



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2023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。

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 2023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

评级日期

2023年05月26日

评级观点

- 中证鹏元将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）主体信用等级下调为 AA-，评级展望调整为稳定，“蒙娜转债”信用等级下调为 AA-，并将公司主体信用等级和“蒙娜转债”信用等级移出信用观察名单。本次评级下调主要是基于：公司为建筑陶瓷行业一线品牌之一，产品具有一定的竞争优势，经销渠道销售有所增长且销售回款表现较好。同时中证鹏元也关注到房地产行业下行、能源和原材料价格居高不下等多方面不利因素影响下，工程端销售下降，建筑陶瓷行业进入存量甚至缩量的激烈竞争状态，挤压企业盈利空间，2022 年公司营业收入下滑，大额计提信用减值损失对公司利润形成较大侵蚀，未来工程端客户款项仍存在回收风险；原材料成本高企，公司面临较大的成本控制压力以及公司偿债指标表现有所弱化，短期偿债压力增加等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.03	2022	2021	2020
总资产	98.03	101.79	112.22	75.80
归母所有者权益	32.58	32.51	38.40	34.51
总债务	43.08	45.43	46.18	25.15
营业收入	11.01	62.29	69.87	48.64
净利润	0.11	-3.47	3.24	5.66
经营活动现金流净额	-1.63	6.02	-0.84	5.76
净债务/EBITDA	--	4.19	2.29	0.29
EBITDA 利息保障倍数	--	5.36	11.13	33.24
总债务/总资本	--	56.20%	51.96%	41.16%
FFO/净债务	--	10.49%	28.51%	243.15%
EBITDA 利润率	--	10.60%	14.12%	17.27%
总资产回报率	--	-3.03%	4.85%	10.53%
速动比率	0.96	0.90	1.10	1.05
现金短期债务比	--	0.92	1.17	1.25
销售毛利率	24.51%	23.65%	29.11%	34.29%
资产负债率	63.76%	65.21%	61.95%	52.57%

资料来源：公司 2020-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：王清洋
wangqy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司“蒙娜丽莎”品牌为建筑陶瓷行业头部一线品牌之一，销售渠道遍布全国，2022年以来经销渠道收入有所增长。公司致力于高品质建筑陶瓷产品研发、生产和销售，自有品牌“蒙娜丽莎”知名度较高，在地产端销售疲软的背景下，公司积极开拓维护经销业务销售渠道，2022年及2023年一季度经销收入分别同比增长0.96%和21.57%，收入占比提升至57.87%和62.20%。
- 公司渠道及产品销售结构优化，销售回款表现较好。2022年公司主动收缩工程渠道占比，开拓维护回款较好的经销业务渠道，优化产品销售结构，2022年及2023年一季度收现情况好转。

关注

- 近年受房地产行业下行，能源和原材料价格居高不下等多方面不利因素影响，建筑陶瓷行业进入存量甚至缩量的竞争状态，行业需求下滑，挤压企业盈利空间。2022年以来房企在流动性压力下，优先保障存量项目交付，新开工承压，销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，未来房地产投资增速下行压力仍较大，建筑陶瓷需求预计有所承压，行业上下游也在加速品牌集中，进入存量甚至缩量竞争，同时建筑陶瓷生产端所需的能源等原材料价格居高不下，挤压行业利润空间。
- 受部分房地产客户信用风险和预期违约风险进一步扩大影响，相关应收款计提大额信用减值损失拖累公司大幅亏损，未来款项仍存回收风险。2022年公司计提信用减值损失5.69亿元，净利润亏损3.47亿元，当年末对出现债务违约的地产客户应收款项信用减值计提比例综合为51.49%，其中公司风险地产客户仍有6.46亿元的应收款项未计提信用减值损失，相关款项仍存回收风险。
- 原材料成本高企，面临较大的成本控制压力。2022年天然气、煤炭、电力等价格上涨导致公司成本攀升，公司生产所需的燃料动力成本同比上涨24.83%，制造费用同比上涨11.57%。
- 公司偿债指标表现有所弱化，短期偿债压力增加。2022年公司EBITDA利息保障倍数和现金短期债务比分别下滑至5.36和0.92，资产负债率提升至65.21%，现金类资产对短期债务的保障程度减弱。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司处于建筑陶瓷行业第一梯队，经销渠道占比提升，合作关系较为稳定，建筑陶瓷产品仍具有一定的市场竞争力。

同业比较（单位：亿元）

指标	马可波罗	东鹏控股	新明珠集团	蒙娜丽莎	帝欧家居
总资产	128.02	127.60	119.68	101.79	78.99
营业收入	86.61	69.30	84.93	62.29	41.12
净利润	15.14	1.99	6.12	-3.47	-15.09
销售毛利率	35.14%	29.73%	29.77%	23.65%	17.55%
资产负债率	44.11%	43.61%	39.43%	65.21%	64.11%
主导品牌	马可波罗	东鹏	冠珠	蒙娜丽莎	欧神诺
建筑陶瓷销量（万平方米）	20,695.94	13,277.74	21,742.04	14,823.35	9,046.36
建筑陶瓷销量增速	0.79%	-13.64%	4.50%	-2.92%	-31.34%
建筑陶瓷产量（万平方米）	19,170.10	10,828.13	19,076.96	14,371.12	7,821.91
建筑陶瓷产量增速	-2.11%	-9.18%	4.86%	-10.55%	-43.92%
陶瓷业务毛利率	35.14%	30.90%	29.73%	23.65%	15.58%

注：1）马可波罗和新明珠集团处于上市申报阶段；2）其中新明珠集团为2021年末/2021年度数据，其余各指标均为2022年末/2022年度数据。

资料来源：同花顺 iFinD，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
工商企业评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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/蒙娜转债	2022-6-21	蒋申、张涛	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)	阅读原文
AA/稳定	AA/蒙娜转债	2021-4-23	何佳欢、谢海琳	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)	阅读全文

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	2022-6-21	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2023年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为26,811.67万元。

根据公司2023年3月4日发布的《关于部分募投项目延期的公告》，截至2022年12月31日（未经审计），“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，累计支付募集资金金额为3,128.78万元，投资进度为10.50%，因加大产能布局和购买办公大楼等事项，固定资产投资大幅增加，2022年度市场需求疲软，房地产客户的应收款回款进度受到影响，项目推进以及付款进度有所延迟。为了合理、有效地使用募集资金，保证项目全面、稳步推进，经公司审慎研究，决定将“数字化管理系统及智能仓库建设项目”达到预定可使用状态日期由2023年7月31日延期至2025年7月31日。

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2023年3月末，公司注册资本及实收资本变更为41,517.92万元¹。截至2023年3月末，公司第一大股东仍为萧华，持股30.13%，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62.76%，实控人股权均未质押，具体股权结构图见附录二。

表1 截至2023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	30.13%	125,080,560.00
霍荣铨	境内自然人	13.81%	57,328,590.00
邓啟棠	境内自然人	9.41%	39,087,675.00
张旗康	境内自然人	9.41%	39,087,675.00
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	2.46%	10,214,499.00
合计		65.22%	270,798,999.00

资料来源：公司2023年一季度报告，中证鹏元整理

¹ 经公司第三届董事会第八次会议及第三届监事会第八次会议审议通过，公司 2018 年股票期权激励计划第三个行权期的行权条件已成就，可行权的股票期权数量为 534.14 万份，行权模式为自主行权，行权期限自 2021 年 12 月 28 日起至 2022 年 12 月 27 日止，截至届满日，激励对象第三个行权期累计行权 5,096,600 份，公司股本增加 5,096,600 股。2) 截至 2022 年 12 月 28 日，“蒙娜转债”因转股减少 635 张（金额为 63,500 元），转股数量为 2,352 股，公司股本增加 2,352 股。综上，公司总股本由 4.10 亿股增至 4.15 亿股，注册资本由 4.10 亿元增至 4.15 亿元。

合并范围方面，2022年公司新纳入合并范围的子公司1家，系公司投资设立，无减少子公司。截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共计11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
广东蒙娜丽莎产业投资基金合伙企业（有限合伙）	99.90%	5.00	投资管理	设立

资料来源：公司2022年年度报告，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。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点

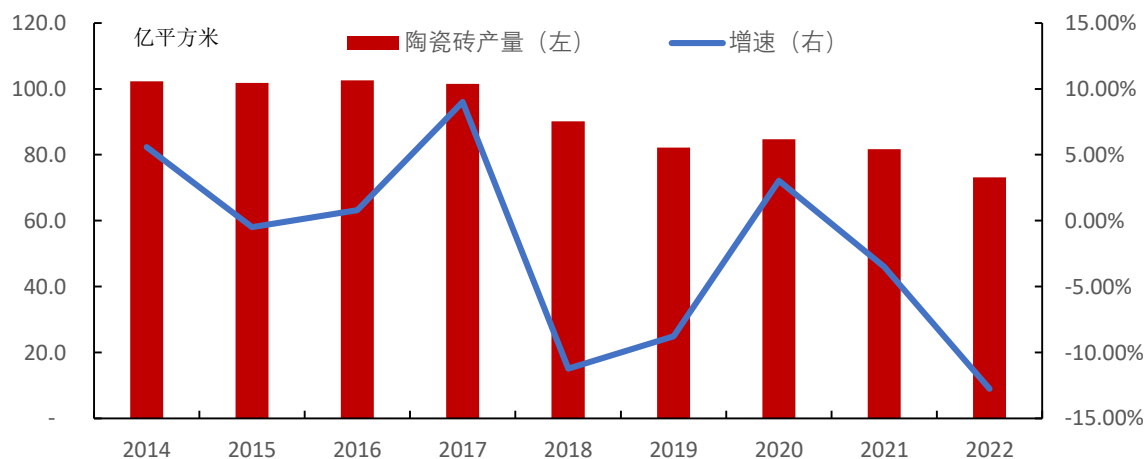
问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业及区域经济环境

房地产行业下行、能源和原材料价格居高不下等多方面不利因素影响下，行业进入存量甚至缩量的激烈竞争状态，挤压企业盈利空间，预计短期内需求及盈利仍承压

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，陶瓷砖产量占全球54.17%，约占国际陶瓷砖市场贸易量的35%。2016年我国陶瓷产量见顶，之后2017-2022年呈波动下滑趋势。据中国建筑卫生陶瓷协会统计，2022年全国建筑陶瓷砖实际产量约为73.1亿平方米，同比下降12.74%，产能利用率约为73%，一方面受房地产行业下行及部分房地产企业公开债务违约、国际局势复杂、近年来建筑陶瓷原材料、化工色辅料、包装材料、能源等价格均出现一定程度上涨，能源和原材料价格居高不下等多方面的不利影响，同时，人工成本、物流成本等也有所提高，导致企业生产成本持续增加，建陶行业进入存量甚至缩量的激烈竞争时代，生产端和销售端利润空间均被挤压，2022年行业整体开窑率有所下降，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。

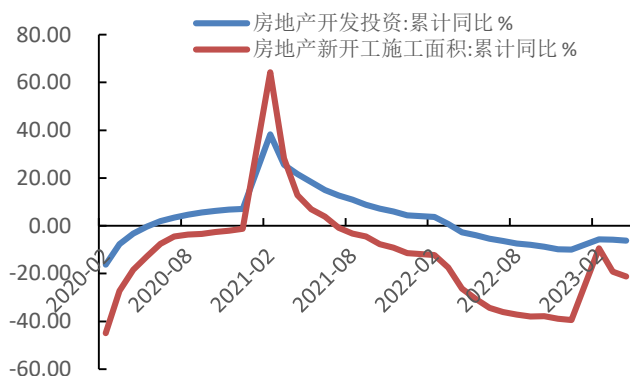
图1 我国陶瓷砖产量近年波动下降



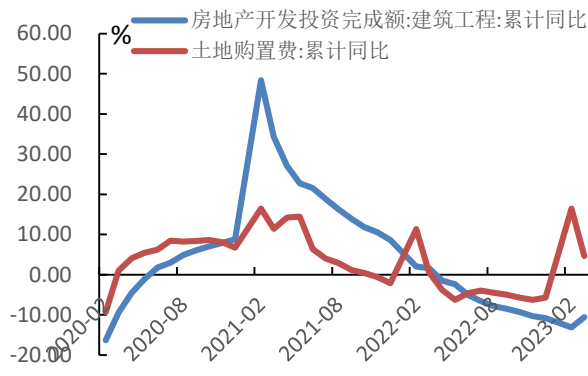
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2022年以来房企在流动性压力下，优先保障存量项目交付，新开工承压，销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，未来房地产投资仍面临一定的下行压力，建筑陶瓷需求预计有所承压。房屋新开工方面，受资金链紧张影响，2022年房企开工动力不足，对外投资金额降至近年低点，土地购置腰斩。2022年累计新开工面积120,587万方，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万平方米，同比下降15%。2022年全国房地产开发投资额132,895亿元，同比下降10%，其中11-12月单月投资额均不足1万亿元，为2018年4月以来最低（春节期间除外）。从房地产先行指标拿地来看，2022年累计土地购置面积10,052万平方米，同比下降53.40%；累

计土地成交价款 9,166 亿元，同比下降 48.4%，2022 年土地市场持续低迷，各城市间流拍率分化严重，建筑工程投资 2022 年以来增速为负，未来房地产开发投资仍面临一定的下行压力，建筑陶瓷需求预计有所承压。

图2 2022 年房地产投资增速和新开工面积下行


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图3 建筑工程对房地产开发投资拖累


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

陶瓷行业呈现“大市场，小企业”的竞争格局，由于减碳、市场竞争和环保趋严等因素将长期存在，低效产能面临出清压力，岩板、大板、中板等品类生产线不断增加，有利于瓷砖头部企业巩固竞争优势

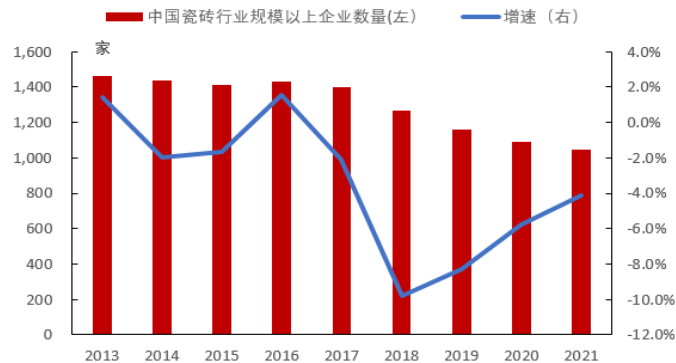
我国建筑陶瓷产业集中度较低，建筑陶瓷整体呈现“大市场，小企业”的竞争格局，行业竞争激烈，同时行业上下游也在加速品牌集中。在煤价、天然气价暴涨等成本高压下，利润被大幅压缩，加之双碳双控、限电限产、房企暴雷等综合作用，部分企业发展面临巨大的挑战，政策淘汰和市场竞争白热化加速行业洗牌，淘汰落后产能所取得的成果得到进一步巩固，产业集中度进一步提高。“十三五”期间首次诞生百亿级企业唯美集团（马可波罗），建筑陶瓷国内销售排名前十家集中度达18%，较2015年提高3%。

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年以来我国精装房市场渗透率从12%上升至30%以上，2022年中国房地产精装项目渗透率为40.1%，同比上涨3.0个百分点，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。

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。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2021、2022 两年间全国建筑陶瓷生产企业减少 115 家，生产线淘汰 275 条，淘汰比例近 10%，且行业内瓷砖产品结构发生了重大变化，传统的抛光砖、瓷片、仿古砖、外墙砖等品类生产线及产能逐步快速萎缩，岩板、大板、中板等品类生产线不断增加。对于早布局、早投入大规格产

品研发和生产的企业来说，有着稳定和成熟的生产体系和产品品质，更具备市场竞争优势。

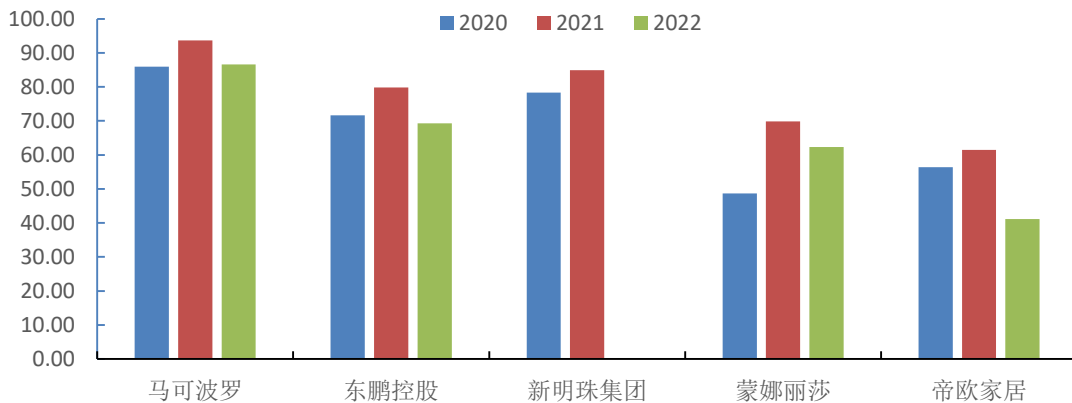
图4 瓷砖行业数量在加速出清



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）、新明珠集团（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。在瓷砖行业营业收入整体下行时，行业内规模较大企业营收有所波动，但集中度明显提升。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。

图5 陶瓷行业内的头部企业营业收入有所波动（单位：亿元）



注：其中新明珠集团未披露2022年营业收入数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为建筑陶瓷行业头部一线品牌之一，公司打造了具有一定品牌实力的瓷砖产品，产品类型较为丰富，销售网络覆盖全国各地，具有一定的竞争优势，但受房地产下行影响，2022年公司营业收入有所下滑

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，涵盖陶瓷薄板、陶瓷大板、陶瓷岩板、特种高性能陶瓷板等全系列产品，产品类型较为丰富。蒙娜丽莎属于行业头部品牌，旗下“蒙娜丽莎瓷砖”“QD 瓷砖”“美尔奇”三大品牌定位较清晰，错位发展，形成了较成熟、稳定的品牌阵营，公司亦是杭州亚运会官方建筑陶瓷供应商。2022年公司瓷砖收入占比在98%以上，仍为公司主要收入来源。受房地产下行和调控影响，2022年公司营业收入同比下降10.85%。

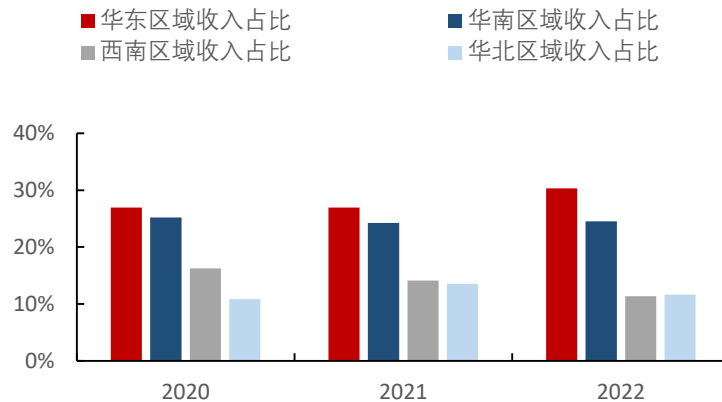
表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年 1-3 月			2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	10.95	99.40%	24.35%	61.64	98.97%	23.40%	68.78	98.44%	29.20%
其中：瓷质有釉砖	8.48	77.01%	25.32%	44.51	71.46%	23.75%	45.21	64.71%	29.91%
瓷质无釉砖	0.21	1.89%	29.05%	2.14	3.44%	20.05%	4.60	6.58%	31.18%
非瓷质有釉砖	0.99	9.00%	17.06%	7.12	11.43%	15.29%	9.41	13.47%	17.35%
陶瓷板、薄型陶瓷砖	1.21	11.03%	22.80%	7.38	11.85%	29.54%	9.15	13.10%	36.22%
其他产品	0.05	0.47%	22.38%	0.49	0.79%	32.29%	0.41	0.59%	44.12%
其他业务	0.07	0.60%	50.90%	0.64	1.03%	46.88%	1.09	1.56%	23.45%
合计	11.01	100%	24.51%	62.29	100.00%	23.65%	69.87	100.00%	29.11%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

2022 年公司持续加强经销渠道开拓发展，经销渠道收入稳中有升，同时对部分风险较大的房地产客户订单承接较为谨慎，相关账期有所延长，销售收入有所下降，近年下游房地产市场景气度下行且房企违约事件频发，仍需继续关注下游地产客户款项回收风险

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，2022年上述4大区域销售收入合计数占比均在80%左右。

图 6 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 2020-2022 年度报告，中证鹏元整理

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，故公司应收款项客户多为工程端房地产客户。

2022年公司加大经销端业务拓展力度，延续经销渠道下沉策略，持续开拓空白市场和维护销售渠道，持续拓宽业务通道，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，2022年公司新增签约经销商180多家，拥有专卖店及销售网点4,000多家，经销商门店于华东、华南、西南和华北居多。2022年公司经销业务销售收入逆势增长0.96%，占营业收入比重由2021年的51.10%提升至57.87%。2023年一季度，公司经销端实现收入6.85亿元，同比大幅增长21.57%，占营业收入的比重进一步提升至62.20%。

B端渠道建设方面，2022年公司对风险较大的房地产客户订单承接较为谨慎，工程端收入同比下降23.18%，前五大客户集中度由2021年的31.27%大幅下滑至2022年的23.95%，需关注的是虽然公司不断加强对工程业务的风险控制，加大了风险地产客户应收款追收，对于风险地产客户新承接订单采取先款后货的方式，继续加强与优质房地产商的战略业务合作，但公司仍有部分存量地产客户已出现流动性风险，房地产市场仍处于筑底回升阶段，相关款项仍存回收风险，将影响公司经营盈利状况。

表4 2021-2022年及2023年1-3月公司B端和C端收入情况（单位：亿元）

类别	项目	2023年 1-3月	2022年	2021年
经销	收入	6.85	36.04	35.70
	占比	62.20%	57.87%	51.10%
工程	收入	4.16	26.24	34.16
	占比	37.80%	42.13%	48.90%
合计		11.01	62.29	69.87

资料来源：公司2022年年度报告及未经审计的2023年一季度

近年公司通过收缩OEM产量、暂停在建产能项目，产量有所下滑，但公司优化产品结构，盘活库存产品，产销率持续增长，产能利用率相对稳定

生产方面，2022年以来受房地产下行影响，公司对部分风险较大的房地产客户订单承接较为谨慎，缩减OEM产量，2022年瓷砖生产量同比下降10.55%。产能利用率方面，由于2022年公司主要收缩OEM产量，自有产量较为稳定，产能利用率变动不大。受优化产品结构、盘活库存产品影响，2022年公司产品产销率提升至103.15%，2023年1-3月进一步提升至130.83%。由于经销端延续渠道下沉策略，同时公司产品结构有所调整，近年公司产品销售均价有所下滑。

表5 公司2021-2023年3月产量、销量情况（单位：万平方米）

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
产量	2,025.50	14,371.12	16,066.99
销量	2,649.88	14,823.35	15,269.52
产销率	130.83%	103.15%	95.04%
销售均价（元/平方米）	41.57	42.02	45.04
年产能	-	14,850.00	14,850.00
产能利用率	-	83.60%	84.32%

注：产能利用率=自有产量/产能。

资料来源：公司提供

截至2023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较大等优势；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。截至2023年3月末，公司四个基地产能合计14,850.00万平方米，2022年至2023年3月期间未新增产能。

表6 截至2023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	产能扩张方式	能源端
佛山	16	自建	100%天然气
清远	5	自建	100%天然气
广西藤县	7	自建	100%天然气
高安基地	9	股权收购	天然气和煤转气

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023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，后续资金需求至少为4.00亿元。2023年3月末，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，广西藤县基地已完工投产7条生产线，2022年最后一期4条生产线因市场行情原因产线装配暂未推动，本期债券募投项目之一数字化管理系统及智能仓库建设项目延期。广西藤县生产基地最后一期4条生产线后续若继续推进，完工后新增

产能约3,200万平方米，新增产能面临一定的消化压力。

表7 截至2023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	184,996.55	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	52,869.25	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	5,280.09	-	募集资金，自筹资金
机器设备及环保设施更新投入技改项目	-	13,000.00	14,172.80	-	募集资金，自有资金
LNG 储气站	-	3,290.00	2,961.44	-	自有资金
合计		299,083.00	260,280.13	-	-

注：1）本期债券募投项目之一的数字化管理系统及智能仓库建设项目募集资金已投资额为3,465.83万元；2）机器设备及环保设施更新投入技改项目已投资额超过计划总投资。

资料来源：公司提供

原材料成本仍高位运行加大公司成本控制压力

公司的主要产品为瓷砖，生产瓷砖的主要原材料和能源为泥砂料、煤炭、天然气和电力，其中电力主要由属地供电局供应；泥砂料、釉料、煤炭和天然气主要通过和供应商建立长期合作、集中采购、稳定供应渠道、优化运输半径等方式控制成本。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。2022年公司前五大供应商集中度提升至25.55%，集中度仍不高。

2022年受国内外市场及环保、物流等影响，公司生产所需天然气、煤炭、电力等价格上涨导致公司成本攀升，在产量下滑的情况下，公司生产所需的燃料动力成本同比上涨24.83%，制造费用同比上涨11.57%，利润空间被挤压，2022年以来公司能源端原材料成本仍高位运行，加大公司成本控制压力，同时受公司产品结构影响，公司整体销售毛利率有所下降。

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2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增纳入合并报表范围的子公司1家，见表2，截至2022年末公司纳入合并范围的子公司共11家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司应收款项和存货对营运资金占用明显，未来相关款项仍存回收风险和减值风险

2022年末公司净资产为35.41亿元，同比下滑17.05%，主要为2022年业绩亏损使得未分配利润规模下降影响。2022年公司经营性债务有所下降，总负债同比下滑4.53%。综合影响下公司产权比率上升，净资产对总负债的保障程度有所降低。

图7 公司资本结构

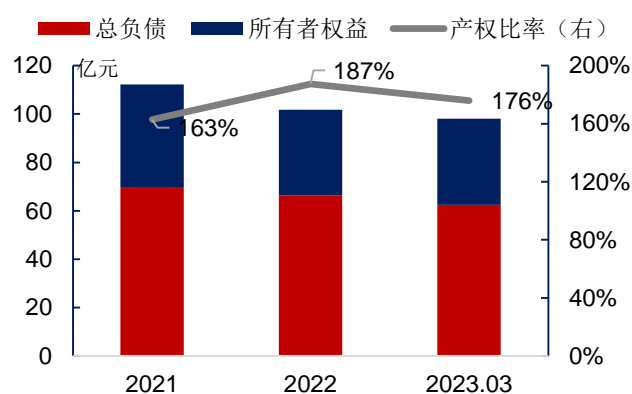
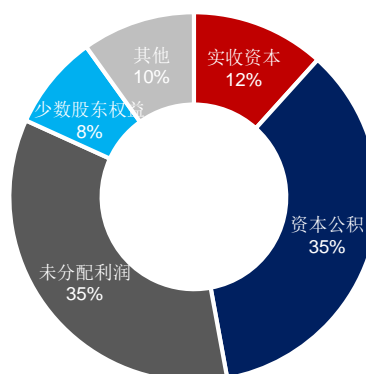


图8 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

注：资本公积剔除了库存股。

资料来源：公司未经审计的2023年一季报，中证鹏元整理

公司资产主要由货币资金、应收B端房地产企业客户的票据及应收款项、由库存商品、发出商品及原材料等构成的存货资产以及机器设备和办公楼厂房等固定资产构成。受坏账及减值计提以及业务规模收缩影响，2022年末公司资产规模同比下滑9.29%。

2022年受部分下游房企客户违约影响，公司将2.24亿元因出票人未履约的应收商业票据转入应收账款，并对发生债务违约、商票逾期等情况的地产客户的应收款项，在合理估算其发生坏账损失的比例情况下按单项计提坏账准备，计提比例主要在30%-80%之间。截至2022年末公司应收票据及应收账款账面价值分别同比大幅下滑73.04%和21.53%，合计占公司总资产比重达10.89%，对营运资金仍形成一定占用。其中，前五大应收账款对象合计占应收账款余额比例为29.55%，账龄在一年内的应收账款占比在60%以上；按单项计提的应收账款账面余额为11.02亿元，坏账计提比例为51.19%，整体应收账款坏账准备计提比例为37.42%，较2021年的8.02%大幅提升，但仍低于行业平均水平，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，且截至2022年末，公司风险地产客户仍有6.46亿元的应收款项未计提信用减值损失，未来若剩余风险地产客户应收款项全额计提信用减值损失，仍会对公司利润形成侵蚀。

为加速应收账款回收，公司与绿地等房地产客户签订以房抵债协议。截至2023年3月25日，公司与房地产公司签订以房抵债协议金额为79,908.04万元，支付房产预付款8,468.13万元，其中已网签合同金额17,928.35万元，但尚未收楼，公司将支付房产预付款和已网签合同对应的客户应收款项结转至

预付房屋购置款，列示于会计报表其他非流动资产科目核算，其余尚未办理网签手续的，继续列示于应收账款科目核算。

表8 2022年（末）公司信用减值损失单项计提情况（单位：万元）

客户名称	应收账款余额	应收票据余额	其他应收款余额	合计	计提比例	期末坏账准备金额
客户一	22,944.63	3,463.25	0.00	26,407.89	80.00%	21,126.31
客户二	14,075.89	0.00	5,005.00	19,080.89	50.00%	9,540.45
客户三	12,461.31	26.00	3,000.00	15,487.31	50.00%	7,743.66
客户四	16,610.59	50.00	0.00	16,660.59	30.00%	4,998.18
客户五	5,272.44	0.00	4,165.76	9,438.19	50.00%	4,719.10
客户六	3,988.70	0.00	4,168.47	8,157.17	50.00%	4,078.58
客户七	11,348.68	0.00	0.00	11,348.68	30.00%	3,404.60
客户八	4,254.71	0.00	15.00	4,269.71	50.00%	2,134.86
客户九	1,779.33	0.00	0.00	1,779.33	100.00%	1,779.33
客户十	5,496.73	0.00	5.00	5,501.73	30.00%	1,650.52
客户十一	2,138.44	601.00	0.00	2,739.44	50.00%	1,369.72
客户十二	2,372.27	2,010.00	10.00	4,392.27	30.00%	1,317.68
客户十三	1,325.62	156.56	10.00	1,492.18	50.00%	746.09
客户十四	1,226.74	153.10	0.00	1,379.84	50.00%	689.92
客户十五	1,464.89	0.00	0.00	1,464.89	30.00%	439.47
其他出现债务违约地产客户	3,416.03	78.27	60.00	3,554.30	79.48%	2,824.99
合计	110,177.01	6,538.18	16,439.23	133,154.42	-	68,563.45

资料来源：公司公告

公司2022年末存货主要为坯料、釉料等原材料（占比为17.91%）、库存商品（占比为53.06%）和发出商品（占比为26.19%）等，随着公司的业务规模收缩，2022年末原材料、库存商品和发出商品账面价值分别同比下降16.75%和10.88%；其中，由于库存商品采用成本与可变现净值孰低计量，按照库存商品类别成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备，公司发出商品新增计提0.41亿元跌价准备，期末存货累计计提0.88亿元跌价准备，在行业整体竞争激烈，企业短期内需求及盈利空间承压的情况下，存货面临一定的减值风险。

2022年公司在建工程中保利商务中心2号楼及广西藤县生产基地部分工程完工转固，固定资产同比增长16.15%，其中账面价值2.11亿元的房屋及建筑物尚未办妥产权证书。

2022年末公司货币资金主要为银行存款15.40亿元，其他货币资金2.95亿元，其中使用受限资金占比16.08%，主要为票据保证金；另外需关注的是，公司货币资金中有65.00万元因子公司合作的项目纠纷而司法冻结。2022年末公司受限资产合计10.88亿元，占总资产的10.69%，主要系保证金、司法冻结款、票据背书转让未到期、借款抵押的固定资产、无形资产和在建工程等。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

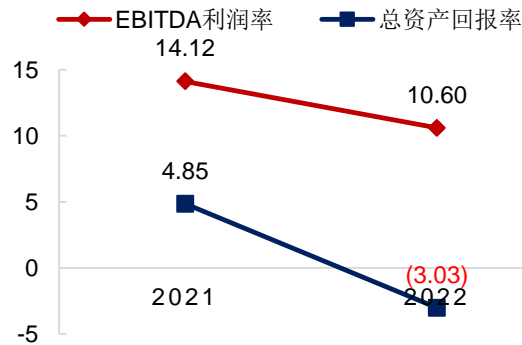
项目	2023 年 3 月末		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.59	16.93%	18.35	18.03%	21.11	18.81%
应收账款	10.72	10.93%	10.00	9.82%	12.74	11.36%
存货	16.18	16.50%	18.25	17.93%	20.81	18.54%
应收票据	0.55	0.56%	1.08	1.07%	4.02	3.58%
应收款项融资	6.13	6.25%	6.02	5.91%	7.56	6.74%
流动资产合计	52.88	53.94%	55.95	54.96%	70.29	62.64%
固定资产	34.60	35.29%	35.39	34.77%	30.47	27.15%
在建工程	1.01	1.03%	1.07	1.05%	5.21	4.65%
无形资产	3.03	3.09%	3.06	3.00%	2.83	2.52%
其他非流动资产	2.41	2.46%	1.92	1.89%	0.21	0.19%
非流动资产合计	45.16	46.06%	45.84	45.04%	41.92	37.36%
资产总计	98.03	100.00%	101.79	100.00%	112.22	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入规模下降，大额计提信用减值损失及原材料价格上涨对公司利润形成较大侵蚀，盈利能力大幅下滑；2023年一季度随着经销端业务增长及降本提质增效逐步显现及信用损失转回，业绩有所好转

公司营业收入基本来自瓷砖销售，受房地产下行影响，2022年公司主动收缩部分风险较大的房地产客户订单，营业收入同比下滑10.85%。2022年以来，受国内外市场及环保、物流等影响，公司生产所需的天然气、煤炭、电力等价格上涨导致公司成本攀升，拖累公司毛利率下行。2022年公司期间费用率为20.46%，主要为销售费用及管理费用，一定程度侵蚀了公司利润，受降本提质增效初步显现，2023年一季度期间费用同比下降，利润得到改善提升。2022年受部分下游房企客户违约影响，公司计提了大额信用减值损失5.69亿元，对公司利润形成较大侵蚀，营业利润和净利润分别同比大幅下滑222.00%和206.95%。2023年一季度，公司经销端业务恢复较好并实现同比增长，拉动公司营业收入同比增长3.55%，归属于母公司所有者的净利润同比增长109.35%至690.06万元，同时2023年一季度转回信用减值损失299.90万元。需关注的是，公司风险地产客户应收款项仍存在减值风险，进而会对公司利润形成侵蚀。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年公司收现情况表现较好，在建项目资本开支压力较小，债务规模虽变动不大但各项偿债能力指标表现有所弱化，短期债务压力有所加大

受其他流动负债中的银行代理付款规模减少，公司总债务规模有所下降，2022年末为45.43亿元，占总负债的68.45%，主要由银行借款、应付票据和本期债券及其他流动负债中的银行代理付款构成，其中，短期债务占比32.03%。应付票据和应付账款均主要用于支付货款、服务款和工程设备款；其中，应付票据主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票。其他流动负债主要为银行代理付款，属于公司短期债务。长期借款由信用借款4.97亿元、保证借款4.45亿元和新增的3.58亿元的抵押借款构成。应付债券系2021年成功发行的本期债券。

经营性债务方面，2022年受市场行情影响业务规模收缩，应付账款总额有所下滑。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。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月末		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.40	5.44%	2.70	4.07%	1.80	2.59%
应付账款	11.00	17.60%	13.54	20.40%	17.09	24.58%
应付票据	7.92	12.67%	9.61	14.47%	8.12	11.68%
其他应付款（合计）	4.48	7.16%	3.84	5.79%	3.71	5.33%
一年内到期的非流动负债	3.85	6.16%	3.21	4.84%	1.63	2.34%
其他流动负债	5.33	8.53%	7.03	10.59%	10.61	15.26%
流动负债合计	38.09	60.94%	42.07	63.37%	44.92	64.62%
长期借款	13.17	21.08%	13.00	19.58%	12.88	18.53%

应付债券	10.33	16.52%	10.22	15.39%	9.80	14.10%
非流动负债合计	24.41	39.06%	24.31	36.63%	24.60	35.38%
负债合计	62.51	100.00%	66.37	100.00%	69.52	100.00%
总债务合计	43.08	68.92%	45.43	68.45%	46.18	66.43%
其中：短期债务	18.82	30.11%	21.26	32.03%	21.73	31.26%
长期债务	24.26	38.81%	24.18	36.42%	24.45	35.17%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

现金流方面，2022年公司加大追收风险地产客户货款，开拓提升了经销业务渠道占比以及加强成本费用管控，收现比由2021年的0.90提升至1.12，经营活动净现金流表现较好，2023年1-3月经营活动现金净流出1.63亿元。2022年公司投资活动放缓，投资活动现金净流出规模大幅下滑，未来公司暂无大规模投资计划，短期内公司资本开支压力不大。

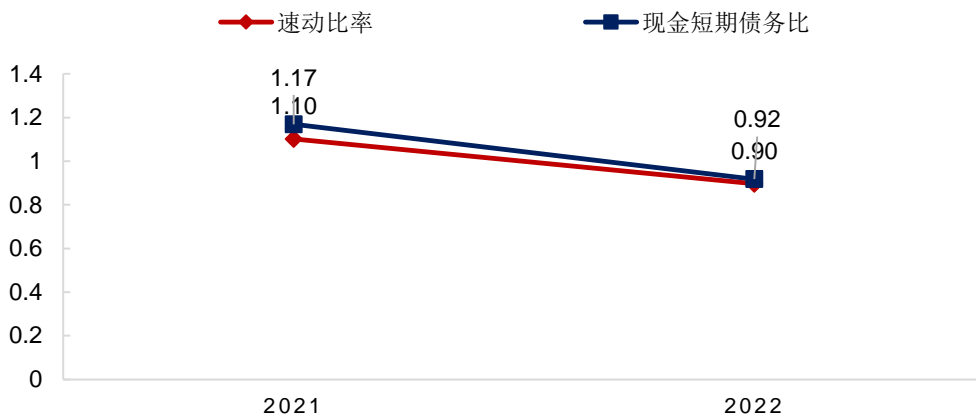
杠杆状况指标方面，由于2022年公司营业收入规模有所下降，资产规模下降幅度大于负债下滑幅度，资产负债率2022年有所提升，受业绩亏损影响，当年EBITDA和FFO规模有所下降，净债务/EBITDA和FFO/净债务指标表现有所弱化，EBITDA和FFO对净债务的保障程度减弱。

表 11 公司现金流及杠杆状况指标（亿元）

指标名称	2023年3月末	2022年	2021年
经营活动净现金流	-1.63	6.02	-0.84
FFO	--	2.90	6.44
资产负债率	63.76%	65.21%	61.95%
净债务/EBITDA	--	4.19	2.29
EBITDA 利息保障倍数	--	5.36	11.13
总债务/总资本	--	56.20%	51.96%
FFO/净债务	--	10.49%	28.51%
经营活动净现金流/净债务	--	21.77%	-3.72%
自由现金流/净债务	--	-1.60%	-51.40%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

流动性方面，2022年末公司速动比率和现金短期债务比均有所下降，短期偿债能力指标有所弱化。同时，考虑到公司作为上市公司，截至2023年3月末，公司授信尚未使用额度34.50亿元，融资渠道较为畅通，且拥有一定规模的非受限资产，具有一定的融资弹性。

图 10 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司提供的《蒙娜丽莎集团股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开查询，公司过去一年不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到相应处罚的情形，未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的《蒙娜丽莎集团股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开查询，公司过去一年不存在违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面的问题，无劳动诉讼事项等。

公司治理

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近年公司管理层保持稳定，董事长、总裁及董事等均在建筑陶瓷行业领域拥有丰富的行业经验。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月17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（如有）的各类债券均按时偿

付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至2023年5月23日，未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

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，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，2022年公司营业收入有所下滑，净利润因大额计提减值损失导致亏损，但公司经营活动现金流表现较好，回款较好的经销端业务占比提升，经销端合作关系稳定，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，且仍有部分优质央企国企地产客户。

中证鹏元也关注到近年行业进入存量甚至缩量竞争的状态，挤压公司盈利空间，同时房地产行业下行，公司工程端业绩承压。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，对利润形成较大侵蚀，应收款项仍面临一定的回收风险；原材料成本上升导致公司毛利率大幅下降，盈利能力下滑，也面临较大的成本控制压力，同时公司偿债指标表现有所弱化，资产负债率整体有所提升，短期偿债压力增加。但考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为多元化。综合来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为AA-，调整评级展望为稳定，下调“蒙娜转债”的信用等级为AA-。

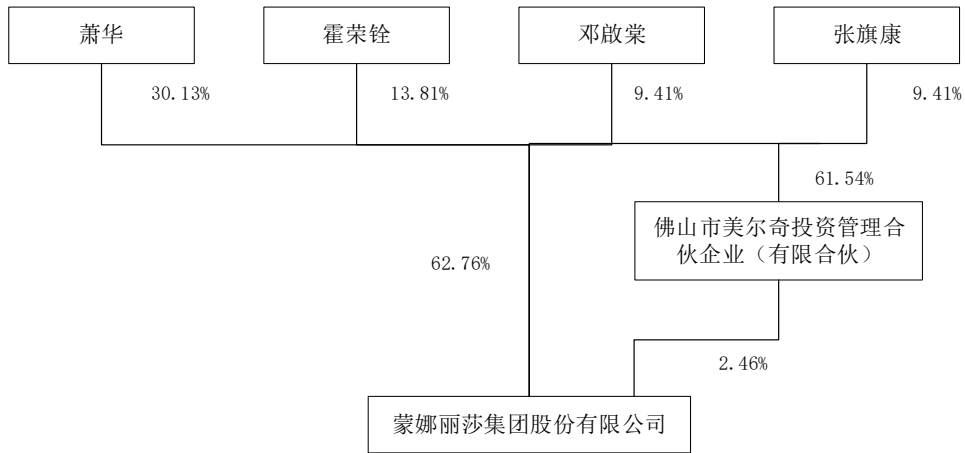
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	16.59	18.35	21.11	21.21
应收账款	10.72	10.00	12.74	8.16
存货	16.18	18.25	20.81	15.13
应收票据	0.55	1.08	4.02	2.73
应收款项融资	6.13	6.02	7.56	1.65
其他应收款（合计）	1.19	1.17	2.43	0.91
其他流动资产	0.49	0.49	1.00	0.54
流动资产合计	52.88	55.95	70.29	50.83
固定资产	34.60	35.39	30.47	13.86
在建工程	1.01	1.07	5.21	7.89
无形资产	3.03	3.06	2.83	2.13
其他非流动资产	2.41	1.92	0.21	0.29
非流动资产合计	45.16	45.84	41.92	24.96
资产总计	98.03	101.79	112.22	75.80
短期借款	3.40	2.70	1.80	3.68
应付账款	11.00	13.54	17.09	9.66
应付票据	7.92	9.61	8.12	9.26
合同负债	0.86	0.69	0.42	0.41
其他应付款（合计）	4.48	3.84	3.71	2.68
流动负债合计	38.09	42.07	44.92	33.89
长期借款	13.17	13.00	12.88	5.94
应付债券	10.33	10.22	9.80	0.00
非流动负债合计	24.41	24.31	24.60	5.96
负债合计	62.51	66.37	69.52	39.84
总债务	43.08	45.43	46.18	25.15
所有者权益	35.53	35.41	42.69	35.95
营业收入	11.01	62.29	69.87	48.64
营业利润	0.16	-4.47	3.66	6.53
净利润	0.11	-3.47	3.24	5.66
经营活动产生的现金流量净额	-1.63	6.02	-0.84	5.76
投资活动产生的现金流量净额	-0.97	-6.89	-14.66	-12.06
筹资活动产生的现金流量净额	1.38	-3.29	14.76	10.52
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	6.60	9.87	8.40
FFO(亿元)	--	2.90	6.44	5.85
净债务(亿元)	22.96	27.66	22.60	2.41

销售毛利率	24.51%	23.65%	29.11%	34.29%
EBITDA 利润率	--	10.60%	14.12%	17.27%
总资产回报率	--	-3.03%	4.85%	10.53%
资产负债率	63.76%	65.21%	61.95%	52.57%
净债务/EBITDA	--	4.19	2.29	0.29
EBITDA 利息保障倍数	--	5.36	11.13	33.24
总债务/总资本	52.84%	56.20%	51.96%	41.16%
FFO/净债务	--	10.49%	28.51%	243.15%
速动比率	0.96	0.90	1.10	1.05
现金短期债务比	--	0.92	1.17	1.25

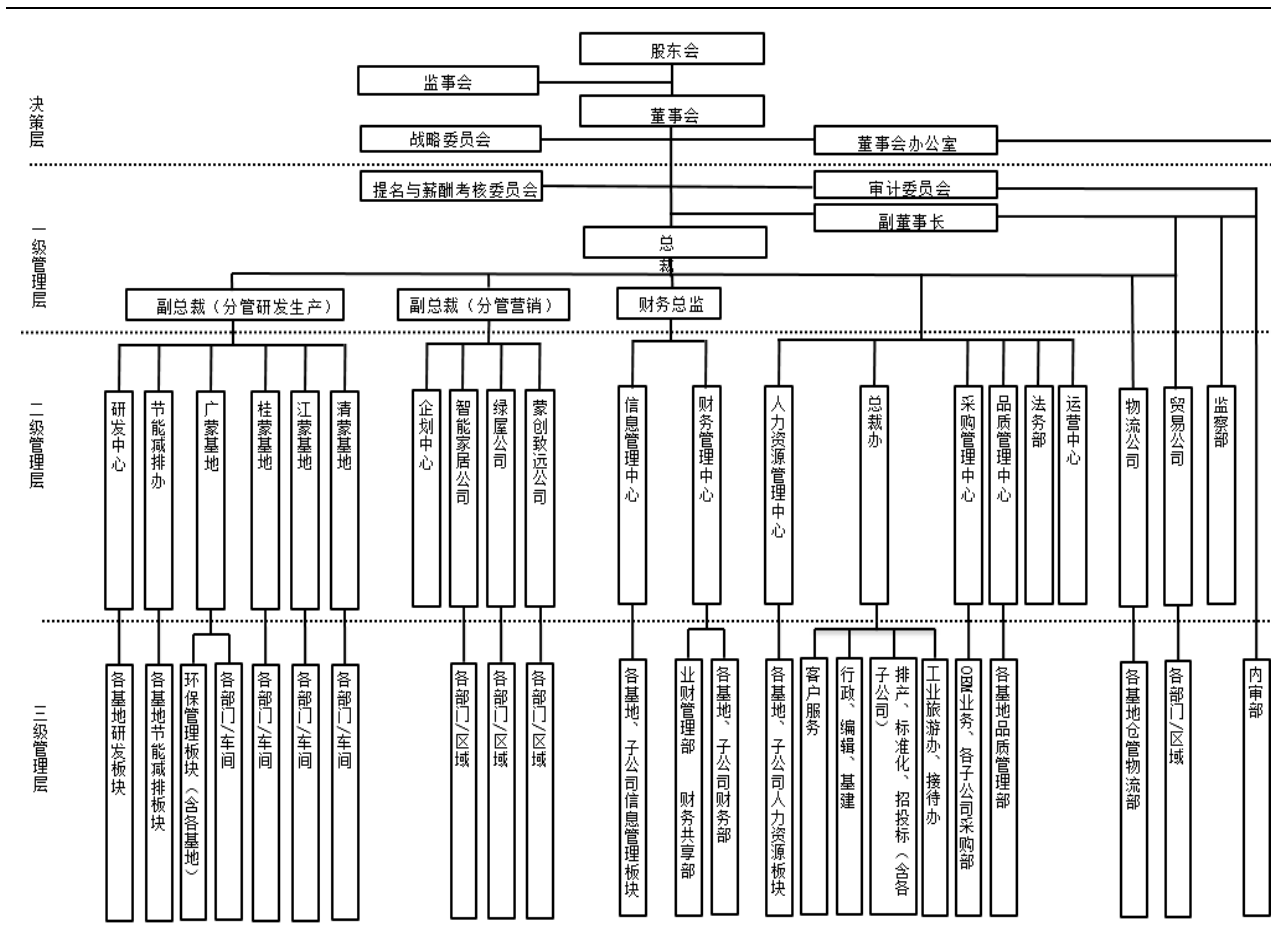
资料来源：公司 2020-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	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	100.00%	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
佛山市慧德康商贸有限公司	0.10	100.00%	保安保洁服务
高安市蒙娜丽莎新材料有限公司	1.64	70.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎产业投资基金合伙企业（有限合伙）	5.00	99.90%	投资管理

资料来源：公司 2022 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。