

蒙娜丽莎（002918）：逆风向上迎拐点，双轮驱动立翘楚

——蒙娜丽莎（002918）深度报告

2019年08月16日

强烈推荐/首次

蒙娜丽莎 公司报告

报告摘要：

瓷砖头部公司综合优势突出。公司专注瓷砖20余载，是业内龙头企业之一，产品中高端，品类丰富，品牌度高，节能环保绿色，技术领先，是业内标准制订者，瓷砖“薄型化”领导者。创始人集体民主一致行动，控制力强。

行业探底头部集中，环保、精装修和行业环境助力头部公司快速发展。瓷砖行业是“大行业小公司”。地产公司头部集中，大公司精装房为主；环保趋严增加成本；加上行业需求收缩，竞争加剧等原因加速中小企业淘汰，头部公司集中度提升。随着增量和存量需求释放，行业拐点头部公司将进入快速发展阶段。

产品结构改善和新产能投放提升综合竞争力。新品陶瓷薄板等技术领先，广西新建产能中高端为主，新线投产提升交付能力，降低综合成本和改善产品结构，提升盈利水平和综合竞争力，为高增长提供产能和基础储备。

工程、经销双轮驱动和品牌打造助力更快更持续增长。公司工程渠道和头部地产公司合作关系好，合作时间长。有利于公司规模效应的提升。经销渠道具有一定的定价权，为公司提供较好的现金流，防风险助力公司快速提升规模，打造品牌，保证长期竞争力提升和增长。

综合优势突出渐现，行业领跑者迎行业春风成最大受益者。公司在行业下滑中逆势较快增长，毛利率不断地提升当中处行业领先水平，资产和存货等运营能力不断增强，账上货币资金充裕，具备进一步投资和并购能力。公司整体稳健，逐步改善成长线条清晰，趁行业春风，将成为最大受益者。

盈利预测及投资建议：预计公司2019年至2021年每股收益分别为1.13元、1.72元和2.53元，对应的动态PE为10倍、6倍和4倍，给予公司“强烈推荐”投资评级，目标价为20.34元。

风险提示：需求改善速度和工程业务拓展不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,889.88	3,208.40	3,646.72	5,322.80	7,658.53
增长率(%)	24.33%	11.02%	13.66%	45.96%	43.88%
净利润(百万元)	301.72	362.38	454.88	689.79	1,016.79
增长率(%)	29.50%	20.11%	25.52%	51.64%	47.41%
净资产收益率(%)	13.61%	14.21%	13.72%	18.32%	22.46%
每股收益(元)	2.55	1.53	1.13	1.72	2.53
PE	4.29	7.15	9.67	6.38	4.33
PB	0.78	1.02	1.33	1.17	0.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是集研发、生产、营销为一体的大型陶瓷上市公司，主要生产销售各类墙地砖、陶瓷板、陶瓷等，定位于高端产品市场，研发能力突出，在建筑陶瓷市场中位于第一梯队。

未来3-6个月重大事项提示：

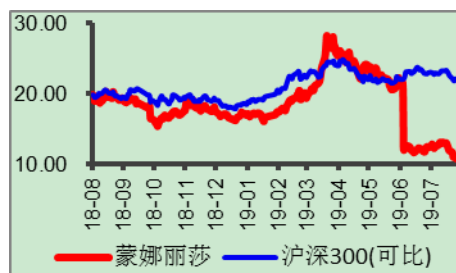
公司新产能将陆续释放。

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52周股价区间(元)	10.57-28.87
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	14.8
总股本/流通A股(万股)	40218.60/13531.58
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.73

52周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14805120700031

研究助理：韩宇

执业证书编号：

wuwd@dxzq.net.cn

S14801190700451

目 录

1. 行业深耕多年, 绿色环保、技术领先	5
1.1 专注瓷砖 20 余载, 产品种类全品牌和技术优势领先	5
1.2 一致行动民主决策, 保证控制权	6
1.3 绿色环保研发实力强, 行业规范的编制和领导者	6
2. 大行业小公司, 头部公司迎来快速发展阶段	8
2.1 瓷砖行业处于拐点期, 大行业小公司向头部集中	8
2.2 头部公司逆势向上, 行业向头部公司集中	9
2.3 环保管控趋严, 小企业面临淘汰	9
2.4 增量和存量保证需求规模相对稳定	10
2.5 全装修政策推行, 头部公司受益	11
3. 新产品、新产能齐发力, 助力快速发展	13
3.1 中高端占比提升毛利率, 陶瓷薄板利润增长空间大	13
3.2 新产能提升公司交付能力和竞争优势	14
4. 经销工程双轮驱动快速增长, 品牌提升综合竞争力	15
4.1 工程渠道规模优势, 储备扎实提升业绩弹性	15
4.2 经销渠道稳健发展, 双轮驱动业绩增长	17
4.3 品牌打造提升公司综合竞争力	17
5. 综合优势持续改善, 具备业绩弹性基础	18
5.1 行业寒冬公司保持稳健逆势增长	18
5.2 费用管控强, 盈利水平好有较大提升空间	19
5.3 资产周转加快, 营运能力逐步增强	20
5.4 资金充裕提供业绩弹性, 外延式扩张能力强	21
5.5 施行激励计划, 增添发展动力	22
6. 盈利预测和投资评级	22
6.1 公司盈利预测	22
6.2 公司估值判断	22
6.3 风险提示	24

表格目录

表 1: 公司两大品牌及对比	5
表 2: 公司两大品牌及对比	5
表 3: 2015-2018 年建陶行业上市公司营收及市占率	9
表 4: 《陶瓷工业污染物排放标准》2014、2017 修改单对比	10
表 5: 中央颁布的建陶相关污染治理政策一览	10
表 6: 部分省份相关政策要求	12
表 7: 房地产 10 强企业公司客户一览	16
表 8: 2017 上半年工程业务前 5 大客户销售情况	16

表 9: 可比公司 wind 一致预期 PE.....	23
表 10: 蒙娜丽莎股价敏感性测试.....	23

插图目录

图 1: 公司部分产品及空间效果展示.....	6
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 近三年公司研发人员数量及占比.....	7
图 4: 近三年公司研发支出及研发投入占营收比例.....	7
图 5: 公司技术中心、博士和院士工作站.....	7
图 6: 公司拥有多个绿色环保证书.....	8
图 7: 2017 年中国各省市陶瓷砖产量占比.....	8
图 8: 2017 年中国各省市陶瓷砖产能占比.....	8
图 9: 2011 年-2018 年规模以上建筑陶瓷平均营业收入.....	9
图 10: 2010 年-2018 年规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入.....	9
图 11: 瓷砖产量和增速.....	11
图 12: 瓷砖产量和地产竣工面积及增速.....	11
图 13: 1999 年以来商品房累计销售面积.....	11
图 14: 中国住宅物业市场的瓷砖消费比例 (%).....	11
图 15: 主要地产商全装修房比例.....	12
图 16: 2018 中国房地产开发企业 500 强陶瓷砖首选率.....	12
图 17: 2014-2018TOP10、TOP100 房企销售份额.....	13
图 18: 2018 中国房地产企业销售额及增长率.....	13
图 19: 2014-2017H1 公司各类产品均价.....	13
图 20: 2013-2018 公司各类产品毛利率变化情况.....	13
图 21: 2014-2017H1 公司各类产品产销比.....	14
图 22: 2013-2018 公司各类产品占营收比重.....	14
图 23: 2014-2017H1 公司各渠道营收占比.....	15
图 24: 2017H1 公司前五大客户及销售占比.....	15
图 25: 经销业务与工程业务毛利率对比.....	16
图 26: 第十届微笑节部分广告投放展示.....	17
图 27: 2013-2018 公司营业收入及同比.....	18
图 28: 2013-2018 公司归母净利润及同比.....	18
图 29: 陶瓷行业产量和增速.....	19
图 30: 公司陶瓷产量和增速.....	19
图 31: 陶瓷行业规模以上企业收入和增速.....	19
图 32: 公司磁砖业务收入和增速.....	19
图 33: 2013-2018 公司毛利率及净利率变化.....	20
图 34: 2014-2018 同行业上市公司毛利率水平 (%).....	20
图 35: 2018 年公司各产品毛利率对比.....	20

图 36: 2013-2018 公司期间费用率 (%)	20
图 37: 2013-2018 公司存货及固定资产周转率.....	21
图 38: 2013-2018 公司应收帐款周转率	21
图 39: 2013-2018 公司应收账款与资产的比值.....	21
图 40: 2013-2018 公司营业周期变化	21
图 41: 2013-2018 公司应收账款与资产的比值.....	22
图 42: 2013-2018 公司货币资金占资产比重	22
图 43: 蒙娜丽莎上市以来 TTMPE 变化.....	23

1. 行业深耕多年, 绿色环保、技术领先

1.1 专注瓷砖 20 余载, 产品种类全品牌和技术优势领先

蒙娜丽莎 1998 年 10 月成立, 是一家建筑陶瓷产品研发、生产和销售的国家级高新技术企业。提供陶瓷砖、陶瓷薄板、陶瓷薄砖多种类陶瓷产品, 应用于住宅装修装饰、公共建筑装修装饰。公司于 2017 年 12 月在深圳证券交易所中小企业板上市。

创立两大品牌, 兼具东西方风格。公司有“蒙娜丽莎®”和“QD®”两大陶瓷品牌, 前者欧式风格, 定位中高端市场; 后者为东方风格和简约主义。两大品牌涵盖东西方风格, 满足不同消费群体对装饰效果的需求。

表 1: 公司两大品牌及对比

品牌商标	主要产品	应用领域	风格定位
	陶瓷砖、陶瓷薄板	一般装修装饰、建筑幕墙工程、 室内创意立面装饰、市政隧道装饰	欧式风格
	陶瓷砖	一般装修装饰	现代东方风格和简约主义

资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

产品类别多样, 陶瓷薄型化走在行业前列。公司产品为陶瓷砖、陶瓷薄板、陶瓷薄砖三种大类, 绿色、艺术和智能化生产工艺为行业内的开拓者。公司陶瓷薄板处于国内领先水平, 用于一般装修装饰以及建筑幕墙工程、室内创意立面装饰、市政隧道工程等, 节能节材、轻质坚固, 用途广。

表 2: 公司两大品牌及对比

产品类别	细分产品	产品定义	特点
陶瓷砖	瓷质有釉砖	覆盖墙面和地面的板状或块状建筑陶瓷制品, 厚度不超过 13.5mm。	外观精致、图案多样、原料易得、易于批量生产、抗污性好、耐腐蚀、易清洁、材质坚固、不受潮、辐射可控。
	瓷质无釉砖		
	非瓷质砖		
陶瓷薄板		厚度不大于 6mm、上表面面积不小于 1.62m ² 。	最大程度实现产品薄型化, 大幅降低消耗原料、能源, 降低建筑物负荷, 规格大, 具有特殊装饰效果。
陶瓷薄砖		厚度不大于 5.5mm 的陶瓷砖。	规格与传统陶瓷砖相近, 厚度薄、质量轻、硬度高, 施工简便快捷, 节约大量的割加工、铺贴辅料等综合费用。

资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

品类齐全花色多样, 多层次满足用户需求。公司产品涵括大理石、岩石、水泥、木纹、布纹、混搭材质等设计元素, 满足不同人群的消费需求。拥有全通体玻化瓷质砖、干粒釉瓷砖、全抛釉、陶瓷板、薄砖等 10 个不同产品品类, 包括七星珍石、罗马新时代、罗马超时代、巴黎印象等 52 种不同的产品系列, 用于包括客厅、卧室、厨卫、阳台在内的室内空间以及外立面和户外街区等。

图 1: 公司部分产品及空间效果展示

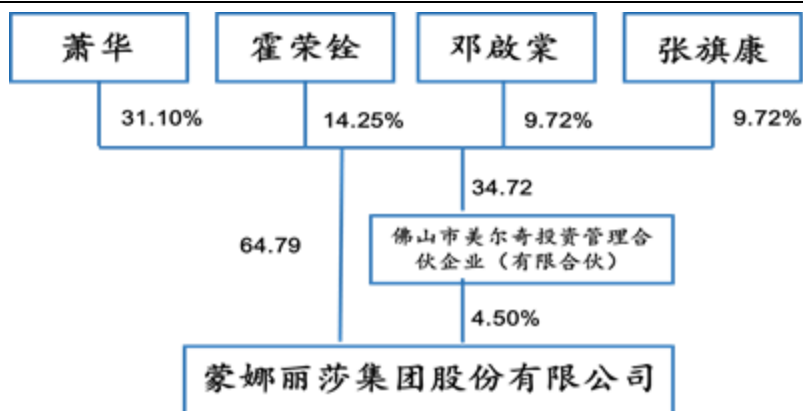


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

1.2 一致行动民主决策, 保证控制权

公司大股东即创始人, 股权结构稳定。萧华、霍荣铨、邓啟棠和张旗康四人是公司的实际控制人, 签署一致行动人协议, 直接持有公司 64.79% 的股份, 并通过共同控制的佛山市美尔奇投资管理合伙企业间接持有公司 4.50% 的股份。萧华任公司董事长, 霍荣铨先生任公司副董事长, 邓啟棠先生任公司董事、副总裁, 张旗康先生任公司董事、董事会秘书。公司股权结构稳定, 民主决策, 四位大股东共同经营企业 20 余年。

图 2: 公司股权结构



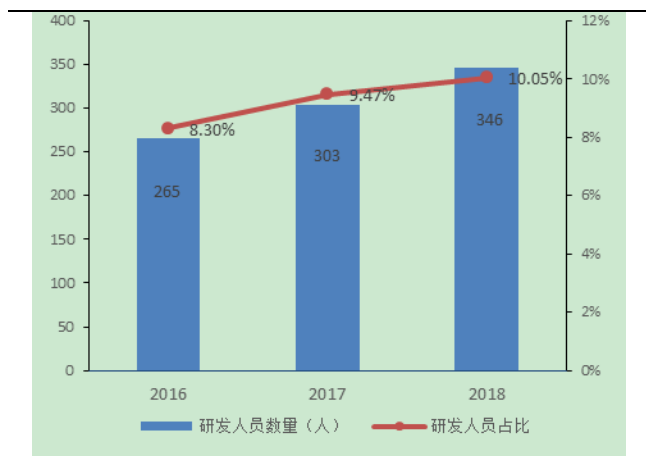
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

1.3 绿色环保研发实力强, 行业规范的编制和领导者

重视创新和研发, 参编国家行业标准。公司有国家认定企业技术中心、省市三级院士工作站、博士后科研工作站、中国轻工业无机材料重点实验室、中国陶瓷薄板应用技术中心五大科研技术平台, 共参与 12 项国家、团体标准编制修订。公司重视科研创新, 近年来公司研发人员占比及科研支出不断增加, 研发投入在同行业上市公司中位居前列。截止 2018 年末, 公司共有专利 627 项, 其中发明专利 73 项, 实用新型专利 56

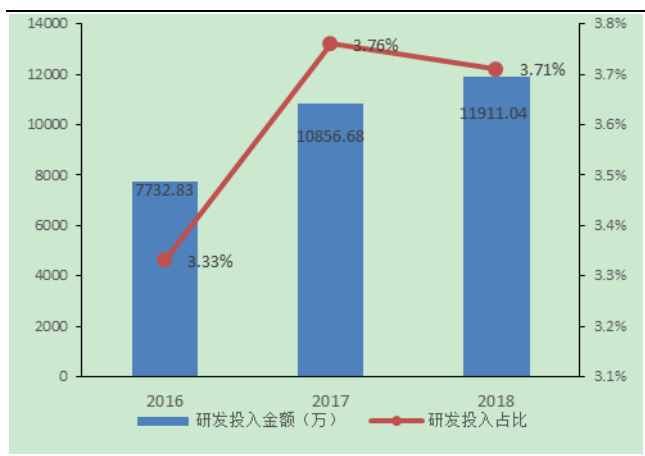
项。

图 3: 近三年公司研发人员数量及占比



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 近三年公司研发支出及研发投入占营收比例



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

瓷砖“薄型化”领导者。公司利用技术优势, 探索“瓷砖薄型化”。2016 年公司成功研发出 2400mm×1200mm 大规格陶瓷薄板, 研发和生产上新台阶。公司自主研发的陶瓷薄板和陶瓷大板, 在行业内处于领先水平。陶瓷薄板应用领域广, 潜在需求空间大。

图 5: 公司技术中心、博士和院士工作站



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

节能环保, 获得多项环保荣誉。公司是国家工信部首批“绿色工厂示范单位”, 也是行业唯一的“资源节约型、环境友好型”试点创建企业, 并连续三年获得佛山市环保绿牌, 是全国建陶行业内唯一获此荣誉的企业。

图 6: 公司拥有多个绿色环保证书



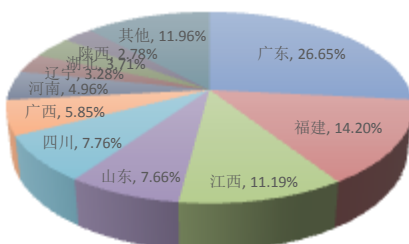
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 大行业小公司, 头部公司迎来快速发展阶段

2.1 瓷砖行业处于拐点期, 大行业小公司向头部集中

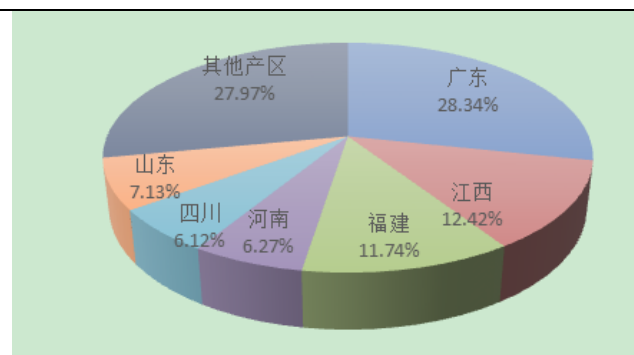
行业区域集中度高。从 2017 年国内陶瓷砖产能与产量的分布来看, 排名靠前的建筑陶瓷产区广东、福建、江西三个地区产能和产量合计占全国总量的 50%。粤闽赣三省以产业集群成熟、产业链完善、专业市场发达为主要优势, 且已形成了一批行业内知名企业。

图 7: 2017 年中国各省市陶瓷砖产量占比



资料来源: 中国建筑卫陶瓷协会、东兴证券研究所

图 8: 2017 年中国各省市陶瓷砖产能占比



资料来源: 中国建筑卫陶瓷协会、东兴证券研究所

大行业小公司, 行业集中度低。2018 年规模以上瓷砖行业企业总体营业收入规模在 2000 亿以上, 2016 年达到 5036 亿元, 2010 年到 2016 年均复合增长率为 12.29%, 行业需求空间大。但是行业内的企业规模偏小, 规模以上企业平均营业收入为 2 亿多元, 像龙头企业新明珠陶瓷规模仅达到 100 多亿, 马可波罗 80 多亿, 市场占有率比较低, 仅为 2% 左右。上市和准上市公司中市场占有率更低, 2018 年蒙娜丽莎市占率为 1.07%, 帝欧家居市占率为 1.23%。瓷砖行业属于典型的大行业小公司。

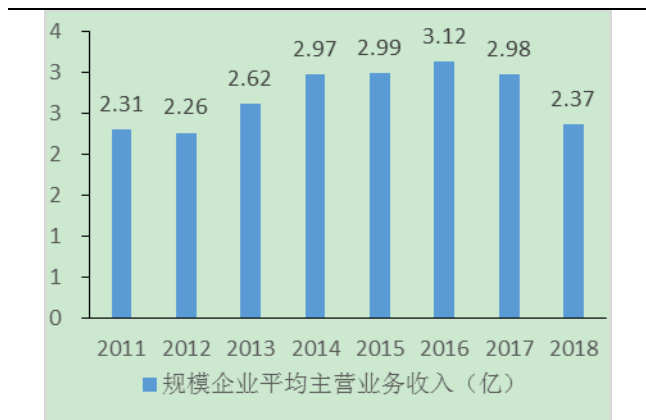
表 3: 2015-2018 年建陶行业上市公司营收及市占率

年份	公司	东鹏控股	帝欧家居 (欧神诺)	蒙娜丽莎
2015 年	瓷砖业务营收 (亿元)	35.21	13.44	15.81
	市占率	0.81%	0.36%	0.36%
2016 年	瓷砖业务营收 (亿元)	44.32	16.64	23.24
	市占率	0.96%	0.39%	0.50%
2017 年	瓷砖业务营收 (亿元)	54.41	24	28.9
	市占率	1.31%	0.88%	0.69%
2018 年	瓷砖业务营收 (亿元)		36.82	32
	市占率		1.23%	1.07%

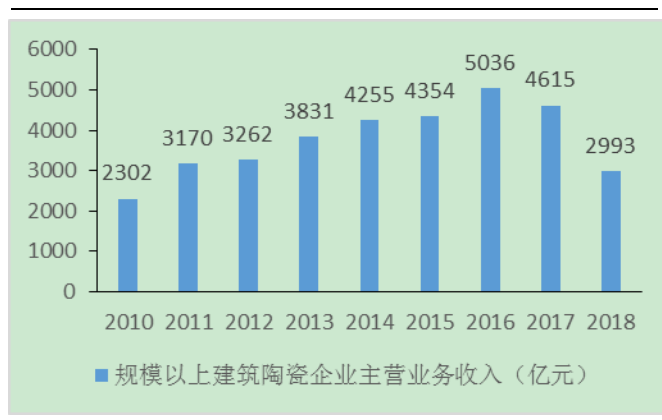
资料来源: wind、东兴证券研究所

2.2 头部公司逆势向上, 行业向头部公司集中

随着行业受地产和环保影响, 行业近两年来规模有所收缩, 从 2016 年的峰值连续下降。2017 年到 2019 年行业的收入规模处于持续下降当中, 但是头部公司的市占率逆行业规模下滑趋势, 处于持续的上涨当中。

图 9: 2011 年-2018 年规模以上建筑陶瓷平均营业收入


资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、东兴证券研究所

图 10: 2010 年-2018 年规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入


资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、陶瓷信息网、东兴证券研究所

像 2017 年和 2018 年帝欧家居、蒙娜丽莎和东鹏控股的市占率水平每年逐步向上, 2017 年和 2018 年蒙娜丽莎、帝欧家居市占率较上年分别提高 0.19、0.49 个百分点和 0.38、0.35 个百分点。

2.3 环保管控趋严, 小企业面临淘汰

随着环保整顿力度不断加强, 各大陶瓷砖厂商也加大环保工艺和治理投入, 部分生产不达标工厂在法规政策的督促下, 进行关停整改。加上需求也处于下行的情况下, 一些企业生存空间收窄, 甚至规模以上企业数量有所下降, 2018 年 137 家企业退出行业。环保和市场因素导致的优胜劣汰使得行业向头部公司集中。头部公司的规模逆势扩张, 在行业下行中加速向上, 市占率不断提升。

环保加码, 小企业成本增加或退出。传统建陶行业属于高污染、高能耗的行业, 环境污染大, 是国家重点监管的对象。能源燃烧过程中会产生二氧化硫 (SO₂)、氮氧化物 (NO_x)、颗粒物等大气污染物, 造成严重的空

气污染。以陶瓷工业发达的佛山市为例, 初步统计 2017 年陶瓷行业颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放量分别占全市工业企业排放的 24%、30%、32%。

表 4: 《陶瓷工业污染物排放标准》2014、2017 修改单对比

污染物	《陶瓷工业污染物排放标准》2014 年修改单		《陶瓷工业污染物排放标准》2017 年修改单 (征求意见稿)	
	喷雾干燥塔	陶瓷窑	喷雾干燥塔	陶瓷窑
颗粒物	30mg/m ³	30mg/m ³	20mg/m ³	20mg/m ³
二氧化硫	50mg/m ³	50mg/m ³	30mg/m ³	30mg/m ³
氮氧化物	180mg/m ³	180mg/m ³	100mg/m ³	150mg/m ³

资料来源: 环保部、东兴证券研究所

近年来环保管控加码, 2017 年《陶瓷工业污染物排放标准》的最新修订单对颗粒物、二氧化硫、氮氧化物的排放要求全面收严, 在环保方面向陶瓷企业提出了更高的要求。此外, 中央政府出台多项法规政策深化工业污染治理, 地方政府也出台相关政策强化对“散乱污”企业的综合整治。

表 5: 中央颁布的建陶相关污染治理政策一览

时间	中央颁布的相关法规政策	颁布部门
2013.9	《大气污染防治行动计划》(即《大气十条》)	国务院
2014.12	《陶瓷工业污染物排放标准》(GB25464-2010) 修改单	环保部
2015.8	《中华人民共和国大气污染防治法》	全国人大
2017.1	《“十三五”节能减排综合工作方案》	国务院
2017.3	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	环保部等
2017.6	关于征求《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等 20 项国家污染物排放标准修改单(征求意见稿)意见的函	环保部
2018.7	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院
2018.7	《排污许可证申请与核发技术规范陶瓷砖瓦工业》	生态环境部
2018.9	《陶瓷制品制造业污染防治可行技术指南 (征求意见稿)》	生态环境部

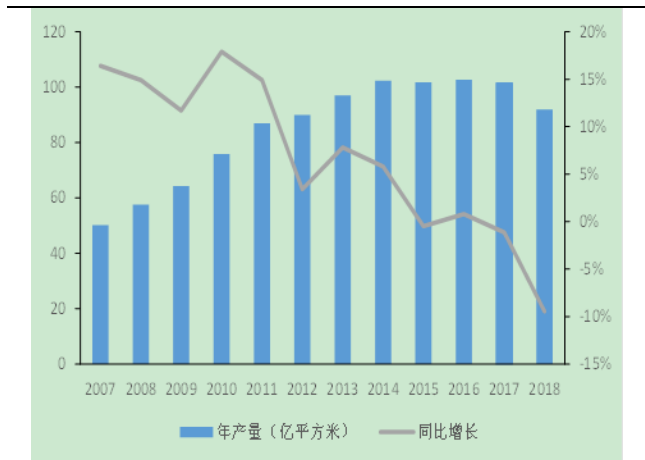
资料来源: 各部门网站、东兴证券研究所

环保成为入场券, 小企业面临淘汰。一些小企业环保设施不全, 不达标, 导致环保趋严后成本增加, 甚至被迫停产, 像一些规模以上企业也受到影响。大中型企业响应政策, 通过“煤改气”等措施改造“绿色生产线”, 而部分环保不达标的小企业被勒令关停整改。例如, 2018-2019 年蓝天保卫战重点区域强化督查中, 广东、广西、江西、河北、河南等 10 省迎来中央环保督察组的“回头看”, 仅 10 余天时间内就有 30 余家陶瓷企业被关停整改。绿色环保已成为当下企业能否继续参与市场竞争的“入场券”, 对生产线进行环保改造需要大量成本, 很多小企业将永远退出, 产业集中度将会进一步增加。

2.4 增量和存量保证需求规模相对稳定

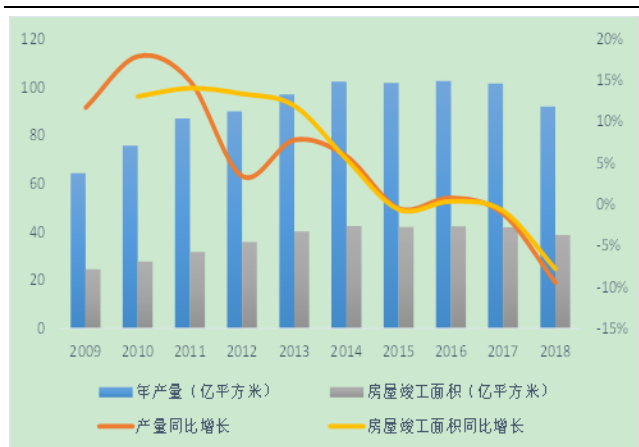
增量需求探底, 将逐步进入释放阶段。瓷砖总需求量虽然会随着房地产行业的情况波动, 但从产量看瓷砖产量一直在 100 亿平方米左右波动。瓷砖行业的总产量从 2016 年的 102.6 亿平方米的历史峰值下降到 2018 年的 91.9 亿平方米, 虽然 2019 年总体产量将继续下降, 但总体上保持在较高水平。

图 11: 瓷砖产量和增速



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、东兴证券研究所

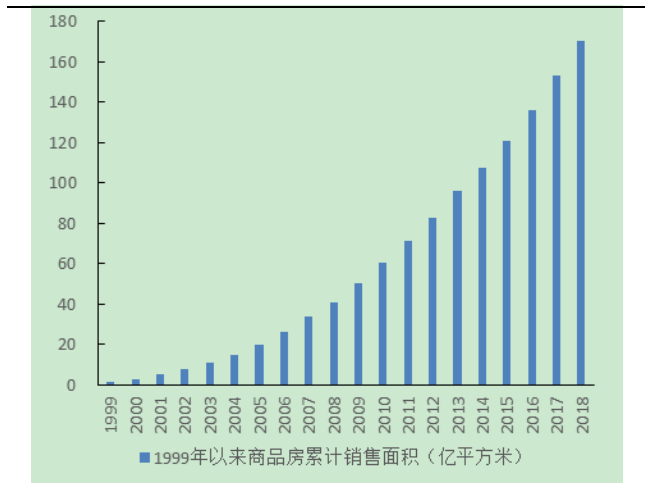
图 12: 瓷砖产量和地产竣工面积及增速



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、wind、东兴证券研究所

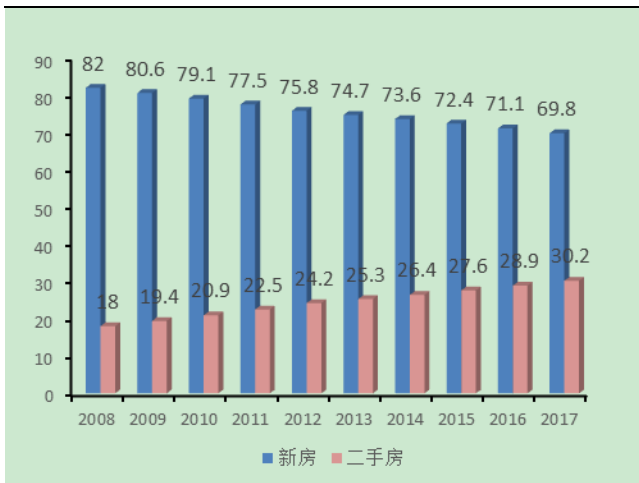
特别是随着前期房地产销售的堰塞湖积累, 地产竣工面积的改善将逐步带动瓷砖需求进一步集中释放。2019 年 7 月房地产竣工面积同比下降 11.3%, 下降幅度进一步收窄。随着竣工面积增速的改善, 瓷砖需求也将进入探底回升阶段。

图 13: 1999 年以来商品房累计销售面积



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 14: 中国住宅物业市场的瓷砖消费比例 (%)



资料来源: 中华陶瓷网、东兴证券研究所

存量房时代, 二次装修释放新需求。从 1999 年到 2018 年年末, 我国已累计销售商品房 170.56 亿平方米。部分一二线城市已经进入存量房时代, 二次装修的需求开始显现并逐步增加。随着存量住宅装修耐用年限的到来和二手房市场的持续发展, 大量住房的二次装修需求将会逐步释放。我国第一批商品房建成于 80 年代, 按照住房翻新周期为 10-15 年计算, 存在巨大的旧房翻新装修需求。2008 年二次装修在我国物业住宅市场的瓷砖消费比例仅为 18%, 到 2017 年, 这一比例提升至 30.2%。预计未来几年二次装修需求将进一步增加, 为行业带来新的发展机遇。

2.5 全装修政策推行, 头部公司受益

全装修政策推行, 精装房成趋势。《建筑业发展“十三五”规划》要求到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。各地方政府也出台了相应的“全装修”地方政策, 其中海南、湖北要求全省全面实行全装修政策。

预计到 2020 年, 精装修的比例将达到 80% 以上, 5 年内大中城市将告别毛坯房。

表 6: 部分省份相关政策要求

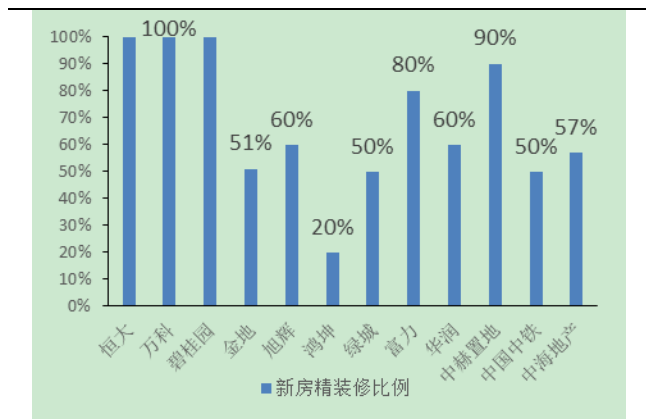
省份	政策要求
海南	2017 年 7 月 1 日起, 各市县商品住宅项目全部实行全装修。
湖北	2019 年 1 月 1 日起, 全省各城市新建商品住宅中, 全面推行一体化装修技术。
河南	到 2020 年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。
山东	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修
浙江	2016 年 10 月 1 日起, 全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅, 全部实行全装修和成品交付。
上海	从 2017 年 1 月 1 日起, 凡出让的本市新建商品房建设用地, 外环线以内的城区全装修达到 100%, 除奉贤区、金山区、崇明区实施全装修比例为 30%, 至 2020 年达到 50%。
四川	到 2020 年, 新建住宅全装修达到 50%。
江苏	2020 年, 设区市新建商品房全装修比例达 50% 以上

资料来源: 各省政府网站、东兴证券研究所

精装修挤压小企业空间, 有利头部公司。全装修政策对瓷砖的品类、交付能力等各种标准提出了更高的要求, 一些小瓷砖企业品类少, 交付能力不强而被市场淘汰。而头部公司因其综合实力强而在地产商的招标中容易获得工程装修的瓷砖大订单。

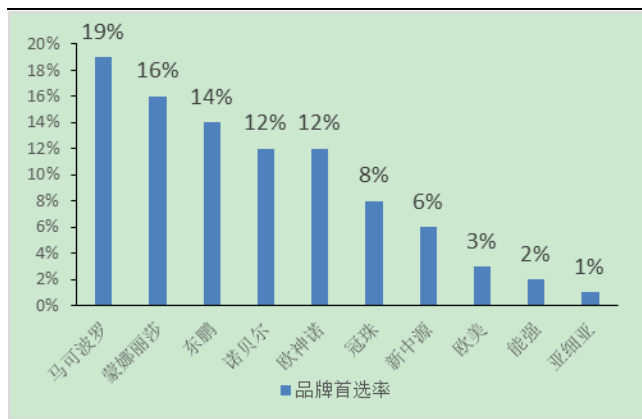
同时地产行业也在向头部公司集中, 小地产企业被淘汰。而一些大型地产商, 如恒大、万科、碧桂园精装修比例已接近 100%, 华润、绿城、金地等地产商精装修比例也在 50% 以上。这些龙头开发商选材品牌化越来越明显, 瓷砖的头部公司在这场下游需求的变化中受益。

图 15: 主要地产商全装修房比例



资料来源: 中国产业信息网、东兴证券研究所

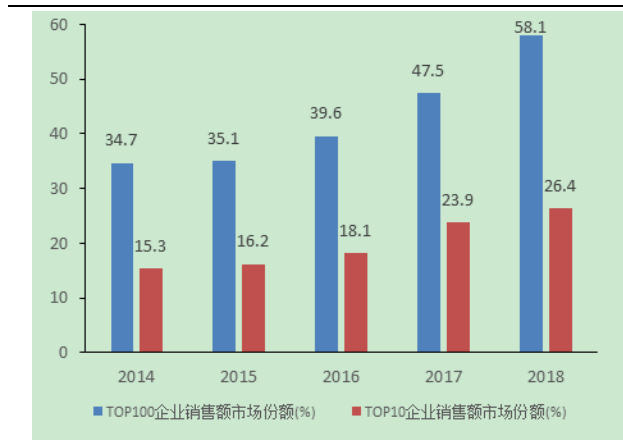
图 16: 2018 中国房地产开发企业 500 强陶瓷砖首选率



资料来源: 中房网、东兴证券研究所

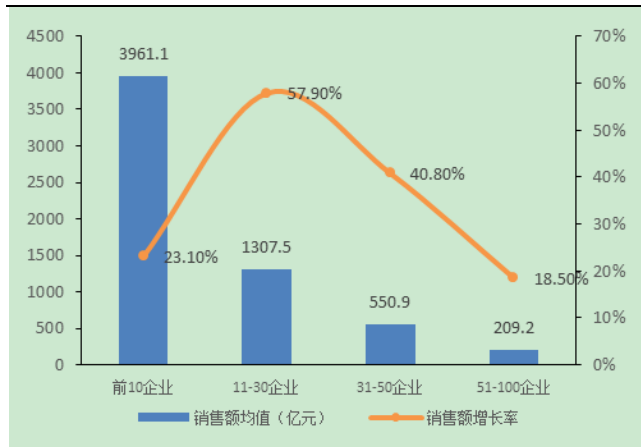
地产集中度提升, 驱动瓷砖行业集中度提升。2018 年地产行业集中度持续提升。前四大房地产开发企业销售金额占比从 2013 年的 6.93% 上升至 2018 年的 14.17%。2018 年全国 10 强、100 强房地产企业销售额的市场份额分别为 26.4%、58.1%, 同比提升 2.5 和 10.6 个百分点。

图 17: 2014-2018TOP10、TOP100 房企销售份额



资料来源: 中国房地产 TOP10 研究组、东兴证券研究所

图 18: 2018 中国房地产企业销售额及增长率



资料来源: 中国房地产 TOP10 研究组、东兴证券研究所

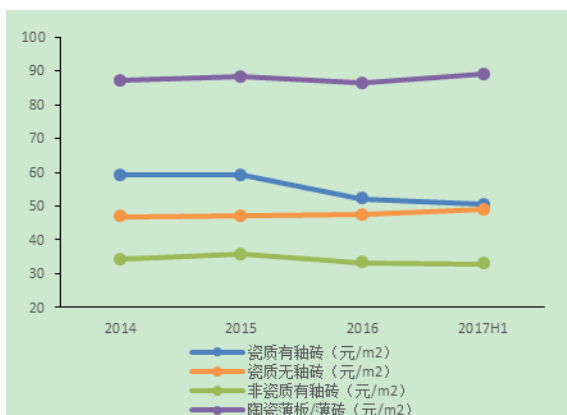
随着地产行业的集中, 地产企业数量减少、地产头部公司规模扩大。头部地产公司对于瓷砖供应商的选择局限于瓷砖行业的头部和第一梯队的公司, 并且每个地产企业选择的供应商数量有限, 第一梯队和头部的瓷砖公司将从中受益。

地产集中度的持续提升和全装修政策的推行加速建陶行业洗牌, 产业集中度和品牌集中度将不断提高, 一线品牌和头部瓷砖公司的市场份额也将会得到提升, 而小瓷砖公司将受到挤压。

3. 新产品、新产能齐发力, 助力快速发展

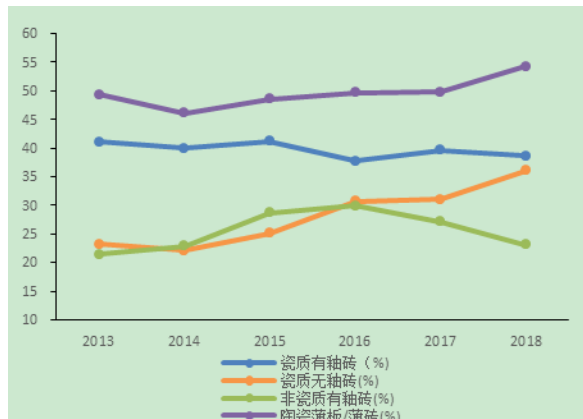
3.1 中高端占比提升毛利率, 陶瓷薄板利润增长空间大

图 19: 2014-2017H1 公司各类产品均价



资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

图 20: 2013-2018 公司各类产品毛利率变化情况

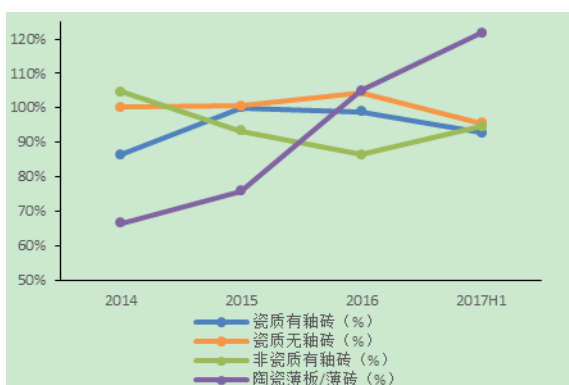


资料来源: wind、东兴证券研究所

公司陶瓷薄板技术壁垒高、盈利能力强。公司陶瓷薄板/薄砖价格接近 90 元/m², 定位高端。公司是业内这一产品主要生产者, 有一定技术壁垒。2018 年公司陶瓷薄板/薄砖的毛利率高达 54.24%, 而较低端的非瓷质有釉砖毛利率仅为 23.13%, 且呈持续下降趋势。

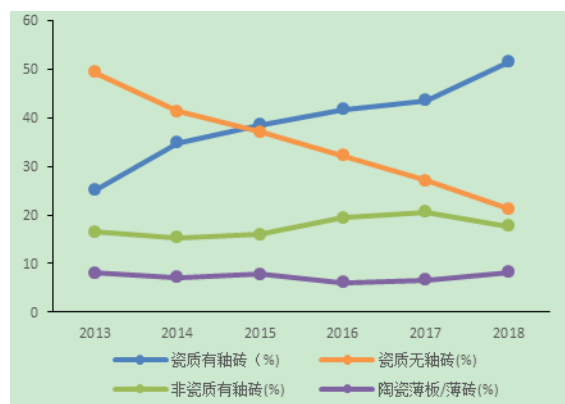
中高端产品占比持续改善, 不断提升毛利率水平。城镇化水平与消费升级使陶瓷行业朝向高质量发展, 中高端产品越来越受到市场青睐, 陶瓷薄板产销比将逐步显著上升。

图 21: 2014-2017H1 公司各类产品产销比



资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

图 22: 2013-2018 公司各类产品占营收比重



资料来源: wind、东兴证券研究所

从公司的产品结构来看, 陶瓷薄板、薄砖以及瓷质有釉砖这类中高端产品营收占比有所上升, 带来公司毛利率水平的不断改善。预计未来公司高端产品销售占比将进一步扩大, 毛利率水平仍有上升空间。公司中高端产品瓷质有釉和陶瓷薄板比例的进一步提升将进一步提升公司的盈利能力和产品竞争力。

3.2 新产能提升公司交付能力和竞争优势

加速扩大产能, 助推业绩持续增长。2018 年 5 月公司在广西藤县计划建设 10 条生产线、年产能约为 7200 万平方米的生产基地。2019 年 3 月藤县生产基地项目开始开工建设, 预计年末建成 4 条生产线。公司 2018 年拥有 4000 万平米的产能, 通过自产及 OEM 模式生产瓷砖合计约为 7000 万平方米。藤县项目将大幅扩充公司自有产能, 公司供给能力实现翻倍, 为业绩大幅增长奠定基础。

新产能将进一步改善产品结构。广西藤县的新产能基地融进绿色和智能制造理念, 以生产中高端地砖为主, 有利于进一步改善产品结构, 提升毛利率水平。此外, 藤县项目的建成也有利于公司在行业内率先实现超大规格陶瓷薄板的规模化生产, 从而抢占市场先机。

新产能有助公司进一步降低综合成本和竞争优势。公司新窑炉采用 350-400 米的窑炉, 工艺技术新, 综合成本低, 提升公司的成本优势竞争力。并且广西藤县新生产线位置较好, 距离主要的原材料近, 在 20 公里的范围内, 运输成本低。同时藤县交通运输方便, 产能不但可以覆盖华南地区, 同时还可以辐射到全国。因为新生产基地距离水运码头仅有 25 公里, 并且是铁海联运的港口码头, 不但可以直接海运, 还可以在码头上装车皮进行铁运。并且新建的码头距离仅有 10 公里, 运输成本更低。另外新产能在藤县属于广西自治区的政策享受连续 5 年的 10% 的所得税减免。

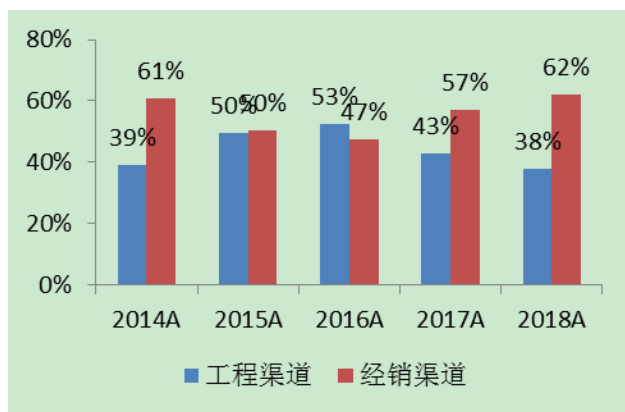
4. 经销工程双轮驱动快速增长, 品牌提升综合竞争力

工程经销双轮驱动, 协同驱动业绩增长。公司有工程和经销两种销售模式。经销模式面向终端消费客户, 通过终端店面进行品牌宣传, 并通过驻店设计师开展个性化设计以适应个性化需求; 工程模式通过与工程客户直接签订协议进行销售, 其中主要客户包括碧桂园、万科、保利、恒大、中海等大型房地产商。

近年来, 随着精装修政策的推行以及房地产行业集中度不断提升, 公司工程业务销售占比呈上升趋势, 2019年工程渠道与经销渠道销售占比较 2018 年开始提升。

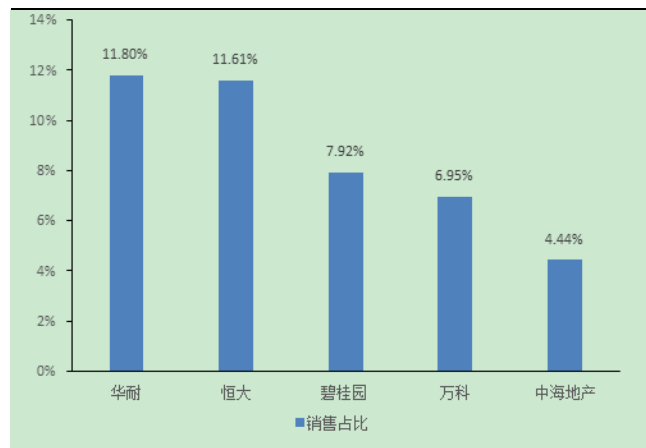
但公司坚持双轮驱动, 积极发展经销渠道, 坚持经销渠道下沉战略, 注重全国县镇级市场的布局, 通过经销商来开拓区域的地产市场和终端消费。同时也积极拓展知名房地产企业客户, 加强与重要房地产企业的战略合作业务, 确保经销渠道与工程渠道实现共同快速发展。

图 23: 2014-2017H1 公司各渠道营收占比



资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

图 24: 2017H1 公司前五大客户及销售占比

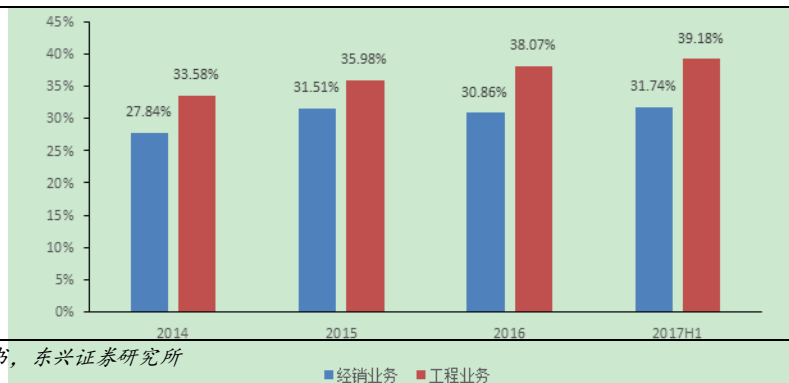


资料来源: wind、东兴证券研究所

4.1 工程渠道规模优势, 储备扎实提升业绩弹性

工程业务提升规模效应, 有利业绩较快增长。虽然面对大型地产商, 企业议价能力较差, 盈利空间较小, 且从发货到验收确认销售收入的周期相对较长, 回款速度较慢。但是工程业务供应产品数量较大且品种集中, 减少了生产过程中不同产品因生产转换需要进行工艺和设备的调整而带来的转换成本, 有规模效应。所以, 公司对于工程渠道订单的选择严格, 以避免应收账款不能回收的风险。同时积极布局工程渠道。

图 25: 经销业务与工程业务毛利率对比



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

工程业务储备发展基础扎实, 提供业绩弹性基础。公司的工程客户均为知名房地产开发商像碧桂园、万科、保利、恒大和中海等, 2019 年中国房地产开发企业前十强中有 9 家企业是公司的客户, 公司的地产客户由原来的 30 多家增加到 46 家, 其中大多数是上市公司。这些有利于公司进一步的消化新增产能, 实现业绩的高弹性。

表 7: 房地产 10 强企业公司客户一览

排名	2019 年中国房地产开发企业前十强	是否为公司客户
1	恒大地产集团有限公司	是
2	万科企业股份有限公司	是
3	碧桂园控股有限公司	是
4	融创中国控股有限公司	是
5	保利房地产(集团)股份有限公司	是
6	中国海外发展有限公司	是
7	龙湖地产有限公司	否
8	新城控股集团股份有限公司	是
9	华润置地有限公司	是
10	广州富力地产股份有限公司	是

资料来源: 中国房地产业协会、公司官网、东兴证券研究所

随着地产企业集中度的提升, 龙头企业销售规模有望进一步扩大。在 2018-2019 年度中国房地产开发企业 500 强首选品牌中, 公司获得建筑陶瓷类品牌首选率第二名, 因此, 受益于精装修政策的推行, 加之公司自有产能的扩大, 公司工程业务具有快速较大的增长空间, 将有力推动公司业绩增长。

表 8: 2017 上半年工程业务前 5 大客户销售情况

客户名称	销售金额 (万元)	占工程业务收入的比例
广州恒大材料设备有限公司	14,398.65	22.55%
碧桂园控股有限公司	9,817.26	15.38%
万科企业股份有限公司	8,620.03	13.50%
中海地产集团有限公司	5,504.87	8.62%
保利房地产(集团)股份有限公司	3,987.15	6.24%
合计	42,327.97	66.29%

资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

4.2 经销渠道稳健发展, 双轮驱动业绩增长

稳健发展经销渠道, 提供较好现金流。公司的经销商体系已经覆盖全国三百多个城市, 包括全部省会城市和大部分地县级城市, 共有三千多家销售网点, 并在一千多家综合规模较大的旗舰店建立了品牌展厅, 将品牌形象和产品直接推向终端市场的消费者。公司坚持渠道下沉战略, 大力扩展全国县镇级市场。

销售网点稳健增长, 经销渠道逐步拓展。公司每年增加 200 个经销网点, 升级改造 500 家店, 并且根据淘汰机制淘汰掉几十家店。发展经销渠道是公司长期的战略方向, 也是作为瓷砖行业综合竞争力的体现。经测算 2018 年公司经销业务销售额同比增长 22% 左右, 成为公司业绩增长的主要驱动因素。

经销渠道有利公司长期发展和新品拓展, 助力工程业务快速发展能力。经销渠道账期短, 回款及时, 为公司提供及时充足的现金流, 提升公司防风险能力。同时在经销网络公司具备一定的定价权, 有利于公司的收益率以及提升公司新品的市场渗透力。

从阶段发展看, 工程业务模式能够快速提升公司的市场占有率, 提升公司的规模优势。经销渠道则是长期稳健发展的必然路径, 通过经销渠道公司能够获得及时的现金流, 并能够对定价、现金流等有一定的控制力, 可以提升公司防风险能力。同时经销渠道的现金流也能够助力工程业务的快速发展能力。

4.3 品牌打造提升公司综合竞争力

产品品质和品牌优势逐步显现。公司的把产品品质作为企业文化, 从原材料采购到整个生产工序以及产品的包装公司形成严格的把控制度, 对于每一件产品都可以追溯到每条生产线和每个责任人。公司的管理引入 12 道管控体系, 从产品实现标准到基础保障标准等共 1147 项内控标准。形成了全方位的自动化、标准化和流程化的体系。

公司获得第三届中国质量提名奖是陶瓷行业唯一获得该奖项的企业。不但在大客户端是万科多年的 A 级供应商, 碧桂园的卓越供应商, 获得保利质量优秀将和金茂优秀供应商, 并且在经销端“蒙娜丽莎”瓷砖的口碑也在逐步提升。

图 26: 第十届微笑节部分广告投放展示



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

积极营销提升品牌整体知名度。公司在产品品质保障的基础上积极进行品牌营销, 让蒙娜丽莎的品牌深入人心。2018 年 1 月正式签约成为“第 18 届亚运会官方支持合作伙伴”, 并在各大门店启动“包机看亚运”优惠活动。6 月签约国际米兰, 8 月集团总裁萧礼标、副总裁邓啟棠作为 2018 雅加达亚运会火炬手参与亚运火炬传递, 实现蒙娜丽莎品牌的海外传播, 进一步提升公司品牌的海内外知名度。

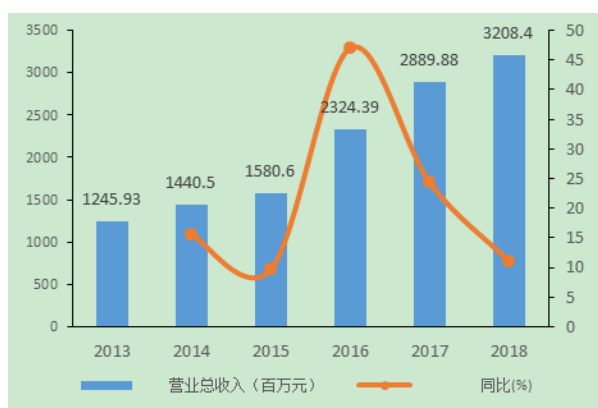
积极营销转线上为线下销量。2018 年 8 月蒙娜丽莎开启第十届微笑节, 充分运用各种渠道, 在一点资讯、抖音、土巴兔、腾讯视频、蜻蜓 FM 等几十款热门 APP 上投放开屏广告, 并运用创意海报、话题营销等方式在网易等各大网站引起话题度, 扩大品牌影响力, 将微笑推向全国。举办微笑节的同时, 公司掀起全年力度最大、跨度最长的促销活动, 将线上营销转换为线下销量, 扩大公司品牌知名度, 为公司经销渠道的发展打开更大的空间。

5. 综合优势持续改善, 具备业绩弹性基础

5.1 行业寒冬公司保持稳健逆势增长

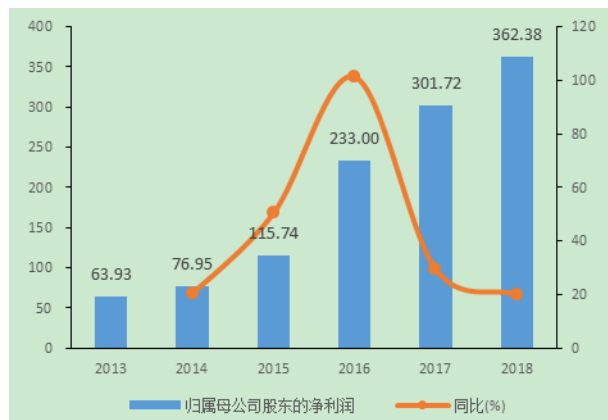
营收和利润符合增长率高, 逆行业稳健增长。不管行业冷暖, 公司的营收规模及利润水平均呈稳步上升态势。公司营业收入从 2013 年的 12.36 亿元增长至 2018 年的 32.08 亿元, 五年间提升约 1.6 倍, 复合增长率为 20.83%。归母净利润从 2013 年的 6393 万增长至 2018 年的 3.62 亿, 复合增长率达 41.45%。

图 27: 2013-2018 公司营业收入及同比



资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

图 28: 2013-2018 公司归母净利润及同比

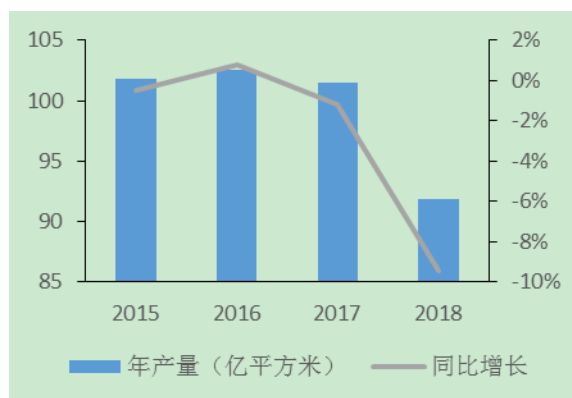


资料来源: wind、东兴证券研究所

特别是 2017 年到 2018 年行业处于持续下滑的态势当中, 2017 年和 2018 年陶瓷行业产量同比下降 1.2% 和 9.5%, 而公司的产量却逆势增长 23.23% 和 10%。

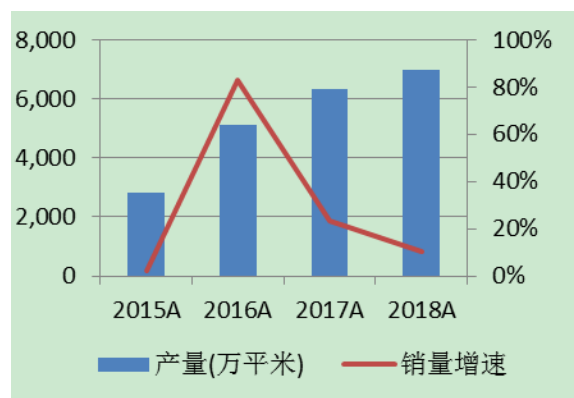
2017 年和 2018 年陶瓷行业规模以上企业收入分别为 4615 亿元和 2993 亿元, 同比下降 8.4% 和 35.1%, 但公司的瓷砖业务的营业收入为 28.31 亿元和 31.70 亿元, 同比增长 22.27% 和 11.99%。

图 29: 陶瓷行业产量和增速



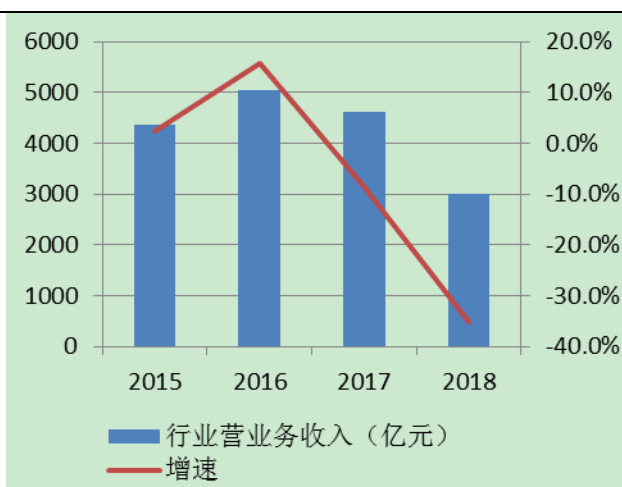
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 30: 公司陶瓷产量和增速



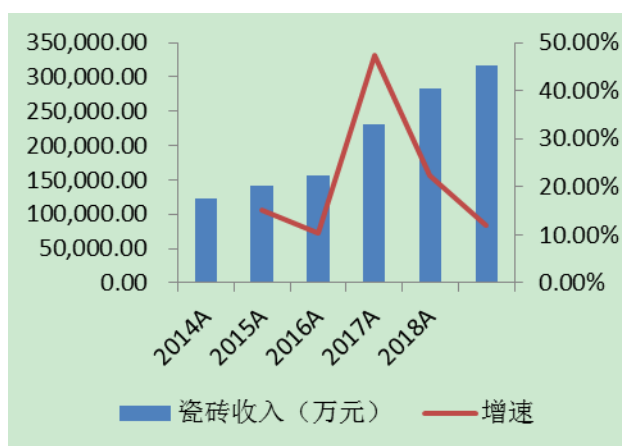
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 31: 陶瓷行业规模以上企业收入和增速



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 32: 公司磁砖业务收入和增速



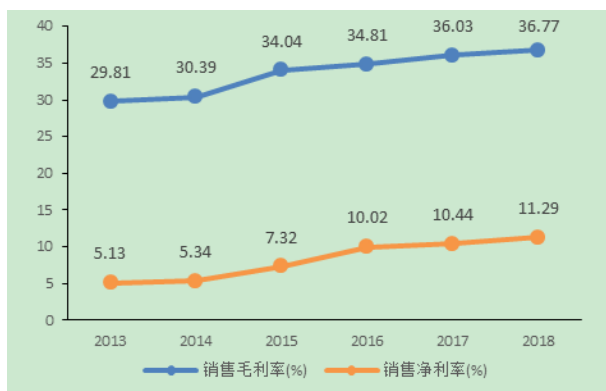
资料来源: wind、东兴证券研究所

5.2 费用管控强，盈利水平好有较大提升空间

毛利率具行业较高水平，并持续改善有很大提升空间。2013 年至 2018 年，公司毛利率呈显著上升趋势，由 29.81% 增长至 36.77%。毛利率提升的原因有原材料采购成本的下降以及高端产品结构的改善。但与行业内其他上市企业相比，公司毛利率的提升幅度明显更大，其主要原因在于产品结构的不断优化。公司的总体毛利率水平处于行业较高位置。随着销售结构的不断调整，陶瓷薄板、薄砖、瓷质有釉砖等中高档产品销售占比不断提升，毛利率水平存在较大提升空间。

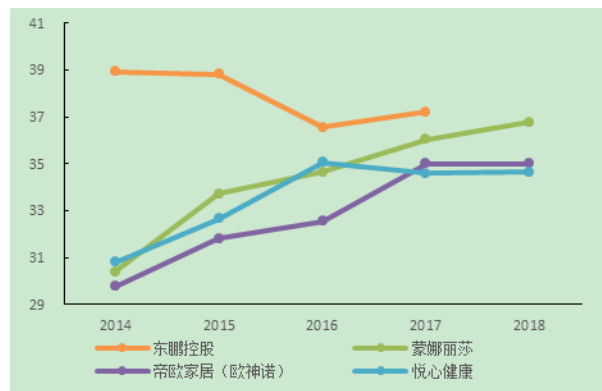
公司费用管控能力强，净利率持续提升。2013 年至 2018 年随着工程业务的不断扩大、运输费用的上涨、广告宣传投入的增加使得公司销售费用率提升 4.29 个百分点，但管理费用率与财务费用率控制较好，呈下降趋势，期间费用率稳定在 23% 左右，公司销售净利率从 5.13% 提升至 11.29%，盈利能力显著增强。

图 33: 2013-2018 公司毛利率及净利率变化



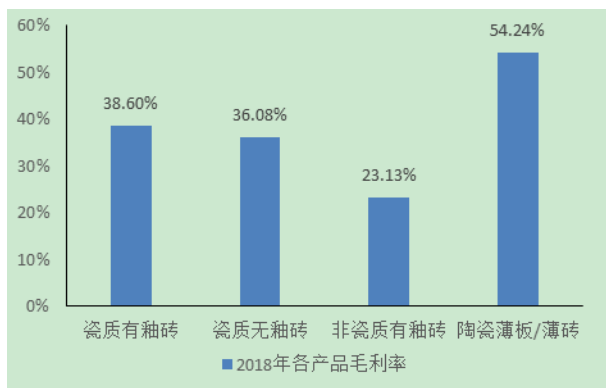
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 34: 2014-2018 同行业上市公司毛利率水平 (%)



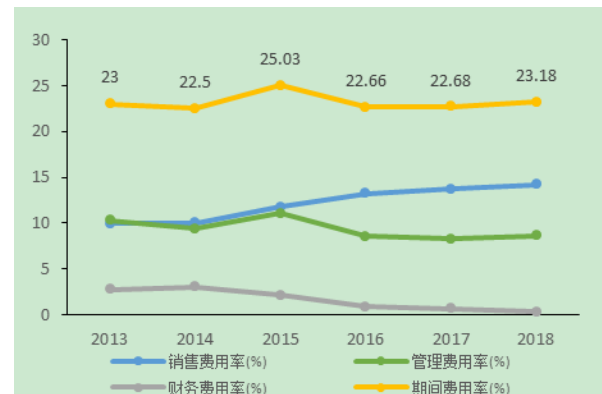
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 35: 2018 年公司各产品毛利率对比



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 36: 2013-2018 公司期间费用率 (%)



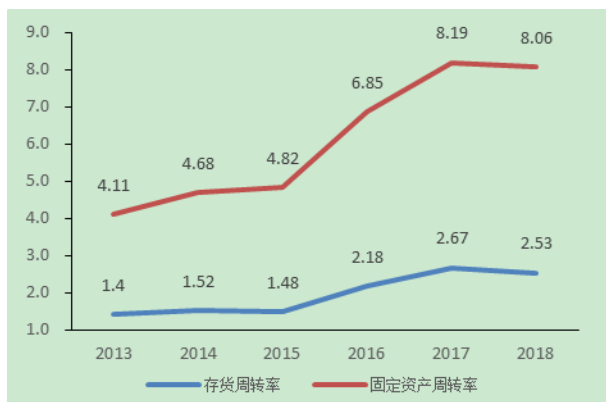
资料来源: wind、东兴证券研究所

5.3 资产周转加快, 营运能力逐步增强

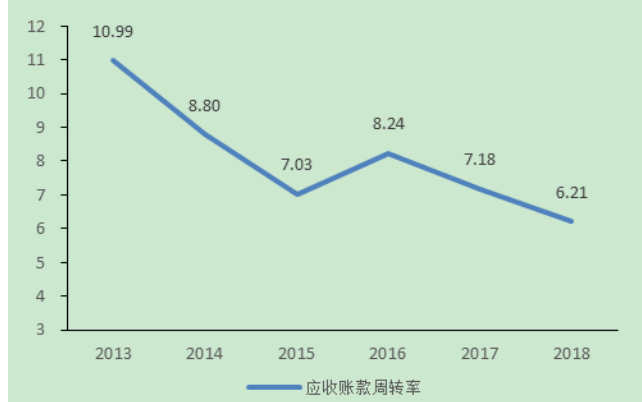
营运能力提升明显。2013 年至 2018 年公司存货周转率与固定资产周转率显著提升。其中, 存货周转率由 1.4 增至 2.53, 固定资产周转率从 4.11 增至 8.05, 周转速度提升将近一倍。其中 2016 年增长幅度最大, 主要是因为工程业务实现大幅增长, 公司产能利用率提升, 存货周转加快, 营运能力显著增强。

应收账款周转速度略降, 但总体规模控制较好。公司应收账款周转率呈下降趋势, 主要是因为相比零售业务而言, 工程业务收款期限较长, 应收账款额度较大。随着工程业务的扩大, 公司账款周转速度减慢。

但应收账款在资产中所占比例下降。2016 年公司应收账款及应收票据合计占到总资产的 28.52%, 2018 年这一比例下降至 17.28%, 应收账款风险较小。整体来看, 2013 年公司营业周期为 290 天, 2018 年则缩短至 200 天, 营运能力逐步增强。

图 37：2013-2018 公司存货及固定资产周转率


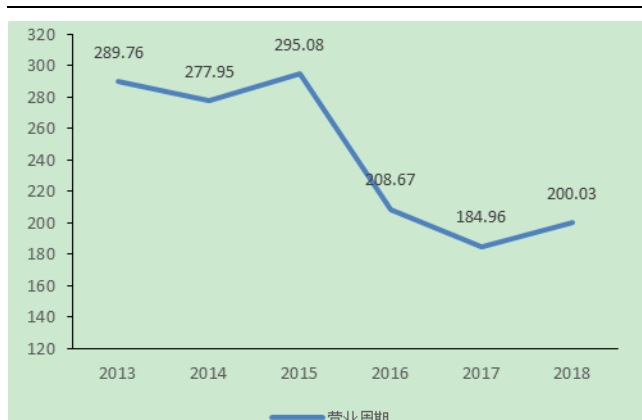
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 38：2013-2018 公司应收账款周转率


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 39：2013-2018 公司应收账款与资产的比值


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 40：2013-2018 公司营业周期变化


资料来源: wind, 东兴证券研究所

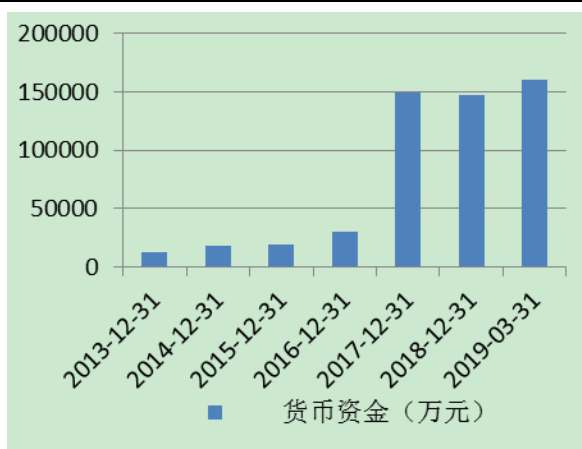
5.4 资金充裕提供业绩弹性，外延式扩张能力强

控风险货币资金充裕，提供后续发展资金储备。公司 2018 年末货币资金为 14.93 亿元，其中 2017 年公司上市募集资金净额为 11.2 亿元，2018 年末募集资金余额为 7.8 亿元，其他货币资金为 7.13 亿元，货币资金充裕。货币资金占总资产的比重由 2013 年 7.78% 提升至 2019 年一季度的 36.45%。

公司在行业下行期注重风险的防范，对于工程业务注重回款的情况，并积极发展现金流回款很好的经销业务，公司现金充裕，为公司后续的发力提供充足的资金储备。

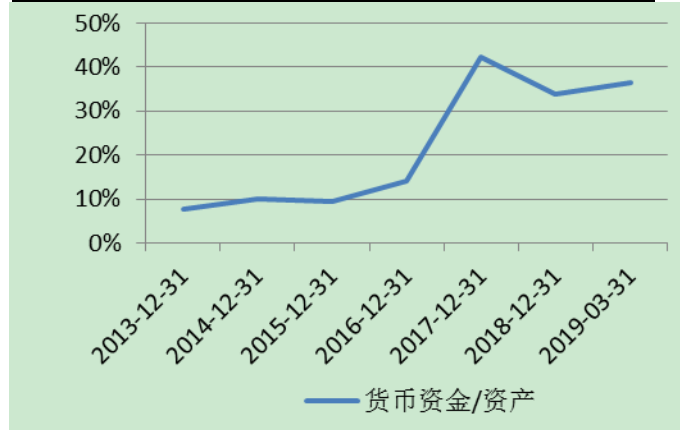
同时丰富的资金储备也提升的公司后续进行投资和并购的能力，有利于公司外延式的拓展，提升公司快速发展的能力。特别是在当前公司产能不够用的情况下，充裕的资金将助力公司的业绩弹性。

图 41: 2013-2018 公司应收账款与资产的比值



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 42: 2013-2018 公司货币资金占资产比重



资料来源: wind, 东兴证券研究所

5.5 施行激励计划, 增添发展动力

2018 年 12 月 28 日公司向董事、高管、中层管理人员以及核心技术人员在内的 124 人授予股票期权 799 万份, 占股本总额的 3.38%, 行权价格为 18.12 元/份。激励计划的行权考核年度为 2018 年-2020 年, 公司层面的业绩考核要求为以 2017 年净利润为基数, 三个行权期的净利润增长率分别不低于 10%、20%和 30%。激励行为调动公司管理团队及核心人员的积极性, 将公司利益与员工利益一致化, 促进公司健康良好发展。

6. 盈利预测和投资评级

6.1 公司盈利预测

公司定位中高端产品技术、环保和创新能力领先, 是“陶瓷薄型化”的领导者, 市占率处于不断提升的过程中。精装修政策的推行与下游地产行业集中度的提升、环保政策趋严使得中小企业逐步面临淘汰, 消费升级的大背景下中高端品牌更受消费者青睐, 建筑陶瓷行业产业集中度提升乃大势所趋, 龙头企业发展空间广阔。公司逆行业发展综合竞争力逐步提升和显现。

消费升级背景下, 我们认为公司的产品结构将继续改善, 提升公司毛利率水平。加上公司的工程业务量的提升也会提升公司的综合毛利率水平。加上公司新技术和新产能的应用和释放, 公司盈利水平将得到逐步提升。

预计公司 2019 年至 2021 年主营业务收入增幅分别为 17.8%、48.8%、43.9%, 对应营业收入分别为 36.05 亿、53.65 亿、77.19 亿。每股收益分别为 1.13 元、1.72 元和 2.53 元, 以收盘价 10.94 元计算, 对应的动态 PE 为 10 倍、7 倍和 5 倍, 公司估值水平低, 未来业绩增速拐点显现, 首次给出“强烈推荐”的投资评级。

6.2 公司估值判断

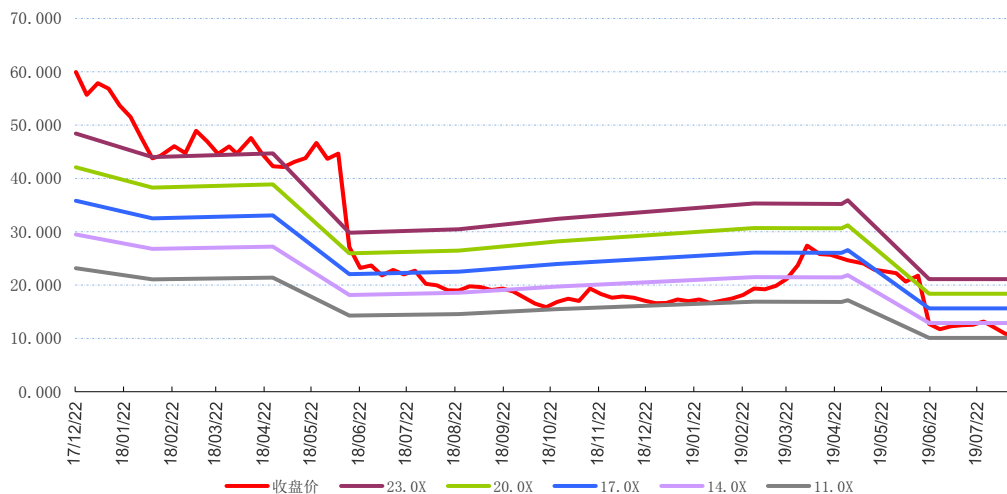
相对估值判断。通过与同行业公司进行对比, 公司的 PE 值处于较低水平。同行业公司帝欧家居、惠达卫浴 2019 年平均一致预期 PE 中值为 11 倍, 2019 年蒙娜丽莎对应 PE 为 9 倍, 处于行业较低水平。

表 9: 可比公司 wind 一致预期 PE

公司名称	2018A	2019E	2020E	2021E
帝欧家居	13.58	12.92	10.04	7.96
惠达卫浴	12.39	10.84	9.21	7.85
蒙娜丽莎	12.16	9.69	6.71	4.58
中值	12	11	9	8

资料来源: wind、东兴证券研究所

从公司的 TTM PE 看公司的 PE 估值中枢在 18-20 左右, 最低时达到 11 倍左右, 即使按照历史的估值水平, 给予公司 PE 在 18 倍左右, 对应目标股价为 20.34 元。

图 43: 蒙娜丽莎上市以来 TTMPE 变化


资料来源: wind、东兴证券研究所

绝对估值判断。我们运用 DCF 估值, 假设公司第二阶段增长率为 8%, 永续增长率为 2%, 贝塔系数为 0.93, 对应公司的绝对价格为 20.34 元, 与相对估值法得到的结果相当。我们给予公司的目标价为 20.34 元。

表 10: 蒙娜丽莎股价敏感性测试

敏感性测试结果	长期增长率(g)								
WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
8.47%	25.24	25.99	26.83	27.78	28.87	30.12	31.59	33.33	35.41
8.97%	23.64	24.27	24.98	25.77	26.68	27.71	28.90	30.30	31.94
9.47%	22.21	22.75	23.35	24.02	24.78	25.63	26.61	27.75	29.07
9.97%	20.92	21.39	21.90	22.47	23.11	23.83	24.64	25.57	26.65
10.47%	19.77	20.17	20.61	21.10	21.64	22.25	22.93	23.70	24.59
10.97%	18.73	19.07	19.45	19.87	20.34	20.85	21.43	22.07	22.81
11.47%	17.78	18.08	18.41	18.77	19.17	19.61	20.10	20.65	21.26

11.97%	16.91	17.18	17.47	17.78	18.12	18.50	18.92	19.38	19.90
12.47%	16.12	16.36	16.61	16.88	17.18	17.51	17.87	18.26	18.71
12.97%	15.40	15.61	15.83	16.06	16.32	16.61	16.92	17.26	17.64
13.47%	14.74	14.92	15.11	15.32	15.55	15.79	16.06	16.36	16.68

资料来源: 东兴证券研究所

6.3 风险提示

- 1、需求改善速度不及预期。
- 2、公司工程业务扩展速度低于预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2914	3611	3770	4934	6579	营业收入	2890	3208	3647	5323	7659
货币资金	1493	1477	1386	1597	1915	营业成本	1849	2029	2284	3337	4800
应收账款	477	556	634	926	1332	营业税金及附加	30	27	30	44	64
其他应收款	18	168	191	279	401	营业费用	396	456	520	758	1091
预付款项	4	8	13	20	29	管理费用	240	157	179	266	383
存货	712	890	1001	1463	2104	财务费用	20	12	0	8	29
其他流动资产	52	315	315	315	315	资产减值损失	22.13	33.59	30.00	30.00	30.00
非流动资产合计	625	752	1118	1459	1863	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	369	427	605	808	1085	营业利润	360	418	525	797	1176
无形资产	93	92	86	81	76	营业外收入	2.04	6.90	7.00	7.00	7.00
其他非流动资产	21	28	28	28	28	营业外支出	8.28	5.15	5.00	5.00	5.00
资产总计	3538	4363	4888	6394	8442	利润总额	354	420	527	799	1178
流动负债合计	1263	1707	1726	2714	4000	所得税	52	57	72	109	161
短期借款	112	207	98	534	1052	净利润	302	362	455	690	1017
应付账款	658	610	676	987	1420	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	26	27	28	30	32	归属母公司净利润	302	362	455	690	1017
一年内到期的非流动	10	45	45	45	45	EBITDA	540	584	604	906	1333
非流动负债合计	58	106	106	106	106	EPS (元)	2.55	1.53	1.13	1.72	2.53
长期借款	45	100	100	100	100	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1321	1814	1832	2820	4106	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	24.33%	11.02%	13.66%	45.96%	43.88%
实收资本 (或股本)	158	237	402	402	402	营业利润增长	43.95%	16.00%	25.61%	51.84%	47.52%
资本公积	1418	1340	1340	1340	1340	归属于母公司净利	29.50%	20.11%	25.52%	51.64%	47.41%
未分配利润	579	876	1172	1620	2281	获利能力					
归属母公司股东权益	2218	2549	3316	3765	4527	毛利率 (%)	36.03%	36.77%	37.36%	37.31%	37.32%
负债和所有者权益	3538	4363	5148	6585	8634	净利率 (%)	10.44%	11.29%	12.47%	12.96%	13.28%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	9.54%	8.53%	8.31%	9.31%	10.79%
						ROE (%)	13.61%	14.21%	13.72%	18.32%	22.46%
经营活动现金流	370	275	446	432	650	偿债能力					
净利润	302	362	455	690	1017	资产负债率 (%)	37%	42%	36%	43%	
折旧摊销	159.93	154.41	0.00	96.17	124.18	流动比率	2.31	2.12	2.18	1.82	1.64
财务费用	20	12	0	8	29	速动比率	1.74	1.59	1.60	1.28	1.12
应付帐款的变化	0	0	-79	-292	-406	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	1	2	2	总资产周转率	1.02	0.81	0.77	0.91	1.01
投资活动现金流	-184	-429	-479	-477	-568	应收账款周转率	7	6	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.06	5.06	5.67	6.40	6.36
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	2.55	1.53	1.13	1.72	2.53
筹资活动现金流	1021	136	-57	256	235	每股净现金流 (最新	7.65	-0.08	-0.23	0.52	0.79
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	14.06	10.78	8.25	9.36	11.26
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	39	79	166	0	0	P/E	4.29	7.15	9.67	6.38	4.33
资本公积增加	1085	-79	0	0	0	P/B	0.78	1.02	1.33	1.17	0.97
现金净增加额	1207	-18	-91	211	318	EV/EBITDA	0.74	2.51	5.39	3.84	2.76

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，首席分析师，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”建筑材料行业第一名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

中国地质大学（北京）应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。