



# 集中度加速提升的大时代

## 投资要点

- **瓷砖行业集中度提升已经开始**：2019 年陶瓷行业总产量 82.25 亿平方米，同比下滑 8.73%，规模以上企业数量 1160 家，同比减少 105 家，而规模以上企业营收同比增长了 2.89%，达到 3079.91 亿元，平均单个企业营收 2.66 亿元，增长了 12.2%，集中度提升已经开始。从龙头公司来看，行业第一的唯美集团（马可波罗）2019 年首次突破百亿，欧神诺 2019 年营收 50.06 亿元，同比增长 35.96%，归母净利润 4.83 亿元，同比增长 44.83%；蒙娜丽莎 2019 年营收 38.04 亿元，同比增长 18.58%，归母净利润 4.33 亿元，同比增长 19.49%。龙头企业增速均快于行业整体增速，集中度提升在头部企业体现更明显。
- **后续集中度提升具备强推动力**：1) 2019 年下半年竣工开始回暖，2020 年虽受疫情影响，但竣工回暖趋势不改，瓷砖景气度也随之回升。精装房趋势下，B 端增速显著快于 C 端，B 端成为高增长的主赛道。2) 近年来房地产集中度持续提升，集采模式在房企中应用越来越多。集采地产商首重品牌知名度、产品性价比（质量和价格）以及全国供货能力，中小型瓷砖企业很难进地产集采，头部企业享受竣工改善、精装房趋势、地产集采和地产集中度提升带来的行业增量。3) 瓷砖企业固定资产投资较重，平均 1000 万平方米瓷砖生产线投资超 2 亿元，中小企业很难有资金实力进行大规模产能扩张。而龙头企业目前加速扩张，投产的新产能往往规模更大（规模效应更强）、原材料区位优势更明显、技术更先进，生产成本远低于老旧产能，竞争力和市场地位逐步增强，进一步促进了市占率提升。
- **渠道变革下，盈利能力预计稳定，现金流承压但整体可控**：2019 年帝欧家居 B 端收入增速约为 42%，高于 C 端的约 20%。2019 年蒙娜丽莎 B 端业务增速 28%，也显著高于 C 端的 13%，预计后续 B 端占比仍将提升，渠道变革持续深化。B 端与 C 端经营模式大不相同，如 B 端发货需由瓷砖企业承担运费、B 端存在较大应收账款等，渠道变革下，瓷砖企业费用率随着 B 端业务占比提升而提升，应收账款规模持续扩大。但无需担心的是，瓷砖企业 B 端产品售价包含了费用支出，B 端产品毛利率高于 C 端，且随着生产成本的降低，整体盈利能力有望保持稳定。同时，应收账款也可以通过上游原材料和 OEM 企业的应付账款进行转移，现金流虽有承压，但整体可控。
- **不得不重视的趋势——由砖到板的变革**：陶瓷大板风格简约大方，铺贴后接缝极少，效果简洁流畅，符合当代审美理念。同时，大板可柔性定制、可自定义切割等特性，使其的应用边界持续扩大，从上墙下地扩展到了橱柜板、桌面等。2017 年大板开始风靡市场，目前国内大板生产线约 8 条，其中蒙娜丽莎实现了规模化生产和销售。2019 年蒙娜丽莎陶瓷大板营收 4.39 亿元，同比增长 65.66%，毛利率 53.81%，领先整体毛利率 15.3 个百分点，2020 年再度新增 1 条大板生产线，引领行业，未来空间广阔。
- **重点关注蒙娜丽莎**：1) 蒙娜丽莎 2019 年底自有产能约 5000 万方，2020 年 Q1 投产藤县新产能 2800 万方，2021-2022 年预计各新增 3000 万方产能，新产能成本优势明显，助力 B 端发力，业绩开始加速。2) 蒙娜丽莎为一线品牌，市占率预计持续提升，资产负债表优质，现金流好。3) 蒙娜丽莎大板业务业内首屈一指，增速高，盈利能力强。4) 2020 年 5 月碧桂园创投拟定增入股蒙娜丽莎，定增完成后持股比例 6.22%，此次入股既是对蒙娜丽莎的认可，后续也有望加大采购量。
- **风险提示**：竣工不及预期风险，新增产能消化困难风险。

## 西南证券研究发展中心

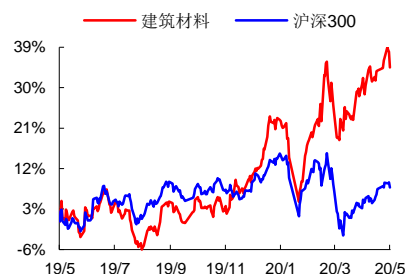
分析师：沈猛

执业证号：S1250519080004

电话：021-58351679

邮箱：smg@swsc.com.cn

## 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

股票家数	67
行业总市值(亿元)	9,452.92
流通市值(亿元)	8,253.63
行业市盈率 TTM	13.92
沪深 300 市盈率 TTM	12.1

## 相关研究

1. 建材行业 2020 年投资策略：竣工好转+精装率提升双击，把握强 β 机会 (2019-12-14)
2. 建材行业：三点理由看好竣工拐点性改善，推荐竣工端建材 (2019-11-05)

## 目 录

1 集中度提升已经开始 .....	1
2 后续集中度提升具备强推动力 .....	2
2.1 竣工回暖、精装率提升，B 端成为主赛道 .....	2
2.2 地产集中度提升、集采趋势化，头部企业享受行业主要增量 .....	3
2.3 头部企业有资本进行低成本产能扩张，竞争优势持续增强 .....	4
3 渠道变革下瓷砖企业之变 .....	5
3.1 渠道变革下瓷砖行业盈利能力预计稳定 .....	5
3.2 渠道变革下瓷砖行业现金流承压但可控 .....	6
4 不得不重视的趋势——由砖到板的变革 .....	7
5 投资建议：重点关注蒙娜丽莎 .....	9
6 风险提示 .....	10

## 图 目 录

图 1: 历年陶瓷砖产量 .....	1
图 2: 陶瓷砖规模以上企业营收和增速 .....	1
图 3: 陶瓷砖规模以上企业数量 .....	1
图 4: 陶瓷砖规模以上企业平均营收和增速 .....	1
图 5: 欧神诺营收增长情况 .....	2
图 6: 欧神诺归母净利润增长情况 .....	2
图 7: 蒙娜丽莎营收增长情况 .....	2
图 8: 蒙娜丽莎归母净利润增长情况 .....	2
图 9: 房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速 .....	3
图 10: 房屋预售面积与竣工面积 (万平方米) .....	3
图 11: 房地产销售面积集中度快速提升 .....	3
图 12: 两家上市公司 B 端收入增长情况 (亿元) .....	5
图 13: 两家上市公司 B 端收入增速 .....	5
图 14: 蒙娜丽莎 B 端相关费用率随 B 端业务占比变化 .....	6
图 15: 蒙娜丽莎 B 端费用/B 端业务收入 .....	6
图 16: 欧神诺盈利能力情况 .....	6
图 17: 蒙娜丽莎盈利能力情况 .....	6
图 18: 应收账款占营收比重 .....	7
图 19: 应付账款占成本比重 .....	7
图 20: 蒙娜丽莎陶瓷大板产品 .....	8
图 21: 蒙娜丽莎陶瓷大板产品 .....	8
图 22: 大板铺贴效果 .....	8
图 23: 大板铺贴效果 .....	8
图 24: 大板在家居的应用 .....	8
图 25: 大板在家居的应用 .....	8
图 26: 蒙娜丽莎陶瓷大板收入情况 .....	9
图 27: 蒙娜丽莎大板毛利率与销售毛利率对比 .....	9

## 表 目 录

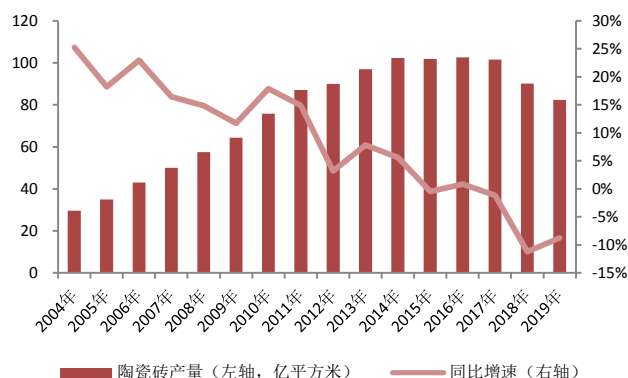
表 1: 2019 年上半年精装房情况 .....	3
表 2: SKU 换产对毛利率影响显著 .....	4
表 3: 帝欧家居单位成本变化 .....	4
表 4: B、C 端占比情况 .....	5
表 5: 蒙娜丽莎定增情况 .....	9
表 6: 业绩预测与估值情况 .....	10

前言：竣工回暖背景下，房地产集中度提升、精装房趋势和地产集采比例增加使瓷砖B端成为高增长赛道，渠道变革正在进行。与此同时，B端客户集采最关注的是供应商的品牌知名度、性价比（价格和质量）和全国稳定供货能力，头部企业在这三方面具备显著竞争优势，瓷砖行业的集中度提升具备强推动力。本文将深度剖析瓷砖行业集中度提升现状、集中度提升的推动力和未来趋势、渠道变革带来的上市公司财务指标变化以及不得不重视的趋势——“由砖到板的变革”。

## 1 集中度提升已经开始

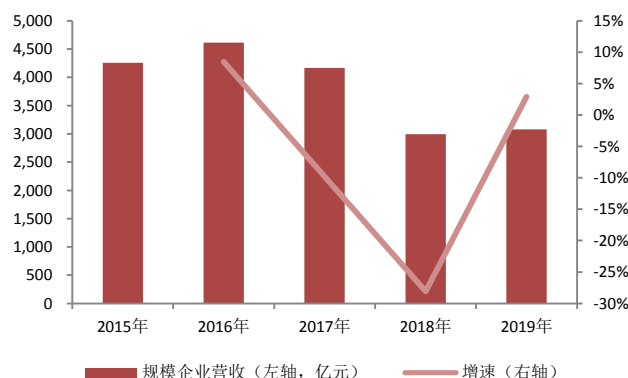
2019年陶瓷行业总产量82.25亿平方米，同比下滑8.73%，行业已经连续三年处于去产能阶段。2019年规模以上企业数量1160家，同比减少105家，也是连续三年减少，而2019年规模以上企业营收同比增长了2.89%，达到3079.91亿元，更少的企业取得了更大的营收，平均单个企业营收2.66亿元，增长了12.2%，2019年行业集中度明显提升。

图1：历年陶瓷砖产量



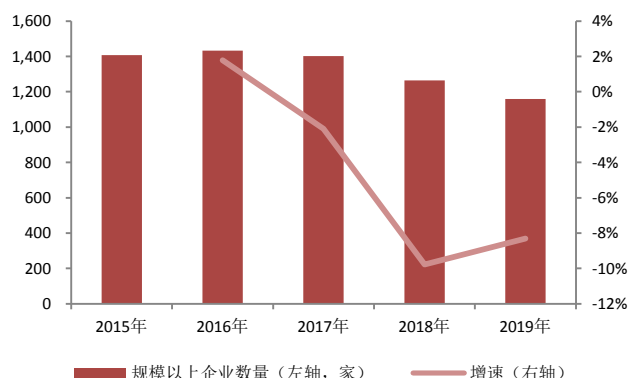
数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

图2：陶瓷砖规模以上企业营收和增速



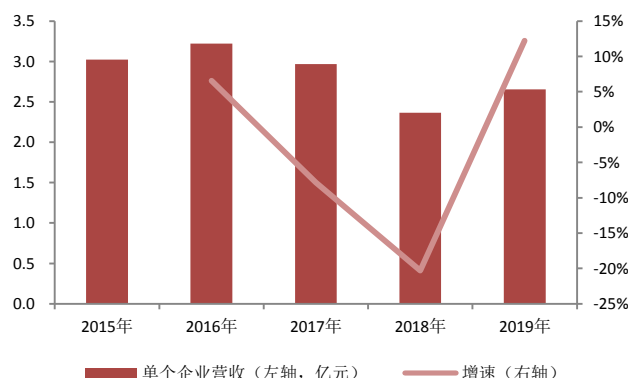
数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

图3：陶瓷砖规模以上企业数量



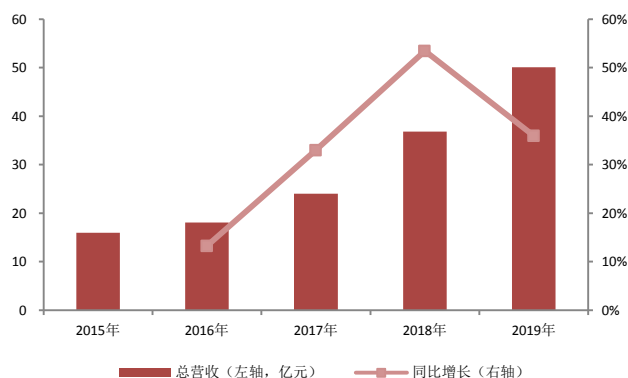
数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

图4：陶瓷砖规模以上企业平均营收和增速

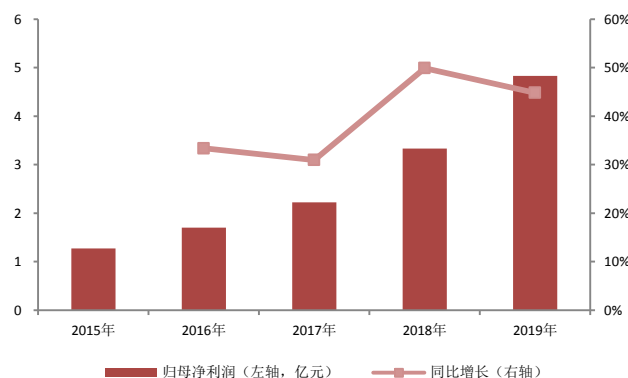


数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

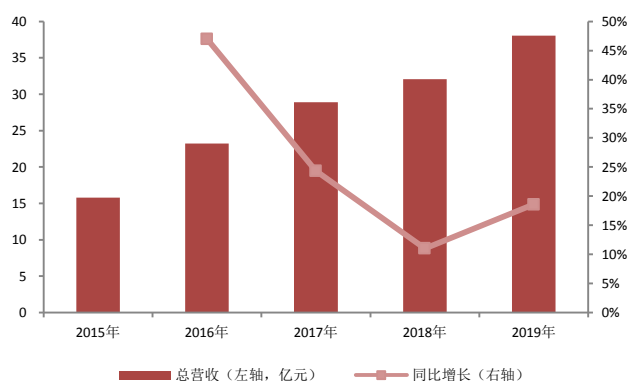
从龙头公司来看，行业第一的**唯美集团（马可波罗）**2019 年营收首次突破百亿，**欧神诺**2019 年营收 50.06 亿元，同比增长 35.96%，归母净利润 4.83 亿元，同比增长 44.83%；**蒙娜丽莎**2019 年营收 38.04 亿元，同比增长 18.58%，归母净利润 4.33 亿元，同比增长 19.49%。龙头企业增速均快于行业整体增速，集中度提升在头部企业体现更明显。

**图 5：欧神诺营收增长情况**


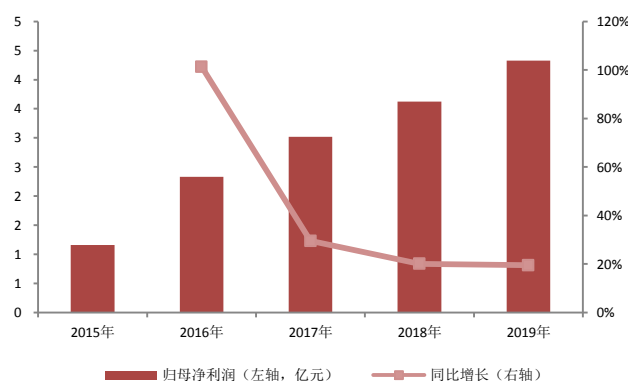
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：欧神诺归母净利润增长情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 7：蒙娜丽莎营收增长情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 8：蒙娜丽莎归母净利润增长情况**


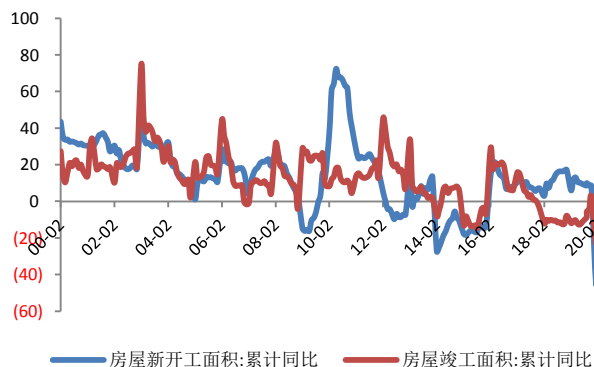
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 后续集中度提升具备强推动力

### 2.1 竣工回暖、精装率提升，B 端成为主赛道

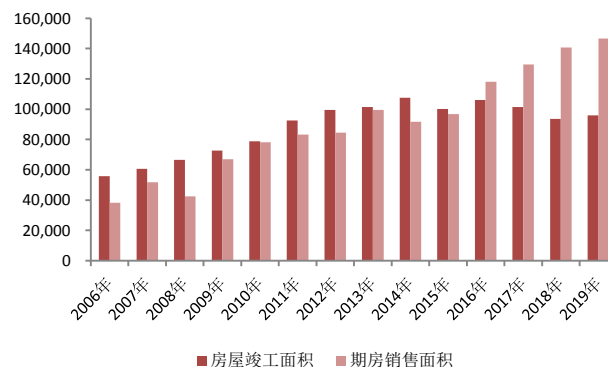
受宏观紧信用影响，2016-2019H1 期间的新开工和竣工剪刀差持续扩大，2019 年下半年开始，竣工开始回暖，2019 年 7-12 月竣工单月增速分别为 -0.62%、2.79%、4.81%、19.22%、1.81%和 20.24%。由于预售—竣工—交房存在合同强约束，2016 年以来预售和竣工面积差额扩大到了约 14 亿平，差额的修复将带来竣工增速的快速回升，2020 年虽受疫情影响，但竣工回暖趋势不改。瓷砖作为竣工后周期品种，景气度也随之回升。

图 9：房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速



数据来源：统计局，西南证券整理

图 10：房屋预售面积与竣工面积（万平方米）



数据来源：统计局，西南证券整理

精装房政府鼓励，房企有利润空间，也符合年轻消费者消费习惯，精装率提升是必然趋势，有望由目前的 30%逐步提升到 80%。精装房趋势下，毛坯房市场被挤占，B 端增速显著快于 C 端，B 端成为高增长的主赛道。

表 1：2019 年上半年精装房情况

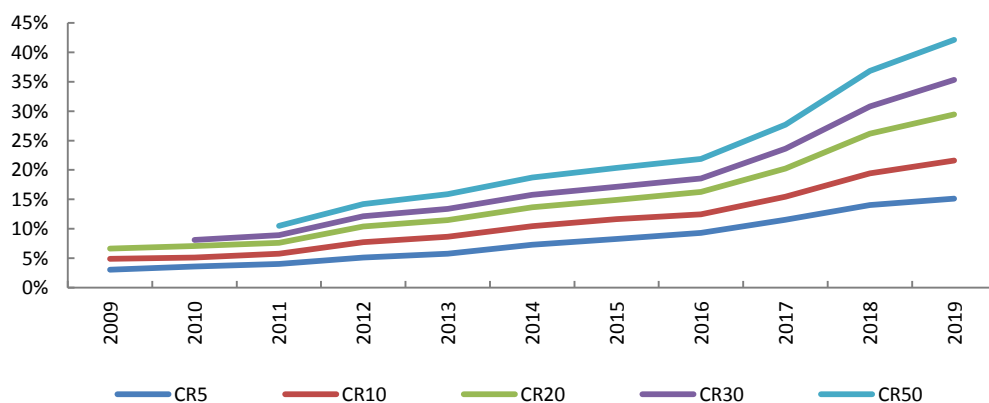
房企	精装套数（万套）	增速
TOP10	55.9	2.9%
TOP11-30	15.8	19.6%
TOP31-50	10.3	25.3%
TOP51-100	7.7	70.2%
其他	40	3.2%

数据来源：奥维云网，西南证券整理

## 2.2 地产集中度提升、集采趋势化，头部企业享受行业主要增量

近年来房地产集中度提升趋势非常明显，2019 年 TOP30 房企销售面积占比超过 35%，销售金额占比更高。同时，集采模式能够产生规模效应从而节约地产采购成本，且能大幅减轻项目公司压力，集采模式在房企中应用越来越多。

图 11：房地产销售面积集中度快速提升



数据来源：wind，西南证券整理

集采地产商首重品牌知名度、产品性价比（质量和价格）以及全国供货能力，一般入围均为行业前 10，中小型瓷砖企业很难进地产集采，头部企业享受竣工改善、精装房趋势、地产集采和地产集中度提升带来的行业增量，将持续获得显著高于行业增速的成长能力，推动瓷砖行业集中度提升。

## 2.3 头部企业有资本进行低成本产能扩张，竞争优势持续增强

瓷砖企业固定资产投资较重，以蒙娜丽莎新产能投产为例，8800 万方藤县产能，总投资 20 亿元，平均 1000 万平方米瓷砖生产线投资约 2.3 亿元，中小企业很难有资金实力进行大规模产能扩张。而目前投产的新产能往往规模更大（规模效应更强）、原材料区位优势更明显、技术更先进，生产成本远低于老旧产能。以蒙娜丽莎藤县新产能和广东老基地对比为例：

- 佛山和清远老基地 4800 万方产能，共 21 条产线，单窑产能不足 300 万方，藤县新产能 8800 万方，11 条产线，单窑平均产能 800 万方，更大的瓷砖窑热量利用效率更高、产品质量更稳定。
- 新基地周边粘土资源丰富，原材料可以在 40 公里范围内解决，相较于老基地约 300 公里的原材料运输距离具有显著原材料成本优势。
- 瓷砖企业 SKU 数量多达上千个，而窑炉需要连续生产保持温度，换产时需要空窑运转，造成能源、制造费用的浪费，产线越多，单窑 SKU 数量越少，稳定连续生产将加强规模优势。

**表 2：SKU 换产对毛利率影响显著**

合理假设：满产天数 330 天，材料成本 14 元/方，燃料、人工、制造等成本 16 元/方，不含税出厂价 50 元/方，换产时间 4 小时					
生产 SKU 数量	3	10	30	50	100
空窑运转时间（小时）	12	40	120	200	400
总收入（万元）	49924.24	49747.47	49242.42	48737.37	47474.75
总成本（万元）	29978.79	29929.29	29787.88	29646.46	29292.93
毛利率	39.95%	39.84%	39.51%	39.17%	38.30%

数据来源：西南证券测算

- B 端供货运输成本由瓷砖企业负责，新基地可以辐射更多地区，节省 B 端供货成本。

综合测算蒙娜丽莎新基地生产成本较老基地低 20% 左右。再以帝欧家居（欧神诺）为例，2018 年帝欧家居新增景德镇 1000 万平方米瓷片产能，2019 年规划 5000 万方产能的藤县新基地投产了 2000 万方，2018、2019 年帝欧家居单位生产成本下降明显。

**表 3：帝欧家居单位成本变化**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
产量（万方）	3307.88	3913.72	5500	9309.87	12980.73
生产成本（亿元）	10.92	12.23	15.63	23.47	31.69
单位成本（元/方）	33.01	31.25	28.42	<b>25.21</b>	<b>24.41</b>

数据来源：公司公告，西南证券测算



目前,蒙娜丽莎 11 条 8800 万方藤县新产能 2020 年 Q1 投产了 4 条,新增产能约 2800 万方,仍有 8 条共约 6000 万方产能待投产。帝欧家居 5000 万方藤县新产能 2019 年投产了 2000 万方,仍有 3000 万方待投产。那么头部企业在持续的扩大再生产中不仅取得了市场先发优势,在成本和盈利能力方面也与中小企业逐步拉开差距,竞争力和市场地位将逐步增强,进一步促进了市占率提升。

### 3 渠道变革下瓷砖企业之变

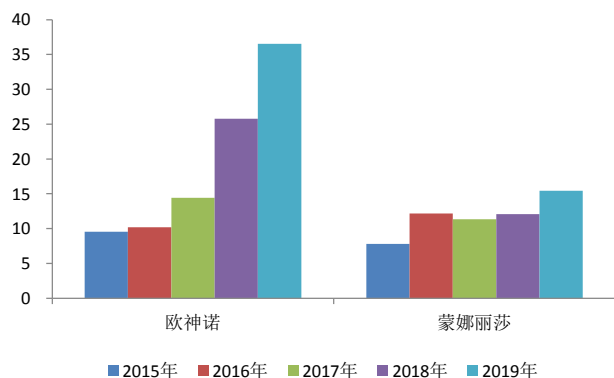
2019 年帝欧家居 B 端收入增速约为 42%,高于 C 端的约 20%,2017-2019 年帝欧家居 2B 业务占比分别约 60%、70%、73%,占比持续提升。2019 年蒙娜丽莎 B 端业务增速 28%,也显著高于 C 端的 13%,B 端业务占比由 38%提升到了 41%,根据蒙娜丽莎和帝欧家居新产能投产规划,预计 B 端占比仍将提升,渠道变革持续深化。

表 4: B、C 端占比情况

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
经销占比	欧神诺	38.12%	42.02%	40.00%	30.00%	27.00%
	蒙娜丽莎	50.36%	47.38%	60.00%	62.93%	59.86%
工程直销占比	欧神诺	59.97%	56.44%	60.00%	70.00%	73.00%
	蒙娜丽莎	49.64%	52.62%	40.00%	38.04%	41.07%

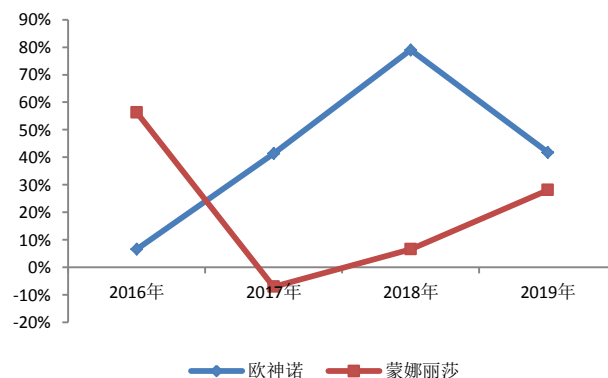
数据来源:公司公告,西南证券整理;注:蓝色为调研数据

图 12: 两家上市公司 B 端收入增长情况 (亿元)



数据来源:公司公告,西南证券整理

图 13: 两家上市公司 B 端收入增速



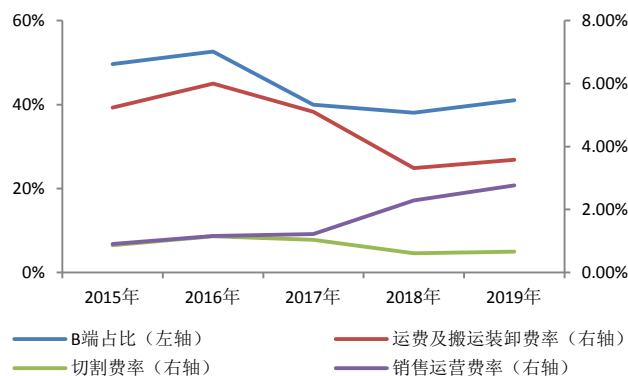
数据来源:公司公告,西南证券整理

#### 3.1 渠道变革下瓷砖行业盈利能力预计稳定

B 端直销模式中,瓷砖企业需要承担运费及搬运装卸费,同时 B 端销售还需要样板间展示、后台支持、根据施工需要进行现场切割等,从而产生一系列工程服务费。帝欧家居 2019 年销售费用率 16.01%,其中 B 端产生的费用率为 11.45%,主要包括运费及搬运装卸费率 6.21%,工程服务费率 5.24%。蒙娜丽莎 2019 年销售费用率 15.45%,B 端相关费用率 8.91%,其中包括运费及搬运装卸费率 3.58%,其他切割费、销售运营费等累计费率 3.41%。由于 C 端经销商自理运费等相关费用,C 端相关的销售费用率远低于 B 端,那么随着渠道变革,B 端业务占比的提升,整体销售费用率必然随之上升。

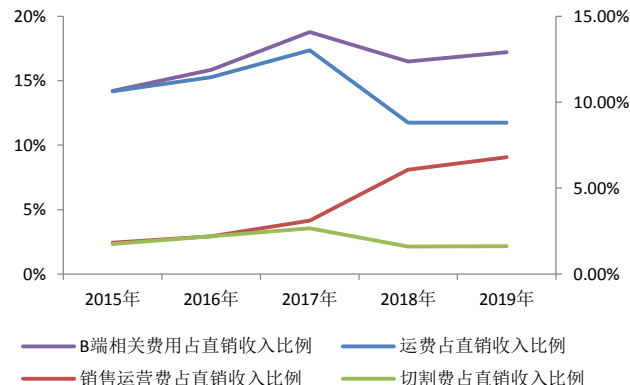


图 14：蒙娜丽莎 B 端相关费用率随 B 端业务占比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

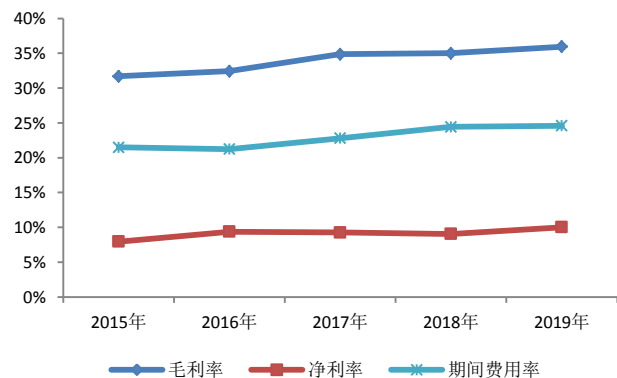
图 15：蒙娜丽莎 B 端费用/B 端业务收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

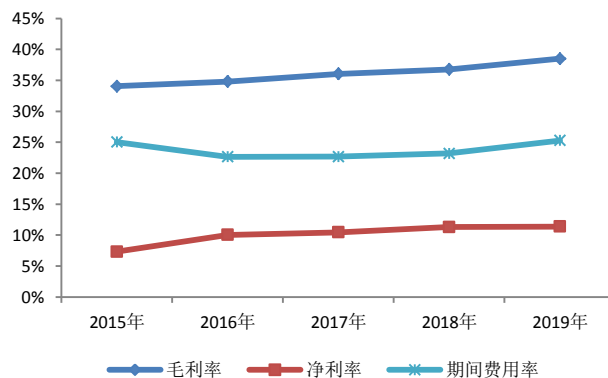
但无需担心的是，B 端相关费用占 B 端收入的比例基本保持稳定，即业务结构稳定后，整体费用率不会继续增加，且随着规模扩大，费用率的规模效应逐步体现。更重要的是，瓷砖企业 B 端产品售价已经考虑到了 B 端费用较高的问题，B 端产品售价已经隐含了 B 端产品费用，即 B 端产品毛利率显著高于 C 端。且随着生产成本的降低和规模效应，整体净利率水平预计稳定。

图 16：欧神诺盈利能力情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：蒙娜丽莎盈利能力情况



数据来源：Wind，西南证券整理

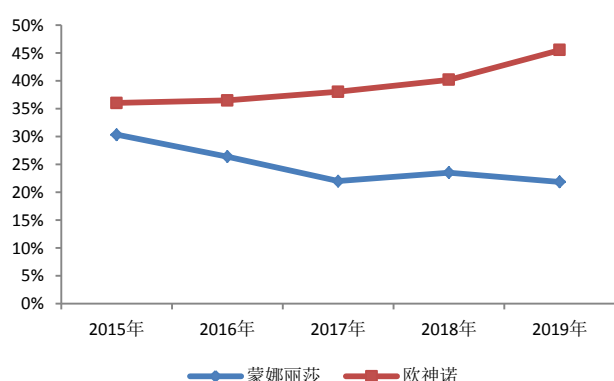
### 3.2 渠道变革下瓷砖行业现金流承压但可控

房地产企业在产业链中地位较强，2B 业务存在一定账期，B 端业务占比提升必然带来应收账款的增加和现金流承压，但瓷砖行业的特点使现金流承压有限，整体可控。

- 瓷砖行业 C 端市场巨大，超千亿规模，B 端业务快速发展的同时也在品牌知名度和规模效应上反哺 C 端，上市公司 C 端增速虽不及 B 端，但规模持续逆势扩大，如蒙娜丽莎 2019 年 C 端增速 13%，帝欧家居 C 端增速约为 20%。C 端业务现金流好，可在很大程度上减轻整体现金流压力。

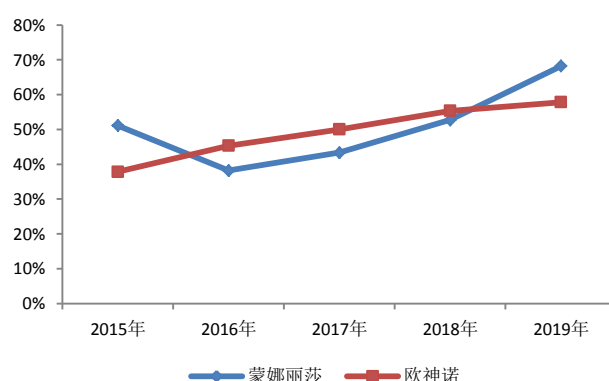
- 瓷砖行业对上游原材料议价能力同样很强。瓷砖上游原材料包括胚料（粘土）和釉料（化工品），原材料成本占总成本的约 50%，这些原材料供应商规模不大，同样有账期，应收账款可以部分转移至应付账款。
- 瓷砖行业存在 OEM，如 2019 年蒙娜丽莎 OEM 占比约 35%，欧神诺 OEM 占比约 60%，由于目前整个行业产能过剩，OEM 企业地位较低。那么瓷砖企业的应付账款不仅包括上游原材料企业的，还包括了 OEM 厂商的。蒙娜丽莎 2019 年应付账款和票据规模 15.96 亿元，远超过应收账款和票据的 8.31 亿元。帝欧家居 B 端占比超过 70%，2019 年应付账款和票据总额 18.32 亿元，同期应收账款和票据的 25.35 亿元，也转移了较大部分。

图 18：应收账款占营收比重



数据来源：Wind，西南证券整理；注：2018-2019 年数据为帝欧家居

图 19：应付账款占成本比重



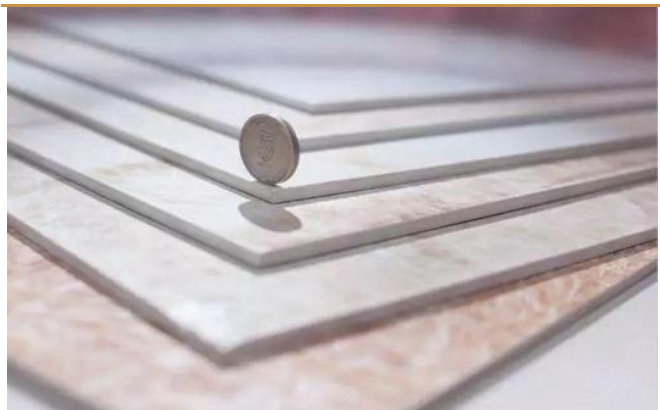
数据来源：Wind，西南证券整理；注：2018-2019 年数据为帝欧家居

总的来看，蒙娜丽莎 B 端占比还不大，2019 年经营性现金流净额 9.21 亿元，同比增长 235%，与净利润配比达到 2.13，经营性现金流优。帝欧家居 B 端占比大，2019 年经营性现金流量净额 2.27 亿元，占净利润比例为 47%，较 2018 年由负转正，现金流压力减轻，整体可控。

## 4 不得不重视的趋势——由砖到板的变革

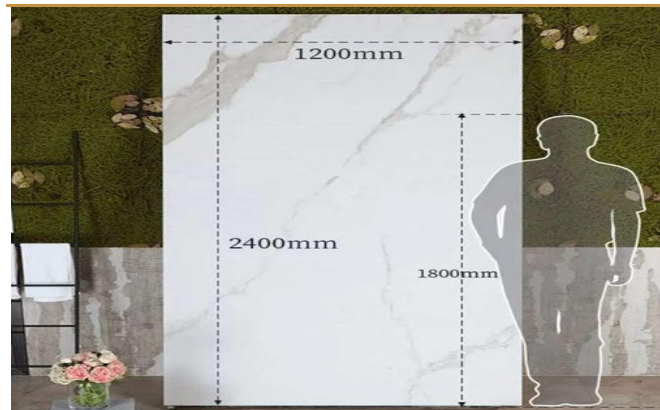
一般而言，规格 $\geq 1200 \times 2400\text{mm}$  以上的资质陶瓷板称为大板，大板的出现距今已十余年，大板产品在意大利占比已经超过 30%。2007 年蒙娜丽莎投产国内第一条大板生产线，2009 年国家标准《陶瓷板》(GB/T 23266-2009) 和行业标准《建筑陶瓷薄板应用技术规程》(JGJ/T 172-2009) 由蒙娜丽莎等负责起草出台。2017 年以来，国产压机技术实现突破，国外压机也同期解除封锁，亚细亚、顺成、金意陶、诺贝尔、新明珠等陶企上马大板生产线，大板市场开始火热。

图 20：蒙娜丽莎陶瓷大板产品



数据来源：蒙娜丽莎官网，西南证券整理

图 21：蒙娜丽莎陶瓷大板产品



数据来源：蒙娜丽莎官网，西南证券整理

看好陶瓷大板的核心在于其符合当代审美和应用边界的持续扩展：

- 陶瓷大板风格简约大方，铺贴后接缝极少，效果简洁流畅，符合当代审美理念。

图 22：大板铺贴效果



数据来源：蒙娜丽莎官网，西南证券整理

图 23：大板铺贴效果



数据来源：蒙娜丽莎官网，西南证券整理

- 大板可柔性定制、可自定义切割等特性，使其的应用边界持续扩大，从上墙下地扩展到了橱柜板、桌面、料理台等。

图 24：大板在家居的应用



数据来源：蒙娜丽莎官网，西南证券整理

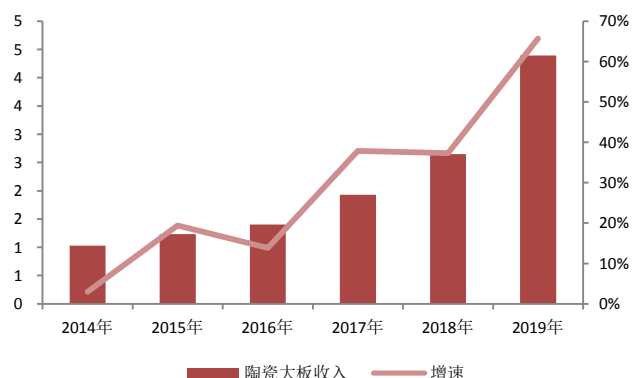
图 25：大板在家居的应用



数据来源：新浪家居，西南证券整理

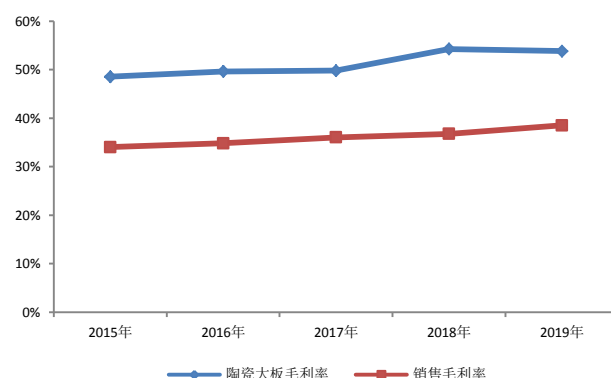
目前国内大板生产线约 8 条，其中蒙娜丽莎实现了规模化生产和销售。2019 年蒙娜丽莎陶瓷大板营收 4.39 亿元，同比增长 65.66%，毛利率 53.81%，领先整体毛利率 15.3 个百分点。2019 年 7 月蒙娜丽莎自主研制出 3600×1600mm 陶瓷大板，由于大板供不应求，2020 年 Q1 投产的藤县 4 条产线中 1 条为大板生产线，蒙娜丽莎大板业务有望继续高速增长，引领大板领域趋势向好。

图 26：蒙娜丽莎陶瓷大板收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：蒙娜丽莎大板毛利率与销售毛利率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 投资建议：重点关注蒙娜丽莎

### 蒙娜丽莎（002918）：B 端发力，加速成长

1) 蒙娜丽莎 2019 年底自有产能约 5000 万方，2020 年 Q1 投产藤县新产能 2800 万方，2021-2022 年预计各新增 3000 万方产能，新产能成本优势明显，助力 B 端发力，业绩开始加速。2) 蒙娜丽莎为一线品牌，市占率预计持续提升，资产负债表优质，现金流好。3) 蒙娜丽莎大板业务业内首屈一指，增速高，盈利能力强。4) 2020 年 5 月蒙娜丽莎发布非公开发行预案，计划向碧桂园创投和公司实际控制人定增募资 5.6 亿元，全部用于补充流动资金，发行价 18.43（现价 27.33）。其中碧桂园创投认购 5 亿元。定增完成后，碧桂园创投持股比例 6.22%。碧桂园与帝欧家居合作较深，目前先后入股帝欧家居和蒙娜丽莎，既是对蒙娜丽莎的认可，后续也有望加大采购量。

表 5：蒙娜丽莎定增情况

序号	性质	发行对象	认购金额（亿元）
1	战略投资者	碧桂园创投	5
2	实际控制人	萧华	0.29
3		霍荣铨	0.13
4		邓啟棠	0.09
5		张旗康	0.09
合计			5.6

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2020-2022 年蒙娜丽莎归母净利润分别为 5.63、7.18、9.16 亿元，三年利润复合增速 28.4%，对应 PE 19.7X、15.4X 和 12.1X，维持“买入”评级，持续看好。

**表 6：业绩预测与估值情况**

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3804.06	5318.12	6815.87	8500.42
增长率	18.57%	39.80%	28.16%	24.72%
归属母公司净利润（百万元）	432.75	563.22	718.12	916.15
增长率	19.42%	30.15%	27.50%	27.58%
每股收益 EPS（元）	1.07	1.39	1.77	2.26
净资产收益率 ROE	14.81%	16.57%	17.94%	19.18%
PE	26	19.7	15.4	12.1
PB	3.80	3.26	2.77	2.32

数据来源：Wind，西南证券

## 6 风险提示

竣工不及预期风险，新增产能消化困难风险。



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn