



002043.SZ

增持

市场价格: 人民币 5.90

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	22.1	4.2	(14.2)	(22.9)
相对新华富时 A50 指数	(8.1)	(1.7)	(4.1)	(23.1)

发行股数(百万)	775
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	4,571
3个月日均交易额(人民币 百万)	53
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
德华集团控股股份有限公司	30

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银国际证券
以2019年7月17日收市价为标准

相关研究报告

- 《兔宝宝》20181029
- 《兔宝宝》20180822
- 《兔宝宝》20180423

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

兔宝宝

转型升级步步为营, 大家居产业链逐步覆盖

公司主营人造板, 近年来公司加强 2B 渠道建设, 同时推进采购平台建设以及家居产品及其渠道建设, 逐步转型大家居全产业链供应商。旧改项目推进下, 地板翻新等或为行业带来新的市场增量, 公司有望充分受益。

支撑评级的要点

- 公司 2018 年开始提高市场覆盖力度和同时加强渠道建设: 公司 2018 年装饰材料事业部新建专卖店 312 家, 累计专卖店家数接近 2,000 家。同时公司加强 2B 端的建设, 引入销售分公司, 加强渠道把控力度。重点对接好各类流量入口, 同时把握好地产类的“大 B”客户和家装公司以及定制家具等“小 B”客户。
- 易采平台上线有望提升运营效率: 2018 年公司易采平台上线, 将有效解决经销商辅料采购周期长、仓库备货少、品类不齐全等痛点; 同时为打通一二级经销商, 家装公司, 定制家具公司等客户采购提供完整平台, 提升公司乃至整个产业链的运营效率。
- 完善定制家居业务, 提升全产业链覆盖率: 公司 2018 年大力推进“易装”项目, 落地专卖店 45 家。同时公司大力推进橱柜、地板、木门等五大体系建设, 逐步实现由基础板材供应商向定制家具供应商转型。
- 旧改政策推进, 公司有望充分受益: 随着旧改政策推进, 入户装修将涉及部分装饰板材以及家具的更新, 对人造板形成较大需求。公司加强渠道建设的同时, 有望借旧改政策春风提升 2B 端渠道的渗透力度。

估值

- 考虑 2018 年公司业绩有所放缓, 业绩基数有所下调, 我们预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 47.91、52.60、57.04 亿元; 归母净利润分别为 3.75、4.27、4.85 亿元; EPS 为 0.484、0.551、0.626 元, 维持公司 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 旧改政策推进不及预期, 渠道建设效果不及预期, 现金流压力加大。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	4,120	4,306	4,791	5,260	5,704
变动(%)	54	5	11	10	8
净利润(人民币 百万)	365	331	375	427	485
全面摊薄每股收益(人民币)	0.471	0.427	0.484	0.551	0.626
变动(%)	37.7	(9.3)	13.4	13.7	13.7
市场预期每股收益(人民币)			0.490	0.560	0.630
全面摊薄市盈率(倍)	13.0	14.4	12.7	11.1	9.8
价格/每股现金流量(倍)	(611.6)	1.5	13.7	11.6	9.9
每股现金流量(人民币)	(0.01)	4.19	0.45	0.53	0.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	10.6	9.8	8.7	7.8
每股股息(人民币)	0.25	0.28	0.23	0.26	0.30
股息率(%)	4.1	4.5	3.8	4.2	4.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	4,120	4,306	4,791	5,260	5,704
销售成本	3,409	3,588	3,945	4,311	4,645
经营费用	323	324	393	431	468
息税折旧前利润	478	466	503	566	636
折旧及摊销	32	32	29	31	31
经营利润(息税前利润)	446	433	474	535	605
净利息收入/(费用)	(2)	(30)	(15)	(13)	(11)
其他收益/(损失)	55	80	47	47	47
税前利润	444	403	459	522	594
所得税	79	72	84	95	109
少数股东权益	(1)	(1)	6	7	9
净利润	365	331	375	427	485
核心净利润	310	250	328	379	438
每股收益(人民币)	0.471	0.427	0.484	0.551	0.626
核心每股收益(人民币)	0.400	0.323	0.423	0.490	0.565
每股股息(人民币)	0.251	0.278	0.230	0.260	0.300
收入增长(%)	54	5	11	10	8
息税前利润增长(%)	45	(3)	9	13	13
息税折旧前利润增长(%)	41	(2)	8	13	12
每股收益增长(%)	38	(9)	13	14	14
核心每股收益增长(%)	34	(19)	31	16	15

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	444	403	459	522	594
折旧与摊销	32	32	29	31	31
净利息费用	2	30	15	13	11
运营资本变动	155	(804)	73	62	49
税金	162	157	96	105	115
其他经营现金流	(50)	(1,126)	(209)	(228)	(249)
经营活动产生的现金流	436	301	318	382	453
购买固定资产净值	86	68	0	0	0
投资减少/增加	(40)	280	(37)	(37)	(37)
其他投资现金流	(398)	3,082	5	6	9
投资活动产生的现金流	(444)	2,734	42	44	46
净增权益	205	(599)	0	0	0
净增债务	(0)	793	0	0	0
支付股息	203	201	185	209	242
其他融资现金流	145	(11)	(19)	(19)	(19)
融资活动产生的现金流	148	(19)	(205)	(229)	(261)
现金变动	139	72	155	196	237
期初现金	183	318	391	546	742
公司自由现金流	(8)	3,035	360	425	499
权益自由现金流	137	3,817	340	406	479

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	318	391	546	742	979
应收帐款	995	881	960	1,035	1,104
库存	322	312	345	377	405
其他流动资产	196	201	104	104	104
流动资产总计	1,837	1,687	1,954	2,257	2,592
固定资产	267	266	270	251	226
无形资产	73	82	79	76	74
其他长期资产	490	951	920	912	909
长期资产总计	830	1,298	1,270	1,239	1,208
总资产	2,667	2,986	3,224	3,497	3,801
应付帐款	264	281	310	340	368
短期债务	0	793	793	793	793
其他流动负债	424	196	207	222	243
流动负债总计	688	1,270	1,310	1,355	1,403
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	32	35	37	40
股本	862	806	806	806	806
储备	1,091	878	1,074	1,299	1,552
股东权益	1,953	1,684	1,880	2,104	2,357
少数股东权益	22	26	32	40	49
总负债及权益	2,667	2,986	3,224	3,497	3,801
每股帐面价值(人民币)	2.49	2.14	2.29	2.56	2.87
每股有形资产(人民币)	2.67	3.40	3.36	3.70	4.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.36)	0.60	0.35	0.11	(0.18)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.6	10.8	10.5	10.8	11.2
息税前利润率(%)	10.8	10.1	9.9	10.2	10.6
税前利润率(%)	10.8	9.4	9.6	9.9	10.4
净利率(%)	8.8	7.7	8.0	8.3	8.7
流动性					
流动比率(倍)	2.7	1.3	1.5	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	217.7	15.5	33.7	42.5	56.8
净权益负债率(%)	净现金	25.8	15.0	4.2	净现金
速动比率(倍)	2.2	1.1	1.2	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	13.0	14.4	12.7	11.1	9.8
核心业务市盈率(倍)	15.3	19.0	14.5	12.5	10.8
市净率(倍)	2.5	2.9	2.7	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	(611.6)	1.5	13.7	11.6	9.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	10.6	9.8	8.7	7.8
周转率					
存货周转天数	28.6	26.4	26.3	26.1	25.9
应收帐款周转天数	88.2	74.6	73.1	71.8	70.6
应付帐款周转天数	28.3	28.6	28.7	28.8	28.9
回报率					
股息支付率(%)	53.3	65.2	47.5	47.2	47.9
净资产收益率(%)	18.6	19.6	20.3	20.6	21.0
资产收益率(%)	13.7	11.0	11.8	12.4	13.0
已运用资本收益率(%)	18.5	14.2	14.3	14.9	15.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测