

美凯龙(601828)/商业贸易
发布员工持股计划, 自下而上切合运营需求
评级: 增持

市场价格: 11.37

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)	11.35
市值(百万元)	37,104
流通市值(百万元)	3,582

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:** 美凯龙发布第一期员工持股计划, 筹资不超 1.1 亿元成立信托计划以二级市场购买等方式投资美凯龙 A 股普通股股票及现金类资产。信托计划募资总额不超 2.2 亿元, 并以不超 1:1 的比例设置优先级份额和劣后级份额, 本次员工持股计划(筹资上限 1.1 亿元)认购信托计划的全部劣后级份额。本次员工持股计划所持公司股票不超总股本 1%, 员工持股计划存续期为 24 个月, 股票锁定期为 12 个月。
- 针对性覆盖中层核心骨干, 契合连锁商场管理需求, 自下而上提升公司凝聚力。** 本次员工持股计划对象为公司及其下属公司管理及核心骨干人员(不含公司董事、监事、高级管理人员及已通过持股平台间接持有公司股票的员工), 总人数共计不超过 1500 人, 是一次有针对性的中层骨干持股计划。我们认为, 本次员工持股计划契合美凯龙连锁商场管理业务发展需要, 有利于激励终端卖场门店管理进一步精进, 在整体外部环境下行压力下助力公司业务稳健增长。
- 优质自营业务增速稳健+新业务放量, 促公司整体收入逆势提速增长。** 美凯龙 Q1/Q2/Q3 收入同比增长 25.36%/25.97%/36.48%, 环比提速, 在核心自营业务稳健增长的基础上我们判断主要助力有: 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。具体业务看, **自营板块: 优质自有门店板块双位数增长, 护城河较市场预期更稳固。** 截止 9 月末, 公司经营自营商场 75 家(较年初+4 家), 筹备 29 家(较年初+7 家), 经营面积 648.07 万方(较年初+77.5 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%, 其中自有商场 51 家, 营收 45.76 亿元(+15.3%)。在自有业务重点布局的一二线地产销售承压明显的外部环境下, 自营板块的稳健增长高于市场预期。**委管业务: 今年开店预期有所调整(从 80 家调整为 50 家), 高储备项目下不改中长期放量逻辑。** 截止 9 月末, 公司经营 196 家委管商场(较年初+11 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), 储备项目较为丰厚, 中长期看, 美凯龙轻资产模式加速渠道下沉的同时将为业绩持续贡献增量。
- 优质管理助力出租率高位向上, 同店高增长凸显门店运营优越。** 目前公司自营和委管商场出租率均维持高位, 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。另一方面公司 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.), 我们认为, 在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均令整体毛利率合理下行。
- 牵手腾讯合作家居智慧零售, 全渠道泛家居业务平台服务商定位进一步强化。** 10 月 31 日, 公司与腾讯联合推出 IMP 全球家居智慧营销平台, 以更精准的客户画像为用户提供家装全周期服务, 以此制造流量并向品牌租户导流, 提升行业营销效率及降低运营成本, 此举凸显公司前瞻性眼光。此外, 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, 旗下互联网家装平台和零售平台也高速发展, 家居新零售布局已稳步展开。
- 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)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	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	经营活动现金流净额	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	投资活动现金流净额	-6011.11	-3456.17	-3718.24	-4004.61
营业利润	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
利润总额	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	筹资活动现金流净额	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	现金流量净额	4376.87	952.97	509.68	887.25
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	10626.92	11579.88	12089.56	12976.81	成长能力				
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	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%	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%
资产总计	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	营运能力				
负债合计	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	资本结构				
股东权益合计	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%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
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。