

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】860号

帝欧家居股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“帝欧转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，同时维持“帝欧转债”的信用等级为AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二一年十二月二十二日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年12月22日

## 帝欧家居股份有限公司主体及 “帝欧转债”2021年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2021/12/22	AA-/稳定	任志娟	边沁

### 债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
帝欧转债	AA-	AA-

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

### 主体概况

帝欧家居股份有限公司（以下简称“帝欧家居”或“公司”）主要从事卫生洁具和建筑陶瓷等家居装修装饰产品的生产、研发及销售，公司控股股东及实际控制人均为自然人刘进、陈伟和吴志雄。

### 评级模型

#### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
业务规模	总资产	25.00	16.03
	营业总收入	20.00	12.85
盈利能力和运营效率	利润总额	20.00	12.99
	净资产收益率	5.00	3.93
	应收账款周转次数	5.00	0.92
	存货周转次数	5.00	3.45
债务负担和保障程度	资产负债率	5.00	4.31
	流动比率	8.00	5.03
	EBITDA 利息倍数	7.00	5.30

#### 2.基础模型参考等级

AA-

#### 3.评级调整因素

无

#### 4.主体信用等级

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

### 评级观点

跟踪期内，公司作为我国领先的建筑陶瓷和卫生洁具制造商之一，在瓷砖和卫生洁具等细分市场仍具有较高的行业竞争地位；受益于景德镇基地生产线扩建项目完工投产，建筑陶瓷产能产量保持增长，本期可转债募投项目预计2022年建成投产，届时建筑陶瓷业务的规模优势将进一步提升；2021年前三季度，受益于智能卫浴产品产能扩大和市场需求增加，公司卫生洁具产品量价齐升，收入增长较快，预计2021年全年卫生洁具业务获利能力有所提升。同时，东方金诚关注到，受房地产行业增长放缓以及原材料和能源价格上涨影响，预计公司建筑陶瓷业务增长和盈利面临压力；公司应收账款大幅提升，与恒大集团约0.41亿元应收票据出现逾期，存在一定回收风险；公司债务规模增长较快，未来一年面临集中兑付压力；公司2020年经营性净现金流大幅减少。

综合分析，东方金诚维持帝欧家居主体信用等级为AA-，评级展望为稳定；维持“帝欧转债”的信用等级为AA-。

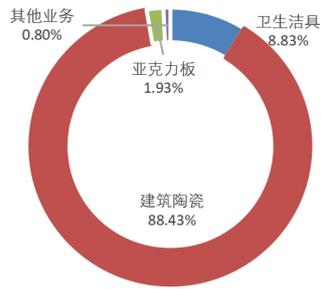
### 同业对比

项目	帝欧家居	广州好莱客创意家居股份有限公司	蒙娜丽莎集团股份有限公司	顾家家居股份有限公司
资产总额 (亿元)	89.66	51.65	75.80	130.38
营业总收入 (亿元)	56.37	21.83	48.64	126.66
利润总额 (亿元)	6.18	3.11	6.51	11.95
毛利率 (%)	30.46	36.70	34.29	35.21
资产负债率 (%)	52.61	44.88	52.57	45.52
经营现金流流动负债比 (%)	0.64	32.36	17.00	40.33

注：以上对比企业最新主体信用等级为AA/稳定。资料来源：源自各企业披露的2020年年报、Wind，东方金诚整理

## 主要指标及依据

### 2020年营业收入构成

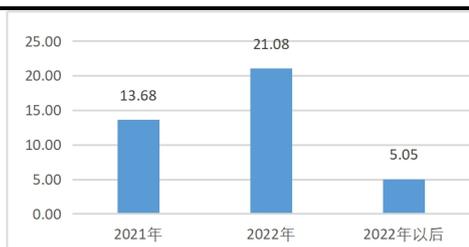


### 主要数据和指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
资产总额 (亿元)	58.21	70.02	89.66	99.42
所有者权益 (亿元)	32.43	36.42	42.49	45.76
全部债务 (亿元)	13.11	19.70	34.13	39.81
营业总收入 (亿元)	43.08	55.70	56.37	46.04
利润总额 (亿元)	4.29	6.31	6.18	3.75
经营性净现金流 (亿元)	0.61	2.69	0.27	0.42
营业利润率 (%)	34.08	35.12	29.69	27.64
资产负债率 (%)	44.29	47.98	52.61	53.98
流动比率 (%)	140.80	138.12	132.20	136.33
全部债务/EBITDA (倍)	2.28	2.34	3.86	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.79	14.66	9.03	-

注：数据来源于公司2018年~2020年的审计报告及2021年1~9月未经审计的合并财务报表。

### 2021年9月末债务期限结构 (单位: 亿元)



## 优势

- 公司作为我国领先的建筑陶瓷和卫生洁具制造商之一，跟踪期内，销售渠道持续扩展，保持较强的研发设计能力和较高的品牌知名度，在瓷砖和卫生洁具等细分市场仍具有较高的行业竞争地位；
- 受益于景德镇基地生产线扩建项目完工投产，公司建筑陶瓷产能、产量保持增长，本期可转债募投项目生产线预计2022年建成投产，届时建筑陶瓷业务的规模优势将进一步提升；
- 2021年前三季度，受益于智能卫浴产品产能扩大和市场需求增加，公司卫生洁具产品量价齐升，收入增长较快，预计2021年全年卫生洁具业务获利能力有所提高。

## 关注

- 跟踪期内，受房地产增长放缓以及原材料和能源价格上涨影响，公司建筑陶瓷业务盈利增长面临压力；
- 由于欧神诺建筑陶瓷业务回款较慢，公司应收账款大幅提升，资金占用程度提高，与恒大集团约0.41亿元应收票据出现逾期，存在一定回收风险；
- 公司债务规模增长较快，短期有息债务占比较大，未来一年面临债务集中兑付压力；
- 受地产客户直营工程渠道支付履约保证金增加影响，公司2020年经营性净现金流大幅减少；

## 评级展望

公司评级展望为稳定。未来公司将推动卫生洁具和建筑陶瓷板块工程渠道端协同发展，通过产能扩建增加规模优势，预计未来公司将保持较强的市场竞争力。

## 评级方法及模型

《东方金诚一般轻工制造企业信用评级方法及模型 (RTFC006201907)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项名称	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	帝欧转债	AA-	2020/11/19	任志娟 张岳	《东方金诚一般轻工制造企业信用评级方法及模型 (RTFC006201907)》	阅读原文

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施
帝欧转债	2020/11/19	15.00	2021/10/25~2027/10/24	无

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及帝欧家居股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“帝欧转债”）的跟踪评级安排，东方金诚基于帝欧家居股份有限公司（以下简称“帝欧家居”或“公司”）提供的2020年度审计报告、2021年1~9月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

**帝欧家居主要从事卫生洁具和建筑陶瓷等家居装修装饰产品的生产、研发及销售，公司控股股东及实际控制人仍均为自然人刘进、陈伟和吴志雄**

帝欧家居股份有限公司（以下简称“帝欧家居”或“公司”）主要从事卫生洁具和建筑陶瓷等家居装修装饰产品的生产、研发及销售。截至2021年9月末，公司注册资本3.87亿元，实收资本3.87亿元，公司控股股东及实际控制人均为自然人刘进、陈伟和吴志雄。

公司成立于1994年，成立初期名为四川省简阳东方玛瑙洁具厂，企业性质为隶属于县民政福利公司管理的集体所有制扶贫福利企业，注册资本50.00万元。1996年，公司更名为四川东方洁具厂，并增加注册资金至100.00万元。1998年，公司由集体企业变更为股份合作制企业，改组后注册资本增加至168.00万元，刘进、陈伟和吴志雄的持股比例分别为34.00%、33.00%和33.00%。2004年，公司注册资本增加至1000.00万元，刘进、陈伟和吴志雄的持股比例保持不变。2007年，公司由“股份合作制”改制为“有限公司”，名称变更为四川帝王洁具有限公司，并于2009年增资至1023.40万元。2010年，公司变更为中外合资股份有限公司并增加注册资本至6153.85万元。2016年5月，公司首次公开发行普通股2160.00万股，并于深圳证券交易所上市，股票简称“帝王洁具”，股票代码002798。2017年12月，公司通过全国中小企业股份转让系统购买佛山欧神诺陶瓷有限公司（以下简称“欧神诺”）1.6063%的股份。2018年1月，公司发行股份及支付现金收购欧神诺98.39%的股份，累计持股比例达到99.99%，注册资本增加至13336.51万元，并于5月更名为帝欧家居股份有限公司，股票简称更改为“帝欧家居”，股票代码保持不变。后经多次进行增资扩股，截至2021年9月末，公司注册资本增加至3.87亿元。

公司是我国领先的卫生洁具和建筑陶瓷制造商之一，2017年以前，公司主要从事亚克力板和亚克力卫生洁具的研发设计、制造与销售，2018年以来，公司收购欧神诺后成功切入高端瓷砖领域，并形成卫生洁具、建筑陶瓷双业务驱动模式。根据中国建筑卫生陶瓷协会的统计数据，2020年全国规模以上建筑陶瓷工业主营业务收入为3111.24亿元，公司建筑陶瓷业务收入为49.85亿元，市场占有率为1.60%，细分行业市场地位较突出。

截至2021年9月末，公司（合并）资产总额99.42亿元，所有者权益45.76亿元，资产负债率53.98%。2020年及2021年1~9月，公司分别实现营业总收入56.37亿元和46.04亿元，利润总额6.18亿元和3.75亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2021年10月发行15亿元的“帝欧转债”，票面利率第一年为0.30%，第二年为0.50%，第三年为1.00%，第四年为1.60%，第五年为2.00%，第六年为2.50%，起息日为2021年10月25日，到日期为2027年10月24日；期限为6年；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。“帝欧转债”初始转股价格为13.53元，转股期间为2022年4月29日至2027年10月24日（发行后6个月），修正触发价为10.82元，截至报告出具日的当前转股价格为13.53元，无股价修正。

### 本期债券转股基本条款

转股期限方面，本期债券的转股期为自发行结束之日满6个月后的第一个交易日起至到期日止。

转股数量方面，本次发行的可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算方式为： $Q=V/P$ ，并以去尾法取一股的整数倍。其中V指可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额；P指申请转股当日有效的转股价格。本期债券持有人申请转换成的股份须是整数股。转股时不足转换为一股的可转换公司债券余额，公司将按照深圳证券交易所等部门的有关规定，在本期债券持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该部分可转换公司债券的票面金额以及对应的当期应计利息。

转股价格方面，本次发行的可转换公司债券的初始转股价格为13.53元/股，本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日均价若本期债券发行后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利（不包括因本次可转债转股增加的股本），以及股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本期债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将对转股价格进行调整并公告。

### 本期债券转股价格向下修正条款

在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。

修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

如公司决定向下修正转股价格，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登相关公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间（如需）等有关信息。从股权登记日后

的第一个交易日（即转股价格修正日）起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后、转换股票登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

## 赎回条款

### （1）到期赎回条款

在本期债券期满后五个交易日内，公司将按债券面值的 115%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转换公司债券。

### （2）有条件赎回条款

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

A.在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

B.当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

本期债券的赎回条款由股东大会授权董事会与保荐机构及主承销商在发行前最终协商确定。

## 回售条款

### （1）有条件回售条款

在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本期债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

### （2）附加回售条款

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大

变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该附加回售权。

本期债券募集资金总额为 15 亿元，扣除发行费用后全部用于建筑陶瓷相关项目建设和补充流动资金。截至 2021 年 11 月末，募集资金中用于补充流动资金的 4.2 亿元已用于日常经营，其余用于项目的资金尚未使用。

截至本报告出具日，“帝欧转债”尚未到付息期。

## 宏观经济与政策环境

**三季度 GDP 增速下行偏快，局部疫情反复和能耗双控升级给宏观经济供需两端带来压力，四季度经济修复动能有望增强。**

三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度大幅回落 3 个百分点。这一方面源于上年同期基数抬高，但更重要的是当季经济增长动能减弱——消除上年基数影响，三季度 GDP 两年平均增速为 4.9%，比上季度放缓 0.6 个百分点。三季度前期局部疫情带动全国防疫措施收紧，对消费、特别是服务消费等需求端带来一定冲击；8 月开始能耗双控措施升级，对工业生产等供给端影响较大。由此，在供需两端承压背景下，三季度 GDP 增速下行偏快，明显低于市场预期。与上季度相比，三季度 GDP 两年平均增速“由升转降”，其有两重含义，一是代表三季度经济修复进度放缓，且已低于 5%-6% 的潜在经济增长区间，预示四季度稳增长政策将会发力；二是这一数据偏离潜在经济增长区间的幅度不大，叠加当前就业市场比较稳定，预示接下来稳增长政策力度将会比较温和。

另外，受恒大风险发酵、楼市快速转冷影响，三季度房地产投资增速下滑明显，但近期财政政策开始发力，9 月基建投资两年平均增速小幅反弹。我们判断，在短期扰动因素缓解，以及政策面向稳增长方向倾斜背景下，四季度 GDP 两年平均增速有望加快至 5.5%，重返潜在经济增长区间。不过，受基数抬高影响，四季度 GDP 同比增速将会放缓至 4.5% 左右。

值得注意的是，三季度受能耗双控升级影响，煤炭、钢材、水泥等工业品价格大幅冲高，近期国际油价也在上行，9 月 PPI 同比升至 10.7%，创有历史记录以来新高；而在消费不振、猪肉价格下滑影响下，9 月 CPI 同比降至 0.7%。两者之间“剪刀差”加剧意味着下游小微企业面临的经营困难加剧。我们预计，四季度 PPI 将在冲高后小幅回落，CPI 同比则将小幅反弹。整体上看，我国物价仍处于温和状态，不会对货币政策形成掣肘。

**四季度有望开启“边际宽信用”过程，财政政策发力空间较大。**

7 月全面降准后，由于房地产、城投平台融资仍然受限，三季度信贷、社融增速延续下滑，从“宽信用”信号释放到金融数据反弹时滞拉长。不过，进入四季度，房地产金融环境开始转暖，绿色金融定向支持工具有望推出，财政稳增长发力将带动企业融资需求回升，叠加监管层重申“增强信贷总量增长的稳定性”，预计 10 月开始金融数据将开启一轮小幅回升过程。综合考虑未来经济运行态势和市场流动性走势，我们预计四季度央行有可能再度降准，助力“宽

信用”过程。鉴于跨周期调节下稳增长政策力度会较为温和，四季度政策利率将保持不动，信贷、社融同比增速大幅上升的可能性不大，市场利率下行空间也会比较有限。

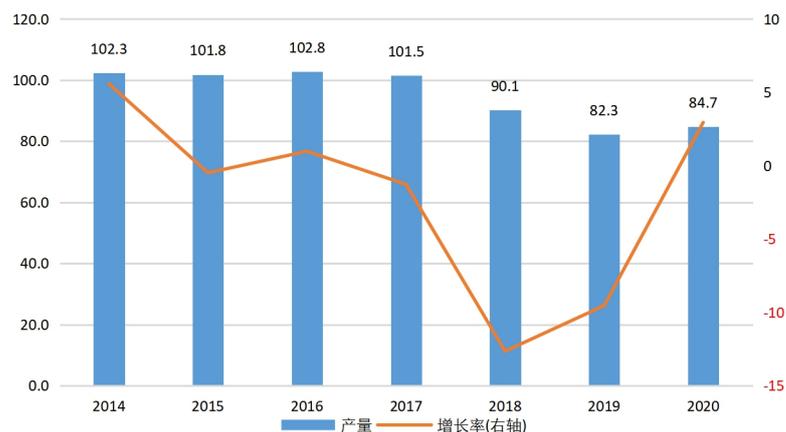
前三季度财政收入大幅增长，支出增幅有限，地方政府专项债发行进度明显放缓，四季度将会有约3万亿的财政赤字空间，专项债发行也将大幅提速。这意味着四季度财政稳增长空间较大，将对宏观经济修复动能反弹提供有力支撑。另外，我们判断，在政策面向稳增长方向调整、监管层高度关注恒大风险背景下，未来一段时间房地产行业违约风险可控，2021年信用债新增违约家数将少于上年。

## 行业分析

**受房地产监管政策趋严及部分房企暴雷影响，预计2022年房地产行业下行压力较大，国内建筑陶瓷行业需求承压**

2020年，能源结构、政策导向和行业内的调整使得部分有实力的优势企业强者越强，陶瓷行业整体的产量较上年小幅增长3.03%，基本保持稳定。

**图表1 建筑陶瓷近年产量及增长率情况（单位：亿平方米，%）**

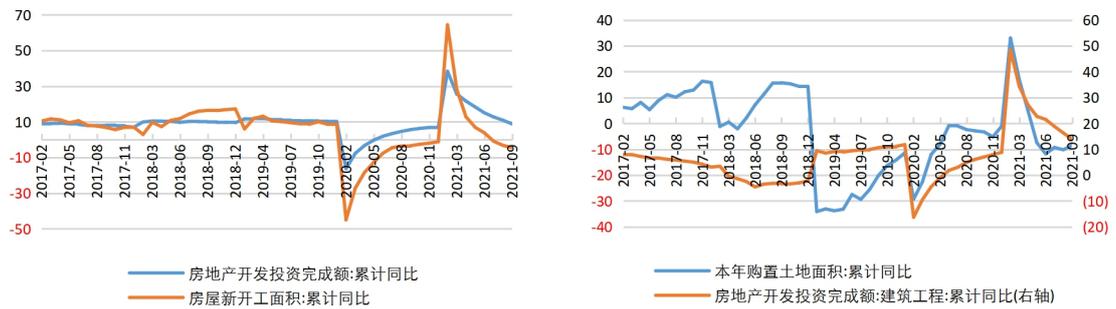


资料来源：wind，东方金诚整理

我国建筑陶瓷行业需求主要来自国内需求，受我国房地产行业的影响较大。2020年受疫情影响，房地产行业全年表现较弱。2020年全国固定资产投资（不含农户）51.9万亿元，同比增长2.9%；房地产开发投资14.1万亿元，同比增长7.0%；房地产施工面积92.7亿平方米，同比增长3.7%；房地产新开工施工面积22.4亿平方米，同比下降1.2%。

2021年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78万亿元，同比增长7.3%；比2019年前三季度增长7.7%，两年平均增长3.8%。全国房地产开发投资11.26万亿元，同比增长8.8%；比2019年前三季度增长14.9%，两年平均增长7.2%。同时，受重点城市供地“两集中”政策影响，1~9月全国土地市场成交量持续下降，一定程度上拖累了全国房屋新开工速度，1~9月全国房屋新开工面积累计同比降幅进一步扩大，单月新开工面积连续6个月同比下降，但降幅延续收窄，其中，9月同比下降13.5%，降幅较上月收窄3.2个百分点。开发投资额方面，9月房地产开发投资额同比首次转负，同比下降3.5%。

图表2 近年及2021年前三季度房地产行业主要数据（单位：%）



资料来源：wind，东方金诚整理

从房地产先行指标来看，2021年前三季度土地购置面积增速放缓，且建筑工程开发投资完成额增速同比下降，同时考虑到房地产行业受“三道红线”政策的严监管和当前部分房企“暴雷”交房难的影响，预计2022年房地产行业下行压力较大，建筑陶瓷行业需求承压。

**建筑陶瓷行业市场竞争激烈，具有设计、品牌和渠道优势的龙头家具企业盈利能力保持稳定；房地产行业的调整将同步带动建筑陶瓷行业向零售渠道的调整**

我国建筑陶瓷产业集中度较低，建筑陶瓷整体呈现“大行业，小企业”的竞争格局。目前我国已成为建筑卫生陶瓷产业最大的生产国、消费国和出口国。行业竞争激烈，同时行业上下游也在加速品牌集中。据国家统计局的数据统计，2020年全国规模以上建筑卫生陶瓷企业1449家，比2019年减少73家，同比下降4.8%；“十三五”期间，首次诞生销售百亿级企业唯美集团（马可波罗）。

建筑陶瓷行业目前主要形成了三大梯队格局。其中第一梯队以唯美集团（马可波罗）、新明珠（冠珠、萨米特等）、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居（欧神诺）等为代表，一般覆盖中高端市场，渠道辐射全国。第二梯队主要为区域品牌，如江西景德镇和湖南衡阳等，覆盖中低端市场，第三梯队数量众多，缺乏自主品牌。目前瓷砖行业的上市公司主要有公司：东鹏控股（003012.SZ）、帝欧家居和蒙娜丽莎（002918.SZ）。在瓷砖行业营业收入下行时，行业内规模较大企业营收逆势保持上涨趋势，集中度明显提升。

受新冠疫情冲击、房地产政策调控、煤改气、产业结构调整等叠加因素的影响，建筑陶瓷行业仍存在较为明显的下行压力。建筑陶瓷行业如陶瓷砖出口，继续呈下滑态势，2020年，陶瓷砖出口量6.22亿平方米，同比下降19.23%，市场受到“双向挤压”。诸多因素的影响下进一步倒逼行业转型升级，同时行业进入的门槛也在不断攀升，做大做强，不再靠过往简单的规模扩张，而是靠系统的产品力、品牌力、推广力和文化力。同时市场需求仍然相对偏弱，加之低端产能过剩的矛盾依旧存在，企业竞争日趋白热化，头部品牌恒强，马太效应凸现，中小企业生存压力逐渐加大。龙头企业市场占有率保持提升趋势，其中具有设计、品牌和渠道优势的龙头家具企业盈利能力将保持稳定。建筑陶瓷行业相关头部上市公司，如东鹏控股、蒙娜丽莎等销售收入和利润总额逐年提高。

近年来，工程渠道端精装房、工装、整装、设计师渠道所占份额进一步的提升，客户从原来的家装消费者变为TOP房地产开发商和工程集采商，解析头部企业增长的动力，绝大部分来

自于工程渠道和战略合作。但随着房地产行业受“三道红线”政策和部分房企“暴雷”交房难的影响，工程渠道端收入的增长性与稳定性承压，对经销商的营销和线下门店规模和数量的建设带来零售渠道的增长正成为建筑陶瓷企业新的收入增长点。

图表 3 建筑陶瓷行业主要上市公司近三年财务数据（单位：亿元）

公司名称	收入			利润总额		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
东鹏控股	66.19	67.52	71.58	9.22	9.54	9.61
帝欧家居	43.08	55.70	56.37	4.29	6.31	6.18
蒙娜丽莎	32.08	38.04	48.64	4.20	5.09	6.51

资料来源：Wind，东方金诚整理

## 业务运营

### 经营概况

公司收入和毛利润仍主要来自建筑陶瓷业务和卫生洁具业务，跟踪期内公司营业收入小幅增长，毛利润和毛利率有所下降

公司收入和毛利润仍主要来自建筑陶瓷业务和卫生洁具业务。2020年公司营业收入56.37亿元，同比小幅增长1.20%；毛利率30.46%，同比下降5.48个百分点。

2021年1~9月，公司营业收入同比增长16.05%，主要系公司全渠道业务转型，零售渠道端收入增长所致；毛利率28.32%，较上年减少2.14个百分点。

图表 4 公司营业收入、毛利及 2020 年收入构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司作为我国领先的建筑陶瓷和卫生洁具制造商之一，跟踪期内，公司保持较强的研发设计能力和较高的品牌知名度，销售渠道持续扩展，在瓷砖和卫生洁具等细分市场仍具有较高的

## 行业竞争地位

公司在卫生洁具和建筑陶瓷行业领域有超过 20 年的运营经验，逐渐成为卫生洁具细分领域和高端陶瓷墙地砖领域的领军企业。2017 年以前，公司主要从事亚克力板和亚克力卫生洁具的研发设计、制造与销售，2018 年，公司收购欧神诺后成功切入高端瓷砖领域，并形成卫生洁具、建筑陶瓷双业务驱动模式，卫生洁具业务和建筑陶瓷业务在销售渠道上有较好的协同效应。

公司建筑陶瓷业务主要由控股子公司欧神诺运营，欧神诺为国家级高新技术企业，主要从事高端瓷砖技术研发、生产以及销售工作。截止目前欧神诺建有国内先进的建筑陶瓷研发中心，设立了博士后科研工作站。欧神诺始终定位于中高端陶瓷市场，产品线涵盖了建筑陶瓷的全部品类，在渠道方面建立了以工装客户和经销商客户为主的销售模式。拥有包括华耐、惠泉等全国性的大型经销商，以及遍布全国主要省市的区域性经销商；工装渠道方面，在原有包括碧桂园、万科、雅居乐、荣盛等大型房地产开发商基础上，陆续与融创、绿地、新城、金茂、龙湖等大中型房地产开发商构建了合作。截至 2021 年 9 月末，瓷砖类产品经销商和代理商逾 1400 家，较 2021 年年初增长约 300 家，终端门店逾 4000 个。

公司卫生洁具产品除原有的亚克力洁具外，也生产陶瓷洁具和智能卫浴产品，产品涵盖浴室柜、坐便器、浴缸、淋浴器、龙头等。公司“帝王洁具”为国内知名卫浴品牌。产品销售上主要以经销商网络和工程渠道销售为主，辅以电子商务、整体家装以及互联网家装等渠道销售到终端客户。截至 2020 年末，公司拥有经销商逾 855 家，终端门店 1019 个，处于行业前列；在工装渠道拥有包括碧桂园、融创、雅居乐、龙湖、合景泰富、绿地等大型房地产开发商客户。

根据中国建筑卫生陶瓷协会的统计数据，2020 年全国规模以上建筑陶瓷工业主营业务收入为 3111.24 亿元，公司建筑陶瓷业务收入为 49.85 亿元，市场占有率为 1.60%。2020 年卫生陶瓷规模以上企业主营业务收入为 770.01 亿元，公司在卫生洁具板块收入为 4.98 亿元，市场占有率为 0.65%。

## 建筑陶瓷业务

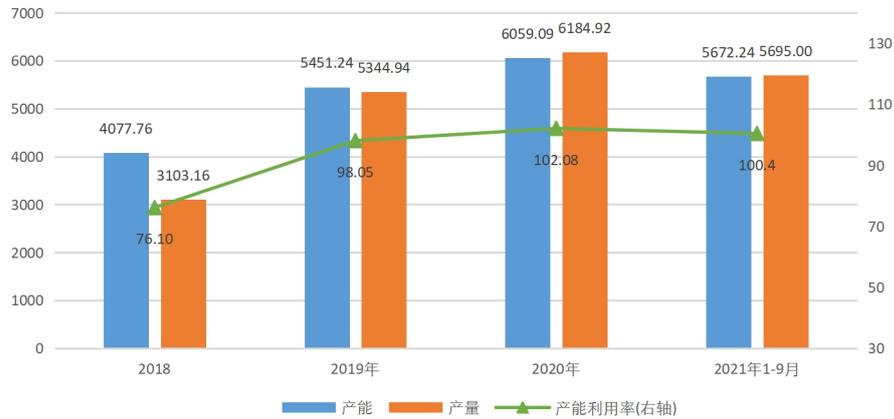
公司建筑陶瓷业务主要由子公司欧神诺负责运营。

**公司建筑陶瓷产品种类丰富，跟踪期内，受益于景德镇基地生产线扩建项目完工投产，建筑陶瓷产能产量保持增长；可转债募投项目生产线预计 2022 年建成投产，届时建筑陶瓷业务的规模优势将进一步提升**

公司建筑陶瓷产品包括主要产品包括了玉质瓷砖大理石瓷砖、普通瓷质抛光砖、仿古砖、瓷片等全部主流产品大类及 800 多个规格花色，可以满足客厅、餐厅、厨房、卫浴、卧室、书房、地窖、阳台、背景、外墙等各类室内空间、各种档次以及风格的装修用砖需求。欧神诺依托自主研发优势，结合国内外市场消费趋势，开发出艺术内涵丰富、使用便捷、效果美观的建筑陶瓷产品。

公司共有佛山、景德镇和广西藤县 3 个建筑陶瓷生产基地。2020 年随着景德镇欧神诺“大规模自动化生产线扩建项目”的顺利投产，预计将新增每年 1000 万平方米瓷片生产能力。因此公司建筑陶瓷产品产量逐年提高，产能利用率保持较高水平。

图表 5 公司建筑陶瓷产能产量及产能利用率情况 (单位: 万平方米, %)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2021 年 9 月末, 广西基地二期项目 (可转债募投项目) 计划投资 8.01 亿元, 已累计投资 3.58 亿元, 计划建设的三条生产线已完工一条并投产; 景德镇两组年产 1300 万平方高端陶瓷地砖智能化生产线项目 (可转债募投项目) 计划投资 3.66 亿元, 已累计投资 0.15 亿元, 预计 2022 年完工投产, 届时上述两个项目的完工将增加建筑陶瓷的产能 4211 万平方米/年, 产能预计较 2020 年增长 70%。

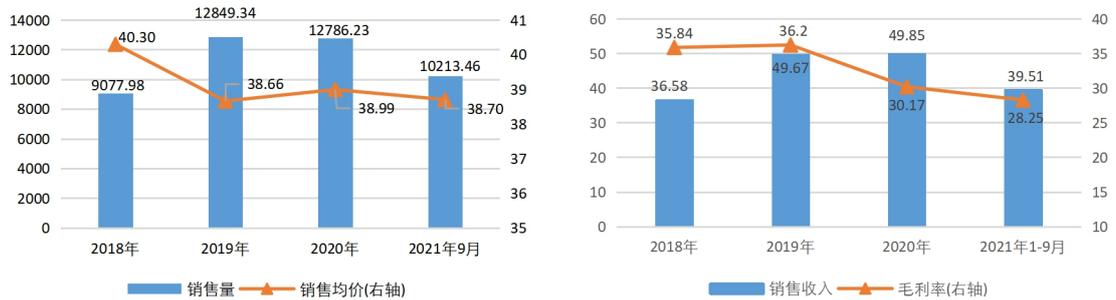
**2021 年前三季度, 受益于零售渠道业务增长, 建筑陶瓷业务收入同比有所增长, 但原材料价格上涨导致毛利润和毛利率有所下降, 预计 2021 年全年业务盈利能力将有所下滑**

公司建筑陶瓷业务主要销售模式为自营工程模式, 客户主要为房地产开发商。公司与自营工程客户签署合同, 由客户根据自身的实际需求向公司下订单, 公司在约定的时间内完成产品的交付事宜。目前碧桂园、万科、雅居乐、华润置地、旭辉、荣盛、泰禾、龙光、华夏幸福等国内房地产龙头企业为主体的客户群, 工程渠道优势较为明显。2020 年上半年, 受新冠疫情影响, 下游房地产企业开工及回款均受到影响, 导致公司应收账款增加较多, 资金回收减少。2020 年 8 月, “三道红线” 政策导致房地产企业融资受到一定限制, 公司对房地产企业的款项回收受到一定影响。

在房地产行业客户的资金回款压力下, 公司制定了两条应对方案, 第一是优选客户, 聚焦头部企业。对当前合作的客户进行全面风险摸排, 只与行业内百强企业合作, 对新签订单进行风险分析, 对部分客户采取减少主动发货, 甚至停止发货的措施, 避免应收风险; 第二是成立由公司总裁领导的风控小组, 对存量和增量项目逐笔排查, 制定相应的风险应对计划。公司自 2020 年下半年开始实行“优选大 B+拓展小 B” 战略, 推进全渠道业务转型、大力拓展零售渠道业务。截至 2021 年 9 月末, 瓷砖类产品经销商和代理商逾 1400 家, 较年初增长约 300 家, 终端门店逾 4000 个。

2020 年, 公司瓷砖销量同比下降 0.49%, 销售均价同比上涨 0.85%, 建筑陶瓷业务收入基本稳定。

图表 6 公司建筑陶瓷产品盈利及销售情况（单位：万平方米、元/m<sup>2</sup>、亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司建筑陶瓷产品主要原材料包括泥砂料、熔块与釉料、包装材料、气块煤等，公司采购部门根据物料需求部门的采购申请单及库存情况进行物料采购。其中电力主要由属地供电局供应；泥砂料、煤炭主要通过和供应商建立长期合作、集中采购、稳定供应渠道、优化运输半径等方式控制成本。2020年泥砂料、煤炭和电力价格等原材料成本基本稳定，公司建筑陶瓷板块产品毛利率30.17%，较上年同期减少6.03个百分点，主要为根据新收入准则，与合同相关的运输费用本年计入了营业成本所致。若剔除上述会计调整因素，2020年，建筑陶瓷业务按去年同口径计算的毛利率为36.99%，同比增长0.79个百分点。

2021年1~9月，公司建筑陶瓷业务收入39.51亿元，同比增长12.04%，主要为公司零售渠道业务增长所致。主要原材料熔块及釉料的平均采购价格较去年同期上涨19.08%，同时能源价格（主要为电力及煤炭）也同步上涨，公司建筑陶瓷业务毛利率较上年同比下降8.74个百分点，毛利率下降明显。同期，建筑陶瓷业务毛利润为11.16亿元，同比下降14.42个百分点。同期毛利润和毛利率的下降主要系成本的上涨和会计准则核算差异所致。2021年下半年公司对部分产品进行了提价，但是考虑到工程渠道端基本都是长协价格，预计提价策略对整体收入提升影响有限。

公司建筑陶瓷零售渠道端收入占比在30%左右，预计2021年，公司渠道业务转型下建筑陶瓷产品收入小幅增长，同时因产品成本提高和直营工程端增长承压的影响，利润总额和毛利率会有所下降。

### 卫生洁具业务

公司卫生洁具业务主要由公司本部负责运营。

**跟踪期内，受产品结构调整影响，公司卫生洁具产能、产量有所下滑，随着重庆智能卫浴项目完工投产，预计产量将有所回升**

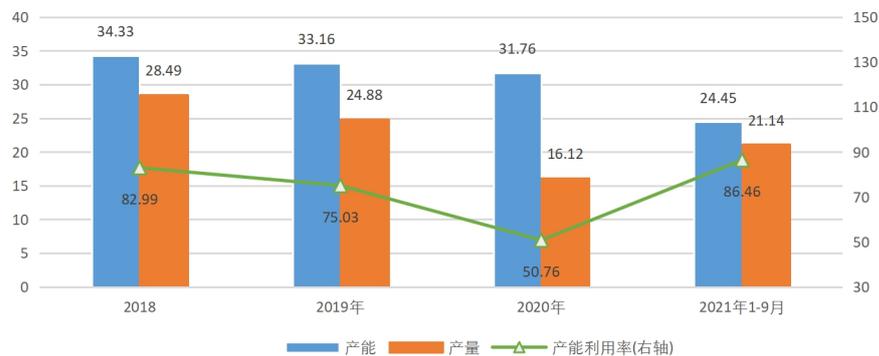
目前，国内卫生洁具市场呈现以陶瓷卫生洁具产品为主，亚克力卫生洁具作为补充的格局。公司卫生洁具产品包括浴室柜、座便器、浴缸、陶瓷洁具、桑拿房等。近年公司根据市场变化对卫浴产品结构进行了调整，逐渐从亚克力洁具转向陶瓷洁具和智能洁具及木作产品。

公司卫生洁具产品产能近年有所波动。2020年产能下滑主要系公司根据市场需求、调整产品结构，减少亚克力卫浴产品产能，投入智能卫浴产品产能建设中所致。2020年公司亚克力材料生产的卫生洁具占比已经很少，约为2%左右，同时智能洁具产品销售占比已达到16.8%，毛

利率水平在 27%左右。

公司在重庆投资 8.00 亿元建设智能卫浴生产项目，该项目于 2018 年开工，共分为三期，每期建设期两年。2020 年，该项目一期已完工并于当年 8 月顺利投产，当前产能约年 30 万件。该一期项目包含一条生产线，主要生产普通坐便器、智能坐便器、浴室柜配套浴盆等智能家居产品，为中高端精装房、工程渠道提供具有高性价比的竞争性产品，攻占精装房和工程市场，同时与公司浴室柜产品的整合，带动浴室柜产品销量。随着智能卫浴生产项目完工投产，预计未来公司卫生洁具产品产量将有所增长。2021 年 1~9 月，公司卫生洁具产量增加，产能利用率提高。

图 7 公司卫生洁具产能产量及产能利用率情况（单位：万套，%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020 年，受益于建筑陶瓷业务在销售渠道上的协同效应，公司卫生洁具销量和收入有所增长；2021 年前三季度，受益于智能卫浴产品产能扩大和市场需求增加，卫生洁具收入增长较快，预计 2021 年全年卫生洁具业务获利能力有所提升

公司卫生洁具产品主要通过经销商渠道进行销售，同时积极推进终端零售渠道、自营工程渠道、家装工程渠道、经销商工程渠道、电子商务渠道的建设。

经销商销售模式包括“销售经理+经销商模式”和“总代理商模式”两种细分类型。“销售经理+经销商模式”由经销商直接销售给终端客户；“总代理商模式”由总代理及其下游分销商销售给终端客户。公司已在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络，特别是在西南及华东部分地区，公司的销售网点已经深入到重点县域城市。2018 年收购欧神诺后，双方渠道进一步融合，公司开展直营工程业务，包括碧桂园、融创、雅居乐、龙湖等大型房地产开发商客户，销售渠道得到扩展，协同效应显现。

公司卫生洁具自主生产产品采购的原材料主要有甲基丙烯酸甲酯（以下简称“MMA”）、树脂、PVC 板、各种零配件等，约占生产成本的 60%以上。供应部根据生产制造部的生产计划，结合公司库存情况，向公司供应商库中的合格供应商进行采购。公司亚克力卫生洁具原材料主要从子公司成都亚克力板业有限公司（以下简称“亚克力板业”）采购，一定程度上保障了公司的原材料供应。OEM 产品采购主要包括陶瓷洁具、淋浴房和家用桑拿房等，由公司自行设计产品方案，再交由合格 OEM 厂商按照公司的要求进行生产。

受市场竞争影响，2020 年卫浴产品价格总体降低，其中浴室柜和桑拿房价格下降较多。公司卫生洁具毛利率较上年有所下滑。

2021年1~9月，因公司智能卫浴生产基地投产，产能逐渐释放，市场对智能卫浴产品的需求增加，同时智能卫浴产品单价较高，因此公司卫生洁具产品的销售收入增长较快，卫生洁具业务收入同比增长61.21%。智能马桶行业处于发展初期，市场拓展空间大。我国智能卫浴行业于2012年后在国内市场呈现爆发式发展，据艾媒咨询，我国智能马桶销量从2015年的340万台上升至2020年的821万台，年均复合增长率达19.28%，其中2020年在疫情的影响下，智能马桶仍保持近10%的增速，行业呈快速增长趋势。

预计2021年公司卫生洁具收入有较大幅度的增长，业务获利能力有所提升，对公司整体收入增长形成较好的补充。

图表8 公司卫生洁具产品盈利及销售情况（单位：亿元、%、万套）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 亚克力板业务

公司亚克力板业务主要由子公司亚克力板业负责运营。

公司亚克力板主要用于生产亚克力卫生洁具，外销规模不大，随着公司卫生洁具产品结构的调整，亚克力板业务收入比重逐渐降低

公司亚克力板业务主要为亚克力板材的生产和销售，亚克力板材主要销售给帝欧家居，用于生产亚克力卫生洁具产品，少部分对外销售。公司自产亚克力板提升了亚克力卫生洁具的原材料保障。但随着公司在卫生洁具产品上的结构调整，该部分收入逐渐降低。2018年~2020年，公司亚克力板业务收入分别为1.45亿元、1.31亿元和1.09亿元；毛利润分别为0.22亿元、0.25亿元和0.26亿元，基本稳定；毛利率分别为15.38%、19.12%和23.83%，2020年毛利率增长较大主要系原材料采购价格下降所致，其中MMA平均采购单价较2019年下降约18%。

2021年1~9月，公司亚克力板业务收入0.87亿元，毛利率18.25%，毛利率下降主要系原材料MMA价格上涨影响。公司亚克力板业务规模不大。

总体来看，公司是我国领先的卫生洁具和建筑陶瓷制造商之一，在卫浴和瓷砖等细分市场仍具有较高的行业竞争地位。跟踪期内，受益于建筑陶瓷业务销售工程渠道端的协同效应及智能卫浴产品需求的增加，公司卫生洁具产品销量和收入增长较快。受房地产行业增长放缓和原材料价格上涨的综合影响，预计2021年公司建筑陶瓷业务盈利有所下降。

### 公司治理与战略

跟踪期内，公司两名董事因涉嫌信息披露违规被证监会调查

中国证监会于2021年6月1日对公司时任董事鲍杰军和丁同文出具《调查通知书》（编号：成稽调查字2021011号、2021010号）立案调查，指出公司董事涉嫌信息披露违法违规。公司于2021年6月2日回复称该信息披露违法违规事项系董事鲍杰军与丁同文的个人持股信息披露有关，与公司无关，该事项不涉及公司财务造假、资金占用、违规担保等情形，不会对公司及公司子公司生产经营等产生影响。同时上述两名董事宣布辞去公司第四届董事会董事职务。截至2021年11月末，公司董事会成员共7人，包括3名独立董事。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了2020年审计报告及2021年1~9月未经审计的合并财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年合并财务报表进行审计，并出具标准无保留意见审计报告。

截至2021年9月末，公司纳入合并范围的一级子公司6家。

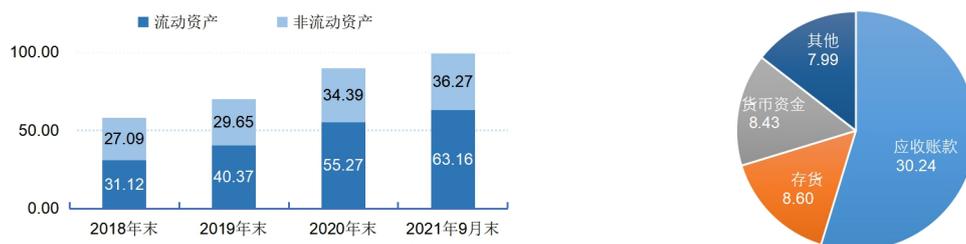
### 资产构成与质量

跟踪期内，公司资产总额增加，仍以流动资产为主，由于欧神诺建筑陶瓷产品回款较慢，公司应收账款大幅提升，对资金形成占用；公司与恒大集团约0.41亿元应收票据出现逾期，存在一定回收风险

公司资产总额逐年增加，资产结构以流动资产为主。2018年~2020年末，流动资产占总资产的比例分别为53.47%、57.65%和61.64%。

2020年末，公司资产总额89.66亿元，同比增长28.05%，其中流动资产占比61.64%，较上年提高3.99个百分点；流动资产主要由应收账款、存货、货币资金构成。2020年末，公司应收账款账面价值30.24亿元，较上年末增加6.78亿元，同比增长28.91%，主要是2020年初疫情影响发货延迟且回款存在一定周期所致；前五大应收账款客户金额合计16.65亿元，占应收账款期末余额的51.89%，其中前两大应收账款方分别为碧桂园和万科，金额分别为9.64亿元和5.35亿元，应收账款的客户集中度较高。从应收账款的账龄分析来看，其中1年以内的应收账款金额为30.68亿元，占总应收账款的95.62%；公司存货账面价值8.60亿元，较上年末增加1.56亿元，系业务规模扩大所致，主要为库存商品、原材料和发出商品，占比分别为46.31%、26.39%和23.55%；货币资金为8.43亿元，较上年末增长67.89%，主要为公司取得借款增加所致，受限货币资金2.94亿元，受限比率34.88%，主要为银行承兑汇票保证金。

图表9 公司资产构成情况（单位：亿元） 图表10 2020年末流动资产构成（单位：亿元）



项目	2018年	2019年	2020年
存货周转率（次）	7.20	5.26	5.01
应收账款周转率（次）	5.41	2.89	2.10
总资产周转率（次）	1.22	0.87	0.71

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020年末，公司非流动资产同比增加15.99%，仍主要由固定资产、无形资产和商誉构成。固定资产主要由生产设备和房屋及建筑物构成，占非流动资产47.35%，较上年增长12.06%，主要是重庆帝王一期陶瓷项目和景德镇陶瓷三期项目（生产线扩建项目）完工转固所致；无形资产和商誉账面价值基本稳定；公司在建工程项目较上年末增长1.40亿元，主要为广西陶瓷二期项目。

2021年9月末，公司资产总额较上年末增长10.89%，总计99.42亿元。流动资产较上年末增长14.27%；公司应收账款和应收票据较上年末分别增加15.06%和21.80%，主要系公司销售规模扩大所致；非流动资产36.27亿元，较上年末增长5.45%，均有小幅增长。

2021年9月末公司应收票据账面价值4.28亿元，较上年末增加0.76亿元。公司与恒大集团及其成员企业之间的应收账款余额为7400万元，应收票据余额为4472万元。其中，已逾期应收票据余额为4100万元左右，其中3950万元已与恒大集团达成抵房解决方案并签订购房合同，目前正在办理相关登记手续<sup>1</sup>。

图表 11 截至 2020 年末非流动资产构成及 2021 年 9 月末资产受限情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2021年9月末，公司受限资产总额10.67亿元，较去年同期减少1.61亿元。主要为无形资产（主要为土地使用权）5.43亿元，货币资金3.40亿元，固定资产1.13亿元，应收票据0.71亿元。受限资产占总资产10.73%，占净资产23.32%。

### 资本结构

跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益保持增长，主要由实收资本、资本公积、未分配利润构成

2020年末，公司所有者权益较上年末增长16.66%，主要系经营积累未分配利润增加所致。其中实收资本较上年末持平，资本公积基本稳定；未分配利润同比增长50.26%。2021年9月

<sup>1</sup> 根据公司提供的资料，该逾期票据的债权人为子公司景德镇欧神诺陶瓷有限公司，相关房产位于石家庄时代新城楼盘（78套，价值约3313万）和贵州遵义恒大翡翠华庭楼盘。

末，公司所有者权益较年初增长 7.68%，主要系净利润增加所致。

图表 12 公司所有者权益情况及 2020 年末构成（单位：亿元）

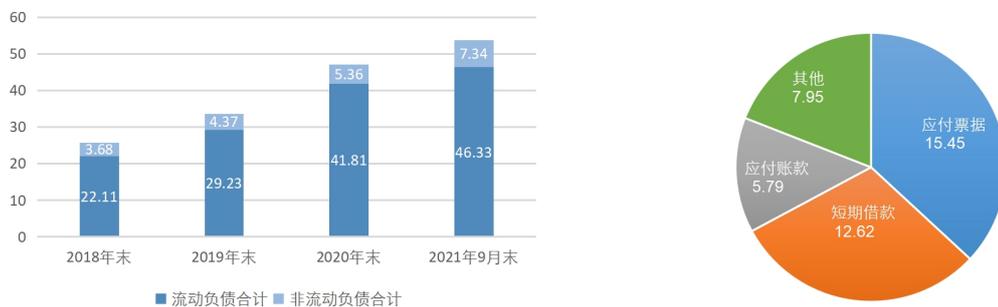


资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债规模持续增长，短期有息债务占比较大，未来一年面临一定债务集中兑付压力

2020 年末，公司总负债为 47.17 亿元，较上年末增长 40.40%。公司流动负债主要为应付票据、短期借款和应付账款，合计占比为 80.98%。公司短期借款同比增加 178.58%，主要系公司取得的银行借款增加所致；公司应付票据同比增加 40.53%，主要为业务规模扩大所致。

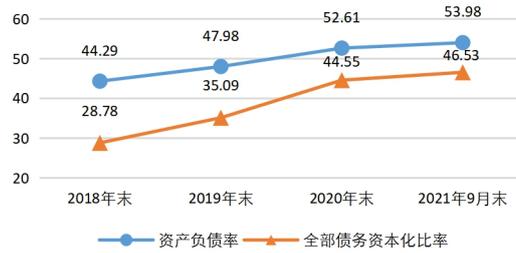
图表 13 公司负债构成及 2020 年末公司流动负债构成（单位：亿元）



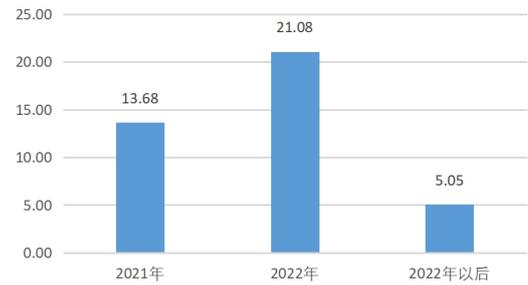
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年 9 月末，公司总负债为 53.67 亿元，较上年末增加 13.77%，有息债务 39.81 亿元，仍以短期借款和应付票据为主。其中短期借款和应付票据分别较年初增加 14.01%和 15.28%，主要系公司生产规模扩大正常经营所致；公司非流动负债总额为 7.34 亿元，较年初增加 36.91%，主要为公司因新建项目筹措资金，长期借款增加所致。从债务期限结构来看，2021 年底到期的有息债务为 13.68 亿元，2022 年底到期的有息债务为 21.07 亿元，近 1 年内集中兑付压力加大。

图表 14 公司负债比率情况 (单位: %)



图表 15 截至 2021 年 9 月末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



图表 16 近年末公司有息债务情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
短期有息债务	10.41	16.36	29.74	33.65
长期有息债务	2.70	3.33	4.39	6.16
合计	13.11	19.70	34.13	39.81

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2021 年 9 月末, 公司对外担保余额为 1355.85 万元, 全部为子公司欧神诺为其经销商提供的担保。

### 盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入基本稳定, 利润总额略有下降; 受原材料和能源价格上涨的影响, 预计 2021 年公司盈利能力面临下行压力

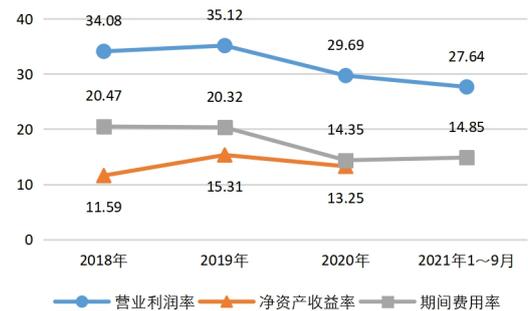
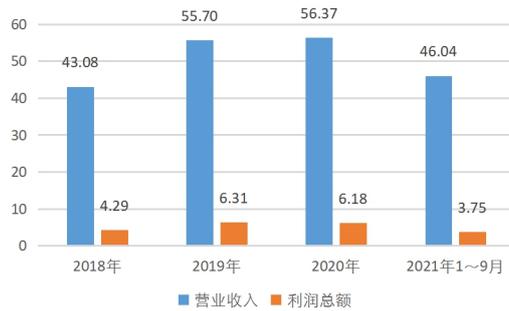
2020 年, 公司全年营业收入为 56.37 亿元, 同比增长 1.20%, 基本稳定; 利润总额为 6.18 亿元, 同比下降 1.97 个百分点; 公司营业利润率为 29.69%, 下降 5.43 个百分点。2020 年, 公司期间费用率同比下降 5.97 个百分点, 主要表现为销售费用的降低, 系执行新收入准则将销售费用中包含的运输费用调整至营业成本所致。其中, 财务费用 0.87 亿元, 较上年增长 70.71%, 主要是借款增加带来的利息支出所致; 研发费用 2.46 亿元, 较上年略有增长; 管理费用 1.65 亿元, 较上年减少 11.41%; 公司信用减值损失-0.59 亿元, 主要为应收账款坏账损失, 金额为 0.48 亿元; 公司资产减值损失-0.19 亿元, 主要为存货跌价损失。公司其他收益 0.77 亿元, 主要为增值税退税和相关政府补助。

2021 年前三季度, 公司营业总收入同比增长 16.05%, 主要为渠道转型下零售渠道端收入增长所致, 其中建筑陶瓷业务收入和卫生洁具业务收入同比分别增长 12.05%和 61.21%。同期, 公司利润总额为 3.75 亿元, 同比下降 14.90%, 主要是成本上涨所致。

2021 年前三季度, 营业成本同比增加 31.05%, 主要为产品销售直接相关的物流及履约费用在主营业务成本核算增加营业成本所致; 剔除该项差异后, 营业成本同比增长 20.16%, 主要系原材料和能源价格上涨所致。同期, 期间费用率下降 5.11 个百分点, 主要为会计政策差异所致, 其中利息费用 0.91 亿元, 同比增长 30.86%, 主要为银行借款利息增加所致。

预计 2021 年, 公司直营工程渠道端收入承压, 渠道转型下零售渠道端收入增长带动公司营业收入小幅增长, 成本压力下公司利润总额较上年略有下降。

图表 17 公司收入和利润情况 (单位: 亿元) 图表 18 公司主要盈利指标情况 (单位: %)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

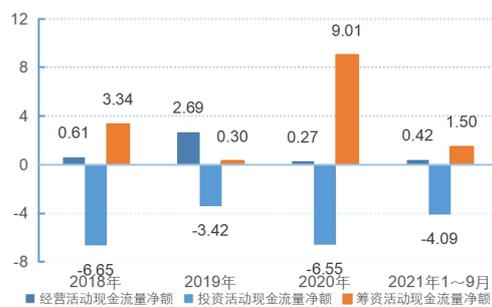
### 现金流

跟踪期内, 受地产客户直营工程渠道支付履约保证金增加影响, 公司经营性净现金流大幅减少, 投资性现金持续净流出, 对外部资金仍将存在依赖

2020年, 公司经营性净现金流为0.27亿元, 同比减少90.08%, 主要为地产客户直营工程业务支付履约保证金增加所致; 投资活动净流出6.55亿元, 主要为公司购建固定资产较去年同期增加所致; 筹资性净现金流9.01亿元, 同比增加2923.09%, 主要为公司银行借款增加所致。

2021年1~9月, 公司经营性净现金流为0.42亿元, 投资性净现金流-4.09亿元, 筹资性净现金流1.50亿元。综合来看, 公司对外部资金的投入依赖较强, 但随着公司募投项目的进一步实施和可转债募投资金的投入, 预计前期投入资金能部分置换回收。

图表 19 公司现金流情况 (单位: 亿元)



指标	2018年	2019年	2020年	2021年1~9月
经营活动现金流入	42.58	55.57	55.59	50.24
现金收入比 (%)	97.40	96.49	96.86	101.27
经营活动现金流出	41.97	52.88	55.33	49.83
投资活动现金流入	7.66	3.52	0.03	0.02
投资活动现金流出	14.32	6.94	6.58	4.11
筹资活动现金流入	8.22	6.73	22.12	14.74
筹资活动现金流出	4.87	6.43	13.12	13.24

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 偿债能力

2020年末, 公司流动比率及速动比率均有所下降。受经营活动净现金流减少、流动负债增加影响, 公司经营性净现金流对流动负债的覆盖程度大幅下降; 全部债务/EBITDA 倍数提高。2021年9月末, 公司资产流动比率与速动比率与年初基本持平, 货币资金6.36亿元, 其中未受限资金2.96亿元, 短期有息债务为33.65亿元, 未受限货币资金对短期有息债务覆盖不足。

截至2021年9月末, 未来一年内公司无面临回售选择权或到期兑付的债券。2020年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为1.02亿元。截至2021年9月末, 公司银行授信总额为53.95亿元, 已使用授信38.77亿元, 未使用授信15.18亿元。

图表 20 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年9月
流动比率	140.80	138.12	132.20	136.33
速动比率	111.27	114.02	111.63	112.23
经营现金流动负债比	2.74	9.19	0.64	-
EBITDA 利息倍数	11.79	14.66	9.03	-
全部债务/EBITDA	2.28	2.34	3.86	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 同业比较

同业比较来看, 公司营业收入、资产总额排名靠前, 毛利率和经营现金流动负债比较低。

图表 21 同业比较情况

项目	帝欧家居	广州好莱客创意家居股份有限公司	蒙娜丽莎集团股份有限公司	顾家家居股份有限公司
资产总额 (亿元)	89.66	51.65	75.80	130.38
营业总收入 (亿元)	56.37	21.83	48.64	126.66
利润总额 (亿元)	6.18	3.11	6.51	11.95
毛利率 (%)	30.46	36.70	34.29	35.21
资产负债率 (%)	52.61	44.88	52.57	45.52
经营现金流动负债比 (%)	0.64	32.36	17.00	40.33

注: 以上对比企业最新主体信用等级为 AA/稳定。资料来源: 源自各企业披露的 2020 年年报、Wind, 东方金诚整理

## 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》, 截至 2021 年 11 月 23 日, 公司无不良及关注类贷款。截至本报告出具日, “帝欧转债”尚未到付息期。

## 抗风险能力及结论

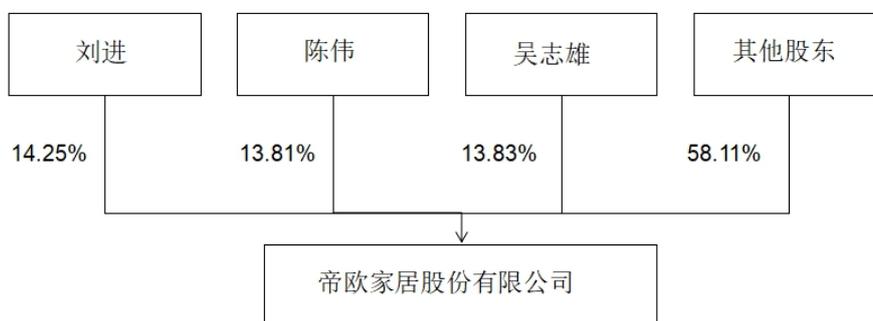
跟踪期内, 公司作为我国领先的建筑陶瓷和卫生洁具制造商之一, 公司销售渠道持续扩展, 保持较强的研发设计能力和较高的品牌知名度, 在瓷砖和卫生洁具等细分市场仍具有较强的行业竞争地位; 受益于景德镇基地生产线扩建项目完工投产, 建筑陶瓷产能、产量保持增长, 本期可转债募投项目生产线预计 2022 年建成投产, 届时建筑陶瓷业务的规模优势将进一步提升; 2021 年前三季度, 受益于智能卫浴产品产能扩大和市场需求增加, 卫生洁具收入增长较快, 预计 2021 年全年卫生洁具业务获利能力有所提升。

同时, 东方金诚也关注到跟踪期内, 受房地产增长放缓影响以及原材料和能源价格上涨影响, 预计公司建筑陶瓷业务增长和盈利面临压力; 由于欧神诺建筑陶瓷业务回款较慢, 公司应收账款大幅提升, 资金占用程度提高, 公司与恒大集团约 0.41 亿元应收票据出现逾期, 存在一定回收风险; 公司债务规模增长较快, 短期有息债务占比较大, 2021 年及 2022 年债务集中兑付压力加大; 受地产客户直营工程渠道支付履约保证金增加影响, 公司 2020 年经营性净现金流

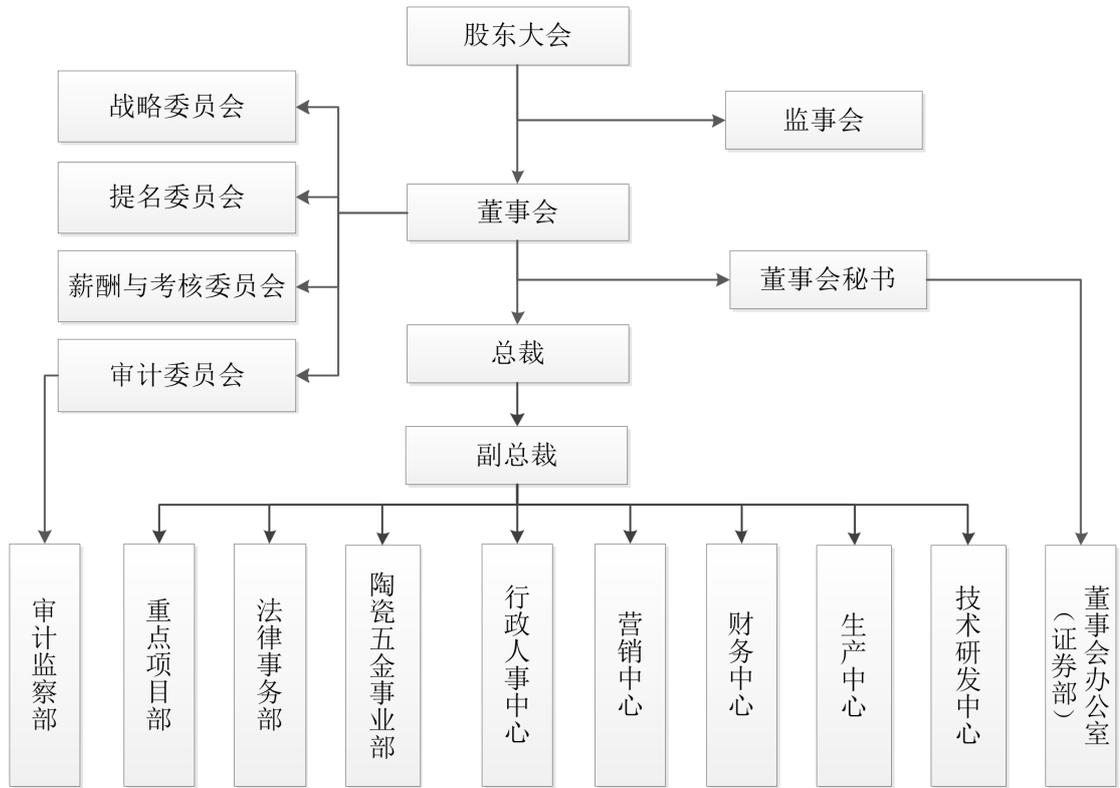
大幅减少；公司两名董事因涉嫌信息披露违法违规受证监会立案调查。

综合分析，帝欧家居抗风险能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。东方金诚维持帝欧家居股份有限公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“帝欧转债”的信用等级为 AA-。

附件一：截至 2021 年 9 月末帝欧家居股权结构图



附件二：截至 2021 年 9 月末帝欧家居组织结构图



### 附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年9月 (未经审计)
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	58.21	70.02	89.66	99.42
所有者权益 (亿元)	32.43	36.42	42.49	45.76
负债总额 (亿元)	25.78	33.60	47.17	53.67
短期债务 (亿元)	10.41	16.36	29.74	33.65
长期债务 (亿元)	2.70	3.33	4.39	6.16
全部债务 (亿元)	13.11	19.70	34.13	39.81
营业收入 (亿元)	43.08	55.70	56.37	46.04
利润总额 (亿元)	4.29	6.31	6.18	3.75
净利润 (亿元)	3.76	5.58	5.63	3.46
EBITDA (亿元)	5.75	8.41	8.85	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.61	2.69	0.27	0.42
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-6.65	-3.42	-6.55	-4.09
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	3.34	0.30	9.01	1.50
毛利率 (%)	35.00	35.94	30.46	28.32
营业利润率 (%)	34.08	35.12	29.69	27.64
净资产收益率 (%)	11.59	15.31	13.25	-
资产负债率 (%)	44.29	47.98	52.61	53.98
长期债务资本化比率 (%)	7.69	8.38	9.37	11.87
全部债务资本化比率 (%)	28.78	35.09	44.55	46.53
货币资金/短期债务 (%)	48.60	30.70	28.35	18.92
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-46.12	-3.71	-18.42	-
流动比率 (%)	140.80	138.12	132.20	136.33
速动比率 (%)	111.27	114.02	111.63	112.23
经营现金流流动负债比 (%)	2.74	9.19	0.64	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.79	14.66	9.03	-
全部债务/EBITDA (倍)	2.28	2.34	3.86	-
应收账款周转次数 (次)	5.41	2.89	2.10	-
销售债权周转率 (次)	4.72	2.61	1.91	-
存货周转次数 (次)	7.20	5.26	5.01	-
总资产周转次数 (次)	1.22	0.87	0.71	-
现金收入比 (%)	97.40	96.49	96.86	101.27

#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (%)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 短期债务=短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚一般轻工制造企业信用评级方法及模型 (RTFC006201907)》

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。