



# 2021年蒙娜丽莎集团股份有限公司公开发 行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

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.

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員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 2021年蒙娜丽莎集团股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
蒙娜转债	AA	AA

## 评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“蒙娜转债”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：内外延式的持续扩张进一步扩大了公司的经营规模，居于建筑陶瓷行业内第一梯队，销售渠道较为通畅，新增产能投产驱动收入高增，主要客户合作关系仍较为稳定。但中证鹏元也关注到，公司产能的激增使其面临一定的消化风险及营运资金加大导致的回收风险，同时，原材料成本上升及信用减值损失对公司利润形成较大侵蚀，面临较大的成本控制压力，公司总债务快速攀升，债务压力有所增加等风险因素。

## 未来展望

- 公司处于行业第一梯队，大客户合作关系稳定，预计公司业务持续性较好，随着新增产能释放，公司收入规模有望进一步扩大，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。

## 评级日期

2022年6月21日

## 联系方式

项目负责人：蒋申  
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张涛  
zhangt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	111.24	112.22	75.80	51.79
归母所有者权益	37.33	38.40	34.51	29.22
总债务	49.61	46.18	25.15	11.68
营业收入	10.64	69.87	48.64	38.04
EBITDA 利息保障倍数	--	11.13	33.24	30.54
净利润	-0.82	3.24	5.66	4.33
经营活动现金流净额	-1.38	-0.84	5.76	9.21
销售毛利率	19.11%	29.11%	34.29%	38.51%
EBITDA 利润率	--	14.12%	17.27%	16.25%
总资产回报率	--	4.85%	10.53%	11.08%
资产负债率	62.62%	61.95%	52.57%	43.58%
净债务/EBITDA	--	2.29	0.29	-0.95
总债务/总资本	54.40%	51.96%	41.16%	28.57%
FFO/净债务	--	27.52%	238.12%	-68.69%
速动比率	1.08	1.10	1.05	1.28
现金短期债务比	0.99	1.17	1.25	1.80

资料来源：公司 2019-2021 年年报及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

## 优势

- **公司经营规模扩张至行业前列，新增产能投放进一步巩固了其规模优势。**2021 年公司主要通过自建生产基地和股权收购方式等内延外扩方式，使得产能大幅提升。随着新增产能顺利投产，公司产量大幅提升 41.06% 至 16,066.99 万平方米，经营规模业内靠前。截至 2021 年末，广西藤县最后一期 4 条产线仍在建设中，预计后期建成后仍将释放一定产能。
- **公司销售渠道通畅，新增产能释放驱动公司收入高增，主要客户合作关系仍较稳定。**2021 年公司新增产能释放及销售渠道拓展推动营业收入大幅增长。工程端方面，公司为大型房地产商主要瓷砖供应商之一，主要客户合作关系较稳定；经销端方面，2021 年经销商及网点数量持续增加，有助于公司业务拓展。

## 关注

- **新增产能面临一定的产能消化风险。**公司 2021 年新增投产的产能规模较大，目前在建项目建成后预计将进一步增加公司后续产能，但近年下游房地产市场景气度下行，新增需求有限，且行业内竞争激烈，公司产能利用率有所下降，新增产能面临一定的产能消化风险。
- **原材料成本上升导致公司毛利大幅下降，面临较大成本控制压力。**2021 年-2022 年一季度受国内外市场及环保、物流影响，公司生产所需的能源及主要原材料及包装材料价格上涨导致成本上升，销售毛利率有所下滑。
- **存货规模较大且运营效率较低，对资金明显占用。**2021 年公司存货规模同比大幅增长 37.54%，存货占比及周转天数仍高于同行业上市公司平均水平，对营运资金造成明显占用。
- **应收款项大幅增长且面临一定的回收风险，信用减值损失对公司利润形成较大侵蚀。**公司应收账款占比较高，2021 年增幅较大且应收对象主要为工程端房企客户，近年下游房地产市场景气度下行且房企违约事件频发，2021 年公司计提较多信用减值损失，对利润形成较大侵蚀。
- **公司总债务规模继续上升，债务压力有所增加。**截至 2021 年末，公司总债务规模为 46.18 亿元，同比大幅增长 83.62%，总债务规模较大且占总负债比重持续提升。

## 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	112.22	130.46	112.73	27.13
营业收入	69.87	79.79	61.47	12.61
净利润	3.24	1.51	0.66	0.48
销售毛利率	29.11%	29.57%	26.07%	26.95%
资产负债率	61.95%	43.84%	59.69%	52.39%
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）	15,269.52	15,374.52	13,174.78	2,327.98
建筑陶瓷销量增速	51.93%	13.17%	3.04%	15.64%
建筑陶瓷产量（万平方米）	16,066.99	11,922.81	13,948.17	2,306.31
建筑陶瓷产量增速	41.06%	1.27%	6.10%	16.45%
陶瓷业务毛利率	29.20%	30.83%	25.52%	23.82%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：公开资料，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
工商企业通用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

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6
	公司规模	6		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	5
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	5
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	强
				盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	4		
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

## 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-4-23	何佳欢、谢海琳	工商企业信用评级方法和模型 <a href="#">(cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、外部特殊支持评价方法 <a href="#">(cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
蒙娜转债	11.69	11.69	2021-4-23	2027-8-16

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年8月发行6年期11.69亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于收购至美善德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及补充流动资金。截至2022年3月31日，本期债募集资金专项账户余额为34,674.33万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本变更为41,866.25万元。截至2022年3月末，公司第一大股东仍为萧华，持股29.88%，实际控制人仍为一致行动人萧华、霍荣铨、邓啟棠和张旗康，合计直接持有公司股份62.24%，且实控人股权均未质押，具体股权结构图见附录二。

2022年4月15日，公司第三届董事会第十四次会议审议通过了《关于受让控股子公司少数股东股权的议案》，同意公司受让深圳市碧桂园创新投资有限公司持有的公司控股子公司广西蒙娜丽莎新材料有限公司（以下简称“桂蒙公司<sup>1</sup>”）13.49855%股权，受让价格为人民币25,000万元，受让完成后<sup>2</sup>，公司持有桂蒙公司100%股权。

**表1 截至2022年3月末，公司前五大股东明细**

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（股）
萧华	境内自然人	29.88%	125,080,560
霍荣铨	境内自然人	13.69%	57,328,590
邓啟棠	境内自然人	9.34%	39,087,675
张旗康	境内自然人	9.34%	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	3.35%	14,016,899
<b>合计</b>		<b>65.60%</b>	<b>274,601,399</b>

资料来源：公司2022年一季报，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。合并范围方面，2021年新纳入合并范围的子公司1家，系公司以40,100万元收购

<sup>1</sup> 截至2022年3月末，桂蒙公司净资产12.69亿元。受让价格增值率=2.50/(12.69×13.49855%)-1=45.95%。

<sup>2</sup> 截至2022年5月末，相关受让款项已按约定支付，桂蒙公司已完成工商变更。

高安市蒙娜丽莎新材料有限公司（以下简称“至美善德<sup>3</sup>”）58.9076%股权<sup>4</sup>并以现金2.50亿元认缴至美善德新增注册资本0.44亿元，公司持有其70%股权，无减少子公司，具体见下表，截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共计10家，详见附录四。

**表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
高安市蒙娜丽莎新材料有限公司	70%	1.64	建筑陶瓷制品加工制造与销售等	非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2021 年年度报告，公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成

<sup>3</sup> 原名高安市至美善德新材料有限公司，后更名为现名高安市蒙娜丽莎新材料有限公司（后续简称“江蒙公司”）。

<sup>4</sup> 以 2021 年 1 月 31 日为评估基准日，至美善德全部权益账面价值为 63,371.36 万元，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%。经交易各方协商确定，至美善德全部权益定价为 68,000 万元，以 40,100 万元收购至美善德 58.9706% 的股权。

“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业及区域经济环境

### 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，但近两年产量波动下降

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 3 建筑陶瓷-按材质类别分类及用途**

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

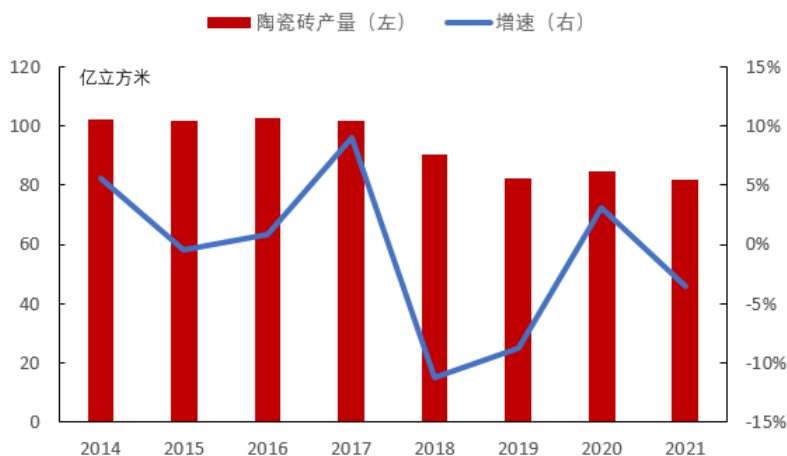


瓷片（墙面砖）	吸水率大于 10%、强度较瓷质砖低的陶制产品	一般用于厨卫空间、洗手间和室外阳台立面装饰等空间
陶瓷薄板	吸水率小于 0.5%，厚度不大于 6mm，表面面积不小于 1.62 m <sup>2</sup> 的板状陶瓷产品；最大程度实现产品薄型化，大幅降低消耗原料、能源，降低建筑物负荷，规格大，具有特殊装饰效果	逐渐成为建筑幕墙、创意化装饰、背景墙等领域的新兴品类
陶瓷薄板/薄砖	吸水率小于 0.5%，厚度不大于 5.5mm，表面面积不大于 1.62 m <sup>2</sup> 的陶瓷砖；规格与传统陶瓷砖相近，厚度薄、质量轻、硬度高；施工简便快捷，利于维护施工现场的整洁，有效减轻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

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2017-2021年呈波动下滑趋势，据中国建筑卫生陶瓷协会统计，2021年全国建筑陶瓷总产量为81.74亿平方米，同比下降4.61%，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。

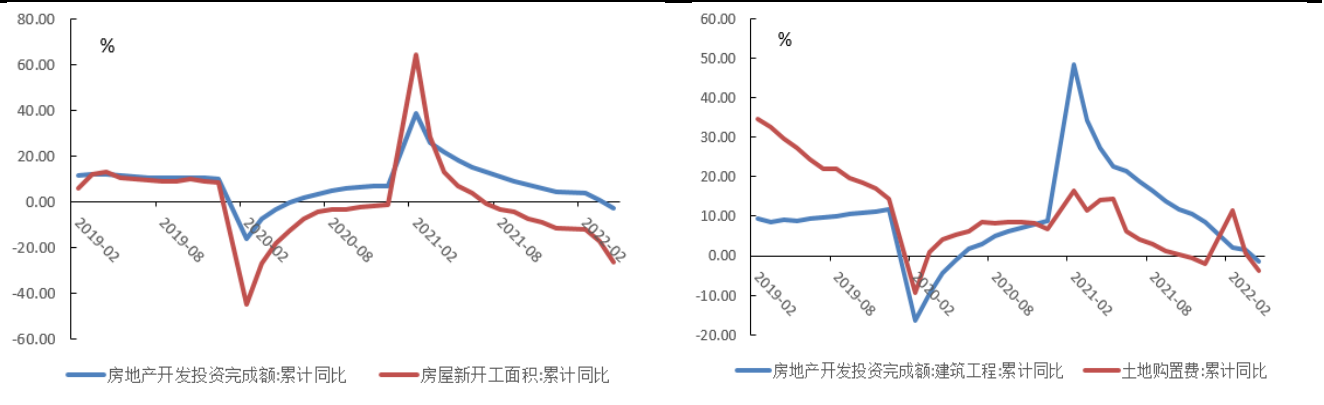
**图1 我国陶瓷砖产量近年波动下降**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

房屋新开工方面，一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响，部分房企削减非必要开工；另一方面，宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化，压制房企开工进度。自2021年7月起，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，全年房屋新开工面积累计同比增速进一步下降至-11.40%，较2019年同期下降19.9%。2021年房地产投资同比增长4.40%，增速持续收窄，较2019年同期下降2.60%，在新开工及土地投资走弱的情况下，高强度建安投资形成一定支撑。展望后市，在流动性压力下房企优先保障存量项目交付，短期内新开工数据仍然承压。此外，销售端疲软背景下，房企补库意愿不强，预计土地市场总投热度将持续回落，未来房地产投资同比增速仍面临一定下行压力。从房地产先行指标拿地来看，2021年土地购置面积增幅缩窄，但当前施工面积仍维持高位，建筑工程投资绝对量保持增长，短期内对建筑陶瓷需求有一定支撑，但未来房地产开发投资面临一定的下行压力，建筑陶瓷需求预计有所波动。

图2 2021年房地产投资增速和新开工面积面临一定的下行压力 图3 建筑工程对房地产开发投资形成支撑



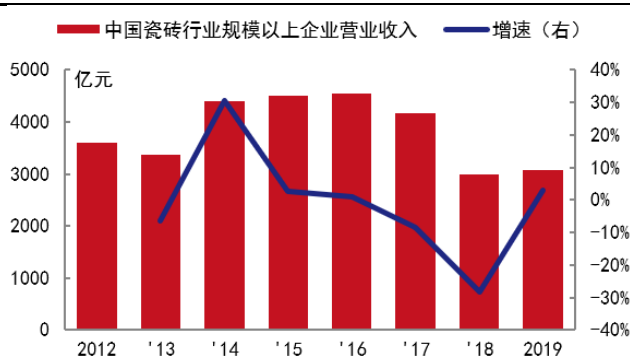
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

陶瓷行业呈现“大市场，小企业”的竞争格局，整体竞争仍较为激烈，行业集中度维持提升趋势，利好瓷砖头部企业

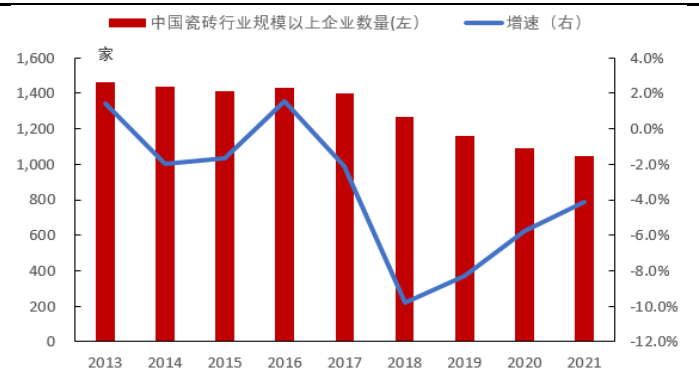
我国建筑陶瓷产业集中度较低，建筑陶瓷整体呈现“大市场，小企业”的竞争格局，行业竞争激烈，同时行业上下游也在加速品牌集中。在煤价、天然气价暴涨等成本高压下，利润被大幅压缩，加之双碳双控、限电限产、房企暴雷等综合作用，部分企业发展面临巨大的挑战，政策淘汰和市场竞争白热化加速行业洗牌，淘汰落后产能所取得的成果得到进一步巩固，产业集中度进一步提高。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2021年全国规模以上建筑陶瓷企业1,048家，较2020年减少45家。行业营收自2016年达到峰值后整体处于下降趋势，2019年营业收入有所回升。“十三五期间”，首次诞生百亿级企业唯美集团（马可波罗），建筑陶瓷销售排名前十家集中度达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: 公开资料, 中证鹏元整理

图5 瓷砖行业数量在加速出清

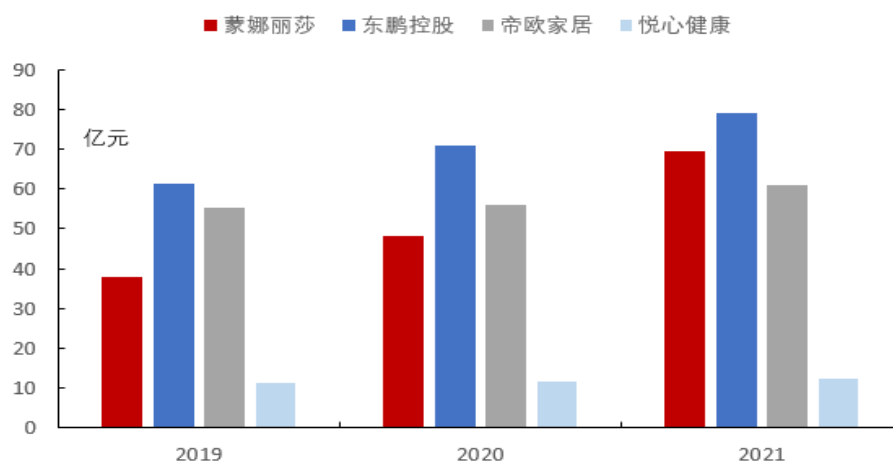


资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

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。

精装房渗透率提升利好瓷砖头部企业。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%，2020年受疫情影响，略微下降，但仍保持在30%以上，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，过去5年瓷砖行业前十品牌之间排名波动较大，格局尚未稳定。

## 五、经营与竞争

公司主要从事建筑陶瓷产品研发、生产和销售。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。2021年公司瓷砖收入占比在97%以上，仍为公司主要收入来源。2021年公司营业收入同比大幅增长43.65%主要系广西藤县、广东西樵、江西高安生产基地新增生产线顺利投产，内外延式扩张使得公司产能大幅提升，销售规模持续扩大。

毛利率方面，2021年公司销售毛利率有所降低主要系天然气、煤炭、陶土、色釉料和包装材料等原材料价格上升，拖累公司主营产品毛利率下滑；2022年一季度毛利率继续下降主要系原材料价格仍在高位运行，导致同比业绩亏损。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	10.51	18.48%	68.78	29.20%	47.69	34.68%
其中：瓷质有釉砖	7.04	18.42%	45.21	29.91%	28.41	36.36%
瓷质无釉砖	0.55	7.64%	4.60	31.18%	5.45	30.79%
非瓷质有釉砖	1.38	11.75%	9.41	17.35%	6.91	17.16%
陶瓷板、薄型陶瓷砖	1.43	27.47%	9.15	36.22%	6.58	48.56%
其他产品	0.11	45.73%	0.41	44.12%	0.33	44.65%
其他业务	0.13	43.06%	1.09	23.45%	0.95	14.69%
<b>合计</b>	<b>10.64</b>	<b>19.11%</b>	<b>69.87</b>	<b>29.11%</b>	<b>48.64</b>	<b>34.29%</b>

资料来源：公司2020-2021年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**2021年公司新基地及新增产线投产，内外延式扩张使得产能产量大幅提升，业务规模有所扩张，但产能利用率有所下降，新增产能面临一定的消化压力**

2021年以来公司主要通过自建生产基地和股权收购扩大产能产量。2021年广西藤县生产基地新增3条智能生产线顺利投产、广东西樵生产基地3条特种高性能陶瓷板生产线顺利投产、江西高安生产基地9条生产线顺利投产，公司新增产线的顺利投产进一步保障了公司产能供应，2020年公司产能合计6,920.00万平方米，2021年上述新增产线合计增加产能约7,920.00万平方米，产量增长41.06%。2021年2月公司通过收购江蒙公司70%股权获得高安基地，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，于2021年1季度投产。

**表5 公司2020-2021年产量情况（单位：万平方米）**

项目	2021年	2020年
产量	16,066.99	11,389.98
产能利用率	<b>84.32%</b>	<b>97.76%</b>

注：其中产量数据包含OEM产量。

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司共有佛山、清远、广西藤县和江西高安四大生产基地，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，同时高安基地区位优势可辐射国内消费市场最密集的华东区域。

**表6 截至2022年3月末公司四大生产基地基本情况（单位：条、万平方米）**

生产基地	生产线数量	2021年新增产能	产能扩张方式	能源端
------	-------	-----------	--------	-----

佛山	16	1,520.00	自建	100%天然气
清远	5	0.00	-	100%天然气
广西藤县	7	2,400.00	自建	100%天然气
高安基地	9	4,000.00	股权收购	大部分煤转气

注：各个基地新增产能为预计数，按全年满负荷生产330天计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司主要在建项目有广西藤县生产基地、特种高性能陶瓷板绿色化、智能化技术改造项目和本期债券募投项目等，计划总投资为29.91亿元，后续资金需求为8.96亿元，考虑到2022年3月末，公司账面货币资金余额尚较充裕，资本性开支压力不大。公司在建项目广西藤县生产基地、特种高性能陶瓷板绿色化、智能化技术改造项目完工后可释放的产能合计约10,342万平方米。截至2021年末，广西藤县基地已完工投产7条生产线，2021年新增产能约2,400万平方米；最后一期4条生产线仍在建设中，预计完工后新增产能约3,200万平方米；特种高性能陶瓷板材绿色化、智能化技术改造项目已基本完工，新增产能面临一定的消化压力。

**表7 截至2022年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元、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	200,000.00	146,477.00	8,822	募集资金+自有资金
特种高性能陶瓷板材绿色化、智能化技术改造项目	瓷砖	53,000.00	50,955.00	1,520	自有资金
数字化管理系统及智能仓库建设项目	-	29,793.00	1,753.00	-	募集资金
机器设备及环保设施更新投入技改项目	-	13,000.00	7,562.45	-	募集资金
LNG 储气站	-	3,290.00	2,705.00	-	自有资金
<b>合计</b>		<b>299,083.00</b>	<b>209,452.45</b>	-	-

注：数字化管理系统及智能仓库建设项目截至2022年3月末已投入募集资金849.44亿元，其余为自有资金投入。

资料来源：公司提供

**新增产能释放驱动公司 2021 年收入高增，战略工程渠道收入占比提升且主要客户较为稳定，但相关账期有所延长，近年下游房地产市场景气度下行且房企违约事件频发，需关注下游客户款项回收风险**

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。

2021年公司加大B端业务拓展力度，工程模式收入占比提升，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。但需关注的是，公司应收款项客户主要为B端房地产客户，近年下游房地产市场景气度下行且房企违约事件频发，公司相关款项账期有所延长且计提较多信用减值损失，相关款项存在一定的回收风险。毛利率方面，2021年受国内外市场及环保、物流影响，公司生产所需的原材料及包装材料价格上涨导致成本提升，毛利率有所下降。

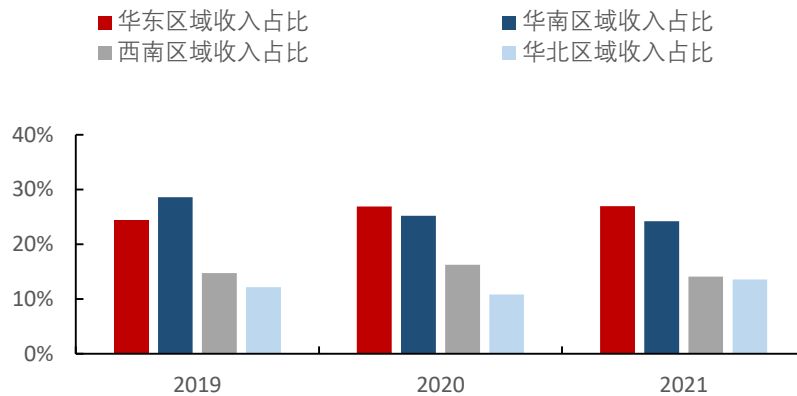
**表8 2020-2021年公司B端和C端收入情况（单位：亿元）**

类别	项目	2021年	2020年
经销	收入	35.70	27.53
	占比	51.10%	56.60%
工程	收入	34.16	21.11
	占比	48.90%	43.40%
<b>合计</b>		<b>69.86</b>	<b>48.64</b>

资料来源：公司2021年年度报告

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，2021年上述4大区域销售收入合计数占比均在80%左右。

**图7 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 2019-2021 年度报告，中证鹏元整理

B端渠道建设方面，公司已与多家大型房地产商建立合作关系，包括保利、万科、碧桂园，融创等，主要客户较为稳定，且2021年客户集中度略微上升，但公司部分客户已出现流动性风险，后续若发生坏账，将影响公司经营目标的达成。

**表9 2020-2021年公司前五大客户情况（单位：亿元）**

年度	客户名称	营业收入	占营业收入的比重
2021年	客户1	6.50	9.30%
	客户2	5.91	8.46%
	客户3	3.80	5.45%
	客户4	3.42	4.89%
	客户5	2.21	3.16%

	<b>小计</b>	<b>21.84</b>	<b>31.27%</b>
2020年	客户1	3.64	7.49%
	客户2	3.21	6.61%
	客户3	3.20	6.58%
	客户4	2.87	5.91%
	客户5	1.32	2.71%
	<b>小计</b>	<b>14.25</b>	<b>29.29%</b>

资料来源：公司2020-2021年年度报告

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，截至2021年底，公司签约经销商1,540个，拥有专卖店及销售网点4,620个，经销商门店主要分布在华东和华南区域。

2021年公司瓷砖生产量及销量大幅增加，分别同比增长41.06%和51.93%，产销率提升至95.04%。主要系2021年公司新增产线顺利投产，公司产能大幅增长，生产量有所提升。产能提升的同时公司延续C端渠道下沉策略，大力拓展县镇级市场，进一步加大对大规格产品及新产品的销售推广力度，加强与房地产商、核心互联网家装公司合作，同时，2021年收购的高安基地区位优势可辐射国内消费市场最密集的华东区域。综合带动下，公司的销量及收入规模大幅提升。

**表10 2020-2021年公司瓷砖产品产销率情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）**

项目	2021年	2020年
生产量	16,066.99	11,389.98
销量	15,269.52	10,050.08
产销率	95.04%	88.24%
收入	68.78	47.69
销售均价	45.04	47.45
毛利率	29.20%	34.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司供应商集中度不高，原材料成本上升加大公司成本控制压力

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，2021年下半年，受国内外市场及环保、物流影响，公司生产所需的天然气、煤炭、陶土、色釉料、包装材料等价格上涨导致公司成本攀升，2021年公司产能大幅增加，新增产能释放，存货中的原材料相应大幅增长，加大公司成本控制压力。

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。2021年应付账款周转率有所降低，公司结算周期略微延长，前五大供应商集中度略微提升至19.53%，集中度仍不高。

**表11 2020-2021年公司前五大供应商情况（单位：亿元）**

年度	供应商名称	采购金额	占总采购金额的比重
2021年	供应商 1	2.35	5.21%
	供应商 2	2.12	4.70%
	供应商 3	1.96	4.34%
	供应商 4	1.27	2.81%
	供应商 5	1.11	2.46%
	<b>小计</b>	<b>8.82</b>	<b>19.53%</b>
2020年	供应商 1	1.58	5.41%
	供应商 2	1.08	3.70%
	供应商 3	1.02	3.47%
	供应商 4	0.91	3.12%
	供应商 5	0.85	2.91%
	<b>小计</b>	<b>5.45</b>	<b>18.63%</b>

资料来源：公司2020-2021年年度报告

## 六、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2020-2021年年度报告及未经审计的2022年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新增纳入合并报表范围的子公司1家，见表2，截至2021年末公司纳入合并范围的子公司共10家，详见附录四。

### 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，货币资金充裕，但应收款项和存货对营运资金占用明显，需关注相关坏账风险**

近年来公司资产规模持续增长，2021年同比增长48.05%，主要系公司有息债务、经营性负债和经营积累增加、新增产能驱动业务扩张以及新增收购子公司所致。随着公司产能扩张，生产性资产规模增加，2021年流动资产占比有所下降。

流动资产方面，2021年末公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金为1.55亿元，为保函保证金和票据保证金。公司应收票据及应收账款主要来自B端客户，2021年末分别同比大幅增长47.25%和56.13%，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。应收票据主要为银行和商业承兑票据，2021年大幅增长主要系下游客户采用较多的商业承兑票据结算所致。2021年末前五大应收账款对象合计占应收账款余额比例为19.59%，集中度一般。账龄在一年内的应收账款占比在90%以上，账龄较短。公司B端客户主要为房地产公司，2021年受房地产市场暴雷



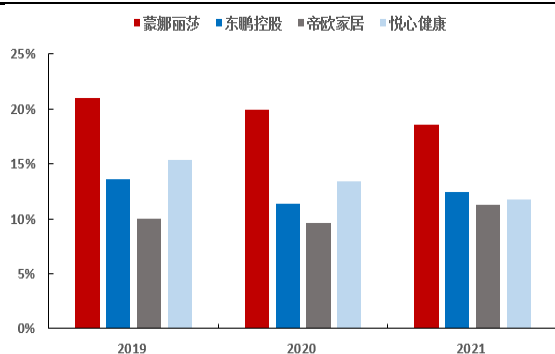
及违约事件影响，对发生债务违约、商票逾期等情况的“爆雷事件”的地产客户，在合理估算其发生坏账损失的比例情况下，公司按单项计提坏账准备，计提比例为30%或50%。截至2021年末，公司按单项计提的应收账款账面余额为1.18亿元，计提比例为32.72%，整体应收账款坏账准备计提比例为8.02%，较2020年的6.06%有所提升，但仍低于行业平均水平。2021年末，公司应收票据及应收账款合计占公司总资产比重由2020年末的14.36%提升至14.94%，对营运资金占用明显，考虑到应收对象主要为房地产客户且近年下游房地产市场景气度下行且房企违约事件频发，公司相关款项账期有所延长且计提较多信用减值损失，应收款项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，2021年存货规模同比增长37.54%，主要系随着公司产能的扩张，生产销售规模扩大，为保持安全库存，原材料采购及产品储备增加。从存货构成来看，公司原材料主要是坯料、釉料等，2021年末在存货中的占比为18.87%；库存商品和发出商品均主要为瓷砖，2021年末账面价值同比增长35.01%，占存货账面价值比重分别为42.63%和35.37%。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。

非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产构成，固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，其中2021年末固定资产同比大幅增长119.84%，主要系收购江蒙公司，以及广西藤县基地扩建和广东西樵基地技改项目部分工程完工转固所致，其中，账面价值6.34亿元的房屋及建筑物尚未办妥产权证书。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号楼等，2021年公司在建工程有所下降主要系广西藤县生产基地部分工程完工转固以及预付设备款有所降低所致。

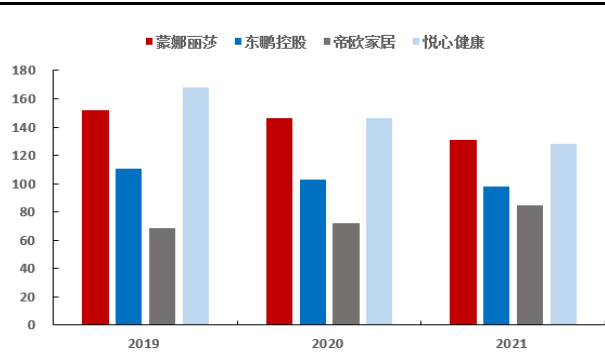
2021年末受限资产合计8.90亿元，占总资产的7.93%，主要系保证金及银行借款抵押、票据抵押的固定资产，无形资产及在建工程等。整体来看，2021年公司资产规模大幅增加，以货币资金、应收款项、存货等经营相关资产为主和厂房和设备为主，符合公司经营特点。

**图8 可比对象存货占比情况**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图9 可比对象存货周转天数情况（单位：天）**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

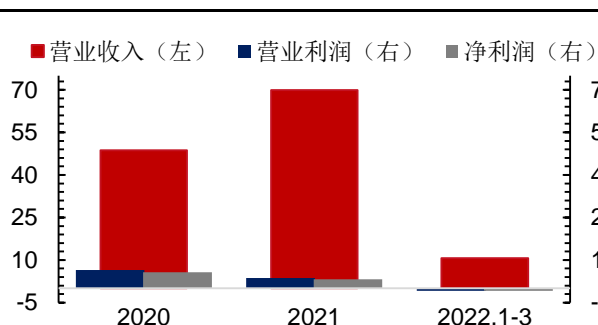
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.04	17.12%	21.11	18.81%	21.21	27.98%
应收票据	5.21	4.69%	4.02	3.58%	2.73	3.60%
应收账款	11.61	10.43%	12.74	11.36%	8.16	10.76%
应收款项融资	6.53	5.87%	7.56	6.74%	1.65	2.17%
存货	21.03	18.91%	20.81	18.54%	15.13	19.96%
<b>流动资产合计</b>	<b>69.38</b>	<b>62.37%</b>	<b>70.29</b>	<b>62.64%</b>	<b>50.83</b>	<b>67.06%</b>
固定资产	30.13	27.09%	30.47	27.15%	13.86	18.28%
<b>非流动资产合计</b>	<b>41.86</b>	<b>37.63%</b>	<b>41.92</b>	<b>37.36%</b>	<b>24.96</b>	<b>32.94%</b>
<b>资产总计</b>	<b>111.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>112.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>75.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

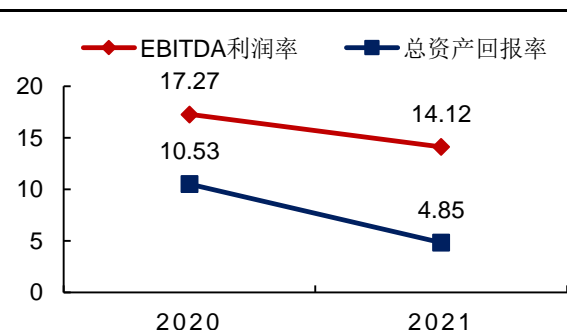
## 盈利能力

### 公司营业收入大幅增长，但原材料价格上涨及信用减值损失对公司利润形成较大侵蚀

公司营业收入基本来自瓷砖销售，2021年受益于广西藤县、广东西樵和江西高安新增产线顺利投产，公司产能大幅提升，同时坚持渠道下沉策略，开拓新渠道业务，加强房地产战略合作及核心家装渠道合作，公司经销业务、地产战略业务规模实现较大幅度增长；综合影响下，公司2021年营业收入同比大幅增长43.64%。2021年以来，上游原材料成本上涨拖累公司毛利率下行，同时，受部分下游房企客户违约影响，公司计提了较多信用减值损失，对公司利润形成较大侵蚀，2021年期间费用率为20.28%，2022年3月末增长至25.09%，期间费用一定程度侵蚀了公司利润。2021年公司营业利润和净利润分别同比下滑43.95%和42.76%，盈利指标趋弱。受2022年一季度能源及原材料价格仍高位运行，成本支出较高，2022年一季度营业利润及净利润同比盈利转为亏损。

**图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

**图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流有所弱化，但公司现金较为充足，在建项目资本性开支压力较小

2021年公司收现比由2020年的1.02下降至0.90，FFO持续为正且持续增长，2021年经营活动现金流量净额同比减少114.58%，一是受房地产行情影响，2021年公司B端客户回款放缓，二是公司生产规模扩大，原材料备料和销售备货增加，同时能源及主要原材料价格上涨，导致经营活动现金流出增加，由净流入转为净流出。

公司投资活动现金流出较大主要系收购江蒙公司、广西藤县生产基地新建生产线和广东西樵生产基地技术改造投入等，2021年投资活动净流出合计14.66亿元，同比增加21.57%。随着新增产线的逐步完工，预计后续投资活动现金流出将有所减少。

2021年公司筹资活动产生的现金流量净额同比增加40.31%，主要系发行本期债券收到募集资金、银行代理付款增加以及增加固定资产项目贷款所致。考虑到截至2021年末，藤县基地等主要在建项目后续资金需求为6.38亿元，公司货币资金较为充足，后续公司资本性开支压力较小。

图 12 公司现金流结构

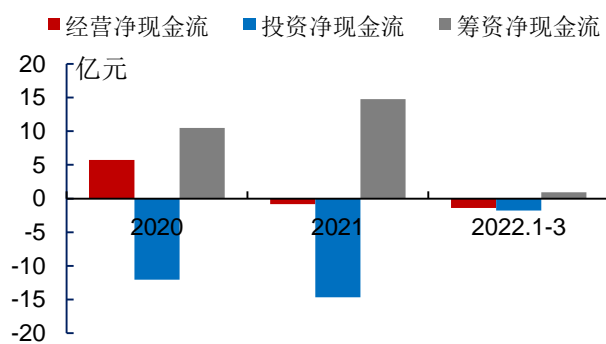
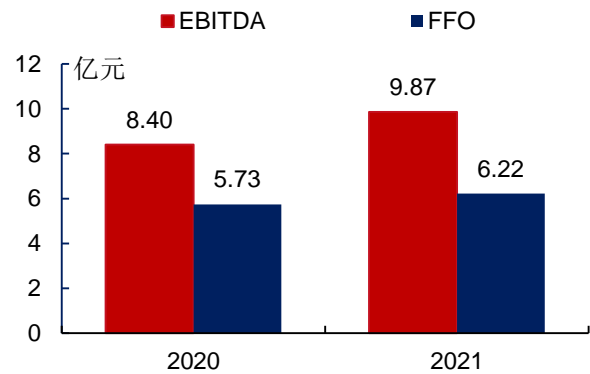


图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况



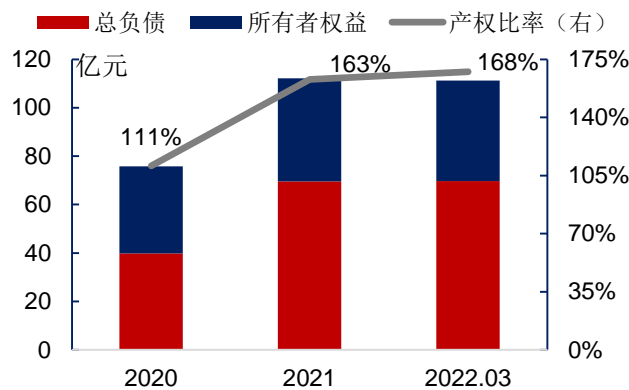
资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

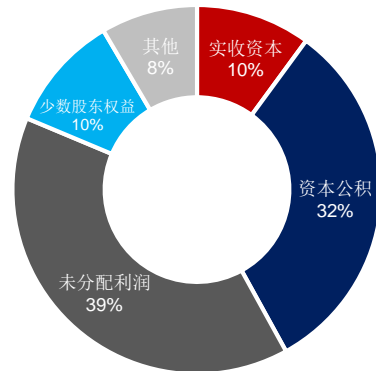
## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模大幅攀升，债务压力加大

公司净资产主要由股东投入和自身经营积累构成。2021年末公司净资产为42.69亿元，同比增长18.75%，主要受益于自身经营积累。随着公司经营规模增长及产能扩张相关需求，2021年公司经营性债务及融资规模均大幅增长，总负债同比增长74.50%。综上影响，2021年以来公司产权比率持续增长，净资产对总负债的保障程度有所降低。

**图 14 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

**图 15 2022 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

2021年以来，公司流动负债占比持续下降，但仍偏高，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，2021年短期借款规模有所下降，由1.00亿元的保证借款和0.80亿元的信用借款组成。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；其中，应付票据主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票。2021年随着业务规模扩大及对上游占款能力加强，应付账款总额快速增长。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，2021年随业务规模扩大有所增长。其他流动负债主要为银行代理付款，属于公司短期债务。

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，2021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产线建设、广东佛山基地技改等。应付债券系2021年成功发行本期债券。

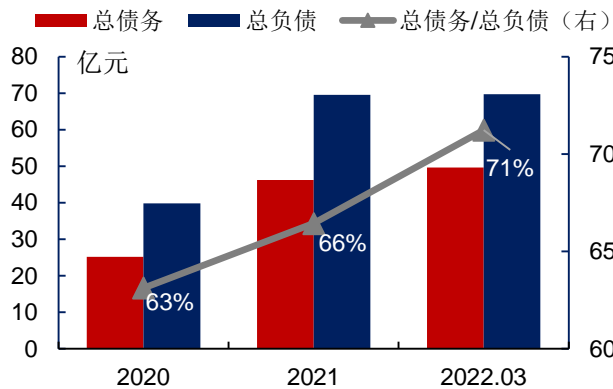
**表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.55	3.66%	1.80	2.59%	3.68	9.24%
应付票据	9.89	14.20%	8.12	11.68%	9.26	23.25%
应付账款	13.07	18.77%	17.09	24.58%	9.66	24.25%
其他应付款（合计）	4.85	6.96%	3.71	5.33%	2.68	6.72%
其他流动负债	11.06	15.88%	10.61	15.26%	5.37	13.48%
<b>流动负债合计</b>	<b>44.57</b>	<b>63.99%</b>	<b>44.92</b>	<b>64.62%</b>	<b>33.89</b>	<b>85.05%</b>
长期借款	13.64	19.58%	12.88	18.53%	5.94	14.91%
应付债券	9.91	14.23%	9.80	14.10%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>25.09</b>	<b>36.01%</b>	<b>24.60</b>	<b>35.38%</b>	<b>5.96</b>	<b>14.95%</b>
<b>负债合计</b>	<b>69.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>69.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.84</b>	<b>100.00%</b>

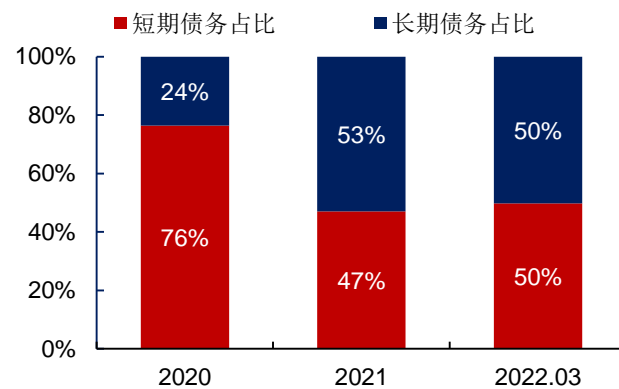
资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

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、应付债券、租赁负债构成，2021年末总债务同比增加83.62%，主要系公司新产线等项目投资资金需求以及业务规模的扩张对营运资金需求大幅增加，公司债务融资规模大幅增长。公司短期债务占比整体有所下降，债务结构有所优化；整体来看，公司债务规模大幅增加，总债务占总负债的比例提高，偿债压力有所上升。

**图 16 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

**图 17 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，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，2021年到2022年3月末，资产负债率有所上升。2021年现金短债比虽有所降低，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较好。

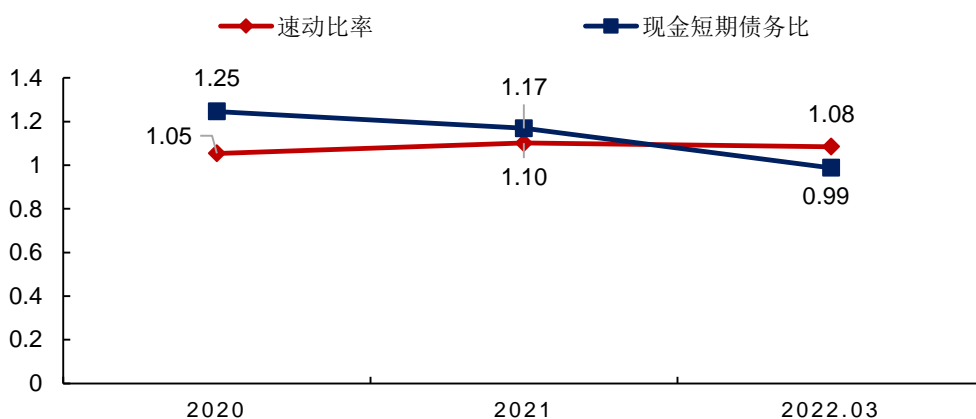
2021年受益于公司营业收入的增长，EBITDA也相应增长，但2021年公司债务融资规模增加，利息支出相应大幅增加，综合影响下，EBITDA利息保障倍数大幅下降至11.23，但EBITDA对利息的保障程度仍很高。2021年公司经营活动现金流表现有所弱化，FFO略微增长，同时，总债务规模增长较多，净债务规模相应增长较快，综合影响下，FFO对净债务的覆盖能力大幅降低。

**表 14 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	62.62%	61.95%	52.57%
净债务/EBITDA	--	2.29	0.29
EBITDA 利息保障倍数	--	11.13	33.24
总债务/总资本	54.40%	51.96%	41.16%
FFO/净债务	--	27.52%	238.12%

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

2021年公司速动比率和现金短期债务比略微下降，但均在1.0左右。此外，公司尚未使用的银行授信额度17.65亿元，同时作为上市公司，融资渠道较为多元化，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 18 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

## 七、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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月7日），公司本部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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、抗风险能力分析

中国是建筑陶瓷生产大国，但产业集中度较低，建筑陶瓷行业整体呈现“大市场，小企业”的竞争格局，近年行业上下游加速品牌集中，增加了行业头部企业的机会，公司在研发实力、工艺装备、品牌影响力等方面位居行业前列，为行业一线品牌。

经营性业务方面，2021年公司营业收入持续增长，处于业内第一梯队，规模持续扩张且新增产能投产，大客户合作关系稳定，未来规模有望继续进一步扩大，下游房企客户集中度不高，占比较为分散。

但中证鹏元也关注到公司下游B端客户主要为房地产企业，近年房地产市场景气度下行且房企违约事件频发，公司计提较多信用减值损失，应收款项面临一定的回收风险；公司新增产能规模较大，面临一定的产能消化风险；存货对营运资金造成明显占用；原材料成本上升导致公司毛利率大幅下降，盈利能力下滑，面临较大的成本控制压力；总债务快速上升，债务压力上升。此外，公司货币资金较充足，同时作为上市公司，融资渠道较为多元化，未来可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金。综合来看，公司抗风险能力尚可。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“蒙娜转债”的信用等级为AA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

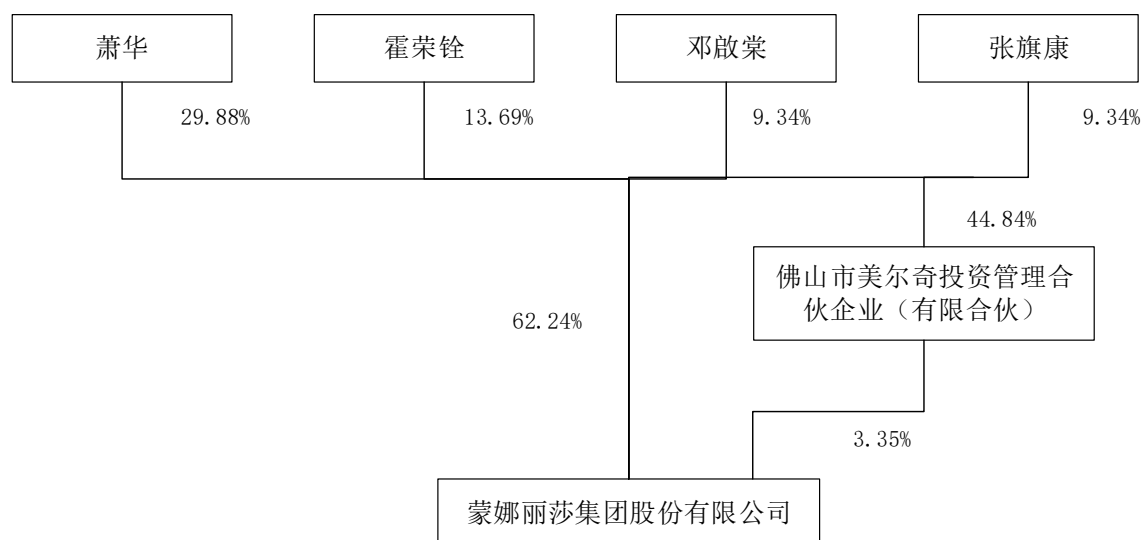
财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年
货币资金	19.04	21.11	21.21
应收票据及应收账款	16.82	16.77	10.88
应收账款	11.61	12.74	8.16
存货	21.03	20.81	15.13
流动资产合计	69.38	70.29	50.83
固定资产	30.13	30.47	13.86
非流动资产合计	41.86	41.92	24.96
<b>资产总计</b>	<b>111.24</b>	<b>112.22</b>	<b>75.80</b>
短期借款	2.55	1.80	3.68
应付票据	9.89	8.12	9.26
应付账款	13.07	17.09	9.66
一年内到期的非流动负债	1.60	1.63	1.39
其他流动负债	11.06	10.61	5.37
流动负债合计	44.57	44.92	33.89
长期借款	13.64	12.88	5.94
应付债券	9.91	9.80	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	25.09	24.60	5.96
<b>负债合计</b>	<b>69.66</b>	<b>69.52</b>	<b>39.84</b>
总债务	49.61	46.18	25.15
归属于母公司的所有者权益	37.33	38.40	34.51
营业收入	10.64	69.87	48.64
净利润	-0.82	3.24	5.66
经营活动产生的现金流量净额	-1.38	-0.84	5.76
投资活动产生的现金流量净额	-1.79	-14.66	-12.06
筹资活动产生的现金流量净额	0.91	14.76	10.52
财务指标	2022年3月	2021年	2020年
销售毛利率	19.11%	29.11%	34.29%
EBITDA 利润率	--	14.12%	17.27%
总资产回报率	--	4.85%	10.53%
产权比率	167.53%	162.84%	110.82%
资产负债率	62.62%	61.95%	52.57%
净债务/EBITDA	--	2.29	0.29
EBITDA 利息保障倍数	--	11.13	33.24
总债务/总资本	54.40%	51.96%	41.16%
FFO/净债务	--	27.52%	238.12%



速动比率	1.08	1.10	1.05
现金短期债务比	0.99	1.17	1.25

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供



#### 附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广西蒙娜丽莎新材料有限公司	4.62	86.50%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎投资管理有限公司	3.00	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	3.00	100.00%	产品销售
广东绿屋建筑科技工程有限公司	1.50	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	1.00	100.00%	产品设计、销售
广东清远蒙娜丽莎建陶有限公司	0.50	100.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎物流服务有限公司	0.10	100.00%	物流服务
广东蒙娜丽莎贸易有限公司	0.10	100.00%	产品销售
佛山市慧得康商贸有限公司	0.10	100.00%	产品销售
高安市蒙娜丽莎新材料有限公司	1.64	70.00%	产品制造、销售

资料来源：公司 2021 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+应付债券+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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 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。