

## 美凯龙(601828)/商业贸易

## 期待家居新零售变革

**评级: 增持**

市场价格: 11.05

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

研究助理: 郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理: 徐偲

Email: xucai@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)	11.05
市值(百万元)	35,794
流通市值(百万元)	3,481

**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	14033.66	16183.61	18395.91
增长率 yoy%	2.77%	16.14%	28.05%	15.32%	13.67%
净利润	3397.18	4077.90	5192.11	5782.55	6414.66
增长率 yoy%	-17.14%	20.04%	27.32%	11.37%	10.93%
每股收益(元)	0.94	1.15	1.46	1.63	1.81
每股现金流量	1.1	1.84	2.00	2.07	2.27
净资产收益率	18.63%	9.74%	11.95%	12.30%	12.56%
P/E	-	11	8	7	6
PEG	-	0.55	0.3	0.6	0.5
P/B	-	1.06	0.85	0.79	0.73

备注:

**投资要点**

- 事件:** 美凯龙发布 2018 三季报, 2018 前三季度公司实现营收 99.91 亿元, 同比增长 29.4%; 实现归母净利润 41.6 亿元, 同比增长 46.5%; 非经常性损益 19.61 亿元, 其中投资性房地产公允价值计量收益 17.33 亿元(占利润总额 32.76%), 联营及合营企业投资性房地产评估增值收益 7939.7 万元; 实现扣非净利润 21.99 亿元, 同比增长 27.54%。其中, Q3 单季度营收 36.18 亿元, 同比增长 36.48%, 归母净利润 11.22 亿元, 同比增长 41.16%; 扣非净利润 5.84 亿元, 同比增长 33.45%。
- 收入增长环比提速, 整体业绩符合预期。Q1/Q2/Q3 收入同比增长 25.36%/25.97%/36.48%, 环比提速, 我们判断主要系: 1) 商品销售及家装业务高增长; 2) 新增建造施工业务单一项目体量较大; 3) 会计准则调整下部分委管项目收入确认提前。**2018 前三季度公司经营活动净现金流 31.91 亿元, 同比减少 22.65%, Q3 单季度经营净现金流同比回正。**2018 前三季度公司应收票据及应收账款 23.06 亿元(约 4.02 亿对应尚未开始确认收入项目), 较期初增长 97%, 主要系新开业委管项目增长及会计准则调整所致, 在新会计准则同口径下, 应收票据和账款较期初增长 26.4%; 存货 2.56 亿元, 较期初增长 112.81%, 主要系开展高端家具进口业务所致。其他流动资产 11.91 亿元, 同比增长 125.72%, 主要系新增保理业务所致。**
- 自营业务: 优质自有门店板块带动自营业务双位数增长, 护城河稳固。**截止 9 月末, 公司经营自营商场 75 家(较年初+4 家, 2 家新开, 2 家委管转自营, Q3 未新开), 筹备 29 家(较年初+7 家, Q3+4 家), 其中自有 22 家、租赁 7 家。经营面积 648.07 万方(较期初+77.5 万方, Q3+38.8 万方)。**2018 前三季度公司自营商场收入 57.71 亿元, 同比增长 10.9%, Q3 单季度收入 19.7 亿元。**其中自有商场 51 家, 营收 45.76 亿元(+15.3%), Q3 单季度营收 15.5 亿元; 租赁商场 20 家, 营收 7.87 亿元(-8%), Q3 单季度营收 2.76 亿元, 租赁商场收入下滑主要系成熟门店转出至其他业态所致; **合营联营商场 4 家, 营收 4.08 亿元(+7.2%), Q3 单季度营收 1.39 亿元。**
- 委管业务: 储备项目丰厚, 轻资产模式加速渠道下沉。**截止 9 月末, 公司经营 196 家委管商场(较年初+11 家, Q3+4 家), 365 个签约项目取得土地使用权证/已获得地块(较年初+15 家, Q3+7 家), 经营面积 1057.5 万方(较期初+114.3 万方, Q3+71.1 万方), 储备项目较为丰厚, 轻资产模式加速渠道下沉的同时助力业绩持续增长。同时, 报告期内, 公司因地制宜以特许经营方式授权开业 6 家特许经营家居建材店/产业街(不参与后续经营管理)。
- 自营业务毛利率稳定, 出租率维持高位, 整体毛利率合理下行。**2018 前三季度实现毛利率 67.99%(-1.9pct.), 其中, 自营业务毛利率 77.1%(+1.9pct.), Q2/Q3 毛利率 68.29%/65.65%, 主要系自营业务毛利率稳定情况下, 委管业务向三四线下沉及新增建造施工业务毛利率较低所致, 较为合理, 目前公司自营和委管商场出租率均维持高位。
- 资产负债率较高, 融资成本预期上行。**公司 2018 前三季度净利率 43.95%(+4.55pct.), Q2/Q3 净利率为 55.93%/32.56%, 主要系 Q3 费用投入增加及债券利息和补偿利息支付所致。公司 2018 前三季度期间费用率(加回研发费用) 32.52%(-0.61pct.), 其中, 销售费用率 11.38%(-0.9pct); 管理费用率(加回研发费用) 9.33%(-0.43pct), 财务费用率 11.81%(+0.73pct), 主要系银行借款增加(短期借款 37.66 亿元, 长期借款 148.82 亿元)及支付债券利息所致。截止 9 月末, 公司资产负债率 58.41%, 杠杆增长, 同时报告期内公司增加 16 红美 01"/ "16 红美 02" 债券票面利率 0.80%/1%至 4.3%/5.29%, 5

亿总额超短期融资券发行利率 5.95%，公司整体融资成本预期上行。

- **港股回购回报股东，专业化管理布局家居新零售。**7月17日公司完成H股回购，共回购并注销H股3.89亿股（占回购前总股本9.87%），回购价格11.78港元/股，合计45.81亿港元。公司专业化管理团队把握家居零售趋势，调整商场经营结构，提升软装装饰及家装设计等新业态经营面积占比，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和零售平台稳步发展，前瞻性眼光布局家居新零售。
- **投资建议：**我们认为在全渠道泛家居业务平台服务商定位下，伴随委管项目渠道下沉和业务多元化，公司业绩有望持续稳健增长。我们预估公司2018-20年实现营收140.3、161.8、184亿元，同比增长28.05%、15.32%、13.67%，实现归母净利润51.9、57.8、64.1亿元，同比增长27.32%、11.37%、10.93%，对应EPS为1.46、1.63、1.81元，“增持”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	14033.66	16183.61	18395.91	净利润	4278.01	5490.15	6120.85	6777.44
营业成本	3163.19	4419.20	5224.07	6050.42	折旧与摊销	134.38	97.75	110.46	118.43
营业税金及附加	317.33	476.09	522.22	603.76	财务费用	1131.84	1342.11	1425.58	1478.42
销售费用	1513.83	1543.70	1817.42	2045.63	资产减值损失	283.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	1361.79	1275.66	1458.14	1655.63	经营营运资本变动	2769.02	2597.24	2244.84	2313.75
财务费用	1131.84	1342.11	1425.58	1478.42	其他	-2078.33	-2432.00	-2542.00	-2647.00
资产减值损失	283.44	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	6518.36	7095.24	7359.72	8041.04
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	2300.00	2400.00	2500.00	其他	-5989.57	-3356.17	-3653.24	-3924.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-6011.11	-3456.17	-3718.24	-4004.61
<b>营业利润</b>	5916.43	7408.90	8278.19	9209.06	短期借款	-200.00	1699.99	200.00	500.00
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
<b>利润总额</b>	5986.04	7476.14	8351.44	9279.70	股权融资	-257.90	-73.92	0.00	0.00
所得税	1708.02	1985.99	2230.59	2502.26	支付股利	-1522.05	-1827.03	-2326.23	-2590.76
净利润	4278.01	5490.15	6120.85	6777.44	其他	2928.45	-2485.15	-1005.58	-1058.42
少数股东损益	200.12	298.04	338.30	362.77	<b>筹资活动现金流净额</b>	3873.64	-2686.10	-3131.80	-3149.18
归属母公司股东净利润	4077.90	5192.11	5782.55	6414.66	<b>现金流量净额</b>	4376.87	952.97	509.68	887.25
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	11579.88	12089.56	12976.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3172.71	3418.01	4116.65	4741.40	销售收入增长率	16.14%	28.05%	15.32%	13.67%
存货	120.29	121.18	152.98	182.24	营业利润增长率	25.80%	25.23%	11.73%	11.24%
其他流动资产	647.58	850.16	957.77	1063.05	净利润增长率	16.46%	28.33%	11.49%	10.73%
长期股权投资	1613.82	1743.82	1883.82	2028.82	EBITDA 增长率	25.83%	23.20%	10.91%	10.10%
投资性房地产	70831.00	75789.17	81094.41	86771.02	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	224.96	272.61	272.55	279.51	毛利率	71.14%	68.51%	67.72%	67.11%
无形资产和开发支出	504.63	482.17	459.71	437.25	三费率	36.57%	29.65%	29.05%	28.16%
其他非流动资产	9272.72	9999.79	10726.86	11453.92	净利率	39.03%	39.12%	37.82%	36.84%
<b>资产总计</b>	97014.62	104256.79	111754.31	119934.02	ROE	9.74%	11.95%	12.30%	12.56%
短期借款	300.01	2000.00	2200.00	2700.00	ROA	4.41%	5.27%	5.48%	5.65%
应付和预收款项	5287.30	6012.94	7186.73	8294.23	ROIC	-26.71%	-27.87%	-27.60%	-27.51%
长期借款	11372.66	11372.66	11372.66	11372.66	EBITDA/销售收入	65.54%	63.05%	60.64%	58.74%
其他负债	36122.68	38912.97	41242.08	43627.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	53082.65	58298.58	62001.47	65994.51	总资产周转率	0.12	0.14	0.15	0.16
股本	3623.92	3550.00	3550.00	3550.00	固定资产周转率	72.94	65.05	59.37	66.65
资本公积	5362.12	5362.12	5362.12	5362.12	应收账款周转率	11.14	11.02	10.87	10.71
留存收益	29877.77	33242.86	36699.18	40523.08	存货周转率	38.18	36.60	38.11	36.10
归属母公司股东权益	40426.77	42154.97	45611.29	49435.19	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	3803.24	4141.54	4504.31	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	43931.97	45958.21	49752.83	53939.51	资产负债率	54.72%	55.92%	55.48%	55.03%
负债和股东权益合计	97014.62	104256.79	111754.31	119934.02	带息债务/总负债	31.21%	31.34%	29.79%	28.74%
					流动比率	0.64	0.58	0.56	0.55
					速动比率	0.64	0.58	0.56	0.55
					股利支付率	37.32%	35.19%	40.23%	40.39%
<b>业绩和估值指标</b>					<b>每股指标</b>				
EBITDA	7182.65	8848.75	9814.22	10805.91	每股收益	1.15	1.46	1.63	1.81
PE	9.62	7.56	6.78	6.12	每股净资产	12.38	12.95	14.01	15.19
PB	0.89	0.85	0.79	0.73	每股经营现金	1.84	2.00	2.07	2.27
PS	3.58	2.80	2.42	2.13	每股股利	0.43	0.51	0.66	0.73
EV/EBITDA	-23.11	-20.53	-20.24	-20.07					
股息率	3.88%	4.66%	5.93%	6.60%					

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。