

蒙娜丽莎

002918

审慎增持 (维持)

Q4 业绩亮眼，盈利水平持续提高

2020年02月23日

## 市场数据

市场数据日期	2020-02-21
收盘价(元)	19.95
总股本(百万股)	402.19
流通股本(百万股)	135.32
总市值(百万元)	8023.61
流通市值(百万元)	2699.55
净资产(百万元)	2775.21
总资产(百万元)	5046.75
每股净资产	6.90

## 相关报告

《稳增长依旧，现金流改善超预期》2019-10-26  
《重回高增长轨道，经营质量优异》2019-08-23  
《绑定员工利益，彰显稳健经营信心》2018-11-30

分析师：

李华丰

lihufeng@xyzq.com.cn  
S0190517050001

陈晨

chenchen90@xyzq.com.cn  
S0190518070006

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3208	3804	4870	5986
同比增长	11.0%	18.6%	28.0%	22.9%
净利润(百万元)	362	436	556	677
同比增长	20.1%	20.3%	27.5%	21.8%
毛利率	36.8%	36.9%	37.2%	37.5%
净利润率	11.3%	11.5%	11.4%	11.3%
净资产收益率(%)	14.2%	15.0%	16.4%	17.0%
每股收益(元)	0.90	1.08	1.38	1.68
每股经营现金流(元)	0.68	1.36	1.15	1.46

## 投资要点

**事件：**公司披露 2019 年业绩快报，报告期内，公司实现营业收入 38.04 亿元，比上年同期增长 18.57%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.36 亿元，比上年同期增长 20.30%。

## 点评：

- **收入稳健增长，盈利能力持续攀升。**公司 2019 年实现营业收入 38.04 亿元，同比增长 18.57%，其中 Q4 单季度实现营业收入 11.28 亿元，同比增长 21.29%，单季度收入增速自 2018Q3 开始持续回升后维持高位；Q4 单季度实现归属净利润 1.32 亿元，同比增长 38.95%。

2019 年公司营业利润率达到 13.38%，归母净利润率达到 11.43%，同比分别提高 0.36、0.08 个百分点，达到历史最好水平。我们认为盈利能力的提升，一是来自于工程业务规模效应的体现，二是来自公司产品结构进一步优化，大规格产品及新产品市场拓展卓有成效。

预计后续随工程业务规模继续扩大，以及公司产品结构的持续优化，盈利能力的提升仍将有一定持续性。

- **藤县基地投产，大幅提高市场竞争力。**2019 年底，公司广西藤县生产基地 2 条生产线点火，目前已顺利投产。2020 年一季度，藤县基地 4 条产线预计将陆续点火投产，增加产能 2500 万方左右。公司原有基地产能 5000 万方左右，此次新增产能比例达到 50%，有望提高规模效应，大幅提高市场竞争力，为公司的持续发展提供动能。

**投资建议：**我们调整盈利预测，预计 2019-2021 年公司归母净利润为 4.36 亿元、5.56 亿元和 6.77 亿元，2 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 18.4、14.4、11.9 倍，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，渠道拓展不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

公司披露 2019 年业绩快报, 报告期内, 公司实现营业收入 38.04 亿元, 比上年同期增长 18.57%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.36 亿元, 比上年同期增长 20.30%。

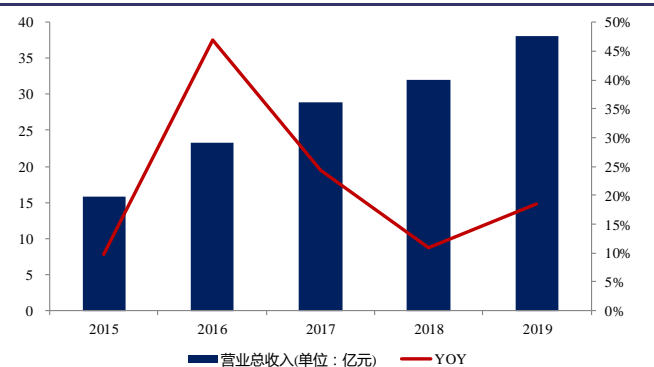
点评

- **收入稳健增长, 盈利能力持续攀升。**公司 2019 年实现营业收入 38.04 亿元, 同比增长 18.57%, 其中 Q4 单季度实现营业收入 11.28 亿元, 同比增长 21.29%, 单季度收入增速自 2018Q3 开始持续回升后维持高位; Q4 单季度实现归属净利润 1.32 亿元, 同比增长 38.95%。

2019 年公司零售端业务加大品牌建设投入, 持续推行渠道下沉战略, 加大全国县级市场的布局, 我们预计全年增速 10% 左右; 房地产战略业务主动拓展, 且受益于地产精装修趋势, 我们预计全年增速 30% 左右, 较上半年有所加速。

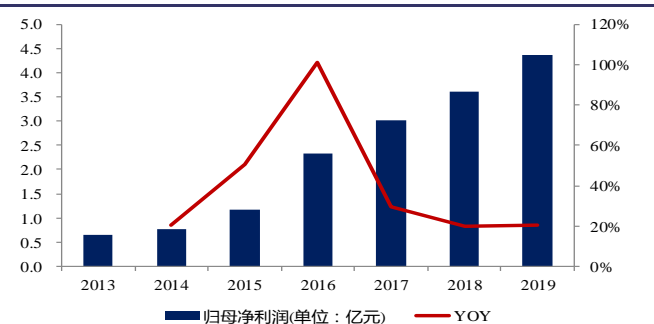
公司目前参与精装修样板房建设的个数可观, 预计将为后续工程业务收入增长带来有力保障, 同时, 考虑到向乡镇级的渠道拓展仍有较大空间, 零售业务预计将保持良好势头。

图表 1、公司历年收入及增速 (单位: 亿元)



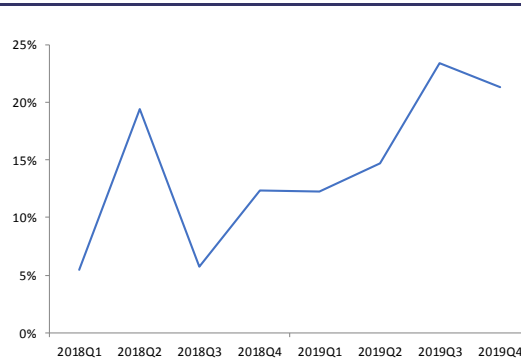
数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、公司历年归属净利润及增速



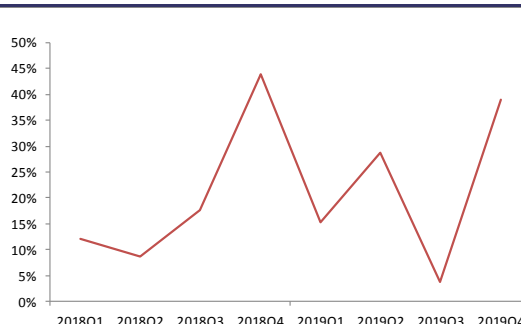
数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、公司单季度收入增速



数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、公司单季度归属净利润增速

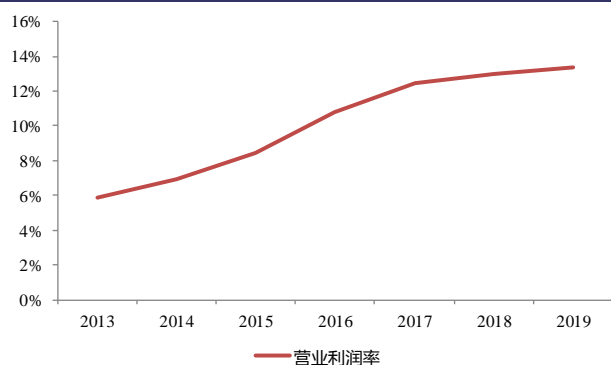


数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

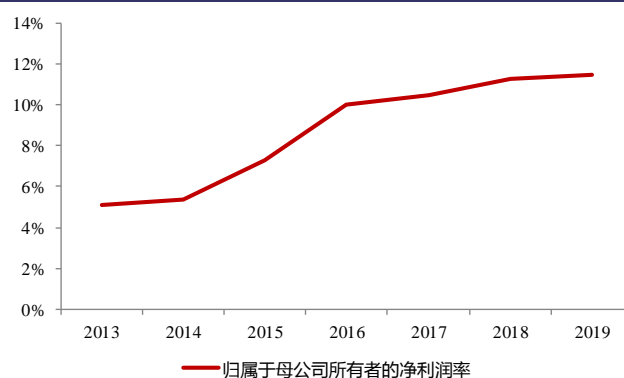
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2019 年公司营业利润率达到 13.38%，归母净利润率达到 11.43%，同比分别提高 0.36、0.08 个百分点，达到历史最好水平。我们认为盈利能力的提升，一是来自于工程业务规模效应的体现，二是来自公司产品结构进一步优化，大规格产品及新产品市场拓展卓有成效。

预计后续随工程业务规模继续扩大，以及公司产品结构的持续优化，盈利能力的提升仍将有一定持续性。

**图表 5、公司历年营业利润率水平**


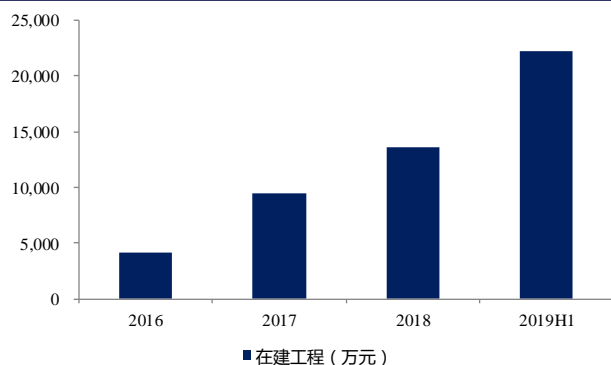
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 6、公司历年归母净利率水平**


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- **藤县基地投产，大幅提高市场竞争力。**2019 年底，公司广西藤县生产基地 2 条生产线点火，目前已顺利投产。2020 年一季度，藤县基地 4 条产线预计将陆续点火投产，增加产能 2500 万方左右。公司原有基地产能 5000 万方左右，此次新增产能比例达到 50%，有望提高规模效应，大幅提高市场竞争力。

公司广西藤县生产基地计划投资 20 亿元，建设产能规模近 8000 万方，预计将于 2021 年底全部投产。藤县生产基地原材料成本及物流优势明显，且招商招商政策优惠，公司可享受部分所得税减免，我们认为随着项目的陆续达产，将为公司的持续发展提供动能。

**图表 7、公司历年在建工程**


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 8、公司历年产能**


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资建议

公司在景气低迷时期，经销渠道凭借渠道升级、深化布局以及加大营销力度等措施，实现远高于行业的增速。工程渠道于 19 年发力，有望持续贡献明显业绩增量。

同时，公司利用上市优势，有序扩张产能。藤县生产基地投产后，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。

公司品牌定位高举高打，倡导绿色智能，有望明显受益精装房比例提升，以及竣工回暖。我们调整盈利预测，预计 2019-2021 年公司归母净利润为 4.36 亿元、5.56 亿元和 6.77 亿元，2 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 18.4、14.4、11.9 倍，维持“审慎增持”评级。

## 风险提示

下游需求不及预期，渠道拓展不及预期。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3611	3974	4812	5794
现金	1477	1775	2025	2377
应收账款	556	630	819	1006
其他应收款	168	109	156	205
预付账款	8	8	10	13
存货	890	1012	1287	1587
其他流动资产	513	440	515	605
<b>非流动资产</b>	752	794	822	819
长期投资	0	0	0	0
固定资产	427	525	573	580
无形资产	92	85	79	73
其他非流动资产	233	183	170	166
<b>资产总计</b>	4363	4768	5634	6613
<b>流动负债</b>	1707	1730	2080	2445
短期借款	207	178	177	182
应付账款	610	774	980	1190
其他流动负债	890	779	923	1073
<b>非流动负债</b>	106	135	161	190
长期借款	100	124	151	181
其他非流动负债	6	11	10	9
<b>负债合计</b>	1814	1865	2241	2635
少数股东权益	0	0	0	0
股本	237	402	402	402
资本公积	1340	1174	1174	1174
留存收益	973	1326	1817	2401
归属母公司股东权益	2549	2903	3394	3978
<b>负债和股东权益</b>	4363	4768	5634	6613

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	275	549	462	589
净利润	362	436	556	677
折旧摊销	70	99	132	162
财务费用	12	16	22	30
投资损失	0	-6	0	0
营运资金变动	-191	-3	-275	-299
其他经营现金流	22	7	27	19
<b>投资活动现金流</b>	-429	-135	-151	-151

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3208	3804	4870	5986
营业成本	2029	2401	3056	3742
营业税金及附加	27	32	40	50
营业费用	456	552	739	918
管理费用	157	186	236	287
财务费用	12	16	22	30
资产减值损失	34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	6	0	0
<b>营业利润</b>	418	509	649	791
营业外收入	7	3	3	3
营业外支出	5	4	4	4
<b>利润总额</b>	420	509	648	790
所得税	57	73	93	113
<b>净利润</b>	362	436	556	677
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	362	436	556	677
EBITDA	500	625	803	983
EPS(元)	1.53	1.08	1.38	1.68

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.0%	18.6%	28.0%	22.9%
营业利润	16.0%	21.9%	27.4%	21.8%
归属母公司净利润	20.1%	20.3%	27.5%	21.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	36.8%	36.9%	37.2%	37.5%
净利率(%)	11.3%	11.5%	11.4%	11.3%
ROE(%)	14.2%	15.0%	16.4%	17.0%
ROIC(%)	26.9%	31.3%	33.6%	35.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.6%	39.1%	39.8%	39.8%
净负债比率(%)	19.41%	17.99%	16.11%	15.14%
流动比率	2.12	2.30	2.31	2.37
速动比率	1.59	1.70	1.68	1.71
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.81	0.83	0.94	0.98

资本支出	202	144	151	150	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	232	-3	-0	0	应付账款周转率	3.20	3.47	3.49	3.45
其他投资现金流	4	6	-0	-0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>136</b>	<b>-115</b>	<b>-61</b>	<b>-85</b>	每股收益(最新摊薄)	0.90	1.08	1.38	1.68
短期借款	95	-29	-1	6	每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	1.36	1.15	1.46
长期借款	55	24	27	31	每股净资产(最新摊薄)	6.34	7.22	8.44	9.89
普通股增加	79	166	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-79	-166	0	0	P/E	22.14	18.41	14.44	11.85
其他筹资现金流	-14	-110	-87	-121	P/B	3.15	2.76	2.36	2.02
<b>现金净增加额</b>	<b>-18</b>	<b>299</b>	<b>249</b>	<b>353</b>	EV/EBITDA	14	11	9	7

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn