

# 拟通过收购布局华东，大瓷砖战略迈出坚实一步

## 蒙娜丽莎(002918)

评级:	买入	股票代码:	002918
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	48.9/16.9
目标价格:	43.75	总市值(亿)	131.17
最新收盘价:	32.3	自由流通市值(亿)	68.00
		自由流通股数(百万)	210.53

**事件概述。**公司1月3日晚公告公司已签署框架协议，江西普京陶瓷有限公司（后文简称“普京陶瓷”）拟将资产（主要包括约980亩工业土地、地上房产及9条陶瓷生产线合计4000万平米产能等）通过作价出资方式置入其子公司高安市至美善德新材料有限公司（后文简称“至美善德”），随后蒙娜丽莎拟以支付现金方式收购普京陶瓷持有的至美善德59%股权，后续拟通过增资持有至美善德70%股权，并且交易对手乙方（普京陶瓷）和丙方（洗伟泰）自交割日起6个月内，其通过标的股权转让所取得的相关收益将用于购买甲方二级市场股票，且购买甲方股票金额不低于标的股权转让价款总额的38%，锁定期18个月。

► **优质产能扩充，丰富品类。**根据我们估算，收购完成后，公司已投产产能将由目前的8000万平方米左右提升50%至1.2亿平方米左右，产能规模将与东鹏控股基本相当（不考虑两家企业未来后续扩建计划）。同时，根据公司公告，普京陶瓷拥有9条陶瓷生产线合计产能4000万平方米，对应平均规模440万平方米，高于蒙娜丽莎广西项目投产前的平均规模，而考虑到江西人力、原燃料成本低于广东，我们认为此次收购也将有助于公司生产成本的进一步下降。同时，本次股权收购，可有效丰富公司建筑陶瓷产品品类，实现产品结构的优势互补，满足公司的战略发展规划及因产品应用领域不断扩大而带来的市场需求，在大规格瓷砖等领域迅速补充高端产能。

► **产能布局优化，进军华东市场，大瓷砖战略迈出坚实一步。**公司目前产能布局仍主要集中于华南地区的广东、广西，目前设有佛山本部、清远、广西藤县3个基地，而由于瓷砖属于低价重质产品，运输成本较高（往往可以占到总成本15-20%左右），因此公司过往物流成本较行业领先企业更高。本次收购标的位于江西高安市，其拥有丰富的陶瓷原料和陶瓷产业配套集群，是国内成熟的建筑陶瓷产业基地之一。我们认为在公司完成收购后，江西地区的产能布局将优化公司的仓储物流布局，并进一步扩大华东、华中地区生产供货能力，并以较低的成本辐射华东、华中乃至全国市场，进一步提升公司在上述地区的竞争力，从而使得公司大瓷砖战略迈出坚实一步。

► **本地化生产提升，利于小B端发展。**由于1)本地生产企业往往更加了解当地小型工程需求，2)经销商运输成本更低，经销商在拓展小B端时往往更加愿意采用本地产品。因此，在华东、华中产能空白得到弥补后，我们判断公司相较过往能够更加迅速准确的对接当地市场需求，有利于公司小B端的进一步拓展。

► **精装趋势仍确定，公司仍处于发展快车道。**精装房是房地产开发商打造品牌、提升利润率的重要手段，我们认为精装房渗透率提升趋势将在2021年重新展现，未来趋势确定；而目前精装房开盘仍主要集中于头部企业及一二线城市，未来精装房渗透率提升空间仍然广阔。伴随精装渗透率提升，瓷砖行业过往缺乏品牌效应、缺乏规模效应的痛点将进一步被缓解，行业两极分化将继续延续，头部瓷砖企业核心受益，因此我们认为公司高确定性的成长周期刚刚起步，未来仍将处于发展快车道。

**投资建议。**暂时不考虑收购影响，维持盈利额不变，预计2020-2022年归母净利润5.6/7.1/9.0亿元，同比增长29.1%/27.5%/26.1%。维持目标价43.75元及“买入”评级。

### 风险提示。

地产调控严于预期，渠道拓展慢于预期，系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3208.40	3804.06	4966.70	6265.22	7803.01
YoY (%)	11.02%	18.57%	30.56%	26.14%	24.54%
归母净利润(百万元)	362.38	432.75	558.58	712.07	898.21
YoY (%)	20.11%	19.42%	29.08%	27.48%	26.14%
毛利率 (%)	36.77%	38.51%	36.59%	37.28%	37.50%
每股收益 (元)	0.89	1.07	1.38	1.75	2.21
ROE	14.21%	14.81%	16.94%	18.86%	20.51%
市盈率	36.20	30.31	23.48	18.42	14.60

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3804.06	4966.70	6265.22	7803.01	净利润	432.75	558.58	712.07	898.21
YoY (%)	18.57%	30.56%	26.14%	24.54%	折旧和摊销	90.74	69.66	83.74	99.33
营业成本	2339.04	3149.52	3929.71	4877.05	营运资金变动	363.80	-415.72	-374.17	-446.08
营业税金及附加	19.12	24.96	31.49	39.21	经营活动现金流	920.89	227.42	438.13	567.95
销售费用	586.73	596.00	770.62	959.77	资本开支	-728.01	-330.00	-330.00	-80.00
管理费用	231.16	307.94	382.18	475.98	投资	243.89	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.25	7.88	11.05	10.95	投资活动现金流	-479.30	-330.00	-330.00	-80.00
资产减值损失	-0.20	15.00	15.00	15.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-9.73	0.00	0.00	0.00	债务募资	-195.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	509.47	637.15	827.70	1049.30	筹资活动现金流	-297.61	-203.27	-255.25	-316.35
营业外收支	-0.88	20.00	20.00	20.00	现金净流量	143.98	-305.85	-147.12	171.59
利润总额	508.59	657.15	847.70	1069.30	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	75.84	98.57	135.63	171.09	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	432.75	558.58	712.07	898.21	营业收入增长率	18.57%	30.56%	26.14%	24.54%
归属于母公司净利润	432.75	558.58	712.07	898.21	净利润增长率	19.42%	29.08%	27.48%	26.14%
YoY (%)	19.42%	29.08%	27.48%	26.14%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.07	1.38	1.75	2.21	毛利率	38.51%	36.59%	37.28%	37.50%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	11.38%	11.25%	11.37%	11.51%
货币资金	1626.95	1321.10	1173.98	1345.57	总资产收益率 ROA	8.36%	9.92%	11.16%	12.28%
预付款项	7.04	7.04	7.04	7.04	净资产收益率 ROE	14.81%	16.94%	18.86%	20.51%
存货	1086.29	1462.69	1825.03	2264.98	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1061.29	1177.30	1461.07	1797.14	流动比率	<b>1.79</b>	<b>1.81</b>	<b>1.81</b>	<b>1.94</b>
流动资产合计	3781.57	3968.13	4467.12	5414.74	速动比率	1.27	1.14	1.07	1.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.77	0.60	0.48	0.48
固定资产	556.81	763.18	996.78	1235.45	资产负债率	43.58%	41.44%	40.83%	40.13%
无形资产	195.15	186.50	177.85	169.20	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1397.20	1662.54	1913.80	1899.47	总资产周转率	0.80	0.92	1.04	1.14
资产合计	5178.77	5630.66	6380.92	7314.20	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	18.70	18.70	18.70	18.70	每股收益	1.07	1.38	1.75	2.21
应付账款及票据	1596.43	1841.71	2077.84	2364.55	每股净资产	7.19	8.12	9.30	10.78
其他流动负债	498.02	329.42	365.23	408.46	每股经营现金流	2.27	0.56	1.08	1.40
流动负债合计	2113.14	2189.83	2461.77	2791.71	每股股利	0.35	0.45	0.58	0.73
长期借款	140.00	140.00	140.00	140.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	3.79	3.79	3.79	3.79	PE	30.31	23.48	18.42	14.60
非流动负债合计	143.79	143.79	143.79	143.79	PB	2.78	3.98	3.47	3.00
负债合计	2256.93	2333.62	2605.56	2935.50					
股本	403.30	403.30	403.30	403.30					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	2921.84	3297.05	3775.36	4378.70					
负债和股东权益合计	5178.77	5630.66	6380.92	7314.20					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。