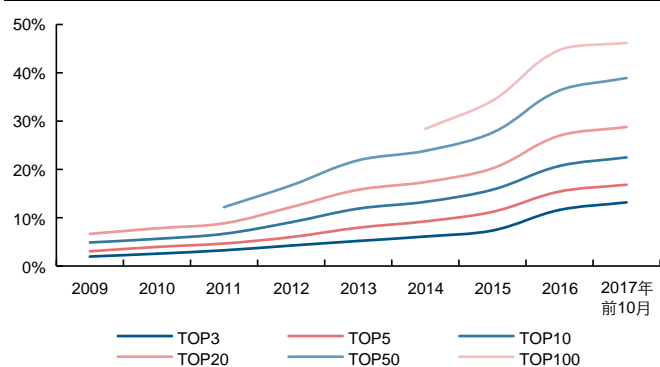
地产集中度提升助龙头份额扩张

近年房地产开发商集中度逐渐提升，TOP20 房地产开发商市占率从 2013 年的 16% 提升至 2017 年前 10 月的 29%，源于：

- 一是部分小企业因经营困难退出，行业兼并收购增多；
- 二是土地出让限价政策下，部分小企业依靠土地增值赚取价差的模式被打破；
- 三是品牌、产品力强的龙头企业融资有优势，资金偏紧下，加速了集中度的提升。

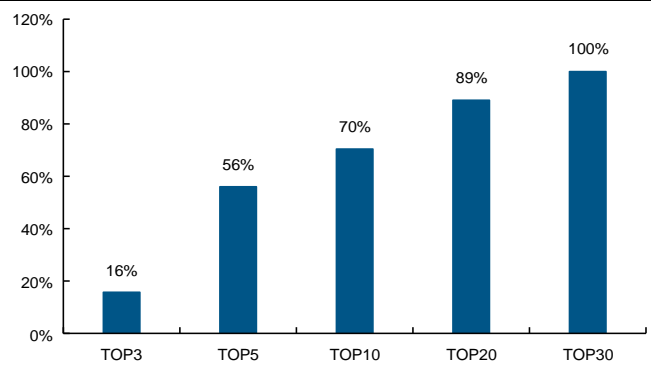
从年初以来的拿地情况及目前限价等政策看，我们判断未来几年行业集中度提升的趋势仍将延续，甚至是加速。

图 34：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 35：2017 年 1-10 月 TOP30 开发商拿地占比



资料来源：克而瑞咨询，长江证券研究所

除了集中度提升外，大型地产开发商精装房比例也在逐年提升，万科精装房比例已经提升至 90% 以上，保利、绿城等地产商也已经超过 50%。精装房比例持续提升，主要源于：

- 1) 精装修成为产品竞争力的体现，为开发商提供产品溢价；
- 2) 各地方政府相继出台相关政策保证全装修房交房比例，浙江、黑龙江、山西、河南等地区要求实现住宅全装修交付。

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日起河南省新建住宅全为成品房即精装房
苏州市住建厅	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：各省市政府部门网站，长江证券研究所

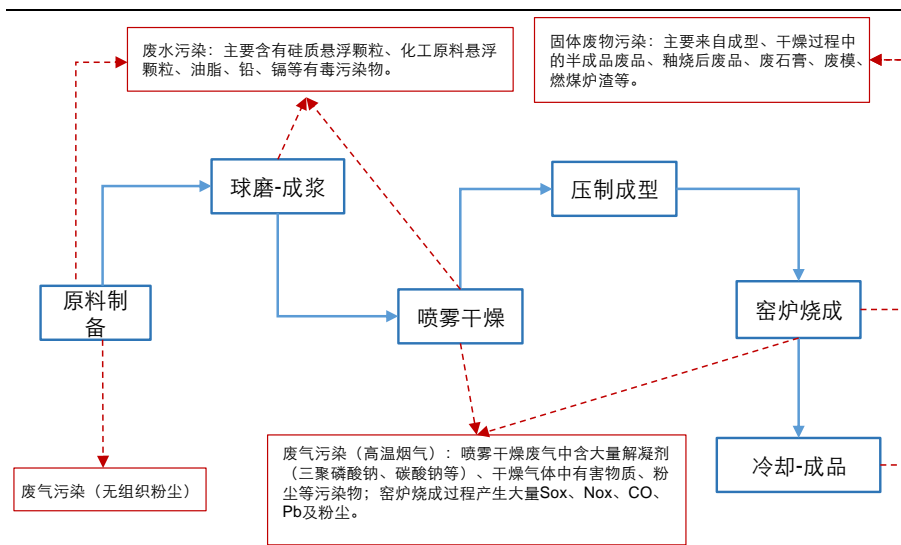
我们认为地产集中度提升这一结构变化可能是未来几年地产行业最大的亮点，在此背景下，建筑后端品牌建材有望迎来新的机遇：

- 1) 地产商集中度提升，工程端优势企业从中受益。地产商集中度的提升，客观上使得上游建材企业集中度提升，从而进一步优化上游建材行业竞争格局。在此过程中，提前在工程渠道发力并锁定大地产客户的建材企业将从中充分受益，市占率有望快速提升。
- 2) 精装房比例提升，行业龙头优势彰显。精装比例较低的房地产开发商未来需要依托战略集采，寻找战略合作企业。由于开发商竞争越来越激烈，因此更倾向于选择在零售端有一定的品牌力、质量有保障的供应商，来提升房屋质量和消费者认可度。且地产开发商采集量大，将更有利于行业龙头释放规模优势。

环保趋严优化建陶行业竞争格局

建陶生产过程中会产生大量三废。陶瓷行业的污染载体是用于煅烧陶土的工业炉窑，其对环境的污染主要来自煤炭等燃料利用过程中产生烟尘、二氧化硫、氮氧化物、氟化物、废水和固体废物，且排放的烟尘以细颗粒物为主，对环境的影响较大。

图 36：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

由于建筑陶瓷行业具备资源属性，需要靠近上游资源，因此产能往往集中分布，形成产业集群，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。

表 5：产区内部产能较为集中，对环境的影响更大（2014 年）

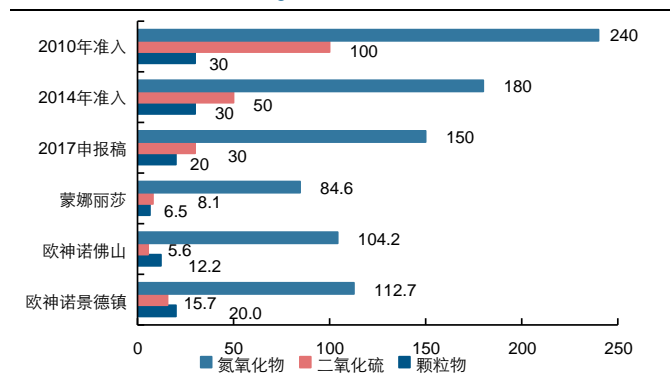
省份	区域	日产能（万平米）	年产能（万平米）	区域占比	全国占比
广东	佛山	330	102229	24.82%	7.32%
	清远	248	76911	18.67%	5.51%
	肇庆	393	121706	29.55%	8.72%
	江门	166	51584	12.52%	3.69%
福建	晋江	327	101463	58.50%	7.27%
山东	淄博	309	95691	59.15%	6.85%
	临沂	197	61135	37.79%	4.38%
四川	夹江	156	48407	58.54%	3.47%
辽宁	法库	118	36534	74.80%	2.62%
	建平	40	12307	25.20%	0.88%
江西	高安	262	81108	56.77%	5.81%
河南	内黄	66	20584	29.91%	1.47%
	鹤壁	32	9920	14.41%	0.71%
湖北	当阳	104	32364	70.04%	2.32%
河北	高邑	66	20584	42.89%	1.47%
	赞皇	35	10757	22.42%	0.77%

资料来源：《陶瓷信息》，长江证券研究所

环保标准的提高。近年来建筑陶瓷行业的环保标准在持续提升，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（2017 年 6 月发布修改申报稿），陶瓷企业气体污染排放浓度准入标准逐步提高。

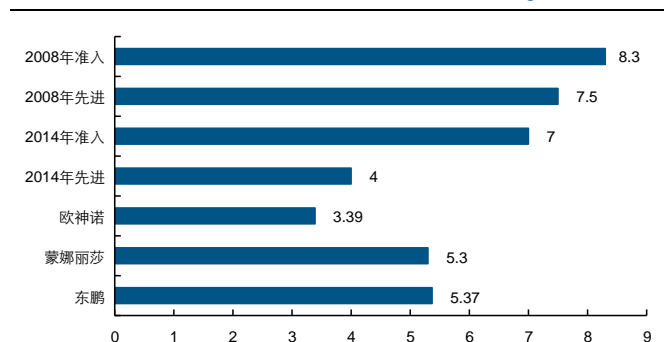
排污许可证核发实施。今年以来排污许可证相继在水泥和玻璃行业展开，按照要求，2018 年建筑陶瓷行业将展开排污许可证核发，考虑到建筑陶瓷行业的小企业众多，参考近期沙河玻璃产线关停情况，明年或有大量的企业被迫关停。

煤改气持续推进。随着煤改气政策的推出，新建生产线不能再使用燃煤，已有生产线也需要达到排放标准。在同等发热量的情况下，燃气成本相对于煤成本增加较多，进入壁垒将进一步提升。

 图 37：污染物排放浓度（mg/m³）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 38：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

环保督察持续推进，改善部分产品区域供需格局。2016 年以来，环保监管加强的趋势明显，包括多轮环保督查在全国展开。一直以来市场更多的在关注钢铁、煤炭、水泥、有色等行业由于环保趋严的带来的供给改善。其实建筑陶瓷作为重资产行业，自 2016 年以来，已经经历了几轮区域大范围停产。

表 6：2016 年下半年以来行业产能明显受到限制明显

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。
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。
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年年底对瀘城镇、甘霖镇、黄土镇三个地区境内所有陶瓷企业实施“退城入园”，夹江产区内30多家陶企（不含分厂）在2017年年底，必须完成“退城入园”的搬迁任务。
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。（持续至当年9月份）
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》	将重点保留2亿平方米高档精品产能，其中创新示范园1亿，提升改造1亿。入园企业要达到技术工艺水平国内领先和能耗排放国内最低的要求
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。
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。
全国		2017年8月21日	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2+26城建陶在内的建材行业非天然气生产企业，在采暖季全部实施停产。
山东	临沂	2017年11月15日	临沂市罗庄区政府	在2015年-2016年关闭产能的基础上，2017年12月31日前，确保完成三年关闭产能或综合减排60%以上的任务。
山东	临沂	2017年12月17日	《关于全区建陶企业落实采暖季应急减排措施的通知》	要求全区建陶企业自12月18日至12月31日落实采暖季应急减排措施，即燃煤陶企执行全部停产措施。

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。关停之后小企业只能选择增加成本投入满足环保要求或产能永久退出，叠加目前建陶行业平均 12% 的毛利率水平，预计小企业很难一次性投入大量资金进行改造，并且环保设施的运营也会增加成本，进一步增强大企业的相对优势。

除此之外，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被关停的风险，使得上游原材料企业担心下游客户关停，下游经销商以及地产开

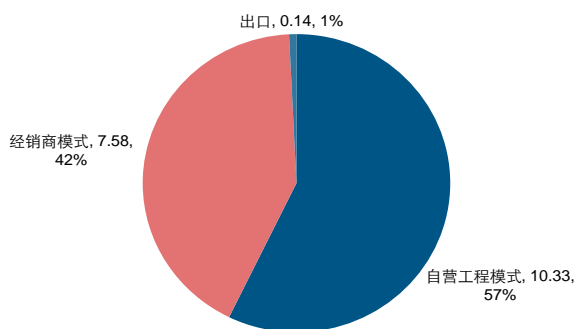
发商客户担心未来断供风险，因此更倾向于和环保达标、管理优异的龙头公司合作，进而改变了优势瓷砖企业在产业链的话语权地位，从而推动行业集中度的进一步提升。

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。

欧神诺在工程市场具备先发优势

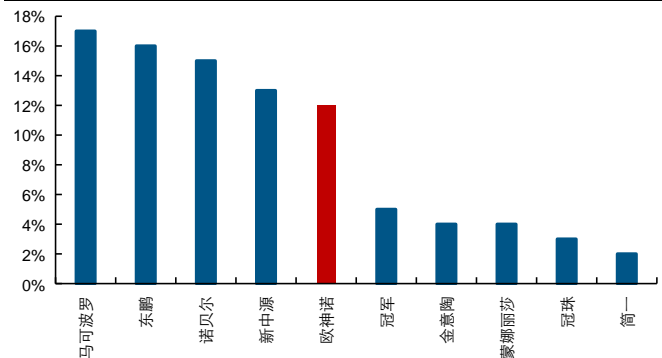
欧神诺在工程业务领域具备良好口碑。2016 年欧神诺工程收入 10.33 亿，占比 57%。公司已在工程渠道奠定了良好的行业口碑，先后被中国房地产业协会授予“中国房地产采购平台战略合作供应商”、“2016 年中国房地产开发企业 500 强首选供应商（建筑陶瓷类）”、“2016 年中国房地产供应链企业投资潜力 5 强”称号。公司在 2016 年房地产开发商首选率排名中，位列建筑陶瓷类第 5。

图 39：2016 年欧神诺自营工程收入占比 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：2016 房地产 500 强首选供应商榜单, 长江证券研究所

目前欧神诺已与广州恒大、碧桂园、粤冠、万科、雅居乐等知名企业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。现阶段欧神诺主要工程端客户为碧桂园、万科，2016 年两者收入合计占比 49%。

图 41：欧神诺与多家知名企业建立了战略合作伙伴关系



资料来源：欧神诺官网, 长江证券研究所

碧桂园、万科销售面积快速增长，锁定欧神诺未来两年工程业务增速。我们分析欧神诺近年来对万科、碧桂园的销售收入增长情况，采用蒙娜丽莎 2014-2016 年工程端销售平均单价近似作为欧神诺工程业务单价，计算欧神诺销售收入对应的销售户数，从而估算欧神诺在大客户采购体系中的占比情况。

表 7：以蒙娜丽莎工程单价测算工程业务客单价约为 5500 元

	地面面积/平	铺设瓷砖面积/平	采购瓷砖面积/平	瓷砖价格/平	单套瓷砖采购金额/元
卫生间	5	25	26.5	48.0	1272
厨房	5.3	26.5	28.1	48.0	1348
餐厅	9.3	9.3	9.9	48.0	473
客厅	22	22	23.3	48.0	1119
阳台	3.1	3.1	3.3	48.0	158
公摊	23.7	23.7	23.7	48.0	1138
总和	68.4	85.9	114.8	48.0	5508

资料来源：房天下,欧神诺公告,长江证券研究所

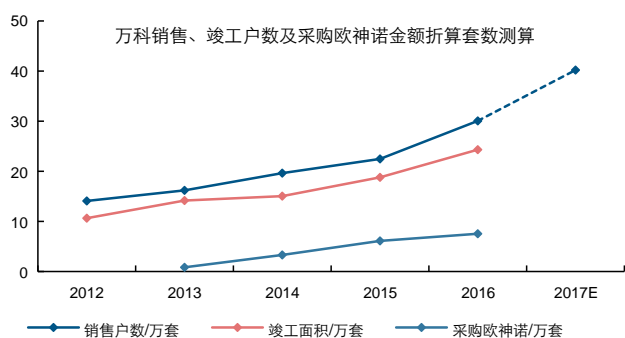
表 8：2016 年欧神诺在万科、碧桂园采购体系中占比测算

	万科	碧桂园
2016 年竣工面积/万平	2237	2514
折合套数/万套	24	27
单套瓷砖采购金额/元	5508	5508
精装比例	90%	90%
瓷砖采购额/万元	120546	135467
2016 年采购欧神诺金额/万元	41454	47688
欧神诺占供应份额/%	34%	35%

资料来源：公司公告,万科、碧桂园年报,长江证券研究所

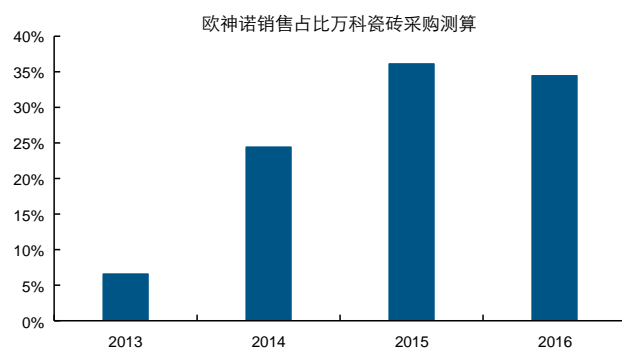
欧神诺 2013 年进入万科供应体系, 2014、2015 年份额逐步提升, 目前稳定在 30% 左右, 万科 2017 年前三季度销售面积增长 34%, 预计对应 2018 年万科竣工面积增速也将保持高增长, 对瓷砖的需求依旧旺盛。

图 42：万科销售、竣工户数及采购欧神诺金额折算套数测算



资料来源：Wind,长江证券研究所

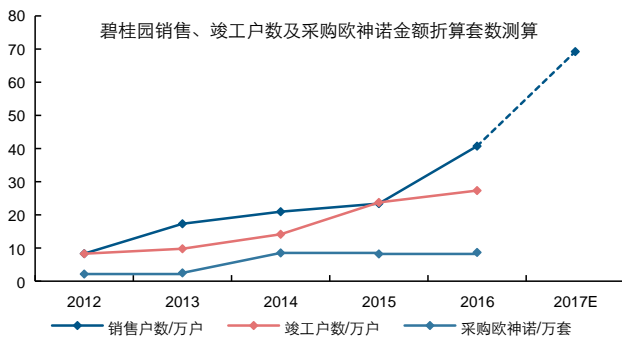
图 43：万科对欧神诺瓷砖的采购占比在提升



资料来源：Wind,长江证券研究所

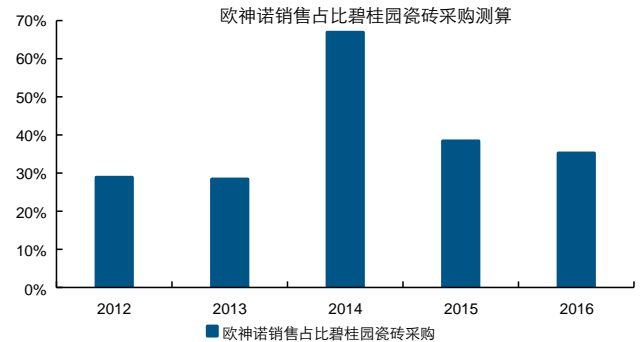
公司另一大客户为碧桂园。根据测算, 欧神诺在碧桂园份额占比在 2016 年有所下降, 但 2017 年上半年欧神诺对碧桂园销售额 2.85 亿元, 占欧神诺营业收入的 31.4%, 大客户带来的业务增量已经有所体现。碧桂园 2017 年前三季度销售面积同比增长 70%, 同样对应 2018 年竣工面积有望继续高增长。

图 44: 碧桂园销售、竣工户数及采购欧神诺金额折算套数测算



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 45: 欧神诺在碧桂园份额占比约为 30%

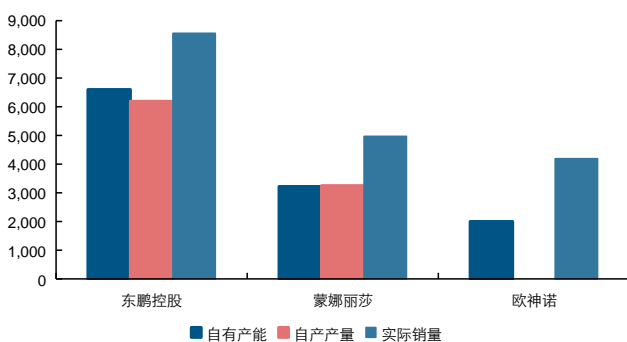


资料来源: Wind, 长江证券研究所

收购重组助力欧神诺突破资金瓶颈

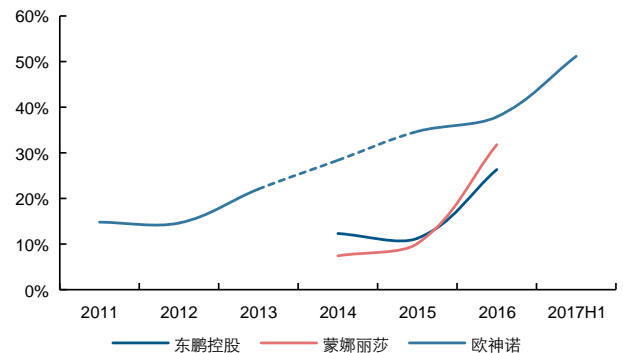
企业份额提升遭遇产能瓶颈。目前瓷砖大企业普遍面临产能瓶颈，只能通过代工来增加供给能力，如欧神诺、蒙娜丽莎 2016 年 OEM 收入比例呈现明显的上升。

图 46: 2016 年建陶龙头自有产能基本满产 (万平米)



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 47: 龙头企业 2016 年 OEM 比例明显提升 (成本口径)



资料来源: 各公司公告, 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 代工虽然解决了建陶企业暂时的产能瓶颈以及季节性生产弹性问题，但 OEM 方式存在着许多限制，主要体现在以下几个方面：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、外形单一的品种（例如瓷片），难以实现柔性化生产；2、OEM 代工产品质量不稳定，企业难以管控；3、OEM 厂商面临环保压力，未来存在一定关停风险。因此，在企业收入规模扩大的过程中，自建产能必不可少。

企业投产过程中或遭遇资金瓶颈。在自建产能的过程中，企业面临固定投资规模较大的问题，通常一条标准生产线需要 100-400 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，一是因为工程业务需要占用大量应收账款；二是因为产品多花色、多品类的影响，需备有足够多库存，进而占用流动资金。再叠加目前面临的环保压力，企业面临较大资金瓶颈，业内企业普遍负债率较高。

图 48: 窑炉生产线投资较大, 一条标准生产线需要 100-400 米长的窑炉



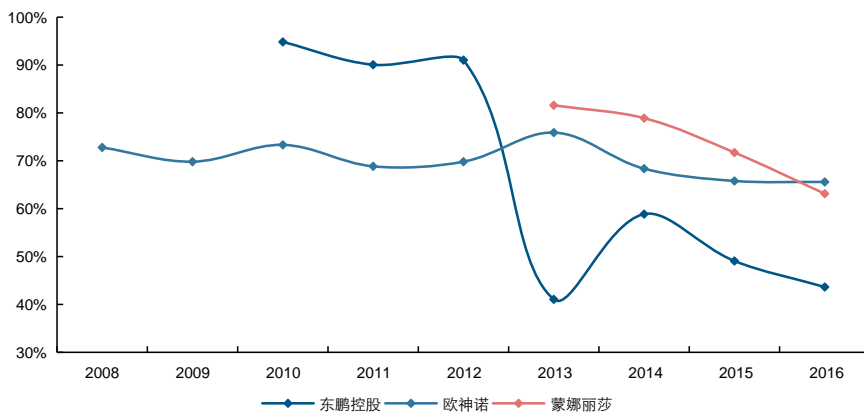
资料来源: 沈阳建材网, 长江证券研究所

表 9: 瓷砖行业固定资产投资较大, 一条生产线约需 2 亿固定资产投资 (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 万平方米的瓷片生产线	25356	7411	5461	1903	5053
	125 万平米仿古砖和抛釉砖		5528			
东鹏控股	年产 315 万平米新型环保生态石板材改造项目	18626	10406	3620	1600	3000
	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

图 49: 建陶企业上市前资产负债率在 60% 以上



资料来源: Wind, 长江证券研究所

考虑到目前瓷砖行业所处格局及趋势, 上市平台具备较大优势。企业通过上市获得资金优势, 便有望在这轮集中度提升的大潮中占有先机, 而随着规模的不断扩大, 又能更好的受益于规模效应, 进而更好的实现扩张, 形成优势闭环。如优质白马公司东方雨虹, 防水行业现金流状况同样欠佳, 而东方雨虹自 2008 年上市以来, 基本保持了三年一募资的节奏, 进而不断扩大产能规模, 并在这一过程中扩大自身优势, 目前已与竞争对手拉开了较大差距。

在帝王洁具完成收购欧神诺后，欧神诺的融资能力和融资成本有望明显改善。通过募集资金新建产能，欧神诺未来三年内产能将由 2000 万平米,提升到 3250 万平米。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正式签约；其高端柔性生产线的技术改造项目也在规划中。

表 10：欧神诺现有产能共计 2000 万平米

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

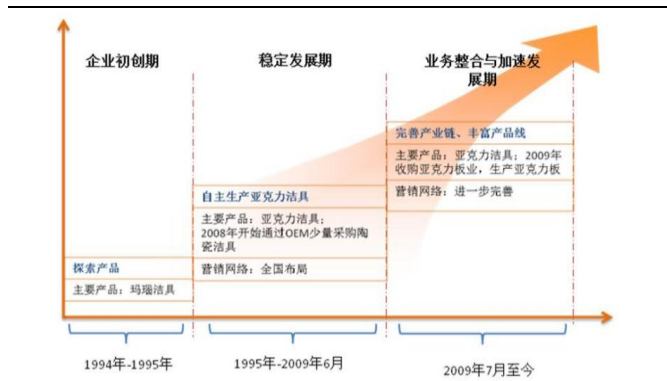
资料来源：公司公告,长江证券研究所

帝王洁具：携手欧神诺，1+1>2

整体卫浴大势所趋，瓷砖洁具渠道互补

亚克力龙头，行业渗透率还较低。帝王洁具主业为亚克力洁具，1994 年以玛瑙洁具的生产和销售为主；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 50：帝王洁具三阶段发展历程



资料来源：帝王洁具招股说明书,长江证券研究所

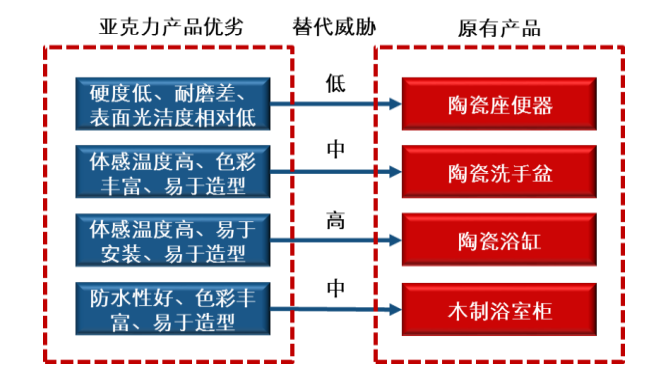
图 51：帝王洁具形成了以亚克力洁具为主的产品结构



资料来源：帝王洁具招股说明书,长江证券研究所

由于亚克力材料具有表面光洁度高、传热差（体感温度舒适）、易于安装造型、吸水率低的优点和硬度低、耐磨性差的缺点，亚克力洁具更适合作为浴缸、浴室柜和洗手盆。依据房天下 2017 年卫浴行业消费报告，从洁具材料选择看，超过半数消费者会选择陶瓷洁具，而根据帝王洁具披露数据，亚克力洁具业务现有市场渗透率大约在 0.6% 左右，考虑整体卫浴洁具 800 亿左右的行业整体空间，亚克力洁具市场空间大约 5 亿左右。帝王洁具在 2016 年亚克力洁具销售收入约 3.1 亿，为亚克力洁具行业龙头。和卫生陶瓷洁具相比，目前亚克力洁具在消费者中接受度有限，行业渗透率较低，因此行业空间较小和增长速度较慢。

图 52：亚克力洁具主要作为陶瓷洁具的替代品



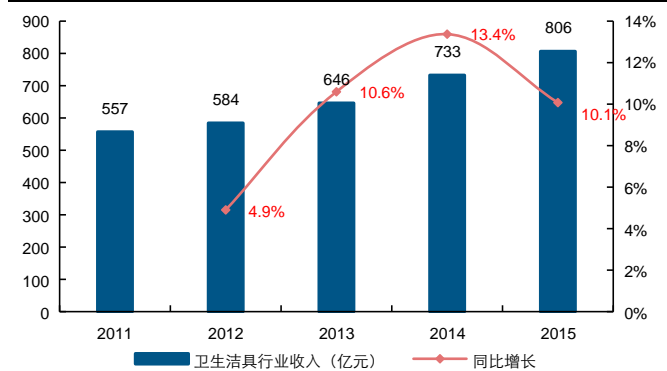
资料来源：房天下,长江证券研究所

图 53：亚克力洁具实例



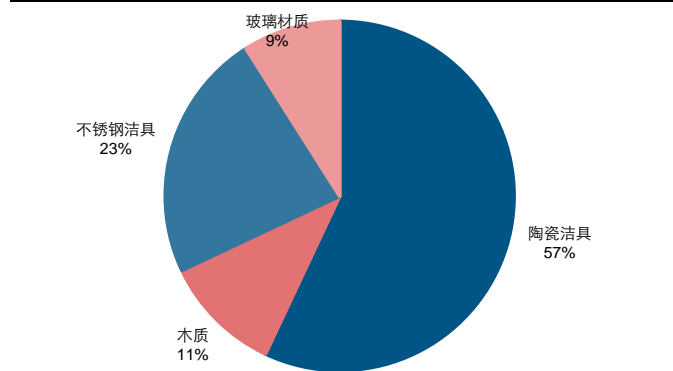
资料来源：帝王洁具天猫旗舰店,长江证券研究所

图 54：2015 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

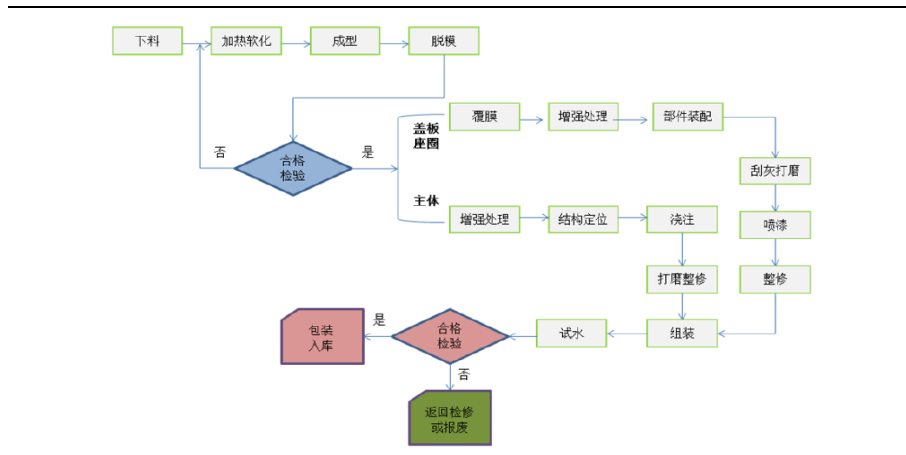
图 55：消费者卫生洁具选择仍以陶瓷为主



资料来源：2017 年卫浴行业消费报告,长江证券研究所

环保趋严带来亚克力洁具发展契机。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。而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。

图 56：亚克力洁具生产过程相对简单



资料来源：帝王洁具招股说明书,长江证券研究所

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。两者之间协同主要体现在以下两个方面：首先是渠道的协同，建材行业中，跨行业代理产品是一种较为常见的现象，而对于卫浴专卖店来说，在展示卫浴产品的过程中涉及渠道装修，瓷砖本身就是必不可少的装修材料，反之亦然，因此，我们往往能看到许多瓷砖和卫浴同店销售的情况；第二是在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 57：通过样板间，实现产品之间的相互导流



资料来源：东鹏控股官网,长江证券研究所

图 58：瓷砖卫浴同店销售，体现渠道协同

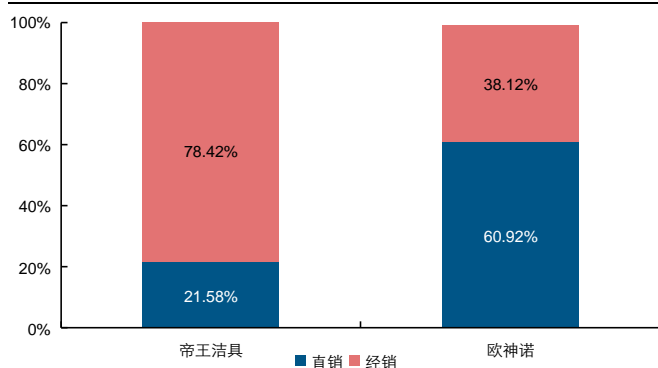


资料来源：百度图片,长江证券研究所

帝王洁具与欧神诺渠道结构差异较大，帝王洁具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%。帝王洁具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；而欧神诺也可借鉴帝王洁具优质的经销商资源以及渠道建设经验。

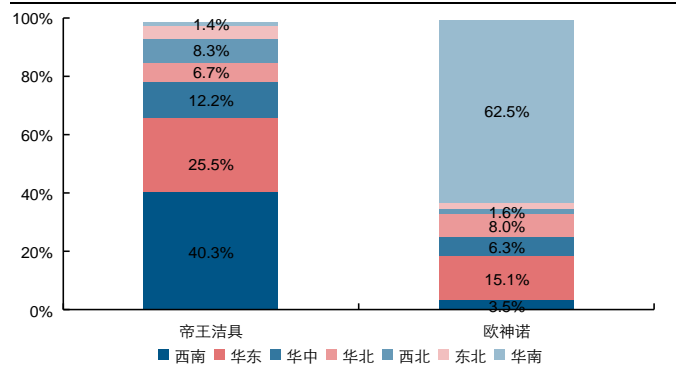
此外从区域分布看，帝王洁具强势区域在西南以及华东，2016 年营收占比分别为 40.3%、25.5%；欧神诺主要集中于华南、华东区域，营收占比 62.5%、15.1%。因此收购完成后，双方有望利用强势区域的固有资源，实现区域的突破。

图 59：帝王洁具与欧神诺渠道结构差异较大



资料来源：公司公告,长江证券研究所

图 60：区域分布看两者也有明显差异



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 AnnSacks,从此跨入了瓷砖领域。2010 年更隆重推出 KOHLERTTile&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。

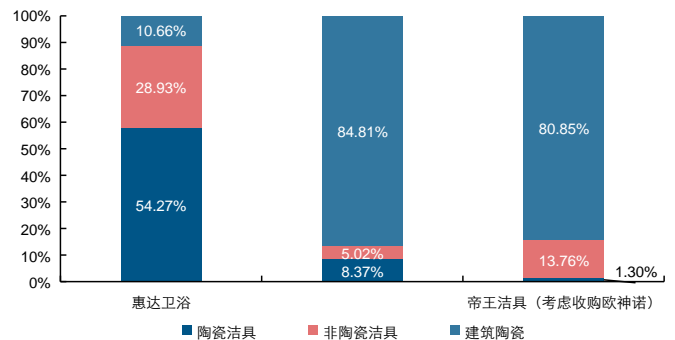
箭牌瓷砖起源于箭牌卫浴，2008 年母公司成立箭牌瓷砖，主要开发自然、舒适的真石瓷砖。自箭牌瓷砖品牌创立以来，业务发展迅猛。品牌初创时，连续两年实现超过 80% 的增长，2010 年实现了超过 45% 的增长，截止 2010 年，凭借母公司完善的营销系统和渠道网络，箭牌瓷砖在全国各地共开设超过 800 个经销网点，较好的体现了渠道协同。

图 61：瓷砖+卫浴协同销售是陶瓷企业常态



资料来源：各公司官网，长江证券研究所

图 62：2016 年部分公司产品结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

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。