

商场业务稳步扩张，多元化布局持续推进

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年报, 实现总营收 142.4 亿元, 同比增长 29.9%, 其中 Q4 单季实现营收 42.5 亿元, 同比增长 31.2%, 营收增速符合预期。实现归母净利润 44.8 亿元, 同比增长 9.8%, 其中 Q4 为 3.2 亿元, 同比下滑 74.4%, 实现扣非后归母净利润 25.7 亿元, 同比增长 11.3%, 利润端增速低于营收增速, 主要是受公司投资性房地产公允价值下降影响, Q4 公允价值变动收益为 0.7 亿元, 而 17 年 Q4 基数为 7.4 亿元。
- **自营业务: 新开门店及同店增长提速助自营商场双位数增长。** 公司自营商场 18 年实现营收 71.7 亿元, 同比增长 12.1%, 增速主要由两个方面贡献, 一是 2018 年公司自营商场数量同比净增加 9 家达到 80 家, 经营面积增加超过 121 万平达到 691.9 万平, 当前公司在手筹备中的自营商场尚有 30 家, 新开门店将继续推动自营门店的营收增长。二是, 原有门店的增速提速, 18 年公司成熟门店同店增速达到 8.1%, 较 17 年显著提升。自营商场盈利能力稳步提升, 18 年毛利率达到 77.6%, 同比提升 0.42pp。细分来看, 自营商场中自有门店数量 53 家, 实现营收 61.2 亿元, 同比增长 16.3%; 租赁商场 23 家, 营收 10.3 亿元, 同比下降 7.8%, 主要受租赁坪效下降所致; 联合合营商场 4 家, 营收 5.4 亿元, 同比增长 5.7%。
- **委管业务: 渠道下沉持续推进, 委管业务快速增长。** 公司委管商场 18 年净新开 43 家, 其中新开 50 家, 关闭 4 家, 另有 3 家委管转自营。总委管商场达到 228 家, 总经营面积达到 1202 万平, 门店扩容推动委管业务营收快速增长, 18 年实现营收 41.8 亿元, 同比增长 15.1%, 分项收入看, 项目前期冠名咨询费为 15.6 亿元 (-1.5%), 年度冠名咨询费用为 19.2 亿元 (24.7%), 商业咨询及招商佣金为 4.8 亿元 (32%), 工程咨询收入为近 2.2 亿元 (53.4%)。当前公司在手的已签约未开业的委管项目尚有 361 个, 而在线下城市消费升级的大趋势下, 委管商场仍有较大的拓展空间。
- **低毛利率业务占比提升致毛利率下滑, 公允价值变动下降致净利润增速承压。** 2018 年公司实现毛利率 66.2%, 同比下降近 5pp, 主要原因是 18 年建筑施工业务同比增长超过 10 亿元, 占营收比例达到 10.4%, 同比提升了 3.2pp, 而建筑施工业务的毛利率仅有 32.8%, 对整体毛利率造成压制, 19 年预计该项业务收入会保持稳定, 毛利率或将企稳。在公司净利润中, 由于投资性房地产公允

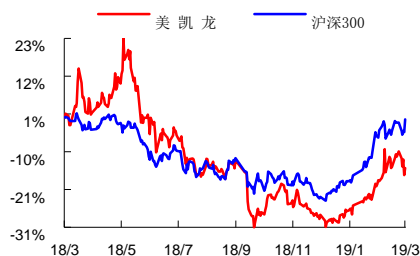
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	14239.79	16063.06	17933.63	19934.18
增长率	29.93%	12.80%	11.65%	11.16%
归属母公司净利润 (百万元)	4477.41	4926.71	5419.28	5963.87
增长率	9.80%	10.03%	10.00%	10.05%
每股收益 EPS (元)	1.26	1.39	1.53	1.68
净资产收益率 ROE	10.39%	10.85%	10.97%	11.09%
PE	10	9	8	8
PB	1.00	0.95	0.87	0.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	35.50
流通 A 股(亿股)	3.96
52 周内股价区间(元)	10.49-19.14
总市值(亿元)	453.33
总资产(亿元)	1,108.61
每股净资产(元)	11.75

相关研究

1. 美凯龙 (601828): 业绩增长加快, 多元化布局提速 (2018-10-31)



价值变动贡献的量占比较大，18年公允价值变动量同比下降，对整体净利润增速造成较大影响。19年地产行情或将触底回升，预计公司投资性房地产的公允价值变动也将重回稳定增值的趋势中。公司经营效率持续提升，全年销售费用率11.9% (-1.9pp)，管理和研发费用率10.8% (-1.7pp)，财务费用率10.8% (+0.4pp)，总体费用率得到进一步优化。18年公司经营性现金流为58.6亿元，同比略有下滑，主要是受到18年公司整体代收代付商户货款同比下降的影响。

- **多元化持续推进。**在商场的品类配置上，公司加大了对高品质、导向性的品类、品牌的引入工作，增加重点品类的经营面积，其中进口品牌增幅50%，设计品类增幅95%，智能家居品类增幅32%，软装生活品类增幅28%，品类配置上更加均衡。多元化方面，公司自营家装门店数达到40家，已签约高端家装公司2,364家，通过平台预约装修的客户数近10万，家装业务全年实现营收近5亿元，同比增速近60%；互联网新零售平台已累计实现14,630家商户签约入驻，通过线上平台优惠券实现的线下门店销售26.9万单，成交金额达81.6亿元；公司已在17座城市开设物流中心，仓储面积超过75,000平方米，服务品牌数目已超450个。
- **互联网思维浸透企业，新动力助力未来发展。**2018年10月公司和腾讯达成战略合作，力推IMP系统，在合作后的双十一促销中，公司全国商场共实现销售160亿元，同比大幅增加550%，总订单数超过41万，客单价达到3.9万元，实现爆发式增长，随着公司同腾讯的合作加深，流量提升将进一步带动公司同店销售的提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为1.39元、1.53元、1.68元，未来三年归母净利润保持10%左右的复合增长率。参考A股同类收租模式可比公司19年平均估值约15倍，考虑到美凯龙投资性房地产总量较大，导致公允价值或出现较大波动，给与20%折价，对应2019年目标PE 12倍，目标价16.68元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**家居装饰及家具需求下降，行业竞争加剧；房地产公允价值或将大幅下降；新开门店数或不及预期以及自营及委管模式盈利能力或下降。

关键假设:

假设 1: 公司自营卖场 19-21 年三年每年新开门店数量分别 7/6/6 家, 委管卖场保持每年 60 家左右的开店速度;

假设 2: 线下家装门店保持每年 5 家左右的开店速度;

假设 3: 公司原有门店的同店增速保持在每年 5% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
租赁及管理	收入	7168.0	7736.7	8312.9	8894.8
	增速	12.1%	7.9%	7.4%	7.0%
	毛利率	77.6%	78.0%	78.0%	78.0%
与委托经营管理商场相关	收入	4176.8	4503.5	5214.8	5997.0
	增速	15.1%	7.8%	15.8%	15.0%
	毛利率	60.4%	60.0%	60.0%	60.0%
商品销售及家装	收入	466.3	699.4	979.2	1273.0
	增速	58.5%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	33.7%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	收入	2428.7	3123.4	3426.7	3769.4
	增速	380.6%	28.6%	9.7%	10.0%
	毛利率	48.9%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	14239.8	16063.1	17933.6	19934.2
	增速	29.9%	12.8%	11.6%	11.2%
	毛利率	66.2%	65.4%	64.8%	64.2%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14239.79	16063.06	17933.63	19934.18	净利润	4705.45	5177.63	5695.28	6267.61
营业成本	4813.70	5430.07	6201.66	7017.86	折旧与摊销	182.62	111.81	115.35	119.36
营业税金及附加	387.37	446.35	494.83	551.33	财务费用	1533.15	1686.62	1829.23	1993.42
销售费用	1700.34	1847.25	2008.57	2192.76	资产减值损失	0.00	250.00	250.00	250.00
管理费用	1490.96	1606.31	1793.36	1993.42	经营营运资本变动	359.41	2986.16	2646.85	1482.33
财务费用	1533.15	1686.62	1829.23	1993.42	其他	-922.70	-2348.00	-2479.00	-2610.00
资产减值损失	0.00	250.00	250.00	250.00	经营活动现金流净额	5857.93	7864.23	8057.71	7502.72
投资收益	229.67	298.00	329.00	360.00	资本支出	-78.15	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	1767.01	1800.00	1900.00	2000.00	其他	-10916.29	-864.05	-5991.00	-4200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10994.44	-904.05	-6031.00	-4245.00
营业利润	6130.80	6894.47	7584.98	8295.40	短期借款	4848.51	-5148.52	0.00	0.00
其他非经营损益	-111.48	-51.12	-71.24	-64.53	长期借款	2933.70	3800.00	4800.00	5000.00
利润总额	6019.32	6843.35	7513.74	8230.87	股权融资	-946.01	0.00	0.00	0.00
所得税	1313.87	1665.71	1818.46	1963.26	支付股利	0.00	-1510.55	-1527.40	-1630.13
净利润	4705.45	5177.63	5695.28	6267.61	其他	-4360.89	1336.98	-1189.23	-2833.42
少数股东损益	228.04	250.92	276.01	303.74	筹资活动现金流净额	2475.30	-1522.08	2083.37	536.45
归属母公司股东净利润	4477.41	4926.71	5419.28	5963.87	现金流量净额	-2654.81	5438.10	4110.09	3794.17
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8527.61	13965.70	18075.79	21869.96	成长能力				
应收和预付款项	3846.53	4482.43	4951.28	5541.79	销售收入增长率	29.93%	12.80%	11.65%	11.16%
存货	251.35	283.54	323.83	366.44	营业利润增长率	3.62%	12.46%	10.02%	9.37%
其他流动资产	3093.11	1601.34	2090.68	2113.93	净利润增长率	9.99%	10.03%	10.00%	10.05%
长期股权投资	3026.10	5226.10	5956.10	6716.10	EBITDA 增长率	9.24%	10.79%	9.62%	9.22%
投资性房地产	78533.00	78610.00	85100.00	89900.00	获利能力				
固定资产和在建工程	277.28	280.72	282.53	282.69	毛利率	66.20%	66.20%	65.42%	64.79%
无形资产和开发支出	477.42	442.24	405.17	370.71	三费率	33.18%	32.00%	31.40%	31.00%
其他非流动资产	12828.32	13788.24	14748.17	15708.10	净利率	33.04%	32.23%	31.76%	31.44%
资产总计	110860.72	118680.33	131933.54	142869.73	ROE	10.39%	10.85%	10.97%	11.09%
短期借款	5148.52	0.00	0.00	0.00	ROA	4.24%	4.36%	4.32%	4.39%
应付和预收款项	3740.80	4575.92	5067.82	5670.28	ROIC	-24.89%	-22.81%	-22.15%	-22.24%
长期借款	14306.36	18106.36	22906.36	27906.36	EBITDA/销售收入	55.10%	54.12%	53.14%	52.21%
其他负债	42369.21	48262.91	52056.34	52752.58	营运能力				
负债合计	65564.89	70945.19	80030.52	86329.22	总资产周转率	0.14	0.14	0.14	0.15
股本	3550.00	3550.00	3550.00	3550.00	固定资产周转率	81.07	82.74	91.15	100.81
资本公积	4490.02	4490.02	4490.02	4490.02	应收账款周转率	9.97	9.11	9.16	9.11
留存收益	32446.26	35862.43	39754.31	44088.06	存货周转率	25.90	20.30	20.42	20.33
归属母公司股东权益	41714.06	43902.45	47794.33	52128.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.81%	—	—	—
少数股东权益	3581.76	3832.68	4108.69	4412.43	资本结构				
股东权益合计	45295.83	47735.14	51903.02	56540.51	资产负债率	59.14%	59.78%	60.66%	60.43%
负债和股东权益合计	110860.72	118680.33	131933.54	142869.73	带息债务/总负债	40.59%	35.61%	37.56%	40.62%
					流动比率	0.62	0.79	0.87	1.01
					速动比率	0.61	0.77	0.86	1.00
					股利支付率	21.41%	30.66%	28.18%	27.33%
					每股指标				
					每股收益	1.26	1.39	1.53	1.68
					每股净资产	12.76	13.45	14.62	15.93
					每股经营现金	1.65	2.22	2.27	2.11
					每股股利	0.27	0.43	0.43	0.46
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	7846.57	8692.90	9529.56	10408.18					
PE	10.12	9.20	8.37	7.60					
PB	1.00	0.95	0.87	0.80					
PS	3.18	2.82	2.53	2.27					
EV/EBITDA	-23.05	-21.36	-21.60	-21.31					
股息率	2.11%	3.33%	3.37%	3.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn