



蒙娜丽莎集团股份有限公司 2021年公开发行可转换公司债券 信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。


本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变
化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

蒙娜丽莎集团股份有限公司 2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期

AA
稳定
AA
2021.4.23

评级观点

中证鹏元评定蒙娜丽莎集团股份有限公司（以下简称“蒙娜丽莎”或“公司”，股票代码：002918.SZ）本次拟发行不超过 11.69 亿元蒙娜丽莎集团股份有限公司 2021 年公开发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

- 上述等级的评定是考虑到公司在建筑陶瓷行业内处于第一梯队，规模持续扩张，新增产能投产在即，大客户资质好且合作关系稳定，盈利及获现能力较好；同时中证鹏元也关注到，公司新增产能面临一定的产能消化风险和资本性开支压力，存货对营运资金占用明显，总债务快速上升，债务压力上升。

债券概况

发行规模：11.69 亿元
发行期限：6 年
偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息
发行目的：收购至美善德 58.9706% 股权并增资项目、数字化管理系统及智能仓库建设项目、补充流动资金

未来展望

- 公司处于行业内第一梯队，大客户资质好且合作关系稳定，预计公司业务持续性较好，未来随着在建产能的陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	88.33	75.80	51.79	43.63
归母所有者权益	35.26	34.51	29.22	25.49
总债务	-	25.15	11.68	8.34
营业收入	9.96	48.64	38.04	32.08
净利润	0.46	5.66	4.33	3.62
经营活动现金流净额	-2.30	5.76	9.21	2.75
销售毛利率	29.95%	34.29%	38.51%	36.77%
EBITDA 利润率	-	17.27%	16.25%	16.68%
总资产回报率	-	10.53%	11.08%	11.25%
资产负债率	55.31%	52.57%	43.58%	41.57%
净债务/EBITDA	-	0.29	-0.95	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	-	33.24	30.54	21.40
总债务/总资本	-	41.16%	28.57%	24.65%
FFO/净债务	-	238.12%	-68.69%	-33.69%
速动比率	0.88	1.05	1.28	1.59
现金短期债务比	-	1.25	1.80	2.28

资料来源：公司 2018-2020 年年报及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司经营规模持续扩张至行业前列，新增产能投放在即有望进一步巩固公司规模优势。**受益于藤县基地等新增产能投产，公司产量大幅上升，由 2018 年的 6,957.53 万平方米增加至 2020 年的 11,389.98 万平方米，行业内规模靠前。截至 2020 年末，公司在建项目广西藤县生产基地和特种高性能陶瓷板项目未释放的产能合计 6,020 万平方米，2021 年一季度新增的高安基地产能约 4,000 万平方米，随着在建产能和高安基地的逐步投产，公司经营规模将继续扩大。
- **公司销售渠道通畅，大客户资质好且合作关系稳定。**公司为万科、碧桂园、保利等大型房地产商主要瓷砖供应商之一；经销商数量和网点数量持续增加，有助于公司业务拓展。
- **公司盈利能力及获现能力表现较好。**在规模扩张的同时，公司成本和费用控制情况较好，剔除新收入准则影响，近年来毛利率较为稳定，利润大幅增长，2018-2020 年净利润年均复合增长率为 25.02%。一方面，公司工程和经销收入占比在 2020 年达到五五分左右，经销商端相对较好的现金流可弥补地产商端的现金流压力，另一方面，公司对上游议价能力强，可转移部分资金压力至上游供应商，使得 2018-2020 年公司经营活动现金净流入规模较大，FFO 均为正且持续增加。

关注

- **新增产能面临一定的产能消化风险。**公司未来将投产的产能规模较大，但下游房地产新增需求有限，且行业内竞争激烈，新增产能面临一定的产能消化风险。
- **面临一定的资本性开支压力。**截至 2020 年末，公司藤县基地等主要在建项目后续资金需求为 14.63 亿元，此外，考虑到 2021 年一季度公司支付了 6.51 亿元的股权投资款，本期债券募投项目数字化管理系统及智能仓库建设项目计划总投资 2.98 亿元，若本期债券未能及时成功发行，未来面临一定的资本性开支压力。
- **存货规模较大且营运效率较低，对资金明显占用。**近年来存货账面价值持续增加，2018-2020 年年均复合增长率为 30.41%，公司存货占比、存货周转天数高于同行业上市公司平均水平，存货对营运资金造成明显占用。
- **公司总债务快速上升，债务压力上升。**截至 2020 年末，公司总债务 25.15 亿元，较 2018 年末大幅增长 2.01 倍，短期债务集中度 76.38%。

同业比较（单位：亿元）

指标	蒙娜丽莎	东鹏控股	帝欧家居	悦心健康
总资产	75.80	106.49	87.92	25.80
营业收入	48.64	47.69	39.67	8.37
净利润	5.66	5.19	4.02	0.45
销售毛利率	34.29%	35.26%	36.53%	31.79%
资产负债率	52.57%	46.38%	52.61%	58.17%
主导品牌	蒙娜丽莎	东鹏	欧神诺	斯米克
建筑陶瓷销量（万平方米）	10,050.08	11,673.02	12,786.23	2,013.15
建筑陶瓷销量增速	28.81%	5.04%	-0.49%	10.30%
建筑陶瓷产量（万平方米）	11,389.98	11,550.43	13,145.69	1,980.46
建筑陶瓷产量增速	37.17%	-0.95%	1.27%	6.52%
陶瓷业务毛利率	34.68%	38.49%	30.17%	25.28%

注：截至 2020 年 4 月 2 日，东鹏控股暂未发布 2020 年度财务报告，故其财务数据统计口径为截至 2020 年 9 月末，业务数据统计口径为 2019 年度；（2）其他上市公司业务财务数据统计口径为 2020 年度。

资料来源：公开数据，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司原名为“南海市西樵东陶瓷装饰材料有限公司”，于1998年10月由萧华、霍荣铨、刘凌空、邓啟棠和张旗康共同出资成立，注册资本120.00万元，其中萧华、霍荣铨、刘凌空、邓啟棠、张旗康分别货币出资33.60万元、26.40万元、24.00万元、18.00万元、18.00万元，分别占注册资本的28.00%、22.00%、20.00%、15.00%、15.00%。2003年12月，刘凌空将其持有公司20%的股权转让给萧华，股东持股比例变更为萧华48.00%、霍荣铨22.00%、邓啟棠15.00%、张旗康15.00%。2011年，公司名称变更为“广东蒙娜丽莎新型材料集团有限公司”（以下简称“蒙娜丽莎有限公司”）。

2015年6月，经蒙娜丽莎有限公司原有全体股东作为发起人，对蒙娜丽莎有限公司进行整体变更，发起设立蒙娜丽莎集团股份有限公司，公司股本为10,219万股，并于2015年8月完成工商登记，股权结构不变。

2017年12月，公司经中国证券监督管理委员会核准，向社会公开发行A股3,943万股并在深圳证券交易所上市交易，发行价格为31.29元/股，募集资金净额为11.24亿元，其中0.39亿元计入股本，10.85亿元计入资本公积，股票简称“蒙娜丽莎”，股票代码为002918.SZ。

公司经多次增资、股权激励和资本公积金转增资本等事项，截至2021年3月末，公司注册资本为40,610.79万元，实收资本为40,883.24万元，公司第一大股东萧华持股比例为30.59%，一致行动人萧华、霍荣铨、邓啟棠、张旗康为实际控制人，合计直接持有公司股份63.73%，具体股权结构图见附录二。

截至2020年末，公司前十大股东合计持有公司股份76.82%，且实际控制人股权均未被质押。根据公司于2021年4月15日发布的公告，公司股东佛山市美尔奇投资管理合伙企业（有限合伙）拟在减持计划公告之日起15个交易日后的3个月内以集中竞价交易方式减持公司股份合计不超过4,088,200股（即不超过公司总股本的1%）。

表1 截至2020年末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
萧华	境内自然人	30.80%	125,080,560
霍荣铨	境内自然人	14.12%	57,328,590
邓啟棠	境内自然人	9.62%	39,087,675
张旗康	境内自然人	9.62%	39,087,675
佛山市美尔奇投资管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	4.46%	18,105,000
招商银行股份有限公司—兴全轻资产投资混合型证券投资基金（LOF）	其他	2.10%	8,547,675
香港中央结算有限公司	境外法人	1.76%	7,142,168
富达基金（香港）有限公司—客户资金	境外法人	1.65%	6,685,637
毛红实	境内自然人	1.56%	6,316,905

民生银行—大家资产—盛世精选 5 号集合资产管理产品	其他	1.13%	4,573,217
合计		76.82%	311,955,102

资料来源：公司 2020 年度报告，中证鹏元整理

公司主要从事建筑陶瓷产品研发、生产和销售，拥有“蒙娜丽莎®”、“QD®”和“美尔奇®”三大陶瓷品牌，产品类型覆盖较为丰富，拥有陶瓷砖和陶瓷板两大类，广泛应用于住宅装修装饰和公共建筑装修装饰等领域。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共计9家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：蒙娜丽莎集团股份有限公司2021年公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币11.69亿元；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会或其授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的向下修正条款：在本期债券存续期间，当本公司股票在任意连续 30 个交易日中有 15 个交易日的收盘价不高于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日日本公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；

债券赎回条款：在本期债券期满 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定；在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本期债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，（2）当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时；

债券回售条款：（1）有条件回售款。在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30

个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司，若在上述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续 30 个交易日须从转股价格向下修正之后的第一个交易日起重新计算；在本期债券最后两个计息年度内，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；（2）附加回售条款。在本期债券存续期间内，如果本次发行所募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定可被视作改变募集资金用途或者被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人有权按面值加当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或全部可转换公司债券。持有人在附加回售申报期内未进行附加回售申报的，不应再行使本次附加回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量由股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过11.69亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	募集资金占项目总投资比例
收购至美善德 58.9706%股权并增资项目	6.51	5.31	81.57%
数字化管理系统及智能仓库建设项目	2.98	2.98	100.00%
补充流动资金	3.40	3.40	100.00%
合计	12.89	11.69	-

资料来源：《蒙娜丽莎集团股份有限公司公开发行可转换债券募集资金使用可行性分析报告》，中证鹏元整理

（一）收购至美善德58.9706%股权并增资项目

高安市至美善德新材料有限公司（2021年2月更名为高安市蒙娜丽莎新材料有限公司，以下简称“至美善德”）成立于2020年12月23日，系为实现本次交易目的而新设的公司，公司此次收购至美善德 58.9706%股权的交易对手为江西普京陶瓷有限公司（以下简称“普京陶瓷”）。2021年1月，普京陶瓷通过作价出资方式注入至美善德土地（约980亩工业用地）、地上房产（包括但不限于厂房、办公楼、员工宿舍、仓库等）、9条陶瓷生产线（年产陶瓷砖、陶瓷板约4,000万平方米）及与日常经营相关的其他设备、设备等。

2021年2月7日，公司与普京陶瓷、冼伟泰及至美善德签署了《关于高安市至美善德新材料有限公司

之股权收购协议》，公司拟以现金40,100万元受让普京陶瓷持有的至美善德58.9706%的股权，并以现金25,000万元认缴至美善德新增注册资本4,411.7647万元。此次收购以2021年1月31日为评估基准日，至美善德股东全部权益账面价值为63,371.36万元，股东全部权益评估价值为67,768.42万元，增值额为4,397.06万元，增值率为6.94%，此次评估结论确定的方法为资产基础法。截至2020年3月末，上述股权收购交易已经完成交割，公司和普京陶瓷分别持有至美善德70%和30%股权。在本期债券募集资金到位前，公司按照收购协议约定进度通过自筹资金先行支付，并在募集资金到位后按照相关法规规定的程序予以置换。

至美善德于2021年3月部分生产线开工，正式投入使用。高安拥有丰富的陶瓷原料和陶瓷产业配套集群，是国内成熟的建筑陶瓷产业基地之一，高安基地总产能规模在4,000万平方米左右，收购完成后将大幅提升公司瓷砖产能。此外，高安基地拥有一定的产业链优势，且位于江西中部偏西北，能够以较低的仓储物流成本辐射华东地区，进一步扩大公司在华东地区的生产与供货能力，提升公司在华东地区的竞争力。最后，高安基地的瓷砖产品将有助于丰富公司产品结构。但受市场需求、行业竞争及公司未来发展状况等因素影响，高安基地复产后能否实现预期的收入存在不确定性。

表3 至美善德最近一期主要财务数据情况（单位：万元）

指标	2021年1月31日/2021年1月
总资产	63,389.86
总负债	18.50
净资产	63,371.36
营业收入	0.00
利润总额	-17.18

注：截至2021年1月末，至美善德暂未复工，故未实现营业收入。

资料来源：《蒙娜丽莎集团股份有限公司公开发行可转换债券募集资金使用可行性分析报告》，中证鹏元整理

（二）数字化管理系统及智能仓库建设项目

1. 项目基本情况

该项目总投资29,793万元，项目期限24个月，实施主体为公司本部，地点为广东佛山南海区西樵太平工业区，通过搭建数字化管理系统，新建智能仓库，购置智能化仓储设备，以进一步提升公司数字化管理能力及智能化仓储能力，具体情况如下：

表4 数字化管理系统及智能仓库建设项目投资明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	募集资金占项目总投资比例
数字化信息平台	0.96	0.96	100.00%
智能仓库建设	2.02	2.02	100.00%
合计	2.98	2.98	-

资料来源：《蒙娜丽莎集团股份有限公司公开发行可转换债券募集资金使用可行性分析报告》，中证鹏元整理

2. 项目审批情况

截至2020年4月10日，该项目的相关立项文件正在批复中。

3.经济效益情况

截至2020年末，公司拥有覆盖全国各省、市、自治区专卖店和网点4,000多个，每年计划新增350至550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。但仓库主要以租赁为主，每年租赁费用较高，公司当前仓库的空间利用率不高，货物主要依靠人力装卸搬运，存取速度较慢，通过新建智能仓库，同时引进智能仓储设备，以实现空间利用高效化、作业无人化、仓库管理信息化。项目的实施有利于公司降低租赁成本，缓解大规模租赁仓储造成的管理和资金压力。但数字化管理系统及智能仓库建设项目无法直接为公司创收，未来能否形成具有经济效益的智能仓储成果存在不确定性。

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，

引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

（二）行业环境

受城镇化推进及房地产行业的发展，我国建筑陶瓷行业快速发展，但产量已连续三年下降

建筑陶瓷是以陶土、瓷土为主料，经混合、压制、素烧、施釉、印花等过程，而制成的一种建筑材料。作为一种空间美学装饰材料，建筑陶瓷以多姿多彩的花纹、颜色与图案装点居室，同时还具有防水、耐热、耐磨、易清洁等特点，实用性能高。

建筑陶瓷的装饰属性强，产品款式多，变化快，品牌属性较弱。建筑陶瓷根据材质、形制等方面的不同，可分为陶瓷砖、陶瓷薄板/薄砖，具体如下表所示。其中陶瓷薄砖和薄板是新兴产品，比普通瓷砖产品更加轻薄，面积更大，制作更加节能减排，正处于市场推广放量阶段。从消费者使用角度来讲，建筑陶瓷产品属性更侧重于装饰性，功能性较弱，消费者更看重瓷砖或材料的花色、质感和个性化，相对于装饰属性，其品牌辨识度较低，厂家需要很强的市场敏锐度，随着市场流行趋势的变动产品不断推陈出新。

表5 建筑陶瓷-按材质类别分类及用途

类别	产品名称	产品说明	应用领域
陶瓷 砖	陶瓷有釉砖	吸水率小于 0.5%、经过施釉工序的陶瓷砖产品；色彩明丽、图案丰富、花色繁多；主要产品种类有抛晶砖、抛釉砖、仿古砖	广泛应用于酒店、商场超市、办公楼等公共空间装饰及家居背景等室内装修领域
	瓷质无釉砖	吸水率小于 0.5%、不经过施釉工序的陶瓷砖产品；花色偏素、坚硬耐磨、耐腐蚀；以抛光砖为主	广泛使用于过道和室外走道等装修项目的地面，除厨卫以外的多数家居室内空间，如厅堂等
	瓷片（墙面砖）	吸水率大于 10%、强度较瓷质砖低的陶制产品	一般用于厨卫空间、洗手间和室外阳台立面装饰等空间
陶瓷 薄板/ 薄砖	陶瓷薄板	吸水率小于 0.5%，厚度不大于 6mm，表面面积不小于 1.62 m ² 的板状陶瓷产品；最大程度实现产品薄型化，大幅降低消耗原料、能源，降低建筑物负荷，规格大，具有特殊装饰效果	逐渐成为建筑幕墙、创意化装饰、背景墙等领域的新兴品类

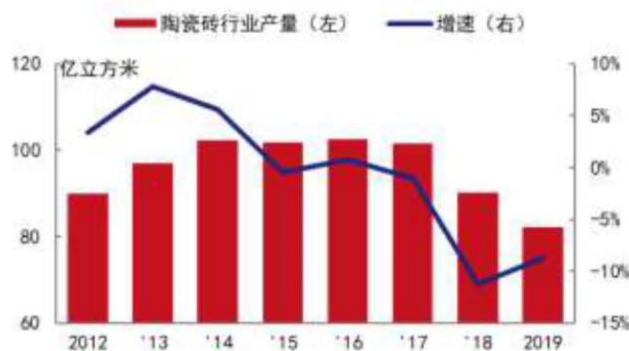
陶瓷薄砖

吸水率小于0.5%，厚度不大于5.5mm，表面面积不小于1.62m²的陶瓷砖；规格与传统陶瓷砖相近，厚度薄、质量轻、硬度高；施工简便快捷，利于维护施工现场的整洁，有效减轻施工人员的劳动强度，节约大量的切割加工、铺贴辅料等综合费用

资料来源：公开资料

随着我国城镇化的快速推进、房地产行业高速发展及居民生活水平的快速提升，我国建筑陶瓷行业进入飞速发展的轨道，瓷砖产量由2001年的不到20亿立方米飙升至2019年的82.2亿立方米，期间连续4年产量在100亿立方米以上，目前我国已成为世界建筑卫生陶瓷产业最大的生产国、最大消费国和最大出口国。2016年我国陶瓷产量见顶，之后2017-2019年呈下滑趋势，主要原因有：一方面全国房屋竣工面积下滑，另一方面是国家对节能环保的重视，“煤改气”政策的落地加速推进落后、低效益产能的退出。

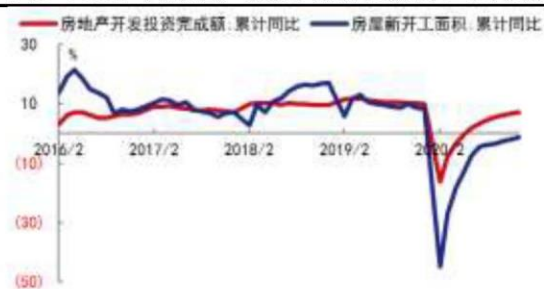
图1 我国陶瓷砖产量已连续三年负增长



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

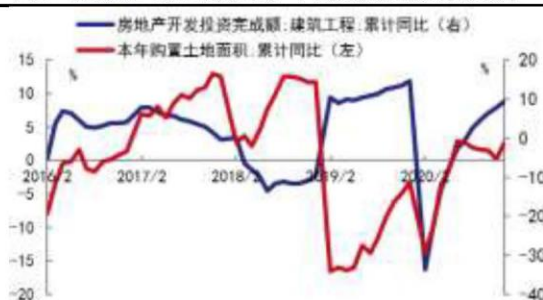
中证鹏元预计 2021 年房地产韧性犹存，建筑陶瓷需求有支撑。为充分及时对冲疫情影响，2020 年房地产政策分为疫情放松（1-3 月）、局部收紧（4-6 月）、全面收紧（7-12 月）三个阶段，房地产开发投资增速走出深“V”型稳步回升，2020 年全年累计增速达 7.7%，延续了 2016 年以来的“韧性”，充分发挥了房地产稳增长、稳经济的压舱石作用。从房地产先行指标拿地来看，2020 年土地购置面积降幅缩窄，且当前施工面积仍维持高位，建筑工程投资绝对量保持增长，对房地产开发投资形成支撑，2021 年投资增速有望继续维持 7%左右，从而使得建筑陶瓷需求有支撑。

图2 2020 年房地产投资增速和新开工面积稳步回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 建筑工程对房地产开发投资形成支撑

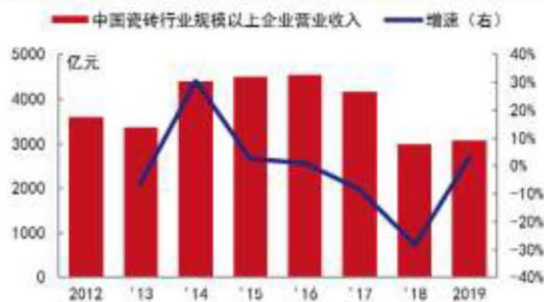


资料来源：Wind，中证鹏元整理

陶瓷行业呈现“大行业，小公司”局面，虽行业集中度在提升，但整体竞争激烈

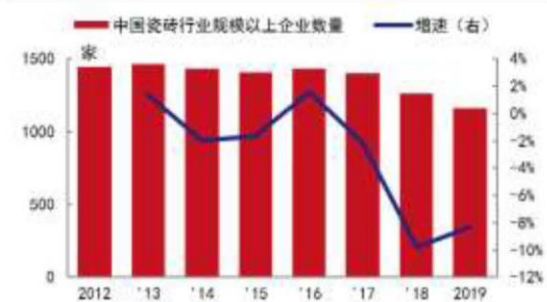
我国建筑陶瓷产业集中度较低，建筑陶瓷整体呈现“大行业，小企业”的竞争格局，行业竞争激烈，同时行业上下游也在加速品牌集中。根据《2020年中国陶瓷产能报告》，2017-2020年，全国建陶企业减少211家，减幅15.45%，行业营收自2016年达到峰值后整体处于下降趋势，2019年营业收入有所回升。“十三五期间”，首次诞生百亿级企业唯美集团（马可波罗），建筑陶瓷销售排名前十家集中度达18%，较2015年提高3%。中国陶瓷砖产量占全球54.17%，约占国际陶瓷砖市场贸易量的35%。

图4 瓷砖行业营业收入整体下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

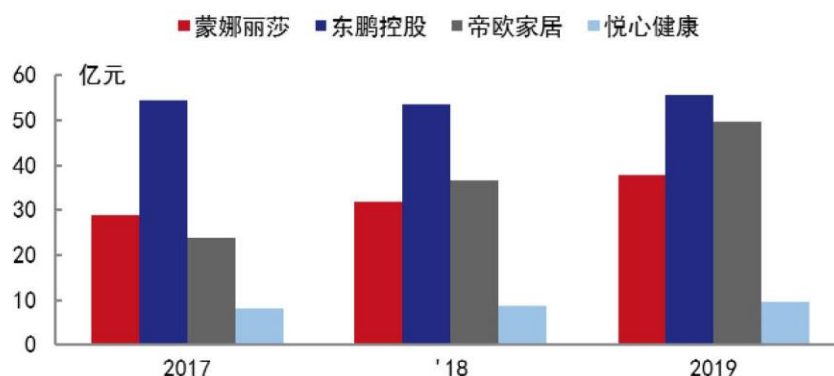
图5 瓷砖行业数量在加速出清



资料来源：Wind，中证鹏元整理

陶瓷行业目前主要形成了三大梯队格局，其中第一梯队以唯美集团（马可波罗）、新明珠（冠珠、萨米特等）、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居（欧神诺）等为代表，一般覆盖中高端市场，渠道辐射全国。第二梯队主要为区域品牌，如江西景德镇和湖南衡阳等，覆盖中低端市场，第三梯队数量众多，缺乏自主品牌。就行业内的上市公司来看，目前瓷砖行业的上市公司主要有公司、东鹏控股（股票代码：003012.SZ）、帝欧家居（股票代码：002798.SZ）和悦心健康（股票代码：002162.SZ），在瓷砖行业营业收入下行时，行业内规模较大企业营收逆势保持上涨趋势，集中度明显提升。

图6 陶瓷行业内的上市公司营业收入逆势上涨



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

一方面，土地、能源、人力成本攀升及营销成本加大等因素导致行业成本上升，另一方面市场需求的变化和消费升级也迫使行业转型升级和企业产品结构调整不断推进，小产能加速出清。而有规模和资

金优势的资金具备扩产、研发和环保等实力，有望推动行业集中度进一步提升。

精装房渗透率快速提升，且仍有较大空间，利好瓷砖头部企业。根据奥维云网数据，2016年2019年，我国精装房市场渗透率从12%上升至32%，但与日本、美国、德国等主要发达国家80%以上的全装修比例相比，未来仍有较大发展空间。精装修的大宗交付模式能够快速提高家居企业的销售额，促进头部企业快速发展，进一步抢占中小品牌的市场空间。从B端市场（地产商首选品牌）看，建筑陶瓷行业前十品牌之间差距较小，格局不稳定。过去5年瓷砖行业前十品牌之间排名波动较大，间接说明瓷砖行业格局品牌较多，格局尚未稳定。

五、公司治理与管理

公司股权结构较为稳定，自成立以来，一致行动人萧华、霍荣铨、邓啟棠、张旗康一直均为实际控制人，且持有公司股权不低于60%，股权结构较为稳定，股权集中度较高。2020年12月15日，一致行动人萧华、霍荣铨、邓啟棠、张旗康续签了《一致行动协议》，协议有效期36个月，自2020年12月19日至2023年12月18日。

1、公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会。公司制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等重大事项。2018-2020年公司累计召开年度股东大会3次，临时股东大会7次，股东大会的召集召开程序、提案审议程序、决策程序均符合相关规定，保证全体股东，尤其是中小股东能按其所持股份享有平等权利，并能充分行使其相应的权利。

公司设董事会，对股东大会负责，决定公司的经营计划和投资方案。公司董事会由9名董事组成，设董事长1名，独立董事3名。董事会人员组成专业结构合理，包括建筑陶瓷行业、财务和法律等方面的专家，具备履行职务所需的知识、技能和素质。

公司监事会有监事3人，由2名股东代表和1名职工代表组成，监事会设主席1人。监事会职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和提议召开临时股东大会等。

根据公司于2021年2月8日发布的《关于最近五年被证券监管部门和交易所处罚或采取监管措施的公告》，公司最近五年不存在被证券监管部门和交易所处罚的情况，但存在以下问题：1. 募集资金使用不规范（公司未按计划使用“研发中心升级建设项目”募集资金，未按规定用途使用“总部绿色智能制造

项目”募集资金)；2. 治理运作不规范(公司历次临时董事会会议资料和临时监事会会议资料均未留存提议人的书面提议文件及相关提案资料)；3. 内幕信息知情人登记不完整。截至公告日，公司已对上述问题进行了自查并制定整改措施，公司将加强相关人员对《公司法》和《证券法》等法律法规和规范性文件及公司制度的学习和理解，并严格执行，并向广东证监局报送了整改报告。

2、公司管理

根据行业特点和经营管理需要，公司设有研发中心、生产技术中心、财务管理中心等多个专业中心和部门进行专业管理和技术支持，经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2020年末，公司组织架构图附录三所示。

六、经营与竞争

公司是一家致力于建筑陶瓷产品研发、生产和销售的国家级高新技术企业，拥有“蒙娜丽莎®”、“QD®”和“美尔奇®”三大陶瓷品牌。其中主导品牌“蒙娜丽莎®”成立于1998年，定位中高端市场，拥有一定的品牌知名度，为2022年杭州亚运会官方建筑陶瓷独家供应商，并入选了2020年迪拜世博会中国馆指定瓷砖供应商；“QD”品牌于2015年重新设计，主打中国风；“美尔奇®”于2021年推出，定位于高端岩板。

图7 公司三大品牌对应的下游应用领域



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司瓷砖产品分为瓷砖和陶瓷板两类，其中瓷砖产品又细分为瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有

釉砖（即瓷片、墙面砖）三种，产品类型覆盖较为丰富。近年来公司瓷砖收入占比在97%以上，为公司主要收入来源。2018-2020年公司营业收入持续增加，年均复合增长率为23.12%，其中2020年营业收入大幅增长主要得益于广西藤县基地部分产能投产。

毛利率方面，近年来公司综合毛利率呈一定波动性，2018年综合毛利率上升主要原因是高毛利率的工程收入占比提升，2020年综合毛利率下降主要原因是执行新收入准则，原确认为销售费用的物流运输费、切割加工费计入合同履约成本，其中2018-2019年物流运输费用率在4%左右，若不考虑该因素影响，2020年公司瓷砖产品毛利率基本保持稳定。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	47.69	34.68%	37.97	38.47%	32.01	36.64%
其中：瓷质有釉砖	28.41	36.36%	21.43	41.04%	16.53	38.60%
瓷质无釉砖	5.45	30.79%	5.65	30.82%	6.83	36.08%
非瓷质有釉砖	6.91	17.16%	6.15	24.48%	5.69	23.13%
陶瓷板、薄型陶瓷砖	6.58	48.56%	4.39	53.81%	2.65	54.24%
其他	1.28	22.49%	0.42	58.83%	0.38	51.95%
合计	48.64	34.29%	38.04	38.51%	32.08	36.77%

注：上表中的其他包括了营业收入中的其他瓷砖建筑陶瓷制品制造和其他业务收入。

资料来源：公司2018-2020年年度报告，中证鹏元整理

近年来公司营业收入大幅增加，主要客户资质较好且较为稳定，经销商网络覆盖较广，随着新基地产能的逐步有效释放，预计未来营业收入将继续增长，B端营业收入占比或将继续提升

按销售渠道的不同，公司的销售模式主要可划分为经销模式和工程模式，其中经销模式（以下简称“C端”）是指公司与经销商买断式经销，终端需求多为普通家装；工程模式（以下简称“B端”）是指公司与房地产开发商、建材超市等工程方批量供货销售。结算方式方面，C端方面，对于大经销商，公司提供部分授信，其他经销商款到发货，B端客户均为先货后款，且账期有延长趋势。

近年来公司加大B端业务拓展力度，工程模式收入占比逐年提升，考虑到地产集中化和精装修趋势将推动B端工程业务放量，且B端能更快的消化公司新增产能，预计未来占比或将继续提升。毛利率方面，2018-2019年，由于工程业务公司要承担运输费、切割费、运营服务等，导致毛利率高于经销业务，2020年，受新收入准则影响，原计入销售费用的运输费等费用转为履约成本，导致毛利率大幅下降。

表7 近年来公司B端和C端收入情况（单位：亿元）

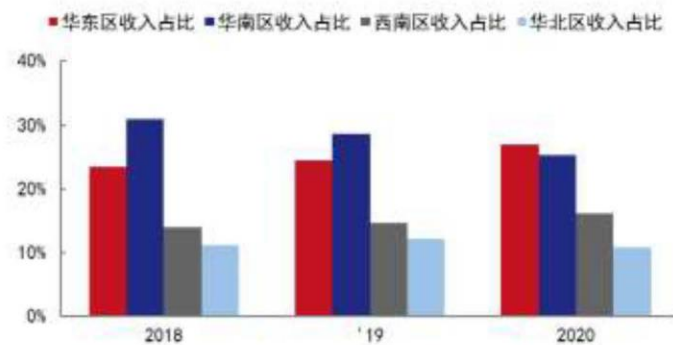
类别	项目	2020年	2019年	2018年
经销	收入	26.58	22.52	19.95
	占比	55.73%	59.31%	62.32%

工程	收入	21.11	15.45	12.06
	占比	44.27%	40.69%	37.68%
小计		47.69	37.97	32.01

资料来源：公司提供

公司销售区域广泛，国内客户覆盖全国各地，并主要分布在华东、华南、西南和华北区域，2018-2020年上述4大区域销售收入合计数占比均在80%左右。

图8 公司销售区域主要为华东、华南、西南和华北区域



资料来源：公司 2018-2020 年度报告，中证鹏元整理

B端渠道建设方面，公司已与碧桂园、万科、保利、中海、融创、龙湖、世茂、金科等多家大型房地产商建立合作关系，已连续6年成为万科地产A级供应商，并获得碧桂园卓越供应商、保利质量优秀奖、金茂优秀供应商、世茂优秀供应商、正荣核心供应商等荣誉。2018-2020年碧桂园、万科和保利稳居公司前五大客户，公司客户结构较好，主要客户较为稳定，且客户集中度有所下降。考虑到碧桂园旗下股权投资子公司深圳市碧桂园创新投资有限公司于2020年12月增资2亿元获取子公司桂蒙公司13.5%股权，未来公司与碧桂园的合作有望加强，客户集中度或将有所回升。

表8 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占总采购金额的比重
2020年	客户1	36,428.29	7.49%
	客户2	32,143.99	6.61%
	客户3	31,987.26	6.58%
	客户4	28,740.83	5.91%
	客户5	13,183.12	2.71%
	小计	142,483.50	29.29%
2019年	客户1	38,118.64	10.02%
	客户2	37,189.26	9.78%
	客户3	23,407.17	6.15%
	客户4	21,263.48	5.59%
	客户5	6,667.89	1.75%
	小计	126,646.44	33.29%

2018年	客户1	43,058.53	13.42%
	客户2	35,655.88	11.11%
	客户3	26,370.94	8.22%
	客户4	17,054.78	5.32%
	客户5	8,522.20	2.66%
	小计	130,662.33	40.73%

资料来源：公司提供

C端渠道建设方面，公司经销商体系已覆盖除港澳台外的所有省份，覆盖面广泛，涵盖三百多个城市，包括全国全部省会城市和大部分地县级市，一级经销商数量由2018年末的661家增长2020年末的887家，年均复合增长率为15.84%，经销商门店主要分布在华东和华南区域。

近年来公司瓷砖销量大幅增加，2018-2020年均复合增长率为23.38%，随着未来藤县和高安基地的产能陆续投产，有望推动销量、营收继续大幅增长。B端模式下，备货周期较长，随着工程收入占比提升，公司产销率也在不断下降，但仍保持在88%以上。分具体产品看，2018-2020年公司瓷质有釉砖和陶瓷板销量年均复合增长率分别为36.51%和51.87%，销售增速和毛利率均高于公司平均水平，且收入合计数比重由2018年的59.91%上升至2020年的73.36%，产品结构有所优化。销售均价方面，除陶瓷板之外，其他陶瓷产品销售均价均有所下降，主要原因是陶瓷板属于新兴产品，处于市场风口，故销售单价较高，而其他产品随着推入市场时间越久，价格会逐渐下降。

表9 公司近年来瓷砖产品产销率情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2020年	2019年	2018年
生产量	11,389.98	8,303.35	6,957.53
销量	10,050.08	7,802.21	6,601.56
产销率	88.24%	93.96%	94.88%
收入	47.69	37.97	32.01
销售均价	47.45	48.67	48.49
毛利率	34.68%	38.47%	36.64%

资料来源：公司提供

受益于新基地投产，公司产能产量大幅提升，且随着新基地产能陆续投产，业务规模将继续大幅扩张，但需警惕产能消化风险

公司生产模式分为自主生产和委托加工模式两部分，其中自主生产模式下，公司综合考虑已有及预测的客户需求、新产品推广需要的库存支持以及生产安排的成本效益原则三个主要方面确定生产计划及库存水平。委托加工模式下，根据市场需求及自身产能负荷情况会安排部分常规产品采用委托加工方式完成生产，在实际生产层面，公司采购部根据当月销售订单需求和公司自有生产能力的排产情况确定具体的委托加工需求并向委托加工合格协作商下达生产订单；在生产管理层面，公司将委托加工生产过程及产品纳入公司质量管理体系和存货管理体系。

截至2021年3月末，公司共有佛山、清远、广西藤县、江西高安四大生产基地，其中佛山为公司本部所在地，藤县基地于2019年3月开工建设，生产基地占地超1,600亩，计划将建成11条陶瓷生产线，产能可达8,800万平方米（截至2020年末，已建成产能3,200万平方米）。高安基地为2021年2月公司通过收购高安市蒙娜丽莎新材料有限公司70%股权获得，高安基地拥有9条陶瓷生产线，年产陶瓷砖、陶瓷板约4,000万平方米。在产能布局的考量方面，藤县基地拥有丰富的陶瓷生产原料、交通运输优势明显和招商引资力度大等优势；高安基地则主要是因为高安拥有较为成熟的产业链优势、运输和销售半径优势等。

表10 截至2021年3月末公司四大生产基地基本情况（单位：条）

生产基地	生产线数量	能源端
佛山	16	100%天然气
清远	5	100%天然气
广西藤县	7	100%天然气
高安基地	9	大部分煤转气

资料来源：公司提供、公开资料

近年来公司主要通过自建生产基地和股权收购扩大产能产量，2020年产能大幅提升主要系藤县基地部分产能投产。藤县基地和高安基地产能合计为12,800万平方米，超公司2020年末总产能，随着藤县基地的新建生产线陆续投产及高安基地陆续投产，公司产能将进一步大幅提升，考虑到行业下游新增需求有限及行业内竞争激烈，未来将面临一定的产能消化风险。受益于产能提升，近年来公司产量大幅增加，2018-2020年均复合增长率为27.95%。

表11 公司近年来产量情况（单位：万平方米）

项目	2020年	2019年	2018年
产量	11,389.98	8,303.35	6,957.53
产能利用率	97.76%	97.40%	107.59%

资料来源：公司提供

公司面临一定的资本性开支压力，建成后产能面临一定的消化风险

近年来公司通过自建和股权收购扩大产能规模，截至2020年末，公司主要在建项目有广西藤县生产基地和特种高性能陶瓷板项目，计划总投资为27.22亿元，后续资金需求为14.63亿元，此外，考虑到2021年一季度公司股权投资规模6.51亿元，本期债券募投项目数字化管理系统及智能仓库建设项目计划总投资2.98亿元，公司面临一定的资本性开支压力。截至2020年末，公司在建项目广西藤县生产基地和特种高性能陶瓷板项目未释放的产能合计7,120万平方米，2021年一季度新增的高安基地产能约4,000万平方米，新增产能面临一定的消化压力。

表12 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	主导产品	计划总投资	已投资	计划总产能	资金来源
------	------	-------	-----	-------	------

广西藤县生产基地	瓷砖、陶瓷原料加工	18.50	9.90	8,800	IPO 募集资金、自筹等
特种高性能陶瓷板项目	瓷砖	6.00	0.71	1,520	自筹
保利商务中心 2 号楼	-	2.72	1.98		自筹
小计	-	27.22	12.59	10,320	-

注：截至 2020 年末，藤县基地已投产 3,200 万平方米。

资料来源：公司提供

公司对上游的议价能力强，供应商集中度不高，但“煤改气”推进或将削弱公司盈利能力

公司主要原材料为坯料、釉料和包装材料等，所需能源包括煤、电、气等，其中坯料和釉料成本占比在 20% 以上。受大宗商品价格上涨影响，公司近年来坯料和釉料采购均价有所上涨。2020 年下半年，公司佛山、清远基地能源端均全部更换为天然气，藤县基地投产即使用天然气，高安基地目前大部分仍为煤转气，考虑到“煤改气”是大势所趋，天然气成本更高，若不能有效将“煤改气”带来的能源成本增加转移至下游，将削弱公司盈利能力。

由于我国粘土、沙料、长石等资源的优质产地较多，原材料供应充足，开采、加工企业较多，行业竞争充分，导致上游议价能力偏弱。此外，2018-2020 年公司有一定比例的委托加工产量。2018-2020 年前五大供应商集中度均在 18% 以上，集中度不高。

表 13 公司近年来前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占总采购金额的比重
2020 年	供应商 1	15,840.32	5.41%
	供应商 2	10,838.60	3.70%
	供应商 3	10,160.25	3.47%
	供应商 4	9,142.41	3.12%
	供应商 5	8,522.22	2.91%
	小计	54,503.80	18.63%
2019 年	供应商 1	18,830.96	8.59%
	供应商 2	12,726.67	5.81%
	供应商 3	11,677.85	5.33%
	供应商 4	11,120.32	5.07%
	供应商 5	10,445.11	4.77%
	小计	64,800.91	29.57%
2018 年	供应商 1	16,858.17	8.91%
	供应商 2	13,417.82	7.09%
	供应商 3	9,975.95	5.27%
	供应商 4	9,513.33	5.03%
	供应商 5	6,152.53	3.25%
	小计	55,917.80	29.55%

资料来源：公司 2018-2020 年报，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年年度报告及未经审计的2021年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2018-2019年公司新增纳入合并报表范围的子公司分别为2家、1家，2020年合并报表范围的子公司无变化。

表14 2018-2020年公司合并报表范围中子公司变化情况

年份	子公司名称	变动情况	变动原因
2019年	广东蒙娜丽莎智能家居科技有限公司	增加	投资设立
2018年	广西蒙娜丽莎新材料有限公司	增加	投资设立
	广西美尔奇建材有限公司	增加	投资设立

资料来源：公司2018-2020年度报告，中证鹏元整理

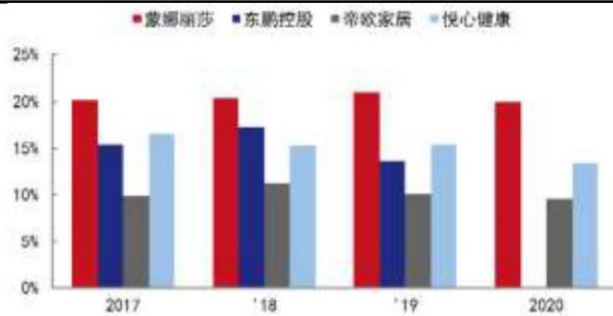
资产结构与质量

近年来公司资产规模较快增长，存货对营运资金占用明显，货币资金充裕，整体资产质量尚可

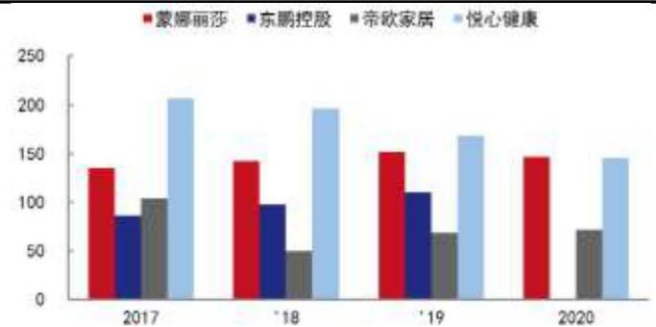
近年来公司资产规模大幅增加，2018-2020年均复合增长率为31.80%，主要系公司有息债务、经营性负债和经营积累增加所致。随着公司产能扩张，生产性资产规模增加，流动资产占比逐年下降。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款，2020年末受限资金为0.91亿元，为保函保证金和票据保证金。公司应收账款主要来自B端客户，近年来账面价值不断增加，2018-2020年均复合增长率为21.16%，主要原因有：一是业务规模扩大；二是地产公司将资金压力转向上游，B端客户应收账款账期延长。公司应收账款集中度一般，2018-2020年末前五大应收账款对象合计占应收账款余额比例均不超过28%。公司账龄较短，2018-2020年末账龄在一年内的应收账款占比均在90%以上。2018-2020年末应收账款坏账准备计提比例在6-7%之间，比例较为稳定，低于行业平均水平。考虑到应收账款对象中部分客户规模较小，存在一定的回收风险。

公司存货主要为原材料、库存商品和发出商品等，近年来账面价值持续增加，2018-2020年均复合增长率为30.41%，主要原因是销售期较长的B端业务规模扩大，导致发出商品规模大幅增加。从存货构成来看，公司原材料主要是坯料、釉料等，近年来账面价值规模较为稳定，在存货中的占比由2018年末的24.23%下降至2020年末的16.45%；库存商品和发出商品均主要为瓷砖，其中发出商品基本是针对B端客户而产生，账面价值由2018年末的1.51亿元增长至2020年末的6.86亿元，年均复合增长率为113.31%，主要原因是B端收入大幅增长，但整体而言，公司存货占比、存货周转天数高于同行业上市公司平均水平，存货对营运资金造成明显占用。

图9 可比对象存货占比情况


注：东鹏控股暂未披露2020年报，故没有相关数据。
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

图10 可比对象存货周转天数情况


注：东鹏控股暂未披露2020年报，故没有相关数据。
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.43	18.60%	21.21	27.98%	16.27	31.42%	14.77	33.85%
应收账款	8.20	9.28%	8.16	10.76%	6.09	11.76%	5.56	12.74%
存货	17.53	19.84%	15.13	19.96%	10.86	20.98%	8.90	20.39%
流动资产合计	51.57	58.39%	50.83	67.06%	37.82	73.02%	36.11	82.77%
固定资产	20.74	23.49%	13.86	18.28%	5.57	10.75%	4.27	9.79%
在建工程	9.35	10.58%	7.89	10.41%	5.35	10.33%	1.36	3.12%
非流动资产合计	36.76	41.61%	24.96	32.94%	13.97	26.98%	7.52	17.23%
资产总计	88.33	100.00%	75.80	100.00%	51.79	100.00%	43.63	100.00%

资料来源：公司2018-2020年度报告及2021年第一季度报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司固定资产为主要为房屋建筑物和机器设备，2018-2020年账面价值大幅增加，其中2020年末固定资产账面价值较上年末增长148.87%，主要系广西藤县生产基地部分产能投产转固所致。此外，账面价值4.07亿元的固定资产未办妥产权证。公司在建工程主要为广西藤县生产基地等项目的投入、预付设备款和购入的保利商务中心2号楼，随着在建产能投入增加，近年来在建工程账面价值大幅增加，2018-2020年均复合增长率为140.77%。截至2020年末，公司1.82亿元的在建工程账面价值用于银行借款抵押。

总的来看，近年来公司资产大幅增加，以固定资产、在建工程等生产性资产和货币资金、应收账款、存货等经营相关资产为主，符合公司经营特点，2020年末受限资产合计2.89亿元，占总资产的3.78%，整体资产质量尚可。

盈利能力

公司营业收入保持较快增长，盈利能力较为稳定

公司营业收入基本来自瓷砖销售，受益于藤县基地投产带来的产能扩张，2018-2020年公司营业收入

入大幅增加，年均复合增长率为23.12%。在业务规模扩大的同时，公司成本端和费用端也得到了较好的控制，剔除新收入准则影响，期间费用率和综合毛利率较为稳定，同期营业利润和净利润年均复合增长率分别为25.03%和25.02%，略高于营收增速。

近年来公司盈利能力较为稳定，受新收入准则影响，2020年综合毛利率和期间费用率均有所下降，整体而言，2018-2020年公司EBITDA利润率和总资产回报率分别在17%和11%左右。

图11 公司收入及利润情况（单位：亿元）

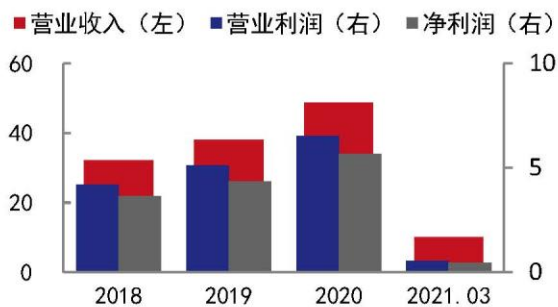
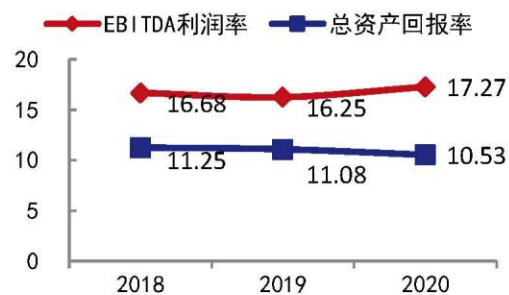


图12 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2018-2020年度报告及2021年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司2018-2020年度报告，中证鹏元整理

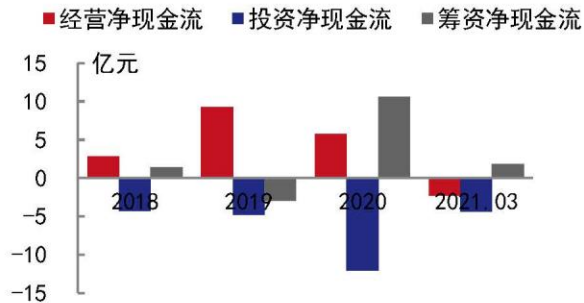
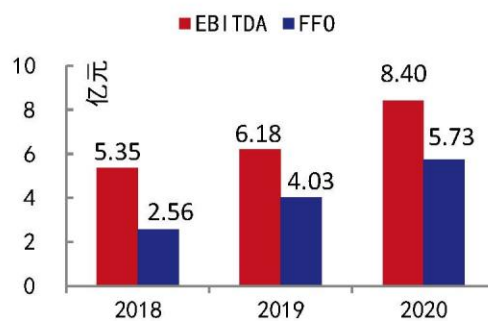
现金流

公司经营活动现金流表现尚可，但在建项目后续资金需求较大，面临较大的资本性开支压力

近年来公司收现比维持在1.02及以上，FFO持续为正且持续增长，2018-2020年经营活动现金净流入规模较大，主营业务现金生成能力较好，但2020年在净利润增加的情况下经营活动现金净流入规模却大幅下降，主要系公司B端客户的账期延长和B端模式下的发出商品大幅增加所致。

公司投资活动现金流入主要为理财产品到期赎回，现金流出主要为藤县基地等在建项目投入增加及理财产品申购，受公司藤县基地等产能扩张的影响，2018-2020年投资活动净流出合计21.15亿元。随着对藤县基地新建生产线的进一步投入，预计2021年投资活动现金将继续净流出。

近年来公司筹资活动现金流波动较大，其中2019年筹资活动现金净流出主要原因是藤县基地于2019年3月开工并调整为IPO募集资金投资项目，债务资金需求减少，2020年转为大幅净流入主要原因是广西藤县基地一期二段工程等项目启动，公司加大了银行贷款融资力度。考虑到截至2020年末，藤县基地等主要在在建项目后续资金需求为14.63亿元，此外，考虑到2021年一季度公司高安基地股权投资规模6.51亿元，本期债券募投项目数字化管理系统及智能仓库建设项目计划总投资2.98亿元，若本期债券未能及时成功发行，未来面临一定的资本性开支压力。

图13 公司现金流结构

图14 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年度报告及 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

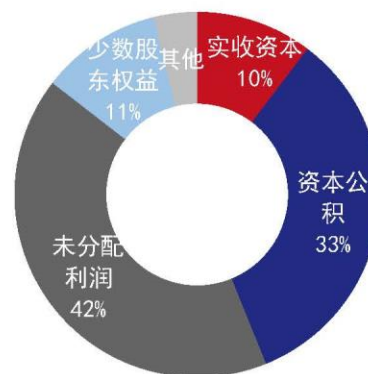
资料来源：公司 2018-2020 年度报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2020年以来公司总债务规模大幅增加，偿债压力上升

公司净资产主要由股东投入和自身经营积累构成。受益于自身经营积累，近年来公司净资产规模逐年增加，2018-2020年均复合增长率为18.75%，2020年末净资产为35.95亿元。受银行借款和往来款负债增加的影响，近年来公司总负债也在大幅增加，2018-2020年均复合增长率为48.22%。综上影响，近年来公司产权比率持续增长，净资产对总负债的保障程度降低。

图15 公司资本结构

图16 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年度报告及 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

近年来公司流动负债占比持续下降，负债结构有待改进。流动负债方面，公司短期借款近年来波动性较大，2019年末短期借款规模明显偏低，主要原因是藤县基地项目建设资金需求更多来自IPO募集资金，债务融资需求较小，2020年末的短期借款由0.90亿元的保证借款和2.78亿元的信用借款组成。应付票据和应付账款均主要用于支付原材料、能源费用、委托加工货款，近年来持续增长，近年来随着业务

规模扩大，应付账款和应付票据也在随之增长。其他应付款主要为押金及保证金，即公司向经销商和服务商收取的提货保证金、履约保证金及向供应商收取的供货保证金等，近年来账面价值亦随业务规模扩大逐年增长。其他流动负债主要为银行代理付款，属于公司短期债务。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.39	8.99%	3.68	9.24%	0.19	0.83%	2.07	11.42%
应付票据	9.73	19.91%	9.26	23.25%	8.89	39.37%	4.59	25.33%
应付账款	10.33	21.14%	9.66	24.25%	7.08	31.37%	6.10	33.63%
其他应付款	6.06	12.41%	2.68	6.72%	2.05	9.06%	2.05	11.30%
其他流动负债	6.21	12.71%	5.37	13.48%	1.57	6.97%	0.49	2.73%
流动负债合计	38.75	79.31%	33.89	85.05%	21.13	93.63%	17.07	94.14%
长期借款	7.60	15.56%	5.94	14.91%	1.40	6.20%	1.00	5.51%
非流动负债合计	10.11	20.69%	5.96	14.95%	1.44	6.37%	1.06	5.86%
负债合计	48.85	100.00%	39.84	100.00%	22.57	100.00%	18.14	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年度报告及 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

非流动负债方面，公司长期借款由信用借款和保证借款构成，2020年末，长期借款余额较上年末大幅增长，主要用于广西藤县基地一期二段工程、广东佛山基地技改和子公司购买保利商务中心2号楼物业。

公司总债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中的银行代理付款和长期借款构成，2020年末总债务较2018年末大幅增加2.01倍，主要系藤县基地等项目建设资金大幅增加，偿债压力上升。

图17 公司债务占负债比重

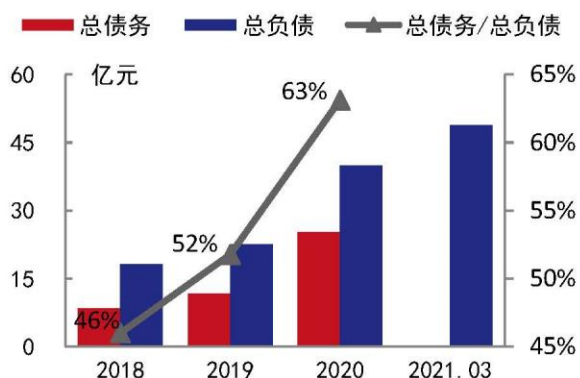
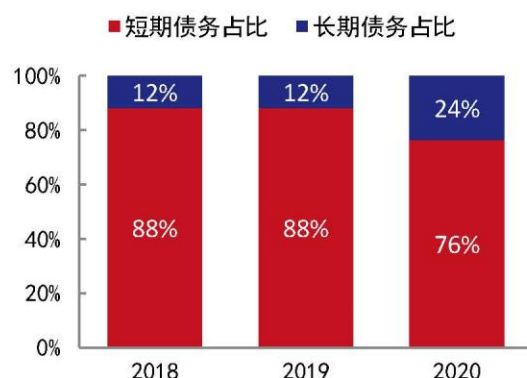


图18 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年度报告及 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年度报告，中证鹏元整理

随着公司营运资金和项目建设资金需求增加，公司扩大债务融资规模，2018-2020年末公司资产负债率逐年上升。近年来公司现金类资产对总债务覆盖程度较好，现金短期债务比均在1.0以上。

同时，近年来受益于公司营业收入的增长，EBITDA也在相应增长，2018-2020年均复合增长率为

25.29%，对利息保障程度很高。受益于经营活动现金流表现较好，FFO持续为正且不断增长，对净债务的覆盖能力逐年增强。

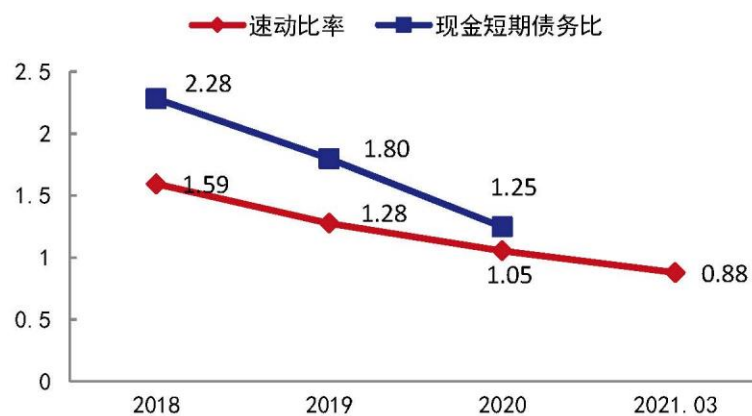
表17 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	55.31%	52.57%	43.58%	41.57%
净债务/EBITDA	-	0.29	-0.95	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	-	33.24	30.54	21.40
总债务/总资本	-	41.16%	28.57%	24.65%
FFO/净债务	-	238.12%	-68.69%	-33.69%

资料来源：公司 2018-2020 年度报告及 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

近年来公司速动比率和现金短期债务比都有所下降，但均高于1.0，短期偿债能力尚可。此外，公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集应急偿债资金。

图19 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年度报告及 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2021年2月25日）、子公司广西蒙娜丽莎新材料有限公司（报告查询日为2021年3月2日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险主要包括以下几个方面：

(1) 经营性业务方面，2018-2020年营业收入、净利润和经营活动现金流合计数分别为118.76亿元、13.62亿元和17.72亿元。公司处于业内第一梯队，规模持续扩张且新增产能投产在即，大客户资质好且合作关系稳定，未来规模有望继续进一步扩大，且盈利能力和获现能力表现较好，可为本期债券偿付提供一定的保障。但我们也关注到未来新增产能规模较大，有一定的资本性开支压力，存货对营运资金造成明显占用，总债务快速上升，债务压力上升等风险因素。

(2) 公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因导致外部融资困难的风险。

(3) 本期债券为可转换债券，本期债券转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人不进行转股的可能。

十、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

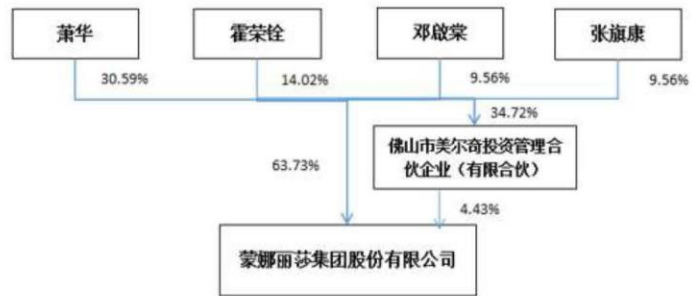
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	16.43	21.21	16.27	14.77
应收账款	8.20	8.16	6.09	5.56
存货	17.53	15.13	10.86	8.90
流动资产合计	51.57	50.83	37.82	36.11
固定资产	20.74	13.86	5.57	4.27
在建工程	9.35	7.89	5.35	1.36
非流动资产合计	36.76	24.96	13.97	7.52
资产总计	88.33	75.80	51.79	43.63
短期借款	4.39	3.68	0.19	2.07
应付票据	9.73	9.26	8.89	4.59
应付账款	10.33	9.66	7.08	6.10
一年内到期的非流动负债	0.78	1.39	0.00	0.45
其他流动负债	6.21	5.37	1.57	0.49
流动负债合计	38.75	33.89	21.13	17.07
长期借款	7.60	5.94	1.40	1.00
非流动负债合计	10.11	5.96	1.44	1.06
负债合计	48.85	39.84	22.57	18.14
总债务	-	25.15	11.68	8.34
归属于母公司的所有者权益	35.26	34.51	29.22	25.49
营业收入	9.96	48.64	38.04	32.08
净利润	0.46	5.66	4.33	3.62
经营活动产生的现金流量净额	-2.30	5.76	9.21	2.75
投资活动产生的现金流量净额	-4.35	-12.06	-4.79	-4.29
筹资活动产生的现金流量净额	1.77	10.52	-2.98	1.36
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	29.95%	34.29%	38.51%	36.77%
EBITDA 利润率	-	17.27%	16.25%	16.68%
总资产回报率	-	10.53%	11.08%	11.25%
产权比率	123.75%	110.82%	77.24%	71.14%
资产负债率	55.31%	52.57%	43.58%	41.57%
净债务/EBITDA	-	0.29	-0.95	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	-	33.24	30.54	21.40
总债务/总资本	-	41.16%	28.57%	24.65%
FFO/净债务	-	238.12%	-68.69%	-33.69%
速动比率	0.88	1.05	1.28	1.59
现金短期债务比	-	1.25	1.80	2.28

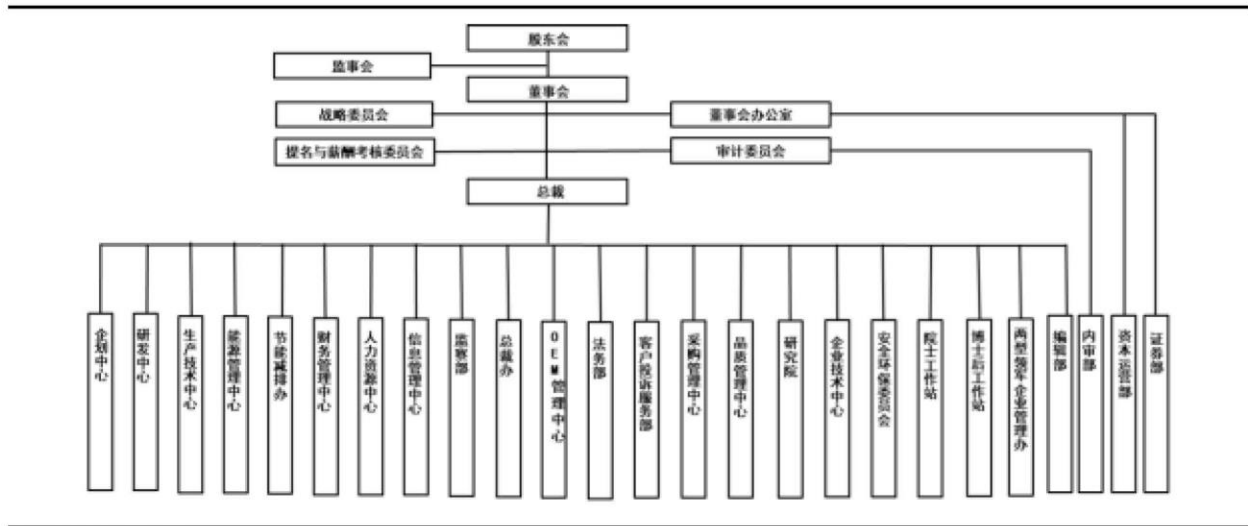
资料来源：公司 2018-2020 年年度报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
广西蒙娜丽莎新材料有限公司	46,242.00	86.50%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎投资管理有限公司	30,000.00	100.00%	股权投资及管理
广东蒙娜丽莎智能家居科技有限公司	30,000.00	100.00%	产品销售
广东绿屋建筑科技工程有限公司	15,000.00	100.00%	产品销售及技术支持
广东蒙创致远新材料科技有限公司	10,000.59	100.00%	产品设计、销售
广东清远蒙娜丽莎建陶有限公司	5,000.00	100.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎物流服务有限公司	1,000.00	100.00%	物流服务
广东蒙娜丽莎贸易有限公司	1,000.00	100.00%	产品销售
佛山市慧得康商贸有限公司	1,000.00	100.00%	产品销售

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。