

蒙娜丽莎 (002918): 营收增长加速, 蓄势待发

——2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 27 日

强烈推荐/维持

蒙娜丽莎 公司报告

报告摘要:

- **事件:** 公司发布 2019 年三季度报, 报告期内, 实现营业收入 26.76 亿元, 同比增长 17.44%, 归母净利 3.04 亿元, 同比增长 13.45%, 扣非归母净利润增长 14.92%, 增速相对上半年平稳, 前三季度实现每股收益 0.75 元。
- **2B 和 2C 双轮驱动, 营业收入增速持续向上。** 公司三季度 B 端和 C 端继续同时发力, 比例和二季度相对稳定。B 端去年和今年新装样板间已经开始在三季度开始逐步供货, 新改装门店也装修完成开始贡献收入。2019 年第三季度营业收入增速达到 23.37%, 较二季度提升 8.68 个百分点, 营业收入进入未有过的高增长阶段。
- **去年同期基数高、毛利率下降和销售费用率提升降低利润增速。** 公司前期门店装修完毕在 3 季度结算, 以及 2B 业务在第 3 季度集中供货未结算, 而运输费用提前结算加上供货区域原因提升销售费用率, 第 3 季度销售费用率为 15.74%, 提高 1.96 个百分点。第 3 季度单季毛利率为 37.64%, 同比降 0.37 个百分点, 以上导致单季度净利率下降 2.5 个百分点。再加上去年同期净利润水平较高, 导致第 3 季度利润率下降。
- **营收增速和经营性净现金流同时创历史新高。** 2019Q3 蒙娜丽莎营收同比增长 23.37%, 创历史最高, 收入高增的同时, 公司保持了优异的收入质量, 2019 前三季度收现比为 107.83%, 为历史最高, 2019Q3 经营性现金流量为 5.36 亿元, 同样为历史最高, 公司 2019Q3 应收账款减少 0.15 亿元。蒙娜丽莎在营收高增的同时, 保持了优异的营收质量, 现金流和应收账款管控能力十分出色。
- **建筑陶瓷行业深度洗牌, 利好龙头市场份额扩张。** 建筑陶瓷行业呈现出典型的“大行业小公司”局面, 近年来在地产端需求不振的影响下行业整体需求萎缩, 再加之国家环保和节能要求趋严, 小厂成本负担加大, 开始加速退出, 市场向头部公司集中。2019 年 1-5 月建筑陶瓷行业总销售收入为 1,197.28 亿元, 同比下降 7.67 个百分点, 规模以上企业同比减少 104 家, 是 2018 年全年减少量的 76%, 小企业加速退出减轻了因为产能过剩而导致的行业恶性竞争, 有利于蒙娜丽莎等行业龙头借机扩张市场份额, 2018 年, 公司市占率提高 0.49 个百分点。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,889.88	3,208.40	3,646.72	5,322.80	7,658.53
增长率 (%)	24.33	11.02	13.66	45.96	43.88
净利润(百万元)	301.72	362.38	454.88	689.79	1,016.79
增长率 (%)	29.50	20.11	25.52	51.64	47.41
净资产收益率 (%)	13.61	14.21	13.72	18.32	22.46
每股收益(元)	0.75	0.90	1.13	1.72	2.53
PE	4.81	8.02	10.85	7.15	4.85
PB	0.87	1.14	1.49	1.31	1.09

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是集研发、生产、营销为一体的大型陶瓷上市公司, 主要生产销售各类墙地砖、陶瓷板、陶艺等产品, 定位于高端产品市场, 研发能力突出, 在建筑陶瓷市场中位于第一梯队。

未来 3-6 个月重大事项提示:

公司新产能将持续释放。

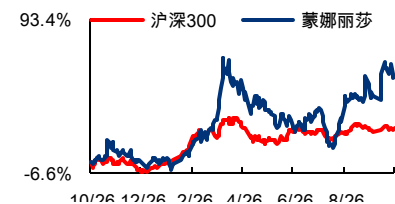
发债及交叉持股介绍:

52 周股价区间 (元)	15.24-17
总市值 (亿元)	61.29
流通市值 (亿元)	20.62
总股本/流通 A 股 (万股)	40219/13532
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.73

交易数据

52 周股价区间 (元)	15.18-16.3
总市值 (亿元)	238.8
流通市值 (亿元)	215.93
总股本/流通 A 股 (万股)	157311/141469
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.44

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512070003

研究助理: 韩宇

010-66554019

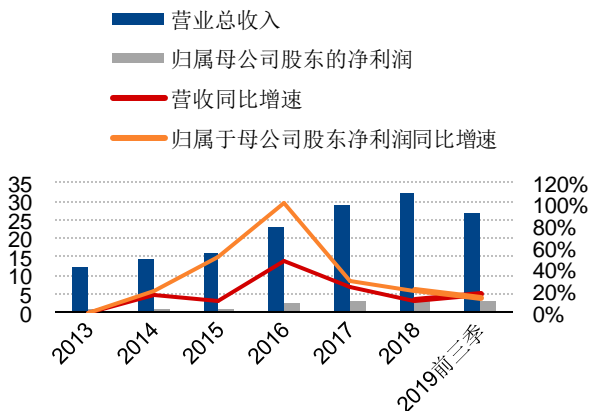
hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070045

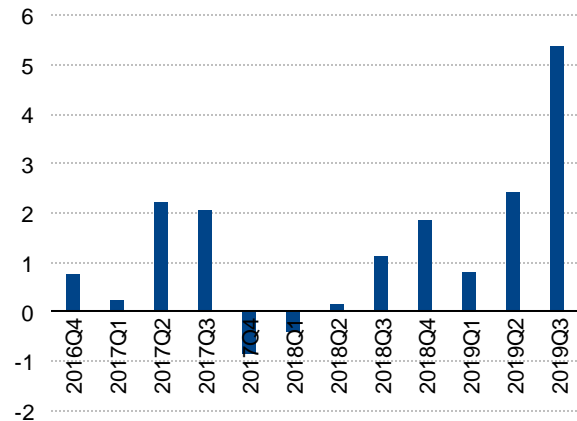
- **藤县自有产能建设和工程与经销双轮驱动战略为公司业绩高弹性打下基础。**蒙娜丽莎坚持经销与工程双轮驱动的发展战略, 经销方面公司坚持推进渠道下沉战略, 注重全国县镇级市场的布局, 2019 前三季度增加的 250 多家经销商中有较多县级层面的门店, 公司同时通过经销商来开拓区域的地产市场和终端消费。工程业务方面, 蒙娜丽莎是第一家接入精装修的瓷砖企业, 公司的工程客户均为知名房地产开发商像碧桂园、万科、保利、恒大和中海等, 2019 年中国房地产开发企业前十强中有 9 家企业是公司的客户, 公司的地产客户由原来的 30 多家增加到 60 多家, 其中大多数是上市公司。目前公司经销渠道和工程业务的占比稳定在 40% 和 60% 左右。蒙娜丽莎藤县项目的完全建成将大幅扩充公司自有产能, 如果全部投产公司供给能力预计实现翻倍, 我们认为经销与工程双轮驱动的发展战略有利于公司进一步的消化新增产能, 为实现业绩的高弹性提供产能基础。
- **中高端产品占比提升下毛利率继续提升, 藤县产能投产在即毛利率仍有上升空间。**陶瓷薄板/薄砖和瓷质有釉砖定位中高端, 公司生产的这两款产品毛利率分别高达 52.36% 和 38.83%。2019H1 公司中高端产品占比继续提高, 瓷质有釉砖和陶瓷薄板/薄砖在公司营收中占比分别提高 5.18 个百分点和 2.43 个百分点, 与此同时综合毛利率水平不断提升, 2019H1 同比增加 1.21 个百分点, 2019Q3 蒙娜丽莎综合毛利率环比提升 0.73 个百分点。城镇化水平与消费升级使陶瓷行业朝向高质量发展, 中高端产品越来越受到市场的青睐, 陶瓷薄板和瓷质有釉砖销售占比将逐步上升。2019 年 3 月公司藤县生产基地项目开工建设, 预计 2020 年初将建成 4 条生产线, 届时将产生 2000 多万平方米左右的自有产能增量。藤县生产基地将执行产品创新策略, 力争通过创新来提升单价和毛利, 因此我们预计未来公司中高端产品销售占比将进一步扩大, 毛利率水平仍有上升空间。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019 年到 2021 年的每股收益为 1.13 元、1.72 元和 2.53 元, 对应的动态 PE 为 11 倍、7 倍和 5 倍, 考虑到公司受益行业集中度提升, 产品结构不断改善, 且产能释放进入高增长期, 维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 需求改善速度和工程业务拓展不及预期。

图 1: 蒙娜丽莎营收及归母净利润变化情况 (单位: 亿元)



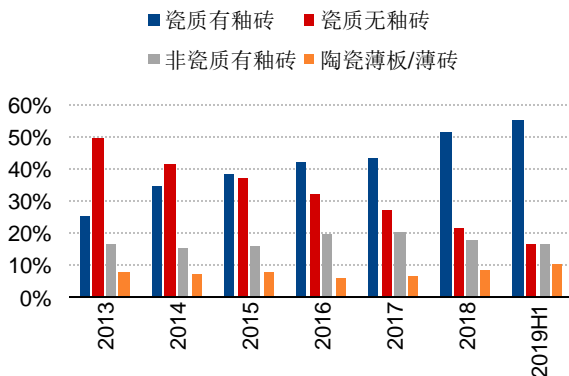
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 蒙娜丽莎经营活动净现金流 (单位: 亿元)



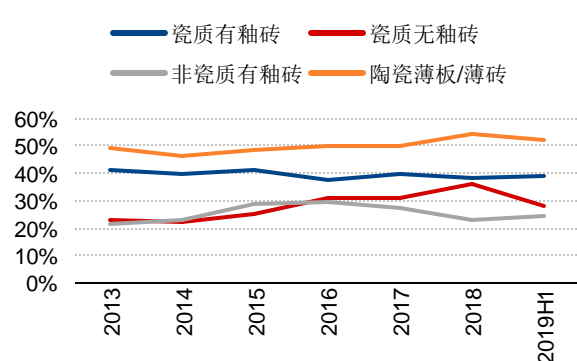
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 蒙娜丽莎四大瓷砖产品营收占比变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 蒙娜丽莎四大瓷砖产品毛利率变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2017	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2914	3611	3770	4934	6579	营业收入	2890	3208	3647	5323	7659
货币资金	1493	1477	1386	1597	1915	营业成本	1849	2029	2284	3337	4800
应收账款	477	556	634	926	1332	营业税金及附加	30	27	30	44	64
其他应收款	18	168	191	279	401	营业费用	396	456	520	758	1091
预付款项	4	8	13	20	29	管理费用	240	157	179	266	383
存货	712	890	1001	1463	2104	财务费用	20	12	0	8	29
其他流动资产	52	315	315	315	315	资产减值损失	22.13	33.59	30.00	30.00	30.00
非流动资产合计	625	752	1118	1459	1863	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	369	427	605	808	1085	营业利润	360	418	525	797	1176
无形资产	93	92	86	81	76	营业外收入	2.04	6.90	7.00	7.00	7.00
其他非流动资产	21	28	28	28	28	营业外支出	8.28	5.15	5.00	5.00	5.00
资产总计	3538	4363	4888	6394	8442	利润总额	354	420	527	799	1178
流动负债合计	1263	1707	1726	2714	4000	所得税	52	57	72	109	161
短期借款	112	207	98	534	1052	净利润	302	362	455	690	1017
应付账款	658	610	676	987	1420	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	26	27	28	30	32	归属母公司净利润	302	362	455	690	1017
一年内到期的非流	10	45	45	45	45	EBITDA	540	584	604	906	1333
非流动负债合计	58	106	106	106	106	EPS (元)	0.75	0.90	1.13	1.72	2.53
长期借款	45	100	100	100	100	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1321	1814	1832	2820	4106	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	24.33%	11.02%	13.66%	45.96%	43.88%
实收资本(或股本)	158	237	402	402	402	营业利润增长	43.95%	16.00%	25.61%	51.84%	47.52%
资本公积	1418	1340	1340	1340	1340	归属于母公司净利	29.50%	20.11%	25.52%	51.64%	47.41%
未分配利润	579	876	1172	1620	2281	获利能力					
归属母公司股东权	2218	2549	3316	3765	4527	毛利率(%)	36.03%	36.77%	37.36%	37.31%	37.32%
负债和所有者权益	3538	4363	5148	6585	8634	净利率(%)	10.44%	11.29%	12.47%	12.96%	13.28%
现金流量表					单位: 百万元						
	2017	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产净利润(%)	8.53%	8.31%	9.31%	10.79%	
						ROE(%)	13.61%	14.21%	13.72%	18.32%	22.46%
经营活动现金流	370	275	446	432	650	偿债能力					
净利润	302	362	455	690	1017	资产负债率(%)	37%	42%	36%	43%	
折旧摊销	159.9	154.41	0.00	96.17	124.18	流动比率	2.31	2.12	2.18	1.82	1.64
财务费用	20	12	0	8	29	速动比率	1.74	1.59	1.60	1.28	1.12
应付帐款的变化	-148	-79	-79	-292	-406	营运能力					
预收帐款的变化	-5	1	1	2	2	总资产周转率	1.02	0.81	0.77	0.91	1.01
投资活动现金流	-184	-429	-479	-477	-568	应收账款周转率	7	6	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.24	3.20	3.55	4.01	3.99
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊	2.55	1.53	1.13	1.72	2.53
筹资活动现金流	1021	136	-57	256	235	每股净现金流(最新	7.65	-0.08	-0.23	0.52	0.79
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	14.06	10.78	8.25	9.36	11.26
长期借款增加	-20	55	0	0	0	估值比率					
普通股增加	39	79	166	0	0	P/E	4.81	8.02	10.85	7.15	4.85
资本公积增加	1085	-79	0	0	0	P/B	0.87	1.14	1.49	1.31	1.09
现金净增加额	1207	-18	-91	211	318	EV/EBITDA	1.13	3.05	6.27	4.43	3.16

资料来源: wind, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	蒙娜丽莎（002918）2019 年中报点评：受益行业集中度提升，产能放量在即业绩可期	2019-08-26
公司	蒙娜丽莎（002918）深度报告：逆风向上迎拐点，双轮驱动立翘楚	2019-08-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014年第4，2015年第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。