

皮阿诺 (002853.SZ) 中报点评

开源节流业绩高速增长，审时度势推进大家居

● 事件：收入利润录得高增长，拟每 10 股转增 15 股派 3 元

皮阿诺 2017H1 实现营业收入 3.15 亿元，同比增长 48.9%；归属上市公司股东净利润 3470 万元，同比增 122.3%；扣非后净利润 3197 万元，同比增长 110.71%。此外，公司发布利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 15 股。

● 开源节流业绩高速增长，审时度势推进大家居

皮阿诺作为国内定制家居领军品牌，今年上半年，受益于公司上市品牌价值提升、与广州恒大等地产商合作带来工程单的增加以及产品售价的上调（橱柜 4% 衣柜 3%），收入端实现了快速增长，其中定制橱柜产品销售同比增长 40.92%，定制衣柜产品同比增长 89.5%，均高于行业平均增速。未来公司将稳步推进中山阜沙生产基地、天津静海生产基地及河南兰考生产基地建设，有效保证公司生产规模，突破产能瓶颈。同时在现有全国性营销网络体系的基础上，公司将进一步衍生和拓展，力争五年内达到 2000 个经销商营销网点，继续优化和控制直营旗舰店、专卖店的布局与开设数量，积极拓展电商业务。在销售规模快速扩大的同时，公司开源节流加强费用管控，2017H1 营业费用同比下降 3.71%，管理费用同比下降 1.3%，财务费用同比下降 0.71%，净利润实现高速增长。在大家居战略方面，公司在条件和时机允许的情况下，会考虑进行适度的优势互补的收购兼并实现公司业务和市场规模的稳步扩张，持续推进大家居战略。

● 盈利预测与投资建议

预计 2017-2019 年的归属母公司净利为 1.26、1.67 和 2.29 亿元，按最新收盘价分别对应 33.8、25.5 和 18.6 倍 PE，维持“买入”评级。

● 风险提示

房地产调控政策出现超预期紧缩，导致家具行业整体景气度下降；原材料价格超预期上涨；新销售区域拓展不力。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	512.01	630.38	857.63	1,180.45	1,609.43
增长率(%)	1.80%	23.12%	36.05%	37.64%	36.34%
EBITDA(百万元)	94.67	115.43	156.42	206.83	281.38
净利润(百万元)	68.53	87.54	125.66	166.88	228.66
增长率(%)	6.75%	27.74%	43.55%	32.80%	37.02%
EPS（元/股）	1.473	1.881	2.022	2.686	3.680
市盈率（P/E）	-	-	33.82	25.47	18.59
市净率（P/B）	-	-	8.39	6.31	4.71
EV/EBITDA	-2.01	-2.10	24.68	17.65	11.95

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

68.40 元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-06

相对市场表现



分析师：申 烨 S0260514080002



020-87578446



shenye@gf.com.cn

相关研究：

迈向大家居系列报告之橱柜 2017-07-28

篇：定制橱柜受益消费趋势，
龙头品牌差异化取胜

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	287	393	564	849	1223	经营活动现金流	128	99	165	228	308
货币资金	190	243	389	598	888	净利润	69	88	126	167	229
应收及预付	61	103	118	172	228	折旧摊销	19	20	16	18	21
存货	36	48	57	78	107	营运资金变动	38	-10	25	48	64
其他流动资产	0	0	0	0	0	其它	2	0	-2	-5	-5
非流动资产	228	252	245	250	254	投资活动现金流	-39	-28	-7	-19	-19
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-39	-28	-7	-19	-19
固定资产	121	156	174	191	204	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	9	1	-7	-16	-24	其他	0	0	0	0	0
无形资产	83	79	78	75	73	筹资活动现金流	-1	-19	-11	0	0
其他长期资产	14	16	0	0	0	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	515	645	809	1099	1476	债券融资	-1	0	-11	0	0
流动负债	192	254	303	426	575	股权融资	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	其他	0	-19	0	0	0
应付及预收	192	254	303	426	575	现金净增加额	89	52	147	209	290
其他流动负债	0	0	0	0	0	期初现金余额	105	190	243	389	598
非流动负债	12	11	0	0	0	期末现金余额	193	243	389	598	888
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	12	11	0	0	0						
负债合计	203	264	303	426	575						
股本	47	47	62	62	62						
资本公积	151	151	135	135	135						
留存收益	114	183	309	476	704						
归属母公司股东权	312	381	506	673	902						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	515	645	809	1099	1476						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	512	630	858	1180	1609	成长能力(%)					
营业成本	300	392	522	723	983	营业收入增长	1.8	23.1	36.0	37.6	36.3
营业税金及附加	4	5	7	9	13	营业利润增长	10.5	32.7	45.0	34.2	38.0
销售费用	94	95	129	178	243	归属母公司净利润增长	6.8	27.7	43.5	32.8	37.0
管理费用	38	43	59	81	110	获利能力(%)					
财务费用	0	-3	0	0	0	毛利率	41.4	37.9	39.2	38.7	38.9
资产减值损失	3	2	0	0	0	净利率	13.4	13.9	14.7	14.1	14.2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROE	22.0	23.0	24.8	24.8	25.4
投资净收益	0	0	0	0	0	ROIC	53.0	59.7	103.3	217.5	1,613.3
营业利润	73	97	141	189	260	偿债能力					
营业外收入	7	4	6	5	6	资产负债率(%)	39.5	41.0	37.4	38.8	38.9
营业外支出	0	0	0	0	0	净负债比率	-0.6	-0.6	-0.8	-0.9	-1.0
利润总额	80	101	146	194	266	流动比率	1.50	1.55	1.86	1.99	2.13
所得税	12	14	21	27	37	速动比率	1.28	1.33	1.64	1.77	1.91
净利润	69	88	126	167	229	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.13	1.09	1.18	1.24	1.25
归属母公司净利润	69	88	126	167	229	应收账款周转率	13.31	15.38	14.27	14.80	14.53
EBITDA	95	115	156	207	281	存货周转率	8.88	9.36	9.12	9.24	9.18
EPS (元)	1.47	1.88	2.02	2.69	3.68	每股指标(元)					
						每股收益	1.47	1.88	2.02	2.69	3.68
						每股经营现金流	2.76	2.12	2.65	3.66	4.96
						每股净资产	6.70	8.18	8.15	10.83	14.51
						估值比率					
						P/E	-	-	33.8	25.5	18.6
						P/B	-	-	8.4	6.3	4.7
						EV/EBITDA	-2.0	-2.1	24.7	17.7	11.9

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心，2014 年新财富最佳分析师轻工造纸行业第三名，2012 年新财富最佳分析师造纸印刷行业第四名。
- 任尚伟： 分析师，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 汪 达： 研究助理，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。