

建筑材料

2020年09月29日

蒙娜丽莎 (002918)

——瓷砖产品创新引领者，天高任鸟飞

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020年09月28日

收盘价(元)	35.76
一年内最高/最低(元)	48.9/14
市净率	4.8
息率(分红/股价)	0.98
流通A股市值(百万元)	4972
上证指数/深证成指	3224.36/12900.70

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年06月30日

每股净资产(元)	7.46
资产负债率%	48.67
总股本/流通A股(百万)	406/139
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

戴铭余 A0230520010001
daimy@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

刘爽 A0230119080001
liushuang@swsresearch.com

联系人

刘爽
(8621)23297818×转
liushuang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **瓷砖品牌典范，“零售+工程”双轮驱动。**蒙娜丽莎是国内瓷砖行业一线品牌，产品创新引领者。公司坚持“软硬”兼施，对品牌形象的软实力和产品质量、科技创新的硬实力高度重视，系瓷砖行业内的产品创新引领者。凭借“经销+工程”双轮驱动战略，2014-2019年公司实现营业收入复合增速21.44%，归母净利润复合增速41.26%，截至2019年公司地产战略工程销售额与经销商渠道销售额占比分别为41%、59%。
- **瓷砖企业“规模壁垒”已破，公司工程业务有望后来居上。**陶瓷砖行业空间超过3000亿元，但因行业专利保护难度大，成本优势弱等特点龙头企业长期面临着规模壁垒（100亿），龙头企业市占率仅3%。2017年起，随着我国新开盘住宅全装修比例和头部房地产企业集中度的提升，瓷砖行业迎来了房地产第二次集采变革，B端需求迎来结构性高成长的同时为瓷砖企业的集中化带来了机遇。公司顺势而为，借产能扩张的契机开始全面发力房地产工程业务，凭借在资金、产品和品牌上均具备的明显优势，B端业务增长开始提速，我们预计2020年将是公司工程业务的二次拐点，工程业务有望实现45%以上增速的逆势增长，体量将后来居上。
- **量价利齐发力，成长伊始。**（1）量：产能扩张有望再造一个蒙娜丽莎。截至2019年，公司实现陶瓷砖生产量8303万平方米，2019年公司启动广西藤县项目，预计未来两年合计将增加8822万平方米产能，广西生产基地完全达产后公司全口径产能将实现翻倍增长。（2）价：坚持产品推行，价格在行业内具备相对优势。蒙娜丽莎高度重视产品创新，多年来持续引领国内建陶产品向大型化、薄型化方向发展，凭借行业内最大的新产品推行比例，终端产品价格持续领跑竞争对手。（3）利：规模效应逐渐夯实，成本红利有望释放。受制于规模和产品定位，公司的综合成本目前仍然高于行业内的老牌对手，但随着新产线的逐步投产以及大板薄板的应用渗透率提升，潜在成本下行红利反而成为公司长期的潜在增长点。
- **盈利预测及估值：**我们预计，公司2020-2022年归母净利润分别为5.95亿元、7.68亿元、10.04亿元，当前股价对应2020-2022年PE分别为24倍、19倍、14倍，而2020-2021年精装建材板块PE估值中枢分别为41.7倍、28.1倍，我们认为，陶瓷砖赛道正被显著低估，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**房地产融资监管引发系统性风险、大板薄板价格下行风险、产能利用率不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,804	1,788	5,056	6,928	9,059
同比增长率(%)	18.6	11.4	32.9	37.0	30.8
归母净利润(百万元)	433	216	595	768	1,004
同比增长率(%)	19.4	31.1	37.5	29.0	30.7
每股收益(元/股)	1.07	0.53	1.47	1.89	2.47
毛利率(%)	38.5	34.7	38.2	37.7	37.3
ROE(%)	14.8	7.1	16.9	17.9	19.0
市盈率	33		24	19	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

蒙娜丽莎是国内瓷砖行业产品创新引领者，公司管理层立足长远，致力于用品牌力来反哺渠道竞争力，多年以来成长稳健。2019年，公司深刻意识到房地产集采变革这个突破行业规模壁垒的机遇，借产能扩张的契机开始全面发力房地产工程业务，凭借在资金、产品和品牌上均具备的明显优势，B端业务增长开始提速，驱动公司“零售+工程”的双轮驱动进入第二阶段。我们预计，公司2020-2022年归母净利润分别为5.95亿元、7.68亿元、10.04亿元，当前股价对应2020-2022年PE分别为24倍、19倍、14倍，而2020-2021年精装建材板块PE估值中枢分别为41.7倍、28.1倍。我们认为，陶瓷赛道正被显著低估，公司股价正被显著低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

- 2020-2022年公司全口径销量分别为11215、15604、20480万平方米；
- 2020-2022年公司全口径单方价格分别为45.1、44.4、44.2元；
- 2020-2022年公司综合毛利率分别为38.2%、37.7%、37.3%。

有别于大众的认识

市场普遍认为，陶瓷赛道不及涂料、防水，对龙头企业的长期成长性存疑，不愿意给高估值，但是我们认为，有别于涂料、防水在其他国家的可参考性，陶瓷之所以英文翻译成“China”就是因为其在中国应用文化的不可替代性。有别于国外装修以地毯为主，中国精装房将瓷砖作为地面装饰的主要装饰材料，且正不断往墙面、橱柜等渗透。瓷赛道空间约3000亿、但龙头集中度仅3%，为所有消费建材中空间最大、集中度最低的，潜在集中度提升空间巨大。而且不同于涂料竞争端有外资品牌的大山挡路，陶瓷行业品牌被国内品牌垄断，当前房地产集采变革催化下，赛道格局日渐清晰，马可波罗、新明珠、东鹏、欧神诺、蒙娜丽莎五大龙头脱颖而出，即使保守预计未来这五大巨头仅占据半壁江山，潜在集中度提升空间平均也有5倍，天高任鸟飞。

股价表现的催化剂

精装房比例提升速度超预期、房地产客户开拓超预期

核心假设风险

房地产融资监管引发系统性风险、大板薄板价格下行风险、产能利用率不及预期风险。

目录

1. 瓷砖品牌典范，“零售+工程”双轮驱动	6
1.1 坚持“软硬”兼施，经销与工程齐发力.....	6
1.2 股权及管理层结构稳定，期权激励绑定核心员工利益.....	7
2. 瓷砖企业“规模壁垒”已破，B、C端共迎成长	8
2.1 低集中度痛点迎破局，天高任鸟飞.....	8
2.2 资金端优势凸显，把握瓷砖行业 2B 放量新变革.....	11
2.3 低端产能出清释放市场容量，经销渠道逆势扩张.....	14
3. 量价利齐发力，成长伊始	15
3.1 量：广西再造“蒙娜丽莎”，广东专注高端化技改.....	15
3.2 价：新老产品加速迭代，终端售价位于行业中高端水平.....	16
3.3 成本：受益区位优势+规模效应，广西产能降本明显.....	18
4. 盈利预测与估值	19

图表目录

图 1：公司营收及归母净利润（单位：百万元，%）	6
图 2：2019 年公司经销及工程渠道销售额占比	6
图 3：公司广告宣传费用情况（单位：百万元，%）	6
图 4：蒙娜丽莎打造“海陆空铁”品牌矩阵	6
图 5：公司经销及工程业务营收（单位：百万元，%）	7
图 6：公司股权结构图（截至 2020H1）	7
图 7：国内陶瓷砖产量历史数据（单位：亿平方米）	9
图 8：2019 年瓷砖行业头部企业市占率情况（瓷砖企业收入使用全口径收入） ...	9
图 9：建筑陶瓷行业规模以上企业数量（单位：个）	10
图 10：据奥维云网统计，中国全装修相关政策颁布数量在 16 年开始大幅增加（单位：次）	11
图 11：房地产企业采购模式变迁示意图	11
图 12：2019 年全装修市场部品配置率	11
图 13：2020 年 6 月底在手货币资金（单位：亿元）	12
图 14：公司的经营性应收项目及应付项目变动（单位：百万元）	12
图 15：公司经销及工程业务收入增速对比	13
图 16：公司在国内各地区收入情况（单位：百万元）	14
图 17：陶瓷岩板的餐台应用场景	15
图 18：陶瓷岩板的西厨应用场景	15
图 19：公司陶瓷砖销量（单位：万平方米）	16
图 20：公司自有陶瓷砖产能（按当年有效产能估算，单位：万平方米）	16
图 21：公司陶瓷砖均价（单位：元/平方米）	16
图 22：2020H1 陶瓷砖均价对比（单位：元/平方米）	16
图 23：公司的产品发展历程	17
图 24：蒙娜丽莎研发费用及同比（单位：百万元，%）	17
图 25：公司的陶瓷薄板/薄砖业务盈利情况（单位：百万元，%）	17
图 26：2017 年东鹏控股自产陶瓷砖成本拆分	18
图 27：2017H1 蒙娜丽莎自产陶瓷砖成本拆分	18
图 28：公司各基地单线产能规模（万平方米/年）	19

图 29 : 2020H1 蒙娜丽莎合并口径及广西蒙娜丽莎盈利对比 (单位 : 百万元 , %) 19

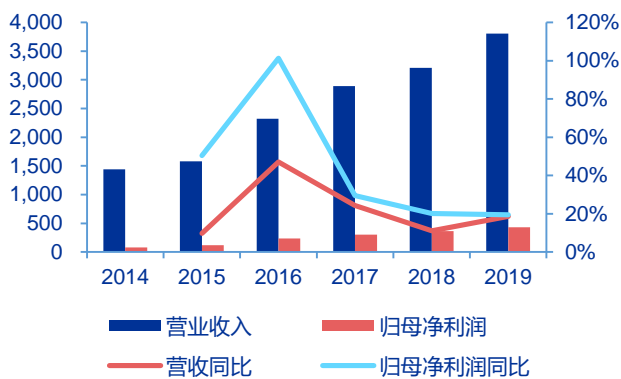
表 1 : 公司 2018 年股票期权激励计划考核要求	8
表 2 : 中国房地产开发企业 500 强首选建筑陶瓷类供应商服务商品品牌测评榜单 ...	13
表 3 : 关键假设表	19
表 4 : 重点公司估值表	20
表 5 : 利润表	21
表 6 : 资产负债表	22
表 7 : 现金流量表	24

1. 瓷砖品牌典范，“零售+工程”双轮驱动

1.1 坚持“软硬”兼施，经销与工程齐发力

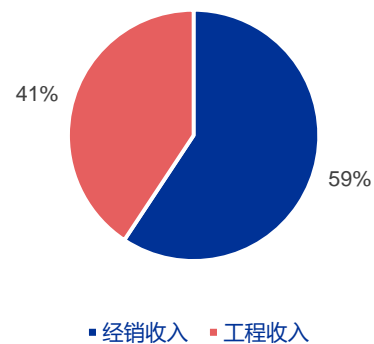
二十年深耕建陶行业，“经销+工程”助力业绩稳步增长。1992年公司前身原樵东墙地砖厂正式投产，至今深耕建陶行业20余年，专业从事高品质建筑陶瓷产品研发、生产和销售。目前，蒙娜丽莎已跻身国内瓷砖一线品牌，是陶瓷砖行业仅有的两家上市公司之一。公司坚持“经销+工程”双轮驱动战略，2014-2019年公司实现营业收入复合增速21.44%，归母净利润复合增速41.26%，2019年公司地产战略工程销售额与经销商渠道销售额占比分别为41%、59%。

图 1：公司营收及归母净利润（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2019 年公司经销及工程渠道销售额占比

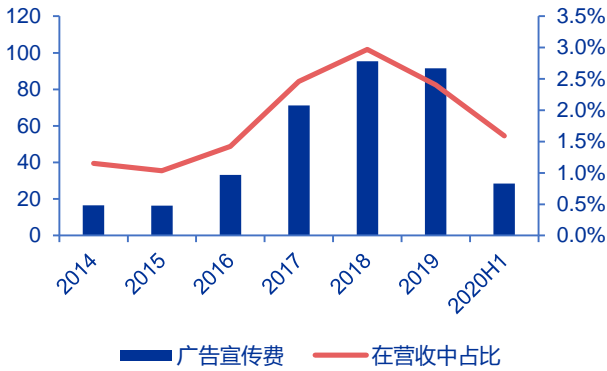


资料来源：公司公告，申万宏源研究

经销：坚持“软硬”兼施，深入贯彻渠道下沉策略。公司坚持“软硬”兼施，对品牌形象的软实力和产品质量、科技创新的硬实力高度重视。公司每年广告、宣传等费用支出近1亿元，已将全国重点城市的机场广告、高铁传媒、户外广告等优势资源全面打通，并且联合百度、今日头条、房天下、土巴兔等上百家战略合作媒体，形成系统性的多渠道品牌新矩阵，实现了高声量、多维度的品牌覆盖，品牌拓展力度在行业内一骑绝尘。截至2020年6月底，公司拥有已超过1100家经销商、3000多家销售网点，并计划后续每年继续新增100至600家零售门店，提高终端覆盖密度，将现有销售网络持续向县级市场渗透。

图 3：公司广告宣传费用情况（单位：百万元，%）

图 4：蒙娜丽莎打造“海陆空铁”品牌矩阵



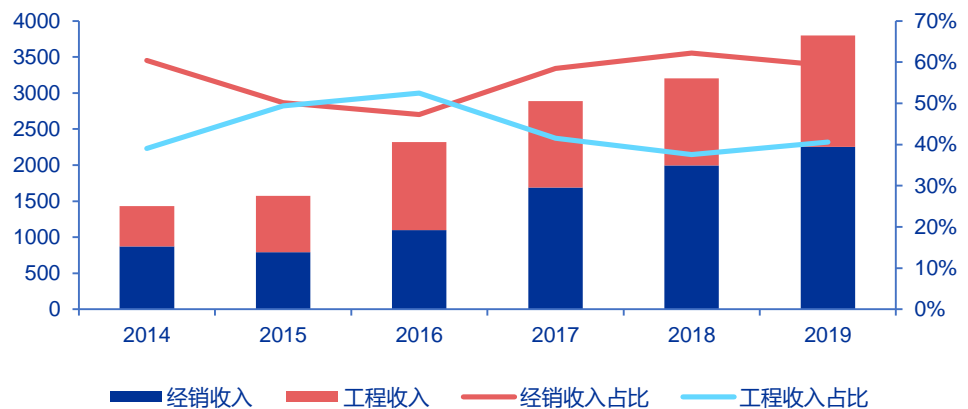
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司官网，申万宏源研究

工程：顺势而为发力地产客户战略合作，工程业务后来居上。公司是较早布局工程渠道的陶瓷砖厂商，但早期考虑下游市场结构仍以 C 端为主且 B 端面临潜在现金流风险，对 B 端的规模较为克制。2019 年，在房地产集中度提升和精装房集采变革双重趋势下，公司开始顺势而为战略发力地产战略客户，截至 2020 年 6 月底，公司与碧桂园、万科、保利、恒大、中海、绿地、融创等近 80 家大型房地产商建立战略合作关系。2019 年公司实现地产战略工程销售额 15.45 亿元，同比增长 28.1%，实现对经销业务收入增速的逆转，我们预计 2020 年公司工程业务收入增速有望创下新高。

图 5：公司经销及工程业务营收（单位：百万元，%）

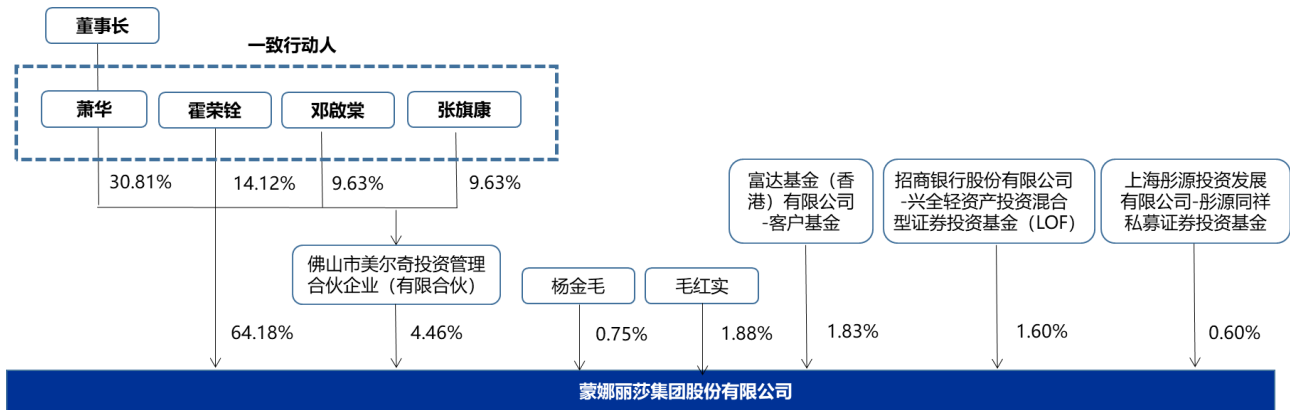


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 股权及管理层结构稳定，期权激励绑定核心员工利益

股权结构稳定，管理层系技术背景出身。萧华、霍荣铨、邓啟棠和张旗康为公司发起设立时的元老级人物，目前共同作为公司的实际控制人，截至2020年6月底，四人合计持有或控制公司68.65%的股份。其中萧华任公司董事长，时任总裁为其大儿子萧礼标，其余三人均任职公司董事和高级管理人员，股权及管理层结构稳定。

图 6：公司股权结构图（截至 2020H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：佛山市美尔奇投资管理合伙企业（有限合伙）为一致行动人萧华、霍荣铨、邓啟棠、张旗康共同控制的企业。

股票期权激励实现核心员工利益绑定。2018 年公司首次实施限制性股权激励计划，授予对象覆盖公司董事、高管、中层管理人员及核心技术（业务）人员等共计 124 人，授予股票期权 799 万份，占公司总股本的 3.38%。股票期权等待期分别为自授予日（2018 年 12 月 28 日）起 12 个月、24 个月、36 个月，公司层面业绩考核要求为以 2017 年归母净利润为基数，2018 年-2020 年净利润增长率分别不低于 10%、20%、30%。公司 2018、2019 年业绩考核已达标，以最新期权激励行权价格 10.10 元/股为基准，截至 2020 年 9 月 28 日公司股票收盘价 35.76 元/股，员工期权收益显著。

表 1：公司 2018 年股票期权激励计划考核要求

公司层面业绩考核要求						
行权期	业绩考核目标					
第一个行权期	以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 10%；					
第二个行权期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 20%；					
第三个行权期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 30%；					
个人层面绩效考核要求						
评价结果	卓越	优秀	良好	及格	需改善	不及格
标准系数		1			0.7	0
激励对象个人当年实际行权额度=标准系数×个人当年计划行权额度						

资料来源：公司公告，申万宏源研究

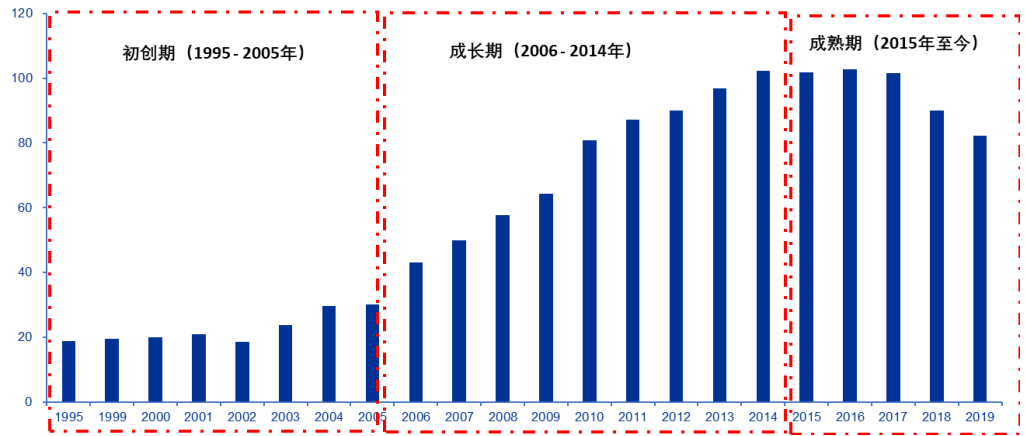
2. 瓷砖企业“规模壁垒”已破，B、C 端共迎成长

2.1 低集中度痛点迎破局，天高任鸟飞

国内陶瓷砖行业步入成熟期，产量稳定在 90 亿平方米左右，对应市场空间约 3000 亿元。与多数传统制造业类似，我国陶瓷砖行业已先后经历了初创期（1995-2005 年）、成长期（2006—2014 年），2015 年起随着房地产高速发展红利的边际递减，行业发展开始

步入成熟期，产量稳定在 90 亿 m^2 上下波动。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2019 年我国陶瓷砖产量 82.25 亿 m^2 ，规模以上建筑陶瓷工业主营业务收入累计 3079.91 亿元。

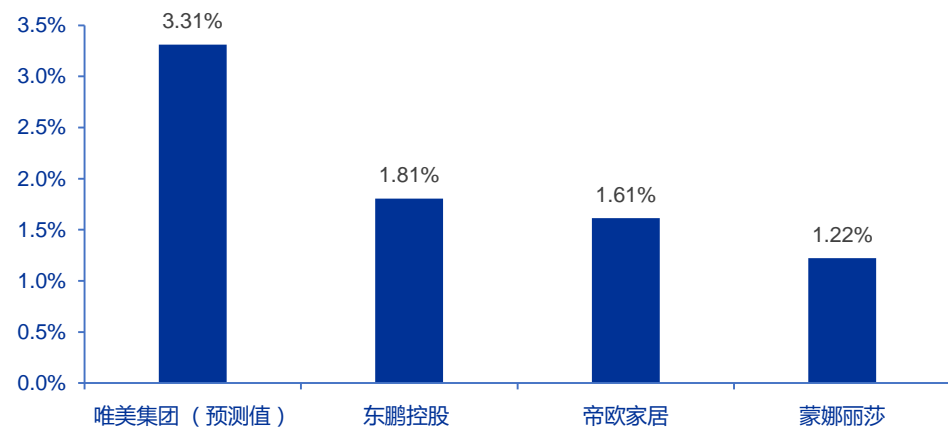
图 7：国内陶瓷砖产量历史数据（单位：亿平方米）



资料来源：中国建筑材料统计年鉴、中国建筑卫生陶瓷协会，申万宏源研究

“大行业、小公司”，龙头企业规模天花板难破。一直以来，建陶行业呈现品牌集中度低的市场格局，当家电行业的美的、格力早已突破千亿规模时，建陶行业的领导者们却长期面临着规模壁垒（100 亿），与行业整体容量相比，难以形成绝对统治地位。根据陶瓷信息网数据，2019 年，全国仅规模以上建陶企业就达到 1160 家，其中只有唯美集团（马可波罗瓷砖）在 2019 年成为行业内第一家营收突破百亿元的企业，而相比之下，目前拟登陆及已成功登陆 A 股的其他三家头部企业东鹏控股、帝欧家居、蒙娜丽莎 2019 年的全口径营收分别为 68 亿元、56 亿元和 38 亿元，若剔除其他业务板块收入扰动，纯瓷砖业务体量分别为 55.6 亿元、49.7 亿元、37.6 亿元，对应市占率均未超过 2%，集中度仍处于极低水平。

图 8：2019 年瓷砖行业头部企业市占率情况（瓷砖企业收入使用全口径收入）



资料来源：公司年报、陶瓷信息、中国建筑材料统计年鉴，申万宏源研究

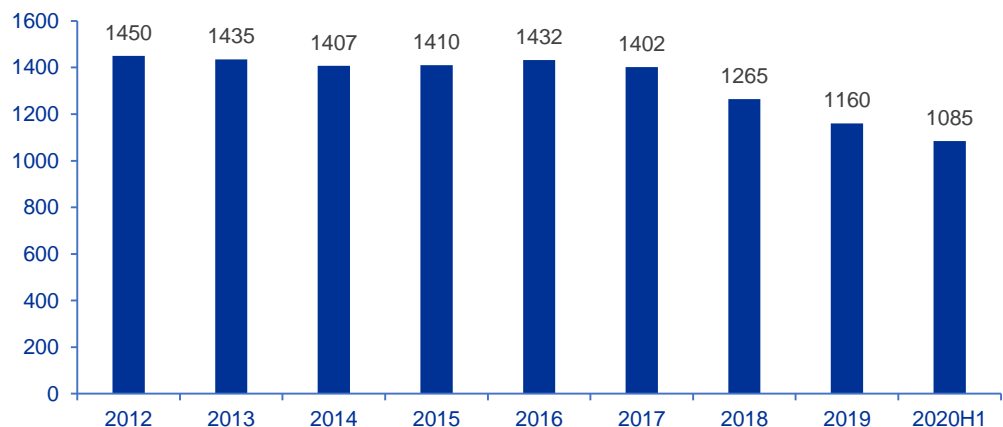
复盘行业过往发展历程，“百亿梦想”难以突破的原因，主要在于行业的两大痛点：

（1）生产成本和运输成本难以兼顾，成本优势难以拉开：决定陶瓷砖行业综合成本差异的主要是生产成本和运输成本。理想情况下，一方面，陶瓷砖作为典型的重资产行业，生产端技术壁垒不高且低端企业可通过改变原料配方和燃料结构降低成本，因此优势企业要在成本端拉开差距往往需要依赖于更大的规模效应（制造大型产线）。另一方面，陶瓷砖产品较重，为优化运输成本应该尽可能实现全国布局，缩小运输半径。但偏偏陶瓷砖属于高度个性化的非标产品，SKU 众多，企业在发展初期订单规模不确定性高且区域分化较大，保守起见往往会选择把生产基地集中建设在产业链完备且物流方便的地区（如佛山），即优先考虑生产成本，而放弃运输成本最优（以往陶瓷砖以 2C 市场为主，而 C 端销售费用可以一定程度上被覆盖）。这就造成了同类产品，若终端消费市场离生产基地过远，外来陶瓷砖企业和本地企业相比在综合成本上没有足够的竞争力。

（2）行业专利保护难度大，产品可复制性强：我国早期的住宅交房以毛坯房为主，故瓷砖领域的消费主要聚焦在零售市场。消费者的个性化选择赋予了行业一定的消费属性，但与其他装饰建材最大的不同点是因为瓷砖在终端铺贴效果上品牌并不外露，多数消费者在外观差异化不大的背景下，会倾向于优先考虑性价比。偏偏陶瓷砖生产技术壁垒较低且专利保护难度大，龙头企业通过技术研发推出的热门系列很容易被后入者模仿，因此造成了生产企业的两种分化：一类是头部企业，全国布局且投入大量的广告费用，终端售价较贵，下游主要是愿意为品牌溢价买单的高端客户；另一类是当地企业，跟踪模仿市场上的热销产品，因研发和广告费用较低且具备运输半径优势，终端价格较低，下游主要是更关注性价比的中低端客户。

低集中度痛点迎破局，天高任鸟飞。2017 年起，随着行业进入存量竞争，原有竞争环境开始面临变革，行业正式进入高质量发展阶段：一方面，政策环境迭代和环保提标使得劣后企业加速出清；另一方面，精装房比例提升和消费升级驱动下，品牌集中度开始快速提升，头部企业规模壁垒迎来破局。2017 年至今，国内规模以上建筑陶瓷企业数量从 1402 家降至 1085 家，集中度提升显著提速。

图 9：建筑陶瓷行业规模以上企业数量（单位：个）



资料来源：中国建筑材料统计年鉴、中国建筑卫生陶瓷协会，申万宏源研究

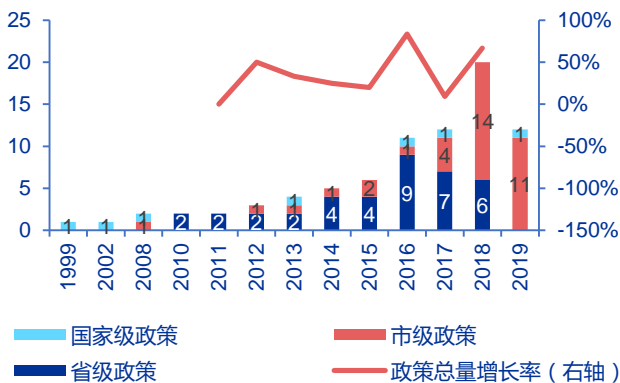
2.2 资金端优势凸显，把握瓷砖行业 2B 放量新变革

陶瓷厂商的下游分为大 B、小 B 和 C 端，其中大 B 业务是指具有连续性的工程销售，客户主要是大型房地产开发商；小 B 业务是指非连续性的工程销售，下游主要是区域房地产、基建工程以及家装工程；C 端业务直接面向消费者，包括经销商模式、直营零售和网络销售等。

受益于房地产全装修率提升+第二次集采变革，瓷砖大 B 需求进入结构性高成长阶段。

截至 2016 以前我国全装修政策主要聚焦在顶层设计和引导，致使企业端实际落地动力不足，故早年我国新竣工的房屋仍以毛坯房为主，瓷砖作为装修类建材的主要下游亦聚焦在 C 端。2016 年是一个明确的政策拐点，此后政策出台数量跳增并开始由国家级政策下移至省级、市级政策且监管力度不断加强。2017 年住建部在《建筑业十三五规划》提出 2020 年我国新开工全装修成品住宅面积达到 30%。2019 年 3 月住建部在《住宅项目规范》中进一步提出，城镇新建住宅建设应全装修交付，全装修开始成为一种新的趋势。根据奥维云网数据，我国全装修商品住宅开盘规模自 2016 年起快速提升，全装修商品住宅开盘量占比由 2016 年的 12% 一路提升至 2019 年的 30% 以上。与精装房比例提升相随，房地产的第二轮集采变革亦在进行中。随着我国房地产行业集中度的提升，房企为优化供应链管理，对上游材料的采购模式的发展先后经历了三个阶段：项目采购、区域项目集采、全国项目集中采购。期间，对细分材料供应商的选择也由原先的区域类企业向具备全国性供货能力的龙头企业转变，品牌集中度日益提升。我国房企的全国性集中采购在 2001 年最早由万科提出，2011 年开始加速普及，但当时我国的新竣工房屋仍以毛坯房为主，故第一次集采变革对品牌集中度提升的红利主要体现在土建类材料，比较有代表性的是防水材料，因此诞生了如东方雨虹之类的明星企业。2016 年起，随着精装修比例的提升，装饰建材也开始逐渐纳入房地产全国集采目录，成为第二次集采变革红利释放的主要方向，瓷砖作为在精装修市场配置率接近 100% 的品种显著受益，大 B 端需求进入结构性的高成长阶段。

图 10：据奥维云网统计，中国全装修相关政策颁布数量在 16 年开始大幅增加（单位：次）



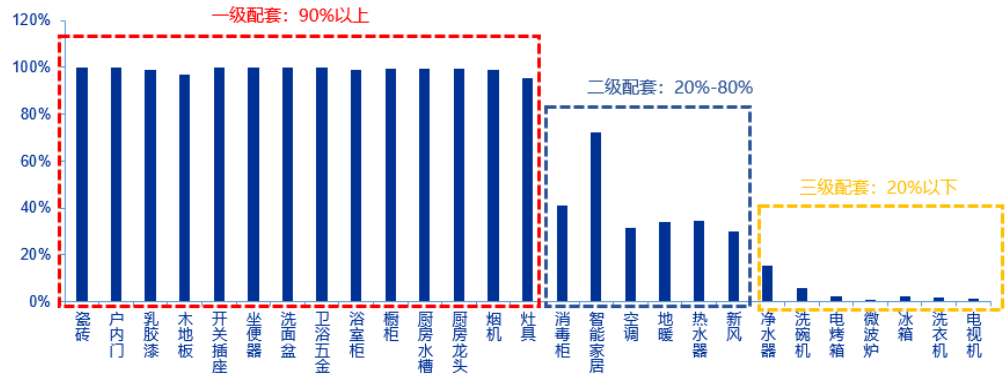
资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 11：房地产企业采购模式变迁示意图



资料来源：中国房地产业协会，申万宏源研究

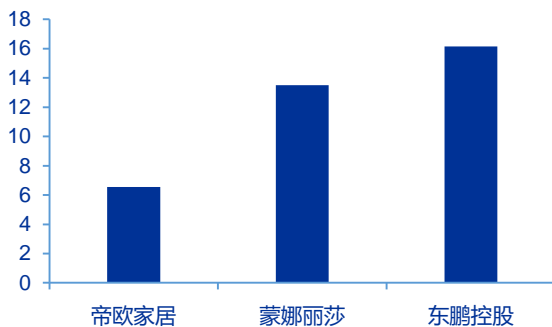
图 12：2019 年全装修市场部品配置率



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

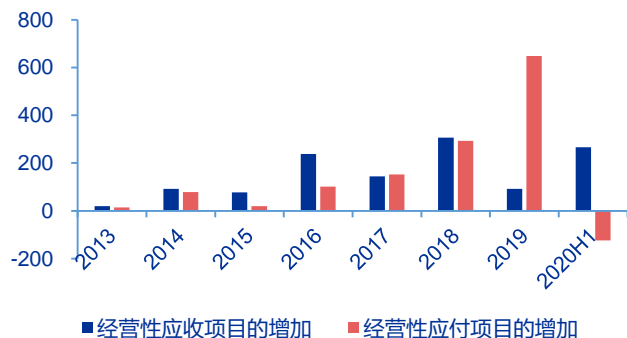
公司融资渠道清晰、在手货币充足，在大 B 领域具备绝对优势。在当前房地产融资环境收紧大背景下，传统的高周转模式面临考验，对资金层面的诉求成为房地产企业的当务之急，相较于传统对应付账款账期的诉求，大型房企更希望有实力的供应商能够提供供应链融资。从 2019 年起，以“履约保证金”等形式给予房地产资金支持的模式成为瓷砖企业抢占大 B 订单的一大杀招，头部陶瓷砖企业只要祭出几乎能够锁定订单。但必须意识到的是，在资金竞争背后行业的现状是普通瓷砖企业净利润率仅 5% 左右，若涉足工装业务利润率普遍低于 3% 且缺乏廉价的融资途径，考虑账期对现金流的压力，参与资金竞争无疑于雪上加霜，基本属于心有余而力不足。业内真正有实力参与资金竞争的其实仅马可波罗、新明珠、东鹏控股、帝欧家居、蒙娜丽莎等少数几家，而其中上市企业最大的优势就是拥有清晰的再融资渠道，可以满足企业 2B 业务的扩张和必要的垫资需求，当前来看上市几乎等于资金竞争的入场券。截至 2020 年 6 月底公司在手货币资金 13.5 亿元，全年拟向银行申请不超过 42 亿元的综合授信额度，资金端优势显著。此外，公司作为陶瓷砖行业的龙头企业之一，对上游供应商的议价能力强，2013 年以来下游客户的占款基本能够向上游供应商顺利转嫁，对公司强劲现金流实现支撑。

图 13：2020 年 6 月底在手货币资金（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究
注：东鹏控股为 2017 年数据口径

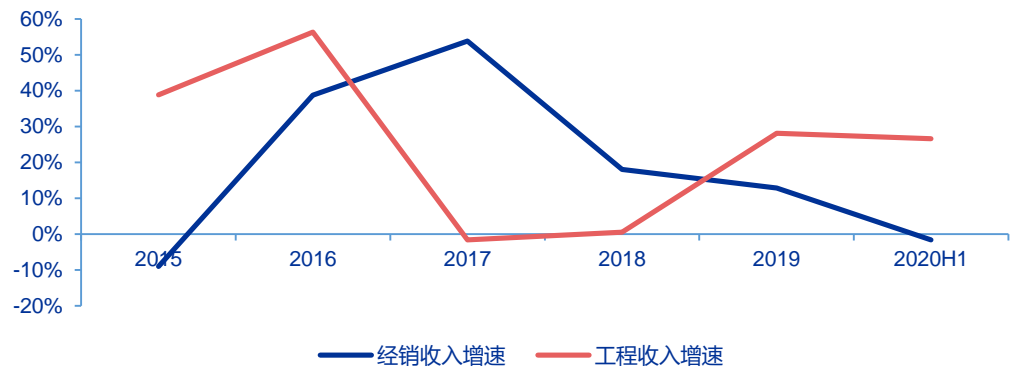
图 14：公司的经营性应收项目及应付项目变动（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

顺势而为发力房地产客户工程业务，工程业务占比有望后来居上。2014年万科、恒大、华润置地和保利为公司前四大工程客户，合计贡献收入3.35亿元，占公司工程收入的59%。2019年开始，公司发力房地产战略业务争夺，客户覆盖面由头部地产商向百强地产商拓展，截至年末，公司的工程业务收入增速实现对零售的反超，增速达到28.1%；其中前四大客户合计贡献收入12亿元，占公司工程收入的78%；蒙娜丽莎在房地产开发企业500强首选建筑陶瓷类榜单中的首选率从2015年的3%一路提升至2020年的17%，当前首选率仅次于陶瓷砖第一大品牌马可波罗。截至2020年6月底，公司与碧桂园、万科、保利、恒大、中海、绿地、融创等近80家大型房地产商建立战略合作关系，估算2020年全年公司工程业务收入增速有望达到45%以上，工程业务占比将后来居上。

图 15：公司经销及工程业务收入增速对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：中国房地产开发企业 500 强首选建筑陶瓷类供应商服务商品牌测评榜单

排序	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	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%	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%	蒙娜丽莎	17%
3	东鹏	15%	诺贝尔	15%	诺贝尔	13%	东鹏	14%	欧神诺	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%	东鹏	12%
5	新中源	7%	欧神诺	12%	蒙娜丽莎	12%	欧神诺	12%	诺贝尔	12%	欧美	10%
6	冠珠	6%	冠军	5%	欧神诺	11%	冠珠	8%	欧美	8%	冠珠	7%
7	金意陶	4%	金意陶	4%	冠珠	4%	新中源	6%	冠珠	7%	能强	6%
8	冠军	4%	蒙娜丽莎	4%	金意陶	3%	欧美	3%	金意陶	4%	诺贝尔	3%
9	蒙娜丽莎	3%	冠珠	3%	欧美	2%	能强	2%	能强	2%	简一	2%
10	简一	2%	简一	2%	简一	2%	亚细亚	1%	新中源/亚细亚	1%	亚细亚	1%

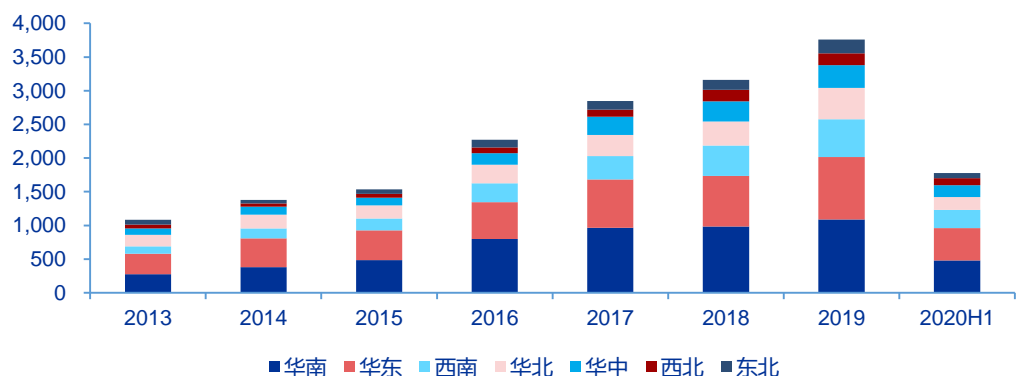
资料来源：优采大数据，申万宏源研究

2.3 低端产能出清释放市场容量，经销渠道逆势扩张

2C 整体行业份额被蚕食，大批量低端产能退出市场，头部陶瓷砖品牌仍有扩容空间。根据中陶家居网调研数据，截至 2019 年底，陶瓷砖经销商普遍库存达到 1 年，部分经销商库存超过 3 年，主流品牌为代表的经销商在终端市场减少专卖店数量、建精品形象大店，出现“关店潮”。传统 C 端的市场份额被蚕食的原因在于：1) 精装修趋势+房地产集采变革驱动大 B 市场加速放量；2) 随着消费升级，新生代群体对自主装修工作的繁琐性厌恶度在不断提升，“设计+产品+服务”一站式家装解决方案的推广开始加速，使二次装修的采购群体由 C 端消费者往装修公司转移。与此同时，行业内低端产能实现有效出清，2017 年至今，国内规模以上建筑陶瓷企业数量从 1402 家降至 1085 家。我们认为，大量低端产能退出市场，由此释放的市场容量除被 B 端抢占外，仍为头部陶瓷砖品牌向低线城市渗透提供了一定的扩容空间。

火力全开加速经销渠道布局，深入下沉三四级市场及中西部区域。2015 年下半年开始，公司实施经销渠道下沉策略，鼓励经销商增加门店数量，对于市场开发长期不理想的部分区域收回经销权赋予并培育新的经销商。除了为经销商提供广告宣传助力、市场活动策划支持外，蒙娜丽莎瓷砖还为经销商提供精准店面扶持、展厅施工支持、高额装修补贴支持、仓储物流支持、团队培训提升支持等多维保障。目前蒙娜丽莎瓷砖拥有覆盖全国各省、市、自治区专卖店和网点 3000 多个，每年计划新增 100 至 600 家零售门店，提高终端覆盖密度，全面下沉及深挖三四级市场渠道，并向中、西部空白市场渗透。2020 年，公司发起“领势未来，携手共赢”系列招商活动，面向全国 22 个省份、逾 370 个县，近 30 个乡镇展开招商计划，规划新增 400 个县镇渠道，在行业内实现逆势扩张。除传统 C 端零售外，公司鼓励经销商加大 B 业务（地方性房地产业务、家装、整装等）开拓，我们预计未来几年公司经销渠道仍将实现稳健增长。

图 16：公司在国内各地区收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

陶瓷大板、薄板突破传统应用场景，带动陶瓷市场边际扩张。蒙娜丽莎拥有十年以上陶瓷板生产经验，多年来持续引领国内建陶产品向大型化、薄型化方向发展。近年来陶瓷

大板、薄板已经突破了建筑陶瓷的传统应用领域，进入到了幕墙工程、户外/室内创意立面装饰、背景墙、瓷艺画等新的应用领域中，2020年更是中国建陶产业进入大家居时代的元年，岩板以其时尚纹路、优越的耐刮耐磨性能以及超强可加工性，广泛应用于楼梯、家具、洗手台、浴室柜、茶几、餐桌、橱柜台面等居家领域。众多头部陶企纷纷入局岩板大家居市场，据中国建筑卫生陶瓷协会统计，截至2020年底国内现有和在建的岩板生产线将超过70条，作为建陶行业转型升级、跨界应用的新品类，预计岩板将带动陶瓷市场边际扩张。

图 17：陶瓷岩板的餐台应用场景



资料来源：岩板大师，申万宏源研究

图 18：陶瓷岩板的西厨应用场景



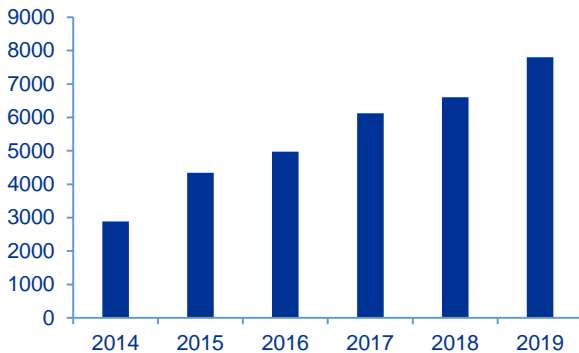
资料来源：岩板大师，申万宏源研究

3. 量价利齐发力，成长伊始

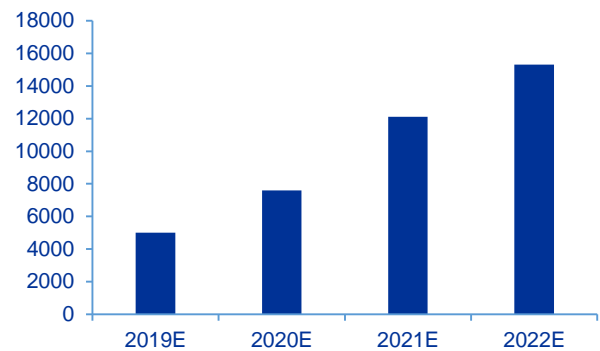
3.1 量：广西再造“蒙娜丽莎”，广东专注高端化技改

广西藤县项目未来两年完全投产，助力公司全口径产能翻倍。2019年公司实现陶瓷砖生产量8303万平方米，估算其中自有产能贡献约5000万平方米，外协超能超过3000万平方米。2019年公司启动广西藤县项目，规划投资不超过20亿元建设11条陶瓷生产线，预计增加8822万平方米产能，其中一期一阶段4条生产线分别于2019年底、2020年4月顺利点火。公司规划未来两年剩余产线也将陆续投产，广西生产基地完全达产后公司全口径产能将实现翻倍增长。

广东基地启动技改，未来将专注超大规格陶瓷薄板等高附加值产品生产。公司在广东佛山、清远的生产线投产时间较早，现有21条生产线产能合计约5000万平方米，单线产能小且当地人工、原材料成本相对较高。公司规划将广东基地逐步改造为高附加值产品生产基地，通过自动化改造、叠加双层窑炉等方式扩张原有产能。2020年公司已启动佛山西樵基地技改项目，拟投资6亿元将现有三条传统陶瓷生产线改造为高性能陶瓷板材生产线并配套建设多层立体智能仓库。项目建成后将形成1520万平方米的年产能，主要产品为1200×2400mm特种高性能陶瓷板材产品和1800×3600mm等超大规格特种高性能陶瓷板材，我们预计未来广东基地通过高端化升级将持续提升公司产品竞争力。

图 19：公司陶瓷砖销量（单位：万平方米）


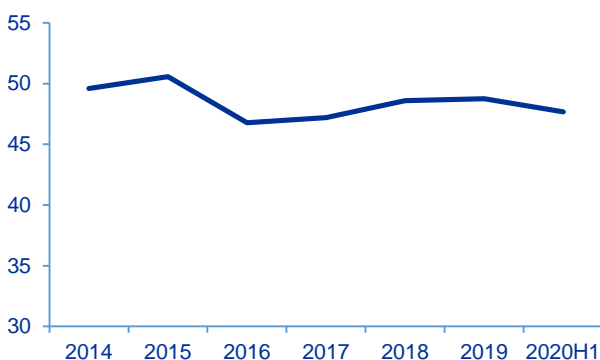
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：公司自有陶瓷砖产能（按当年有效产能估算，单位：万平方米）


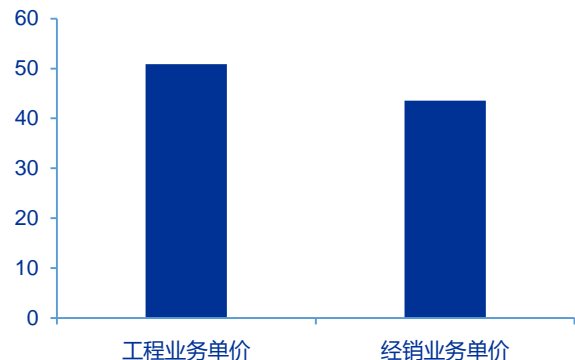
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 价：新老产品加速迭代，终端售价位于行业中高端水平

2014 年以来公司陶瓷砖均价维持在 46-50 元/平的区间，整体价格水平稳定，终端售价处于行业中高端水平。2020 年上半年受突发公共卫生事件影响，经销商复工时间较晚，公司为让利经销商执行阶段性的促销优惠政策，因此上半年经销产品均价有一定程度的回调。

图 21：公司陶瓷砖均价（单位：元/平方米）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

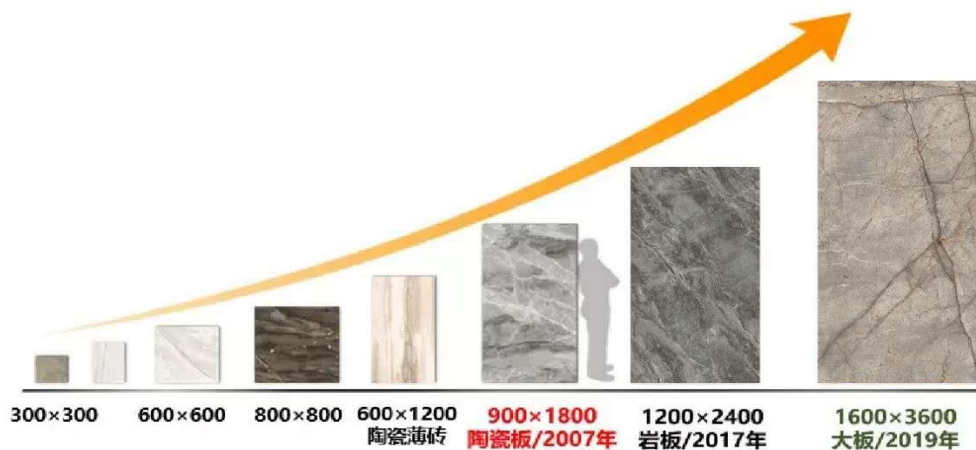
图 22：2020H1 陶瓷砖均价对比（单位：元/平方米）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

经销端：研发持续高投入，通过新老产品迭代维持经销渠道差异化产品定位。对于经销商客户来说，公司的交货地点为自家仓库，不再负责货物出库后的运输、加工、终端销售等事宜，因此公司对经销商收取的价格为出厂价，即生产成本加合理利润。公司坚持价值创新战略，每年研发投入过亿并持续推出引领行业的新产品，新产品通常在 2C 经销渠道率先铺开，公司对经销商的新产品销售占比进行重点考核并给予销售政策上的支持，进而

通过新老产品迭代维持 2C 经销渠道差异化产品定位。以陶瓷板产品为例，2007 年公司推出国内第一块陶瓷板打破欧洲技术垄断，领先行业十年，2016 年上线国产首台 10000 吨压机，到 2019 年上线国产首台 36000 吨压机，压制出拥有完全自主知识产权的 1600mm × 3600mm 大板。公司技术突破不断加速，带动陶瓷薄板/薄砖营收持续高增长，2019 年实现营收 4.39 亿元，同比增长 65.5%，占公司总营收的 11.5%，实现毛利率 53.8%，盈利水平及增速显著高于其他业务板块。

图 23：公司的产品发展历程

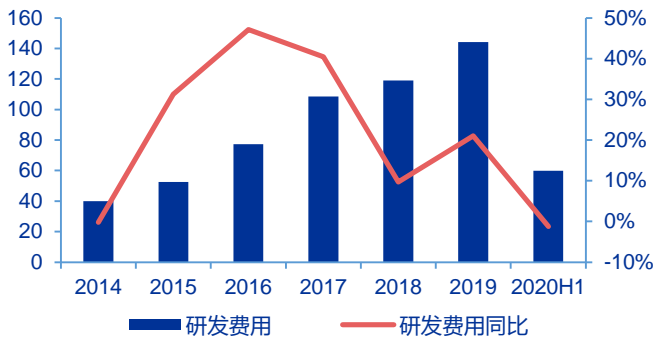


资料来源：公司官网，申万宏源研究

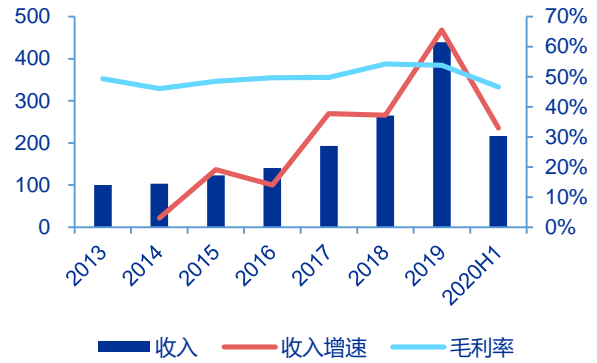
工程端：大 B 赛道竞争加剧存在降价风险，C 端成熟新产品向工程端外溢有望延缓降价压力。对于工程客户来说，公司需将货物运输至客户指定地点，因此公司对工程客户收取的价格为到货价，即生产成本加合理利润之外还需考虑一定的运输费用，综合来看要略高于经销产品价格。伴随着马可波罗、新明珠、欧神诺等品牌发力大 B 赛道，预计工程端有一定降价压力，但 2C 端成熟新产品向工程端外溢有望在一定程度上缓解降价压力。以陶瓷板产品为例，预计 2019 年公司陶瓷薄板/薄砖业务中有 30%左右的营收由工程端贡献，陶瓷薄板/薄砖不含税均价在 80 元/平以上，显著高于普通陶瓷砖价格（30-50 元/平），对工程端产品均价贡献边际正效益。

图 24：蒙娜丽莎研发费用及同比（单位：百万元，%）

图 25：公司的陶瓷薄板/薄砖业务盈利情况（单位：百万元，%）



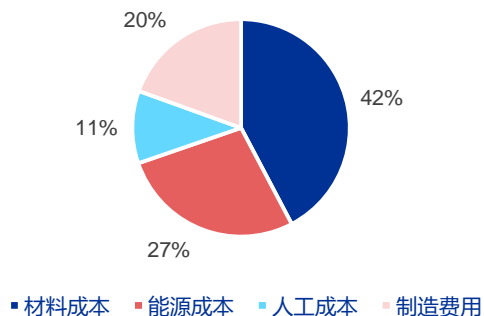
资料来源：公司公告，申万宏源研究



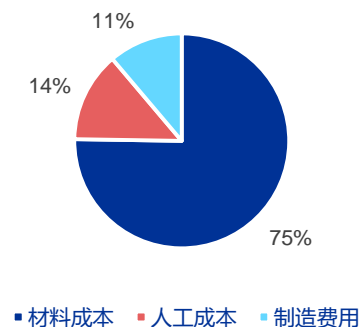
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 成本：受益区位优势+规模效应，广西产能降本明显

由于环保管制，建筑陶瓷行业在广东、北方产区扩产受限，广西藤县凭借原材料、交通、政策扶持三大优势成为陶瓷产业转移的最佳承接地。1) **高岭土丰富**：初步探明藤县高岭土资源覆盖区面积达 23 平方公里，矿藏深度 100 米以上，储量约 6.7 亿吨，可以供 200 条生产线使用 150 年以上。2) **交通便利**：藤县中和陶瓷园区地理位置得天独厚，水利运输方面，园区距亿吨西江黄金水道仅 5 公里，离通达 3000 吨货轮的赤水港码头 20 公里；铁路运输方面，位于藤县塘步镇境内的赤水港铁路专用线全长 4.87 公里，自益湛铁路孔良站北端引出，衔接梧州港赤水作业区码头，该线路设计运输能力 2129 万吨/年。3) **政策优惠**：广西省可享受《西部地区鼓励类产业目录》15% 所得税优惠，同时对于地方分享的 40% 企业所得税给予 5 年免征优惠，因此广西蒙娜丽莎新材料有限公司未来五年内适用 9% 所得税率。此外，与广东省相比，广西藤县的天然气价格、电价及人工等方面均具备明显的成本优势。

图 26：2017 年东鹏控股自产陶瓷砖成本拆分


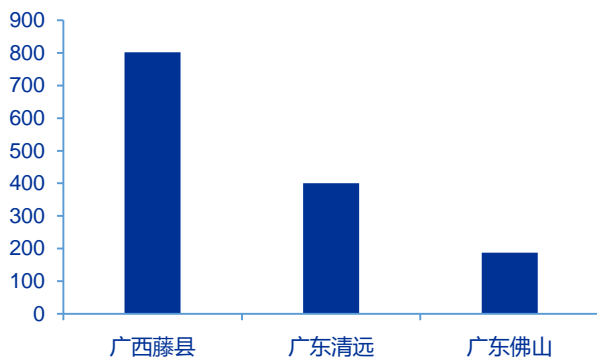
资料来源：东鹏控股，申万宏源研究

图 27：2017H1 蒙娜丽莎自产陶瓷砖成本拆分


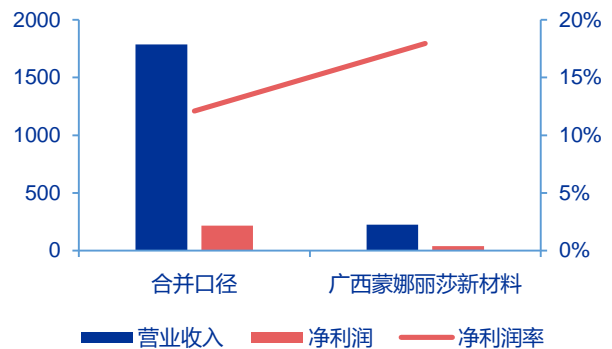
资料来源：公司公告，申万宏源研究

广西基地单线产能大，规模优势凸显。大 B 业务放量趋势下陶瓷砖 SKU 大幅缩减，为匹配大 B 供应需求，公司在广西投建的均为大规模产线，其规模效应主要体现在两个方面：

- 1) **单品排产时间长**：不同花色、规格、品类的陶瓷砖转产需要空窑数个小时甚至数天，期间影响原材料投入量及产品良率，因此单品体量增加、转产时间减少会降低单平生产成本；
- 2) **单平投资成本低**：公司在广西基地投建的生产线单线产能平均为 800 平方米/年，远高于广东老基地单线规模（估算约 200-400 平方米/年），生产设备及厂房、配套仓库等投资额摊销到单平成本更低。综合考虑广西基地的区位优势及规模优势等，我们预计同品类产品在广西基地的生产成本比广东基地低 10%-20%。

图 28：公司各基地单线产能规模（万平方米/年）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：2020H1 蒙娜丽莎合并口径及广西蒙娜丽莎盈利对比（单位：百万元，%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

蒙娜丽莎是国内瓷砖行业产品创新引领者，公司管理层立足长远，致力于用品牌力来反哺渠道竞争力，多年以来成长稳健。2019 年，公司深刻意识到房地产集采变革这个突破行业规模壁垒的机遇，借产能扩张的契机开始全面发力房地产工程业务，凭借在资金、产品和品牌商上均具备的明显优势，B 端业务增长开始提速，驱动公司“零售+工程”的双轮驱动进入第二阶段。我们对公司的主营预测如下：

表 3：关键假设表

	2019	2020E	2021E	2022E
1 瓷质有釉砖				
业务收入比例	56.33%	55.10%	54.28%	53.96%
收入 (百万元)	2143	2786	3761	4889
YOY	29.67%	30.00%	35.00%	30.00%
成本 (百万元)	1263	1643	2238	2933
毛利 (百万元)	879	1142	1523	1955
毛利率	41.04%	41.00%	40.50%	40.00%
2 非瓷质有釉砖				
业务收入比例	16.18%	16.60%	17.57%	17.46%

收入 (百万元)	615	839	1217	1582
YOY	8.14%	36.39%	45.00%	30.00%
成本 (百万元)	465	638	927	1210
毛利 (百万元)	151	201	290	372
毛利率	24.48%	24.00%	23.80%	23.50%
3 陶瓷薄板/薄砖				
业务收入比例	11.55%	13.47%	14.74%	16.35%
收入 (百万元)	439	681	1021	1481
YOY	65.54%	55.00%	50.00%	45.00%
成本 (百万元)	203	327	511	763
毛利 (百万元)	236	354	511	718
毛利率	53.81%	52.00%	50.00%	48.50%
4 瓷质无釉砖				
业务收入比例	14.85%	13.97%	12.74%	11.69%
收入 (百万元)	565	706	883	1059
YOY	-17.30%	25.00%	25.00%	20.00%
成本 (百万元)	391	491	618	747
毛利 (百万元)	174	215	265	312
毛利率	30.82%	30.50%	30.00%	29.50%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计，公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.95 亿元、7.68 亿元、10.04 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 24 倍、19 倍、14 倍，我们将同属精装建材板块涂料赛道的三棵树、亚士创能；五金赛道的坚朗五金；管材赛道的伟星新材；瓷砖赛道的帝欧家居进行统计，2020-2021 年精装建材板块 PE 估值中枢分别为 41.7 倍、28.1 倍，其中陶瓷砖赛道正被显著低估。这背后隐含的预期是市场普遍认为陶瓷砖赛道不及涂料、防水，对龙头企业的长期成长性存疑，不愿意给高估值。但是我们认为，有别于涂料、防水在其他国家的可参考性，陶瓷之所以英文翻译成“China”就是因为其在中国应用文化的不可替代性。有别于国外装修以地毯为主，中国精装房将瓷砖作为地面装饰的主要装饰材料，且正不断往墙面、橱柜等渗透。瓷砖赛道空间约 3000 亿、但龙头集中度仅 3%，为所有消费建材中空间最大、集中度最低的，潜在集中度提升空间巨大。而且不同于涂料竞争端有外资品牌的大山挡路，陶瓷砖行业品牌被国内品牌垄断，当前房地产集采变革催化下，赛道格局日渐清晰，马可波罗、新明珠、东鹏、欧神诺、蒙娜丽莎五大龙头脱颖而出，即使保守预计未来这五大巨头仅占据半壁江山，潜在集中度提升空间平均也有 5 倍，天高任鸟飞。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：重点公司估值表

代码	公司	股价 (元/股)	EPS (元/股)				PE		
			2020/9/28	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603737.SH	三棵树	155.96	2.18	2.31	3.95	71.5	67.5	39.5	

002798.SZ	帝欧家居	27.22	1.47	1.61	2.37	18.5	16.9	11.5
603378.SZ	亚士创能	64.21	0.59	1.47	2.2	108.8	43.7	29.2
002372.SZ	伟星新材	15.08	0.63	0.62	0.72	23.9	24.3	20.9
002791.SZ	坚朗五金	122.29	1.37	2.18	3.11	89.3	56.1	39.3
消费建材平均						62.4	41.7	28.1

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：

(1) 房地产融资监管引发系统性风险：近期房地产融资监管再升级，或导致供应链融资挤占加剧，公司虽然单一房企订单占比不高，但依然包含了恒大、融创、绿地等杠杆率较高企业，存在坏账风险。

(2) 大板薄板价格下行风险：公司是行业大板、薄板趋势的引领者，随着下游应用范围的拓宽，享受了第一波红利。但瓷砖生产壁垒不高，高利润导致近几年来行业内大板、薄板产线将密集投产，或引发新产品价格下行风险。

(3) 产能利用率不及预期风险：随着公司广西基地的陆续投产，公司未来两年总产能将翻番，若公司不能通过下游订单及时消化，存在产能利用率不及预期，规模效应递减的风险。

表 5：利润表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	1,581	2,324	2,890	3,208	3,804	5,056	6,928	9,059
其中：营业收入	1,581	2,324	2,890	3,208	3,804	5,056	6,928	9,059
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	1,449	2,075	2,556	2,833	3,320	4,402	6,056	7,912
其中：营业成本	1,043	1,515	1,849	2,029	2,339	3,123	4,318	5,679
其他类金融业务成本	-0	-0	0	-0	-0	-0	-0	-0
税金及附加	14	23	30	27	19	25	35	46
销售费用	186	307	396	456	587	758	1,025	1,314
管理费用	175	199	131	157	231	319	430	553
研发费用	0	0	109	119	144	177	242	317
财务费用	35	20	20	12	0	0	6	4
加：其他收益	0	0	31	44	43	43	43	43
投资收益	2	1	1	0	-10	-10	-10	-10
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	-5	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	3	-10	-22	-34	0	15	0	0
资产处置收益	0	-1	-6	-2	-3	-3	-3	-3
汇兑收益及其他	0	0	0	-0	-0	-0	-0	-0
三、营业利润	133	249	360	418	509	699	901	1,178
加：营业外收入	13	24	2	7	2	0	0	0
减：营业外支出	3	2	8	5	3	0	0	0

四、利润总额	143	271	354	420	509	699	901	1,178
减：所得税	28	38	52	57	76	104	133	174
五、净利润	116	233	302	362	433	595	768	1,004
持续经营净利润	0	233	302	362	433	595	768	1,004
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	116	233	302	362	433	595	768	1,004
六、其他综合收益的税后净额	0	1	-0	-0	-1	0	0	0
七、综合收益总额	116	234	302	362	432	595	768	1,004
归属于母公司所有者的综合收益总额	116	234	302	362	432	595	768	1,004
八、基本每股收益	1.04	1.97	2.55	1.53	1.08	1.47	1.89	2.47
全面摊薄每股收益	0.29	0.57	0.74	0.89	1.07	1.47	1.89	2.47
当期发行在外总股数	118	118	158	237	403	406	406	406

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 6：资产负债表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	188	305	1,493	1,477	1,627	1,946	2,666	3,487
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0	0	0
衍生金融资产	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	500	635	657	930	1,021	1,222	1,521	1,862
其中： 应收票据、应收账款及应收款项融资	479	613	635	754	876	1,076	1,376	1,717
应收票据及应收款项融资	243	284	158	198	267	267	267	267
应收账款	236	329	477	556	609	809	1,109	1,450
其他应收款	12	16	18	168	138	138	138	138
预付款项	9	6	4	8	7	7	7	7
存货	716	672	712	890	1,086	1,470	2,033	2,674
合同资产	0	0	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	26	4	52	315	47	47	47	47
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0	0	0	0
流动资产合计：	1,431	1,616	2,914	3,611	3,782	4,685	6,268	8,070
债权投资	0	0	0	0	0	0	0	0
其他债权投资	0	0	0	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	52	29	20	28	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	0	0	0
其他权益工具投资	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非流动金融资产	0	0	0	0	7	7	7	7
投资性房地产	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	343	336	369	427	557	1,058	1,146	1,213
在建工程	23	42	95	136	535	142	142	142

无形资产类	98	95	94	92	195	195	195	195
其中：无形资产	97	95	93	92	195	195	195	195
商誉	0	0	0	0	0	0	0	0
开发支出	2	0	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	1	0	15	23	24	24	24	24
递延所得税资产	4	6	11	18	25	25	25	25
其他非流动资产	23	23	21	28	55	55	55	55
使用权资产及其他	0	0	0	0	0	0	0	0
非流动资产合计：	543	532	625	752	1,397	1,506	1,594	1,661
资产总计	1,973	2,148	3,538	4,363	5,179	6,191	7,862	9,731
短期借款	452	271	122	252	19	395	1,258	2,084
其中：短期借款	433	224	112	207	19	395	1,258	2,084
一年内到期的非流动负债	19	47	10	45	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	618	676	930	1,201	1,733	1,733	1,733	1,733
其中：应付票据及应付账款	533	579	800	1,069	1,596			
预收款项	46	31	26	27	29			
应付职工薪酬	11	28	60	77	81			
应交税费	28	37	43	27	26			
合同负债	0	0	0	0	0	0	0	0
其他应付款	281	331	211	205	205	205	205	205
其他流动负债	0	0	0	49	157	157	157	157
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0	0	0	0
流动负债合计：	1,351	1,277	1,263	1,707	2,113	2,490	3,353	4,178
长期借款	47	65	45	100	140	180	220	260
应付债券	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	13	12	6	4	4	4	4
其中：长期应付款	0	0	0	0	0			
预计负债	0	0	0	0	0			
其它非流动负债	17	13	12	6	4			
递延所得税负债	1	1	1	1	0	0	0	0
租赁负债及其他	0	0	0	0	0	-0	-0	-0
非流动负债合计	65	79	58	106	144	184	224	264
负债合计	1,415	1,356	1,321	1,814	2,257	2,674	3,576	4,442
股本	118	118	158	237	403	406	406	406
其他权益工具	0	0	0	0	0	0	0	0
资本公积	334	334	1,418	1,340	1,196	1,193	1,193	1,193
减：库存股	0	0	0	0	0	0	0	0
其他综合收益	0	1	1	1	0	0	0	0
盈余公积	9	31	62	97	135	187	255	343
未分配利润	97	308	579	876	1,188	1,730	2,431	3,346

专项储备及其他	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	558	792	2,218	2,549	2,922	3,517	4,285	5,289
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益合计	558	792	2,218	2,549	2,922	3,517	4,285	5,289
负债和股东权益总计	1,973	2,148	3,538	4,363	5,179	6,191	7,862	9,731

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：现金流量表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	116	233	302	362	433	595	768	1,004
加：计提的资产减值准备	-3	10	22	34	4	-15	0	0
固定资产折旧	59	60	66	63	68	97	117	138
无形资产摊销	5	5	4	5	7	0	0	0
长期待摊费用摊销	1	0	0	3	16	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	1	1	6	2	3	3	3	3
公允价值变动损失(收益以“—”号列示)	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用(收益以“—”号列示)	24	15	13	12	20	0	6	4
投资损失(收益以“—”号列示)	-2	-1	-1	0	10	10	10	10
递延所得税资产减少(增加以“—”列示)	0	-3	-4	-7	-4	0	0	0
递延所得税负债增加(减少以“—”列示)	0	-0	-0	-0	-0	0	0	0
存货的减少(增加以“—”列示)	-18	46	-47	-178	-198	-369	-563	-641
经营性应收项目的减少(增加以“—”列示)	-77	-238	-145	-306	-92	-200	-300	-341
经营性应付项目的增加(减少以“—”列示)	19	101	153	293	649	0	0	0
其它	25	0	0	-6	4	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	149	229	370	275	921	121	42	177
收回投资所收到的现金	19	47	15	37	544	0	0	0
取得投资收益收到的现金	2	1	1	0	5	-10	-10	-10
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	1	4	5	4	4	-3	-3	-3
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	0	0	0	0			
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	22	52	21	41	553	-13	-13	-13
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	53	100	198	202	732	206	206	206
投资所支付的现金	53	1	7	269	300	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	0	0			
支付其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流出小计	105	100	205	471	1,032	206	206	206
投资活动产生的现金流量净额	-83	-49	-184	-429	-479	-219	-219	-219
吸收投资收到的现金	63	0	1,124	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	363	279	126	300	150	417	903	866
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0	0	0	0

发行债券收到的现金	0	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	426	279	1,250	300	150	417	903	866
偿还债务支付的现金	425	351	216	122	345	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	39	15	13	42	103	0	6	4
支付的其它与筹资活动有关的现金	10	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流出小计	474	366	229	164	448	0	6	4
筹资活动产生的现金流量净额	-48	-87	1,021	136	-298	416	897	862
现金及现金等价物净增加额	18	93	1,207	-18	144	319	720	820
货币资金的期初余额	164	182	275	1,482	1,464	1,627	1,946	2,666
货币资金的期末余额	182	275	1,482	1,464	1,608	1,946	2,666	3,487

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。