

2019年12月06日

证券研究报告·公司深度报告

蒙娜丽莎 (002918) 建筑材料

买入 (首次)

当前价: 17.74元

目标价: 24.70元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

弯道超车好时机, 扩产做大再腾飞

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 竣工数据改善和精装率提升双击下, 瓷砖 B 端业务持续放量, 去产能和地产高要求下, 一线品牌独享 B 端增量, 迎来做大机会; 2) 公司产能瓶颈突破在即, 2020-2022 年藤县基地分别贡献约 2500 万方、5500 万方、8800 万方产量, 藤县基地的低价原材料和规模效应影响下, 新产能生产成本低, B 端竞争力明显加强, 规模将迅速提升; 3) 公司零售业务基础扎实, 陶瓷薄板行业领先, 新产品、新设计创造能力突出, 在经销商数量增长、网点持续加密以及向县镇渗透下, C 端业务有望在新产能加持下持续稳步增长。
- **竣工改善+精装率提升双击, 瓷砖大市场迎来弯道超车好时机。** 2016 年以来竣工和新开工剪刀差持续扩大, 2019 年 4 季度竣工数据迎来拐点, 8-10 三个月单月竣工增速分别为 2.8%、4.8%和 19.2%, 向上拐点确认。定量看, 2016-2019.10 期间房屋竣工面积与预售面积的绝对值差额累计达到了 14.6 亿平方米, 若三年补足差额, 平均年新增竣工面积近 5 亿平方米, 此轮竣工周期将迎来确定性、大幅度、长期性改善, 下游房地产竣工计划和先验指标也有较强佐证。同时, 目前我国精(全)装房整体占比约 28%, 2019 年上半年参与精装的开发商及精装房项目数量增速分别为 42%和 28%, 增长势头强劲, 在政策、开发商利益和消费习惯升级推动下精装率向着 80%快速迈进。瓷砖是市场规模超过 3000 亿元的大市场, 龙头市占率不足 2%, B 端工程市场市占率也不足 10%, 渗透率低, 在此轮竣工改善和精装率提升双击下, 一线品牌的产品性价比、供货能力符合地产商需求, 将独享 B 端增量, 迎来规模和市占率快速提升的好时机。
- **公司 B 端客户结构优, 新产能投产在即, 规模有望快速做大。** 公司主要客户为碧桂园、万科、保利、恒大等大型地产商, 目前战略合作地产商超过 60 家, 其中半数以上为 TOP100 企业, 2016-2018 年首选率依次为 12%、16%和 17%, 持续提升至行业第二, B 端客户结构优, 认可度高。公司目前自有产能约 5000 万平方米/年, OEM 产能约 2000 万平方米, 2018 年公司销量 6602 万平方米。由于佛山和清远厂房面积有限, 而房地产开发商要求自有产能交货, 同时高端产品 OEM 无法代工, 公司面临产能瓶颈, B 端客户拓展和高端产品推广受限。2018 年公司计划投资 20 亿元在广西藤县建设 11 条高端生产线, 总产能 8800 万平方米/年, 产能瓶颈打破在即, 根据产能规划 2020-2022 年藤县基地分别贡献约 2500 万方、5500 万方、8800 万方产量, 藤县基地的低价原材料和规模效应影响下, 新产能生产成本低, B 端竞争力明显加强, 规模将迅速提升。
- **公司 C 端基础扎实, 多方面加持下稳步增长。** 公司目前经销商数量约 1000 家, 网点数量超过 3500 家, 专营店约 2000 家, 市及以上城市均有网点覆盖, 目前正向县以及镇渗透, 基础扎实。同时, 公司陶瓷薄板行业领先, 新产品、新设计创造能力突出, 后续经销商数量增加、网点加密及向下渗透、持续的宣传推广和新产能加持下, C 端业务和品牌知名度有望持续提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年归母净利润复合增长率 28.2%。公司处于加速增长拐点, 给予公司 2020 年 18 倍估值, 对应目标价 24.7 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3208.40	3761.51	5045.84	6741.45
增长率	11.02%	17.24%	34.14%	33.60%
归属母公司净利润(百万元)	362.38	423.31	550.60	762.93
增长率	20.11%	16.81%	30.07%	38.56%
每股收益 EPS(元)	0.90	1.05	1.37	1.90
净资产收益率 ROE	14.21%	14.60%	16.36%	18.99%
PE	20	17	13	9
PB	2.80	2.46	2.12	1.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

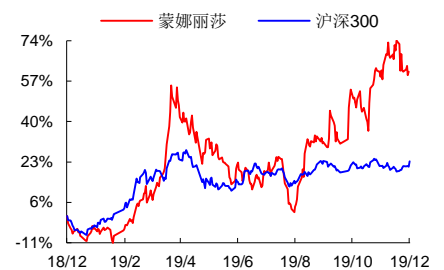
分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679

邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.02
流通 A 股(亿股)	1.35
52 周内股价区间(元)	10.69-28.23
总市值(亿元)	71.35
总资产(亿元)	50.47
每股净资产(元)	6.90

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

假设 1: 假设藤县基地产能按计划投产, 2020 年贡献产量 2500 万平方米, 2021 年可贡献产量 5500 万平方米, 2022 年贡献产量 8800 万平方米。叠加 OEM 产量增长, 公司 2019-2021 年销量分别为 7700 万平方米、1 亿平方米和 1.3 亿平方米, 增速分别为 16.6%、29.9%和 30%。

假设 2: 2020 年新增产能主要为陶瓷有釉砖和陶瓷薄板, 假设新增产量中有釉砖产量约 1700 万平方米, 对应增速 40%; 陶瓷薄板约 580 万平方米, 对应增速约 100%。

假设 3: 公司藤县新产能生产成本低于原有产能, 假设公司以低成本优势对 B 端客户让利占据更多市场, 各项业务毛利率保持稳定。

我们区别于市场的观点

市场对公司扩产和产能消化仍存有疑虑, 我们分析和考证后认为, 公司扩产计划稳步推进, 2019 年公司销售人员扩张、增加合作地产商数量等已经为 2020 年的产能消化打下了坚实基础, 扩产和产能消化预计顺利。

股价上涨的催化因素

竣工数据持续改善; 公司产能投产以及业绩跟随产能增长等。

估值和目标价格

公司目前处于业绩增长拐点, 适合 PE 估值法, 归母净利润未来三年复合增速 28.2%, 经营性现金流和利润匹配, 给予 2020 年 18 倍 PE, 对应市值 99 亿元, 目标价 24.7 元。首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

竣工数据不及预期风险; 产能投产不及预期风险; B 端客户拓展不及预期风险。

目 录

1 公司概况：成长中的一线瓷砖品牌	1
2 行业分析：渗透率低的大市场，企业做大的好时点	3
2.1 瓷砖概况：上下游、工艺流程、产品特性和趋势	3
2.2 市场空间：3000+亿的大市场	5
2.3 市场空间趋势：竣工改善和精装率提升双击，B端放量在即	7
2.4 竞争格局：企业渗透率低，百亿营收企业尚未出现	11
2.5 竞争格局未来趋势：一线品牌迎机遇，市占率持续提升	13
2.6 国际巨头：高市占率，后期发展靠并购	15
3 公司分析：基础扎实，扩产能加速增长，弯道超车	16
3.1 多方位领先的一线品牌	16
3.2 B端客户结构优，C端基础扎实	19
3.3 产能瓶颈突破在即，放量可期	20
4 财务分析：应收可控，现金流良好	21
5 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 绝对估值	24
5.3 相对估值	25
6 风险提示	26

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司主营业务结构情况 (亿元)	2
图 4: 公司 2018 年主营业务结构.....	2
图 5: 公司毛利结构情况 (亿元)	2
图 6: 公司 2018 年各业务毛利贡献.....	2
图 7: 公司 2013 年以来营业收入及增速.....	2
图 8: 公司 2013 年以来归母净利润及增速.....	2
图 9: 公司 2013 年以来毛利率情况.....	3
图 10: 公司 2013 年以来期间费用率情况.....	3
图 11: 上下游产业链.....	4
图 12: 陶瓷砖生产流程.....	5
图 13: 2018 年各省市产量 (单位: 万平方米)	5
图 14: 历年陶瓷砖产量.....	6
图 15: 陶瓷砖规模以上企业数量.....	6
图 16: 陶瓷砖规模以上企业营收和增速.....	6
图 17: 我国人口增长情况 (万人)	7
图 18: 城镇化率将长期保持向前推进.....	7
图 19: 2017 年各国城镇住房人均使用面积 (平方米)	8
图 20: 2030 年新增住房面积测算的关键假设.....	8
图 21: 一线城市二手房和新房成交量对比 (单位: 万平方米)	8
图 22: 房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速.....	9
图 23: 房屋预售面积与竣工面积 (万平方米)	9
图 24: 多家房企 2019 年竣工计划增速提升.....	10
图 25: 电梯企业主营业务收入增速和竣工增速 (%)	10
图 26: 平板玻璃销量增速和竣工增速.....	10
图 27: 龙头公司市占率情况.....	12
图 28: 房地产 500 强瓷砖首选率情况.....	13
图 29: 2014-2018 年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率.....	14
图 30: TOP10、TOP20、TOP30 销售门槛 (亿元)	14
图 31: 莫霍克公司营收情况 (亿美元)	15
图 32: 莫霍克公司净利润情况 (亿美元)	15
图 33: 2018 年莫霍克业务分类.....	15
图 34: 2017 年美国地板业务详细分析占比.....	15
图 35: 瓷砖上市公司研发投入占比情况.....	17
图 36: 蒙娜丽莎陶瓷大板.....	17
图 37: 各省市授权门店数量 (家)	20
图 38: 公司资产规模情况 (亿元)	21
图 39: 瓷砖公司应收账款和票据占总营收比例对比.....	21

图 40: 公司负债情况 (亿元)	22
图 41: 公司资产负债率、速动比率和流动比率 (%)	22
图 42: 公司现金流情况 (亿元)	22

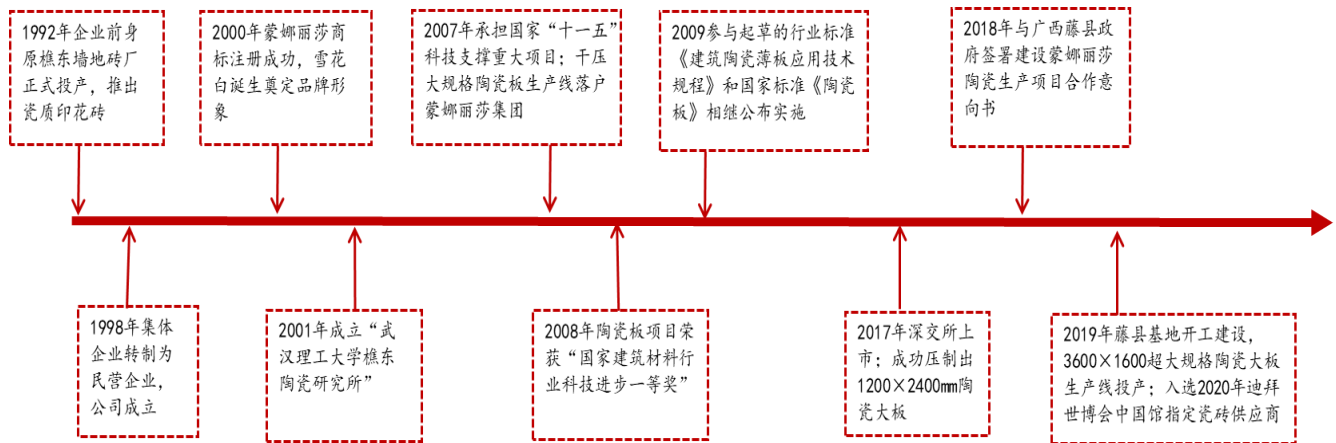
表 目 录

表 1: 主要陶瓷砖种类	3
表 2: 精装房市场空间估算	7
表 3: 多省全 (精) 装修政策梳理	11
表 4: 2019 年上半年精装房情况	11
表 5: 瓷砖一线品牌	12
表 6: 瓷砖行业环保政策	14
表 7: 公司重要发明专利	16
表 8: 公司主要瓷砖品类、系列等	18
表 9: 行业内公司盈利能力对比	18
表 10: 前五大客户情况 (万元)	19
表 11: 各区域房地产首选率情况	19
表 12: 行业内公司 C 端对比	20
表 13: 藤县基地新建产能情况	20
表 14: 公司应收账款账龄和坏账计提情况	21
表 15: 分业务收入及毛利率	23
表 16: 绝对估值假设条件	24
表 17: FCFF 估值结果	24
表 18: FCFF 估值敏感性分析	25
表 19: 可比公司估值	25
附表: 财务预测与估值	27

1 公司概况：成长中的一线瓷砖品牌

蒙娜丽莎成立于1998年，总部位于佛山，主要产品为陶瓷砖、陶瓷板/薄型陶瓷砖，其中陶瓷砖具体可细分为瓷质有釉砖、瓷质无釉砖和非瓷质有釉砖三类。公司的产品稳定可靠，富于艺术内涵，产品广泛应用于住宅装修装饰、公共建筑装修装饰，主要客户均为大型建材经销商和知名房地产开发商。

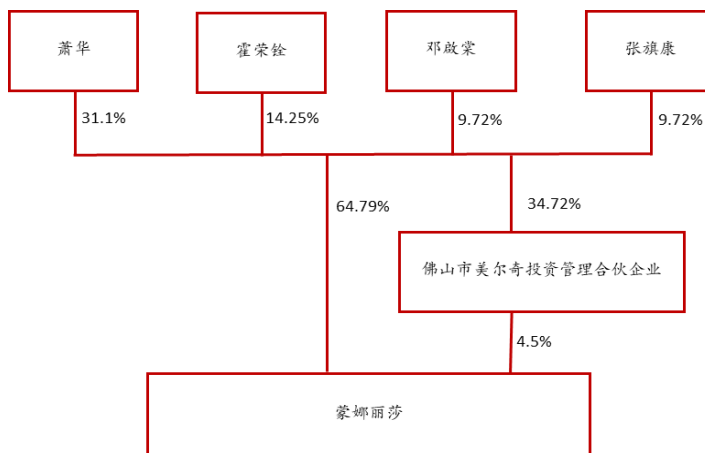
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

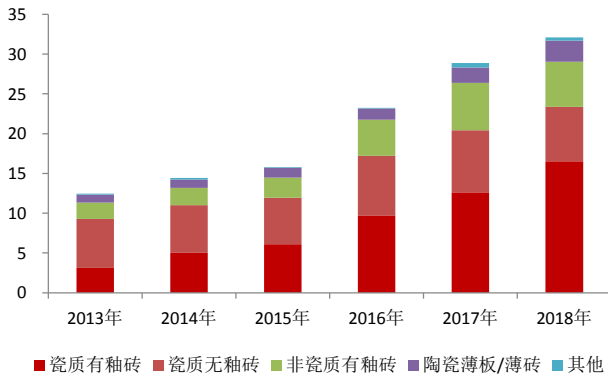
公司控股股东为萧华先生，持股比例31.1%，萧华、霍荣铨、邓啟棠、张旗康为一致行动人，合计持有公司64.8%的股份，为公司实际控制人。

图2：公司股权结构

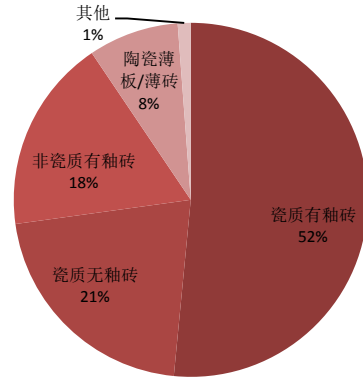


数据来源：公司公告，西南证券整理

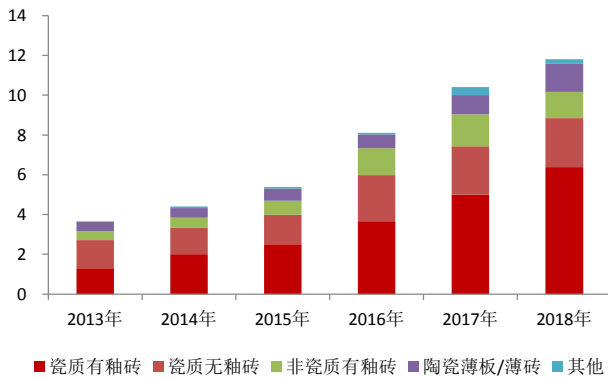
公司主营业务结构：公司产品有瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有釉砖和陶瓷薄板，2018年营收分别为16.5亿元、6.8亿元、5.7亿元和2.7亿元，占比为52%、21%、18%和8%。其中瓷质有釉砖和陶瓷薄板毛利率最高，分别为38.6%和54.2%，增速也最快，3年复合增速分别为39.5%和29.2%。

图 3: 公司主营业务结构情况 (亿元)


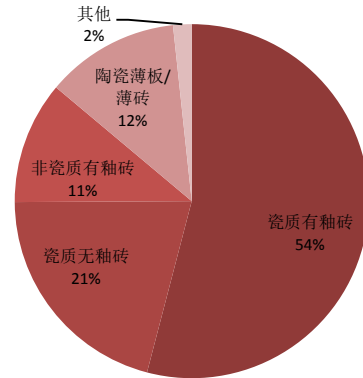
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司 2018 年主营业务结构


数据来源: Wind, 西南证券整理

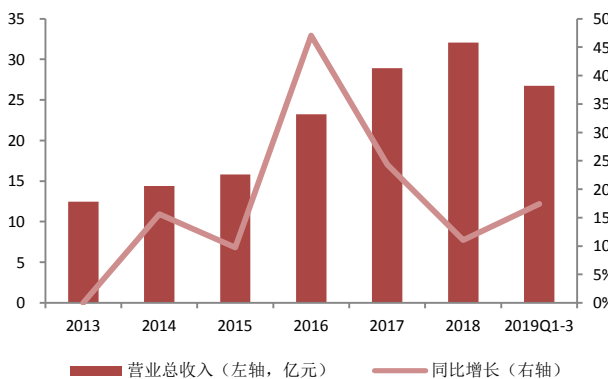
图 5: 公司毛利结构情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

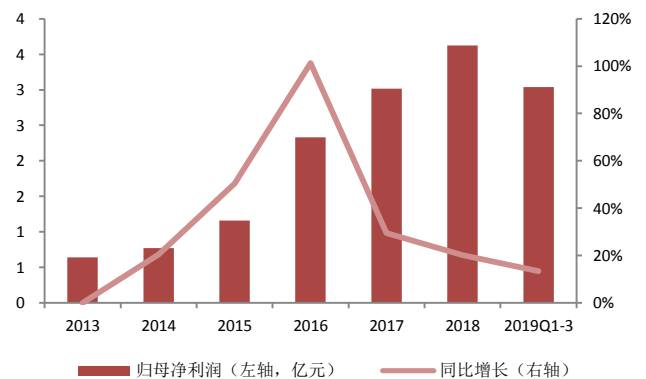
图 6: 公司 2018 年各业务毛利贡献


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司业绩状况: 公司 2016-2018 年营收分别为 23.2 亿元、28.9 亿元和 32.1 亿元, 近 5 年复合增速 20.8%; 利润分别为 2.3 亿元、3 亿元和 3.6 亿元, 近 5 年复合增速 41.4%, 增长良好。2019 年前三季度营收 26.8 亿元, 同比增长 17.4%, 归母净利润 3 亿元, 同比增长 13.5%。2018、2019 年增速略有下滑主要系宏观竣工数据较差以及公司产能达到瓶颈所致。

图 7: 公司 2013 年以来营业收入及增速


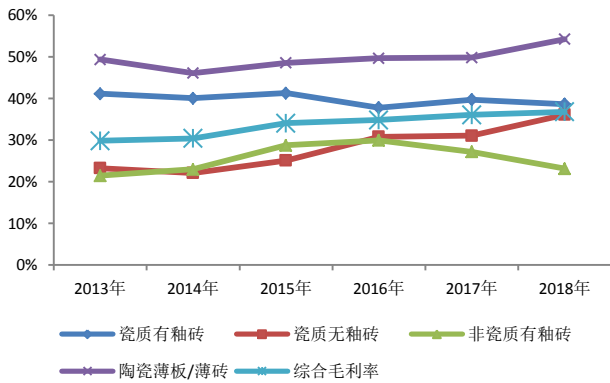
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司 2013 年以来归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

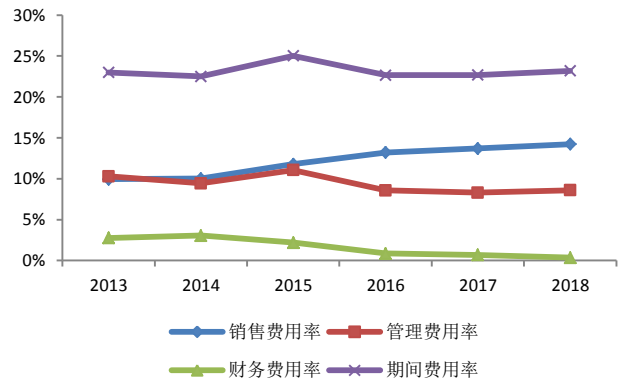
公司盈利能力：公司 2016-2018 年毛利率分别为 34.8%、36%和 36.8%；期间费用率为 22.7%、22.7%和 23.2%；净利率为 10%、10.4%和 11.3%。利润水平稳步提升，费用管控良好。

图 9：公司 2013 年以来毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2013 年以来期间费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：渗透率低的大市场，企业做大的好时点

2.1 瓷砖概况：上下游、工艺流程、产品特性和趋势

建筑陶瓷品类众多，按照用途主要分为：外墙砖、内墙砖、地砖等；按照吸水率不同分为：瓷质砖、炻瓷砖、细炻砖、炻质砖、陶质砖；按有无釉面可分为有釉面砖和无釉砖，均可进行抛光处理；根据装饰方式和风格又主要分为：仿石砖、仿古砖、大理石瓷砖等。

表 1：主要陶瓷砖种类

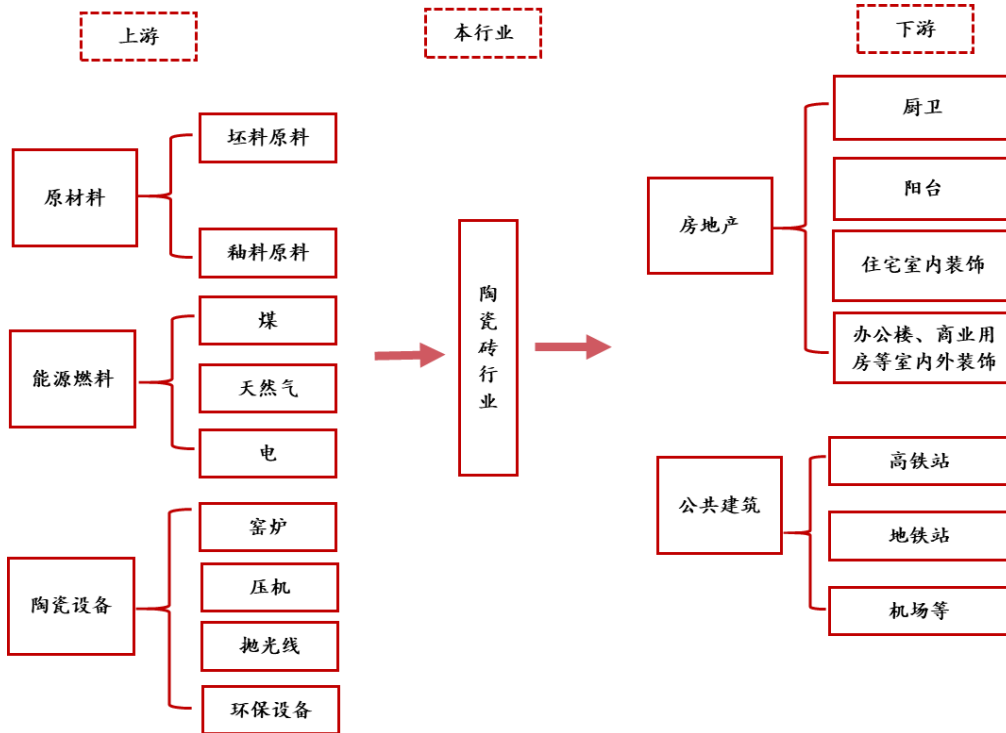
分类	具体分类	分类依据	特性对比
按吸水性	瓷质砖	吸水性 $\leq 0.5\%$	陶瓷烧结越致密，吸水率越低，强度越高；对于抛光砖来说，吸水率越低，表面气孔量就越小，防污能力就越强
	炻瓷砖	$0.5\% < \text{吸水性} \leq 3\%$	
	细炻砖	$3\% < \text{吸水性} \leq 6\%$	
	炻质砖	$6\% < \text{吸水性} \leq 10\%$	
	陶质砖	$> 10\%$	
按施釉	无釉砖	不施釉	无釉砖耐磨性能好，但色彩略单一，釉面砖耐磨性稍差，但色彩丰富。
	釉面砖	施釉	

数据来源：陶瓷砖的国家标准 (GB4100-2015《陶瓷砖》，西南证券整理)

陶瓷砖上游行业包括坯料原料、釉面原料等原材料，煤、电、气等能源燃料，以及窑炉、压机、抛光线、环保排放治理系统。企业生产成本中原材料成本占比约 50%，能源成本占比约 20%，其他人工成本、制造费用、固定资产折旧等占比约 30%。其中坯料原料涉及粘土、沙、石多达几十个品种，我国资源丰富，产地和上游供应商众多，标准化程度低。釉料原料包括墨水、色料、熔块、釉粉等，通常通过采购不同供应商的多种釉料原料调配而成，各企业配方差异性较大。总体而言大型陶瓷砖生产企业相较上游议价能力较强。陶瓷砖下游客户主要为房地产开发商和家装消费者，其中房地产客户注重性价比、装饰效果和供货能力，由

于其采购量大、可供选择多，议价能力价高；家装消费者注重装饰效果的同时更注重品牌。总体而言瓷砖企业产业链地位中等，房地产企业高议价能力带来的应收账款可以转移至上游原材料企业。

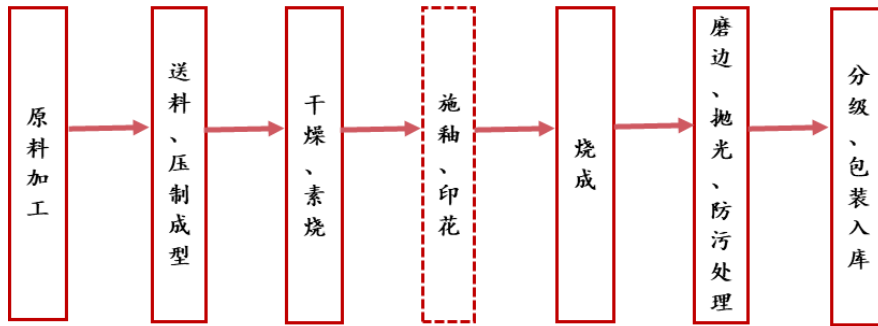
图 11：上下游产业链



数据来源：西南证券

瓷砖生产技术难度整体不高，但近年来严格的环保要求、煤改气等使很多落后产能成本激增、难以为继，过硬的质量和优良的成本管控成为当前去产能阶段生存下来的基本条件。同时，陶瓷砖产品薄型化、大型化以及新品类新设计更新周期加快趋势明显。国家标准化委员会于 2015 年发布《陶瓷砖》国家标准首次对干压陶瓷砖厚度作出限定，陶瓷砖趋向薄型化。近年来陶瓷大板（规格≥1200×2400mm 以上的瓷质陶瓷板）市场热度持续提升，且应用边界也逐渐突破，除了上墙下地，陶瓷大板更多被应用到了洗手台、橱柜、餐桌等家具类产品的生产制作上，大型化瓷砖用武之地越来越广。继大理石瓷砖、K-金砖、木纹砖、现代仿古砖等品类出现到成熟之后，像陶瓷大板、负离子瓷砖、发泡陶瓷、地暖陶瓷等新品类以及新设计陆续出现，且龙头厂家推出新花色、新图案、新结构、新风格的频率越来越快。优秀的产品研发和设计逐步成为建陶企业核心竞争力之一。

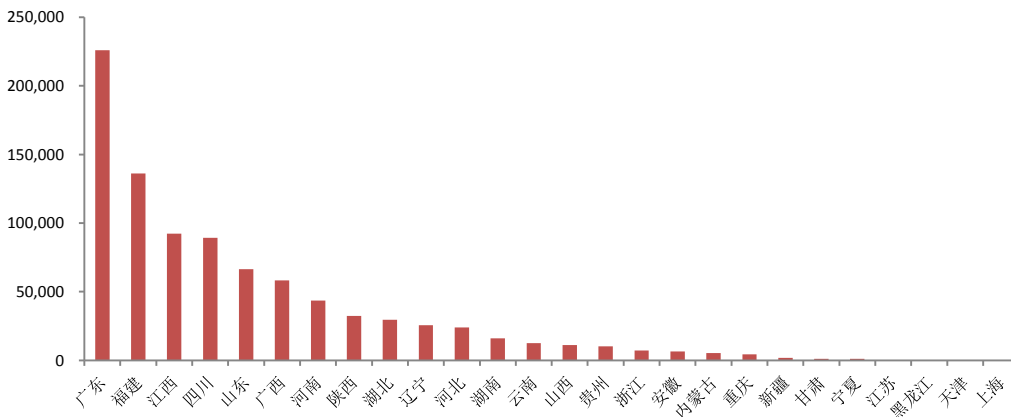
图 12: 陶瓷砖生产流程



数据来源: 西南证券

区域性: 全国绝大多数省市均有陶瓷砖产能, 广东、福建和江西产能最大, 2018 年三省产量占到全国产量的约 50%, 存在区域集群。**季节性:** 1、2 月是建筑装修装饰的淡季, 同时, 建筑陶瓷企业每年也需要进行一次全面停窑, 以进行设备的整体检修, 因此普遍在农历新年前后停产一个月左右, 1、2 月份的销售量较低。其他月份, 不存在明显的季节性特征。**运输半径:** 瓷砖密度大, 单位重量价值低, 存在约 500KM 的经济运输半径。

图 13: 2018 年各省市产量 (单位: 万平方米)

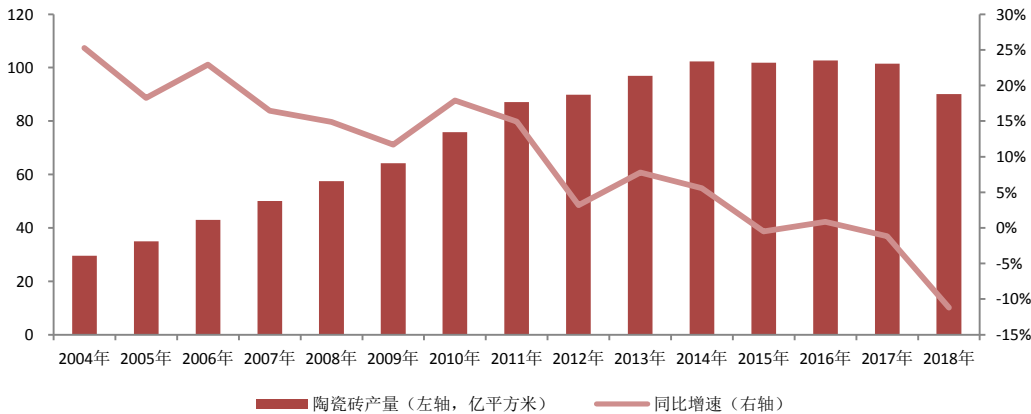


数据来源: 建筑卫生陶瓷协会, 西南证券整理

2.2 市场空间: 3000+亿的大市场

2018 年我国陶瓷砖产量 90.1 亿平方米, 同比下滑 11.2%。2004-2011 年, 全国陶瓷砖产量连续八年两位数增长, 2012-2014 年增速下滑保持在个位数增长, 2015-2016 年基本零增长, 2017-2018 年环保高压叠加房地产竣工面积下滑, 陶瓷砖产量出现负增长, 行业进入去产能阶段。

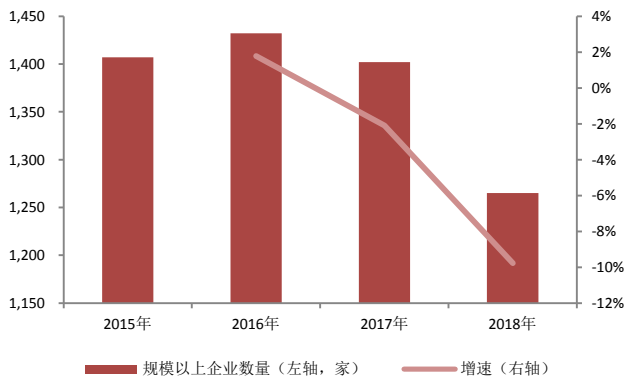
图 14: 历年陶瓷砖产量



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 西南证券整理

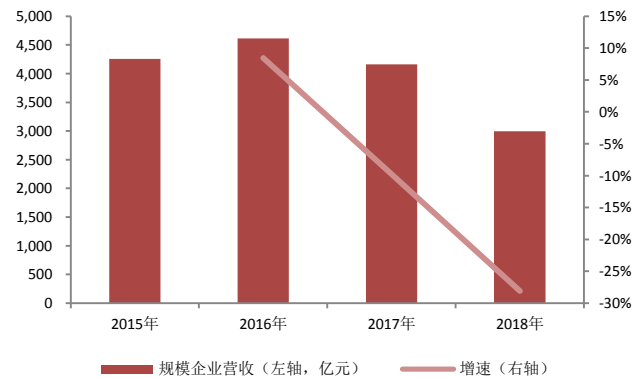
2018 年规模以上建陶企业 1265 家, 同比 2017 年减少 137 家, 实现营收 2993 亿元, 同比下滑 28.1%, 实现利润总额 176.1 亿元, 同比下降 33.6%, 销售利润率为 5.9%, 目前去产能阶段企业增长和盈利压力较大。但考虑到规模以下企业存在, 行业整体市场空间超过 3000 亿元, 瓷砖行业是一个大型行业。

图 15: 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 16: 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

瓷砖应用场景较广, 住宅的厨房、卫生间、阳台、客厅等, 办公楼, 商场, 医院、学校、政府机关等公共建筑以及农村自建房屋等在均大概率大量使用瓷砖, 市场空间难以详细拆分。粗略估算, 万科、保利等龙头地产公司年瓷砖用量约 20 亿元, TOP10 房企瓷砖用量约 150 亿元; 按照 TOP10 房企精装房面积占比约 50% 估算, 房地产工程渠道市场空间约 300 亿元。若以最低配置, 仅商品住宅的厨房、卫生间以及阳台铺设瓷砖, 那么 100 平的房间瓷砖铺设面积约 100 平方米, 按照 2018 年住宅竣工面积 6.6 亿平方米, 精装率 28%, 家装瓷砖 50 元/平方米均价测算, 房地产精装房瓷砖必需品份额也有 100 亿元。

表 2: 精装房市场空间估算

项目	应用场景	长 (m)	宽 (m)	高 (m)	瓷砖铺设面积 (m ²)
100 平住宅	厨房	3	2	3	36
	卫生间	4	2	3	42
	阳台	4	2	3	30
100 平住宅对应约 100 平的瓷砖铺设面积					
2018 年住宅竣工面积	6.6 亿平方米				
2018 年精装率	28%				
2018 年精装面积	1.85 亿平方米				
家装瓷砖单价	50 元/平方米				
精装房市场空间	约 100 亿元				

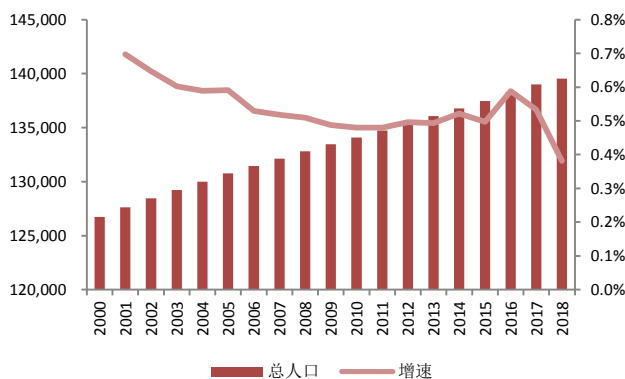
数据来源: 西南证券测算

2.3 市场空间趋势: 竣工改善和精装率提升双击, B 端放量在即

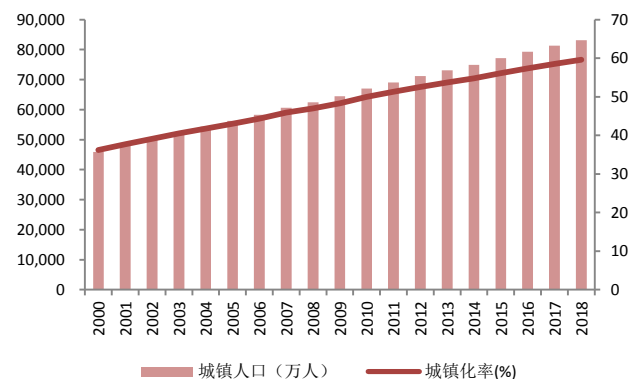
我们判断未来瓷砖市场空间整体稳定, 核心在于房地产新开工韧性较足和存量房进入再装修期。同时, 在细分市场上竣工改善和精装率提升带动工程市场快速放量是未来 2-3 年最大的亮点。

(1) 未来新开工韧性较足提供基础支撑

2018 年末我国大陆人口 14 亿, 自然增长率 3.8%, 虽然老龄化加速, 但 80 年代后期的第三次婴儿潮人口支撑以及二胎甚至不再限制胎儿数的政策鼓励, 我国的人口数量红利仍有释放空间, 增长率预计将长时间大于 0。2018 年末我国城镇化率 59.6%, 同比增加 1.1 个百分点, 距离发达国家的 75% 及格线仍有较大空间, 未来 10 年国内城镇化率都将是持续推进的过程。

图 17: 我国人口增长情况 (万人)


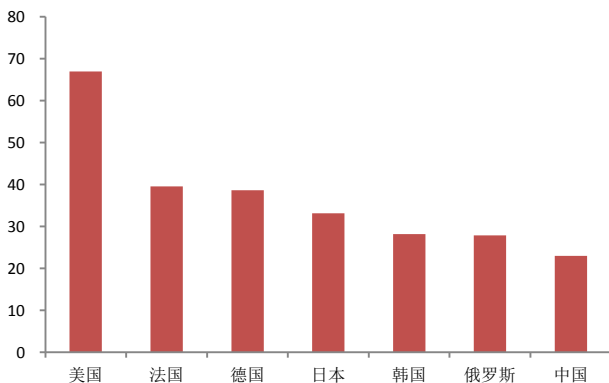
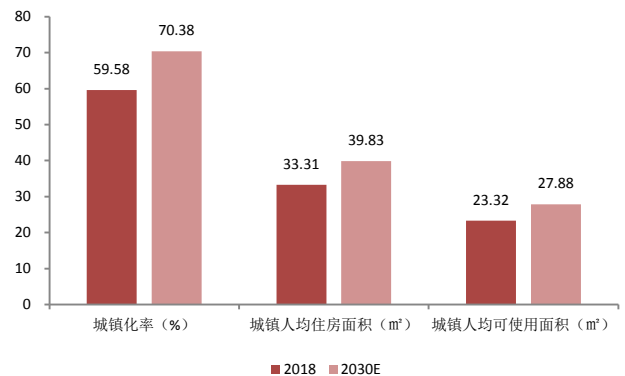
数据来源: 统计局, 西南证券整理

图 18: 城镇化率将长期保持向前推进


数据来源: 统计局, 西南证券整理

根据恒大研究院的测算方法, 我国 2018 年存量城镇住宅面积约为 277 亿平方米, 对应的实际人均城镇住宅建筑面积约为 33.3 平方米, 简单按照 0.7 的系数折合为使用面积仅为 23.3 平方米。与韩国的 28.2 平方米、日本的 33.1 平方米、德国的 38.6 平方米、法国的 39.5 平方米和美国的 66.9 平方米差距较大。参考 2000-2010 年、2010-2017 年中国城镇人均住房建筑面积分别年均增长 3.0%、2.3%, 假设 2019-2030 年中国城镇人均住房面积年均增长

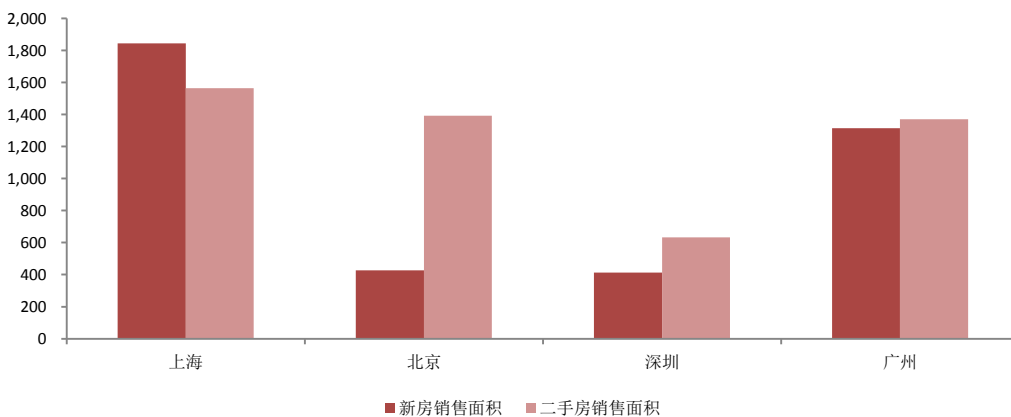
1.5%，未来 10 年人均住宅建筑面积有望达到约 40 平方米。2030 年中国城镇住房存量预计达到约 400 亿平方米，较 2018 年新增约 123 亿平方米。同时，以 1.5%-2% 的折旧率计算，2019-2030 年将折旧拆迁约 62-82 亿平。即 2019-2030 年城镇住房需新增 185-205 亿平方米，对应年均新增 15.4-17.1 亿平方米。从历史经验看，2000-2010 年每年约有 4 亿平方米属于农民带房入城和未纳入国家统计局城镇竣工住宅面积统计的住房面积。假设 2018-2030 年这部分仍为年均 4 亿平方米，则 2019-2030 年每年需新增城镇住房 11.4-13.1 亿平。介于 2018 年竣工房屋面积 (9.4 亿平方米) 和住宅销售面积 (14.8 亿平方米) 之间。在此支撑下，预计未来 10 年房地产难有趋势性大幅下滑。

图 19：2017 年各国城镇住房人均使用面积（平方米）

图 20：2030 年新增住房面积测算的关键假设


数据来源：统计局，西南证券整理。注：国外数据不区分城镇和乡村，因此图表中的国外数据为原始数据*折算系数 (0.85)；其中折算系数 0.85 参考自恒大研究院研究报告。

(2) 存量房密集进入再装修期将平滑长期市场空间波动

根据统计局数据，2018 年国内存量房已超过 270 亿平方米，是当年新开工面积的 13 倍、竣工面积的 30 倍、商品房出售面积的 16 倍。而随着国内存量房建筑面积逐步增长，存量房的翻新和再装修市场基数将长期处于快速扩张阶段。此外，2018 年全国商品住宅销售面积 14.6 亿平方米，二手房成交面积 4.0 亿平，比例达到了 3.7: 1。其中北京、深圳、广州等一线城市二手房成交面积已经超过新房销售面积。而二手房装修意愿较强，也将带动室内涂料需求。

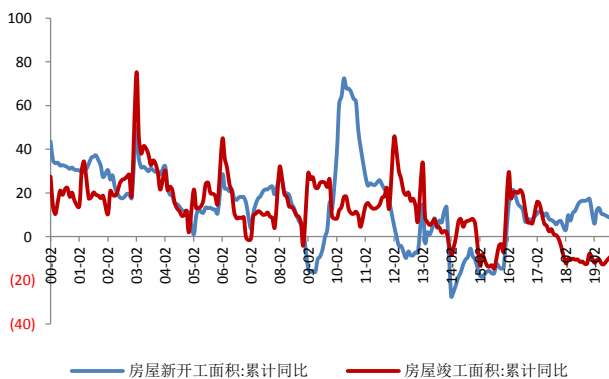
图 21：一线城市二手房和新房成交量对比（单位：万平方米）


数据来源：wind，西南证券整理

(3) 竣工改善和精装率提升带动工程市场快速放量是未来 2-3 年最大的亮点

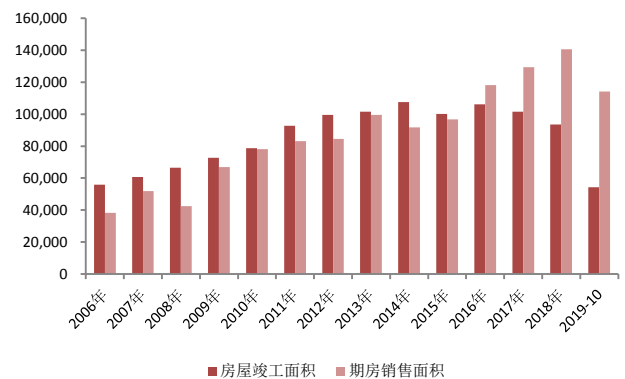
首先，拿地—开工—预售—竣工—交房结算的预售模式目前占整个销售面积的约 85%，是主流销售模式，理论上新开工与竣工存在对应、预售和竣工也应基本对应。从新开工看，2000-2016 年期间，每一个新开工增速峰值在其后的 2-3 年中均有竣工增速峰值与之对应。2017 年以来宏观紧信用，造成房企资金压力，在预售—竣工这一资金纯投入阶段，房企动力不足，开工—竣工周期拉长。出现了 2016 年的新开工增速峰值以及 2016 年-2019 年 6 月期间的新开工高增速在竣工端不仅没有得到对应反而剪刀差持续扩大的现象。竣工峰值滞后但并不会缺席，2019 年 8、9、10 三个月单月竣工增速分别为 2.8%、4.8%和 19.2%，向上拐点确认。从预售看竣工，2015 年以前，房地产竣工面积绝对值均高于预售面积，与房地产开发流程的逻辑链条相匹配，2016 年以来房地产预售房面积绝对值开始高于竣工面积，且在之后绝对值差持续扩大。考虑到预售—竣工—交房存在合同强约束，排除地产商发生大面积违约的极端情况，竣工面积将快速反弹，并逐步超过前期预售房面积。定量看，2016 年-2019 年 10 月期间房屋竣工面积与预售面积的绝对值差额累计达到了 14.6 亿平方米，若在未来三年补足差额的话，平均年新增竣工面积近 5 亿平方米，将带动竣工增速在未来 2-3 年快速提升。

图 22：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

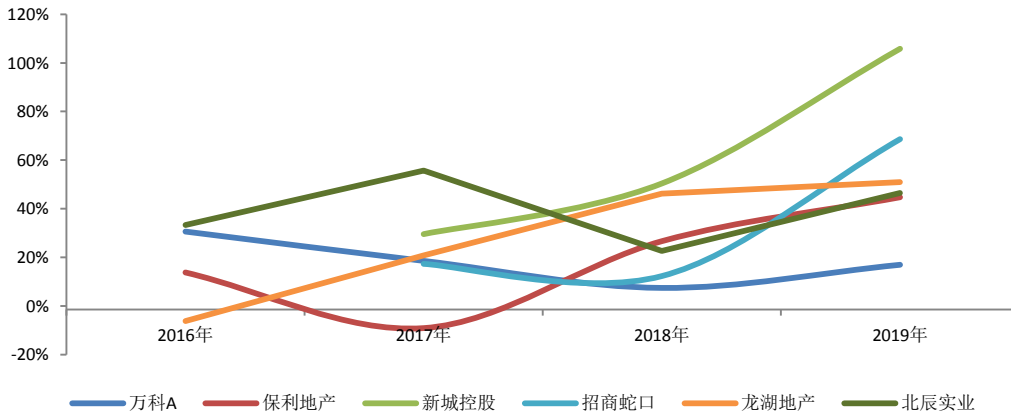
图 23：房屋预售面积与竣工面积（万平方米）



数据来源：统计局，西南证券整理

其次，有持续性披露竣工计划的地产公司中，竣工计划的完成度较高，平均值超过 95%，万科、保利等龙头公司超过 100%，各公司竣工计划对竣工趋势判断有参考性。有数据的 9 家上市公司 2017-2019 年竣工计划的增速分别为 8.8%、24.2%和 40.0%，2019 年加速竣工态势明显。

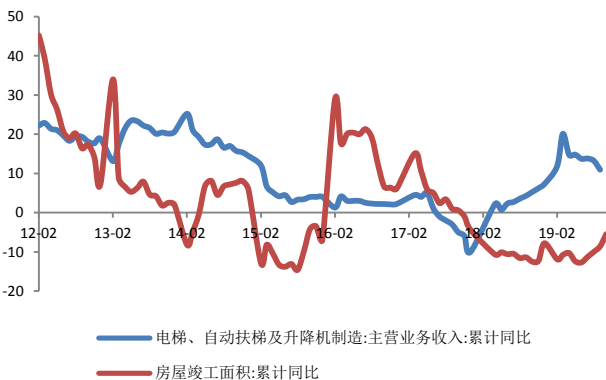
图 24: 多家房企 2019 年竣工计划增速提升



数据来源: 上市公司公告, 西南证券整理

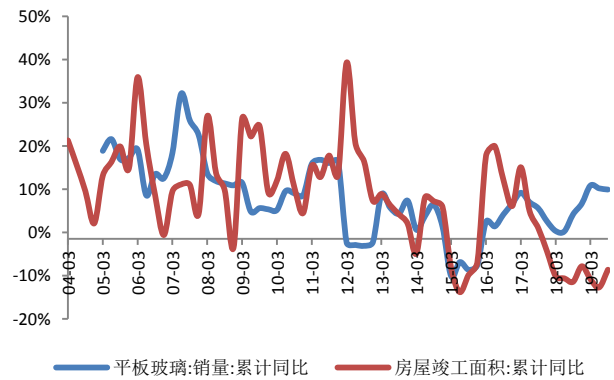
最后, 电梯和玻璃主要应用于下游地产行业, 且在竣工前即需安装完毕, 可以作为竣工数据的先验指标。2018 年以来电梯主营业务收入开始回暖, 且增速持续提升, 增速峰值超过 20%。同期平板玻璃销量增速也开始回升, 2019 年 1-9 月增速 9.9%, 佐证未来竣工面积拐点后持续向上。

图 25: 电梯企业主营业务收入增速和竣工增速 (%)



数据来源: 统计局, 西南证券整理

图 26: 平板玻璃销量增速和竣工增速



数据来源: 统计局, 西南证券整理

此外, 目前我国精(全)装房整体占比约 28%, 《建筑业发展十三五规划》提出到 2020 年新开工全装修成品住宅面积将达到 30%, 多省市出台了全(精)装修政策, 新建住宅精装要求高, 将较大推动精装房面积快速提升。考虑到目前二三线精装率低, 同时对欧美发达国家 80% 的高占比, 国内精装率有很大提升空间。根据奥维云网大数据统计, 2019 年上半年全国共 574 家开发商, 开盘 1448 个精装房商品住宅项目, 开发商及项目增速分别为 42% 和 28%, 精装修商品住宅开盘 130 万套, 同比提升 17%, 增长势头猛。

表 3: 多省全(精)装修政策梳理

省市	政策目标	实现或执行时间
北京	全市保障房 100%全装修	2015 年 5 月
黑龙江	新建住房全装修比例不低于 30%	2015 年 5 月
宁夏	新建住宅全装修的面积比例达到年度竣工面积的 30%	2016 年 1 月
浙江	全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修	2016 年 10 月
上海	新建住宅全装修比例, 外环线内 100%, 外环线外 50%, 奉贤、金山和崇明区 30%	2017 年 1 月
山东	全省、新建高层建筑 100%全装修	2017 年 1 月
河北	新建住房全装修比例不低于 60%	2017 年 6 月
海南	全省新建住宅 100%全装修	2017 年 7 月
湖北	全省新建公共租赁住房实施全装修	2017 年 7 月
安徽	政府新建建筑全部全装修, 合肥新建住宅全装修比例达到 30%	2017 年 12 月
河南	全省新建住宅 100%全装修	2018 年 1 月
山东	全省新建高层小高层住宅 100%全装修	2018 年 1 月
内蒙古	新建住宅全装修比例达到 80%以上	2018 年 9 月
四川	全省新建住宅 50%全装修	2020 年 1 月
江苏	全省新建住宅 60%全装修	2025 年 1 月

数据来源: 地方政府网站, 西南证券整理

表 4: 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

综合来看, 新开工韧性和存量房密集进入装修期能够保证瓷砖行业市场空间长期保持稳定, 同时竣工数据改善能够带动未来 2-3 年瓷砖需求上行, 2019 年 1-9 月陶瓷砖产量 75.2 亿平方米, 同比增长 7.7%, 规模以上建筑陶瓷行业营业收入同比增长 6.6%, 利润同比增长 16.4%, 增速已经出现明显改善。叠加精装率的快速提升又带动了工程市场快速放量, 工程瓷砖成为瓷砖行业最亮眼的细分领域, 若 2021 年竣工面积提升至 12 亿方, 精装率提升到 35%, 那么仅精装住宅市场空间即可相较于 2018 年实现翻倍。

2.4 竞争格局: 企业渗透率低, 百亿营收企业尚未出现

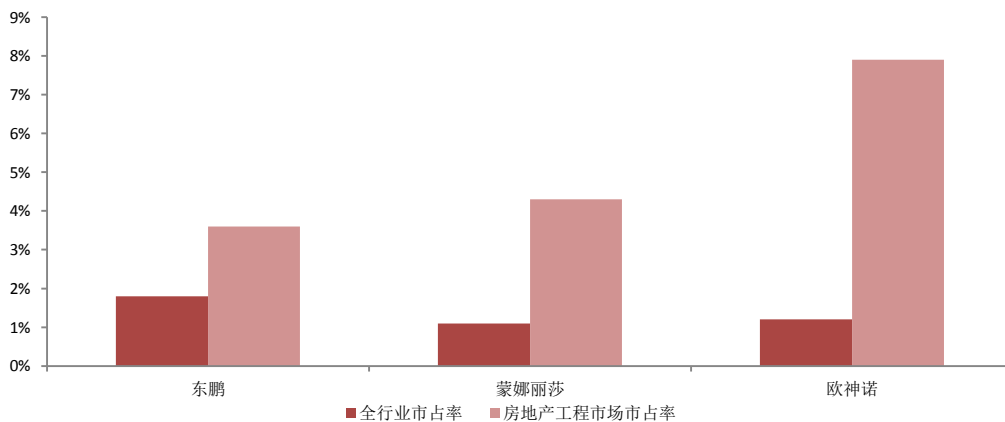
2018 年规模以上建筑陶瓷企业 1265 家, 营收 2993 亿元, 净利润 176 亿元, 单个企业平均营收 2.4 亿元, 平均利润 1391 万元, 企业参与者众多, 包括东鹏、蒙娜丽莎、欧神诺、唯美陶瓷、诺贝尔等一线品牌。

表 5: 瓷砖一线品牌

公司	创立时间	简介
东鹏	1972 年	总部设在佛山，核心产品包括瓷砖和卫浴，旗下拥有“东鹏瓷砖”等品牌；2013 年 12 月在香港联交所主板上市，2016 年进行私有化并退市，2017 年申请 A 股上市，2019 年 10 月过会，门店数量超过 5000 家。
蒙娜丽莎	1998 年	总部设在佛山，旗下拥有品牌“蒙娜丽莎”，2017 年 12 月深交所中小板上市，拥有 3000 多家专卖店。
欧神诺	2000 年	总部设在佛山，旗下拥有“欧神诺”等品牌，2017 年被帝王洁具收购，门店 2400 余家。
唯美	1992 年	总部设在东莞，主营建筑卫生陶瓷制造，房地产开发、酒店业等，旗下拥有“马可波罗陶瓷砖”等建筑陶瓷品牌，在全国拥有 3000 余家专卖店。
诺贝尔	1992 年	成立于 1992 年，总部设在杭州，产品包括陶瓷砖及各种装饰配件，旗下有“诺贝尔”等建筑陶瓷品牌；在全国拥有 1100 余家品牌专卖店。

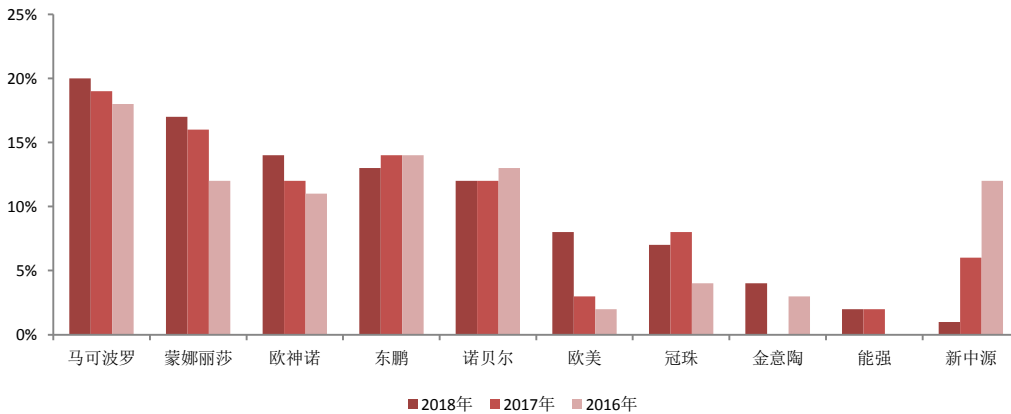
数据来源：公司官网、招股说明书，西南证券整理

根据已有数据来看，东鹏瓷砖 2017 年生产量 6401 万平方米，销量 10624 万平方米，营收规模 54.4 亿元，市占率约 1.8%；蒙娜丽莎 2018 年销量 6602 万平方米，营收 32.1 亿元，市占率约 1.1%；欧神诺 2018 年销量 9078 万平方米，营收 36.58 亿元，市占率约 1.2%。行业集中度低。东鹏工程业务占比约 20%、蒙娜丽莎工程业务占比约 40%，欧神诺工程业务占比约 65%，按照房地产工程市场 300 亿元来估算，三家企业房地产工程业务市占率分别为 3.6%、4.3%和 7.9%，占比也不高。

图 27: 龙头公司市占率情况


数据来源：上市公司公告，西南证券整理

从房地产首选率来看，唯美旗下马可波罗品牌首选率连续多年高居首位，2016-2018 年首选率分别为 18%、19%和 20%；蒙娜丽莎首选率第二，且持续攀升，2016-2018 年分别为 12%、16%和 17%；欧神诺位居第三，三年首选率分别为 11%、12%和 14%；东鹏第四，首选率分别为 14%、14%和 13%。

图 28: 房地产 500 强瓷砖首选率情况


数据来源: 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品品牌测评报告, 西南证券整理

2.5 竞争格局未来趋势: 一线品牌迎机遇, 市占率持续提升

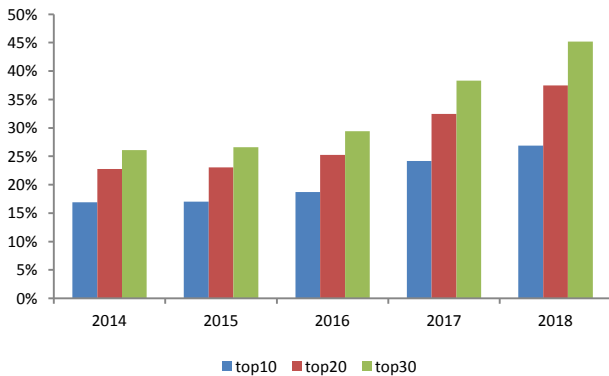
我们剖析行业集中度低的主要原因有三个, 第一, 从产品属性上, 瓷砖品类多, 先天属性较为耐用, 产品特性上缺乏明显的区分度; 第二, 从进入门槛上, 行业规范程度不高, 环保欠账严重, 壁垒不高; 第三, 市场环境上看, 瓷砖应用面广, 市场空间大, 一些应用场景如农村市场等对性能要求低, 给了很多不规范的地方小企业一定的生存空间。但我们判断, 未来瓷砖行业虽仍将多品牌并存, 但行业集中度将加速大幅提升, 是一线品牌确立龙头地位的黄金时期。具体来看:

(1) 消费群体年轻化, 瓷砖设计潮流化, 瓷砖品牌属性持续增强

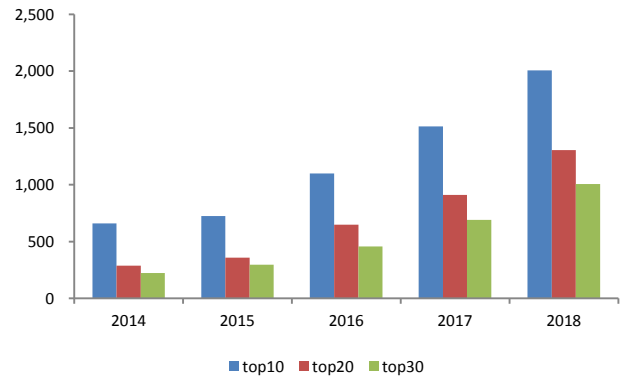
目前装修消费主力是 80、90 后, 品牌观念强, 产品挑选往往限于具有产品品质保障和优质售前售后服务的知名品牌。同时, 瓷砖装饰属性强, 新花色、新图案、新结构乃至新风格跟随潮流变换速度快, 拥有领先设计能力、能够推动瓷砖流行潮流的企业掌握主动, 品牌会持续得到强化, 带动集中度提升。

(2) 工程市场放量和房地产集中度提升给了一线品牌快速做量时机

我们已经在上文明确, 2019 年四季度是竣工改善拐点, 且是大力度、长期性的改善, 叠加精装率的快速提升, 工程市场放量快速增长是瓷砖行业未来 2-3 年一大亮点。同时, 2018 年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率分别达到了 26.9%、37.4% 以及 45.2%, 同比分别提升 2.7、4.9 和 6.9 个百分点, 房企集中化和大型化趋势相当明显。大型房地产商采购量大, 话语权强, 为了确保产品质量、性价比, 同时争取品牌背书吸引购房者, 多选择兼具生产实力与品牌知名度的一线品牌合作, 非品牌及影响力较弱的品牌大多无法参与其中。大型房地产商单个开发项目规模增大且个性化要求增多, 对生产企业的阶段性供货能力和市场快速反应能力也要求较高, 拥有较大产能规模和合理产能布局的企业具备优势。此外, 正在国内不断壮大的整装(含互联网家装、全屋定制、装修套餐等)也基本沿用集采模式。上述市场特点给了一线品牌快速做大做强、拉开企业间差距的绝佳时机。

图 29: 2014-2018 年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率


数据来源: 克而瑞, 西南证券测算

图 30: TOP10、TOP20、TOP30 销售门槛 (亿元)


数据来源: 克而瑞, 西南证券整理

(3) 环保推动落后产能持续淘汰

2017 年以来打赢蓝天保卫战、多轮环保督察、“煤改气”等环保政策和行动力度空前严格且成为常态。瓷砖行业需要经历烧制环节, 需末端排放污染气体, 很多小企业环保欠账严重, 缺乏有效末端治理。此轮“煤改气”直接提升了瓷砖行业能源成本(占成本比例约 20%), 排放标准提升增加了末端治理成本, 无力改造企业、违规企业、改造后亏损企业均将面临关停压力, 且严格的环保督察下难有漏网之鱼, 2016-2018 年规模以上企业数量分别为 1432、1402 和 1265 家, 2018 年同比减少了 137 家企业, 整个行业处于快速去产能阶段。

表 6: 瓷砖行业环保政策

项目	具体情况
排放限值	窑炉颗粒物、二氧化硫、氮氧化物浓度排放限制分别由 50、300 和 450 mg/m ³ 提升为 10、30 和 150mg/m。
煤改气	多个陶瓷产区均颁布煤改气政策, 如广东省环保厅发布《广东省打赢蓝天保卫战 2018 年工作方案》, 鼓励各地将建筑陶瓷煤改气工程纳入规模以上工业企业实施技改内容, 并列明了建筑陶瓷行业煤改气计划: 珠海市 2 家, 20 条生产线; 佛山市 64 家, 353 条生产线; 东莞市 5 家, 25 条生产线; 江门市 30 家, 90 条生产线; 肇庆市 63 家, 268 条生产线; 韶关市 2 家, 4 条生产线; 清远市 34 家, 163 条生产线; 河源市 7 家, 14 条生产线; 云浮市 23 家, 61 条生产线。这份计划表涵盖了广东省共 230 家建陶企业的 998 条生产线, 基本囊括了广东省所有的陶瓷厂。
落后产能淘汰	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》明确限制 150 万平方米/年及以下的建筑陶瓷生产线建设; 淘汰 100 万平方米/年(不含)以下的建筑陶瓷砖生产线, 被淘汰的还包括建筑卫生陶瓷土窑、倒焰窑、多孔窑、煤烧明焰隧道窑、隔焰隧道窑、匣钵装卫生陶瓷隧道窑、建筑陶瓷砖成型用的摩擦压砖机、建筑陶瓷砖成型用的摩擦压砖机。 鼓励单块面积大于 1.62 平方米(含)的陶瓷板生产线, 按照瓷砖产品常规规格换算, 相当于鼓励发展 900×1800mm 及以上规格大板。

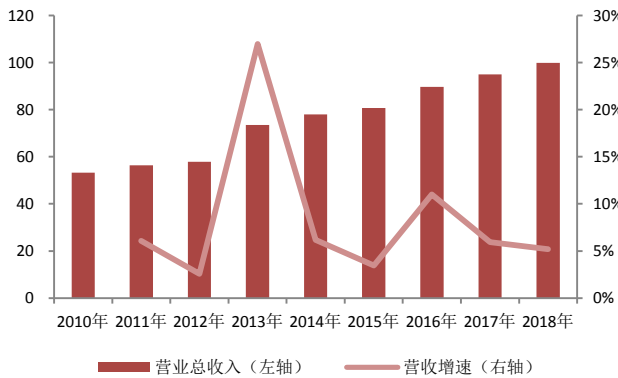
数据来源: 政府官网, 西南证券整理

综合来看, 严格的环保政策和落在实处的环保督察淘汰了大量落后和不规范产能, 目前工程市场放量和房地产集中度提升助力了一线品牌体量快速做大, 体量的做大又可以反哺广告宣传以及设计研发, 叠加消费人群的年轻化、品牌观念的增强, 行业集中度进入了快速提升阶段, 龙头企业愈发强者恒强。

2.6 国际巨头：高市占率，后期发展靠并购

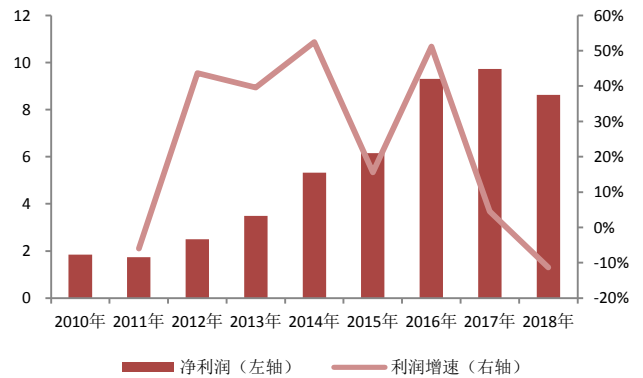
全球视野来看，2018 年美国莫霍克 (Mohawk)、泰国 SCG 与墨西哥 Lamosa 产量分别为 2.23 亿 m²、1.74 亿 m²、1.64 亿 m²，排名前三。其中美国莫霍克 2018 年营收 99.8 亿美元，净利润 8.6 亿美元，市值约 100 亿美元。

图 31：莫霍克公司营收情况（亿美元）



数据来源：Wind，西南证券整理

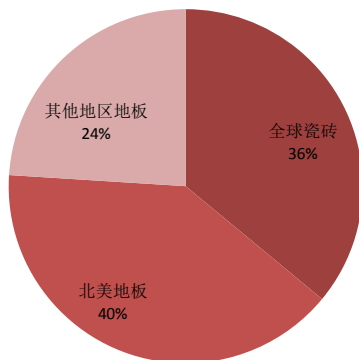
图 32：莫霍克公司净利润情况（亿美元）



数据来源：Wind，西南证券整理

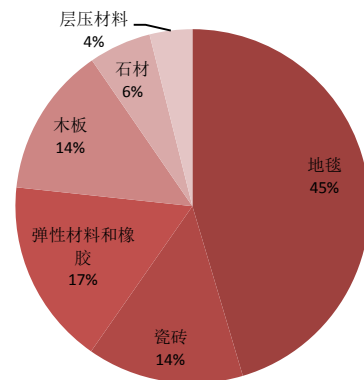
莫霍克业务分三个板块，全球瓷砖、北美地板和其他地区地板，三大块业务占比分别为 36%、40%和 24%，其中瓷砖业务 2018 年营收 36 亿美元，增速 4.3%，旗下品牌包括 Olean、Daltile、Eliane、EmilGroup、KAI、Kerama Marazzi、Marazzi 和 Ragno 等。2017 年，美国地板行业报告销售额为 254 亿美元，比 2016 年 245 亿美元的销售增长约 4.8%，具体为地毯 (45.4%)、弹性材料和橡胶(17.0%)、瓷砖(14.3%)、木材(13.7%)、石材(5.7%)和层压材料(3.9%)，莫霍克在美国本土瓷砖市占率约为 70%。

图 33：2018 年莫霍克业务分类



数据来源：莫霍克工业年报，西南证券整理

图 34：2017 年美国地板业务详细分析占比



数据来源：莫霍克工业年报，西南证券整理

莫霍克成长离不开并购，2002 年莫霍克收购达泰瓷砖 (Daltile)，正式涉足瓷砖行业，2013 年收购意大利知名的 marazzi 瓷砖公司，成为世界范围内的瓷砖领导者，2018 年公司再次以 1.49 亿美元收购了巴西（世界第三大陶瓷市场）领先的瓷砖制造商 Eliane，持续并购下规模持续做大。

3 公司分析：基础扎实，扩产能加速增长，弯道超车

3.1 多方位领先的一线品牌

蒙娜丽莎 2018 年营收规模 32.1 亿元，小于马可波罗的约 90 亿元、东鹏的约 60 亿元和欧神诺的 36.8 亿元，但稳居行业前五。公司在研发与技术水平、产品质量与设计、环保和公司治理水平以及盈利能力等方面均稳居行业一线水平。

(1) 研发能力强，技术水平领先

公司研发能力突出，2018 年以来仅发明专利即超过 40 项，包括“一种低收缩高强度大规格陶瓷板及其制备方法”、“具有 3D 装饰效果的仿古砖及其制备方法”等多种高技术含量瓷砖制备专利。2018 年公司研发费用 1.2 亿元，占总营收比例 3.7%，处于行业较高水平。

表 7：公司重要发明专利

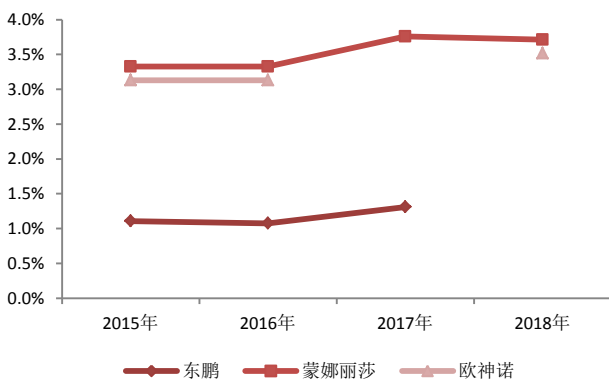
序号	取得时间	专利类型	发明名称
1	2019.10.15	发明专利	一种消光填孔剂及其使用方法
2	2019.10.15	发明专利	燃煤用复合型固硫剂、复合型固硫水煤浆以及炉内伴烧固硫方法
3	2019.10.08	发明专利	混合干粒、具有颜色水晶效果干粒釉装饰陶瓷砖及其制备方法
4	2019.09.13	发明专利	一种陶瓷喷墨机加墨检测装置及其使用方法
5	2019.09.13	发明专利	一种具有下陷釉效果的湿水高防滑喷墨陶瓷砖及其制备方法
6	2019.09.10	发明专利	大红釉以及使用该大红釉的陶瓷砖及其制备方法
7	2019.09.06	发明专利	一种带有金属颗粒和光泽的全抛釉陶瓷砖及其制备方法
8	2019.08.23	发明专利	一种湿法淋浆工艺干粒陶瓷砖及其制备方法
9	2019.08.16	发明专利	具有 3D 装饰效果的仿古砖及其制备方法
10	-	发明专利	低温快烧轻质陶瓷保温板及其制备方法
11	2019.06.07	发明专利	一次烧制瓷质堆花砖的制备方法
12	2019.06.07	发明专利	自动检砖装置
13	2019.05.14	发明专利	干法幻彩颗粒、微粉复合装饰的陶瓷砖及其制备方法
14	2019.05.14	发明专利	一种陶瓷砖装饰用印刷网版及其制作方法
15	2019.04.23	发明专利	一种纳米管状 CuO/C 复合材料及其制备方法
16	2019.02.06	发明专利	低温快烧轻质陶瓷保温板及其制备方法
17	2019.02.22	发明专利	一种具有良好热舒适性的陶瓷砖及其制备方法
18	2019.02.22	发明专利	一种光催化功能 ZrP2O7 微晶乳浊釉料组合物及其制备方法
19	2019.02.22	发明专利	一种光催化功能 WP 2 O 结晶釉料组合物及其制备方法
20	2019.02.22	发明专利	一种 Cu 2 S/C 原位复合材料及其制备方法
21	2019.01.29	发明专利	一种利用釉面砖废渣制备细炻砖的方法
22	2019.01.29	发明专利	一种以钨酸锰为活性材料具有光催化功能的釉料组合物及其制备方法
23	2019.01.08	发明专利	一种光催化功能 MnP 2 O 微晶乳浊无光釉料组合物及其制备方法
24	2018.11.20	发明专利	一种光催化功能 W 18 O 49 结晶陶瓷釉料组合物及其制备方法
25	2018.11.20	发明专利	一种光催化功能钨酸铈结晶陶瓷釉料组合物及其制备方法
26	2018.11.09	发明专利	一种复合板单元体及其幕墙系统和安装工艺

序号	取得时间	专利类型	发明名称
27	2018.11.02	发明专利	一种陶瓷粉料及其制备方法
28	2018.10.30	发明专利	一种低收缩高强度大规格陶瓷板及其制备方法
29	2018.10.02	发明专利	一种窑变晶花引晶定色陶瓷砖的制备方法
30	2018.08.28	发明专利	一种透光砖及其制备方法
31	2018.07.31	发明专利	一种复合辊印干粒立体瓷砖及其生产技术
32	2018.07.31	发明专利	一种铺贴后可再抛光的喷墨渗花仿古砖及其制造方法
33	2018.07.31	发明专利	瓷砖输送设备
34	2018.07.31	发明专利	挡砖装置
35	2018.04.27	发明专利	一种表面具有蓝色结晶釉层的陶瓷及其制备方法
36	2018.01.26	发明专利	一种喷墨渗透洞石抛光砖的制备方法
37	2018.01.16	发明专利	一种隐框式陶瓷薄板幕墙
38	2018.01.16	发明专利	一种陶瓷薄板转角连接构件的粘接方法
39	2018.01.05	发明专利	一种低温快烧蓝色结晶釉组合物
40	2018.01.05	发明专利	一种喷墨渗花瓷质砖及其制造方法
41	2018.01.05	发明专利	一种斜线数控施釉设备

数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，公司在 2007 年即开始了大规格陶瓷板的研发和生产，是国家标准《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) 的起草单位，目前可以生产出 1600*3600mm 的超大规格陶瓷薄板，在大规格陶瓷板领域遥遥领先。随着陶瓷板应用领域拓宽、流行程度提高，公司陶瓷板业务增长迅速，2018 年公司陶瓷薄板营收 2.7 亿元，增速 37.3%，毛利率 54.2%，领先行业。

图 35：瓷砖上市公司研发投入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：蒙娜丽莎陶瓷大板



数据来源：公司公告，西南证券整理

(2) 产品质量和设计水平高，款式更新换代快，引领潮流

公司瓷砖烧制时间充足，采用远严于国家标准的质量内控标准，产品质量过硬。2018 年公司获第三届中国质量奖提名奖，是陶瓷行业唯一获此荣誉的企业。同时，公司每年推出超过百种新款式、新设计产品供市场和经销商选择，持续引领潮流。

表 8: 公司主要瓷砖品类、系列等

项目	详细
品类	全通体玻化瓷质砖、干粒釉瓷砖、仿大理石瓷砖、陶瓷板、薄板薄砖、瓷木地板、仿古砖、瓷片、抛光砖、岗石、全通体精品大理石抛釉砖
系列	岁月风华、薄板薄砖、连纹背景墙、七星珍石、罗马新石代、罗马超石代、罗马宝石、罗马御石、罗马大石代、经典石代、罗马天韵石、罗马生态石、巴黎印象、米兰印象、塞纳印象、罗马森林、爱丽丝、费拉拉、罗马古道、印象乌托邦、1506 罗马岗石、罗马春天、花样年华、拉菲经典、印象威尼斯、午后印象、维托沙、图拉真、维苏威火山、乔托、米勒田园、米兰石尚、马蒂斯、叠影流芳、阿尔卑斯、布罗卡之星、冰彩玉、圣安娜、依云石、蓝田玉石、云影缤纷、云影斯都、雪花白、渗花砖、米兰石韵、卢浮印象石、罗马洞石、芙洛拉印象石、纯色砖、蝶韵石、提香石 (240x660)、提香石 (300x600)、提香石 (400x800)、罗马风情、雅光砖
规格	1600x3600、900x1800、150x900、240x660、300x300、300x450、300x600、600x600、600x900、600x1200、800x800、900x900、1000x1000、1200x2400、200x1200、1500x1500
空间	客厅、卧室、厨房、卫生间、阳台、外立面、户外街区

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

(3) 环保和公司治理严格, 保障供货稳定

公司设立有环保管理部、安全管理部、节能减排办等专职管理部门。2018 年废气排放内控指标分别是颗粒物 $\leq 10\text{mg}/\text{m}^3$, 二氧化硫 $\leq 20\text{mg}/\text{m}^3$, 氮氧化物 $\leq 90\text{mg}/\text{m}^3$, 低于广东省《陶瓷工业大气污染排放标准》的 20/30/100 mg/m^3 。2017 年公司被工信部列入绿色工厂名单, 2018 年获得了佛山市“环保诚信企业”(绿牌)荣誉称号, 成为佛山市连续 3 年获得该项荣誉的企业。

(4) 盈利能力稳定, 且稳步上升

由于各公司产品结构和渠道结构不同, 单价和盈利能力较难直接简单对比, 但纵向看, 行业持续竞争下, 公司产品单价、毛利率和净利率水平稳步提升, 经营状态良好。

表 9: 行业内公司盈利能力对比

项目	公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
平均单价 (元/平方米)	东鹏	55.90	51.89	51.22	-
	蒙娜丽莎	50.31	46.64	46.21	48.02
	欧神诺	47.93	43.06	43.06	40.30
毛利率	东鹏	35.21%	44.32%	54.41%	-
	蒙娜丽莎	34.04%	34.81%	36.03%	36.77%
	欧神诺	31.70%	32.43%	35.01%	36.58%
净利率	东鹏	16.70%	14.84%	14.87%	-
	蒙娜丽莎	7.32%	10.02%	10.44%	11.29%
	欧神诺	7.95%	9.37%	9.06%	9.06%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 B 端客户结构优，C 端基础扎实

公司 B 端地产直销客户和 C 端经销商零售之间的比例为 4:6，其中 B 端客户结构分散，大地产为主，客户关系稳定，C 端经销商和门店数量稳步增长，遍布全国，公司与经销商关系稳定，基础扎实。

(1) B 端客户结构优良，认可度持续提高

公司前五大客户占比约 40%，均为碧桂园、万科、保利、恒大、中海等大型地产商。其中与万科连续 10 年合作，并连续多年获万科 A 级供应商、碧桂园卓越供应商、保利质量优秀奖、金茂优秀供应商奖等。目前公司战略合作地产商超过 60 家，其中半数以上为房地产前 100 百强企业。

表 10：前五大客户情况（万元）

序号	2018 年	2017 年	公司名称	2016 年
第一名	43058.53	29965.31	恒大	32,100.21
第二名	35655.88	26234.22	华耐家居	24775.78
第三名	26370.94	26027.98	万科	20,733.29
第四名	17054.78	25977.21	碧桂园	12,837.82
第五名	8522.21	11385.21	保利	7,622.89

数据来源：公司公告，西南证券整理

从房地产首选率来看，2016-2018 年蒙娜丽莎首选率依次为 12%、16%和 17%，持续提升，上升至行业第二。从区域上看，蒙娜丽莎在中华和东北首选率位居第一，在华东和华南等区域也稳居行业前 5，房地产开发商认可程度高，且认可度在持续提升。

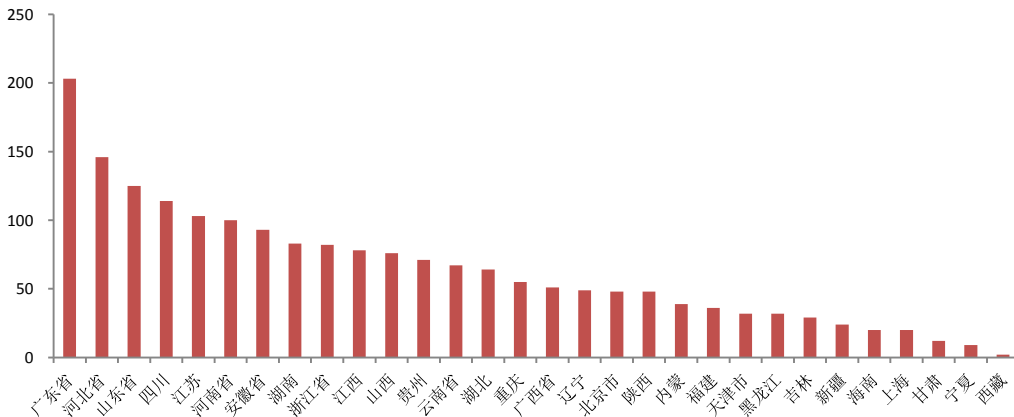
表 11：各区域房地产首选率情况

排序	华北	华中	华东	华南	东北	西部
1	马可波罗	蒙娜丽莎	马可波罗	马可波罗	蒙娜丽莎	马可波罗
	21%	18%	22%	19%	17%	21%
2	蒙娜丽莎	马可波罗	诺贝尔	欧神诺	欧神诺	东鹏
	17%	17%	17%	16%	15%	15%
3	欧神诺	东鹏	欧神诺	蒙娜丽莎	马可波罗	蒙娜丽莎
	14%	13%	15%	15%	14%	14%
4	东鹏	诺贝尔	蒙娜丽莎	东鹏	欧美	诺贝尔
	12%	11%	15%	14%	11%	12%
5	诺贝尔	冠珠	东鹏	冠珠	诺贝尔	欧神诺
	10%	9%	13%	9%	10%	11%

数据来源：房地产 500 强首选供应商测评报告，西南证券整理

(2) C 端基础扎实，知名度持续提升

公司目前经销商数量约 1000 家，网点数量超过 3500 家，专营店约 2000 家，市及以上城市均有布局，目前正向县以及镇渗透。2018 年公司广告宣传费用 9531 万元，占总营收的 3.0%，基础扎实。随着公司后续产能投产、经销商数量增加、网点加密、持续向县镇渗透以及持续的宣传推广，公司 C 端业务和品牌知名度有望持续提升。

图 37: 各省市授权门店数量 (家)


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 12: 行业内公司 C 端对比

公司	马可波罗	东鹏	蒙娜丽莎	欧神诺
2018 年 C 端营收规模	≈70 亿元	≈40 亿元	≈19 亿元	≈13 亿元
门店数量	≈9000 家	≈5000 家	≈3500	≈约 2500
广告费用占比	-	2.7%	3.0%	1.6%

数据来源: 公司公告、公司官网, 西南证券整理

3.3 产能瓶颈突破在即, 放量可期

公司拥有佛山和清远两大建陶生产基地, 共 19 条建筑陶瓷生产线和 2 条陶瓷板生产线, 目前自有产能约 5000 万平方米/年, OEM 产能约 2000 万平方米, 2018 年公司销量 6602 万平方米。由于佛山和清远厂房面积有限, 而房地产开发商要求自有产能交货, 同时高端产品 OEM 无法代工, 公司面临产能瓶颈, B 端客户拓展和高端产品推广受限。

2018 年 4 月公司与藤县政府签署了《藤县蒙娜丽莎陶瓷生产项目合作意向书》, 2019 年 4 月公司发布项目投资方案, 并开工建设。广西藤县基地占地面积 1613 亩, 扩产能计划包括“年产 7200 万平方米的高端、智能建筑陶瓷生产项目”、“研发中心建设项目”和“高端、智能建筑陶瓷生产线配套工程项目”, 总投资额 20 亿元, 共建设生产线 11 条, 总产能 8822 万平方米/年, 分两期建设。其中一期建设 7 条产线和全部配套设施, 预计 2020 年一季度投产 4 条, 四季度投产 3 条; 二期建设 4 条生产线, 预计 2021 年底投产。

表 13: 藤县基地新建产能情况

项目	投资金额	内容	资金来源
年产 7200 万平方米的高端、智能建筑陶瓷生产项目	12.5 亿元	项目占地约 991 亩, 建筑面积约 48.15 万平方米, 其中厂房建筑面积约 45.53 万平方米, 宿舍办公楼面积约 2.62 万平方米, 新建 10 条高端、智能建筑陶瓷生产线, 购置喷雾塔、压机、球釉机、施釉机、窑炉、磨边线、包装线、喷墨打印机等相关设备, 采用先进的工艺技术路线, 形成年产 7,200 万平方米高端、智能建筑陶瓷的生产规模。	使用募集资金约 32,258.94 万元, 资金缺口由项目公司自筹。
研发中心建设项目	1.5 亿元	研发中心占地面积 2,028 平方米, 建筑面积 6,847.2 平方米; 研究院素材库 (即研究院首层) 建筑面积 1,105 平方米; 研发+生产专用生产线建筑面积 21,582 平方米, 主要研发生产线 1 套、原料设备 1 套。计划年产建筑陶瓷	项目公司自筹

项目	投资金额	内容	资金来源
高端、智能建筑陶瓷生产线配套工程项目	6 亿元	1,622 万平方米 本项目主要为年产 7200 万平方米的高端、智能建筑陶瓷生产项目提供配套设施及原材料存放、加工供给等，项目占地约 622 亩，建筑面积约 28.8 万平方米，其中厂房建筑面积约 28.5 万平方米、宿舍办公楼面积约 0.3 万平方米。预计年加工 350 万吨浆料及 30 万吨水煤浆，120 万吨/年粉料的规模	拟使用募集资金约 27,741.06 万元，资金缺口由项目公司自筹。

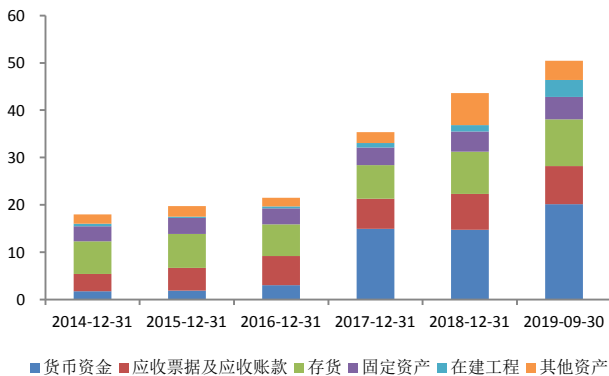
数据来源：公司公告，西南证券整理

根据产能投产规划，预计藤县基地 2020 年可贡献产量约 2500 万平方米，2021 年可贡献约 5500 万平方米，2022 年贡献 8800 万平方米，公司 B 端供货能力大幅提升。同时，藤县基地原材料丰富，大部分原料可以在半径 50KM 内解决，且质地优良；藤县基地单条生产线产能大，约是广东基地的 2-3 倍，存在明显的规模效应，B 端产品竞争力也将大幅提升，带动公司规模快速做大。

4 财务分析：应收可控，现金流良好

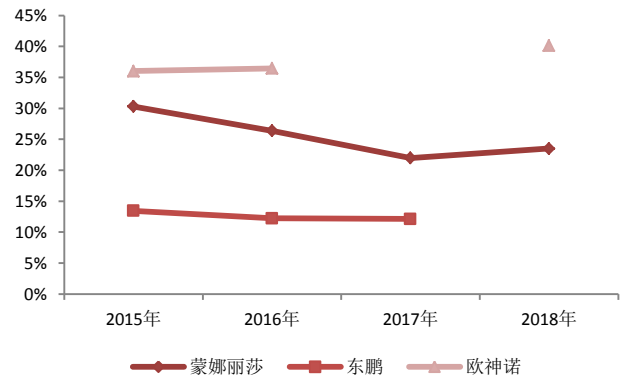
资产质量分析：2018 年公司总资产规模 43.6 亿元，同比增长 23.3%；其中流动资产 36.1 亿元，占总资产比为 82.8%；非流动资产 7.5 亿元，占总资产比重 17.2%。资产进一步细分来看，其中应收账款和应收票据总额 7.54 亿元，占总资产比重 17.3%；存货 8.9 亿元，占比 20.4%；货币资金 14.8 亿元，占比 33.9%；固定资产 4.3 亿元，占比 9.8%，为公司主要资产。

图 38：公司资产规模情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 39：瓷砖公司应收账款和票据占总营收比例对比



数据来源：Wind，西南证券整理

应收票据和账款具体来看，2018 年应收账款和票据总额 7.5 亿元，占总营收的比例为 23.5%，处于行业平均水平，欠款方前五名合计比例为 27.3%，应收账款整体风险较小。

表 14：公司应收账款账龄和坏账计提情况

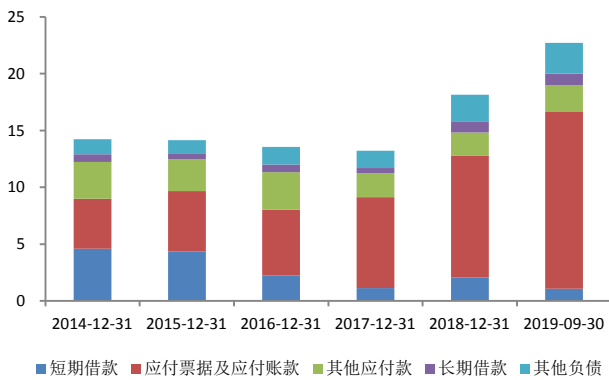
账龄	2018 年期末余额		
	应收账款(万元)	坏账准备(万元)	计提比例
1 年以内	53965.48	2698.27	5%
1-2 年	3338.74	333.87	10%
2-3 年	1419.55	425.86	30%

账龄	2018 年期末余额		
	应收账款(万元)	坏账准备 (万元)	计提比例
3-4 年	619.22	309.61	50%
4 年以上	354.65	354.65	100%
合计	59697.64	4122.27	6.91%

数据来源：公司公告，西南证券整理

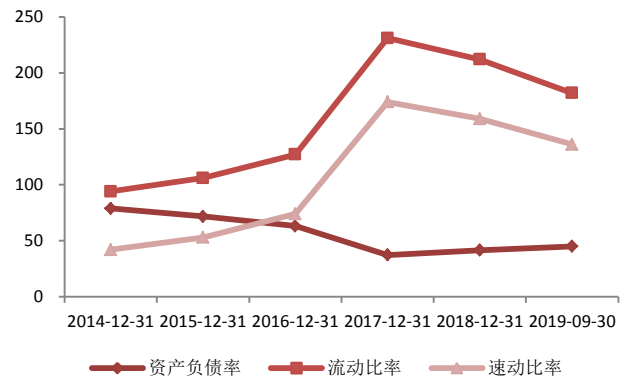
负债结构和偿债能力分析：公司 2016-2018 年资产负债率分别为 63.1%、37.3%和 41.6%，上市后负债率下降明显。2018 年公司负债规模为 18.1 亿元，其中应付票据及应付款项合计 10.7 亿元，占总负债比例为 62.6%；短期借款 2.1 亿元，占总负债比例 11.6%，为公司主要债务。公司的应付账款和票据金额高于应收账款和票据，能够有效转移应收账款和票据带来的现金流压力。2018 年流动比率 2.1，速动比率 1.6，偿债能力良好。

图 40：公司负债情况 (亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

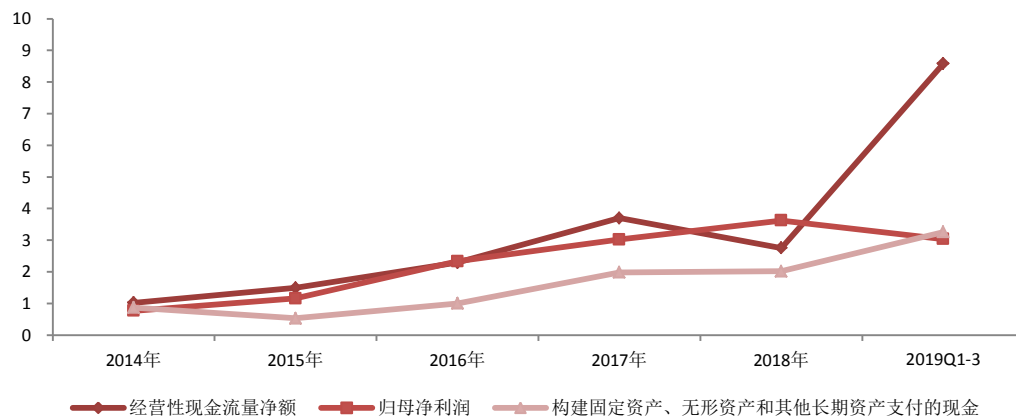
图 41：公司资产负债率、速动比率和流动比率 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

现金流量分析：公司 2016-2018 年经营性活动现金流量净额为 2.3 亿元、3.7 亿元和 2.8 亿元，2019 年前三季度经营性现金流量净额 8.6 亿元，期末在手现金 20.1 亿元，现金流良好，在手现金充足，能够有效支持滕县产能建设。

图 42：公司现金流情况 (亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 假设藤县基地产能按计划投产, 2020 年贡献产量 2500 万平方米, 2021 年可贡献产量 5500 万平方米, 2022 年贡献产量 8800 万平方米。叠加 OEM 产量增长, 公司 2019-2021 年销量分别为 7700 万平方米、1 亿平方米和 1.3 亿平方米, 增速分别为 16.6%、29.9%和 30%。

假设 2: 2020 年新增产能主要为陶瓷有釉砖和陶瓷薄板, 假设新增产量中有釉砖产量约 1700 万平方米, 对应增速 40%; 陶瓷薄板约 580 万平方米, 对应增速约 100%。

假设 3: 公司藤县新产能生产成本低于原有产能, 假设公司以低成本优势对 B 端客户让利占据更多市场, 各项业务毛利率保持稳定。

表 15: 分业务收入及毛利率

百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计					
营业收入	2889.9	3208.4	3761.5	5045.8	6741.5
yoy	24.3%	11.0%	17.2%	34.1%	33.6%
营业成本	1848.5	2028.6	2358.8	3088.6	4070.3
毛利率	36.0%	36.8%	37.3%	38.8%	39.6%
瓷质有釉砖					
收入	1259.71	1652.52	1983.0	2776.2	3553.6
yoy	29.7%	31.2%	20.0%	40.0%	28.0%
成本	759.55	1014.61	1219.6	1707.4	2185.5
毛利率	39.7%	38.6%	38.5%	38.5%	38.5%
瓷质无釉砖					
收入	783.19	683.12	717.3	753.1	1129.7
yoy	4.3%	-12.8%	5.0%	5.0%	50.0%
成本	540.08	436.66	466.2	489.5	734.3
毛利率	31.0%	36.1%	35.0%	35.0%	35.0%
非瓷质有釉砖					
收入	594.43	569.01	597.5	627.3	658.7
yoy	31.3%	-4.3%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	432.94	437.41	460.0	483.0	507.2
毛利率	27.2%	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%
陶瓷薄板					
收入	193.33	265.38	424.6	849.2	1358.7
yoy	37.7%	37.3%	60.0%	100.0%	60.0%
成本	97.08	121.44	195.3	390.6	625.0

百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	49.8%	54.2%	54.0%	54.0%	54.0%
其他					
收入	59.2	38.4	39.1	39.9	40.7
yoy	537.4%	-35.2%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	18.9	18.4	17.6	18.0	18.3
毛利率	68.1%	52.0%	55.0%	55.0%	55.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 37.6、50.5 和 67.4 亿元, 归母净利润分别为 4.2、5.5 和 7.6 亿元, EPS 分别为 1.05、1.37 和 1.90 元, 对应 PE 分别为 17、13 和 9 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 永续期增长率为 4%;
- 2) 无杠杆 β 系数为 1.1;
- 3) 税率: 保持 15% 稳定税率。

表 16: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
永续期增长率	4%
无风险利率 Rf	3%
市场组合报酬率 Rm	8%
有效税率 Tx	15%
过渡期增长率	15%
β 系数	1.10
债务资本成本 Kd	5.5%
债务资本比重 Wd	15%
股权资本成本 Ke	9%
WACC	8.35%

数据来源: 西南证券

表 17: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	4394.35
净债务价值	-470.85
股票价值	4865.20
每股价值	12.10

数据来源: 西南证券

表 18: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.85%	7.35%	7.85%	8.35%	8.85%	9.35%	9.85%
2.5%	13.17	11.77	10.63	9.70	8.91	8.24	7.66
3.0%	14.51	12.80	11.45	10.35	9.44	8.68	8.03
3.5%	16.25	14.10	12.44	11.13	10.07	9.19	8.45
4.0%	18.60	15.78	13.70	12.10	10.83	9.80	8.95
4.5%	21.95	18.06	15.33	13.31	11.76	10.54	9.54
5.0%	27.11	21.30	17.53	14.89	12.94	11.44	10.26
5.5%	36.09	26.29	20.67	17.02	14.47	12.58	11.13

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 12.1 元。

5.3 相对估值

根据业务结构和业务属性我们选择了四家建材可比公司, 瓷砖业务为主的帝欧家居、客户结构类似的涂料企业三棵树、以及消费建材中的防水龙头东方雨虹和管材企业伟星新材。2018 年四家公司的平均 PE 为 28 倍, 2019 年平均 PE 为 22 倍, 2020 年平均 PE 为 17 倍。蒙娜丽莎未来最大的看点有 2 个: 1) 产能瓶颈打破在即, 低成本产能投产后 B 端竞争力明显加强, 快速做大工程业务, 带动规模迅速提升; 2) 零售业务基础扎实, 陶瓷薄板行业领先, 新产品、新设计创造能力突出, 在经销商数量增长、网点持续加密以及向县镇渗透下, C 端业务有望持续稳步增长。

公司目前处于业绩增长拐点, 归母净利润未来三年复合增速 28.2%, 经营性现金流和利润匹配, 给予 2020 年 18 倍 PE, 对应市值 99 亿元, 目标价 24.7 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 19: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002798	帝欧家居	22.40	0.99	1.43	1.83	2.29	22.63	15.66	12.24	9.78
603737	三棵树	82.50	1.67	2.14	2.88	3.84	49.40	38.55	28.65	21.48
002271	东方雨虹	23.87	1.01	1.39	1.74	2.16	23.63	17.17	13.72	11.05
002372	伟星新材	11.93	0.75	0.68	0.78	0.89	15.91	17.54	15.29	13.40
平均值							27.89	22.23	17.47	13.93

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

竣工数据不及预期风险：若受宏观经济或政策影响，竣工持续低迷，瓷砖市场空间或受挤压；

产能投产不及预期风险：公司在建产能推进顺利，但不排除 2020 年和 2021 年产能投产不及预期；

B 端客户拓展不及预期风险：公司目前新签地产客户较多，但不排除产能释放后客户拓展和消化能力不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3208.40	3761.51	5045.84	6741.45	净利润	362.38	423.31	550.60	762.93
营业成本	2028.56	2358.77	3088.57	4070.31	折旧与摊销	70.22	72.12	93.93	119.84
营业税金及附加	26.58	31.22	50.46	67.41	财务费用	11.56	21.43	47.04	81.46
销售费用	456.34	549.18	746.78	1004.48	资产减值损失	33.59	35.00	40.00	50.00
管理费用	156.82	327.25	444.03	599.99	经营营运资本变动	-408.17	49.08	-254.26	-307.60
财务费用	11.56	21.43	47.04	81.46	其他	205.78	-35.17	-39.91	-50.04
资产减值损失	33.59	35.00	40.00	50.00	经营活动现金流净额	275.35	565.77	437.40	656.58
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-101.22	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-328.20	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	45.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-429.42	-500.00	-500.00	-500.00
营业利润	417.78	483.66	628.95	867.80	短期借款	95.40	-7.10	100.00	100.00
其他非经营损益	1.75	4.03	3.92	4.11	长期借款	55.00	200.00	200.00	200.00
利润总额	419.53	487.69	632.87	871.91	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	57.15	64.37	82.27	108.99	支付股利	-30.60	-72.48	-84.66	-110.12
净利润	362.38	423.31	550.60	762.93	其他	16.23	-67.11	-47.04	-81.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	136.03	53.31	168.29	108.42
归属母公司股东净利润	362.38	423.31	550.60	762.93	现金流量净额	-18.02	119.08	105.69	265.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1476.71	1595.79	1701.48	1966.48	成长能力				
应收和预付款项	930.21	948.43	1272.69	1699.86	销售收入增长率	11.02%	17.24%	34.14%	33.60%
存货	889.61	1037.06	1362.49	1800.40	营业利润增长率	16.00%	15.77%	30.04%	37.98%
其他流动资产	314.80	369.07	495.09	661.46	净利润增长率	20.11%	16.81%	30.07%	38.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	10.74%	15.54%	33.39%	38.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	562.77	997.17	1409.76	1796.44	毛利率	36.77%	37.29%	38.79%	39.62%
无形资产和开发支出	91.89	87.69	83.48	79.28	三费率	19.47%	23.87%	24.53%	25.01%
其他非流动资产	97.09	94.78	92.47	90.15	净利率	11.29%	11.25%	10.91%	11.32%
资产总计	4363.08	5129.98	6417.45	8094.07	ROE	14.21%	14.60%	16.36%	18.99%
短期借款	207.10	200.00	300.00	400.00	ROA	8.31%	8.25%	8.58%	9.43%
应付和预收款项	1200.92	1428.36	1858.38	2459.09	ROIC	26.49%	23.20%	23.49%	24.95%
长期借款	100.00	300.00	500.00	700.00	EBITDA/销售收入	15.57%	15.35%	15.26%	15.86%
其他负债	305.65	302.06	393.57	516.66	营运能力				
负债合计	1813.67	2230.41	3051.95	4075.76	总资产周转率	0.81	0.79	0.87	0.93
股本	236.58	402.19	402.19	402.19	固定资产周转率	8.06	6.80	6.01	5.76
资本公积	1339.61	1174.01	1174.01	1174.01	应收账款周转率	6.21	6.10	6.37	6.35
留存收益	972.54	1323.38	1789.31	2442.12	存货周转率	2.49	2.41	2.54	2.55
归属母公司股东权益	2549.41	2899.57	3365.50	4018.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.98%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2549.41	2899.57	3365.50	4018.31	资产负债率	41.57%	43.48%	47.56%	50.35%
负债和股东权益合计	4363.08	5129.98	6417.45	8094.07	带息债务/总负债	16.93%	22.42%	26.21%	26.99%
					流动比率	2.12	2.05	1.90	1.82
					速动比率	1.59	1.51	1.36	1.28
					股利支付率	8.44%	17.12%	15.38%	14.43%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	499.56	577.21	769.92	1069.10	每股收益	0.90	1.05	1.37	1.90
PE	19.69	16.85	12.96	9.35	每股净资产	6.34	7.21	8.37	9.99
PB	2.80	2.46	2.12	1.78	每股经营现金	0.68	1.41	1.09	1.63
PS	2.22	1.90	1.41	1.06	每股股利	0.08	0.18	0.21	0.27
EV/EBITDA	6.00	10.33	8.00	5.79					
股息率	0.43%	1.02%	1.19%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@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
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@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
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yll@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