

证券研究报告

公司研究——事项点评

美克家居（600337.SH）

买入 增持 持有 卖出

上次评级：增持，2018.4.18

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001
联系电话：+86 10 83326735
邮箱：lidan@cindasc.com

周贤珮 分析师

执业编号：S1500518020001
联系电话：+86 10 83326737
邮箱：zhouxianpei@cindasc.com

相关研究

《多品牌战略全面推进，一季度业绩增长显著》18.4
《业绩加速增长，多品牌战略稳步推进》17.9
《加盟业务开展顺利，业绩稳步提升》17.4
《供应链效率提升，去库存持续推进》17.3
《轻奢家居零售品牌，高端人群的美家梦》17.1

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

控股股东逐步剥离化工板块，专注发展家居业务

2018年08月31日

事件：8月28日，中泰化学及其控股股东中泰集团、与公司控股股东美克集团三方共同签署了《新疆美克化工股份有限公司股份收购框架协议》，中泰化学拟收购美克集团持有的美克化工的18,413.80万股股份，占美克化工股份总数的25%。

点评：

➤ **若收购顺利完成，美克集团债务压力减缓。**美克化工成立于2004年，位于新疆库尔勒，由美克集团投资建立，当前主要产品为1,4-丁二醇（BDO）、甲醇、甲醛、四氢呋喃、正丁醇。中泰集团成立于2012年，是新疆国资委全资子公司。2017年5月，中泰集团出资20亿，以增资扩股的方式持有美克化工52.63%股权，成为美克化工的控股股东。同期，美克化工完成工商变更，法人由美克集团董事长冯东明变更为王群（后变更为宋志民）。如果本次收购完成，美克集团持有的美克化工股份将进一步减少，由当前的33.67%，减少至8.67%。

表：本次收购完成后的股权结构

股东名称	持有股份数（万股）	股权比例
中泰集团	38,767.20	52.63%
中泰化学	18,413.80	25.00%
广西开元投资有限责任公司	7,848.84	10.66%
美克集团	6,383.36	8.67%
建信资本管理有限责任公司	2,242.00	3.04%
合计	73,655.20	100.00%

资料来源：中泰化学公告，信达证券研发中心

美克化工目前主要产能为26万吨BDO产能，参股公司巴斯夫美克化工制造（新疆）有限责任公司拥有5万吨聚四氢呋喃（PTMEG）产能。过去十年BDO产能增长较快，从2012年开始急剧增长，BDO价格逐步下滑，美克化工的盈利能力也逐步减弱，2015年美克集团受化工板块拖累出现亏损，债务规模不断增长。16年随着过剩产能逐步出清，BDO价格由7300元/吨触底回升，目前主流市场价稳定在10300元/吨-12000元/吨区间内波动。美克化工借助巴斯夫公司世界领先的能源化工技术，占领了国内BDO行业规模、技术的制高点，实现了新疆优势天然气资源就地精深加工产业的突破。但17年下半年起天然气需求增长，天然气供应趋紧，美克化工成本压力增加。截止2018年6月30日，美克化工资产总额72.94亿元，负债总额44.55亿元，净资产28.38亿元，2018年1-6月实现营业收入10.56亿元，净利润-0.82亿

元（未经审计）。

中泰化学主营 PVC、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱等，与美克化工同属于电石产业链，本次收购有助于中泰化学延伸产业链，发挥协同效应。中泰化学可以更有效地利用美克化工在精细化工行业的领先优势和巴斯夫公司世界领先的技术，促使双方实现传统产业转型升级，提升经营业绩。

美克集团自 2017 年将美克化工 52.3% 股权出让给中泰集团后，负债由 16 年的 109 亿下降到 59.9 亿，资产负债率由 84% 下降至 60%。同时，美克集团持有的公司股权质押比例也由 2017 年中的 99% 下降至目前的 89%。

表：美克集团质押比例变化

	2017/6/30	2017/9/30	2018/3/30	2018/6/30	2018/8/30
大股东累计质押数(亿股)	2.66	5.55	5.97	5.97	5.81
大股东累计质押数占持股数比例	99.3%	84.8%	91.2%	91.2%	88.9%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

美克集团目前尚有两只可交债，发行规模分别为 6 亿元和 3.8 亿元，截至 9 月，未转股余额分别为 2.882 亿元（占 48%）和 1.199 亿（占 32%）。当前转股价格为 7.09 元，回售触发价位 5.67 元。转股截止日期分别为 2018 年 12 月 7 日和 2019 年 1 月 11 日。可交债主要用于偿还贷款和下属子公司运营资金。我们认为，如果本次出让成功，美克集团债务压力有望进一步下降。

表：美克集团可交债条款

条款	价格
当前转股价格	7.09 元
回售触发价	5.67 元
赎回触发价	9.22 元
修正触发价	6.03 元

资料来源：Wind，信达证券研发中心

- **优化商品、加强供应链管理，业绩增速显著。**2018 上半年，公司顺应市场变化，开发适合精装房及小户型的商品；强化产品品类、尺寸的迭代升级；加大新品引入量级，丰富软装产品，引入户外家具，保持两季新品上新。同时供应链管理持续加强，制造基地上半年 OPE（整体工厂效率）同比提升 11%，劳动生产率同比提升 13%。2018 上半年，美克家居实现营业收入 25.26 亿元，同比增长 40.50%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比增长 35.51%。增长主要由内生增长贡献，国内直营业务收入增速 30.7%，加盟业务增速 119.5%。海外并购项目 M.U.S.T.公司和 Rowe 公司并表对收入影响较小，但是通过并购，公司拥有了在美国及越南的软体家具及实木家具制造能力，构建了高效的全球化供应链服务能力。2018 上半年，公司国际业务客户资源与品牌协同效应开始彰显实力，国际批发业务同比实现了 44% 的快速增长。

- **盈利预测及评级:** 公司控股股东债务压力有望进一步缓解, 专注发展家居业务。公司多品牌战略稳步实施, 全球化布局和供应链管理持续优化, 公司业绩有望取得长足的发展。我们预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 0.27 元、0.35 元、0.41 元, 对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、13 倍, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 新品牌推广不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,466.51	4,179.42	5,505.97	6,672.74	8,098.18
增长率 YoY %	21.26%	20.57%	31.74%	21.19%	21.36%
归属母公司净利润(百万元)	330.80	365.36	482.24	614.23	732.45
增长率 YoY%	10.04%	10.45%	31.99%	27.37%	19.25%
毛利率%	57.54%	54.18%	54.07%	54.48%	54.17%
净资产收益率 ROE%	10.57%	8.98%	9.50%	11.12%	11.82%
EPS (摊薄)(元)	0.19	0.21	0.27	0.35	0.41
市盈率 P/E(倍)	29	26	20	16	13
市净率 P/B(倍)	3.03	1.97	1.83	1.64	1.46

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,761.50	4,227.00	4,392.67	4,886.85	5,592.86
货币资金	392.51	1,794.38	1,624.91	1,947.82	2,394.83
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	129.15	224.64	295.94	358.66	435.28
预付账款	231.37	251.17	331.75	398.42	486.82
存货	1,656.96	1,536.56	1,719.82	1,761.71	1,855.68
其他	351.51	420.25	420.25	420.25	420.25
非流动资产	2,381.22	2,697.78	3,059.83	3,383.71	3,728.34
长期投资	8.42	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,405.38	1,402.92	1,679.97	2,049.35	2,353.66
无形资产	443.60	499.57	619.93	685.29	697.64
其他	523.82	795.29	759.93	649.08	677.03
资产总计	5,142.72	6,924.78	7,452.49	8,270.57	9,321.20
流动负债	1,735.40	1,308.74	1,552.89	1,756.73	2,074.91
短期借款	514.43	110.77	60.77	10.77	10.77
应付账款	261.88	258.17	341.00	409.53	500.39
其他	959.09	939.80	1,151.12	1,336.44	1,563.76
非流动负债	202.78	684.23	684.23	684.23	684.23
长期借款	148.64	630.60	630.60	630.60	630.60
其他	54.14	53.62	53.62	53.62	53.62
负债合计	1,938.18	1,992.96	2,237.11	2,440.96	2,759.14
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	3,204.54	4,931.81	5,215.38	5,829.61	6,562.06
负债和股东权益	5142.72	6924.78	7452.49	8270.57	9321.20

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,466.51	4,179.42	5,505.97	6,672.74	8,098.18
同比	21.26%	20.57%	31.74%	21.19%	21.36%
归属母公司净利润	330.80	365.36	482.24	614.23	732.45
同比	10.04%	10.45%	31.99%	27.37%	19.25%
毛利率	57.54%	54.18%	54.07%	54.48%	54.17%
ROE	10.57%	8.98%	9.50%	11.12%	11.82%
EPS (摊薄) (元)	0.19	0.21	0.27	0.35	0.41
P/E	29	26	20	16	13
P/B	3.03	1.97	1.83	1.64	1.46
EV/EBITDA	7.15	14.47	11.64	9.71	8.38

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,466.51	4,179.42	5,505.97	6,672.74	8,098.18
营业成本	1,472.02	1,914.86	2,529.14	3,037.43	3,711.36
营业税金及附加	39.45	71.46	70.31	85.21	103.42
营业费用	1,175.82	1,327.35	1,734.38	2,101.91	2,550.93
管理费用	315.78	386.96	523.07	633.91	769.33
财务费用	68.30	61.85	49.68	49.48	50.07
资产减值损失	4.75	7.05	6.38	6.40	7.18
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.66	11.97	4.84	4.84	4.84
营业利润	392.04	445.94	597.84	763.23	910.74
营业外收入	8.90	1.71	6.97	6.97	6.97
营业外支出	3.98	0.78	2.01	2.41	2.14
利润总额	396.96	446.87	602.80	767.78	915.56
所得税	66.16	81.51	120.56	153.56	183.11
净利润	330.80	365.36	482.24	614.23	732.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	330.80	365.36	482.24	614.23	732.45
EBITDA	617.93	732.51	891.49	1,063.64	1,233.06
EPS	0.51	0.20	0.27	0.35	0.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	587.67	684.55	723.83	986.94	1,103.00
净利润	330.80	365.36	482.24	614.23	732.45
折旧摊销	182.46	236.58	245.71	255.88	279.01
财务费用	38.51	49.06	42.98	39.98	38.48
投资损失	-1.66	-11.97	-4.84	-4.84	-4.84
营运资金变动	31.17	34.52	-47.37	76.16	52.02
其它	6.38	11.00	5.10	5.53	5.88
投资活动现金流	-566.55	-593.18	-601.64	-574.05	-617.50
资本支出	-278.62	-450.61	-606.48	-578.89	-622.34
长期投资	2.71	301.99	4.84	4.84	4.84
其他	-290.64	-444.56	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-63.54	1,299.95	-291.65	-89.98	-38.48
吸收投资	-15.06	1,606.57	0.00	0.00	0.00
借款	195.91	-61.72	-50.00	-50.00	0.00
支付利息或股息	244.40	244.89	241.65	39.98	38.48
现金净增加额	-58.97	1390.04	-169.47	322.91	447.02

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

周贤珮，分析师。美国伊利诺伊理工学院金融学硕士。2015 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。