

陶瓷薄板助力 C 端产品优势，藤县基地投产缓解产能瓶颈

蒙娜丽莎 (002918) 投资价值分析报告 | 2019.10.11

中信证券研究部



孙明新
 建材行业首席
 分析师
 S1010519090001

核心观点

我们估算目前瓷砖行业市场容量为 4000 亿元左右，预计随着大 B 端市场的快速增长，未来 3-5 年能够产生几家百亿收入以上的企业。蒙娜丽莎 C 端具备品牌、产品、渠道优势，且随着产品结构优化，利润率水平不断提升。公司大 B 端具备良好客户基础，广西藤县生产线的投产，缓解公司产能瓶颈。预计公司 2019 年净利润 4.36 亿元，2019 年 PE 估值仅 13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 瓷砖行业市场规模大而分散，大 B 端市场快速发展，行业具备规模优势特性。 我们估算目前瓷砖行业市场容量在 4000 亿元左右。但由于 C 端个性化消费属性较强，目前行业集中度低。近年来受益于精装房占比提升，未来 3-5 年大 B 端市场容量有望从 120 亿元增长至 500 亿元以上，龙头企业面临发展机遇，集中度快速提升。根据海外市场经验，我们预计未来 3-5 年内，行业内能够诞生几家百亿以上收入体量的公司。且瓷砖生产具备规模优势，对企业供应链布局、库存、排产等管理能力要求较高，随着大 B 端市场增长带来 SKU 减少，将有利于龙头公司成本降低，建立竞争护城河。

■ 公司 C 端业务具备品牌、产品、渠道优势，仍在成长期。 公司 C 端具备：1) 品牌优势：隶属第一梯队，有足够的渠道利润支撑终端展示效果；2) 产品优势：新品研发及推出速度快，大板/薄板具备先发优势，在行业内具备良好口碑；3) 渠道后发优势：公司的经销商数目较东鹏、马可波罗等还存在差距，渠道扁平化还有较大拓展空间。由于公司上市之前不断进行产品研发、环保、品牌建设等积累，现已逐步进入收获期。且公司毛利率高的大板/薄板及抛釉砖业务增长较快，产品结构的优化使得公司 C 端利润增速快于收入增速。

■ 大 B 端具备良好客户基础，产能投放释放成长弹性。 公司是最早布局房地产战略合作业务的企业之一，连续多年为万科的 A 级供应商，碧桂园、保利、世茂、珠江等开发企业的优秀供应商或战略合作伙伴，2018 年开发商首选率行业排名第三。公司原有生产基地产能有限，限制了 B 端业务放量，广西藤县基地新增产能超过 100%，建设期至 2021 年 8 月，加上 OEM 产能，我们预计能够支撑 2022 年 100 亿元的收入规模，缓解产能瓶颈。

■ 风险因素：行业需求下滑风险；应收账款回收风险。

■ 投资建议：我们预计 2019 年全年公司收入增速将超 15%，利润增速将快于收入增速。受益于样板间数量的增长，预计公司 2020 年 B 端收入增速较快。预测公司 2019-2021 年净利润 4.36/5.51/6.62 亿元，2019 年 PE 估值仅 13 倍，首次覆盖，给予目标价 16.9 元（对应 2020 年 12 倍 PE）和“买入”评级。

股票简称 **002918.SZ**

评级	买入（首次）
当前价	13.95 元
目标价	16.90 元
总股本	402.19 百万股
流通股本	153.32 百万股
52 周最高/最低价	16.7/8.75 元
近 1 月绝对涨幅	-0.43%
近 6 月绝对涨幅	-11.78%
近 12 月绝对涨幅	28.57%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,889.88	3,208.40	3,711.60	4,540.54	5,319.83
增长率 YoY%	24%	11%	16%	22%	17%
归母净利润(百万元)	301.72	362.38	435.98	551.14	662.23
增长率 YoY%	29%	20%	20%	26%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.55	1.53	1.08	1.37	1.65
毛利率%	36%	37%	37%	38%	39%
PE	5	9	13	10	8
PB	1	1	1	1	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 9 日收盘价

目录

瓷砖行业：大行业小公司，大 B 市场快速发展，具备规模优势	1
行业规模：我国是瓷砖消费大国，市场容量 4000 亿元	1
行业趋势：大 B 市场快速崛起	3
行业特点：规模优势明显、环保压力大	6
C 端具备品牌、产品、渠道优势，仍在成长期	11
苦练内功，布局长远	11
仍处成长期，产品结构不断优化	18
大 B 端具备良好客户基础，产能投放释放成长弹性	19
最早布局大 B 端的瓷砖企业	19
藤县投产缓解产能瓶颈	20
风险因素	21
估值及投资评级	21

插图目录

图 1: 瓷砖下游应用领域广泛.....	1
图 2: 我国瓷砖产量占比全球第一	2
图 3: 我国瓷砖消费量占比全球第一	2
图 4: 精装房比例提升	4
图 5: 精装修中重点部品配置率	5
图 6: 开发商对瓷砖供应商的要求	5
图 7: 瓷砖 B 端市场的竞争格局	6
图 8: 陶瓷行业龙头公司市占率相对较低	7
图 9: 建筑陶瓷生产工艺流程.....	8
图 10: 欧神诺成本拆分	8
图 11: 2017 年东鹏控股自产产品成本拆分	8
图 12: 蒙娜丽莎自产/OEM 成本.....	9
图 13: 蒙娜丽莎发展历程.....	12
图 14: 高端品牌与渠道利润相辅相成.....	13
图 15: 零售端品牌梯队	14
图 16: 蒙娜丽莎爆款新品时间轴.....	14
图 17: 蒙娜丽莎 3600*1600 大板生产线投入运营	15
图 18: 主要产品价格 (2016 年) 及毛利率.....	15
图 19: 毛利率较高的陶瓷薄板及瓷质有釉砖占比上升	15
图 20: 蒙娜丽莎研发投入占比三者最高	16
图 21: 蒙娜丽莎环保排放远低于行业标准	16
图 22: 不同管道公司毛利率对比	16
图 23: 不同管道公司净利率对比	16
图 24: 不同品牌的经销商及门店数目	18
图 25: 蒙娜丽莎近年广告费用及占比.....	18
图 26: 开发商对瓷砖供应商的要求	19
图 27: 蒙娜丽莎未来产能将迅速扩张.....	21
图 28: 公司营收及净利润增速.....	22
图 29: 公司毛利率及利润率	22
图 30: 公司收现比及经营现金流	22
图 31: 公司净营业周期	22

表格目录

表 1：主要瓷砖品类及特点	6
表 2：排产时间对毛利率影响的弹性测算	8
表 3：瓷砖生产过程中的污染物种类	9
表 4：排放标准逐步趋严	10
表 5：近年来的陶瓷产能大量关停	10
表 6：公司主要合伙人基本情况	11
表 7：蒙娜丽莎 2016 年前五大经销商客户	17
表 8：东鹏控股 2017 年前五大经销商客户	17
表 9：蒙娜丽莎 2016 年前五大工程客户	20
表 10：蒙娜丽莎 500 强房地产首选率逐年上升	20
表 11：公司工程端战略合作客户基础好	20
表 12：藤县新增产能情况及投资金额	21

■ 瓷砖行业：大行业小公司，大 B 市场快速发展，具备规模优势

行业规模：我国是瓷砖消费大国，市场容量 4000 亿元

建筑陶瓷是用于建筑物饰面或作为建筑物构件的陶瓷制品，主要是陶瓷墙地砖（不包括建筑玻璃制品、粘土砖和烧结瓦等），通俗称为瓷砖。瓷砖相对于其他装饰材料（木地板、地毯、大理石等），具备防火、防水、防腐性能好、使用寿命长、不易藏污、保养简单且造型丰富等特点，在装饰效果上可以塑造多种风格。瓷砖下游主要是地产和基建，既可用于家装又可用于酒店、地铁、标志性建筑等工装市场，既可用于地面又可用于墙面，应用领域广泛。

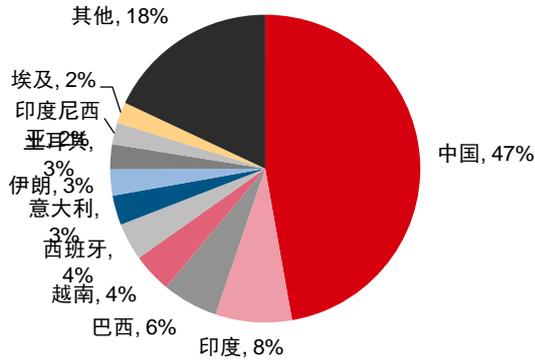
图 1：瓷砖下游应用领域广泛



资料来源：蒙娜丽莎官网，欧神诺官网

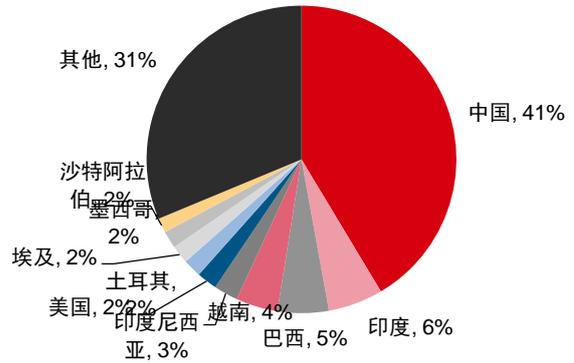
不同国家居民家装消费习惯存在差异，我国在各个建筑领域内更偏好使用瓷砖（日本更偏好木地板），是瓷砖的第一大生产国、消费国、出口国。2018 年我国瓷砖产量全球占比第一，消费量全球占比第一。虽然我国近年来由于，1) 外墙瓷砖被涂料替代，2) 出口减少，3) 环保政策趋严带来小企业关停，产量有所下滑，但 2018 年规模以上企业收入近 3000 亿元，较其他建材品类市场容量更大。

图 2：我国瓷砖产量占比全球第一



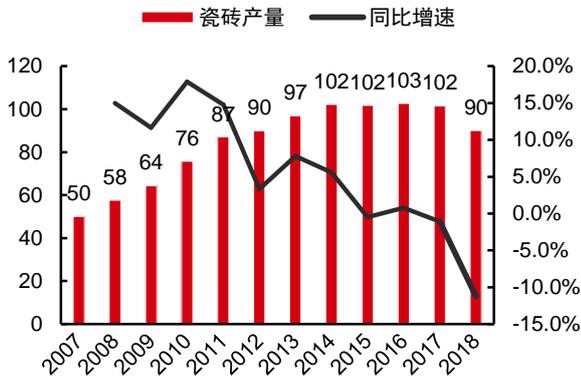
资料来源：Acimac，世界陶瓷评论，中信证券研究部

图 3：我国瓷砖消费量占比全球第一



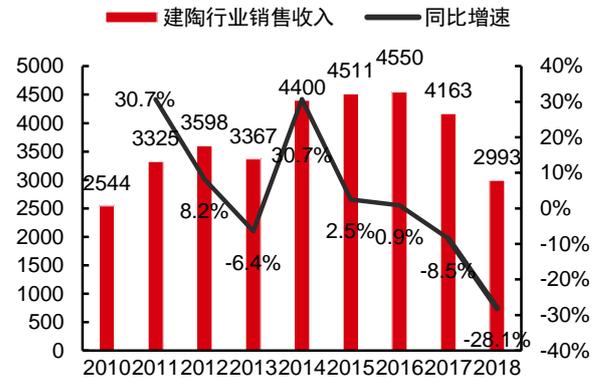
资料来源：Acimac，世界陶瓷评论，中信证券研究部

图 4：我国建筑陶瓷产量及增速（单位：亿平方米）



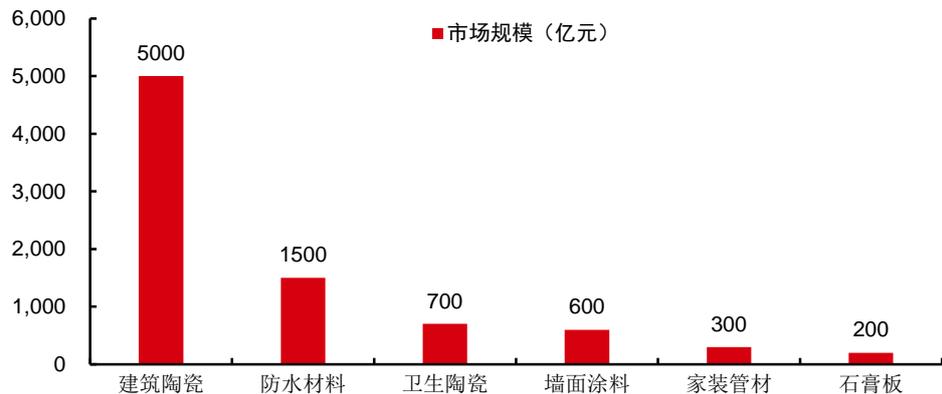
资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，中信证券研究部

图 5：我国建筑陶瓷规模以上企业收入（单位：亿元）



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，中信证券研究部

图 6：主要建材品类中建陶市场规模最大



资料来源：Wind，各建材协会官网，中信证券研究部

行业趋势：大 B 市场快速崛起

在瓷砖行业 4000 亿元的市场容量中，按照销售渠道，可以分为大 B 端，小 B 端和纯 C 端市场。其中，大 B 端主要面向地产开发商集采，当前市场容量约为 120 亿元左右，随着精装房比例的提升，大 B 市场处于快速增长期，我们预计未来 3-5 年内，大 B 端市场容量增长至 500 亿元以上。小 B 端主要面向办公楼、酒店、医院等地方性单体项目以及家装公司等，市场容量大但分散，我们估算目前市场容量 1500 亿元左右。纯 C 市场消费属性最强，含新房和二手房以及未在统计口径中的农村自建房等，我们估算目前的市场容量在 2300 亿元以上，但正在被精装房市场替代。小 B 端和纯 C 端市场的销售渠道一致，均要通过经销商销售。

大 B 端更加注重理化指标，制胜关键在于资金、成本及服务能力；小 B 端更加注重客户资源，制胜关键在于经销商能力及成本优势；纯 C 端更加注重感官指标，制胜关键在于研发能力、新品推出能力及渠道搭建，且在 C 端市场建立的品牌优势能够外溢到大 B 及小 B 端。

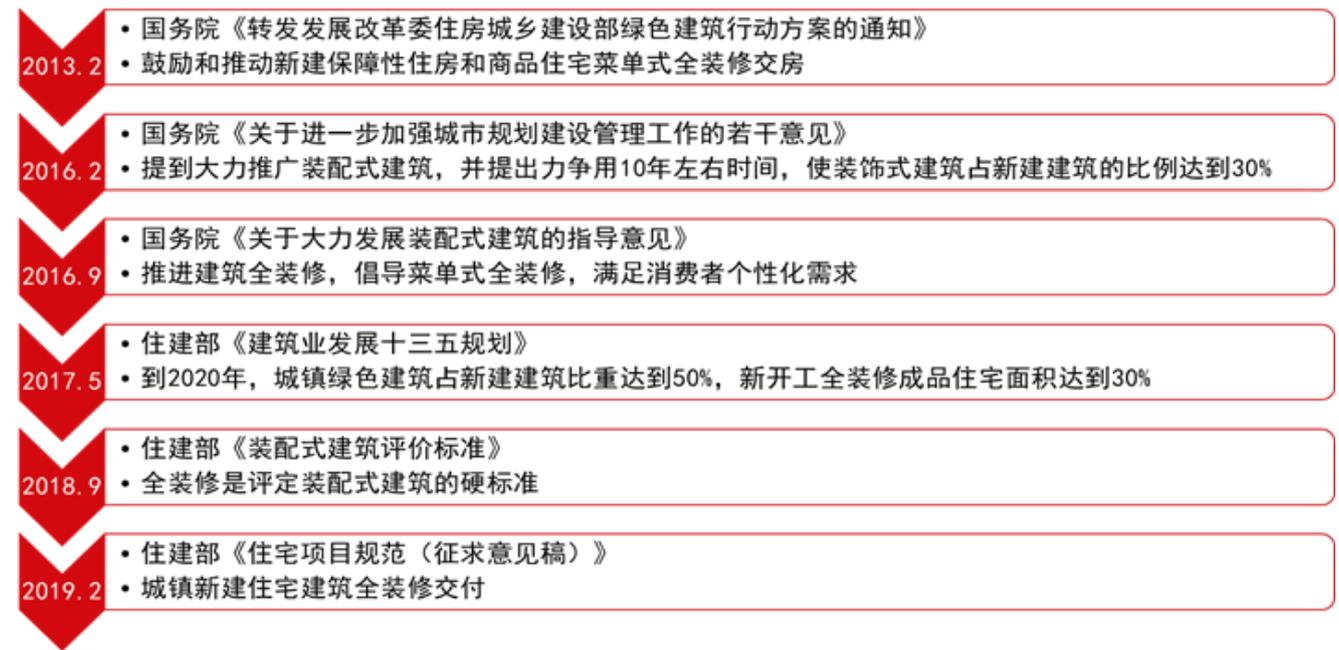
图 7：瓷砖市场按渠道分类及未来发展趋势

	大B端：120亿	小B端：2000亿	纯C端：200亿
特 点	重视理化指标，龙头企业才有竞标资格，小企业被排除在竞争之外。品牌企业之间制胜关键在于成本和资金	单体项目为主，市场容量大但分散，对于产品质量的要求普遍弱于大B端，销售渠道与纯C端一致，制胜关键在于客户关系与成本	瓷砖为装修主材，消费者采购为主，更注重感官指标，装饰性高于功能性，讲究整体铺贴效果，制胜关键在于新品推出速度及品牌力
趋 势	受益于精装房比例提升，处于快速增长期，预计未来3-5年市场容量增长为500亿元以上	受益于反腐工作推进，市场竞争越来越规范，集中度处于快速提升期	被精装房市场替代，新房市场萎缩，但存量房市场在增长

资料来源：住建部官网，中信证券研究部

2016 年起，住建部等多部门出台多项倡导全装修交付的政策，比较重要的包括：2017 年 5 月，住建部推出《建筑业发展十三五规划》，提出到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑物比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%；2019 年 2 月，《住宅项目规范（征求意见稿）》出台，提出城镇新建住宅建筑应全装修交付等。

图 8: 国务院与住建部共同推进全装修

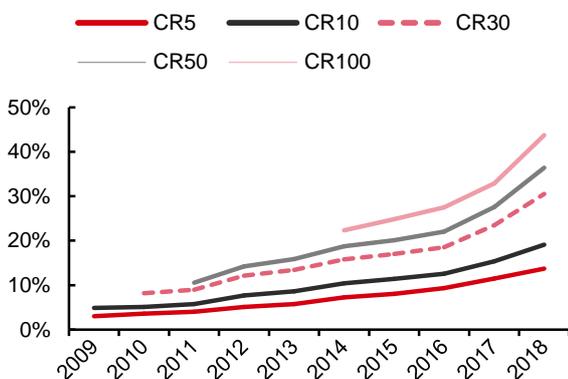


资料来源：国务院和住建部官网，中信证券研究部

近十年来，我国房地产行业集中度一直处于上升趋势。近几年因土地政策收紧、房地产调控以及融资问题，地产行业集中度加速提升，呈现出“强者恒强”的局面。2018年 top5 地产商销售面积占全国销售面积的比例为 14%，相比 17 年提升 3pcts；top30 地产商占比 31%，提升 8pcts；top100 地产商占比 44%，提升 11pcts。

从精装房占比来看，2018 占比仅为 27%，仍然较低。其中，装配瓷砖的精装房配置率高达 99.9%。一般来讲，每平米竣工对应一平米瓷砖使用，对照欧美发达国家成熟市场，长期来看我国精装交付比例平均可达 70%，按照 2018 年我国住宅销售面积 14.8 亿平米，每平米瓷砖出厂价 50 元进行静态测算，届时瓷砖市场容量可达 520 亿元。因此，随着开发商精装房比例提升，大 B 市场处于快速发展期。我们预计未来 3-5 年行业大 B 端市场规模将由 120 亿元上升为 500 亿元以上。

图 9: 房地产销售面积集中度



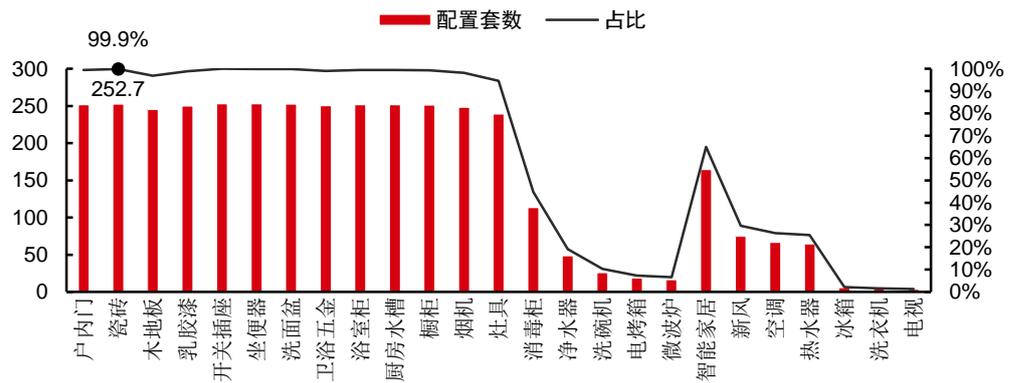
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4: 精装房比例提升



资料来源：奥维云网（含预测），中信证券研究部

图 5：精装修中重点部品配置率（单位：万套）



资料来源：奥维云网，中信证券研究部

目前瓷砖企业的工程销售渠道主要包括两种模式：自营工程模式及工程代理模式。其中，自营工程模式由厂家自建业务管理体系（团队、流程、资源匹配），要求高、占款期长。工程代理模式由代理商代垫货款，并由代理商向工程客户提供有限的服务并负责收款。对于瓷砖的集采业务，一般采用自营工程模式才能够满足开发商要求，其中包括品牌、产品质量、供应链能力、产品服务以及账期占用等。

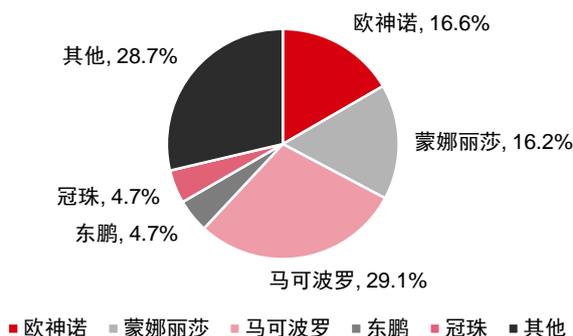
图 6：开发商对瓷砖供应商的要求

品牌价值	产品质量	供应链能力	产品服务	账期占用
<p>瓷砖品牌 TOP10，有一定的工程供货经验，在零售端具备品牌力</p>	<p>开发商更关注产品质量的稳定 VS 经销模式下强调产品的装饰性</p>	<p>工程业务必须在满足及时供货的前提下，有效控制总成本（制造、库存、物流、服务成本） VS 经销模式下对成本不敏感</p>	<p>工程模式下，厂家直接负责铺贴指导以及售后服务，开发商有更高的效率要求 VS 经销商模式下，由经销商服务客户</p>	<p>工程业务普遍账期较长 VS 代理商模式一般由代理商垫付货款</p>

资料来源：欧神诺官网，中信证券研究部

而同时开发商又要求供应商具备供货经验，因此满足要求的瓷砖企业基本集中在欧神诺、马可波罗、蒙娜丽莎、东鹏等几家企业，5 家企业在大 B 端市占率超过 70%。因此，C 端及小 B 端市场几千家瓷砖企业的竞争在大 B 端变成了 10 家左右企业的竞争，龙头企业面临市占率快速提升机遇。

图 7：瓷砖大 B 端市场的竞争格局



资料来源：奥维云网，中信证券研究部

行业特点：规模优势明显、环保压力大

1、SKU 众多

瓷砖行业无明显痛点，产品核心竞争力在于 SKU 的多样性。除瓷砖外的其他消费类建材均存在明显的消费者痛点，如涂料的气味刺鼻不健康、防水材料的漏水、管材的炸裂漏水等，因此现阶段消费者更注重此类产品的质量好坏，以免质量不达标给自身带来生活居住方面的问题。而瓷砖产品只有因使用时间过长、使用频率过高而造成开裂等小问题，对居民居住影响较小，因此瓷砖基本没有困扰消费者的质量问题。**相比较而言，瓷砖是室内、室外装修中感官占比最高的消费建材，房屋装修风格的基础，消费者对瓷砖的定位更着重于其美观性。**

目前我国建筑陶瓷品种众多，包括各种建筑物饰面用的墙地砖（板）、建筑琉璃制品及饰面瓦等几大类，按照用途主要分为：外墙砖、内墙砖、地砖、特殊场所用砖等；按照吸水率主要分为：瓷质砖、炻瓷砖、细炻砖、炻质砖、陶质砖；按照装饰方式和风格主要分为：仿石砖、耐磨釉面砖、仿古砖、哑光釉砖、大理石瓷砖等；按照生产工艺主要分为：一次烧成砖、多次烧成砖、后加工产品（抛光砖、抛釉砖、拼花砖）等。目前，我国陶瓷砖产品主要以抛光砖、内墙砖（釉面砖）及抛釉砖、仿古砖为主流产品，呈现三足鼎立的市场格局。

表 1：主要瓷砖品类及特点

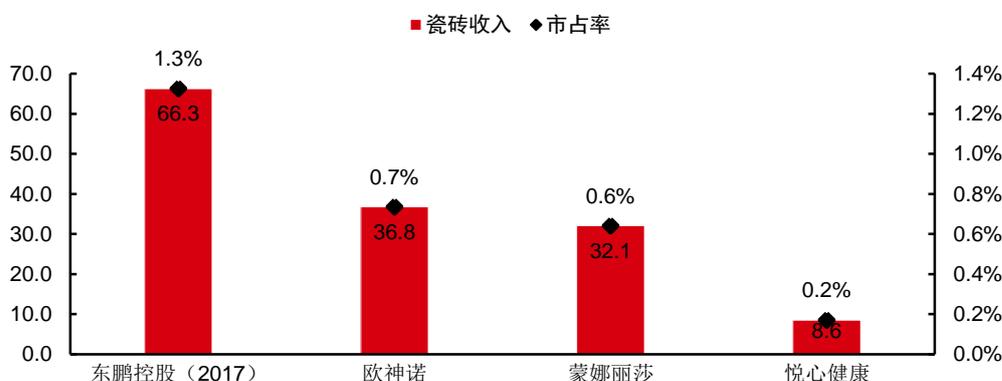
产品类别	产品定义	吸水率	特点	应用场所
抛光砖	抛光砖是通体砖坯体的表面经过打磨而成的一种光亮的砖，属通体砖的一种	瓷质砖（又称同质砖、通体砖、玻化砖） ≤0.5%	抛光砖表面更加光洁，具有坚硬耐磨、耐腐蚀，表面光亮如镜，渗花色彩丰富多样等特性	适合在除洗手间、厨房以外的多数室内空间中使用，如用于阳台、客厅地面、墙面、背景墙外墙装饰等
抛釉砖	抛釉砖是一种可以在釉面进行抛光的一种新型釉面产品，表面一般为透明面釉，集抛光砖与仿古砖优点于一体	半瓷砖（包括炻瓷砖、细炻砖、炻质砖） 0.5%-10%	釉面如抛光砖般光滑亮洁，同时其釉面花色如仿古砖般图案丰富，色彩厚重或绚丽，具有立体感强、透明性好等特性	广泛应用于休闲会所、星级酒店、商场超市、办公大楼等公共场所
抛晶砖	以陶瓷材料为基体，在特定的工艺技术条件下将微晶玻璃复合在陶瓷基体上的新型高档建筑装饰材料		具有耐磨耐压、耐酸碱、防滑、无辐射无污染等特性	广泛应用于宾馆、酒店、娱乐中心、洗浴中心、高档别墅以及家庭装修中的玄关、地台、走道背景墙等
仿古砖	仿古砖是从彩釉砖演化而来，实质上是		具有防滑、易清洁、耐磨等特	广泛应用于客厅地面、厨

产品类别	产品定义	吸水率	特点	应用场所
	上釉的瓷质砖，与普通的釉面砖相比，其差别主要表现在釉料的色彩上面		性	房、卧室、阳台以及茶馆、酒店等
瓷片	瓷片又称墙面砖，是指吸水率大于 10% 而小于 20%，一般用来做墙面的陶质砖	陶质砖>10%	强度比瓷质砖低，吸水率大，但釉面质感好，色彩鲜艳，耐污性能好	广泛应用于洗手间、浴室、厨房、室外阳台的立面装饰

资料来源：东鹏控股招股书，中信证券研究部

瓷砖行业非标准化、低技术门槛，造成行业集中度相对较低。由于瓷砖的个性化消费属性，SKU 较多，但同一产品市场规模不大，产品较为分散，因此瓷砖不具备像防水、管材等的标准化特性，是较为典型的非标准化产品。小型瓷砖企业可以通过模仿大企业或生产小品类产品，获得一定的生存空间。因此，瓷砖行业分散、市场集中度低，以东鹏、欧神诺、蒙娜丽莎、悦心健康四家上市公司为例，四家公司合计总收入仅为 143 亿元，仅占市场规模（4000 亿元）的 3.6%。

图 8：陶瓷行业龙头公司市占率相对较低（单位：亿元）

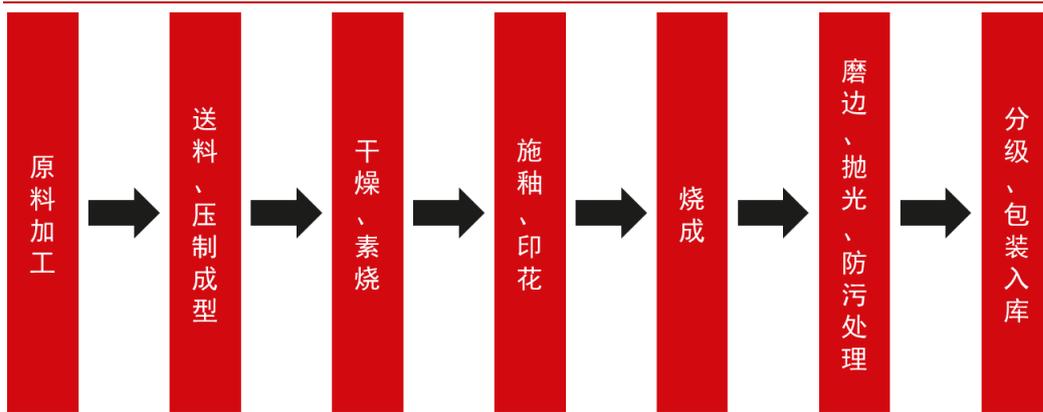


资料来源：Wind，各建材协会官网，中信证券研究部

2、具备规模优势

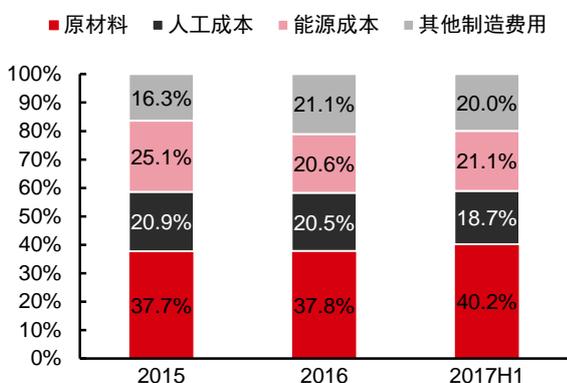
瓷砖生产成本固定，转产过程中存在资源损耗，单一产品生产时间越长，单位成本越低，规模效应越明显。瓷砖生产过程包括原料工序、成型工序、烧成工序、包装工序等。其中，烧成是陶瓷制造工艺中最重要的工序之一。瓷砖烧成需在窑炉内进行烧制，窑炉内温度需要达到 1200℃ 以上，需要耗费大量的能源，能源成本在总成本占比约为 20%。同时，因为瓷砖烧制过程中涉及程序较多，每项程序需要不同的原材料，包括坯料原料、釉料原料以及包装材料等，原材料占比在 35%-40% 之间。此外，人工成本也是瓷砖成本中的重要组成部分，占比在 10%-20% 之间。原材料、能源、人工三项成本合计占比约为 75%-80%。

图 9: 建筑陶瓷生产工艺流程



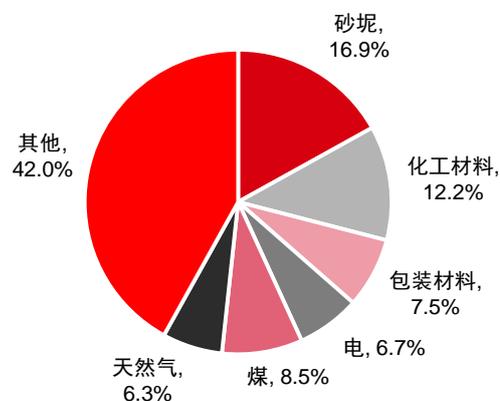
资料来源: 东鹏控股招股说明书, 中信证券研究部

图 10: 欧神诺成本拆分



资料来源: 欧神诺公告, 中信证券研究部

图 11: 2017 年东鹏控股自产产品成本拆分



资料来源: 东鹏控股招股说明书, 中信证券研究部

每生产一块瓷砖都需要耗费一定的工料和能源, 但是由于瓷砖 SKU 众多, 生产过程中需要转产, 而产品在转产过程中质量不稳定, 良品率会出现明显下降, 有效产量减少, 单位所耗材料上升, 单位成本提高。

我们将行业规模效应做量化比较, 以蒙娜丽莎为例。以公司 2016 年生产成本为基础, 假设公司自产毛利率水平是平均每一品类排产 5 天的结果, 转产过程中第一天和最后一天原材料投入量是正常生产时的 70%, 良品率为 70%; 中间过程投料量正常, 良品率为 100%。考虑单一品类瓷砖的持续排产时间提升至 10 天, 或者降低为 3 天, 比较单平米成本的差异以及对毛利率的影响。在这一假设下, 排产 3 天及排产 10 天对毛利率影响超过 10 个点, 显示出明显的规模效应。

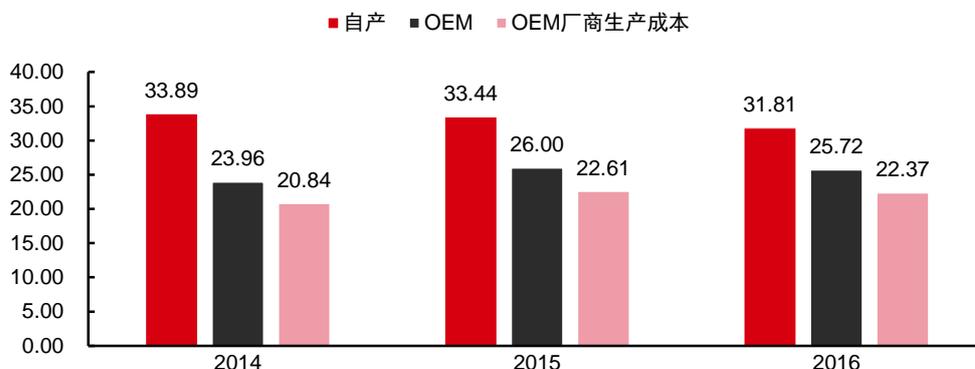
表 2: 排产时间对毛利率影响的弹性测算

	2016 年 (假设排产 5 天)	排产 3 天	排产 10 天
产量 (万平方米)	3249	2708	3655
单位成本 (元/平米)	31.8	36.9	29
毛利率	34.81%	24.36%	40.56%

资料来源: 蒙娜丽莎公告, 中信证券研究部

从另一个角度分析，OEM 生产企业单线生产的 SKU 很少，规模优势更高。蒙娜丽莎 2016 年 OEM 采购成本为 25.72 元/平米，而自身生产成本 31.81 元/平米，若假设 OEM 厂商毛利率 15%，不考虑产品差异，则规模效应明显的 OEM 代工企业生产成本，比其自产成本低出 32%。

图 12：蒙娜丽莎自产/OEM 成本（单位：元/平米）



资料来源：蒙娜丽莎招股说明书，中信证券研究部

3、环保淘汰落后产能

瓷砖生产过程中需耗费大量能源，并排放大量废物、废气，属于高能耗、高污染行业，环保趋严将持续淘汰小型企业。瓷砖生产的原材料包括熔块、釉料及其他化工料，使用过程中会产生大量的废水及固体废弃物污染，并且伴随粉尘、氮氧化物、硫化物的排放。此外，瓷砖生产过程中由于需要高温烧成至 1200℃ 以上，需要大量耗费煤、电、气等能源材料。

表 3：瓷砖生产过程中的污染物种类

污染类型	污染来源	具体污染物质
废气污染	主要来源于喷雾塔干燥和窑炉烧成阶段	喷雾干燥废气中含有大量解凝剂（三聚磷酸钠、碳酸钠等）、干燥气体中的有害物质、粉尘等污染物；窑炉烧成过程产生大量 Sox、Nox、CO、Pb 及粉尘。
废水污染	主要源自原料及釉料的制备工序、设备和地面冲洗水	主要有硅质悬浮颗粒、化工原料悬浮颗粒、油脂、铅、镉等有毒污染物
固体废物污染物	主要来自成型、干燥过程中的半成品废品、釉烧后废品、废石膏、废模、燃煤炉渣等	
噪声污染	高噪声设备主要有球磨机、喷雾干燥设备、冷却塔、各类风机及泵等	

资料来源：《建筑陶瓷工业中的清洁生产》，贾燕，尹华，中信证券研究部

我国对陶瓷行业污染排放的标准不断提升，2010 年之前没有专门针对陶瓷企业的排放标准。2010 年明确了瓷砖生产过程中的二氧化硫、粉尘、氮氧化物的排放标准，2014 年排放标准趋严，在《建筑卫生陶瓷工业污染物排放标准》2017 年申报稿中排放标准进一步提升。而具体到各省中，2019 年 1 月，瓷砖大省广东省正式出台《陶瓷工业大气污染排放标准》，从 10 月起，颗粒物、二氧化硫、氮氧化物三大指标将分别收严至 20/30/100mg/m³，对建陶企业环保提出了更高的要求。

表 4: 排放标准逐步趋严 (单位: mg/m³)

	2019 年广东省	2017 申报稿	2014 年准入	2010 年准入
颗粒物	20	20	30	30
二氧化硫	30	30	50	100
氮氧化物	100	150	180	240

资料来源:《陶瓷行业排放标准》, 中国建筑材料联合会, 中信证券研究部

除了排放标准的提升, 地方政府对标准执行的监管也进一步趋严, 因此, 近年来大量的建陶产能关停, 比较有代表性的是四川夹江、山东淄博, 曾经的核心产区目前已经渐渐没落, 行业集中度在加速提升。

表 5: 近年来的陶瓷产能大量关停

区域	地区	时间	政策名称	主导部门	主要内容
全国		2017 年 6 月 1 日	《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》	中国建材联合会	预测“十三五”期间淘汰产能, 陶瓷砖 30 亿平方米, 卫生陶瓷 1000 万件。占总产能比例分别为: 陶瓷砖 21.4%, 卫生陶瓷 4.3%。陶瓷砖的产能利用率将由“十二五”末的 72.9%提升至 85%, 卫生陶瓷的产能利用率将由“十二五”末的 91.3%提升至 95%左右
全国		2017 年 6 月 13 日	《陶瓷工业污染物排放标准》	环保部办公厅	收严大气污染物特别排放限值和增加了无组织排放措施
广东	清远	2017 年 5 月 23 日	《2017 年清远市供给侧结构性改革年度工作计划》	清远市政府	运用市场、法治的办法推动源潭工业园 2 家以上企业落实去产能工作; 以市场为导向, 控制 15 家建筑陶瓷行业企业的在产生产线在 84 条以内, 逾 1/4 产能要被淘汰。
广东	广州、深圳、佛山、清远等	2017 年 6 月到 2018 年 2 月	广东省 2017-2018 年大气和水污染防治专项督查方案	广东省政府	重污染行业企业及工业锅炉大气污染整治情况成为督查的内容
广东	全省	2017 年 9 月 1 日至 11 月 30 日	《2017 年珠三角地区臭氧污染防治专项行动实施方案(征求意见稿)》	环境保护厅	以脱硝设施运行情况和 NO _x (氮氧化物) 达标排放情况为重点, 加大火电、钢铁、水泥、陶瓷、玻璃等高排放行业和国控、省控重点企业的监管执法力度。
四川	夹江	2016 年 6 月 25 日	《关于加强环境监管执法工作的通知》	市政府办公室	对园区内 5 家企业实施了行政处罚; 5 家企业下达了责令限期整改通知书; 2 家企业下达了停产决定书
四川	夹江	2016 年 8 月 10 日—8 月 25 日	四川省环保督察组	环保厅	夹江地区关停了 15 条陶瓷生产线
四川	夹江	2016 年 12 月 2 日	第四届(2016)夹江陶瓷产业发展论坛	中国建筑卫生陶瓷协会	统计数据显示, 夹江县共有 87 家陶瓷企业, 高峰期共有生产线近 140 条; 而根据“十三五”规划, 夹江县的目标是将陶瓷生产企业数量控制在 50 家左右, 保留陶瓷生产线 100 条。
四川	夹江	2017 年 2 月 15 日	“大气重污染响应 201702 号调度令”	夹江县环境污染综合整治工作领导小组办公室	规定从 2017 年 2 月 16 日起至 2 月 20 日止(含 2 月 20 日), 每日早 8 时至晚 8 时 6 个乡镇内的陶瓷企业制粉车间停止生产, 其中 4 家陶瓷厂被责令全面停产停排, 数十家此陶瓷厂被限制制粉
四川	夹江	2017 年 2 月 28 日	《关于陶瓷企业停止使用煤气发生炉的通告(夹府通〔2017〕2 号)》	夹江县人民政府	夹江县所有陶瓷企业煤气发生炉必须在 6 月 30 日前全部关停, 改用天然气。4 月 12 日, 强制关停 10 家; 4 月 30 日再关 10 家。据不完全统计, 截至目前, 四川夹江停产的生产线已经超过了 50%。
四川	夹江	2017 年 5 月 11 日	《夹江县陶瓷企业“退城入园”实施方案》	夹江县人民政府	2017 年年底前对冯城镇、甘霖镇、黄土镇三个地区境内所有陶瓷企业实施“退城入园”, 夹江产区 30 多家陶企(不含分厂)在 2017 年年底前, 必须完成“退城入园”的搬迁任务。(注: 冯城、甘霖、黄土三镇汇聚了夹江产区近 50%的陶瓷生产企业和陶瓷生产线; 企业新建一条生产线至少需要 7-8 个月左右的时间)
四川	夹江	2017 年 7 月 17 日	——	夹江县人民政府	要求夹江产区所有陶瓷企业, 在 7 月 20 日前必须全部关停
四川	丹棱	2017 年 7 月	——	丹棱县政府	产区企业将于 7 月 30 日前全面停产。注: 此前 80%企业已因为环保

区域	地区	时间	政策名称	主导部门	主要内容
					不达标停产。
山东	淄博	2015年10月	——	市环保局	自2015年8月30日起,在18:00至次日8:00时段,全市所有建陶企业一律停止喷雾干燥塔制粉作业。(相当于产能减半)
山东	淄博	2015年11月	——	淄博当地环保部门	陶企应在3月底前完成脱硝设施的建设工作,对于未完成或不达标的开工企业,一次抽检不合格即处停产6个月治理整顿,二次抽检不合格即被取消开工资格。截至2015年3月底,淄川产区90%停产
山东	淄博	2016年6月4日	《关于保障G20峰会空气质量建陶企业停产计划的通知》	淄博淄川区环保部门	通知要求,原则上只有一条生产线的建陶企业,每月半数、轮流生产;两条生产线的建陶企业,停止1条生产线生产;两条以上生产线的建陶企业,按照一半产能停止生产线。
山东	淄博	2016年9月23日	《淄博市建陶行业精准转调工作方案》	淄博市委、市政府	淄博当前拥有230余家建陶企业,瓷砖年产能约为7亿平方米,也就是说,淄博建陶至少砍掉现有产能的三分之二,才能实现保留2亿产能的宏观目标。2016年年底之前,所有就地提升改造建陶企业全面完成改造任务,搬迁入园企业开工建设,关停淘汰企业实现市场出清;2017年6月底前,所有搬迁入园企业竣工达产。全市建陶行业建成约2亿平方米高档精品建陶产能
山东	淄博	2017年1月2日		淄博市政府	要求当前开工企业将瓷砖产能降至60%。(90%企业停产)
河北	全省	2016年11月7日	大气污染防治调度令		2016年11月15日至2017年3月15日一律错峰停产。
河北	石家庄	2017年5月23日	《关于石家庄市建陶行业统一推行“煤改气”的实施意见》	市政府	从2017年5月23日起不再审批新建煤气发生炉生产,在9月30日之前,高邑、赞皇、行唐三县34家陶企必须完成天然气改造。4月份,河北高邑、赞皇产区陶瓷企业被环保部要求全部停产整改,
河南	鹤壁	2017年2月		中央环保督察组	2017年第一季度空气质量专项督查的18个督查组2月15日已全部进驻京津冀及周边地区18个城市。鹤壁市陶瓷企业由于环保不达标被要求全部停产整改。
河南	安阳	2017年3月		环境污染防治攻坚战指挥部办公室	2017年3月12日,安阳市污染防治攻坚战指挥部办公室发布《关于继续执行一级管控措施的通知》,涉及大气污染物排放企业停止生产,包括内黄14家陶瓷企业,其中10家陶瓷企业被限产50%,4家被限产20%。
福建		2017年4月		环保督查组	2017年4月28日,第三批中央环保督察,福建产区在督察组进驻以来,30%陶企已经停产整治

资料来源:陶瓷资讯,中信证券研究部

■ C端具备品牌、产品、渠道优势,仍在成长期

苦练内功,布局长远

蒙娜丽莎是乡镇企业改制而来,董事长及其他三位高管合计持有公司股份64.79%,以合伙人的形式合作,无亲属及其他利益关系。董事长儿子萧礼标先生任公司总裁。因此历史上公司的决策机制是集体决策。这也决定了公司整体经营风格稳健,虽然狼性欠缺,但是也能够避免犯错。

表6:公司主要合伙人基本情况

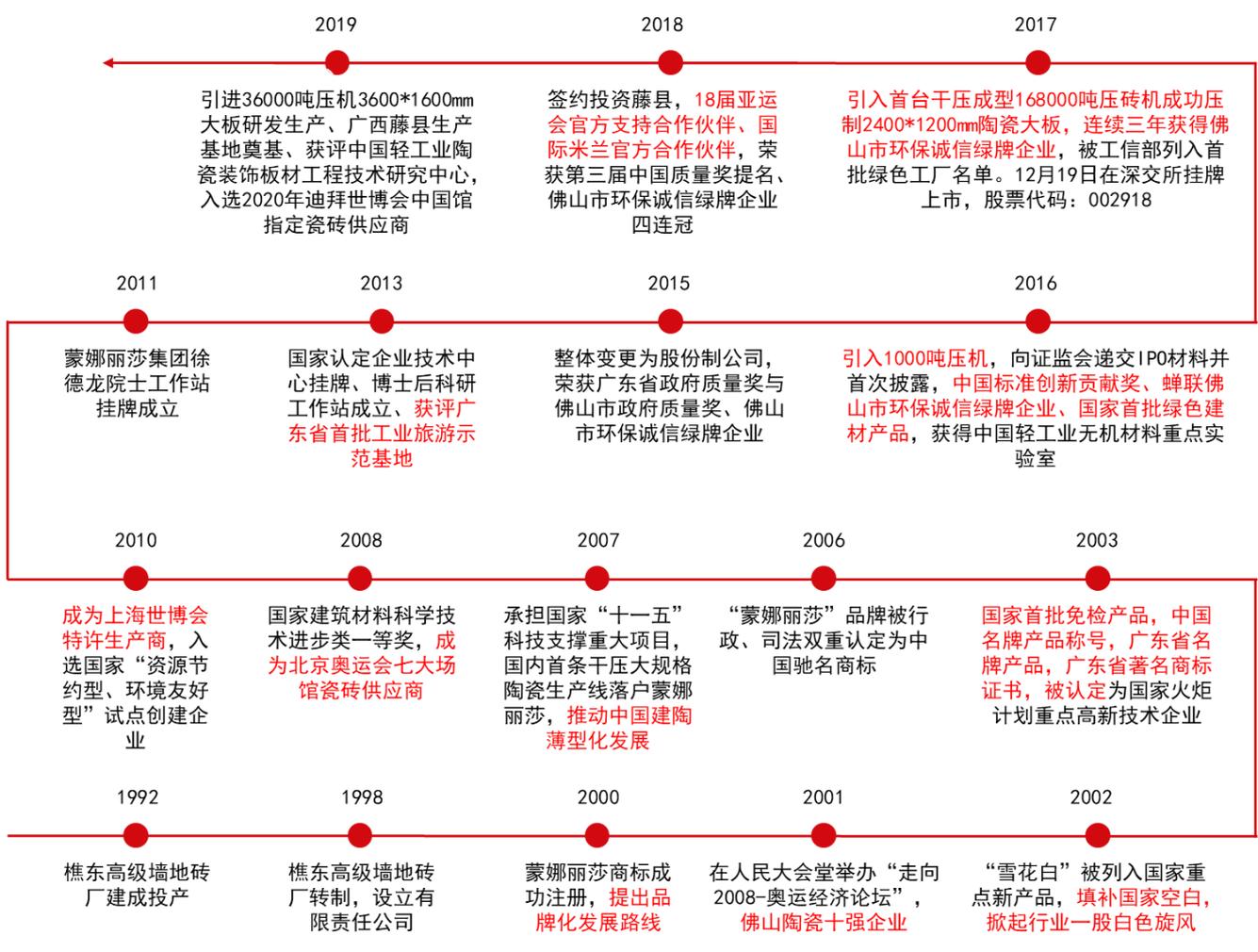
董事	持股比例	简介
萧华	31.10%	1949年出生,中国国籍,无境外居留权,毕业于广东商学院陶瓷专业,大学本科学历,高级政工师,中国陶瓷工业协会副会长,中国建筑卫生陶瓷协会副会长。现任公司董事长。主要工作经历:1998年10月至2003年11月,任广东蒙娜丽莎新型材料集团有限公司董事长;2003年12月至2015年7月,任广东蒙娜丽莎新型材料集团有限公司董事长兼总裁;2015年7月至今,任公司董事长。
霍荣铨	14.25%	1962年出生,中国国籍,无境外居留权,毕业于中共中央党校经济管理专业,大学本科学历。现任公司副董事长。主要工作经历:1998年10月至2015年7月,任广东蒙娜丽莎新型材料集团有限公司副董事长;2015年7月至今,任公司副董事长。
邓啟棠	9.72%	1962年出生,中国国籍,无境外居留权,毕业于中共中央党校经济管理专业,大学本科学历,高级政工师。现任公司董事,

董事	持股比例	简介
		副总裁,主要工作经历: 1998年10月至2015年7月,任广东蒙娜丽莎新型材料集团有限公司董事,副总裁; 2015年7月至今,任公司董事,副总裁。
张旗康	9.72%	1965年出生,中国国籍,无境外居留权,毕业于四川美术学院师范系绘画专业,大学专科学历。主要工作经历: 1998年10月至2015年7月,历任广东蒙娜丽莎新型材料集团有限公司生产技术副总经理,董事; 2015年7月至2018年7月,任公司董事会秘书。2015年7月至今任公司董事,董事会办公室主任,党总支部副书记。张旗康先生已取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。
萧礼标	0.00%	1975年出生,中国国籍,无境外居留权,毕业于吉林大学工业工程专业,研究生学历。现任公司董事,总裁。主要工作经历: 2004年6月至2011年6月,任佛山市南海锦绣华庭房地产开发有限公司副总经理; 2011年6月至2015年7月,历任广东蒙娜丽莎新型材料集团有限公司总裁助理,副总裁; 2015年7月至今,任公司董事,总裁。

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

自1998年公司集体改制为民营企业以来,在董事长萧华的领导下,秉承诚信、务实、创新、高效的企业文化,积累起了自身的品牌、产品及研发、渠道优势。2017年,公司在深交所挂牌上市,成为A股市场稀缺的瓷砖企业。在准备上市的过程中,公司通过持续的积累和投入,苦练内功,其环保、研发能力持续领先于行业。且公司注重产品质量,蝉联佛山市环保诚信绿牌企业,国家首批绿色建材产品,荣获中国质量奖提名,是北京奥运会、上海世博会的瓷砖供应商。

图 13: 蒙娜丽莎发展历程



资料来源: 蒙娜丽莎官网, 中信证券研究部

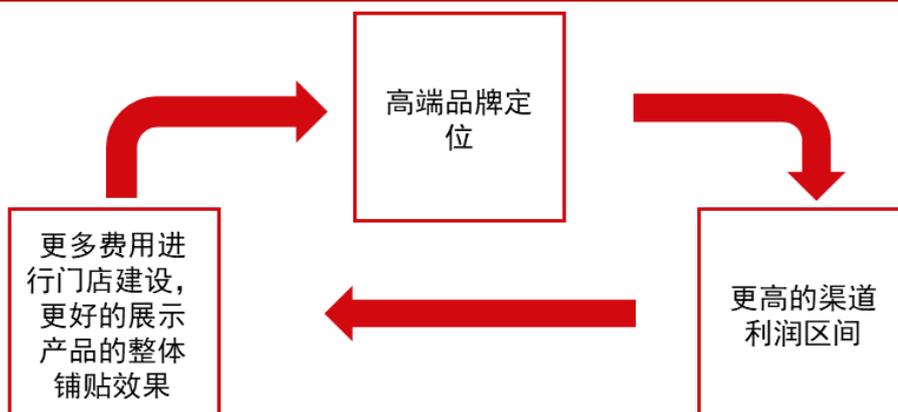
1、品牌优势

瓷砖作为设计感很强的建筑材料，装饰属性高于功能属性，历史上很多企业通过成功推出爆款品类成功跻身一线品牌或奠定和巩固行业地位。如金花米黄成就了东鹏，仿古砖成就了马可波罗，雨花石成就了欧神诺，瓷抛砖成就了诺贝尔，大理石瓷砖成就了简一。

1998 年之前，佛山的大部分瓷砖还是以中低档为主，公司领军人物萧华决心将蒙娜丽莎做成高档瓷砖品牌。为了迅速打响品牌，1999 年到 2000 年，蒙娜丽莎先后参加了上海、天津、北京、温州四地的陶瓷展览，开创了大面积、高规格展位的先河。2000 年，公司研发的雪花白石一举奠定了蒙娜丽莎品牌高端形象，其后在人民大会堂举办“走向 2008——奥运经济论坛”，开启了陶瓷行业品牌营销的先河。蒙娜丽莎也逐步建立起了自身的高端品牌定位。

由于瓷砖讲究整体铺贴效果，对于第一梯队的品牌，渠道的利润空间也较大，通过渠道的费用投入才能够起到更好的展示效果（样板间装修、商超核心位置等），而更好的展示效果也对高标价形成了支撑，是一个正向循环的过程。

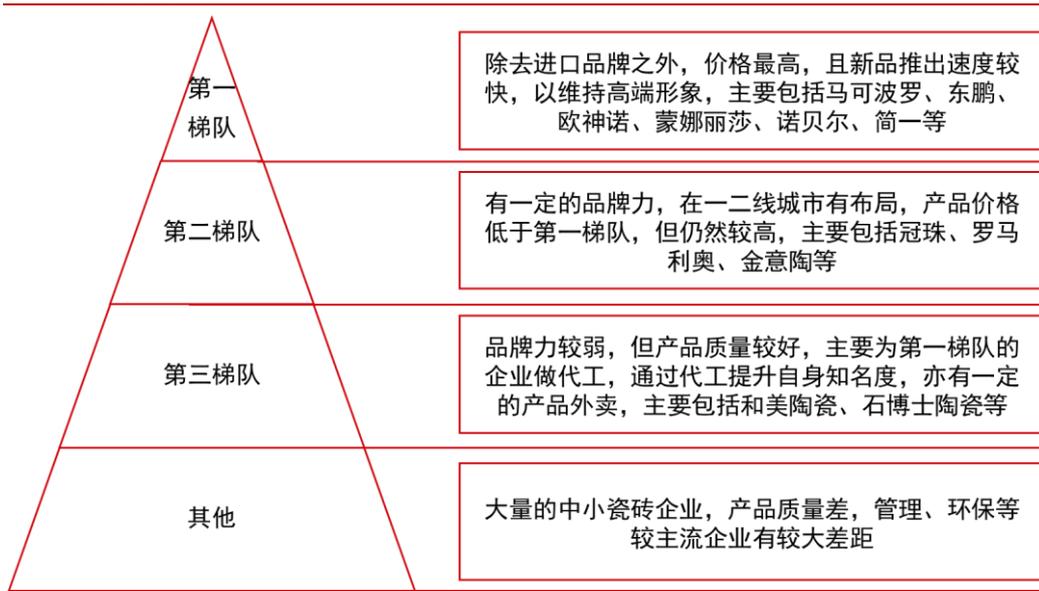
图 14：高端品牌与渠道利润相辅相成



资料来源：中信证券研究部

因此，随着瓷砖行业发展的逐步成熟及竞争的加剧，通过单一产品建立品牌形象的时代已经过去，行业的品牌梯存在一定的固化趋势，形成了品牌梯队壁垒。

图 15: 零售端品牌梯队



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

2、产品及研发优势

产品优势一：新品推出速度快。由于零售端更注重外观指标，竞争力取决于推出新品的速度及新品能否引领消费者审美。蒙娜丽莎注重新品推出速度，雪花白石、微晶石、蓝田玉石、建筑陶瓷薄板、罗马系列、七星真石等均 within 行业内有良好口碑。通过研发优势带来的新品推出，一方面有利于在竞争对手还未完全模仿时赚取超额利润，另一方面也有利于公司巩固自身高端品牌地位。

图 16: 蒙娜丽莎爆款新品时间轴



资料来源：蒙娜丽莎官网，中信证券研究部

产品优势二：大板及薄板优势。近年来瓷砖行业大板迎来了快速发展机会，瓷砖主流产品尺寸从 400*400mm 到 600*600mm、800*800mm、900*900mm 及更大尺寸，单平价格不断提升，小尺寸瓷砖逐步被淘汰。蒙娜丽莎在自身品牌定位属于第一梯队的前提下，恰恰在大板领域具备产品优势，其大板（即尺寸大于 900*1800mm）从研发到生产至今已超 10 年时间，在国内一直处于领先地位。2019 年国内首个 3600*1600mm 大板成功在蒙娜丽莎面世，并已进入量产状态。

图 17：蒙娜丽莎 3600*1600 大板生产线投入运营

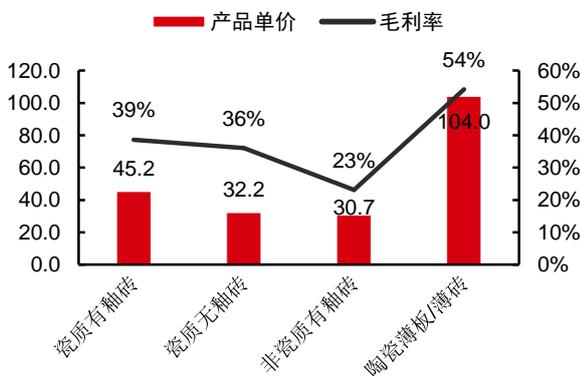


资料来源：蒙娜丽莎官网

在薄板领域，公司代表中国与意大利一起起草首个陶瓷薄板（砖）国际标准，在国际陶瓷砖标委会中为中国赢得席位 6 个以上。陶瓷薄板厚度只有传统陶瓷砖的 1/3，在生产时可以节约原材料 75%，综合能耗降低 85%，SO₂、氮氧化物等排放减少 60%以上。

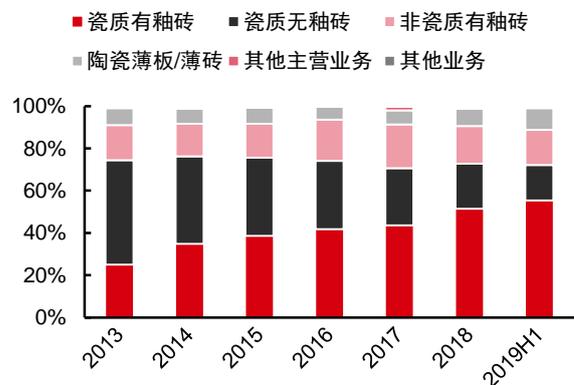
公司薄板产品的价格及毛利率远高于其他产品，且近年来收入占比持续提升，2019 年 H1，公司薄板产品收入占比已经达到 10%（利润占比更高）。除此之外，毛利率较高的瓷质有釉砖占比也在提升，公司的产品结构持续优化。

图 18：主要产品价格（2016 年）及毛利率（单位：元/平方米）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：毛利率较高的陶瓷薄板及瓷质有釉砖占比上升

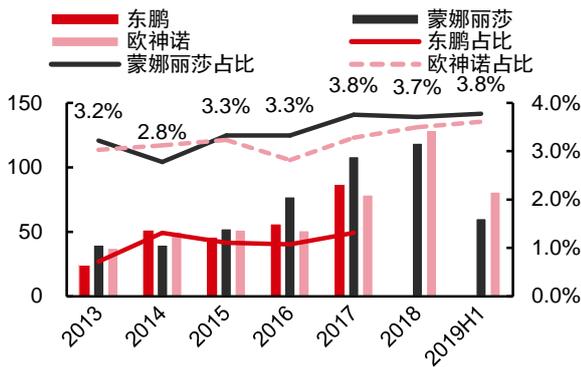


资料来源：Wind，中信证券研究部

持续性的研发投入，环保能力行业最优。由于公司 2018 年之前仅有两个生产基地，且生产线的长度均较短（最长的生产线 180 米，而新的生产线 300 米以上的居多），不适

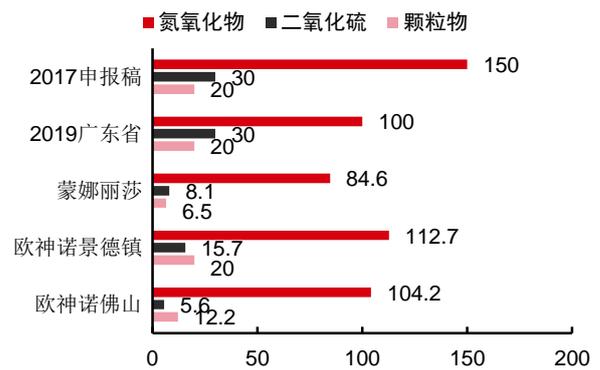
合批量化生产，但恰恰适合零售端的新品研发。公司被动&主动性地苦练内功，研发及环保投资占比较高，公司生产过程中氮氧化物、二氧化硫、颗粒物每立方米排放仅为84.6/8.1/6.5mg，远低于行业标准。2017年公司成功成为A股稀缺的独立上市瓷砖企业，其陶瓷大板、薄板的产品优势及生产的高度环保性功不可没。根据广东出台的《陶瓷工业大气污染排放标准》，从2019年10月1日起，颗粒物、二氧化硫、氮氧化物三大指标将分别提高至每立方米20/30/100mg，排放标准的趋严使得蒙娜丽莎的相对竞争优势进一步凸显。

图 20: 蒙娜丽莎研发投入占比三者最高 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 蒙娜丽莎环保排放远低于行业标准 (单位: mg/m³)

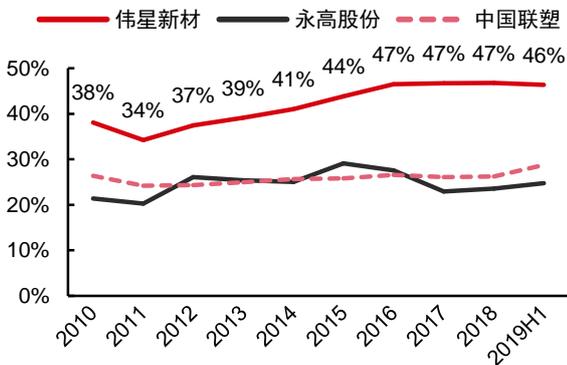


资料来源: Wind, 中信证券研究部

3、渠道后发优势

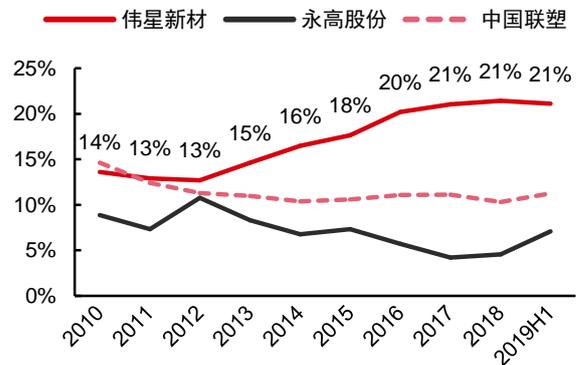
消费类建材企业在C端渠道上具备后发优势，扁平化渠道具备更大的增长空间。建材品类的传统渠道通常以垂直化渠道为主，层层代理分销经营模式，一定程度上这种模式能够帮助企业快速铺层渠道，但是此模式一旦成熟，将原有的垂直渠道转变为扁平化渠道将耗费较高的成本，不利于企业对渠道精耕细作。而对于渠道建立相对较晚，空白区域较多的消费建材类企业，反而可以实现渠道扁平化。以伟星新材为例，通过渠道变革，一步步搭建起扁平化的销售渠道，使得公司对渠道的控制力强，且管理精细化，匹配星管家服务，也奠定了公司高端品牌地位，毛利率远高于其他竞争对手。

图 22: 不同管道公司毛利率对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 不同管道公司净利率对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

对于瓷砖行业，由于经销商的运营成本相对更高，新增经销商较少，因此现有的优秀经销商是行业内稀缺资源。而扁平化的渠道有利于公司辅助经销商经营（如为经销商提供担保贷款），吸引经销商加盟，抢占经销商资源（其他公司的二级经销商可变为公司的一级经销商，对经销商更具吸引力）。而蒙娜丽莎公司风格稳健，经销商流失率很低。从公司的前五大客户来看，一亿元以上的经销商很少，较东鹏、马可波罗的销售渠道更为扁平。

表 7：蒙娜丽莎 2016 年前五大经销商客户

序号	客户名称	销售金额（万元）	占营收比例
1	华耐立家建材	24775.78	22.55%
2	北京威特中恒贸易	3575.29	3.25%
3	佛山市南海宏图建材	2877.97	2.62%
4	贵州顺天祥建材	2597.04	2.36%
5	上海恒钻实业	2482.24	2.26%
合计		36308.32	33.05%

资料来源：蒙娜丽莎招股说明书，中信证券研究部

表 8：东鹏控股 2017 年前五大经销商客户

序号	客户名称	销售金额(万元)	占营业收入比例
1	北京朗惠时代家居用品有限公司	15,219.46	2.29%
2	石狮市三跃建材贸易有限公司	12,697.53	1.91%
3	温州市鸿联建材连锁有限公司	10,877.24	1.64%
4	杭州融致	10,793.11	1.63%
5	杭州东箭贸易有限公司	4,931.69	0.74%
合计		54,519.03	8.21%

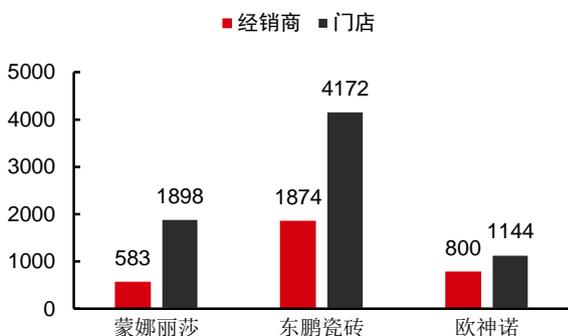
资料来源：东鹏控股招股说明书，中信证券研究部

虽然瓷砖具备品牌梯队的分层，但是在第一梯队品牌之间，品牌的识别度低，渠道的引导及配套服务作用非常重要，扁平化渠道可以使公司对渠道有更强的控制力，在渠道引导及配套服务方面具备优势。从终端门店的调研情况对比来看，蒙娜丽莎的终端标价属于第一梯队，产品品质好，同时折扣力度也较大，也在一定程度上对追求性价比的消费者具备较好的吸引力。

仍处成长期，产品结构不断优化

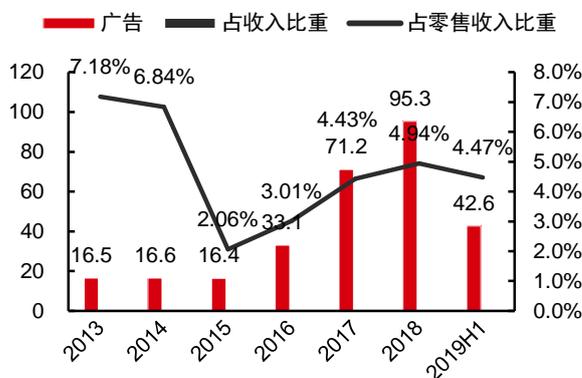
虽然公司具备 C 端竞争力，近年来零售业务收入稳步增长，且利润增速快于收入增速。但是 2018 年 C 端收入只有 20 亿元，较东鹏、马可波罗 40 亿元左右的零售收入规模还有较大差距。而我们认为上市之后公司正进入前期投入的收获期：一方面，公司在做上市准备过程中不断进行研发和环保投入，使得产品具备竞争力，二是公司在上市之前加大了广告投入及品牌建设，广告费占比提升。同时，2017 年成功上市也对公司起到了很好的品牌背书作用。

图 24：不同品牌的经销商及门店数目



资料来源：Wind，高德地图，中信证券研究部；注：门店数量采用高德地图搜索统计而来，蒙娜丽莎经销商为 2016 年数量，东鹏经销商为 2017 年数量

图 25：蒙娜丽莎近年广告费用及占比（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 大 B 端具备良好客户基础，产能投放释放成长弹性

最早布局大 B 端的瓷砖企业

公司房地产战略合作业务部成立于 2002 年，是最早布局房地产战略合作业务的企业之一。通过不断的经验积累，目前已经建立了一整套完善的房地产战略合作管理体系，组建了一支强大而有竞争力的专业工程项目服务团队，拥有专属的战略工程运营服务团队、品质保障体系、生产线、研发团队、仓储物流体系、绿色快车道。

图 26：开发商对瓷砖供应商的要求

品牌价值	产品质量	供应链能力	产品服务	账期占用
瓷砖品牌 TOP10，有一定的工程供货经验，在零售端具备品牌力	开发商更关注产品质量的稳定 VS 经销模式下强调产品的装饰性	工程业务必须在满足及时供货的前提下，有效控制总成本（制造、库存、物流、服务成本） VS 经销模式下对成本不敏感	工程模式下，厂家直接负责铺贴指导以及售后服务，开发商有更高的效率要求 VS 经销商模式下，由经销商服务客户	工程业务普遍账期较长 VS 代理商模式一般由代理商垫付贷款

资料来源：欧神诺官网，中信证券研究部

通过多年积累，公司与主要的地产开发商都建立了良好的合作伙伴关系。连续成为万科的 A 级供应商，碧桂园、保利、世茂、珠江等开发企业的优秀供应商或战略合作伙伴，具备良好口碑，2018 年开发商首选率行业排名第三。同时，公司对单一客户的依赖度不高，能够减少单一客户竣工面积波动较大带来的影响。

表 9: 蒙娜丽莎 2016 年前五大工程客户

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营收比例
1	广州恒大材料设备有限公司	32,100.21	26.31%
2	万科企业股份有限公司	20,733.29	16.99%
3	碧桂园控股有限公司	12,837.82	10.52%
4	保利房地产 (集团) 股份有限公司	7,622.89	6.25%
5	中海地产集团有限公司	7,285.53	5.97%
合计		80,579.74	66.04%

资料来源: 蒙娜丽莎招股说明书, 中信证券研究部

表 10: 蒙娜丽莎 500 强房地产首选率逐年上升

排名	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	品牌名称	品牌首选率								
1	马可波罗	17%	马可波罗	17%	马可波罗	18%	马可波罗	19%	马可波罗	20%
2	诺贝尔	16%	东鹏	16%	东鹏	14%	蒙娜丽莎	16%	蒙娜丽莎	17%
3	东鹏	15%	诺贝尔	15%	诺贝尔	13%	东鹏	14%	欧神诺	14%
4	欧神诺	14%	新中源	13%	新中源	12%	诺贝尔	12%	东鹏	13%
5	新中源	7%	欧神诺	12%	蒙娜丽莎	12%	欧神诺	12%	诺贝尔	12%
6	冠珠	6%	冠军	5%	欧神诺	11%	冠珠	8%	欧美	8%
7	金意陶	4%	金意陶	4%	冠珠	4%	新中源	6%	冠珠	4%
8	冠军	4%	蒙娜丽莎	4%	金意陶	3%	欧美	3%	金意陶	2%
9	蒙娜丽莎	3%	冠珠	3%	欧美	2%	能强	2%	能强	1%
10	简一	2%	简一	2%	简一	2%	亚细亚	1%	亚细亚	1%
	总计	88%	总计	91%	总计	91%	总计	93%	总计	92%

资料来源: 中国房地产业协会, 中信证券研究部

表 11: 公司工程端战略合作客户基础好

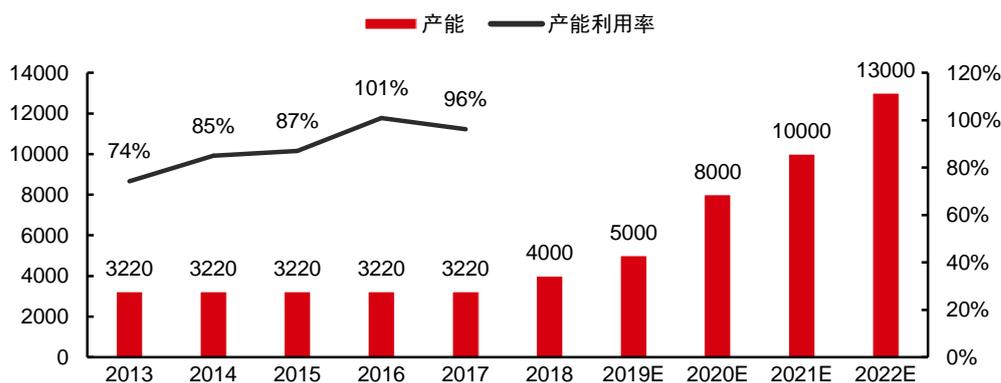
万科	碧桂园	保利	世茂
2017 万科集团持续领先奖	2017 碧桂园优秀供应商	2017-2018 保利发展质量优秀奖	2017 世茂地产优秀供应商
2017 万科集团 A 级供应商	2016 碧桂园战略合作奖	2016 保利地产优秀供应商	2016 世茂地产战略采购优秀供应商
2016 万科集团 A 级供应商	2015 碧桂园战略合作伙伴	2015 保利地产优秀供应商	
2015 万科集团 A 级供应商			
珠江	中粮	雅居乐	金茂
2017 珠江集团十佳供应商	2017-2019 中粮置地集采合作伙伴	2017 雅居乐地产优秀供应商	2019 中国金茂华南战略合作奖
2016 珠江集团十大优秀战略合作伙伴	2017 中粮置地优秀供应商		2018 中国金茂北京区域优秀供应商
2015 珠江集团十大优秀战略合作伙伴			

资料来源: 蒙娜丽莎官网, 中信证券研究部

藤县投产缓解产能瓶颈

公司目前已经投产的只有佛山和清远两个生产基地, 且窑炉长度较短, 单线生产规模较小。虽然公司通过技术改造, 自产产能从 3200 万平米提升为近 5000 万平米, 但是增长仍然受制于产能不足, 单线产能平均也仅为每年 200 万方左右。2016 年公司自产产能的利用率就超过了 100%, 且规模小的生产线不适宜生产批量化的 B 端产品, 因此公司主动收缩了 B 端业务。

图 27: 蒙娜丽莎未来产能料将迅速扩张 (单位: 万平方米)



资料来源: 蒙娜丽莎官网, 中信证券研究部 (含预测); 注: 2017 年产能利用率数据采用半年数据

藤县产能投放有效解决 B 端产能瓶颈问题。公司在广西藤县的高端、智能建筑陶瓷生产项目新增 12 条生产线, 产能 7200 万平米, 单线规模平均为 600 万平米/年, 较原有产线生产规模有明显提升。建设期至 2021 年 8 月, 产能较原有自产产能增加 1.5 倍, 我们预计至 2022 年能够支撑 100 亿的收入规模。

表 12: 藤县新增产能情况及投资金额

项目主体	项目	投资总额	资金来源	
			募集资金	自筹
广西蒙娜丽莎	年产 7200 万平方米的高端、智能建筑陶瓷生产项目	12.5 亿	3.23 亿元	9.27 亿元
	研发中心建设项目	1.5 亿	—	1.5 亿元
广西美尔奇	高端、智能建筑陶瓷生产线配套工程项目	6 亿	2.77 亿元	5.73 亿元

资料来源: 蒙娜丽莎公告, 中信证券研究部

■ 风险因素

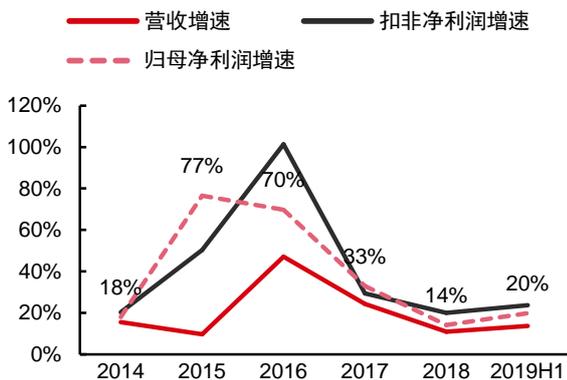
行业需求下滑风险。

应收账款回收风险。

■ 估值及投资评级

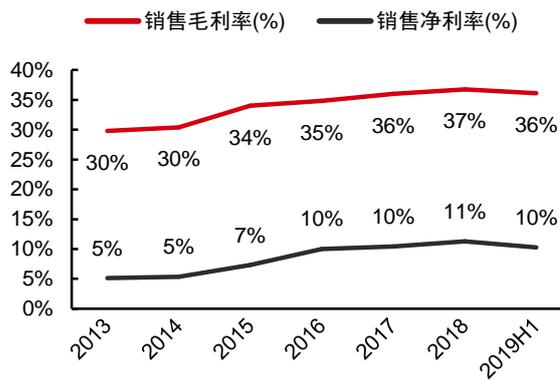
从财务角度看, 公司各项指标表现优异, 零售端占比 60%, 收入/净利润稳步增长, 利润率水平呈现上升趋势, 营运周期控制在一个合理范围, 经营性现金流量净额能够匹配净利润。也从一个侧面反映了公司经营风格偏稳健。

图 28: 公司营收及净利润增速



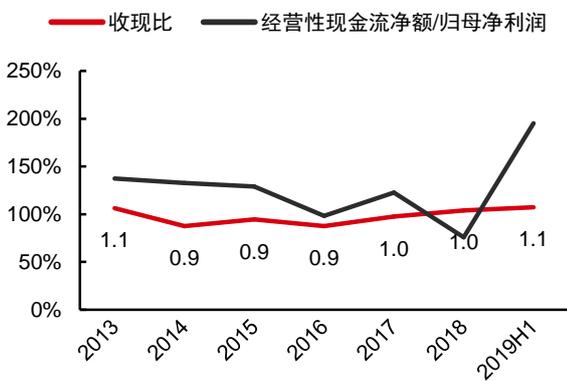
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 29: 公司毛利率及利润率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 30: 公司收现比及经营现金流



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 31: 公司净营业周期 (单位: 天)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

我们预计 2019 年全年公司收入增速将超 15%，利润增速会超过收入增速。受益于样板间数量的增长，预计公司 2020 年 B 端收入增速会比较快。我们预测公司 2019-2021 年净利润 4.89/6.31/8.16 亿元，2019 年 PE 估值仅 13 倍，首次覆盖，给予目标价 16.9 元（对应 2020 年 PE12 倍）和“买入”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,890	3,208	3,712	4,541	5,320
营业成本	1,849	2,029	2,331	2,815	3,234
毛利率	36.03%	36.77%	37.20%	38.00%	39.20%
营业税金及附加	30	27	35	43	48
销售费用	396	456	509	630	741
营业费用率	13.70%	14.22%	13.71%	13.88%	13.94%
管理费用	240	157	186	227	266
管理费用率	8.29%	4.89%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用	20	12	(15)	(7)	(0)
财务费用率	0.69%	0.36%	-0.41%	-0.15%	-0.01%
投资收益	1	0	1	1	0
营业利润	360	418	502	642	767
营业利润率	12.46%	13.02%	13.53%	14.13%	14.42%
营业外收入	2	7	11	7	8
营业外支出	8	5	6	6	6
利润总额	354	420	508	642	770
所得税	52	57	72	91	108
所得税率	14.75%	13.62%	14.14%	14.17%	13.98%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	302	362	436	551	662
净利率	10.44%	11.29%	11.75%	12.14%	12.45%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,493	1,477	1,371	2,037	2,267
存货	712	890	985	1,169	1,376
应收账款	635	754	890	1,051	1,252
其他流动资产	74	491	401	444	502
流动资产	2,914	3,611	3,646	4,702	5,397
固定资产	369	427	775	1,097	1,394
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	93	92	92	92	92
其他长期资产	162	233	233	233	233
非流动资产	625	752	1,099	1,422	1,719
资产总计	3,538	4,363	4,745	6,123	7,116
短期借款	112	207	265	835	983
应付账款	800	1,069	1,043	1,321	1,557
其他流动负债	351	431	428	456	483
流动负债	1,263	1,707	1,736	2,611	3,022
长期借款	45	100	100	100	100
其他长期负债	13	6	6	6	6
非流动性负债	58	106	106	106	106
负债合计	1,321	1,814	1,843	2,718	3,129
股本	158	237	237	237	237
资本公积	1,418	1,340	1,340	1,340	1,340
归属于母公司所有者权益合计	2,218	2,549	2,903	3,406	3,987
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,218	2,549	2,903	3,406	3,987
负债股东权益总计	3,538	4,363	4,745	6,123	7,116

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	354	420	508	642	770
所得税支出	-52	-57	-72	-91	-108
折旧和摊销	71	70	52	78	103
营运资金的变化	-39	-191	-186	-80	-210
其他经营现金流	36	34	0	-11	6
经营现金流合计	370	275	303	538	561
资本支出	-198	-202	-400	-400	-400
投资收益	1	0	1	1	0
其他投资现金流	13	-228	0	0	0
投资现金流合计	-184	-429	-399	-399	-400
发行股票	1,124	0	0	0	0
负债变化	341	422	58	570	148
股利支出	-31	-83	-83	-48	-81
其他融资现金流	-414	-203	15	7	0
融资现金流合计	1,021	136	-9	529	68
现金及现金等价物净增加额	1,207	-18	-106	667	229

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	24.33%	11.02%	15.68%	22.33%	17.16%
营业利润	43.95%	16.00%	20.23%	27.77%	19.56%
净利润	29.50%	20.11%	20.31%	26.41%	20.16%
利润率 (%)					
毛利率	36.03%	36.77%	37.20%	38.00%	39.20%
EBITDAMargin	15.38%	15.61%	14.68%	15.70%	16.40%
净利率	10.44%	11.29%	11.75%	12.14%	12.45%
回报率 (%)					
净资产收益率	13.61%	14.21%	15.02%	16.18%	16.61%
总资产收益率	8.53%	8.31%	9.19%	9.00%	9.31%
其他 (%)					
资产负债率	37.32%	41.57%	38.83%	44.38%	43.97%
所得税率	14.75%	13.62%	14.14%	14.17%	13.98%
股利支付率	10.14%	22.85%	11.00%	14.66%	16.17%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6 规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。