2020 年 02 月 21 日

业绩符合预期，高增长周期开启

蒙娜丽莎(002918)

评级：	买入	股票代码：	002918
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	28.23/10.69
目标价格：	24.31	总市值(亿)	80.64
最新收盘价：	20.05	自由流通市值(亿)	27.13
		自由流通股数(百万)	135.32

事件概述。公司 2 月 21 日公布业绩快报，公司 2019 年实现收入 38.04 亿元，同比增长 18.6%，实现归母净利润 4.36 亿元，同比增长 20.3%，对应 2019Q4 实现收入 11.28 亿元，同比增长 21.3%，归母净利润 1.32 亿元，同比增长 39.7%。

▸业绩符合预期，工程客户拓展顺利。公司业绩符合我们预期。我们估算公司 2019 年瓷砖销量同比增长 20%左右，细分产品价格同比总体保持稳定。地产战略集采客户拓展快速，我们测算公司 2019 年工程端销售增速显著大于零售端，Q4 我们测算工程端销售占收入比重环比提升 4 个百分点，预计 2020 年新拓展集采客户将进一步放量，而零售端也将受益于渠道下沉保持稳定增长。

▸毛利率预计同比提升，产品结构优化，报表优质。由于加大对经销商扶持力度及集采客户拓展，判断公司 2019 年销售费用率同比有所提升（2019 年前三季度同比提升 1.4 个百分点），但 2019 年公司营业利润率同比仍然提升 0.4 个百分点，判断公司毛利率同比有所提升。我们认为公司毛利率提升的原因是：1）规模效应初步体现，单位生产成本下降，2）产品结构优化，中高端产品占比提升。同时 2019 年前三季度由于应收款管理增强、票据贴现增加，公司经营净现金流同比大幅增长 7.6 亿元左右，判断现金流好转趋势在 2019Q4 延续，测算总体应收款规模增长不明显，反映报表质量十分优质。

▸高增长周期开启。目前公司藤县基地节前已有一条线点火，判断 2020 年藤县一期另外 3 条线将陆续点火，自有产能提升将帮助公司突破地产集采瓶颈并快速放量。测算新线单线成本较老线低 15%以上，我们认为公司单位生产成本仍有进一步下降空间，从而提升公司盈利中枢。目前各地逐渐解除交通限制，复工后需求有望放量，我们认为疫情不改行业基本面向好趋势，公司高增长周期已经开启。

投资建议。调整销量及费用率假设，下调 2020/2021 年收入预测 2.2%/8.4%至 47.5/60.6 亿元，小幅提升 2020/2021 年净利润预测 0.4%/0.4%至 5.74/7.84 亿元，同比增长 31.8%/36.5%。考虑到地产竣工改善和优异的现金流回款，提升估值至 2020 年 17x PE（原：15x），从而提升目标价 14%至 24.31 元，维持“买入”评级。

风险提示。疫情持续时间超预期，渠道拓展慢于预期，其他系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2889.88	3208.40	3804.39	4747.28	6062.66
YoY（%）	24.33%	11.02%	18.58%	24.78%	27.71%
归母净利润(百万元)	301.72	362.38	435.96	574.38	783.83
YoY（%）	29.50%	20.11%	20.30%	31.75%	36.47%
毛利率（%）	36.03%	36.77%	37.97%	38.49%	39.56%
每股收益（元）	0.75	0.90	1.08	1.43	1.95
ROE	13.61%	14.21%	14.29%	16.44%	19.12%
市盈率	26.59	22.14	18.40	13.97	10.24

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬
邮箱：qisy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070002
联系电话：0755-23948865

研究助理：郁晾
邮箱：yuliang@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3208.40	3804.39	4747.28	6062.66
YoY(%)	11.02%	18.58%	24.78%	27.71%
营业成本	2028.56	2359.96	2919.87	3664.35
营业税金及附加	26.58	31.51	39.33	50.22
销售费用	456.34	559.24	697.85	891.21
管理费用	156.82	185.95	232.04	296.33
财务费用	11.56	19.53	22.18	24.50
资产减值损失	33.59	38.60	35.00	35.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	417.78	468.35	624.77	875.97
营业外收支	1.75	40.35	45.45	38.65
利润总额	419.53	508.70	670.22	914.62
所得税	57.15	72.74	95.84	130.79
净利润	362.38	435.96	574.38	783.83
归属于母公司净利润	362.38	435.96	574.38	783.83
YoY(%)	20.11%	20.30%	31.75%	36.47%
每股收益	0.90	1.08	1.43	1.95

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1476.71	1515.98	1393.71	1331.58
预付款项	8.28	8.28	8.28	8.28
存货	889.61	1034.94	1280.49	1606.97
其他流动资产	1236.74	1376.76	1598.28	1907.32
流动资产合计	3611.33	3935.96	4280.75	4854.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	426.99	482.50	677.20	661.50
无形资产	91.67	86.95	82.22	77.50
非流动资产合计	751.75	1045.67	1341.60	1636.18
资产合计	4363.08	4981.62	5622.36	6490.33
短期借款	207.10	207.10	207.10	207.10
应付账款及票据	1069.45	1169.10	1337.46	1561.32
其他流动负债	430.82	448.44	477.68	517.07
流动负债合计	1707.37	1824.65	2022.24	2285.49
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
其他长期负债	6.29	6.29	6.29	6.29
非流动负债合计	106.29	106.29	106.29	106.29
负债合计	1813.67	1930.94	2128.54	2391.79
股本	236.58	402.19	402.19	402.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2549.41	3050.68	3493.82	4098.55
负债和股东权益合计	4363.08	4981.62	5622.36	6490.33

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	362.38	435.96	574.38	783.83
折旧和摊销	70.22	17.27	19.06	20.42
营运资金变动	-197.35	-168.08	-269.47	-372.27
经营活动现金流	275.35	306.12	338.33	455.16
资本开支	-197.42	-309.43	-304.55	-311.35
投资	-232.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-429.42	-309.43	-304.55	-311.35
股权募资	0.00	165.61	0.00	0.00
债务募资	178.30	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	136.03	42.59	-156.05	-205.93
现金净流量	-18.03	39.27	-122.27	-62.13

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力（%）				
营业收入增长率	11.02%	18.58%	24.78%	27.71%
净利润增长率	20.11%	20.30%	31.75%	36.47%
盈利能力（%）				
毛利率	36.77%	37.97%	38.49%	39.56%
净利润率	11.29%	11.46%	12.10%	12.93%
总资产收益率 ROA	8.31%	8.75%	10.22%	12.08%
净资产收益率 ROE	14.21%	14.29%	16.44%	19.12%
偿债能力（%）				
流动比率	**2.12**	**2.16**	**2.12**	**2.12**
速动比率	1.59	1.59	1.48	1.42
现金比率	0.86	0.83	0.69	0.58
资产负债率	41.57%	38.76%	37.86%	36.85%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.81	0.81	0.90	1.00
每股指标（元）				
每股收益	0.90	1.08	1.43	1.95
每股净资产	6.34	7.59	8.69	10.19
每股经营现金流	0.68	0.76	0.84	1.13
每股股利	0.35	0.25	0.33	0.45
估值分析				
PE	22.14	18.40	13.97	10.24
PB	2.62	2.64	2.30	1.96

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁晾：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。