

公司研究/季报点评

2019年10月26日

建材/陶瓷 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 15.24
合理价格区间(元): 16.96~19.08

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

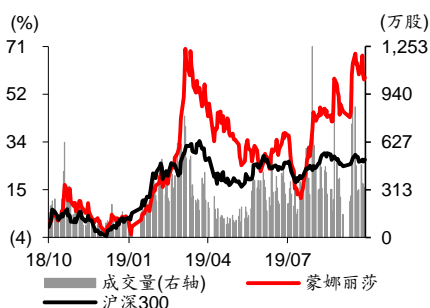
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

相关研究

- 1 《蒙娜丽莎(002918 SZ,买入): 创新优势彰显, 盈利能力再创新高》2019.08
- 2 《蒙娜丽莎(002918,买入): 扣非业绩增长20%, 经营现金流大幅改善》2019.04
- 3 《蒙娜丽莎(002918,买入): C 端增长超预期, 当前估值优势显著》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q3 收入增长提速, 现金流大幅增加

蒙娜丽莎(002918)

费用增长影响 Q3 业绩, 现金流亮点突出

公司 19 年前三季度累计实现营收 26.8 亿元, YoY+17.4%; 累计归母净利润 3.0 亿元, YoY+13.5%; 累计扣非归母净利 2.7 亿元, YoY+14.9%, 净利润增速略低于市场预期, 系销售管理费用增长较多, 预计主要是 B 端发货及 C 端渠道费用增加。前三季度经营现金净流入 8.6 亿元, YoY+839.8%, 大幅好于预期, 系加快回款并加大上游票据结算。目前公司广西藤县基地正稳步推进, 2020 年投产后将推动公司加快发展, 小幅调整 19-21 年 EPS 至 1.06/1.42/1.75 元 (调整前 1.14/1.48/1.89 元), 维持“买入”评级。

单季营收增长提速, 销售/管理费用增长绸缪 2020 年

公司 19Q3 单季度实现营收 10.7 亿元, YoY+23.4%, 明显快于 Q1/Q2 同比增速 12.3%/14.7%, 收入增长继续提速。19Q3 单季度实现归母净利润 1.4 亿元, YoY+3.3%, 慢于前两个季度的两位数增长, 主要是当季销售费用和管理费用 (不含研发) 大幅增长 41%、34%, 我们推测主要是 B 端供货增加和 C 端新增门店费用较多。根据公司规划, 藤县基地四条产线将于明年年初正式投产, 增加自有产能约 50%, 今年 B 端和 C 端提前布局增加短期费用, 但有助于明年消化新增产能和驱动收入增长。

创新优势不断体现, 盈利能力持续提升

公司前三季度综合毛利率 36.7%, 较 19H1 的 36.1% 继续提升 0.6pct; 净利率 11.4%, 较 19H1 的 10.3% 继续提升 1.1pct, 我们推测仍主要受陶瓷大板等创新产品的推动。公司继续大力推进研发, 保持公司技术创新优势及对盈利能力的支撑, 今年前三季度累计支出研发费用 1.0 亿元, 占收入比重 3.9%, 较 19H1 高 0.1pct, 与去年同期持平。

产业链地位进一步提升, 经营现金流大幅改善

公司前三季度收现比 107.8%, 较 19H1 (107.4%) 及去年同期 (106.8%) 均小幅提升; 付现比 84.4%, 较 19H1 (97.5%) 及去年同期 (112.2%) 均有较大幅度下降, 收付现比差值扩大体现公司上市后产业链话语权得到提升。公司前三季度经营现金净流入 8.6 亿元, 同比大幅增加流入 7.7 亿元。期末资产负债率 45%, 较 19H1 小幅提升 1.2pct, 公司 Q3 偿还短期借款 2 亿元导致带息债务余额由今年 6 月末的 4 亿元降至 2 亿元。

看好公司未来三年业绩弹性, 维持“买入”评级

公司坚持 B 端 C 端双轮驱动战略, 创新优势大, 中长期成长逻辑主要来自市占率的提升与维持高盈利能力, 即 C 端产品结构优化升级与 B 端规模成本下降。由于 19 年投产渠道费用仍然较多, B 端放量将主要体现在 2020 年, 我们小幅下调公司 19-21 年归母净利润至 4.2/5.7/7.0 (调整前 4.6/6.0/7.6 亿元)。随着地产竣工数据好转并有望延续, 当前可比公司对应 19 年平均 18xPE, 且考虑公司 20-21 年较高业绩增长, 我们认可给予公司 19 年 16-18xPE, 对应目标价 16.96-19.08 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场需求下降及竞争加剧风险, 藤县项目未能及时投产等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	402.19
流通 A 股 (百万股)	135.32
52 周内股价区间 (元)	10.69-28.23
总市值 (百万元)	6,129
总资产 (百万元)	5,047
每股净资产 (元)	6.90

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,890	3,208	3,822	5,294	6,393
+/-%	24.33	11.02	19.13	38.51	20.76
归属母公司净利润 (百万元)	301.72	362.38	424.64	571.76	703.68
+/-%	29.50	20.11	17.18	34.65	23.07
EPS (元, 最新摊薄)	0.75	0.90	1.06	1.42	1.75
PE (倍)	20.31	16.91	14.43	10.72	8.71

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

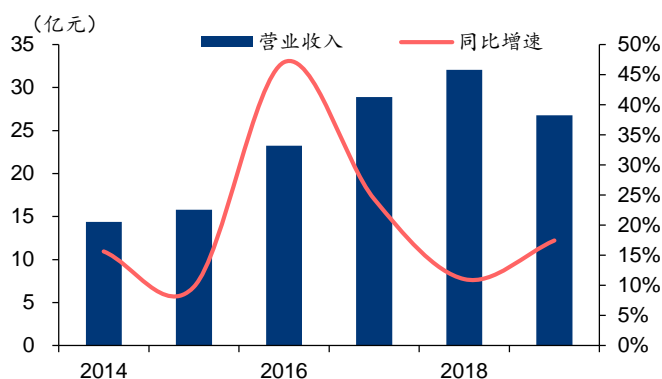
公司近期经营一览

图表1: 可比公司估值表 (2019/10/25)

股票简称	股票代码	股价(元/股)	市值(亿元)	EPS (元)			PE (X)			19E PB	来源
				18A	19E	20E	18A	19E	20E		
帝欧家居	002798.SZ	20.19	77.72	0.99	1.37	1.76	20.42	14.70	11.48	1.97	Wind 一致
海鸥住工	002084.SZ	6.14	31.09	0.08	0.23	0.28	74.12	26.51	21.98	1.79	Wind 一致
惠达卫浴	603385.SH	9.62	35.54	0.65	0.77	0.92	14.88	12.44	10.41	1.06	Wind 一致
平均值							36.47	17.88	14.62	1.61	
蒙娜丽莎	002918.SZ	15.24	61.29	0.90	1.06	1.42	16.91	14.43	10.72	2.06	华泰预测

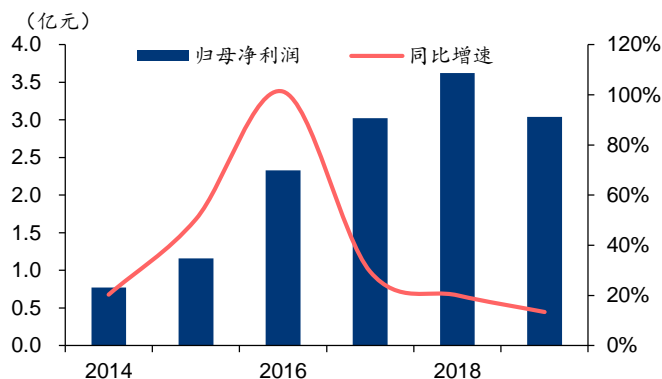
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 公司营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

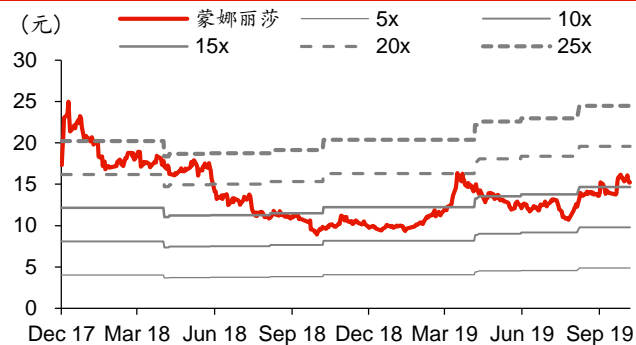
图表3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

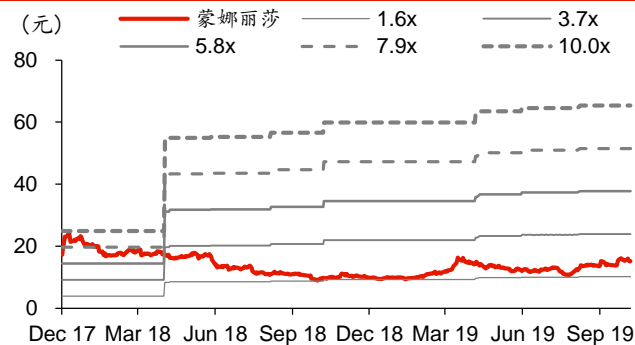
PE/PB - Bands

图表4: 蒙娜丽莎历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 蒙娜丽莎历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,914	3,611	3,771	4,753	5,799
现金	1,493	1,477	1,490	1,639	1,825
应收账款	476.91	555.75	659.49	922.90	1,117
其他应收账款	18.10	168.14	200.31	277.44	335.05
预付账款	3.84	8.28	9.81	13.64	16.63
存货	711.77	889.61	1,039	1,404	1,659
其他流动资产	210.41	512.84	372.31	495.31	846.61
非流动资产	624.55	751.75	1,138	1,362	1,437
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	369.19	426.64	649.47	893.41	1,070
无形资产	93.46	91.67	89.98	88.36	86.83
其他非流动资产	161.90	233.44	398.98	380.06	280.30
资产总计	3,538	4,363	4,909	6,114	7,236
流动负债	1,263	1,707	1,943	2,663	3,222
短期借款	111.70	207.10	114.66	158.82	191.79
应付账款	657.70	609.97	790.50	1,099	1,340
其他流动负债	493.67	890.30	1,038	1,405	1,690
非流动负债	57.58	106.29	75.09	85.70	75.34
长期借款	45.00	100.00	68.80	79.41	69.05
其他非流动负债	12.58	6.29	6.29	6.29	6.29
负债合计	1,321	1,814	2,018	2,748	3,297
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	157.72	236.58	402.19	402.19	402.19
资本公积	1,418	1,340	1,340	1,340	1,340
留存公积	640.75	972.54	1,149	1,624	2,197
归属母公司股东权益	2,218	2,549	2,891	3,366	3,939
负债和股东权益	3,538	4,363	4,909	6,114	7,236

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	370.22	275.35	515.64	556.07	775.50
净利润	301.72	362.38	424.64	571.76	703.68
折旧摊销	71.04	70.22	82.94	105.18	127.36
财务费用	19.92	11.56	9.83	4.52	4.15
投资损失	(1.05)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(43.13)	(198.24)	(7.24)	(135.81)	(61.94)
其他经营现金	21.72	29.43	5.48	10.43	2.24
投资活动现金	(183.93)	(429.42)	(469.61)	(328.59)	(202.75)
资本支出	198.39	201.87	458.65	317.64	191.79
长期投资	(8.40)	232.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(6.07)	(4.45)	10.96	10.96	10.96
筹资活动现金	1,021	136.03	(32.55)	(78.57)	(387.08)
短期借款	(112.14)	95.40	(92.44)	44.15	32.98
长期借款	(20.00)	55.00	(31.20)	10.61	(10.36)
普通股增加	39.43	78.86	165.61	0.00	0.00
资本公积增加	1,085	(78.86)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	29.05	(14.37)	(74.52)	(133.33)	(409.69)
现金净增加额	1,207	(18.03)	13.48	148.92	185.67

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,890	3,208	3,822	5,294	6,393
营业成本	1,849	2,029	2,404	3,344	4,076
营业税金及附加	29.92	26.58	31.72	43.94	53.06
营业费用	395.88	456.34	558.03	783.50	895.04
管理费用	239.60	275.93	336.35	460.57	549.81
财务费用	19.92	11.56	9.83	4.52	4.15
资产减值损失	22.13	33.59	35.93	41.29	46.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	360.16	417.78	489.73	660.01	812.70
营业外收入	2.04	6.90	6.90	6.90	6.90
营业外支出	8.28	5.15	5.15	5.15	5.15
利润总额	353.92	419.53	491.48	661.76	814.45
所得税	52.20	57.15	66.84	90.00	110.77
净利润	301.72	362.38	424.64	571.76	703.68
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	301.72	362.38	424.64	571.76	703.68
EBITDA	446.62	488.41	571.71	764.28	943.53
EPS (元, 基本)	0.75	0.90	1.06	1.42	1.75

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	24.33	11.02	19.13	38.51	20.76
营业利润	43.95	16.00	17.22	34.77	23.13
归属母公司净利润	29.50	20.11	17.18	34.65	23.07
获利能力 (%)					
毛利率	36.03	36.77	37.09	36.83	36.24
净利率	10.44	11.29	11.11	10.80	11.01
ROE	20.05	15.20	15.61	18.28	19.27
ROIC	39.05	32.18	28.66	32.22	32.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.32	41.57	41.11	44.95	45.57
净负债比率 (%)	12.62	19.41	11.32	10.30	9.28
流动比率	2.31	2.12	1.94	1.78	1.80
速动比率	1.74	1.59	1.41	1.26	1.29
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.81	0.82	0.96	0.96
应收账款周转率	7.18	6.21	6.29	6.69	6.27
应付账款周转率	3.24	3.20	3.43	3.54	3.34
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.90	1.06	1.42	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.68	1.28	1.38	1.93
每股净资产(最新摊薄)	5.51	6.34	7.19	8.37	9.79
估值比率					
PE (倍)	20.31	16.91	14.43	10.72	8.71
PB (倍)	2.76	2.40	2.12	1.82	1.56
EV_EBITDA (倍)	9.68	8.85	7.56	5.65	4.58

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com