

蒙娜丽莎 (002918)

证券研究报告

2021年01月04日

自建收购双驱动，产能扩张支撑公司高速发展

事件：公司公告与江西普京陶瓷公司达成股权收购的意向性协议。被收购方江西普京以设立全资子公司的方式，将旗下全部现有土地、地上房产、9条陶瓷生产线(瓷砖产能约4000万平方米)及与日常经营相关的其他设备、设施等置入子公司至美善德，蒙娜丽莎通过支付现金的方式收购至美善德59%的股权，成为其控股股东，同时未来蒙娜丽莎有权以现金方式对至美善德增资至持股比例达70%。

被收购方江西普京及实控人洗伟泰需在股权交割日起6个月内，其通过标的股权转让所取得的收益将用于购买蒙娜丽莎二级市场股票，且购买股票金额不低于标的股权转让价款总额的38%，并且该部分股票设有18个月的锁定期。

点评：

1. 行业制造升级加速，公司抓住主流趋势

在市场需求集中化过程中，我们一直认为建筑陶瓷行业制造升级是下一轮行业洗牌的关键，不少龙头企业战略开始转向，从过往的品牌营销往制造、研发倾斜，形成综合优势，此次并购显示公司战略意图，以收购方式快速切入制造环节建立优势，叠加广西自建工厂，制造能力跃居行业前列。

2. 收购扩产，深化布局，支撑公司高速扩张

截止目前，公司自有产能达8114万平，此次收购江西普京陶瓷旗下资产后，公司瓷砖产能将达12114万平，行业领先。

而从产能布局来看，此次收购的产能位于江西高安市，是国内成熟的建筑陶瓷产业基地之一，有利于公司深化产能布局，形成广东(西樵、清远)、广西、山西三地四基地的布局模式。同时，江西地处华东是公司重要的产品销售市场之一，本次收购有望进一步扩大公司在华东的生产与供货能力，以较低的仓储物流成本辐射华东地区乃至全国市场，为公司做大瓷砖主业与持续稳定发展奠定坚实的基础。

3. 自建收购并举，护航2021年增长

除此次收购产能外，近几年公司加速自产产能建设，18年公司规划藤县基地，今年藤县基地一期四组产线全部正式投产，日产9万方，且藤县二期3条和总部3条有望2021年春节前后投产，公司自建产能规模快速扩张，支撑未来销售增长。

此次收购后，将大幅提高公司自有产能，降低生产及物流成本，提高市场竞争力。若此次收购成功，公司20-22年备考的盈利预测5.8亿元、9.2亿元和13.4亿元(前值5.8/8.1/11.0亿元)，12月31日收盘价对应PE分别为23/14/8倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期，渠道拓展不及预期、本次框架协议仅为双方基本意愿的意向性约定，不具有法律约束力，本次交易尚存在不确定性。

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	32.3元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	406.11
流通A股股本(百万股)	210.53
A股总市值(百万元)	13,117.29
流通A股市值(百万元)	6,800.06
每股净资产(元)	7.86
资产负债率(%)	51.45
一年内最高/最低(元)	48.90/16.90

作者

李华丰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520060001
lihuafenga@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《蒙娜丽莎-季报点评:双轮驱动战略下，Q3营收加速增长》2020-10-25
- 《蒙娜丽莎-半年报点评:Q2工程驱动公司收入高增长，盈利能力提升超预期》2020-08-23
- 《蒙娜丽莎-季报点评:工程端业务有望持续放量》2020-04-26

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,208.40	3,804.06	4,858.89	6,316.55	8,274.68
增长率(%)	11.02	18.57	27.73	30.00	31.00
EBITDA(百万元)	573.94	692.94	751.77	945.07	1,282.17
净利润(百万元)	362.38	432.75	580.13	806.27	1,097.11
增长率(%)	20.11	19.42	34.06	38.98	36.07
EPS(元/股)	0.89	1.07	1.43	1.99	2.70
市盈率(P/E)	36.20	30.31	22.61	16.27	11.96
市净率(P/B)	5.15	4.49	3.88	3.30	2.75
市销率(P/S)	4.09	3.45	2.70	2.08	1.59
EV/EBITDA	4.71	9.37	15.81	11.31	8.29

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,476.71	1,626.95	1,521.75	2,680.83	2,672.80
应收票据及应收账款	753.79	831.32	1,243.86	1,093.19	1,968.34
预付账款	8.28	7.04	11.77	12.76	19.56
存货	889.61	1,086.29	1,415.51	1,805.83	2,331.08
其他	482.95	229.97	258.71	478.21	386.09
流动资产合计	3,611.33	3,781.57	4,451.61	6,070.82	7,377.88
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	426.99	556.81	761.47	894.23	970.85
在建工程	136.13	534.76	356.86	262.11	187.27
无形资产	91.89	195.15	185.86	176.56	167.27
其他	96.75	110.48	62.61	62.25	67.77
非流动资产合计	751.75	1,397.20	1,366.79	1,395.16	1,393.15
资产总计	4,363.08	5,178.77	5,818.40	7,465.97	8,771.03
短期借款	207.10	18.70	183.70	133.70	83.70
应付票据及应付账款	1,069.45	1,596.43	1,350.89	2,624.74	2,692.42
其他	430.82	498.02	748.79	566.55	1,056.94
流动负债合计	1,707.37	2,113.14	2,283.38	3,324.99	3,833.06
长期借款	100.00	140.00	150.00	160.00	155.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.29	3.79	7.55	5.88	5.74
非流动负债合计	106.29	143.79	157.55	165.88	160.74
负债合计	1,813.67	2,256.93	2,440.93	3,490.87	3,993.80
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	236.58	403.30	406.11	406.11	406.11
资本公积	1,339.61	1,196.16	1,196.16	1,196.16	1,196.16
留存收益	2,312.15	2,518.54	2,971.36	3,568.99	4,371.12
其他	(1,338.93)	(1,196.16)	(1,196.16)	(1,196.16)	(1,196.16)
股东权益合计	2,549.41	2,921.84	3,377.47	3,975.10	4,777.23
负债和股东权益总计	4,363.08	5,178.77	5,818.40	7,465.97	8,771.03

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	362.38	432.75	580.13	806.27	1,097.11
折旧摊销	70.22	90.74	42.54	51.27	57.52
财务费用	11.66	19.87	7.94	12.63	16.55
投资损失	0.00	9.73	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(423.33)	649.58	(736.71)	627.39	(754.71)
其它	254.41	(281.78)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	275.35	920.89	(106.10)	1,497.57	416.46
资本支出	171.10	709.08	56.23	81.68	50.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(600.52)	(1,188.38)	(116.23)	(161.68)	(100.14)
投资活动现金流	(429.42)	(479.30)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	352.10	158.70	352.03	314.81	251.85
股权融资	(11.58)	22.34	(5.14)	(12.63)	(16.55)
其他	(204.49)	(478.66)	(286.00)	(560.68)	(609.79)
筹资活动现金流	136.03	(297.61)	60.90	(258.50)	(374.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(18.03)	143.98	(105.20)	1,159.08	(8.03)

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,208.40	3,804.06	4,858.89	6,316.55	8,274.68
营业成本	2,028.56	2,339.04	3,149.57	3,979.43	5,188.23
营业税金及附加	26.58	19.12	27.51	31.58	41.37
营业费用	456.34	586.73	518.26	821.15	1,092.26
管理费用	156.82	231.16	291.53	378.99	455.11
研发费用	119.11	144.18	162.77	211.60	273.06
财务费用	11.56	0.25	7.94	12.63	16.55
资产减值损失	33.59	0.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(9.73)	0.00	0.00	0.00
其他	(41.93)	(16.36)	41.13	(36.03)	(39.63)
营业利润	417.78	509.47	660.16	917.18	1,247.73
营业外收入	6.90	1.69	1.77	1.86	1.95
营业外支出	5.15	2.56	2.69	2.83	2.97
利润总额	419.53	508.59	659.24	916.22	1,246.72
所得税	57.15	75.84	79.11	109.95	149.61
净利润	362.38	432.75	580.13	806.27	1,097.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	362.38	432.75	580.13	806.27	1,097.11
每股收益(元)	0.89	1.07	1.43	1.99	2.70

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.02%	18.57%	27.73%	30.00%	31.00%
营业利润	16.00%	21.95%	29.58%	38.93%	36.04%
归属于母公司净利润	20.11%	19.42%	34.06%	38.98%	36.07%
获利能力					
毛利率	36.77%	38.51%	35.18%	37.00%	37.30%
净利率	11.29%	11.38%	11.94%	12.76%	13.26%
ROE	14.21%	14.81%	17.18%	20.28%	22.97%
ROIC	44.97%	32.66%	43.77%	38.14%	71.93%
偿债能力					
资产负债率	41.57%	43.58%	41.95%	46.76%	45.53%
净负债率	-44.11%	-50.25%	-34.63%	-59.52%	-50.68%
流动比率	2.12	1.79	1.95	1.83	1.92
速动比率	1.59	1.28	1.33	1.28	1.32
营运能力					
应收账款周转率	4.62	4.80	4.68	5.41	5.41
存货周转率	4.01	3.85	3.88	3.92	4.00
总资产周转率	0.81	0.80	0.88	0.95	1.02
每股指标(元)					
每股收益	0.89	1.07	1.43	1.99	2.70
每股经营现金流	0.68	2.27	-0.26	3.69	1.03
每股净资产	6.28	7.19	8.32	9.79	11.76
估值比率					
市盈率	36.20	30.31	22.61	16.27	11.96
市净率	5.15	4.49	3.88	3.30	2.75
EV/EBITDA	4.71	9.37	15.81	11.31	8.29
EV/EBIT	5.34	10.51	16.76	11.96	8.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com