

蒙娜丽莎（002918）：看莫霍克工业，明未来方向

2020 年 08 月 07 日

强烈推荐/维持

蒙娜丽莎

公司报告

蒙娜丽莎作为中国优秀瓷砖行业的领军企业，营业收入达到 38.05 亿元，近年来在瓷砖行业规模收缩的情况下逆势保持稳定增长。面对疫情产能有序投放，经营策略灵活应对，总体上交了一份上半年超预期的业绩。

而莫霍克工业作为全球瓷砖龙头企业，瓷砖营业收入规模达到 253.3 亿元，是绝对的全球瓷砖龙头公司。莫霍克工业作为美国的上市公司，是蒙娜丽莎的发展未来方向吗？

各自的瓷砖市场差异大，蒙娜丽莎市场空间上巨大。莫霍克工业是一个全球布局的企业，产品销售全球 160 个国家和地区，产品主要是瓷砖（占比 36.42%）和地板。莫霍克工业以美国和欧洲为主市场，其中美国 2019 年营业收入占比为 58.04%，欧洲占比为 25.4%。而蒙娜丽莎是以国内市场为主的企业，国内市场收入占公司总收入比重为 98.81%。

中国瓷砖市场规模巨大有 82.25 亿平方米，占全球瓷砖总需求约 53% 左右。而欧美等国家是发达国家，房屋建筑建设处于发展后期，且使用习惯上地板的偏好较高，市场需求相对小。所以，莫霍克工业看是一个全球瓷砖龙头，其实只是市场主要局限于欧美地区，下游处于发展后期的区域瓷砖龙头公司。莫霍克工业的市场相对蒙娜丽莎的中国的市场空间差距很大，蒙娜丽莎具备更大的更便宜的市场环境。由于瓷砖的品牌溢价不像衣服等消费品那样大，竞争的是一个综合经营能力，莫霍克工业进入中国的优势也不明显。

成本和盈利能力上蒙娜丽莎更占优。莫霍克工业产能近 3 亿平米，但有 20 个左右的工厂有分布在北美、墨西哥、欧洲和俄罗斯等，相对分散，从单体规模上优势也不明显，特别是在发达国家综合成本相对较高。而蒙娜丽莎产线位于佛山、清远和藤县在原材料和运输便利的区域，采购和运输成本低。虽然产线总规模不如莫霍克工业，但单位成本上还是有明显优势，投入产出回报率上看蒙娜丽莎占优，蒙娜丽莎和莫霍克工业 2019 年的 ROIC 分别是 14.47% 和 5.68%，ROE 则分别是 15.82% 和 9.57%，差距较大。

蒙娜丽莎在收入和市占率上与莫霍克工业差距大，莫霍克工业是蒙娜丽莎发展的未来。莫霍克工业的瓷砖在美国的市场占有率超过 50%，而蒙娜丽莎在中国市场占有率还不到 1%，莫霍克工业的瓷砖营业收入 2019 年为 253 亿元，而蒙娜丽莎仅为 38 亿元较莫霍克工业还有很大的差距，即使单独考虑莫霍克工业在美国的瓷砖营业收入，蒙娜丽莎与其也存在着差距。所以，蒙娜丽莎相对于莫霍克工业是一个行业发展和企业发展阶段均处不同的阶段公司，莫霍克的工业市占率和收入规模是蒙娜丽莎发展的方向和目标。

蒙娜丽莎是在中国大市场中处于莫霍克工业最初发展的阶段的瓷砖企业。美国相对于中国在城镇化建设上领先了很多年，蒙娜丽莎也是类似处于莫霍克工业最初发展的阶段，但蒙娜丽莎所处的中国市场是比美国更大的瓷砖需求市场。从行业发展上，美国瓷砖企业高集中度和更大规模是中国企业发展的方向，达到美国瓷砖稳定的寡占格局水平，中国瓷砖行业还有很长的路要走。所以，我们对于蒙娜丽莎的市值不应做具体数量的局限，而是要着眼于发展目标是否能够落地，是否走的顺利和顺畅。

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、陶艺等产品，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。

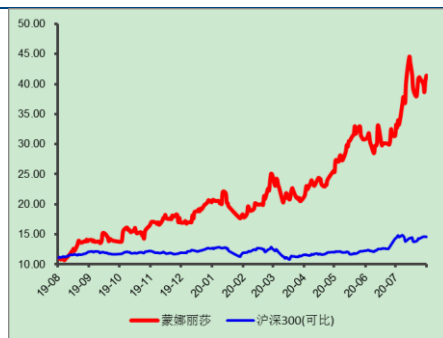
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	10.43-45.60
总市值（亿元）	168.14
流通市值（亿元）	57.62
总股本/流通 A 股（万股）	40,603/13,917
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.56

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：

S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554041

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 到 2022 年的营业收入为 51.15、73.68 和 89.22 亿元，归属于母公司的净利润为 5.56、7.98 和 9.89 亿元，对应的 EPS 分别为 1.37、1.97 和 2.44 元，对应的动态 PE 分别为 30 倍、21 倍和 17 倍，蒙娜丽莎作为中国瓷砖的领军企业，在中国巨大的市场环境，具备多种红利，发展优势和空间巨大。公司盈利能力均处于较高水平，并且随着市场占有率提升有进一步提升空间。作为一个行业结构优化初期的瓷砖企业相对于成熟市场在规模和市场占有率具备巨大的发展空间。我们继续维持公司“强烈推荐”的投资评级。

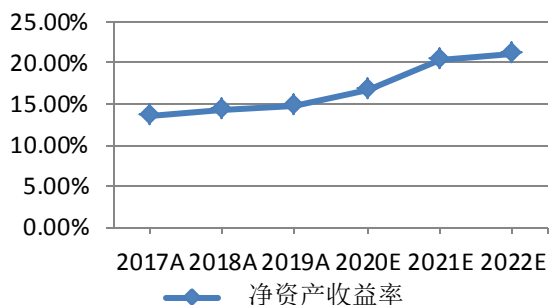
风险提示：行业需求和产能落地速度低于预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,208.40	3,804.06	5,115.20	7,367.72	8,922.04
增长率（%）	11.02%	18.57%	34.47%	44.04%	21.10%
归母净利润（百万元）	362.38	432.75	556.00	797.90	989.22
增长率（%）	20.11%	19.42%	28.48%	43.51%	23.98%
净资产收益率（%）	14.21%	14.81%	16.64%	20.26%	21.14%
每股收益(元)	1.53	1.08	1.37	1.97	2.44
PE	26.80	37.97	29.95	20.87	16.83
PB	3.81	5.66	4.98	4.23	3.56

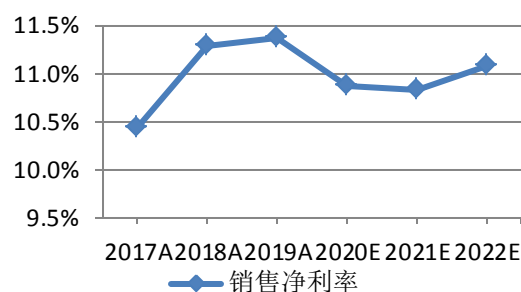
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1: 蒙娜丽莎 ROE 变化



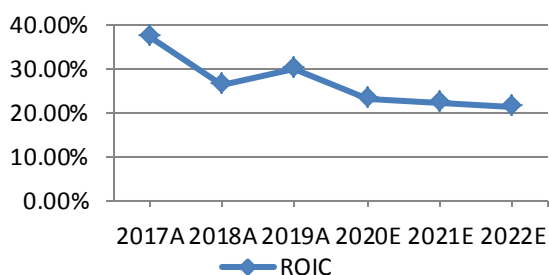
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 蒙娜丽莎销售净利润率



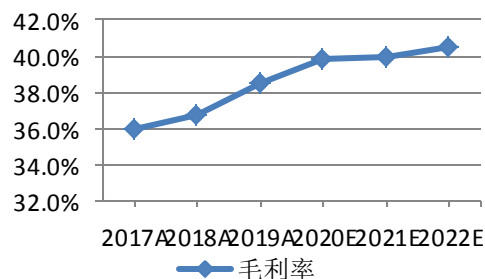
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 蒙娜丽莎 ROIC 变化情况



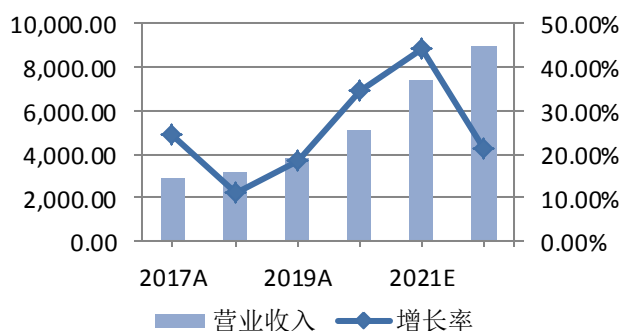
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 蒙娜丽莎毛利率变化情况



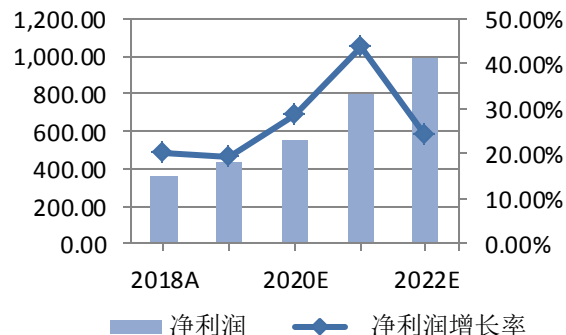
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 蒙娜丽莎营业收入和增速



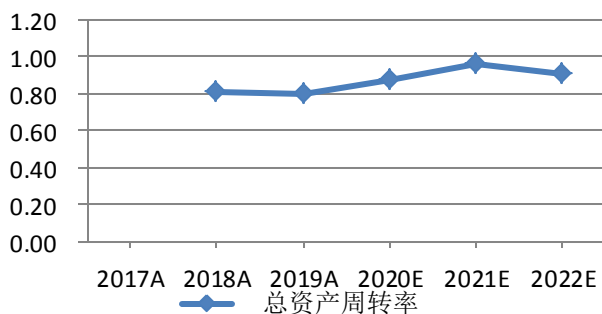
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 蒙娜丽莎净利润和增速



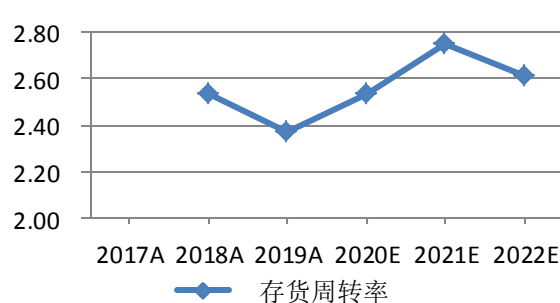
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 蒙娜丽莎总资产周转率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 蒙娜丽莎存货周转率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

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		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3611	3782	4302	5370	6393	营业收入	3208	3804	5115	7368	8922
货币资金	1477	1627	1535	1474	1784	营业成本	2029	2339	3079	4426	5304
应收账款	556	609	841	1211	1467	营业税金	27	19	41	59	71
其他应收款	168	138	186	267	324	营业费用	456	587	813	1171	1419
预付款项	8	7	13	22	33	管理费用	157	231	320	446	535
存货	890	1086	1341	1880	2180	财务费用	12	0	10	44	87
其他流动资产	315	47	47	47	47	资产减值	33.59	0.20	34.00	34.00	34.00
非流动资产合	752	1397	2283	3338	4529	公允价值	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	0.00	-9.73	-10.00	-10.00	-10.00
固定资产	427	557	1321	2354	3523	营业利润	418	509	654	938	1163
无形资产	92	195	183	172	162	营业外收	6.90	1.69	2.00	2.00	2.00
其他非流动资	28	55	55	55	55	营业外支	5.15	2.56	2.50	2.50	2.50
资产总计	4363	5179	6585	8707	10921	利润总额	420	509	653	938	1162
流动负债合计	1707	2113	3100	4625	6098	所得税	57	76	97	140	173
短期借款	207	19	509	1116	1990	净利润	362	433	556	798	989
应付账款	610	708	920	1322	1584	少数股东	0	0	0	0	0
预收款项	27	29	31	33	36	归属母公	362	433	556	798	989
一年内到期的	45	0	0	0	0	EBITDA	584	773	783	1184	1559
非流动负债合	106	144	144	144	144	EPS	1.53	1.08	1.37	1.97	2.44
长期借款	100	140	140	140	140	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1814	2257	3244	4769	6242	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	11.02%	18.57%	34.47%	44.04%	21.10%
实收资本(或股	237	403	406	406	406	营业利润	16.00%	21.95%	28.34%	43.47%	23.97%
资本公积	1340	1196	1196	1196	1196	归属于母	20.11%	19.42%	28.48%	43.51%	23.98%
未分配利润	876	1188	1555	2081	2734	获利能力					
归属母公司股	2549	2922	3341	3938	4680	毛利率	36.77%	38.51%	39.80%	39.92%	40.55%
负债和所有者	4363	5179	6585	8707	10921	净利率	11.29%	11.38%	10.87%	10.83%	11.09%
现金流量表						总资产净	总资产	8.31%	8.36%	8.44%	9.16%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	14.21%	14.81%	16.64%	20.26%	21.14%
经营活动现金	275	921	617	880	1321	偿债能力					
净利润	362	433	556	798	989	资产负债	42%	44%	49%	55%	57%
折旧摊销	154.41	263.1	0.00	191.05	298.71	流动比率	2.12	1.79	1.39	1.16	1.05
财务费用	12	0	10	44	87	速动比率	1.59	1.28	0.95	0.75	0.69
应付帐款的变	0	0	-232	-370	-256	营运能力					
预收帐款的变	0	0	2	2	3	总资产周	0.81	0.80	0.87	0.96	0.91
投资活动现金	-429	-479	-1053	-1306	-1549	应收账款	6	7	7	7	7
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款	5.06	5.77	6.29	6.57	6.14
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标					
投资收益	0	-10	-10	-10	-10	每股收益	1.53	1.08	1.37	1.97	2.44
筹资活动现金	136	-298	344	365	540	每股净现	-0.08	0.36	-0.23	-0.15	0.77
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资	10.78	7.24	8.23	9.70	11.52
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	79	167	3	0	0	P/E	26.80	37.97	29.95	20.87	16.83
资本公积增加	-79	-143	0	0	0	P/B	3.81	5.66	4.98	4.23	3.56
现金净增加额	-18	144	-92	-61	311	EV/EBITD	14.69	19.50	20.15	13.88	10.90

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	蒙娜丽莎（002918）：双轮驱动落实效果明显，风险应对能力突出	2020-07-13
行业深度报告	瓷砖行业：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
公司普通报告	蒙娜丽莎（002918）：定增引入碧桂园战投，引领行业提升市占率	2020-05-07
公司普通报告	蒙娜丽莎（002918）2019 年年报及 2020 一季报点评：抗风险能力强，2B 模式发力保业绩增长稳定	2020-04-27
公司普通报告	蒙娜丽莎（002918）：双轮驱动模式保证 2019 年业绩稳定增长	2020-02-23
公司事件点评报告	蒙娜丽莎（002918）：化零为整面向市场，提升客户粘性和综合竞争力	2019-12-10
公司财报点评	蒙娜丽莎（002918）三季报点评：营收增长加速，蓄势待发	2019-10-28
公司财报点评	蒙娜丽莎（002918）：受益行业集中度提升，产能放量在即业绩可期	2019-08-26
公司深度报告	蒙娜丽莎（002918）深度报告：逆风向上迎拐点，双轮驱动立翘楚	2019-08-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士, 首席分析师, 2011 年加盟东兴证券, 从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4, 2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师, 2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师, 选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理: 韩宇

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。

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、未来也将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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526