

美凯龙(601828)/商业贸易

逆势稳增长, 同店增速显真章

评级: 买入(维持)

市场价格: 13.67

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

联系人: 郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3550
流通股本(百万股)	315
市价(元)	13.13
市值(百万元)	42,591
流通市值(百万元)	4,139

股价与行业-市场走势对比

相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9436.08	10959.51	13317.93	15449.40	17707.88
增长率 yoy%	2.77%	16.14%	21.52%	16.00%	14.62%
净利润	3397.18	4077.90	4868.39	5490.64	6246.52
增长率 yoy%	-17.14%	20.04%	19.38%	12.78%	13.77%
每股收益(元)	0.94	1.15	1.37	1.55	1.76
每股现金流量	1.1	1.84	1.63	2.06	2.29
净资产收益率	18.63%	9.74%	11.29%	11.80%	12.36%
P/E	-	11	10	8	7
PEG	-	0.55	0.52	0.63	0.51
P/B	-	1.06	1.02	0.95	0.87

备注:

投资要点

- 事件:** 美凯龙发布 2018 中报, 2018H1 公司实现营收 63.74 亿元, 同比增长 25.69%; 实现归母净利润 30.39 亿元, 同比增长 48.57%; 非经常性损益 14.24 亿元, 其中投资性房地产公允价值计量收益 11.03 亿元, 同比增长 15%; 实现扣非净利润 16.15 亿元, 同比增长 25.53%。其中, Q2 单季度营收 34.85 亿元, 同比增长 25.97%, 归母净利润 18.56 亿元, 同比增长 62.69%; 扣非净利润 8.14 亿元。
- 整体业绩符合预期。** 2018H1 公司经营活动净现金流 11.34 亿元, 同比减少 54.92%, 主要系集中收银推广及 2017 年末促销活动导致代收账款流入增加及相应 2018H1 向商户支付代收货款流出增加; 应收票据及应收账款 20.51 亿元, 同比增长 75.27%, 主要系新开业委管项目增长所致; 流动资产 11.68 亿元, 同比增长 131.32%, 主要系报告期内新增保理业务和融资租赁业务所致。2018H1 实现毛利率 69.33% (-3.56pct.), Q2 毛利率 68.29% (-6.07%), 主要系自营业务毛利率稳定情况下, 委管业务人工成本上升导致毛利率下降, 同时毛利率较低的建造施工业务收入大幅增加所致。我们判断伴随渠道下沉, 委管业务毛利率或将持续下行, 但基于管理人员费用由合作方承担的模式特点, 公司净利润影响有限。
- 期间费用下降, 凸显内部管控效率。** 公司 2018H1 净利率 50.42% (+7.89pct.), Q2 净利率为 55.93% (+18.58pct.), 主要系期间费用大幅下降及 2 季度公允价值变动收益较去年同期大幅提升所致 (+88%)。公司 2018H1 期间费用率 27.63% (-3.71pct.), 其中, 销售费用率 10.14% (-1.24pct.); 管理费用率 8.28% (-0.95pct.), 财务费用率 9.21% (-1.52pct.), 2018H1 平均借款资本化率为 5.26% (2017 年为 5.52%), 广告费用控制得当及利息收入增加助力期间费用下降。
- 自营业务: 战略布局一二线, 收入稳健增长, 护城河稳固。** 2018H1, 公司经营自营商场 75 家 (+4 家, 2 家新开、2 家委管转自营), 筹备 25 家 (+3 家), 经营面积 609.2 万方 (+38.65 万方)。公司自营商场收入 38.01 亿元, 同比增长 10.6%, 毛利率 77.9% (+0.8pct.), 其中自有商场 51 家, 营收 30.22 亿元 (+15%); 租赁商场 20 家, 营收 5.11 亿元 (-8.8%); 合营联营商场 4 家, 营收 2.69 亿元 (+7.6%)。
- 委管业务: 轻资产拓展, 下半年开店有望加速。** 2018H1, 公司经营 192 家委管商场 (+7 家), 358 个签约项目取得土地使用权证/已获得地块 (+8 家), 经营面积 986.3 万方, 约 60% 项目分布在华东华北地区。公司委管业务收入 17.49 亿元, 同比增长 18.7%, 毛利率 60.62% (-4.94pct.), 其中项目前期冠名咨询服务收入 6.33 亿元 (+1.3%), 项目年度冠名咨询服务收入 8.29 亿元 (+23%), 工程项目咨询收入 1.45 亿元 (+3109.6%), 商业咨询及招商佣金收入 1.42 亿元 (-15.9%)。伴随家居传统旺季来临, 我们判断委管商场下半年开店有望加速。
- 出租率高位向上凸显门店运营优越, 同店增长创新高彰显地理位置稀缺。** 2018H1 公司委管商场平均出租率 97.6% (+0.98pct.), 自营商场平均出租率 97.9% (+0.92pct.), 成熟商场同店增长率达 9.6% (+5.3pct.), 创新高。我们判断, 在地产承压的大环境下, 公司实现自营成熟门店收入增长新高, 凸显公司运营能力及自营门店优质地理资源稀缺性。
- 业务多元化, 贡献新增量。** 2018H1 公司建造施工及设计收入 4.59 亿元, 同比增长 1369.3%, 毛利率 40.6% (+25.1pct.); 联合营销、战略咨询、互联网线上平台等其他收入 4.42 亿元, 同比增长 64.7%, 毛利率 80.5% (+2.4pct.);

商品销售及家装收入 1.88 亿元，同比增长 71.6%，毛利率 28% (+5.8pct.)，业务多元化贡献收入新增量。

- **专业化管理团队，强化全渠道泛家居业务平台服务商定位。**报告期内，美凯龙商场软装装饰及家装设计等新业态经营面积增长 30%，重视高频消费品提升客流量。同时，公司旗下互联网家装平台签约高端家装公司 74 家，入驻设计师会员 2.49 万名，预约装修客户 5.52 万名。零售平台实现 1.77 万家商户签约入驻；32 座城市 69 家线下商场与线上平台的商品及服务对接，**前瞻性眼光布局家居新零售。**
- **投资建议：**我们预估公司 2018-20 年实现营收 133.18、154.49、177.08 亿元，同比增长 21.52%、16%、14.62%，实现归母净利润 48.68、54.91、62.47 亿元，同比增长 19.38%、12.78%、13.77%，对应 EPS 为 1.37、1.55、1.76 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地产景气程度下滑风险、委管项目拓展不及预期风险。

图表 1: 美凯龙三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10959.51	13317.93	15449.40	17707.88	净利润	4278.01	5147.85	5811.86	6599.78
营业成本	3163.19	3935.48	4743.39	5614.37	折旧与摊销	134.38	97.75	110.46	118.43
营业税金及附加	317.33	451.81	498.53	581.18	财务费用	1131.84	1509.77	1594.86	1551.94
销售费用	1513.83	1584.83	1807.58	2036.41	资产减值损失	283.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	1361.79	1225.25	1390.45	1505.17	经营营运资本变动	2769.02	1351.99	2240.11	2420.90
财务费用	1131.84	1509.77	1594.86	1551.94	其他	-2078.33	-2332.00	-2442.00	-2547.00
资产减值损失	283.44	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6518.36	5775.36	7315.29	8144.05
投资收益	633.90	132.00	142.00	147.00	资本支出	-21.54	-100.00	-65.00	-80.00
公允价值变动损益	1996.19	2200.00	2300.00	2400.00	其他	-5989.57	-3456.17	-3753.24	-4024.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6011.11	-3556.17	-3818.24	-4104.61
营业利润	5916.43	6942.78	7856.60	8965.81	短期借款	-200.00	2199.99	500.00	200.00
其他非经营损益	69.60	67.25	73.25	70.64	长期借款	2925.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	5986.04	7010.02	7929.85	9036.45	股权融资	-257.90	-73.92	0.00	0.00
所得税	1708.02	1862.17	2117.99	2436.67	支付股利	-1522.05	-1827.03	-2181.19	-2459.98
净利润	4278.01	5147.85	5811.86	6599.78	其他	2928.45	-2652.81	-1174.86	-1131.94
少数股东损益	200.12	279.46	321.22	353.26	筹资活动现金流净额	3873.64	-2353.77	-2856.05	-3391.92
归属母公司股东净利润	4077.90	4868.39	5490.64	6246.52	现金流量净额	4376.87	-134.58	641.00	647.52
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	10626.92	10492.34	11133.34	11780.86	成长能力				
应收和预付款项	3172.71	3225.54	3911.89	4548.45	销售收入增长率	16.14%	21.52%	16.00%	14.62%
存货	120.29	107.91	138.90	169.11	营业利润增长率	25.80%	17.35%	13.16%	14.12%
其他流动资产	647.58	810.37	917.50	1025.91	净利润增长率	16.46%	20.33%	12.90%	13.56%
长期股权投资	1613.82	1743.82	1883.82	2028.82	EBITDA 增长率	25.83%	19.04%	11.83%	11.23%
投资性房地产	70831.00	75789.17	81094.41	86771.02	获利能力				
固定资产和在建工程	224.96	272.61	272.55	279.51	毛利率	71.14%	70.45%	69.30%	68.29%
无形资产和开发支出	504.63	482.17	459.71	437.25	三费率	36.57%	32.44%	31.02%	28.76%
其他非流动资产	9272.72	9999.79	10726.86	11453.92	净利率	39.03%	38.65%	37.62%	37.27%
资产总计	97014.62	102923.72	110538.97	118494.84	ROE	9.74%	11.29%	11.80%	12.36%
短期借款	300.01	2500.00	3000.00	3200.00	ROA	4.41%	5.00%	5.26%	5.57%
应付和预收款项	5287.30	5611.24	6768.81	7904.48	ROIC	-26.71%	-27.65%	-28.21%	-28.23%
长期借款	11372.66	11372.66	11372.66	11372.66	EBITDA/销售收入	65.54%	64.20%	61.89%	60.06%
其他负债	36122.68	37823.90	40150.91	42631.31	营运能力				
负债合计	53082.65	57307.80	61292.38	65108.45	总资产周转率	0.12	0.13	0.14	0.15
股本	3623.92	3550.00	3550.00	3550.00	固定资产周转率	72.94	61.73	56.68	64.15
资本公积	5362.12	5362.12	5362.12	5362.12	应收账款周转率	11.14	10.76	10.90	10.75
留存收益	29877.77	32919.14	36228.59	40015.13	存货周转率	38.18	34.49	38.44	36.46
归属母公司股东权益	40426.77	41831.26	45140.71	48927.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.18%	—	—	—
少数股东权益	3505.20	3784.66	4105.88	4459.14	资本结构				
股东权益合计	43931.97	45615.92	49246.59	53386.38	资产负债率	54.72%	55.68%	55.45%	54.95%
负债和股东权益合计	97014.62	102923.72	110538.97	118494.84	带息债务/总负债	31.21%	32.75%	31.44%	29.90%
					流动比率	0.64	0.55	0.54	0.52
					速动比率	0.64	0.55	0.53	0.52
					股利支付率	37.32%	37.53%	39.73%	39.38%
业绩和估值指标					每股指标				
EBITDA	7182.65	8550.30	9561.91	10636.18	每股收益	1.15	1.37	1.55	1.76
PE	11.44	9.58	8.50	7.47	每股净资产	12.38	12.85	13.87	15.04
PB	1.06	1.02	0.95	0.87	每股经营现金	1.84	1.63	2.06	2.29
PS	4.26	3.50	3.02	2.63	每股股利	0.43	0.51	0.61	0.69
EV/EBITDA	-22.06	-20.20	-19.82	-19.53					
股息率	3.26%	3.92%	4.68%	5.27%					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。