

蒙娜丽莎(002918)

工程零售双轮驱动，扩产助推业绩加码

评级: 增持(首次)

市场价格: 16.15

分析师: 孙颖(建材|非金属新材料)

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

分析师: 徐稚涵(轻工)

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	28.90	32.08	38.20	45.99	55.58
增长率 yoy%	24.33%	11.02%	19.06%	20.40%	20.85%
净利润(亿元)	3.02	3.62	4.43	5.73	7.60
增长率 yoy%	29.50%	20.11%	22.18%	29.43%	32.65%
每股收益(元)	0.75	0.90	1.10	1.43	1.89
每股现金流量	0.92	0.68	0.69	1.87	0.93
净资产收益率	13.61%	14.21%	14.98%	16.45%	18.17%
P/E	21.53	17.92	14.65	11.32	8.53
PEG	0.88	0.63	0.60	0.46	0.30
P/B	2.93	2.55	2.19	1.86	1.55

备注:

基本状况

总股本(亿股)	4.02
流通股本(亿股)	1.35
市价(元)	16.15
市值(亿元)	64.95
流通市值(亿元)	21.85

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 瓷砖行业呈“大行业，小企业”格局，3000 亿市场规模下各品牌市占率均不达 2%，行业竞争加剧叠加渠道变革有望重塑行业格局。1) 2018 年规模以上建陶企业总数 1265 家，营收 2993 亿元，龙头企业如蒙娜丽莎、欧神诺、东鹏市占率均不到 2%，行业仍呈现高度分散化格局。2) 下游地产不景气导致陶瓷砖消费量增速放缓，产能过剩叠加需求疲软恶化竞争态势，营销+环保成本进一步挤压行业利润水平，2018 年 137 家规模以上企业退出历史舞台，行业洗牌加速。3) 龙头企业受益于资金、规模、品牌优势实现了逆势增长，近几年市占率均有所提升。精装修趋势进一步促进未来行业集中度提升。
- 工程+经销业绩两头开花，继续维持工程+零售双头推进战略。公司 18 及 19H1 工程与经销业务收入比例基本维持在 4:6，两边渠道拓展有条不紊进行中。1) 工程端: 受益于下游地产精装修趋势，公司工程业务实现较快增长，已经与碧桂园、恒大、万科、保利、中海地产等一批大型地产商建立了良好的合作关系。目前地产商精装修市场蒙娜丽莎和欧神诺为绝对龙头。根据我们的测算，公司工程端收入占精装修市场总量的 7%，已经具备先发优势，有望实现强者恒强。工程端毛利率高于经销端，工程端占比的提升有望带动公司毛利率进一步上行。2) 零售端: 公司继续加大品牌建设投入、推行渠道下沉策略，不断攫取落后产能出清带来的零售市场空间。公司在零售端的布局保障公司抓住未来二手房翻新市场的巨大机遇。3) 高毛利拳头产品陶瓷薄板/薄砖近两年拓展卓有成效，市场潜力得到进一步挖掘后有望拉动收入和毛利率继续上行。两手抓战略下公司市占率不断提升，从 2013 年的 0.33% 提升至 2018 年的 1.07%。未来随着产能投产推进，公司的市占率将迎来跨越式的提升。
- ROE 仍有较大上行潜力。1) 上市后公司 ROE 下滑幅度较大，横向及纵向对比后发现，公司盈利能力有所改善，ROE 下降主要受资产周转率和权益乘数影响。资产周转率有所下降，主要因上市后资产总量增加，尚未转化成经营性资产。值得一提的是，公司的现金回款能力尤为出色。权益乘数下降主要因上市以后公司资产负债率从 2016 年的 63.13% 下降至 2018 年的 41.57%，大幅降低的杠杆水平拖累 ROE。2) 我们认为影响 ROE 的三个指标均有上升空间。利润率: 公司计划在藤县新建 7200 万平陶瓷砖产能，建成后公司整体产能将翻倍，规模优势下费用率有望下降。周转率: 公司现有资产规模可以撬动更高的收入，但资产结构中现金占比较大，拖累公司周转率。一旦现金转化成经营性资产，周转率将显著提升。权益乘数: 公司作为上市公司，具备较为畅通的融资渠道，杠杆存在较大弹性。综上，公司 ROE 仍有相当的上行潜力。
- 投资建议: 我们预计 2019、2020 年公司归母净利润为 4.43 和 5.73 亿，当前股价对应 19、20 年 PE 为 15 和 11 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示: 行业竞争加剧导致行业平均利润率大幅下滑; 下游房地产市场不景气带来的经营风险; 落后产能淘汰不及预期; 公司新建产能进度不达预期; 下游地产大客户存在经营风险等。

## 内容目录

蒙娜丽莎：建筑陶瓷高端品牌，市场份额稳步提升.....	- 4 -
业绩稳步增长，结构持续优化.....	- 4 -
股权结构稳定，持股平台及股权激励深度绑定公司与员工利益.....	- 6 -
瓷砖行业：竞争加剧，行业洗牌加速.....	- 6 -
三千亿市场空间，龙头市占率均不达 2%.....	- 6 -
精装修推动渠道变革，零售端压力加大，大企业机遇大于挑战.....	- 9 -
工程经销两头开花，扩产助推业绩加码.....	- 13 -
顺势而为，工程零售两手抓.....	- 13 -
产能释放叠加杠杆加码，ROE 有较大上行潜力.....	- 17 -
投资建议.....	- 19 -

## 图表目录

图表 1：蒙娜丽莎主要产品为陶瓷砖和陶瓷薄板/薄砖.....	- 4 -
图表 2：公司 13-18 年营业收入复合增速为 20.8%.....	- 4 -
图表 3：公司 13-18 年归母净利润复合增速为 41.5%.....	- 4 -
图表 4：定位高端的瓷质有釉砖收入增长较快（亿元）.....	- 5 -
图表 5：瓷质有釉砖贡献过半收入.....	- 5 -
图表 6：瓷质有釉砖比重上升带动公司毛利率上行.....	- 5 -
图表 7：2018 年瓷质有釉砖贡献过半毛利润.....	- 5 -
图表 8：公司近几年三费情况.....	- 5 -
图表 9：2018 年公司销售收入地区分布.....	- 5 -
图表 10：公司股权结构稳定，实控人持股比例较高.....	- 6 -
图表 11：陶瓷产品分类.....	- 6 -
图表 12：陶瓷产品分类.....	- 7 -
图表 13：18 年规模以上建陶企业营收为 2993 亿元.....	- 7 -
图表 14：企业营收和下游地产景气度关联性较强.....	- 7 -
图表 15：住宅高位存量需求即将释放.....	- 8 -
图表 16：建筑陶瓷行业内高中低端品牌林立.....	- 8 -
图表 17：陶瓷砖市场集中度较低.....	- 8 -
图表 18：2012 年瓷砖前十大品牌零售销售额及占比.....	- 8 -
图表 19：2018 年陶瓷砖产量为 90.1 亿平米.....	- 9 -
图表 20：陶瓷砖近几年消费量增速放缓.....	- 9 -
图表 21：陶瓷砖出口数量基本维持在产量的 1/10.....	- 9 -
图表 22：近几年陶瓷砖始终处于产能过剩状态.....	- 10 -
图表 23：不同品类陶瓷产能变化.....	- 10 -

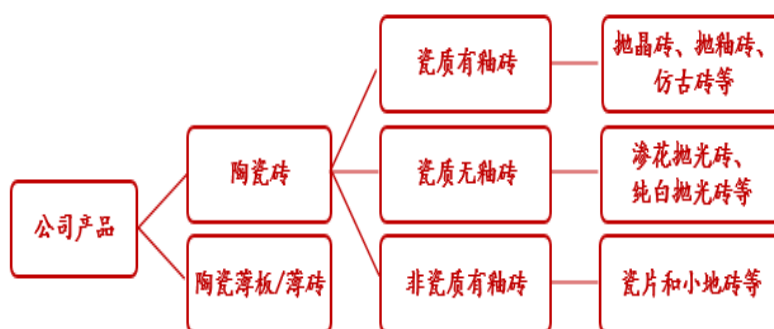
图表 24: 2017 年新建瓷砖生产线 (不完全统计)	- 10 -
图表 25: 近三十年全国陶瓷建厂数量	- 11 -
图表 26: 下游地产商销售面积集中度	- 11 -
图表 27: 2019H1 头部地产商全装修建面比例较高	- 11 -
图表 28: 商品住宅精装修市场瓷砖总需求	- 12 -
图表 29: 蒙娜丽莎和欧神诺在商品住宅精装修市占率	- 12 -
图表 30: 根据销售费用推算公司工程端收入	- 13 -
图表 31: 公司近几年工程端和经销端收入拆分	- 13 -
图表 32: 公司近几年市占率不断提升	- 13 -
图表 33: 中国住宅物业市场的瓷砖消费比例	- 13 -
图表 34: 公司近几年对主要地产客户销售额	- 14 -
图表 35: 主要客户近两年销售面积为公司业绩带来支撑	- 14 -
图表 36: 工程业务毛利率高于经销业务	- 14 -
图表 37: 近几年经销业务收入及增长率	- 15 -
图表 38: 公司加大营销投入	- 15 -
图表 39: 陶瓷薄板/薄砖产品收入增速远超整体	- 16 -
图表 40: 陶瓷薄板/薄砖产品毛利率水平较高	- 16 -
图表 41: 公司近几年产销量情况	- 16 -
图表 42: 公司未来几年产能情况 (万平)	- 16 -
图表 43: 广西藤县智能建陶生产线概况	- 17 -
图表 44: 三家公司杜邦分析	- 17 -
图表 45: 东鹏具有最高的净利率	- 18 -
图表 46: 东鹏依靠规模优势实现更低的费用率	- 18 -
图表 47: 蒙娜丽莎上市以后资产负债率大幅下降	- 18 -
图表 48: 应收账款周转天数对比	- 18 -
图表 49: 可比公司估值表	- 19 -
图表 50: 蒙娜丽莎财务报告	- 21 -

## 蒙娜丽莎：建筑陶瓷高端品牌，市场份额稳步提升

### 业绩稳步增长，结构持续优化

- 蒙娜丽莎成立于1998年，自设立以来始终致力于**高品质建筑陶瓷产品**的研发、生产和销售，旗下“蒙娜丽莎”和“QD”两个陶瓷品牌在建陶行业内拥有较高知名度和美誉度。公司产品主要可以分为**瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有釉砖和陶瓷薄板/薄砖**四大类，广泛应用于住宅、公共建筑装饰装饰等领域。公司的客户主要为大型建材经销商和知名房地产开发公司。2017年12月，公司成功登陆深交所主板。

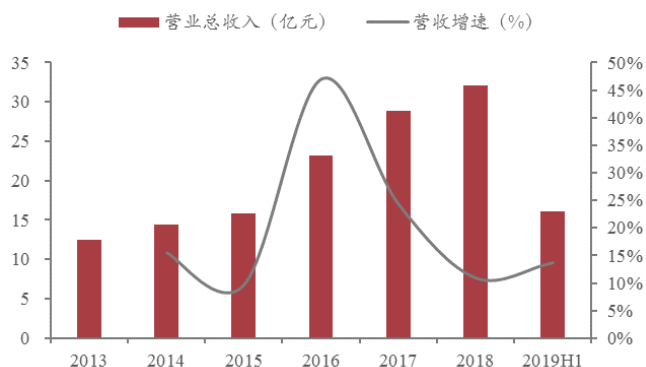
图表 1：蒙娜丽莎主要产品为陶瓷砖和陶瓷薄板/薄砖



来源：公司公告，中泰证券研究所

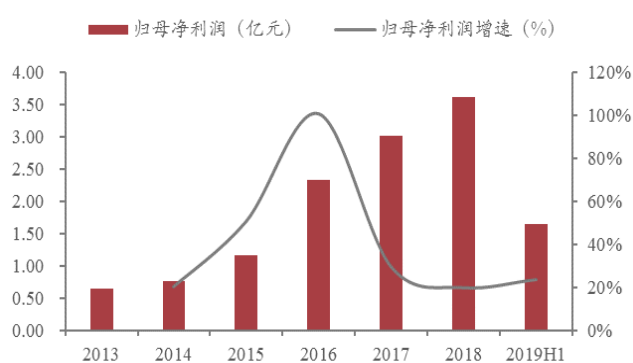
- **收入稳步增长，净利润持续高增。**公司的主营业务收入从2013年的12.46亿元增长至2018年的32.08亿元，复合增速达20.8%。2019H1公司营收16.04亿元，同比+13.79%。通过实施经销渠道下沉、品牌建设加强及大力拓展与地产商合作的战略，公司不断提升市场份额。在下游地产竣工面积增速放缓的条件下，公司近几年营收仍保持平稳增长。公司归母净利润从2013年的0.64亿元增长至2018年的3.62亿元，复合增速达41.5%，远超收入增速，主要得益于原材料成本降低和产品结构持续优化。2019H1公司归母净利润1.65亿元，同比+23.66%。

图表 2：公司 13-18 年营业收入复合增速为 20.8%



来源：wind，中泰证券研究所

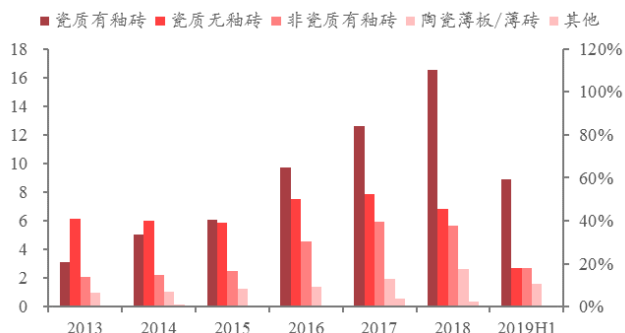
图表 3：公司 13-18 年归母净利润复合增速为 41.5%



来源：wind，中泰证券研究所

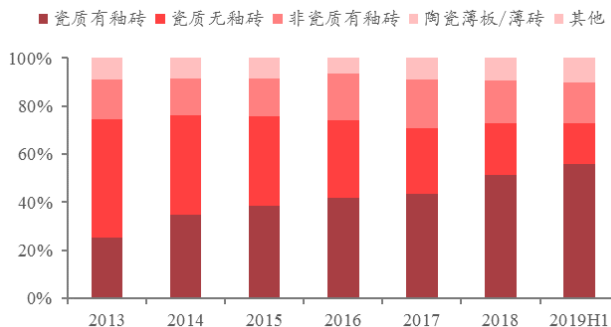
■ 高端瓷质有釉砖为主打产品，带动整体毛利率提升。公司定位相对高端的产品瓷质有釉砖近几年收入增长迅猛，销售增速远超以耐用素雅为主要风格的瓷质无釉砖，目前已替代瓷质无釉砖成为公司收入和毛利润的主要来源。2018年及2019H1公司的整体毛利率分别为36.77%/36.11%。瓷质有釉砖产品毛利率高于瓷质无釉砖，其占比提升带动公司近几年整体毛利率水平攀升。陶瓷薄板/薄砖产品因技术含量更高，具有一定的生产壁垒，因而具有较高的毛利率。

图表 4: 定位高端的瓷质有釉砖收入增长较快(亿元)



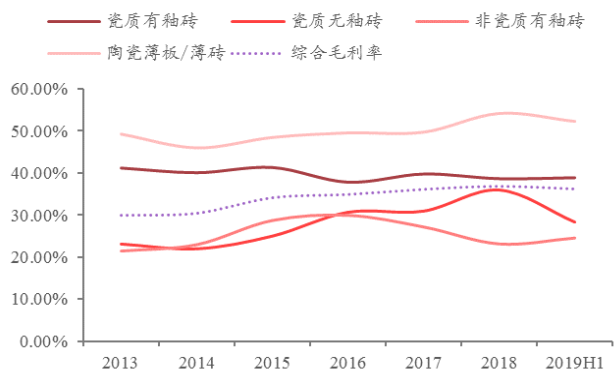
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 瓷质有釉砖贡献过半收入



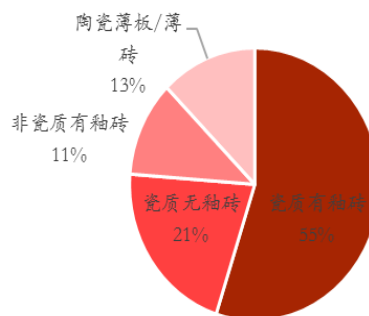
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 瓷质有釉砖比重上升带动公司毛利率上行



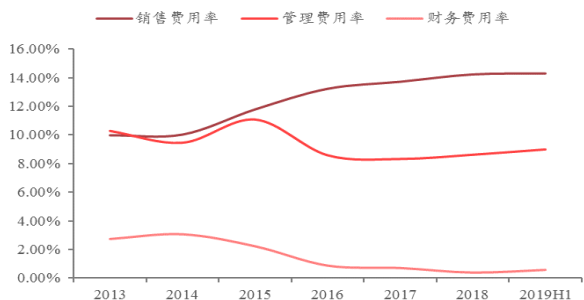
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2018年瓷质有釉砖贡献过半毛利润



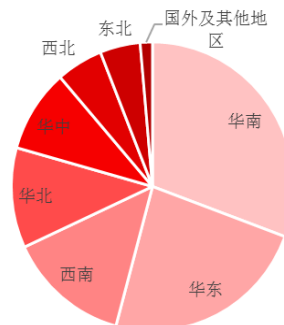
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司近几年三费情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2018年公司销售收入地区分布



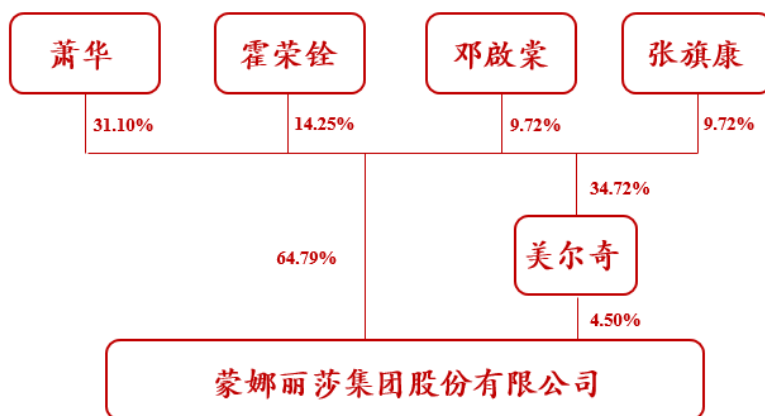
来源: wind, 中泰证券研究所



股权结构稳定，持股平台及股权激励深度绑定公司与员工利益

- 萧华、霍容铨、邓启棠、张旗康为公司创始人及实际控制人，四人直接+间接持有公司股权比例合计为**69.29%**。美尔奇为激励中高层管理人员及骨干员工的持股平台，自然人合伙人均为在公司任职的高管及骨干员工。2018年12月28日，公司授予124名中高层管理人员及核心技术人员799万股股票期权。期权的行权价为**18.12元**，行权条件为以**2017年净利润为基数，2018-2020年净利润增长率分别不低于10%、20%和30%**。通过员工持股平台及股权激励计划，公司将员工利益与公司价值深度绑定，促进员工更加勤勉尽责。

图表 10: 公司股权结构稳定，实控人持股比例较高



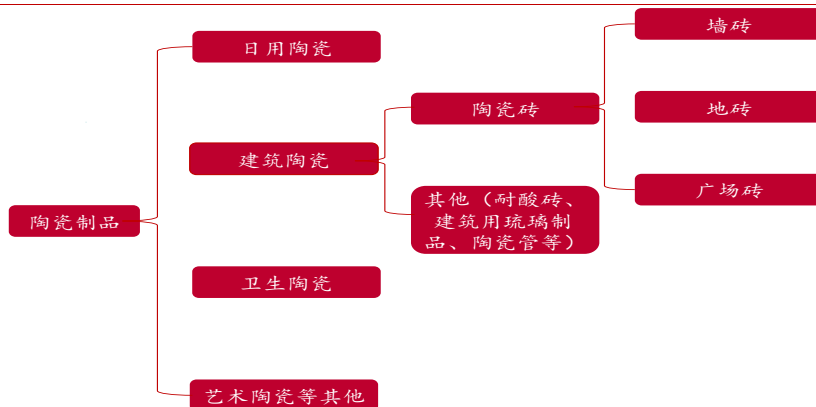
来源：公司公告、中泰证券研究所

瓷砖行业：竞争加剧，行业洗牌加速

三千亿市场空间，龙头市占率均不达2%

- 陶瓷根据其用途不同分为日用陶瓷、卫生陶瓷、建筑陶瓷、艺术陶瓷等。建筑陶瓷指用于建筑物内、外墙及地面装饰或耐酸腐蚀的陶瓷材料。建筑陶瓷中绝大部分为陶瓷砖。陶瓷砖是以耐火的金属氧化物及半金属氧化物，经由研磨、混合、压制、施釉、烧结而成。

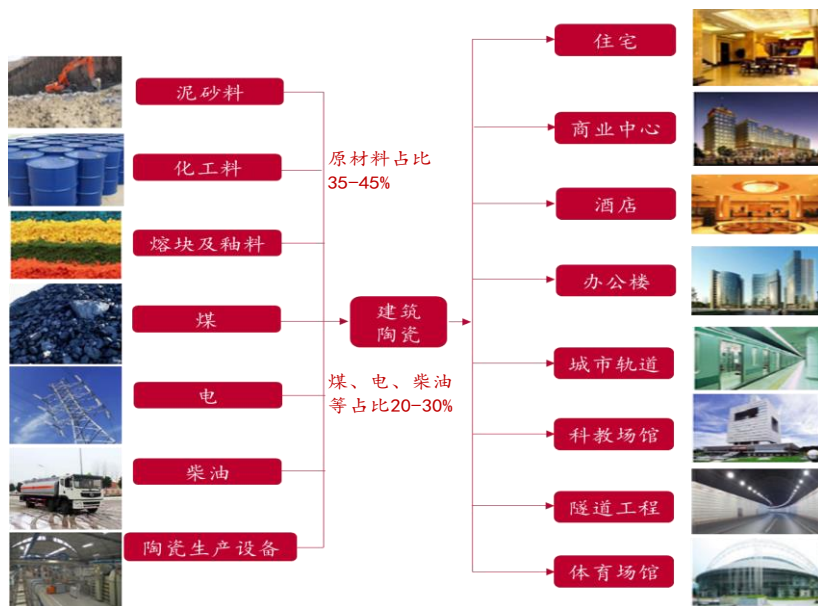
图表 11: 陶瓷产品分类



来源：中国建筑卫生陶瓷协会、中泰证券研究所

- 建筑陶瓷行业的上游主要有泥砂料、化工料、色釉料等原料开采及加工行业，电力、煤炭、柴油等能源行业，陶瓷生产设备制造行业；下游行业主要包括住宅和公共建筑装修装饰，公共建筑装修又分为城市轨道交通、商业中心、科教场馆、隧道工程、酒店、办公楼和体育馆等。

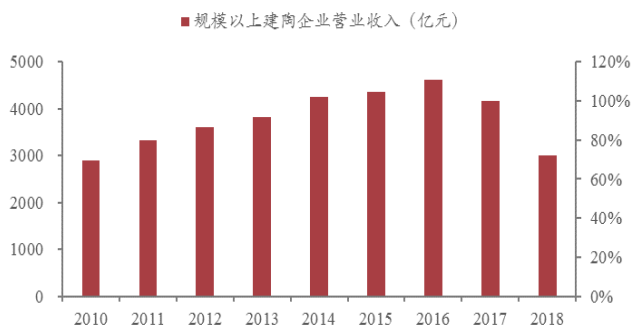
**图表 12: 陶瓷产品分类**



来源：中国建筑卫生陶瓷协会、中泰证券研究所

- 建陶行业呈现出典型的“大行业，小企业”格局。2018 年规模以上建陶企业营收为 2993 亿元，考虑到还有部分规模较小企业未纳入统计范围，建陶行业实际规模超过 3000 亿。建陶行业的需求与下游地产景气度关联性较强，近两年地产竣工面积同比下滑导致建陶企业整体营收下行。未来存量翻新需求有望接力新增住宅竣工需求，维持行业现有规模平稳增长。住宅的瓷砖产品主要以 8-12 年为一个翻新周期，近十年维持在较高水平的房屋竣工面积将释放大量翻新需求。

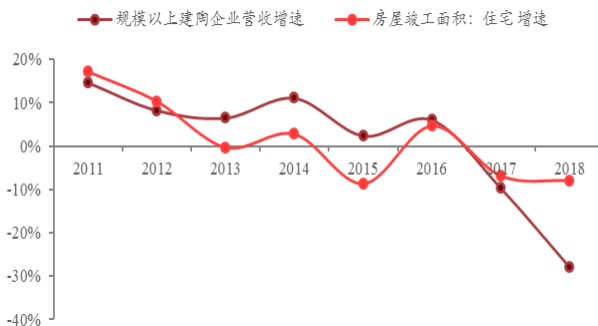
**图表 13: 18 年规模以上建陶企业营收为 2993 亿元**



来源：中国建筑卫生陶瓷协会、中泰证券研究所

注：规模以上企业统计口径为营业收入超过 2000 万元的企业，2018 年因规模以上企业减少 137 家，口径内企业数量减少导致总营业收入大幅下滑

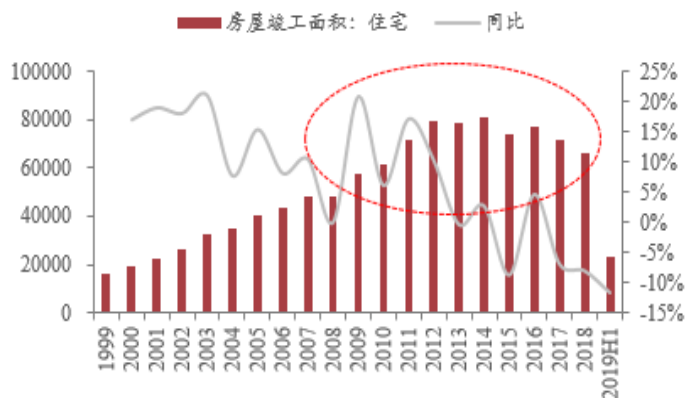
**图表 14: 企业营收和下游地产景气度关联性较强**



来源：Wind、中泰证券研究所

注：由于每年规模以上企业数量不同，营收增速并非整个行业实际增速，该数据仅供参考

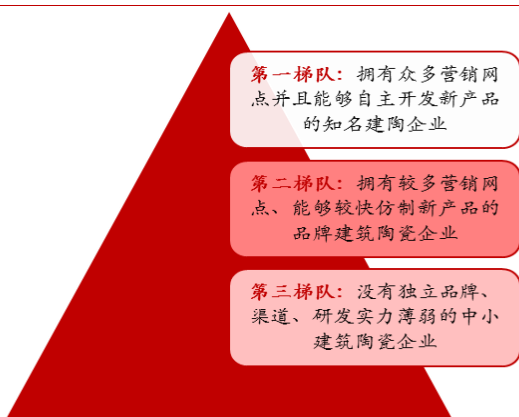
**图表 15: 住宅高位存量需求即将释放**



来源: Wind、中泰证券研究所

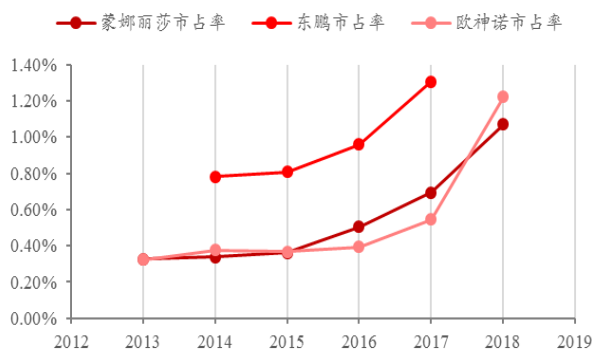
- 早期陶瓷行业进入门槛较低, 工艺、装备和原料不构成障碍, 前期地产及基建业的繁荣催生了大量中小建筑陶瓷企业, 建陶行业整体集中度始终较低。2018 年规模以上建陶企业为 1265 家, 高中低端品牌林立。公司及与公司同处于第一梯队的知名高端品牌如东鹏、欧神诺的市占率均不到 2%。

**图表 16: 建筑陶瓷行业内高中低端品牌林立**



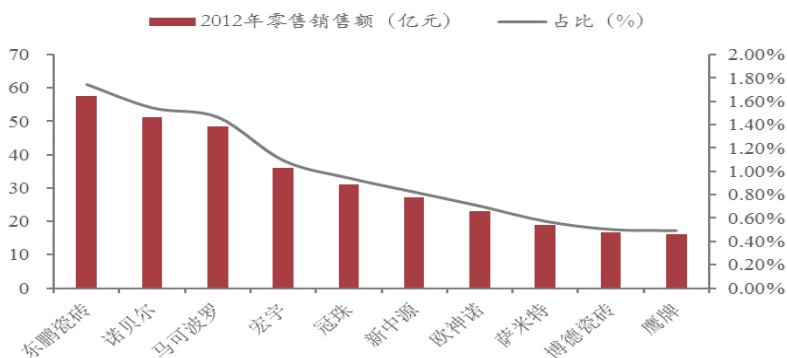
来源: 公司招股书、中泰证券研究所

**图表 17: 陶瓷砖市场集中度较低**



来源: 各公司公告、中泰证券研究所 (市占率=公司收入/当年规模以上建陶企业收入)

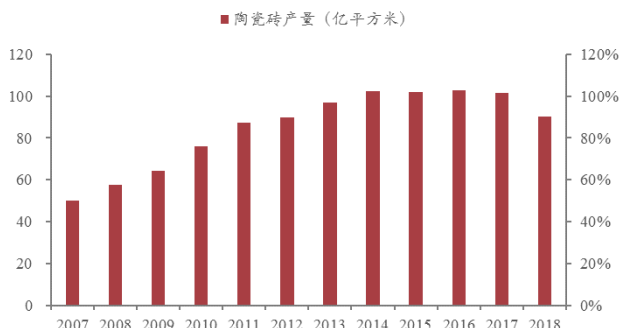
**图表 18: 2012 年瓷砖前十大品牌零售销售额及占比**



来源: Frost&Sullivan、中泰证券研究所

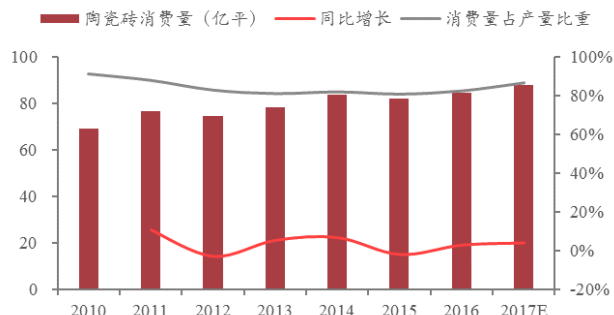


- **2018 年规模以上企业陶瓷砖产量为 90.1 亿平方米。**我国陶瓷砖进口较少，出口基本维持在产量的 1/10，需求主要依靠国内消费拉动。

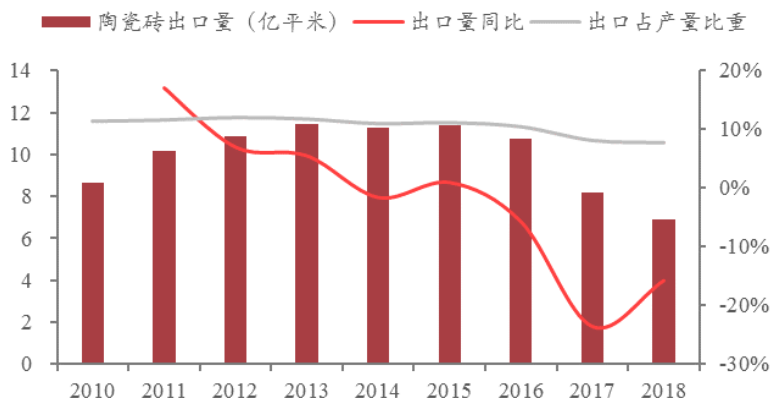
**图表 19: 2018 年陶瓷砖产量为 90.1 亿平米**


来源：中国建筑卫生陶瓷协会、中泰证券研究所

注：规模以上企业统计口径为营业收入超过 2000 万元的企业，2018 年因规模以上企业数量减少 137 家，口径减少导致总产量大幅下滑

**图表 20: 陶瓷砖近几年消费量增速放缓**


来源：中国建筑卫生陶瓷协会、《中国建筑材料流通发展报告》、中泰证券研究所

**图表 21: 陶瓷砖出口数量基本维持在产量的 1/10**


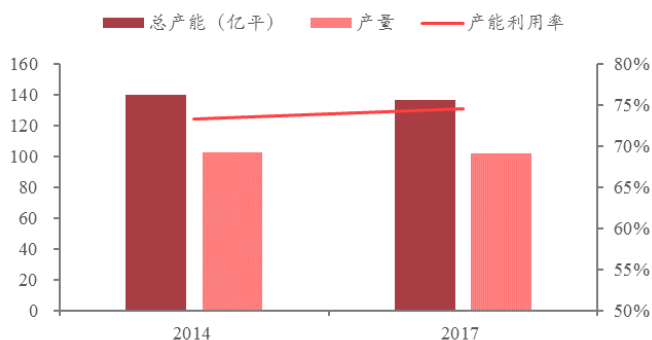
来源：中国建筑卫生陶瓷协会、《中国建筑材料流通发展报告》、中泰证券研究所

### 精装修推动渠道变革，零售端压力加大，大企业机遇大于挑战

- **落后产能出清，知名品牌将受益：**2017 年全国共有 3264 条瓷砖生产线，总产能达 136.3 亿平米。2017 年瓷砖总产量为 101.5 亿平米，产能利用率仅为 74.5%，产能明显过剩。近几年国内陶瓷砖需求疲软，建陶行业开始告别过去需求增长驱动的成长模式，转而进入存量竞争时代。需求疲软+产能过剩的大背景下，营销开支+环保压力进一步挤压行业利润空间，加速行业洗牌。根据中国建筑卫生陶瓷协会的数据，**2018 年共有 137 家规模以上建陶企业退出**，而行业内的龙头企业的市占率连年提高，行业格局有望重塑。
- **去产能与新建产能并行：**从近几年的数据来看，2014 年瓷砖产能为 139.6 亿平，产能利用率就仅为 73.3%。近几年大量中小陶瓷企业被洗牌出局的情况下，2017 年的产能 136.3 亿平，较 14 年几乎没有明显下降，这主要

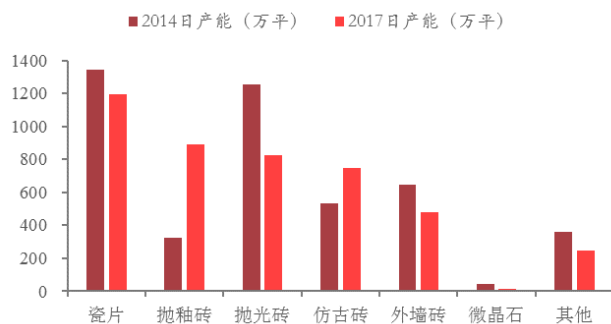
是因为去产能的同时存在新建产能。我们认为企业在整个行业产能过剩的情况下依然扩建产能并不矛盾，扩产对大企业来说反而是机遇：1) 瓷砖为非同质化产品，具有一定的消费品属性，瓷砖企业需要不断推陈出新迎合消费者的需求。比较 2014 年和 2017 年各品类产能可以发现，抛釉砖、仿古砖等相对高端且新颖产品的产能有了明显提升，而瓷片、外墙砖、抛光砖的产能均下降。去产能和新建产能一定程度上是在进行瓷砖品类的更新换代。具有较强研发实力，能够把握消费需求的新建产能将得到消化，进一步加速产品同质化较为严重的中小企业的淘汰进程。2) 新建产能对企业的资金要求较高，在行业利润率受到压缩的情况下，只有具备相当规模的企业才有能力进行扩产并通过大量的渠道及品牌建设、工程拓展消化产能，未来大企业的市场份额将得到进一步提升，成本及规模优势进一步凸显，形成一个正向循环，中小企业在此过程中将受困于成本及资金端的压力被淘汰出局。

图表 22: 近几年陶瓷砖始终处于产能过剩状态



来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、中泰证券研究所

图表 23: 不同品类陶瓷产能变化

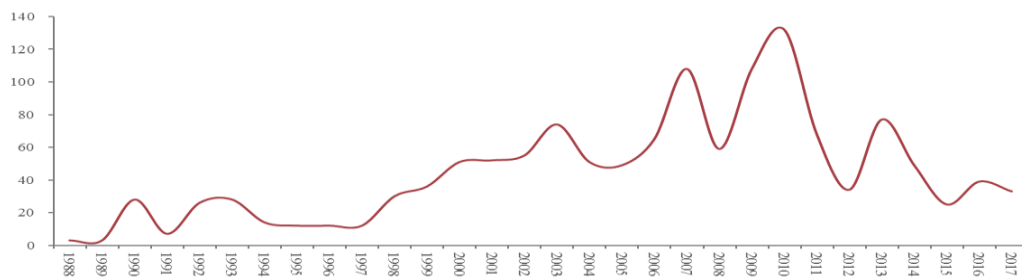


来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、中泰证券研究所

图表 24: 2017 年新建瓷砖生产线 (不完全统计)

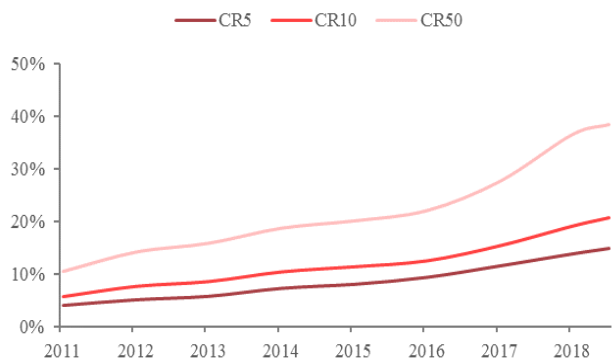
省份	投资主体	投资额 (亿元)	生产线 (条)
河南	洁石集团	16.8	
重庆	唯美陶瓷	30	
河北	惠达卫浴	1.18	全抛釉生产线
黑龙江	齐齐哈尔经纬陶瓷	2	高档地砖生产线
山西	金世家陶瓷	12.5	5
江西	泛高安产区		10
广西	新盈邦陶瓷	2	
山东	华宇陶瓷	7.6	6 (薄板)
山东	佳宝企业	10	陶瓷薄板
新疆			5

来源: 公开信息整理、中泰证券研究所

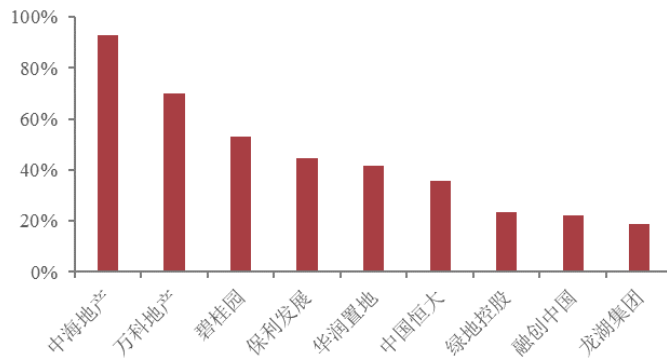
**图表 25: 近三十年全国陶瓷建厂数量**


来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、中泰证券研究所

- 精装修推动渠道变革:** 与毛坯房相比, 全装修能够减少垃圾、保障建筑安全, 符合居民对健康和环保的要求, 是商品住宅未来的趋势所在。2017 年, 国家出台《建筑业“十三五”规划》, 明确指出到 2020 年, 新开工全装修成品住宅面积达到 30%, 此后各地相继出台全装修详细规范, 商品住宅的精装房渗透率稳步提升。根据奥维云网数据, **2018 精装房市场的渗透率已经达到 27.5%, 预计 2019 年将达到 32%。**不同地产商之间精装房交付比例差异较大, **大地产商交付比例更高。2019 上半年万科、碧桂园、保利等全装修建筑面积比例分别达到 69.92%、53.22%和 44.69%, 高于行业平均水平。**近几年地产商集中度不断提升, 严监管环境和收缩的融资渠道将促进龙头地产商市占率进一步提升, 全装修渗透率有望再提高, 对上游建材企业的传统渠道形成冲击。
- 零售端需求经历双杀:** **18 年建陶需求因下游地产不景气而保持疲软, 全装修渗透率的进一步提升又将部分需求从零售端分流至工程端, 零售端需求遭遇雪上加霜的局面。**由于地产商在进行工程采购时倾向于选择**品质较好、供货稳定、有足够垫款能力的建材供应商**, 而对传统零售渠道所注重的**产品个性化、差异化要求较小**, 建陶行业内的部分企业面临商业模式的改革。部分已经深耕工程端的企业将迎来进一步提升市占率的机会, 以传统零售渠道为主的小企业或将面临进一步洗牌。

**图表 26: 下游地产商销售面积集中度**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 27: 2019H1 头部地产商全装修建面比例较高**


来源: 优采大数据云平台、中泰证券研究所

- 工程市场强者恒强：**相较于陶瓷砖零售市场整体集中度较低的局面，工程端瓷砖市场的集中度较高。工程端需求主要来自于地产商精装修，瓷砖供应商主要有欧神诺、蒙娜丽莎、家美、新明珠、宏宇等品牌。根据我们的测算，2018年欧神诺和蒙娜丽莎在商品住宅精装修领域的市占率分别达到15%和7%，两者合计占比达22%。由于为地产等工程客户供货对供应商资金要求较高，目前主流的供应品牌中只有欧神诺（被帝欧家居收购）和蒙娜丽莎为上市公司，已经具备了一定的先发优势，未来有望借助资金优势进一步提升工程端份额，实现强者恒强。

**图表 28：商品住宅精装修市场瓷砖总需求**

100平米房屋构造	房高	3	
	面积	房间宽度	房间长度
卧室	35		
厨房面积	6	2	3
卫生间面积	8	2	4
阳台面积	6	2	3
客厅+餐厅面积	30		
100平米住宅面积对应瓷砖需求	厨房：(2+3+3)*3=24 // 客厅+餐厅：30 // 卫生间：(2+4+4)*3=30 // 阳台：6		90
商品房销售面积：住宅（万平）			171654
商品住宅瓷砖需求（万平）			154489
精装修占比			25%
精装修瓷砖需求（万平）			38622

来源：公司年报、中泰证券研究所

注：红色部分为假设数据，假设100平米住宅的实际可用面积为85平米

**图表 29：蒙娜丽莎和欧神诺在商品住宅精装修市占率**

	蒙娜丽莎	欧神诺
总销量（万平）	6601.56	9077.98
总收入（亿元）	32.08	36.58
单位价格	48.59	40.30
工程端收入	12.19	26.34
商品住宅精装修总瓷砖需求（万平）		38622.23
行业整体均价（元/平米）		44
商品住宅精装修市场瓷砖总销售收入（亿元）		171.66
<b>市占率</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>

来源：公司年报、中泰证券研究所

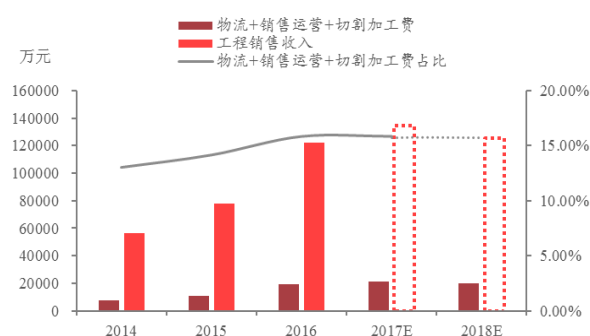
注：根据调研所得，蒙娜丽莎工程端收入占总收入比重约38%；欧神诺工程端收入占总收入比重约72%；行业整体均价取两个公司平均；公司工程收入中来自地产的收入需要再乘以一个比例系数，这里假设系数为100%。

## 工程经销两头开花，扩产助推业绩加码

### 顺势而为，工程零售两手抓

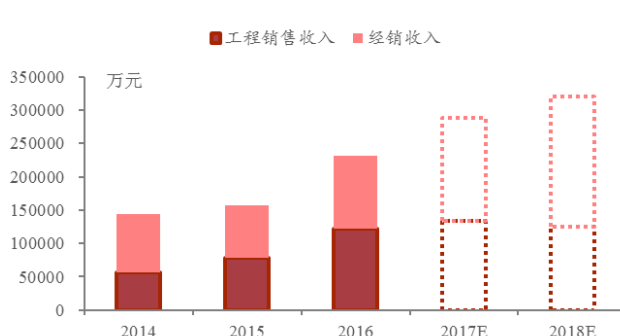
- 工程经销两头开花：**公司对工程和经销业务实行**两手抓**的战略，两边渠道拓展有条不紊进行中，近几年工程和经销业务均实现稳步增长。工程业务需要自行将货物运输到客户指定的地点，而开展经销业务时货物由经销商自行负责运输，因此公司销售费用中的物流运输费、销售运营费和切割加工费主要与公司工程业务相关。我们假设这三项费用占工程业务收入比重维持在 15.8% 左右不变，对 17-18 年的业务结构作了大致推算，18 年工程和经销业务收入占比约为 4:6，预计未来工程业务比重将进一步提升。

图表 30：根据销售费用推算公司工程端收入



来源：公司招股说明书、年报、中泰证券研究所（17 和 18 年为推算数据，和调研所得数据基本匹配）

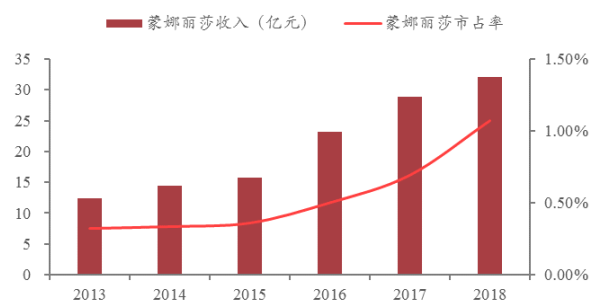
图表 31：公司近几年工程端和经销端收入拆分



来源：公司招股说明书、年报、中泰证券研究所

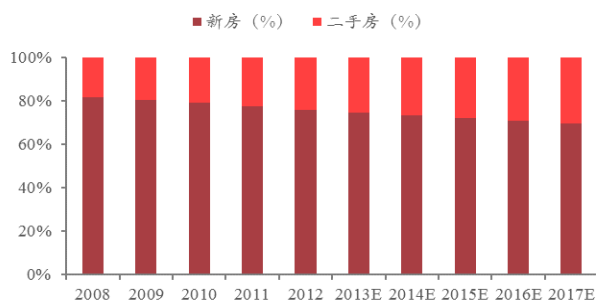
- 把握存量趋势：**除了新装修带来的瓷砖消费需求，二次装修的需求量也不断提升。根据 Frost&Sullivan 2012 年的测算，二手房瓷砖消费占比不断提升，2017 年中国住宅物业市场的瓷砖消费量中新房和二手房所占的比例分别将达到 7: 3。一般住宅的装修周期为 8-12 年，近年来高位累计的竣工面积为翻新需求提供支撑。此外，新增需求在地产的严调控政策之下将趋于放缓，意味着未来翻新需求的比重将继续上升。翻新需求以零售渠道为主。公司在深耕工程渠道的同时，不断加强零售渠道的布局，两头布局将使得公司牢牢把握住未来精装房和存量房的趋势。近几年公司的市占率不断提升，从 2013 年的 0.33% 提升至 2018 年的 1.07%，持续受益于行业变革。

图表 32：公司近几年市占率不断提升



来源：公司招股说明书、年报、中泰证券研究所（市占率=公司收入/规模以上企业收入）

图表 33：中国住宅物业市场的瓷砖消费比例

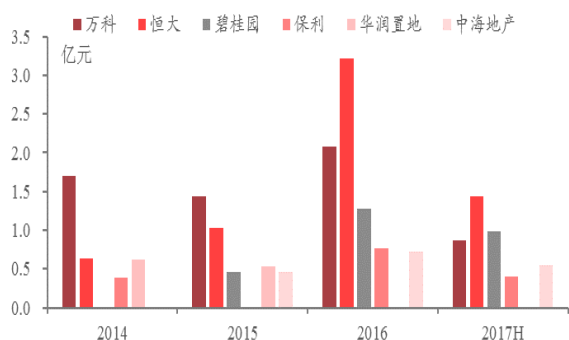


来源：Frost&Sullivan、中泰证券研究所



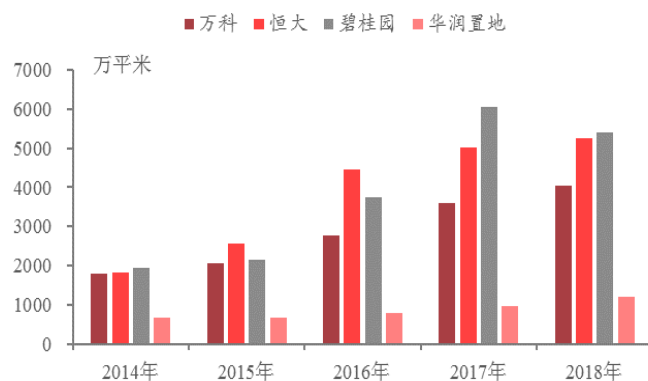
- 工程业务稳步推进：**公司近几年顺应下游地产精装修趋势，工程业务拓展卓有成效，已经与碧桂园、恒大、万科、保利、中海地产等一批大型地产商建立了良好的合作关系，根据我们的预测，公司工程端的业务收入从**2014年的5.62亿元**快速增长至**2018年的12.2亿元**。公司工程业务收入主要取决于下游地产客户的竣工面积、精装修比例及公司产品渗透率。由于现在地产销售中约有80%以上为现房销售，地产商当年的销售面积能在1-2年内转化成竣工面积。**短期看，公司主要客户万科、保利等19H1竣工面积同比+15.6%/+53.29%**，表明上半年主流大地产商竣工面积实现了逆势的增长，显著高于地产整体竣工面积增速，为公司下半年业绩提供支撑；**中期看**，近两年公司主要客户的销售面积略有上升，能够拉动公司产品需求；**长期看**，公司将持续受益于精装修比例的提升及落后产能淘汰后的市占率提升。

图表 34：公司近几年对主要地产客户销售额



来源：公司公告、中泰证券研究所

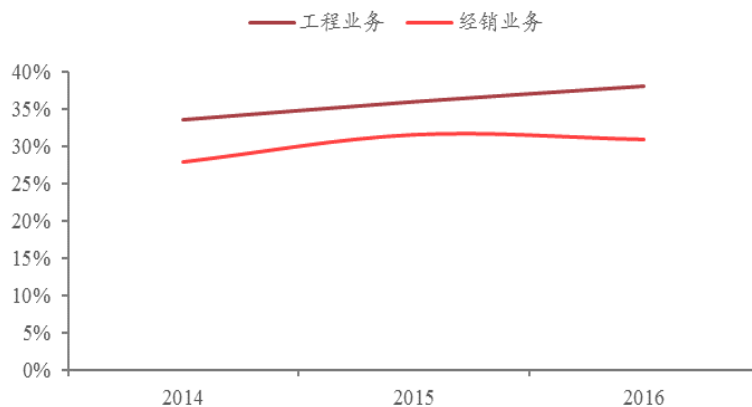
图表 35：主要客户近两年销售面积为公司业绩带来支撑



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 工程业务毛利率显著高于经销业务，**我们认为原因可能是工程业务产品款式比较固定，且每款需求量较大，公司在生产过程中不需要频繁地中断生产来转换品种，从而节约了一定的生产成本。未来随着工程业务占比的进一步提升，公司毛利率还有上行空间。

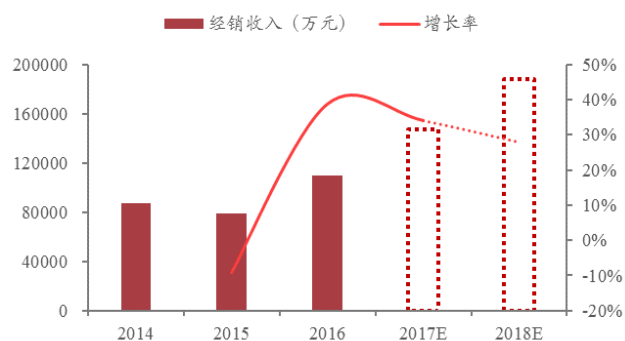
图表 36：工程业务毛利率高于经销业务



来源：招股说明书、中泰证券研究所

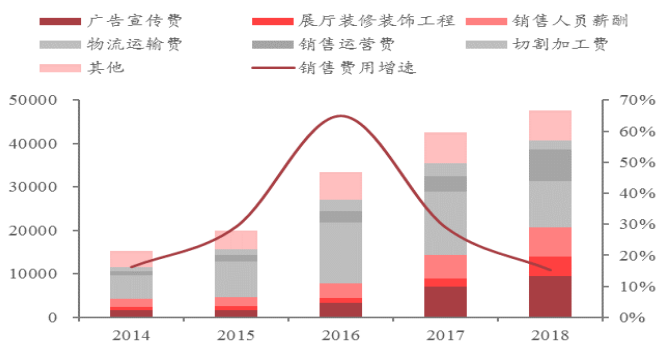
- **经销业务增长迅猛：**根据我们的测算，近两年公司经销收入有较大幅度增长。2018 年增长大约 28%。我们认为主要原因有以下两点：1) 由于下游洗牌加速，公司通过进一步渠道下沉及品牌建设快速**攫取落后产能淘汰带来的零售市场空间**。2) 精装房的趋势开始从一线城市渗透到二三线城市，部分中小地产商倾向于直接向经销商采购，公司品牌的知名度、高质量助力公司经销商积极发展工程业务。
- **品牌建设助力零售端拓展：**瓷砖行业一般较少出现质量问题，消费者购买瓷砖时除了对比各类瓷砖产品的外观，比较注重品牌知名度。蒙娜丽莎作为陶瓷行业的一线品牌，具有丰富的品牌文化和内涵，公司持续通过打造蒙娜丽莎文化艺术馆的方式传播品牌文化，展示深厚品牌底蕴。近几年公司销售费用增长幅度较大，扣除因工程收入增长而大幅上升的运输等相关费用外，广告宣传费、展厅装修装饰工程等营销费用增长较为明显。18 年公司不断加强在高铁、机场、户外、电台等高端渠道的广告投放，并先后签约印尼雅加达亚运会官方赞助合作伙伴和意大利国际米兰官方合作伙伴。公司在品牌建设方面的投入将进一步提升公司品牌知名度，从而提升公司市场份额。

图表 37：近几年经销业务收入及增长率



来源：公司招股说明书、年报、中泰证券研究所（17 和 18 年数据为根据销售费用推算而得，与调研数据基本匹配）

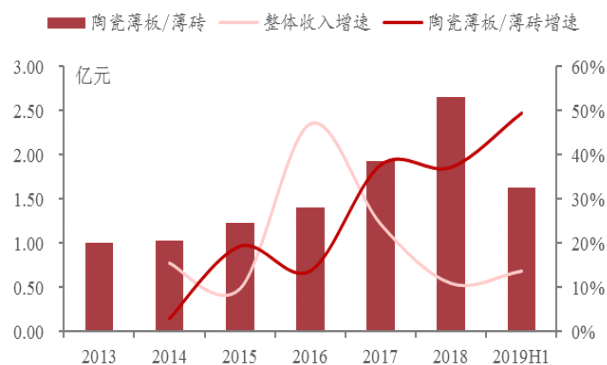
图表 38：公司加大营销投入



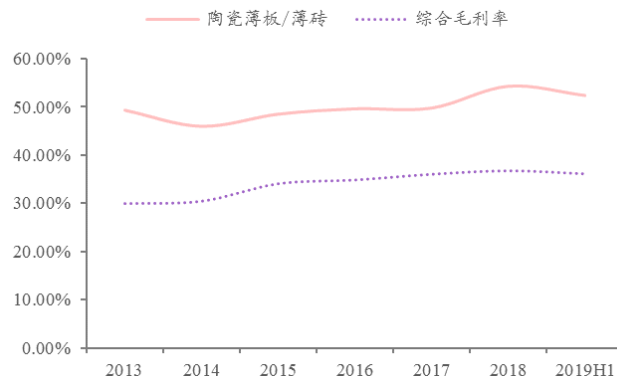
来源：公司招股说明书、年报、中泰证券研究所

- **细分领域优势不断巩固：**陶瓷薄板为公司的拳头产品，作为一种新型建筑材料，其具有轻薄化、大规格、节能节材、轻质坚固的特点。由于在国内起步较晚，目前普及程度较低，市场需求还没有被完全开发，主要应用在室外场景。公司是国内率先研发出陶瓷薄板和配套的绿色化、智能化生产工艺的企业，**是陶瓷薄板领域的开拓者**。在公司的推动下，陶瓷薄板产品不断进入到建筑高层幕墙、装配式建筑、工程户外/室内创意立面装饰、背景墙、瓷艺画等应用领域中。目前在陶瓷薄板市场，公司产品呈现出一枝独秀的态势，占据约一半的市场份额。由于公司在陶瓷薄板领域的竞争对手较少，具有较强的议价能力，陶瓷薄板/薄砖领域的毛利率显著高于公司其他产品，2018/2019H1 公司陶瓷薄板/薄砖产品毛利率为 54.2%/ 52.36%，显著高于公司整体毛利率 36.75%/ 36.11%。公司在陶瓷薄板/薄砖领域已经积累了相当的先发优势。
- **陶瓷薄板/薄砖产品收入增速超过整体：**近几年公司在陶瓷薄板/薄砖领域的

开拓卓有成效，该产品 2018/2019H1 收入增速分别为 37.31%/49.55%，远超收入整体增速 11.00%/13.79%。陶瓷薄板/薄砖产品尚处于产品周期中的市场培育及推广阶段，具有较大的市场潜力。公司拟采用上市募投资金对生产基地的 3 条传统陶瓷生产线进行技改，改造后形成 1 条超大规格陶瓷薄板生产线和 2 条陶瓷薄砖生产线。目前技改工作正进行中，公司的陶瓷薄板产能有望得到进一步提升。未来随着该拳头产品市场应用领域的不断拓展，公司的收入及毛利率水平还有上行空间。

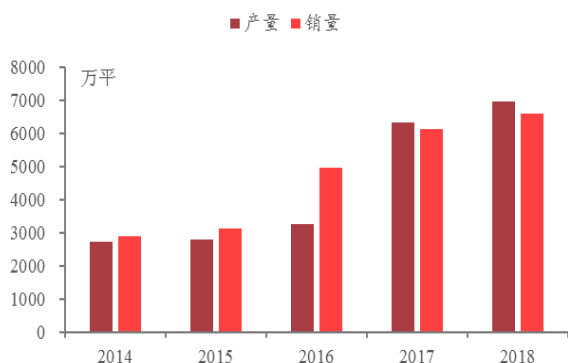
**图表 39: 陶瓷薄板/薄砖产品收入增速远超整体**


来源: Wind、中泰证券研究所

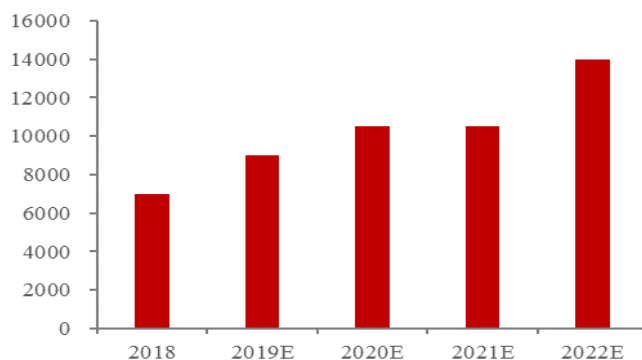
**图表 40: 陶瓷薄板/薄砖产品毛利率水平较高**


来源: Wind、中泰证券研究所

- 扩建产能奠定增长基础，产量实现翻倍：**公司计划在广西藤县投资 20 亿元建设高端、智能建筑陶瓷生产线及生产线配套工程项目，该生产基地将对标国内外最先进的生产装备和工艺技术，将产业进行优化升级。该项目分两期建设，计划新增 10 条生产线，一期的 4 条生产线预计在年底建成，新增产能 2000 万平。项目建成后新增产能总计超过 8000 万平。公司 18 年陶瓷砖产销量分别为 6958/6602 万平，藤县产能建成后公司年产量将翻倍，规模优势将得到进一步发挥，公司的净利率及周转率有望得到提升。

**图表 41: 公司近几年产销量情况**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 42: 公司未来几年产能情况 (万平)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

注: 根据公司未来投产计划预计, 均为年末产能, 且包含 OME+自产

图表 43: 广西藤县智能建陶生产线概况

项目	产能 (万平)	投资金额 (亿元)	建设期	产线情况
年产7200万平方米的高端、智能建筑陶瓷生产项目	7200	12.50	2018.9-2021.8	新建10条产线
研发中心建设项目	1622	1.50	2020.7-2022.7	新增1条生产线
高端、智能建筑陶瓷生产线配套工程	-	6.00	2018.9-2021.8	上述产能配套设施
<b>合计</b>		<b>20.00</b>		

来源: 公司公告、中泰证券研究所

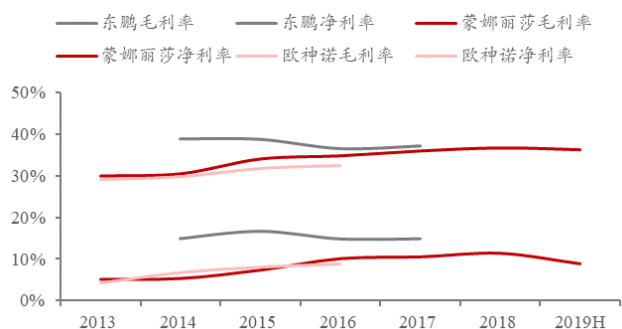
### 产能释放叠加杠杆加码, ROE 有较大上行潜力

- 工程模式虽拖累 ROE, 但具备更高成长性:** 我们用杜邦分析法对蒙娜丽莎及已经上市的可比公司东鹏 (曾在港股上市, 现从港股退市正在筹划 A 股上市)、欧神诺 (已被帝欧家居收购) 做对比分析。三者毛利率水平相当, 但东鹏的管理费用控制要优于蒙娜丽莎和欧神诺, 主要由于东鹏的收入体量约为蒙娜丽莎的两倍, 已经在费用方面形成了一定的规模优势, 因此东鹏具有更高的净利率水平。此外, 由于东鹏的销售以零售端为主, 零售端现金回款能力较好, 东鹏的营运资产周转率远远高于蒙娜丽莎和欧神诺。高周转率和净利率使得东鹏具有最高的 ROE 水平, 15-17 年均保持在 30% 以上。但由于近两年零售端业务不景气, 东鹏的成长性预计不及蒙娜丽莎和欧神诺。蒙娜丽莎的商业模式和欧神诺更为相近, 两者均采用工程端和零售端两头并进的模式, 具有更高的可比性。

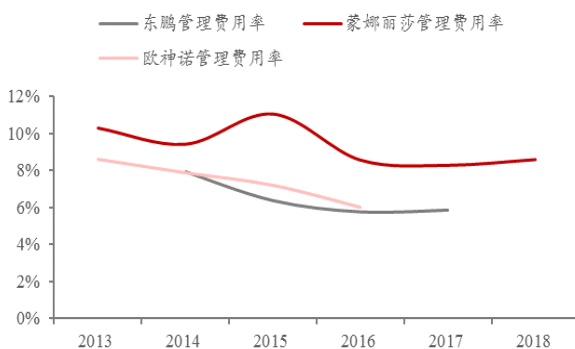
图表 44: 三家公司杜邦分析

		2014	2015	2016	2017	2018
净利率 (%)	蒙娜丽莎	5.34	7.32	10.02	10.44	11.29
	欧神诺	6.80	8.13	8.87	9.06	
	东鹏	14.92	16.70	14.84	14.87	
权益乘数	蒙娜丽莎	5.05	4.02	3.05	1.89	1.66
	欧神诺	3.60	3.03	2.91		
	东鹏		2.15	2.28	1.88	
资产周转率	蒙娜丽莎	0.84	0.84	1.13	1.02	0.81
	欧神诺	0.93	0.89	0.94		
	东鹏	0.96	0.90	1.01	1.11	
ROE (%)	蒙娜丽莎	22.65	24.67	34.51	20.05	15.20
	欧神诺	22.80	21.84	24.39		
	东鹏	25.41	32.58	33.82	31.15	

来源: Wind、中泰证券研究所

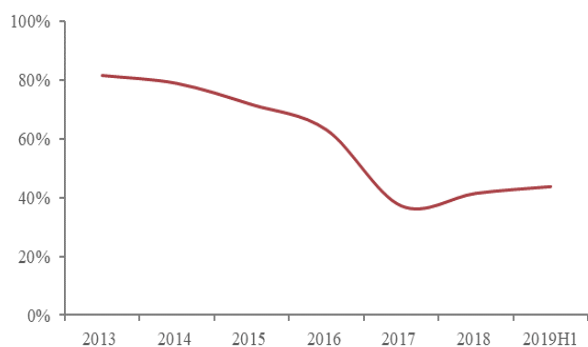
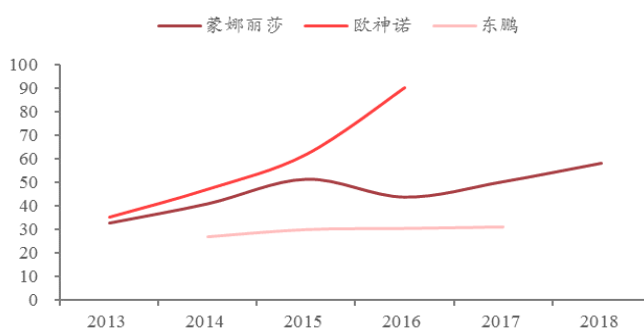
**图表 45: 东鹏具有最高的净利率**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 46: 东鹏依靠规模优势实现更低的费用率**


来源: Wind、中泰证券研究所

- 纵向对比:** 蒙娜丽莎近两年 ROE 降幅较大, 对其做一个具体拆分可以发现, 公司近两年的盈利能力较之前年度反而有所提升, 具体表现在净利润率上升。ROE 的下降主要是由权益乘数和周转率下降引起。17 年公司成功上市后, 融到的股权投资降低了公司的杠杆水平, 导致权益乘数下降; 同时, 公司还未将筹到的资金变为经营性资产, 现金资产暂时无法支撑收入规模上升 (19H1 公司货币资金 15.3 亿, 占总资产规模的 33%), 导致资产周转率大幅下滑, 两者共同作用引起 ROE 下滑。
 **横向对比:** 蒙娜丽莎的净利率和欧神诺较为相近, 总资产周转率也较为接近。但蒙娜丽莎在应收账款回款方面显著优于欧神诺。欧神诺的应收账款周转天数约为 90 天, 但蒙娜丽莎应收账款周转天数仅为 60 天左右, 显著低于欧神诺, 主要是由于蒙娜丽莎工程业务占比略低于欧神诺及公司管理层积极通过保理等方式促进现金回流。
- 三驾马车齐发力拉动 ROE 快速提升:**
  - 利润率:** 未来随着公司藤县新建产能释放, 规模效应将促进公司费用率进一步下降, 净利率水平还有一定提升空间。
  - 周转率:** 公司资产从规模上来看可以撬动更高的收入水平, 当下资产结构中现金占比过大, 一旦公司将现金转化为其他经营性资产, 公司的收入规模可以随之提升, 拉动资产周转率上行。
  - 权益乘数:** 当下公司的权益乘数较小, 资产负债率从上市前的 63.13% 降为 2018 年的 41.57%, 且上市以后公司的融资渠道更为畅通, 杠杆具备较大弹性, 还有较大加杠杆空间。未来公司若进一步加杠杆, 将促进 ROE 进一步提升。

**图表 47: 蒙娜丽莎上市以后资产负债率大幅下降**

**图表 48: 应收账款周转天数对比**




来源: Wind、中泰证券研究所

来源: Wind、中泰证券研究所

## 投资建议

- 瓷砖行业呈“大行业，小企业”格局，3000 亿市场规模下各品牌市占率均不达 2%，行业竞争加剧叠加渠道变革有望重塑行业格局。1) 2018 年规模以上建陶企业总数 1265 家，营收 2993 亿元，龙头企业如蒙娜丽莎、欧神诺、东鹏市占率均不到 2%，行业仍呈现高度分散化格局。2) 下游地产不景气导致陶瓷砖消费量增速放缓，产能过剩叠加需求疲软恶化竞争态势，营销+环保成本进一步挤压行业利润水平，2018 年 137 家规模以上企业退出历史舞台，行业洗牌加速。3) 龙头企业受益于资金、规模、品牌优势实现了逆势增长，近几年市占率均有所提升。精装修趋势进一步促进未来行业集中度提升。
- 工程+经销业绩两头开花，继续维持工程+零售双头推进战略。公司 18 及 19H1 工程与经销业务收入比例基本维持在 4:6，两边渠道拓展有条不紊进行中。1) 工程端：受益于下游地产精装修趋势，公司工程业务实现较快增长，已经与碧桂园、恒大、万科、保利、中海地产等一批大型地产商建立了良好的合作关系。目前地产商精装修市场蒙娜丽莎和欧神诺为绝对龙头。根据我们的测算，公司工程端收入占精装修市场总量的 7%，已经具备先发优势，有望实现强者恒强。工程端毛利率高于经销端，工程端占比的提升有望带动公司毛利率进一步上行。2) 零售端：公司继续加大品牌建设投入、推行渠道下沉策略，不断攫取落后产能出清带来的零售市场空间。公司在零售端的布局保障公司抓住未来二手房翻新市场的巨大机遇。3) 高毛利拳头产品陶瓷薄板/薄砖近两年拓展卓有成效，市场潜力得到进一步挖掘后有望拉动收入和毛利率继续上行。两手抓战略下公司市占率不断提升，从 2013 年的 0.33% 提升至 2018 年的 1.07%。未来随着产能投产推进，公司的市占率将迎来跨越式的提升。
- ROE 仍有较大上行潜力。1) 上市后公司 ROE 下滑幅度较大，横向及纵向对比后发现，公司盈利能力有所改善，ROE 下降主要受资产周转率和权益乘数影响。资产周转率有所下降，主要因上市后资产总量增加，尚未转化成经营性资产。值得一提的是，公司的现金回款能力尤为出色。权益乘数下降主要因上市以后公司资产负债率从 2016 年的 63.13% 下降至 2018 年的 41.57%，大幅降低的杠杆水平拖累 ROE。2) 我们认为影响 ROE 的三个指标均有上升空间。利润率：公司计划在藤县新建 7200 万平陶瓷砖产能，建成后公司整体产能将翻倍，规模优势下费用率有望下降。周转率：公司现有资产规模可以撬动更高的收入，但资产结构中现金占比较大，拖累公司周转率。一旦现金转化成经营性资产，周转率将显著提升。权益乘数：公司作为上市公司，具备较为畅通的融资渠道，杠杆存在较大弹性。综上，公司 ROE 仍有相当的上行潜力。
- 投资建议：我们预计 2019、2020 年公司归母净利润为 4.43 和 5.73 亿，当前股价对应 19、20 年 PE 为 15 和 11 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 49: 可比公司估值表

公司	股价	EPS					PE				
		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
蒙娜丽莎	15.78	0.75	0.90	1.10	1.42	1.89	21.03	17.51	14.33	11.07	8.35
帝欧家居	21.60	0.14	0.99	1.38	1.76	2.22	152.49	21.85	15.69	12.25	9.73

来源: Wind, 中泰证券研究所 (帝欧家居数据来自 Wind 一致预期, 收盘价截止日期为 2019 年 10 月 11 日)

- 风险提示:
  - ✓ 行业竞争加剧导致行业平均利润率大幅下滑: 由于建筑陶瓷行业集

中度不高，企业数量多，激烈的市场竞争可能会使行业平均利润率出现下降，从而影响公司盈利。

- ✓ **下游房地产市场不景气带来的经营风险：**地产行业受调控的大环境下，房地产、装饰装修行业等需求变化不确定性仍会导致公司未来销售情况具有一定不确定性。
- ✓ **落后产能淘汰不及预期：**环保不达标的小产能淘汰不及预期。
- ✓ **公司新建产能进度不达预期：**公司在藤县新建产能的进度若不达预期，会影响到公司进一步提升市场份额。
- ✓ **下游地产大客户存在经营风险：**近两年地产行业遭遇融资收紧等严监管环境，若公司的地产客户因自身风险管理不当遭遇资金链断裂等情况，将对公司产品需求产生一定影响。

**图表 50: 蒙娜丽莎财务报告**

损益表 (人民币亿元)						资产负债表 (人民币亿元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>28.90</b>	<b>32.08</b>	<b>38.20</b>	<b>45.99</b>	<b>55.58</b>	货币资金	14.93	14.77	13.99	14.97	13.02
增长率	24.3%	11.0%	19.1%	20.4%	20.9%	应收款项	6.53	9.22	10.30	13.71	15.93
营业成本	-18.49	-20.29	-24.23	-28.98	-34.74	存货	7.12	8.90	10.23	12.64	14.78
% 销售收入	64.0%	63.2%	63.4%	63.0%	62.5%	其他流动资产	0.56	3.23	3.21	3.26	3.24
毛利	10.41	11.80	13.97	17.01	20.84	流动资产	29.14	36.11	37.74	44.58	46.97
% 销售收入	36.0%	36.8%	36.6%	37.0%	37.5%	% 总资产	82.3%	82.8%	79.5%	76.5%	73.0%
营业税金及附加	-0.30	-0.27	-0.19	-0.23	-0.28	长期投资	0.20	0.28	0.28	0.28	0.28
% 销售收入	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3.69	4.27	4.92	7.18	9.51
营业费用	-3.96	-4.56	-5.50	-6.73	-8.35	% 总资产	10.4%	9.8%	10.4%	12.3%	14.8%
% 销售收入	13.7%	14.2%	14.4%	14.6%	15.0%	无形资产	0.94	0.92	0.87	0.83	0.78
管理费用	-2.40	-1.57	-3.11	-3.41	-3.40	非流动资产	6.25	7.52	9.75	13.72	17.41
% 销售收入	8.3%	4.9%	8.1%	7.4%	6.1%	% 总资产	17.7%	17.2%	20.5%	23.5%	27.0%
息税前利润 (EBIT)	3.76	5.40	5.17	6.64	8.81	<b>资产总计</b>	<b>35.38</b>	<b>43.63</b>	<b>47.48</b>	<b>58.31</b>	<b>64.39</b>
% 销售收入	13.0%	16.8%	13.5%	14.4%	15.9%	短期借款	1.12	2.07	2.07	2.07	2.07
财务费用	-0.20	-0.12	-0.20	-0.10	-0.10	应付款项	10.38	13.02	12.80	19.35	18.44
% 销售收入	0.7%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	其他流动负债	1.13	1.99	1.99	1.99	1.99
资产减值损失	0.22	0.34	0.14	0.20	0.20	流动负债	12.63	17.07	16.86	23.41	22.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期贷款	0.45	1.00	1.00	0.00	0.00
投资收益	0.01	0.00	0.02	0.02	0.01	其他长期负债	0.13	0.06	0.06	0.06	0.06
% 税前利润	0.3%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	<b>负债</b>	<b>13.21</b>	<b>18.14</b>	<b>17.92</b>	<b>23.47</b>	<b>22.56</b>
营业利润	3.79	5.62	5.13	6.75	8.92	<b>普通股股东权益</b>	<b>22.18</b>	<b>25.49</b>	<b>29.56</b>	<b>34.83</b>	<b>41.83</b>
营业利润率	13.1%	17.5%	13.4%	14.7%	16.0%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支	-0.06	0.02	0.28	0.28	0.28	<b>负债股东权益合计</b>	<b>35.38</b>	<b>43.63</b>	<b>47.48</b>	<b>58.31</b>	<b>64.39</b>
税前利润	<b>3.73</b>	<b>5.64</b>	<b>5.41</b>	<b>7.03</b>	<b>9.20</b>						
利润率	12.9%	17.6%	14.2%	15.3%	16.6%	<b>比率分析</b>					
所得税	-0.52	-0.57	-0.70	-0.90	-1.20						
所得税率	14.0%	10.1%	12.9%	12.8%	13.0%						
净利润	3.02	3.62	4.43	5.73	7.60	<b>每股指标</b>					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (元)	0.75	0.90	1.10	1.43	1.89
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3.02</b>	<b>3.62</b>	<b>4.43</b>	<b>5.73</b>	<b>7.60</b>	每股净资产 (元)	5.51	6.34	7.36	8.67	10.42
净利率	10.4%	11.3%	11.6%	12.5%	13.7%	每股经营现金净流 (元)	0.92	0.68	0.69	1.87	0.93
						每股股利 (元)	0.08	0.08	0.09	0.11	0.15
						<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币亿元)</b>						净资产收益率	13.61%	14.21%	14.98%	16.45%	18.17%
						总资产收益率	8.53%	8.31%	9.32%	9.83%	11.81%
净利润	3.02	3.62	4.43	5.73	7.60	投入资本收益率	42.36%	44.97%	32.82%	30.70%	34.65%
加: 折旧和摊销	0.71	0.70	0.74	0.99	1.28	<b>增长率</b>					
资产减值准备	0.22	0.34	0.00	0.00	0.00	营业总收入增长率	24.33%	11.02%	19.06%	20.40%	20.85%
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT增长率	31.26%	42.73%	-0.38%	27.91%	33.56%
财务费用	0.13	0.12	0.20	0.10	0.10	净利润增长率	29.50%	20.11%	22.18%	29.43%	32.65%
投资收益	-0.01	0.00	-0.02	-0.02	-0.01	总资产增长率	64.71%	23.31%	8.83%	22.79%	10.43%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	-0.53	-4.23	-2.58	0.71	-5.22	应收账款周转天数	52.3	68.4	72.0	74.0	76.0
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3.70</b>	<b>2.75</b>	<b>2.76</b>	<b>7.52</b>	<b>3.75</b>	存货周转天数	86.2	89.8	90.1	89.5	88.8
固定资本投资	-0.86	-0.99	-3.00	-5.00	-5.00	应付账款周转天数	111.2	112.5	111.9	112.2	112.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1.84</b>	<b>-4.29</b>	<b>-2.98</b>	<b>-4.99</b>	<b>-4.99</b>	固定资产周转天数	43.9	44.7	43.3	47.3	54.0
股利分配	-0.31	-0.31	-0.35	-0.46	-0.61	<b>偿债能力</b>					
其他	10.52	1.67	-0.21	-1.10	-0.10	净负债/股东权益	-59.07%	-41.07%	-38.72%	-30.14%	6.03%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>10.21</b>	<b>1.36</b>	<b>-0.56</b>	<b>-1.56</b>	<b>-0.71</b>	EBIT利息保障倍数	17.8	43.8	25.2	64.5	86.2
<b>现金净流量</b>	<b>12.07</b>	<b>-0.18</b>	<b>-0.78</b>	<b>0.98</b>	<b>-1.95</b>	资产负债率	37.32%	41.57%	37.75%	40.26%	35.04%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。