

公司研究/深度研究

2020年02月23日

建材/陶瓷 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 19.95
合理价格区间(元): 25.56~28.40

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

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

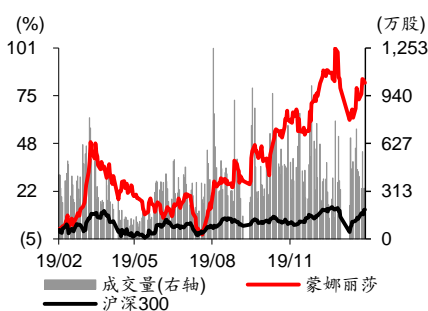
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

相关研究

- 1《蒙娜丽莎(002918 SZ,买入): Q3 收入增长提速, 现金流大幅增加》2019.10
- 2《蒙娜丽莎(002918 SZ,买入): 创新优势彰显, 盈利能力再创新高》2019.08
- 3《蒙娜丽莎(002918,买入): 扣非业绩增长20%, 经营现金大幅改善》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	403.30
流通 A 股 (百万股)	136.43
52 周内股价区间 (元)	10.69-28.23
总市值 (百万元)	8,046
总资产 (百万元)	5,047
每股净资产 (元)	6.88

资料来源: 公司公告

跨越式发展元年,百年瓷企扬帆起航

蒙娜丽莎(002918)

B 端 C 端完成深度布局, 2020 年开启跨越式发展

公司 B 端 C 端双轮驱动战略效果显现, 19 年预计实现收入 38 亿元, yoy+19%, 实现归母净利 4.4 亿元, yoy+20%, 近三年净利润 CAGR+23%。目前公司签约地产战略客户 70 余家, 头部地产客户较为集中, 藤县基地一期 4 条产线建成陆续点火, B 端有望开启快速增长。公司陶瓷大板技术与市场领先同行, 19H1 陶瓷板收入增长 50%, 占全部收入比重升至 10%, 毛利率 52%, 成为公司新增长点。公司公告 19 年 EPS 1.08 元, 我们预测 20-21 年 EPS 为 1.42/1.82 元, 维持“买入”评级。

B 端精装修远期市场 500 亿, 国内龙头市占率低于海外

我们从头部地产企业瓷砖集采规模与精装房施工两个维度测算, 预计当前瓷砖精装修市场约 150 亿元。中长期来看, 若精装修比例由目前的 32% 提升至 50%/100%, 我们估算瓷砖精装修市场有望达到 250/500 亿元。目前国内瓷砖龙头马可波罗市占率仅 3%, 显著低于海外 10% 以上的市占率水平, 我们预计未来几年 B 端工程业务将推动头部瓷砖企业市占率快速提升。近两年瓷砖企业每年关闭逾百家, 新冠疫情或从招工、需求等角度加快行业供给出清, 2020 年规模以上瓷砖企业或缩减至 1000 家以内。

藤县基地陆续点火, 自产能力得到大幅扩充

奥维云网与优采平台 2019 年数据显示, 蒙娜丽莎 B 端份额为 14%/17%, 低于马可波罗的 22%/20%, 但高于欧神诺的 11%/14%, 显示公司较强的 B 端竞争力与品牌力。藤县基地合计 11 条产线 8822 万平设计产能, 目前一期四条产线已建完 (其中一条投产), 预计新增产能 2000-2500 万平, 占当前自有产能的 40%-50%; 剩余七条产线将于 2021-2022 年陆续投产, 年新增产能超过 3000 万平, 将大幅增加公司自产能力。

C 端渠道下沉仍有翻倍空间, 石材替代市场发展可期

与马可波罗相比, 蒙娜丽莎品牌卖场的经销门店占比接近, 均在 12-13% 左右, 但蒙娜丽莎经销门店总数 3000 家, 相比马可波罗 8000 家仍有翻倍差距, 渠道下沉仍有较大挖掘空间。公司引领陶瓷薄板-大板-岩板的研发路线和市场风潮, 2019 年在技术标准和 3600×1600mm 超大规格产品上实现突破。目前我国石材行业年收入与建筑陶瓷行业相当, 但行业利润率 8-9% 高于后者, 陶瓷板若能实现 10% 替代将新增 300 亿元市场。

20-21 年归母净利年均增速 30%, 维持“买入”评级

我们预计公司 20-21 年收入 52/65 亿元, yoy+37%/25%; 归母净利润 5.7/7.3 亿元, yoy+31%/28%。截至 2 月 21 日收盘, 公司 20 年 PE 与可比上市公司平均 PE 均为 14 倍, 由于: 1) 行业竣工将延续改善; 2) 疫情将加快行业供给出清; 3) 公司 19 年净利率 11.5%, 同比提升 0.2pct 好于预期; 4) 公司 20 年 B 端业务将实现跨越式发展, 因此我们认可给予公司 20 年 18-20xPE, 目标价 25.56-28.40 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 藤县投产迟滞或效果不及预期, 行业竞争加剧导致盈利能力下降, “煤改气”导致能源成本上升。

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	3,802	5,206	6,511
+/-%	24.33	11.02	18.50	36.94	25.05
归属母公司净利润 (百万元)	301.72	362.38	436.07	572.08	732.77
+/-%	29.50	20.11	20.33	31.19	28.09
EPS (元, 最新摊薄)	0.75	0.90	1.08	1.42	1.82
PE (倍)	26.59	22.14	18.40	14.03	10.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

19 年收入再提速，20 年开启跨越发展	4
B 端远期市场 500 亿，藤县投产提升市占率	5
当前瓷砖精装修市场约 150 亿	5
远期瓷砖精装修市场达 500 亿元	6
市占率仍低，B 端有望加速集中度提升	7
藤县基地启动点火，疫情或加速行业出清	8
渠道下沉大有可为，石材替代市场广阔	10
投入加快，C 端门店仍有较大增长空间	10
石材替代：试水 3000 亿元市场新空间	11
创新驱动，陶瓷大板发展可期	13
盈利与估值建议	15
关键假设	15
盈利预测和投资建议	16
风险提示	17
PE/PB - Bands	17

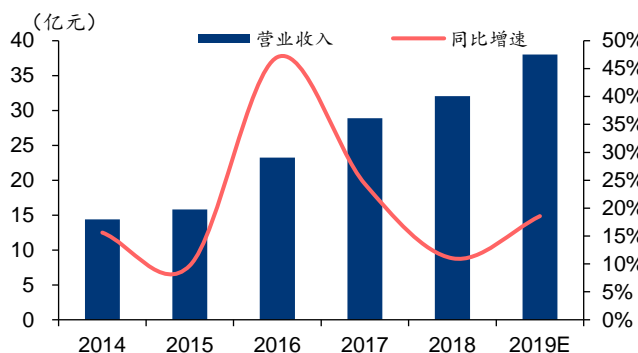
图表目录

图表 1: 蒙娜丽莎营业收入及同比增速	4
图表 2: 蒙娜丽莎归母净利润及同比增速	4
图表 3: 蒙娜丽莎营业利润率与净利率	4
图表 4: 2019 年前十地产销售额企业及全装修率	5
图表 5: 建筑陶瓷企业单平米价格走势 (单位: 元/m ²)	5
图表 6: 全国重点百城精装房开盘套数及占比	6
图表 7: 全国重点 50 城新开盘全装修房建筑面积及占比	6
图表 8: 中国拟在建住宅项目装修类型结构	6
图表 9: 规模以上建筑陶瓷企业收入及同比增速	7
图表 10: 2018 年不同国家建筑陶瓷市占率估算	7
图表 11: 房地产行业市场集中度 (销售金额)	8
图表 12: 房地产行业市场集中度 (销售面积)	8
图表 13: 主要瓷砖企业情况与资本动作	8
图表 14: 近三年新开盘精装修房瓷砖企业份额	9
图表 15: 2019 年度重点建筑陶瓷品牌首选率	9
图表 16: 蒙娜丽莎 B 端与 C 端收入占比	9
图表 17: 蒙娜丽莎藤县基地自动化绿色生产线	9
图表 18: 主要建筑陶瓷企业不同销售渠道占比	10
图表 19: 2019 年瓷砖企业品牌卖场经销商门店占比	10
图表 20: 蒙娜丽莎 2019 年不同区域经销商占比	10
图表 21: 蒙娜丽莎广告费用与展厅装修费用占比	11
图表 22: 大理石板材产量及同比增速	11
图表 23: 花岗石板材产量及同比增速	11
图表 24: 规模以上石材企业营业收入及同比增速	12
图表 25: 规模以上石材企业利润总额及同比增速	12
图表 26: 规模以上石材企业与建筑陶瓷企业利润率比较	12
图表 27: 蒙娜丽莎单位瓷砖生产成本构成	13
图表 28: 万里石单位石材生产成本构成	13
图表 29: 国内陶瓷大板发展历程	13
图表 30: 蒙娜丽莎陶瓷板收入及同比增速	14
图表 31: 蒙娜丽莎陶瓷板毛利率与综合毛利率	14
图表 32: 绿屋建科营业收入增长	14
图表 33: 蒙娜丽莎超时代岩板面世	14
图表 34: 分部营收及毛利率预测	15
图表 35: 可比公司估值表 (2020/2/21)	16
图表 36: 蒙娜丽莎历史 PE-Bands	17
图表 37: 蒙娜丽莎历史 PB-Bands	17

19年收入再提速，20年开启跨越发展

B端C端双轮驱动战略显成效，近三年净利润CAGR+23%。根据公司业绩快报披露，2019年蒙娜丽莎实现营业总收入38亿元，同比增长18.57%，较2018年增速11.02%有所加快；实现归母净利润4.36亿元，同比增长20.30%，与2018年增速20.11%基本相当，公司2017年12月IPO以来，2017-2019年归母净利润实现连续三年20%以上增长。公司2019年净利润增长主要来自：(1) C端加大品牌建设投入和渠道下沉，县级市场取得成效；(2) B端受益精装修趋势，规模效应体现；(3) 产品结构持续优化，大板及薄板产品畅销。

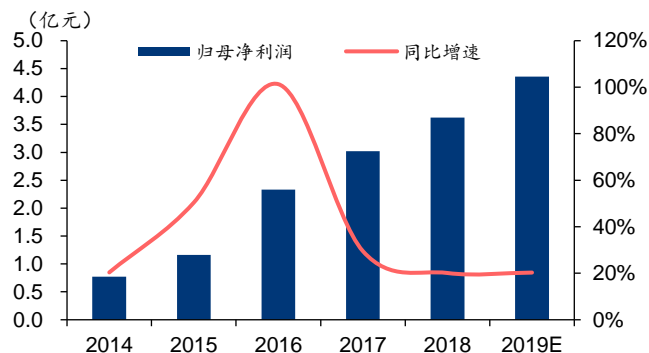
图表1：蒙娜丽莎营业收入及同比增速



注：公司已披露2019年业绩快报但未披露年报，因此以2019E列示，后同。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

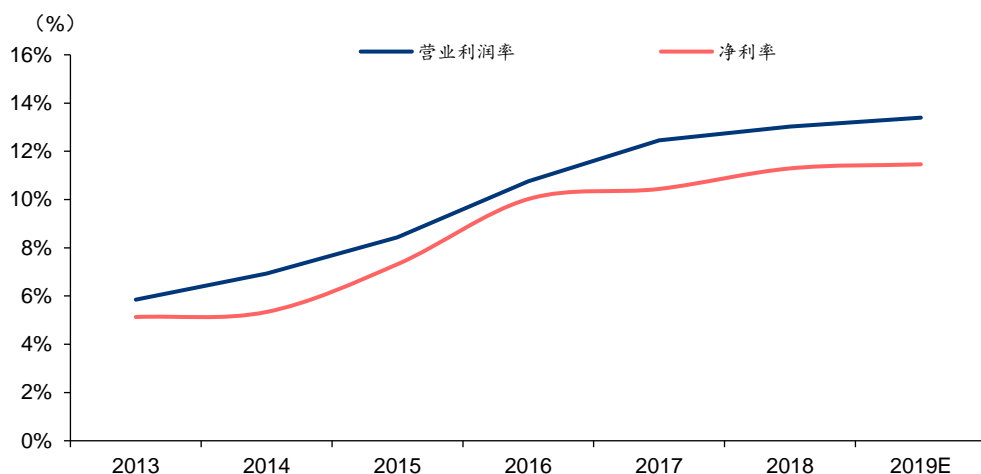
图表2：蒙娜丽莎归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

价值创新战略驱动，盈利能力持续提升。根据公司业绩快报披露，2019年蒙娜丽莎实现营业利润5.10亿元，同比增长21.97%，营业利润率13.39%，较2018年提升0.37pct；实现净利率11.46%，较2018年提升0.17pct。2014年以来，公司营业利润率和净利率持续提升，我们认为主要得益于公司的价值创新战略。公司持续加大对陶瓷薄板、大板和岩板的研发与生产力度，使得公司占据大规格瓷砖、瓷板领先地位，19H1陶瓷板实现收入1.6亿元，占全部收入的10.2%，同比提升2.4pct；毛利率为52.4%，同比提升3.0pct。未来随着高层幕墙、装配式建筑、岩板家居、全屋定制等市场的成熟和推广，我们预期公司大规格产品仍将维持较快增长。

图表3：蒙娜丽莎营业利润率与净利率

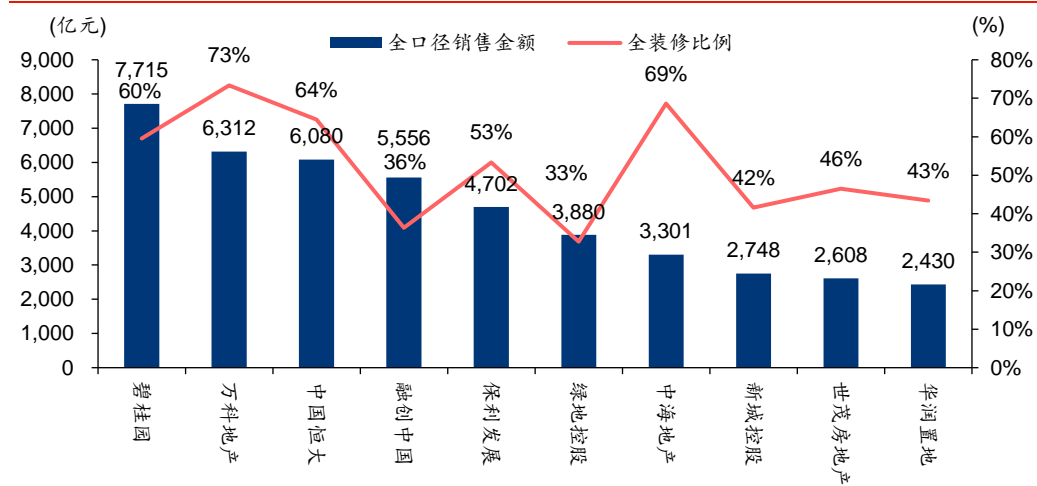


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

B端远期市场500亿，藤县投产提升市占率 当前瓷砖精装修市场约150亿

地产龙头精装修比例高，瓷砖集采规模大。根据克而瑞数据统计，2019年全口径销售金额前十的地产企业累计销售4.5万亿元，占前200名地产企业合计值的35%。根据优采大数据的统计，2019年百强房企全装修建筑户数283万套，同比增长18%，全装修建面比例48%。前十销售额地产企业全装修比例差异较大，其中万科、中海、恒大、碧桂园、保利的全装修比例均高于50%。尽管全装修较精装修的装修标准要低，但瓷砖作为硬装基础材料之一，全装修比例更高的地产企业在瓷砖集采规模总体也应更高。根据调研数据，2018-2019年碧桂园瓷砖集采规模在30-40亿元，万科、恒大均10-20亿元，保利、中海各约10亿元，其余地产企业集采比例较低，合计瓷砖集采规模在百亿元以上。

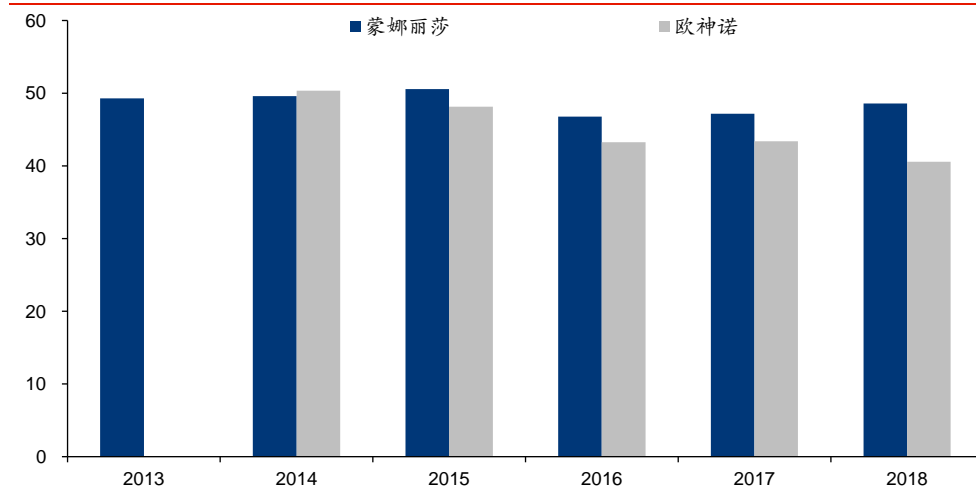
图表4：2019年前十地产销售额企业及全装修率



资料来源：克而瑞、优采大数据、华泰证券研究所

从精装修施工角度测算，瓷砖精装修市场或达150亿元。我们根据蒙娜丽莎和欧神诺2013-2018年的销量、收入数据，测算瓷砖单价约50元/平方米（暂不考虑B端与C端价格差异）。若每套精装房按100平方米建筑面积（一般墙地砖合计铺贴面积约等于建筑面积），那么一套精装房瓷砖采购成本在5000元左右。根据奥维云网的统计，2018/2019年精装房开盘数为253/319万套，我们估算瓷砖精装修市场规模分别为130/150亿元。

图表5：建筑陶瓷企业单平米价格走势（单位：元/m²）

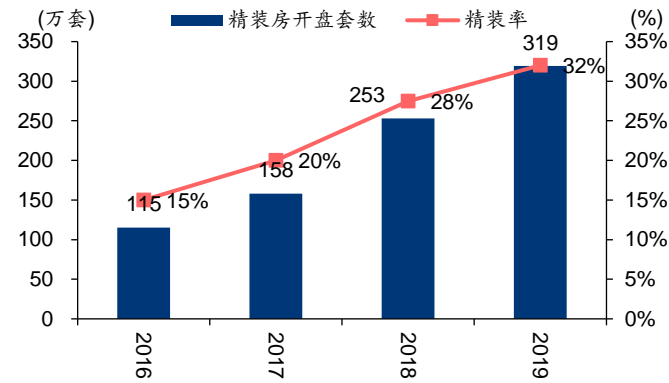


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

远期瓷砖精装修市场达 500 亿元

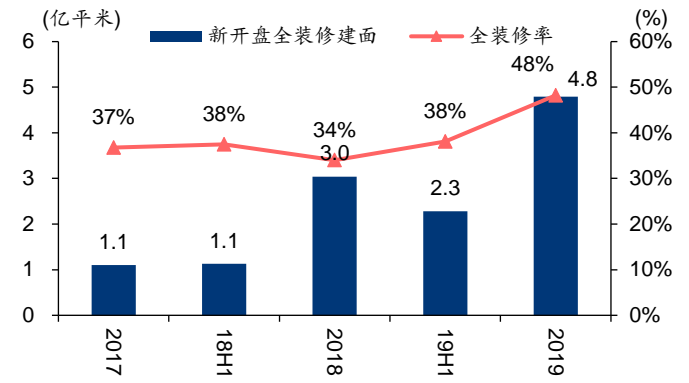
目前精装修比例 30%+, 未来两年预计持续提升。根据奥维云网对全国重点百城新开楼盘的统计, 2019 年精装房开盘 319 万套, 同比增长 26%, 精装修率约 32%, 提前完成国家政策要求的 2020 年 30% 比例。根据优采大数据对全国重点 50 城百强地产商新开盘的统计, 2019 年全装修套数 283 万套, 同比增长 18%; 全装修建筑面积 4.8 亿平, 同比增长 32%, 按面积测算的全装修比例为 48%。

图表6: 全国重点百城精装房开盘套数及占比



资料来源: 奥维云网, 华泰证券研究所

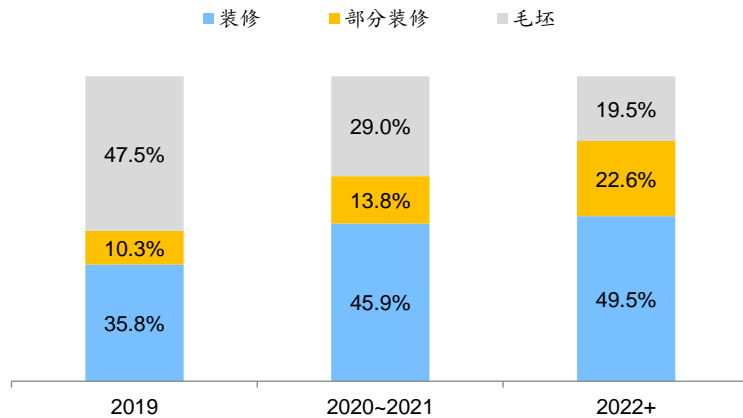
图表7: 全国重点 50 城新开盘全装修房建筑面积及占比



资料来源: 优采大数据, 华泰证券研究所

奥维云网数据显示, 截至 2019 年 7 月末, 中国拟在建市场住宅工程项目累计 4.42 万个, 处于前期开发阶段 (项目立项+设计阶段) 的项目占比 50%, 以华东区域项目最多。未来几年, 预计受政策与市场的双重推动, 精装修比例还将进一步提升, 2022 年的装修份额有望达到 50% 左右。

图表8: 中国拟在建住宅项目装修类型结构



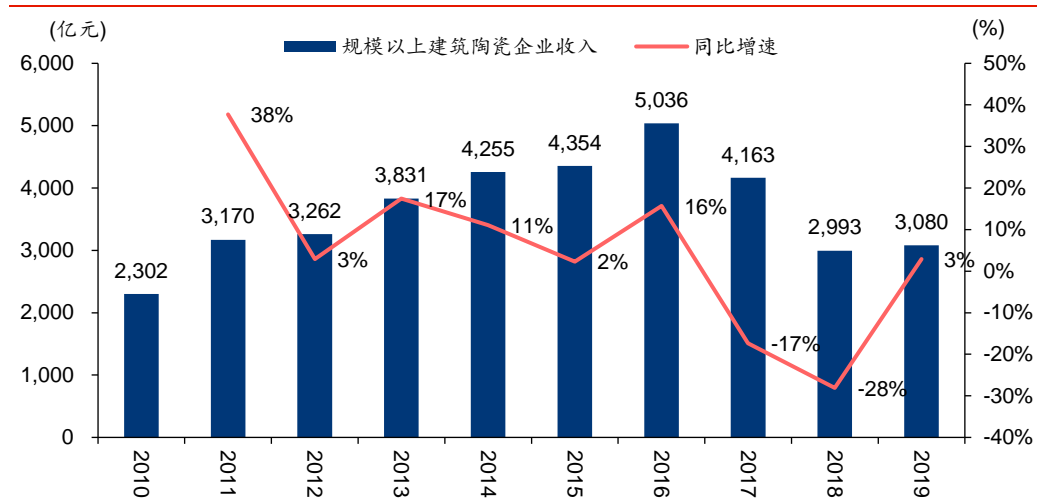
资料来源: 奥维云网、华泰证券研究所

若精装率达到 100%, 我们测算瓷砖精装修市场远期或达 500 亿元。由于精装修建筑面积的统计存在一定差异, 而奥维云网与优采大数据 2019 年精装修/全装修楼盘均在 300 万套左右, 我们简单根据精装房套数和精装修率 32% 测算, 目前全国每年新开楼盘在 1000 万套左右。若精装修率在 2022 年达到 50%, 那么瓷砖精装修市场规模将达 250 亿元; 若远期全部实现精装修, 即精装率达到 100%, 那么瓷砖精装修市场规模将达 500 亿元。

此外, 我们从规模以上建筑陶瓷企业生产的角度提供另一种测算。根据工信部和中陶家居网数据统计, 2018/2019 年规模以上建筑陶瓷企业收入 2993/3080 亿元, 相比 2014-2017 年行业百亿平产量、4000 亿元以上收入有所下降, 但基本稳定在 3000 亿元左右。我们调

了解到，非上市瓷砖企业绝大多数以零售业务为主，不愿因做大B端工程业务导致大量应收款等，因此B端业务收入占比不足20%。若按规模以上每年3000亿元行业收入估算，全部企业将B端业务比例提升至20%，那么全行业精装修业务规模在600亿左右。

图表9：规模以上建筑陶瓷企业收入及同比增速



注：2018收入数据来自工信部，因统计口径调整当年披露同比增速8%，图中未按披露口径调整。

资料来源：工信部、中国建筑卫生陶瓷协会、中陶家居网、华泰证券研究所

市占率仍低，B端有望加速集中度提升

国内建筑陶瓷龙头市占率显著低于海外龙头。根据《Ceramic World Review》的统计，目前中国、印度、巴西是全球前三大建筑瓷砖生产国，但中国瓷砖龙头企业的市占率显著低于海外可比企业，国内最大的瓷砖企业唯美集团，市占率仅3%左右，而除印度外其余国家龙头企业市占率普遍在10%以上。以全球最大的瓷砖生产企业莫霍克工业 Mohawk 为例，2018年瓷砖产量约2.23亿平方米，瓷砖产能约2.5亿平，瓷砖业务营收为35.53亿美元，折合人民币约253亿元，占总收入的36%。

图表10：2018年不同国家建筑陶瓷市占率估算

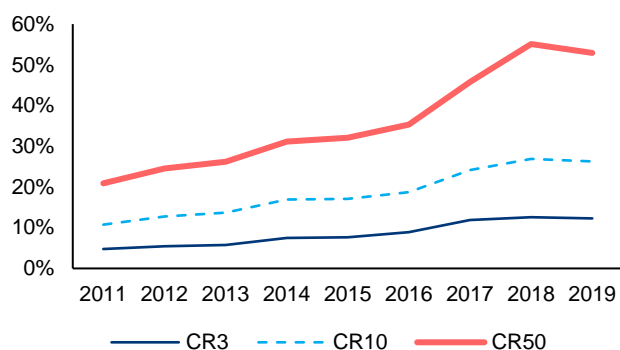
国家	龙头企业	营收规模 (亿元 RMB)	产能规模 (万平米)	本国市占率估算 (%)
美国	Mohawk	253	25000	64%
中国	唯美集团	100	20000	3%
泰国	SCG	54	21000	58%
墨西哥	Lamosa	51	17530	40%
意大利	CONCORDE	50+	6000+	14%
西班牙	PAMESA	38	8000	19%
印度	Kajaria	37	6940	6%
巴西	CARMELO	14	8400	11%
波兰	CERSANIT SA	22	7400	36%
土耳其	KALE	15	6200	17%

注：Mohawk市占率为北美洲产量占比。因部分企业本国与国外产能数据未披露，表中市占率为估算值。

资料来源：Ceramic World Review、华泰证券研究所

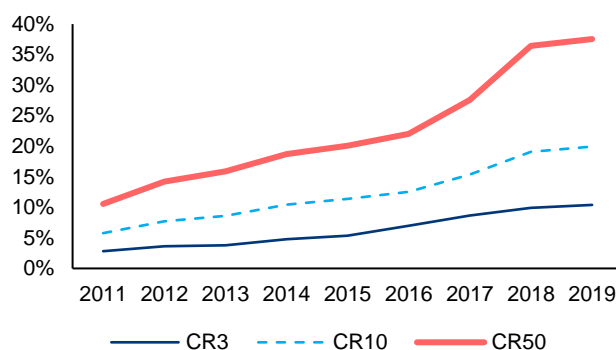
地产行业市场集中度快速上升，B端市场有望快速提升龙头企业市占率。无论是按销售金额还是销售面积，近十年前三名、前十名、前五十名地产商的集中度曲线总体呈上升趋势，尤其CR50在2016-2018年提升明显。2019年尽管头部企业销售金额占比有所回落，但销售面积占比继续提升，结合前文所述，头部地产企业精装修/全装修占比也更高，我们预计将进一步带动瓷砖头部企业份额提升。

图表11: 房地产行业市场集中度(销售金额)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表12: 房地产行业市场集中度(销售面积)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

从主要陶瓷企业的资本动作来看, 加快资本结合、进军 B 端工程市场将是未来几年的重要看点之一。以 C 端业务为主的唯美集团, 通过个人结合投资公司形式举牌四通股份, 而四通股份将通过增发投资建设年产 800 万平米特种高性能陶瓷板。已完成上市的帝欧家居及蒙娜丽莎正加快藤县基地建设, 东鹏控股在 IPO 审核过会后点火重庆永川基地生产线。此外, 以卫浴业务为主的海鸥住工为加大整装卫浴的推进, 拟收购国内冠军建材和越南瓷砖上市公司 TCR。因此, 我们预计未来几年随着 B 端工程市场的快速发展, 龙头企业市占率也将迎来快速提升。

图表13: 主要瓷砖企业情况与资本动作

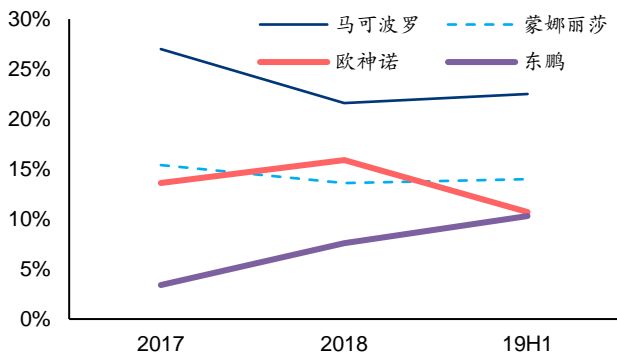
集团简称	主要瓷砖子品牌	2019 年瓷砖业务收入	近两年主要动作
唯美	马可波罗、L&D	2019 年首次突破 100 亿, 行业首家	2019 年公司三位高管以个人身份合计举牌四通股份(603838.SH)18.88% 股权, 并拟参与四通股份增发募资 5 亿元, 将用于投资建设年产 800 万 m2 特种高性能陶瓷板材项目(第一期)。
新明珠	冠珠、萨米特、格莱斯、金朝阳、惠万家、路易摩登、蒙地卡罗	80-90 亿	拟 IPO, 股改进程中。
东鹏	东鹏	50-60 亿	2019.10, IPO 审核过会等待批文中。2019.11, 公司重庆永川工厂投产(含 10 条瓷砖生产线、3 条陶瓷卫浴生产线 3 条、浴室柜橱柜生产线、淋浴房生产线、五金龙头生产线各 1 组)。
帝欧家居	欧神诺	50-60 亿	2018.1, 完成重组上市。目前广西藤县二期投资建设中。
蒙娜丽莎	蒙娜丽莎, Q&D	38 亿	2017.12, 完成 IPO。目前广西藤县一期投资建设中。
宏宇	宏宇	30-40 亿	公司董事长及所属企业举牌科达洁能(600499.SH), 并拟联合唯美、新明珠参与科达 15 亿元增发, 将用于科达偿债及补充。
新中源	新中源	30-40 亿	预计拟 IPO。
海鸥住工	海鸥	2 亿	拟收购越南上市公司大同泰(TCR), 新增瓷砖收入 3 亿元、高端瓷砖年产能 1700 万平方米; 拟收购国内冠军建材全资子公司不超过 60% 股权, 拓展瓷砖业务完善 B 端整装卫浴服务能力。

资料来源: 中陶家居网、陶瓷信息报、公司公告、华泰证券研究所

藤县基地启动点火, 疫情或加速行业出清

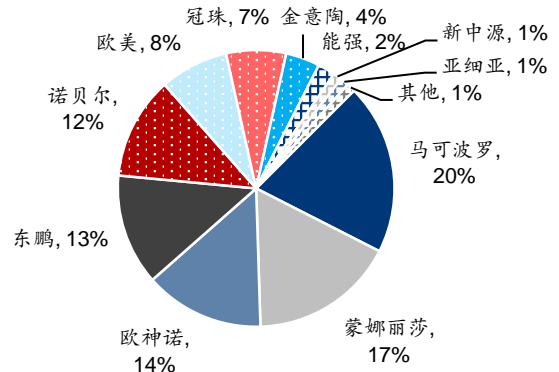
蒙娜丽莎与马可波罗、欧神诺位列房地产企业首选建筑陶瓷品牌前三名, 市场份额维持 50% 左右。根据奥维云网对全国百城新开精装修楼盘的配套部品统计, 马可波罗、蒙娜丽莎、欧神诺和东鹏是 B 端精装修市场的前四大品牌, 2019 年上半年份额分别为 22.5%、14.0%、10.7%、10.3%。这与优采大数据平台的统计数据接近, 2019 年全国重点 70 城建筑陶瓷应用品牌首选率分别为 20%、17%、14%、13%。而在环保标准提升、原材料人工成本上涨的背景下, 建筑陶瓷行业洗牌加剧, 部分中小企业因规模小、产品单一等因素发展呈现一定阻力, 近两年每年均逾百家陶瓷企业退出(详见 2019 年陶瓷行业深度报告《B 端需求加快放量, 首推品牌龙头》)。今年预计在疫情影响下, 劳动力紧缺或更明显, 下游需求面临一定不确定性, 部分中小陶瓷厂商经营压力或进一步上升。

图表14: 近三年新开盘精装修房瓷砖企业份额



资料来源: 奥维云网、华泰证券研究所

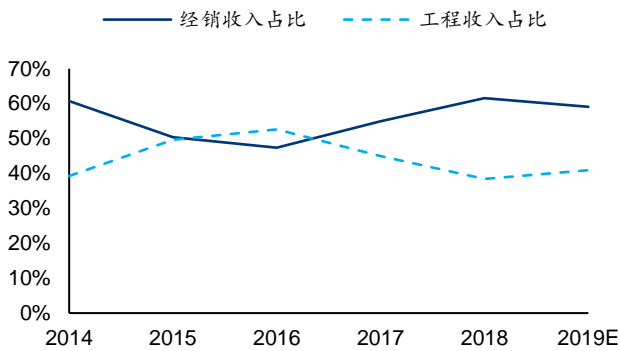
图表15: 2019年度重点建筑陶瓷品牌首选率



资料来源: 优采大数据、华泰证券研究所

藤县项目一期建成, 2019年B端占比将显著上升。根据公司于2019年12月27日公告, 广西藤县陶瓷生产项目中2条高端、智能陶瓷生产线建设基本完工, 并于当日举行了点火温窑仪式, 温窑结束后将进入设备联合调试和试产阶段。该项目计划共建设11条陶瓷生产线, 预计增加8822万平方米自有产能。其中一期建设7条生产线, 截至目前已完成4条产线建设, 预计增加自有产能2000-2500万平, 其中1条产线已于2月7日正常生产, 我们预计随着疫情得到相对控制, 以及各地各行业复工复产的积极推进, 剩余3条产线也将逐渐投产。截至2019年, 公司自有产能不足5000万平, 藤县基地的投产将大幅增加公司自有产能, 为公司B端与C端业务拓展提供基础。且新产线由于自动化程度提升节约了部分人工成本, 原材料就近运输以及能源成本更为低廉, 我们预计新产线的投产将有助公司实现陶瓷生产的智能制造转型升级, 加快实现规模效应。

图表16: 蒙娜丽莎B端与C端收入占比



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表17: 蒙娜丽莎藤县基地自动化绿色生产线



资料来源: 公司官网、华泰证券研究所

渠道下沉大有可为，石材替代市场广阔 投入加快，C端门店仍有较大增长空间

蒙娜丽莎坚持创新驱动，C端占比相对更高。我们统计了蒙娜丽莎、东鹏控股、欧神诺等三家陶瓷上市公司不同销售模式占比，其中东鹏控股2015-2017年70%以上收入均来自经销渠道，是C端为主的典型瓷砖企业；而欧神诺近三年直销占比稳定在60%以上，是B端为主的瓷砖企业。蒙娜丽莎坚持B端与C端双轮驱动，业务占比相对均衡，2017-2019年经销业务收入占比50%以上，但未来随着藤县基地的投产和工程业务增长，我们预计B端业务占比将呈现上升趋势。

图表18：主要建筑陶瓷企业不同销售渠道占比

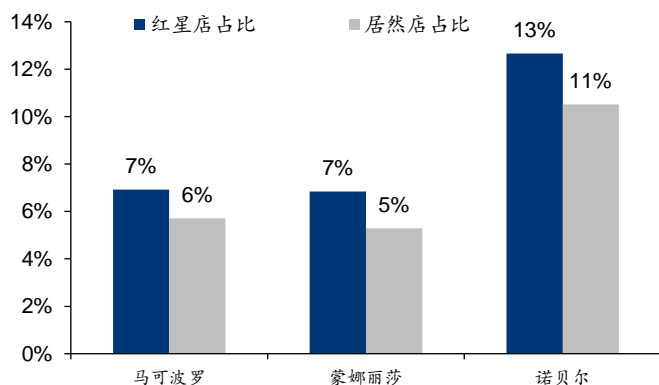
		2019E	2018	2017	2016	2015	2014	2013
蒙娜丽莎	经销	59%	62%	55%	47%	50%	61%	
	直销	41%	38%	45%	53%	50%	39%	
欧神诺	经销	25%	30%	38%	42%	38%	40%	44%
	直销	75%	70%	62%	57%	61%	60%	51%
东鹏控股	经销			72%	73%	71%		
	直销			28%	27%	29%		

资料来源：各公司招股说明书、公司年报、华泰证券研究所

蒙娜丽莎渠道下沉仍有较大空间。蒙娜丽莎和拟上市的东鹏控股在其招股说明书中都提出了要加强经销渠道建设投资，但从主要陶瓷企业经销门店数量来看，马可波罗经销门店数量约8000家，东鹏控股约6000家。而根据其招股说明书披露，截至2017年末，东鹏控股瓷砖业务已有经销商1636家合计门店4494个，直营店/展厅105家。根据帝欧家居2019年半年报披露，截至2019年6月末，欧神诺经销商逾800家，终端门店逾2400个。而蒙娜丽莎目前经销商约1000家，终端门店3000个左右，零售网点逾3500个，尽管近两年在县级渠道下沉中有所增长，但相比马可波罗、东鹏等C端龙头仍有较大增长空间。

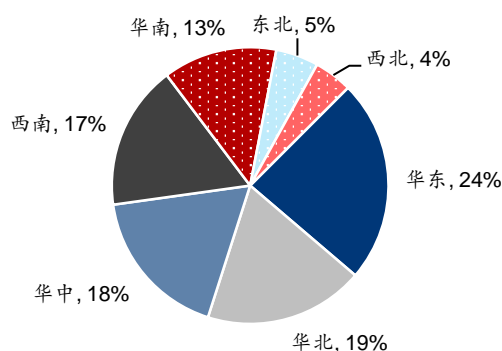
我们根据主要瓷砖厂商官网披露的经销商数据进行了不完全统计，发现蒙娜丽莎在红星美凯龙、居然之家等品牌卖场的经销门店个数占比与马可波罗基本相当，但都低于诺贝尔，两种品牌卖场门店合计占比12%-13%，其中居然之家门店占比略低于马可波罗。蒙娜丽莎2019年经销商门店主要分布在华东、华北、华中地区，三者合计占比约60%，在发展较快的西南、华南以及北方等区域仍有较大下沉空间。

图表19：2019年瓷砖企业品牌卖场经销商门店占比



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

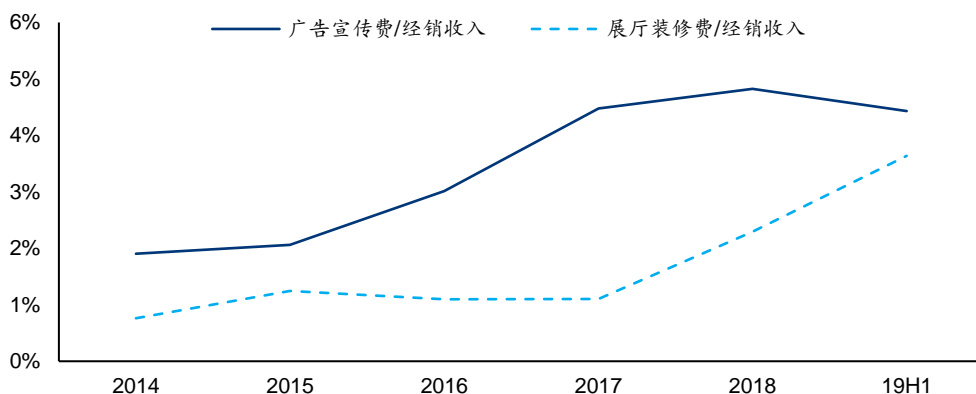
图表20：蒙娜丽莎2019年不同区域经销商占比



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

由于广告宣传费用、展厅装修工程费用往往与C端业务发展具有密切关系，我们测算了蒙娜丽莎2014-2019年两项费用占经销收入比重，二者呈现快速上行，显示公司C端投入在加大。2016-2017年广告宣传费用投入占比显著加快增长至4%以上，线下展厅装修投入随后加快，于2018-2019年加速，19H1经销收入占比增至3.6%。由于展厅装修存在2-3年的周期，公司2015年占比为阶段性高点，我们预计后期随着存量门店的放量推动C端收入增长，相关装修费用有望维持稳健。

图表21: 蒙娜丽莎广告费用与展厅装修费用占比

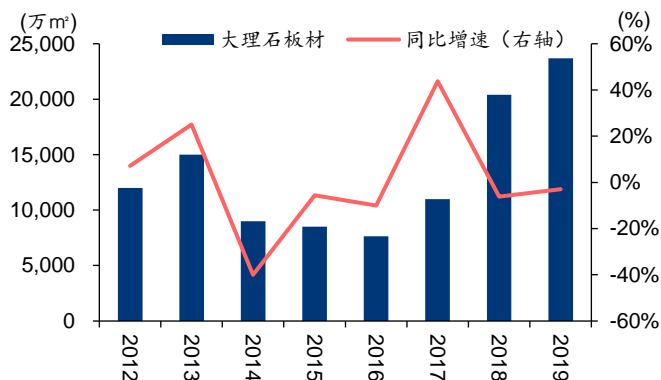


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

石材替代: 试水 3000 亿元市场新空间

我国石材市场主要由大理石板材和花岗石板材构成, 其中花岗石板材产量占比超过 70%。由于原材料的地理分布, 目前我国石材基地主要有福建厦门泉州、广东云浮、山东莱州和四川雅安。根据中国石材协会的统计, 2017 年我国石材产量达到 4.1 亿平方米, 其中大理石板材 1.1 亿平, 花岗石板材 3 亿平。2013-2016 年, 我国大理石板材和花岗石板材产量均持续下滑, 2017 年短暂回升后, 2018 年因环保停产整顿、中美贸易摩擦等因素的影响, 导致产量分别同比降幅接近 10% 和 20%。

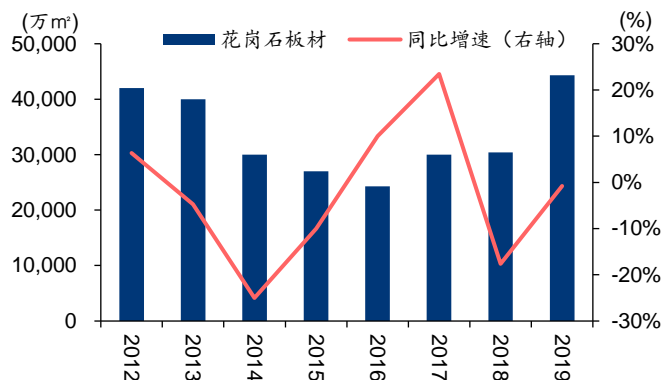
图表22: 大理石板材产量及同比增速



注: 2018-2019 年由于统计口径变更导致绝对产量与增速不一致, 右同。

资料来源: 中国石材协会、中陶家居网、华泰证券研究所

图表23: 花岗石板材产量及同比增速

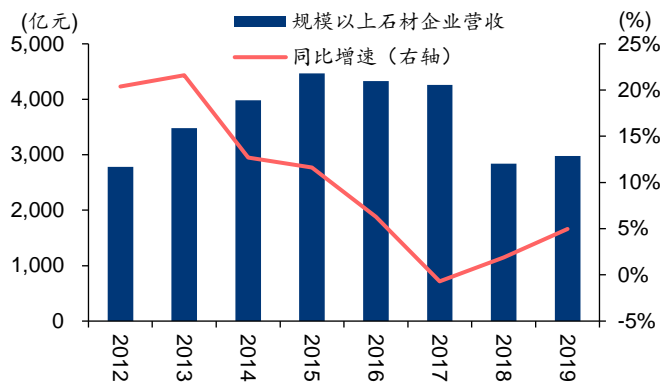


资料来源: 中国石材协会、中陶家居网、华泰证券研究所

3000 亿元大市场与瓷砖行业相当, 但集中度低于建筑陶瓷。基于目前可得数据, 截至 2014 年末规模以上石材企业 2886 家, 其中 95% 为中小型企业, 销售收入超过 100 万元的石材企业约 100 家。目前 A 股仅一家石材上市公司万里石 (002785.SZ), 2018 年收入 11.5 亿元, 仅占全国规模以上石材企业营收的 0.4%。此外, 新三板企业环球石材 (832123.OC) 2015 年 3 月挂牌, 2017 年收入 8.2 亿元, 占全国规模以上石材企业营收的 0.2%, 2019 年 3 月环球石材终止挂牌, 因华润水泥收购其 40% 股权。

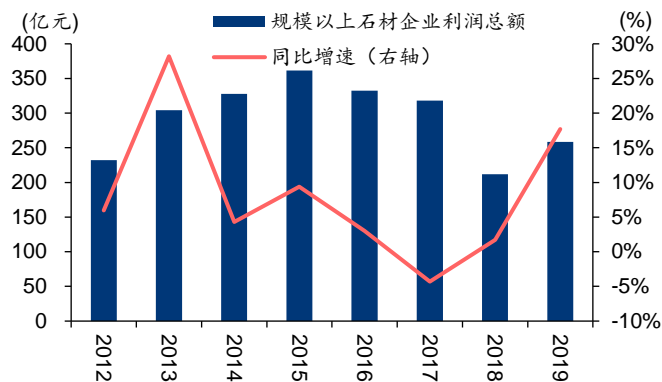
经过近几年的环保整治, 预计石材企业数量有大量缩减, 头部企业集中度显著提升。反映在规模以上石材企业营业收入方面, 收入总体规模下降但同比增速上升。根据中陶家居网, 2019 年全国规模以上石材企业实现营收 2980 亿元, 同比增长 5.0%, 与 2018 年的 2839 亿元基本相当; 实现利润总额 259 亿元, 同比增长 18%。石材行业 3000 亿元规模以上企业收入, 与瓷砖行业收入相当, 未来若大板等大规格产品能够替代部分石材, 瓷砖行业将打开新的成长空间。

图表24： 规模以上石材企业营业收入及同比增速



资料来源：中国石材协会、中陶家居网、华泰证券研究所

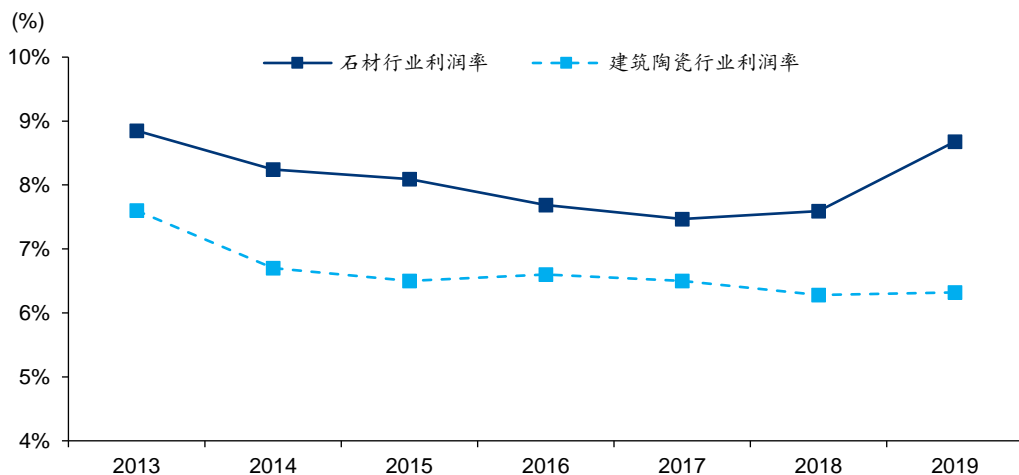
图表25： 规模以上石材企业利润总额及同比增速



资料来源：中国石材协会、中陶家居网、华泰证券研究所

石材行业利润率持续下降，但仍然高于建筑陶瓷行业利润率，存在一定的盈利空间。2013年以来，石材行业面临国内外市场需求变化、环保整顿、成本上涨以及其它行业的新品竞争等因素影响，市场空间和利润空间受到挤压，利润率（利润总额/营业收入）总体呈下行态势，2017-2018年规模以上石材企业利润率维持在7.5%左右，但由于头部石材企业快速向公装和住宅中的中高端市场集中，2019年利润率回升至8.7%。尽管石材行业利润率呈现下降，但总体仍然高于建筑陶瓷6-7%的利润率水平。

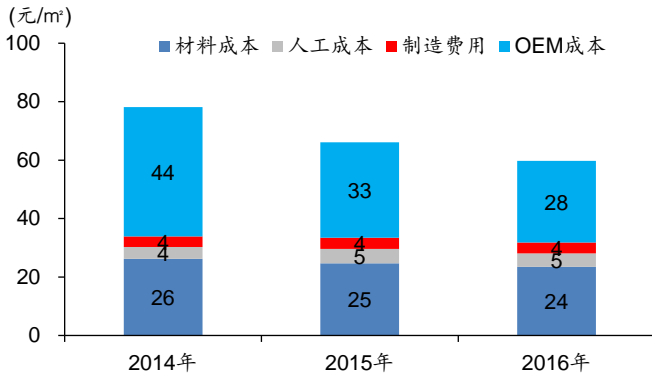
图表26： 规模以上石材企业与建筑陶瓷企业利润率比较



资料来源：中国石材协会、中国建筑卫生陶瓷协会、华泰证券研究所

石材替代市场有望达到300亿元，建筑陶瓷生产具备更强的规模效应。目前大理石、花岗岩纹路的陶瓷板已开启了对石材市场的部分替代，根据四通股份800万m²特种高性能陶瓷板材项目可行性分析报告，若未来几年陶瓷大板替代石材的市场份额提升至10%，那么按前文的3000亿元石材市场来看，替代规模也将达到300亿左右，相当于目前B端精装修市场的两倍。而从生产成本来看，建筑陶瓷砖自产的单平方米生产成本在30-40元之间，陶瓷大板的成本在100元左右，而石材的生产成本则在150-200元左右，且随着环保约束更强，原材料成本或进一步上升，陶瓷大板对石材替代具备较好的经济性。

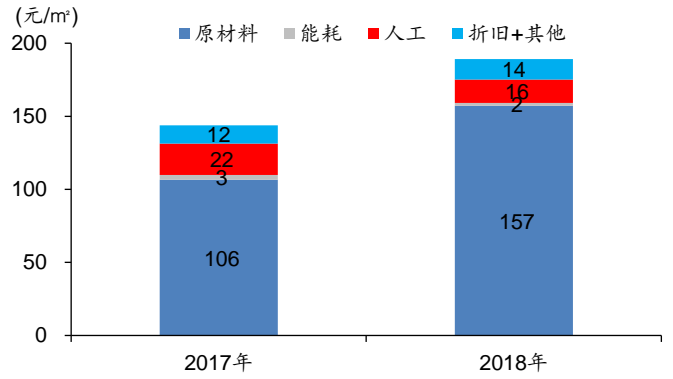
图表27: 蒙娜丽莎单位瓷砖生产成本构成



注: 由于数据可得性, 蒙娜丽莎 IPO 说明书披露了较详细的成本分拆数据。

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表28: 万里石单位石材生产成本构成



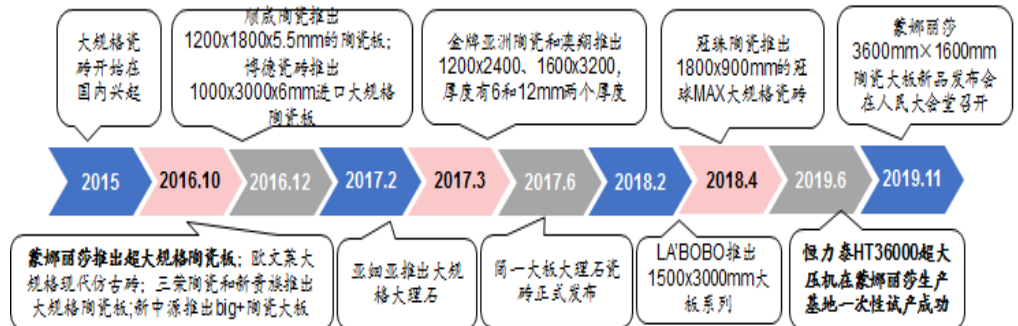
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

创新驱动, 陶瓷大板发展可期

乘消费升级东风, 陶瓷大板由薄向大转变。随着国内消费群体趋于年轻化、装修风格趋于简约化、生产趋于节能环保化, 2015年大规格瓷砖开始在国内流行。2016年陶瓷大板在全球最大的陶瓷展-意大利博洛尼亚陶瓷展上备受瞩目, 随之国内陶瓷展览相继引入或推出大规格薄板产品, 2017年因此成为“陶瓷大板爆发元年”。蒙娜丽莎最先引进亚洲最大吨位YP16800压机, 建成国内首条大规格干压陶瓷大板生产线, 产出2400×1200mm产品; 并于2019年6月应用国产陶瓷机械公司恒力泰HT36000吨超大压机, 一次性试产成功3600×1600mm陶瓷大板产品, 2019年11月在人民大会堂正式发布该款产品, 引领行业陶瓷大板趋势。

2019年6月, 由蒙娜丽莎、金牌陶瓷、咸阳陶瓷研究设计院牵头的《大规格陶瓷板技术要求及试验方法》国家标准进行评审, 规定了大规格陶瓷板厚度大于6mm, 上表面面积不小于1.62m², 与《陶瓷板》(GB/T 23266-2009)规定的产品标准相比, 表面积未变但厚度则更厚了, 有利于后期开槽、打孔等深加工和拓宽应用场景。同时广东省建筑材料行业协会发布国内首个陶瓷大板施工领域标准《陶瓷大板施工技术规范》(T/GBMA 001-2019), 产品及施工标准的相继出台有望加快陶瓷大板的市场应用, 目前该标准已在全国团体标准信息平台备案, 即日开始正式实施。

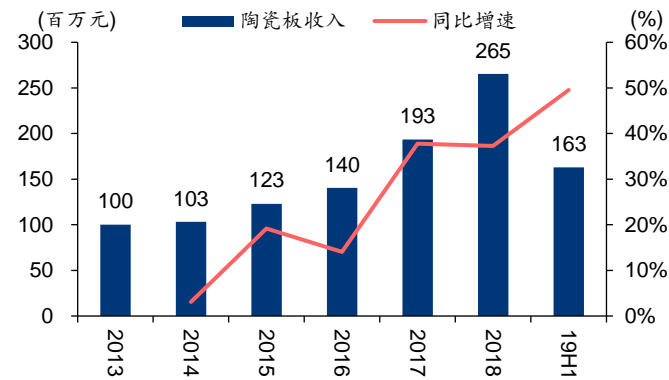
图表29: 国内陶瓷大板发展历程



资料来源: 四通股份、中陶家居网、华泰证券研究所

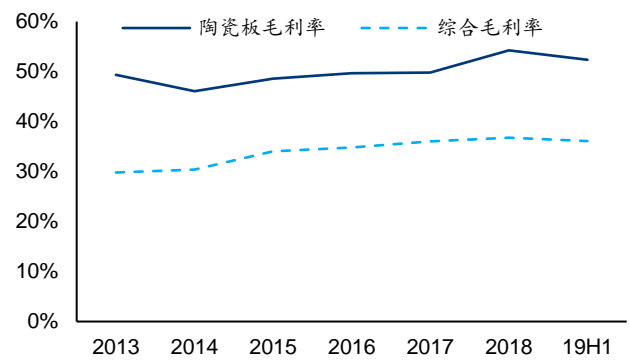
公司陶瓷板业务毛利率稳健，收入快速增长。顺应国家“十一五”规划重点提出节能减排工作的要求，蒙娜丽莎成功建成国内首条干压陶瓷大板生产线，并于2007年在人民大会堂举行了国内第一款薄板产品推介会，开启了薄型化、减量化的绿色环保陶瓷生产之路，主流产品为600×1200mm规格，主打薄型化。经过多年研发创新和技术积累，公司大板产品也厚积薄发，2019年HT36000吨压机压制产出3600*1600*15.5mm超大规格陶瓷板产品，为未来进军家居背景墙、厨房、台面等石材领域奠定了基础。乘着大板风潮，公司陶瓷板收入迎来快速发展，2014-2018年收入由1.0亿元增长至2.7亿元，四年CAGR+27%，2019年上半年实现收入1.6亿元，同比增长50%，而毛利率基本稳定在50%左右，未来随着陶瓷大板的推出，陶瓷板将持续成为公司新的业绩增长点。

图表30：蒙娜丽莎陶瓷板收入及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

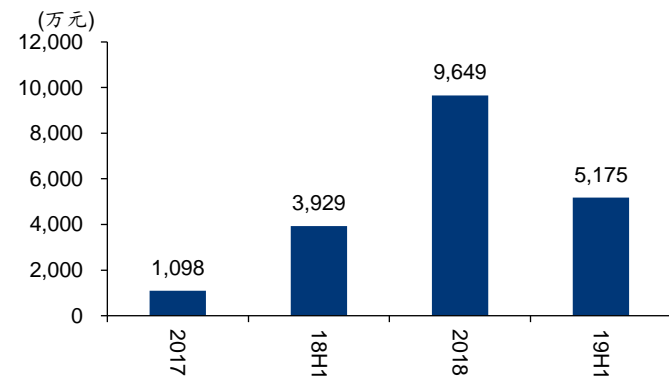
图表31：蒙娜丽莎陶瓷板毛利率与综合毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

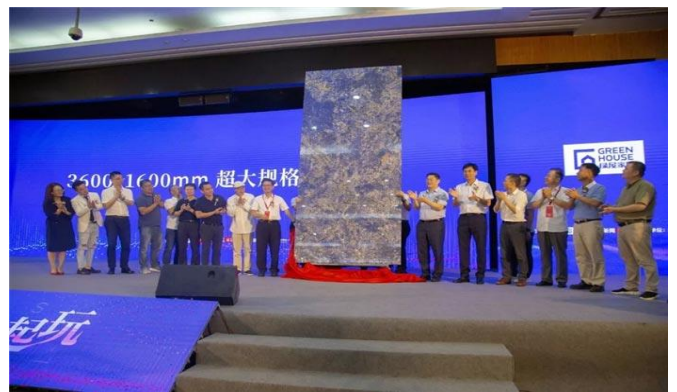
技术、品牌、渠道多方合作，大板家居未来有望厚积薄发。蒙娜丽莎公司坚持“大瓷砖、大建材、大家居”发展战略，以“打造百年蒙娜丽莎”为目标，做大做强陶瓷主业。在提升瓷质釉面砖占比的同时，加大对大规格陶瓷薄板、陶瓷大板、超石代岩板的研发、市场推广和应用。2014年，蒙娜丽莎成立绿屋建科，为陶瓷板的应用提供完善专业的技术支持；2018年，在超时代岩板推出之时，蒙娜丽莎与石功夫签约，通过石功夫加工联盟辐射全国各地的整体厨房板材加工中心、配送安装等客户服务资源，实现由产品营销到家居空间整体解决方案的转变。此外，公司已与金牌厨柜、皮阿诺橱柜、韩丽家居、欧派家居等知名家居品牌建立了战略合作关系，并于2019年11月，在中国石材城—福建泉州水头镇成立了蒙娜丽莎岩板全案设计中心，未来大板家居发展可期。

图表32：绿屋建科营业收入增长



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表33：蒙娜丽莎超时代岩板面世



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

盈利与估值建议

关键假设

结合行业和公司的发展规划，我们对公司的盈利预测主要基于以下几点核心假设：

(1) 产能产销：公司2018年自有产能约4500万平，陶瓷砖产量6958万平，销量6602万平。藤县基地合计11条产线8822万平设计产能，目前一期4条已建成，预计新增2000-2500万平自有产能；2021年一期剩余3条产线投产，其余二期4条产线也将于2021年建设并陆续投产，考虑佛山、清远基地技改提升后平均年新增3000万平以上自有产能；

(2) B端业务拓展：截至2019年公司累计签约战略客户约70家，2020-2021年将陆续进入集中供货阶段。公司B端产品预计主要带动抛釉砖、瓷片等产品收入增长，预计2020年瓷质有釉砖和非瓷质有釉砖产品收入增长45%/40%，2021年增速30%/25%，我们预计2019/2020年B端收入占比分别为41%/49%；

(3) C端结构升级：公司主要通过县级渠道下沉等方式进一步扩大C端业务发展，目前公司在C端经销商与门店层面与龙头公司仍有较大差距。但公司陶瓷大板等优势产品将迎来快速发展期，且随着大板、岩板应用场景的拓宽，预计2020-2021年收入增速40%/20%，毛利率48%/45%；

(4) 毛利率：由于B端毛利率一般高于C端毛利率（因包含物流运输和切割加工费用），B端业务收入占比提升趋于提高综合毛利率，但同时考虑B端竞争趋于激烈导致的价格端波动，B端毛利率预计稳健，同时随着藤县基地的陆续投产，将通过原材料采购优势、能源价格优势、人工成本优势、水运市场优势等降低部分生产成本。但同时陶瓷板等产品竞争增加或导致毛利率较大幅度下降；

(6) 期间费用率：预计2019-2021年销售、管理、研发和财务费用率合计稳定在23%左右。2020年由于新增藤县基地以及佛山新办公楼等固定资产折旧，导致管理费用有所上升，但销售费用随着B端收入快速增长，总体稳中有降。

图表34： 分部营收及毛利率预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
瓷质有釉砖（百万元）	971	1,260	1,653	2,099	3,043	3,956
YOY（%）	59%	30%	31%	27%	45%	30%
毛利率（%）	37.8%	39.7%	38.6%	38.6%	39.0%	39.0%
瓷质无釉砖（百万元）	751	783	683	710	781	860
YOY（%）	28%	4%	-13%	4%	10%	10%
毛利率（%）	30.8%	31.0%	36.1%	36.0%	35.0%	34.0%
非瓷质有釉砖（百万元）	453	594	569	597	836	1,046
YOY（%）	80%	31%	-4%	5%	40%	25%
毛利率（%）	29.9%	27.2%	23.1%	24.0%	23.5%	23.0%
陶瓷板（百万元）	140	193	265	364	509	611
YOY（%）	14%	38%	37%	37%	40%	20%
毛利率（%）	49.6%	49.8%	54.2%	54.0%	48.0%	45.0%
主营收入合计（百万元）	2,319	2,881	3,201	3,795	5,197	6,307
YOY（%）	47%	24%	11%	19%	37%	21%
毛利率（%）	34.7%	35.9%	36.6%	37.3%	36.8%	36.3%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测和投资建议

根据前述关键假设,我们预计公司2020-2021年营业收入52/65亿元,同比增速37%/25%;与2019年三季度点评时的预测值53/64亿元相比,2019年略有下降主要考虑疫情的影响可能拖累20Q1;预计2020-2021年归母净利润5.7/7.3亿元,同比增速31%/28%,两年复合增速30%,与2019年三季度点评时的预测值5.7/7.0亿元相比,2020年略有提升主要考虑收入增长以及生产端规模效应的体现。

截至2020年2月21日收盘,可比上市公司2020年平均PE为14.04倍,而公司当前估值对应2020年预测业绩为14.03倍PE。我们认为:(1)行业估值短期受到疫情和地产悲观预期的压制,中长期来看地产政策预计保持稳健,行业竣工改善逻辑仍将延续;(2)市场可能低估了疫情对建筑陶瓷行业供给侧的出清影响,2018-2019年陶瓷行业每年因环保和成本上升等因素关闭企业逾百家,疫情影响下2020年行业规模以上企业数量有望缩减至1000家以内,蒙娜丽莎等头部企业规模有望实现快速扩张;(3)市场可能低估了蒙娜丽莎等头部企业B端市占率提升的速度,公司目前签约战略客户和安装样板间数量快速增加,且在主要地产客户中均有较多业务分布,在行业需求触底回升以及藤县新增产能释放的背景下,我们预计公司市占率有望实现快速提升。

因此,我们认为公司当前存在较大预期差,市场对蒙娜丽莎的 α 属性并未充分认知,2019年净利率提升好于预期。且藤县基地实现投产后,公司有望实现B端规模与利润的双重提升,而疫情有望加快行业出清实现公司份额更快提升,因此,我们认为公司2020年有望实现业绩与估值的戴维斯双击,认可给予公司20年18-20xPE,目标价25.56-28.40元,维持“买入”评级。

图表35: 可比公司估值表(2020/2/21)

股票简称	股票代码	股价(元/股)	市值(亿元)	EPS(元)			PE(X)			19E	来源
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	PB	
帝欧家居	002798.SZ	23.78	91.54	0.99	1.45	1.84	24.05	16.44	12.94	2.01	Wind 一致
海鸥住工	002084.SZ	5.83	29.52	0.08	0.26	0.32	70.38	22.26	18.14	1.23	Wind 一致
惠达卫浴	603385.SH	10.28	37.97	0.65	0.84	0.93	15.90	12.22	11.03	1.05	Wind 一致
平均值							36.78	16.98	14.04	1.43	
蒙娜丽莎	002918.SZ	19.95	80.24	0.90	1.08	1.42	22.14	18.40	14.03	2.38	华泰预测

资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

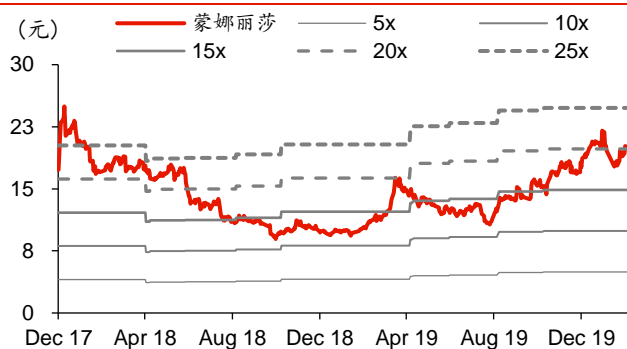
藤县基地投产迟滞或效果不及预期。受疫情影响，公司藤县基地目前仅一条产线正常投产，剩余三条产线已建成但尚未点火试产。若疫情再度影响，可能导致藤县产线延迟点火。此外，我们考虑了藤县基地对生产成本的下降，但如若受环保能源或产品排产等因素变化影响，可能导致规模成本不能得到下降。

瓷砖市场竞争加剧导致盈利能力下降。我们在文中测算了B端精装修市场的天花板规模，较当前150亿元规模仍有较大增长空间，但目前头部瓷砖企业均在积极备战B端工程市场，我们预计行业竞争可能加剧。同样的，公司陶瓷大板、岩板等拳头性产品也正迎来更多的企业竞争，若未来竞争加剧，可能导致该产品毛利率快速下滑。

“煤改气”导致环保能耗成本提升。2019年有关陶瓷行业“煤改气”的讨论较为普遍，相关政策陆续出台征求意见。尽管公司在清洁能源和节能减排中走在行业前列，但“煤改气”的政策风险仍然存在，若未来环保政策要求建筑陶瓷行业全部煤改气，可能导致公司能耗成本较大幅度上升。

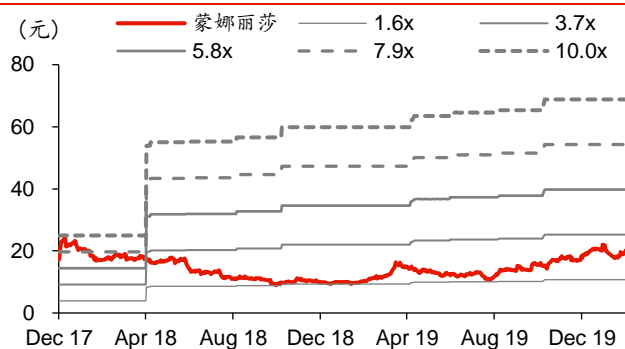
PE/PB - Bands

图表36: 蒙娜丽莎历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表37: 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	3,770	4,651	5,757
现金	1,493	1,477	1,530	1,595	1,692
应收账款	476.91	555.75	655.76	906.61	1,139
其他应收账款	18.10	168.14	199.26	272.85	341.21
预付账款	3.84	8.28	9.71	13.42	16.91
存货	711.77	889.61	1,029	1,381	1,687
其他流动资产	210.41	512.84	347.06	482.80	881.15
非流动资产	624.55	751.75	1,136	1,458	1,598
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	369.19	426.64	648.89	915.86	1,143
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	397.17	453.32	368.41
资产总计	3,538	4,363	4,906	6,109	7,355
流动负债	1,263	1,707	1,929	2,623	3,278
短期借款	111.70	207.10	114.06	156.19	195.32
应付账款	657.70	609.97	782.82	1,081	1,362
其他流动负债	493.67	890.30	1,032	1,386	1,720
非流动负债	57.58	106.29	74.73	110.42	100.05
长期借款	45.00	100.00	68.44	104.13	93.76
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	2,004	2,734	3,378
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	1,161	1,633	2,235
归属母公司股东权益	2,218	2,549	2,903	3,375	3,977
负债和股东权益	3,538	4,363	4,906	6,109	7,355

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	530.69	568.50	785.06
净利润	301.72	362.38	436.07	572.08	732.77
折旧摊销	71.04	70.22	82.92	105.97	130.86
财务费用	19.92	11.56	9.79	5.25	5.28
投资损失	(1.05)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(43.13)	(198.24)	(4.36)	(125.62)	(86.22)
其他经营现金	21.72	29.43	6.26	10.82	2.37
投资活动现金	(183.93)	(429.42)	(467.20)	(427.47)	(271.39)
资本支出	198.39	201.87	456.25	416.51	260.43
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	(10.24)	(76.17)	(416.66)
短期借款	(112.14)	95.40	(93.04)	42.13	39.13
长期借款	(20.00)	55.00	(31.56)	35.69	(10.37)
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)	(51.24)	(153.99)	(445.41)
现金净增加额	1,207	(18.03)	53.25	64.87	97.01

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,890	3,208	3,802	5,206	6,511
营业成本	1,849	2,029	2,381	3,289	4,144
营业税金及附加	29.92	26.58	28.52	39.05	48.18
营业费用	395.88	456.34	555.10	744.52	908.25
管理费用	239.60	275.93	334.58	468.58	553.42
财务费用	19.92	11.56	9.79	5.25	5.28
资产减值损失	22.13	33.59	30.42	39.05	45.58
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	506.50	665.01	850.30
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	508.25	666.76	852.05
所得税	52.20	57.15	72.17	94.68	119.29
净利润	301.72	362.38	436.07	572.08	732.77
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	436.07	572.08	732.77
EBITDA	446.62	488.41	582.90	768.56	985.30
EPS (亿元, 基本)	0.75	0.90	1.08	1.42	1.82

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	18.50	36.94	25.05
营业利润	43.95	16.00	21.23	31.30	27.86
归属母公司净利润	29.50	20.11	20.33	31.19	28.09
获利能力 (%)					
毛利率	36.03	36.77	37.37	36.83	36.36
净利率	10.44	11.29	11.47	10.99	11.25
ROE	20.05	15.20	16.00	18.23	19.93
ROIC	39.05	32.18	29.34	31.74	31.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.32	41.57	40.84	44.75	45.92
净负债比率 (%)	12.62	19.41	11.35	11.17	9.89
流动比率	2.31	2.12	1.95	1.77	1.76
速动比率	1.74	1.59	1.42	1.25	1.24
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.81	0.82	0.95	0.97
应收账款周转率	7.18	6.21	6.28	6.66	6.37
应付账款周转率	3.24	3.20	3.42	3.53	3.39
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.75	0.90	1.08	1.42	1.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.92	0.68	1.32	1.41	1.95
每股净资产 (最新摊薄)	5.51	6.34	7.22	8.39	9.89
估值比率					
PE (倍)	26.59	22.14	18.40	14.03	10.95
PB (倍)	3.62	3.15	2.76	2.38	2.02
EV_EBITDA (倍)	13.92	12.73	10.66	8.09	6.31

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，需在允许的范围内使用，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 2020 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