

产业资本助力定增&投资收购木门公司，成长可期

皮阿诺(002853)

评级:	买入	股票代码:	002853
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	29.35/14.42
目标价格:		总市值(亿)	40.17
最新收盘价:	25.86	自由流通市值(亿)	19.23
		自由流通股数(百万)	74.34

事件概述

皮阿诺发布非公开发行股票报告书暨上市公告书，本次发行股票 3,120.12 万股，发行价格为 19.23 元/股，募集资金总额 6.00 亿元，募集资金将用于皮阿诺全屋定制智能制造项目以及补充流动资金；同时公司拟投资工程门业公司柏尚嘉美，以拓展木门品类产能，从而完善橱、衣、木等大家居产品体系构建。

分析判断:

▶ 深度绑定保利，定增对象为保利资本及基金公司。

此次定增对象最终确定为 9 家，分别为南方基金、共青城慧星、红杉锦程、安信国际、无锡海林、财通基金、九泰基金、共青城齐利、中山金投，获配金额分别为 1.19、1.14、1.00、0.68、0.50、0.46、0.37、0.36、0.30 亿元，合计获配金额 6.00 亿元。其中，共青城齐利、共青城慧星执行事务合伙人均为保利资本。本次定增对象包括了行业内优秀的产业资本、公募基金及私募创投机构等，有助于公司深度绑定保利等核心大客户，加大在业务方面的合作，并通过各方助力而持续提高公司的核心竞争力。本次非公开发行股票将于 2021 年 1 月 27 日上市，发行后，马礼斌先生直接持股 42.97%，通过盛和正道间接持股 9.04%，合计控制公司 52.01% 股份，仍为公司实际控制人。

▶ 募集资金将用于产能扩建及补充流动资金，为长期发展奠定基础。

本次发行募集资金总额 6.00 亿元，募集资金净额 5.91 亿元，募集资金将用于皮阿诺全屋定制智能制造项目以及补充流动资金，拟以募集资金投入金额分别为 4.20、1.80 亿元。其中，皮阿诺全屋定制智能制造项目主要为在中山总部新建全屋定制生产基地，建成后预计新增年产 35 万套的全屋定制产品产能，有助于公司“大家居”战略的实施，满足华南地区及其他地区产品需求。此外，公司近几年发展增速较快，主要得益于公司大宗渠道的快速发展，相应的对公司的流动资金需求较大，此次定增落地补充流动资金，有助于公司继续加大对大宗渠道的开拓，不断引入优质地产商，抢占精装修工程市场风口。

▶ 投资工程门业公司柏尚嘉美，加快业务扩张。

此外，为实现公司快速配备木门产能，完善大家居产品体系构建，公司签署投资协议，将以自有资金对广东柏尚嘉美科技有限公司进行投资，总投资金额为 3,672 万元。柏尚嘉美位于中山，成立于 2017 年，主营木门、钢木复合门、防火门、防火卷帘、地板、墙板、家具等生产及销售。柏尚嘉美控股股东柏泰门业为工程门业专业厂商，现拥有十多条安全门、防火门、实木门、装甲门、钢木门等十多条各种门类生产线、40 多支安装施工队，在与国内大型房地产公司合作过程中被多家房地产公司评为“优秀合作单位”、“最佳配套单位”等称号。本次投资完成后，公司将快速扩充木门工程渠道产能，助力公司大宗业务版图进一步扩大。本次投资分三轮进行投资，在完成第一轮对柏尚嘉美投资 1,041 万元后，皮阿诺将持有 51% 的控股权；后期两轮投资中，柏尚嘉美各股东方将同比例进行现金增资，皮阿诺将保持对柏尚嘉美 51% 的股权比例。

投资建议:

公司工程渠道+零售渠道双轮驱动，有助于业绩的快速增长，此外，公司本次定增项目落地以及投资柏尚嘉美的实施，将加快工程端木门品类产能的释放以及零售大家居战略的实施，为后续公司长期发展奠定良好基础。维持此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年公司营业收入分别为 15.96、20.44、26.14 亿元；归母净利润分别为 1.91、2.44、3.11 亿元；对应的 PE 分别为 21 倍、16 倍、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

工程大宗业务拓展不及预期；应收账款风险；地产销售大幅下滑；行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,110	1,471	1,596	2,044	2,614
YoY (%)	34.3%	32.5%	8.4%	28.1%	27.9%
归母净利润(百万元)	142	175	191	244	311
YoY (%)	38.0%	23.3%	8.9%	27.9%	27.5%
毛利率 (%)	35.9%	35.8%	36.4%	36.2%	35.6%
每股收益 (元)	0.91	1.13	1.23	1.57	2.00
ROE	13.8%	14.9%	13.7%	14.6%	15.4%
市盈率	28.28	22.93	21.06	16.46	12.91

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,471	1,596	2,044	2,614	净利润	173	189	241	307
YoY (%)	32.5%	8.4%	28.1%	27.9%	折旧和摊销	33	30	33	35
营业成本	945	1,015	1,304	1,683	营运资金变动	-122	-48	-54	-63
营业税金及附加	12	14	18	22	经营活动现金流	101	165	212	269
销售费用	208	253	329	425	资本开支	-169	-161	-81	-51
管理费用	51	63	78	92	投资	0	0	0	0
财务费用	2	-2	-2	-3	投资活动现金流	-129	-153	-71	-38
资产减值损失	-5	0	0	0	股权募资	1	31	0	0
投资收益	10	8	10	13	债务募资	26	23	0	0
营业利润	200	219	279	356	筹资活动现金流	-15	21	-2	-2
营业外收支	0	0	-1	0	现金净流量	-44	33	139	228
利润总额	200	219	279	356					
所得税	27	30	38	48	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	173	189	241	307	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	175	191	244	311	营业收入增长率	32.5%	8.4%	28.1%	27.9%
YoY (%)	23.3%	8.9%	27.9%	27.5%	净利润增长率	23.3%	8.9%	27.9%	27.5%
每股收益	1.13	1.23	1.57	2.00	盈利能力 (%)				
					毛利率	35.8%	36.4%	36.2%	35.6%
					净利率	11.7%	11.8%	11.8%	11.8%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	8.7%	8.4%	8.8%	9.2%
货币资金	361	394	533	761	净资产收益率 ROE	14.9%	13.7%	14.6%	15.4%
预付款项	29	25	35	46	偿债能力 (%)				
存货	231	250	329	433	流动比率	2.13	2.18	2.12	2.11
其他流动资产	828	902	1,074	1,294	速动比率	1.75	1.80	1.73	1.71
流动资产合计	1,450	1,571	1,971	2,535	现金比率	0.53	0.55	0.57	0.63
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	38.0%	36.1%	37.3%	38.6%
固定资产	300	358	411	449	经营效率 (%)				
无形资产	101	99	97	94	总资产周转率	0.73	0.70	0.74	0.77
非流动资产合计	553	708	789	844	每股指标 (元)				
资产合计	2,003	2,280	2,760	3,379	每股收益	1.13	1.23	1.57	2.00
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.56	8.94	10.73	12.98
应付账款及票据	447	480	617	796	每股经营现金流	0.65	1.06	1.37	1.73
其他流动负债	234	241	311	405	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	681	721	928	1,201	估值分析				
长期借款	26	49	49	49	PE	22.93	21.06	16.46	12.91
其他长期负债	54	54	54	54	PB	2.42	2.74	2.28	1.88
非流动负债合计	80	103	103	103					
负债合计	761	824	1,030	1,303					
股本	155	187	187	187					
少数股东权益	68	66	63	59					
股东权益合计	1,242	1,456	1,729	2,076					
负债和股东权益合计	2,003	2,280	2,760	3,379					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。