

公司研究/公告点评

2017年11月06日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 17.38
合理价格区间(元): 22.2-25.9

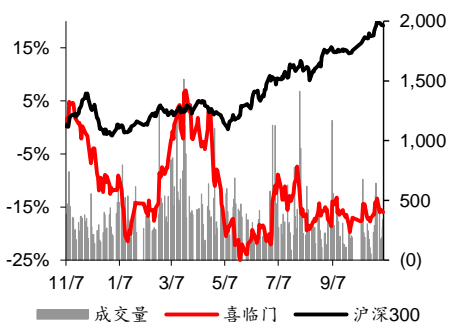
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

相关研究

- 1《喜临门(603008,买入):“喜”报传来,增长持续》2017.10
- 2《喜临门(603008,买入):供应&加盟商增持,“喜”宴同分享》2017.09
- 3《喜临门(603008,买入):公司预期差依然存在,价值被低估》2017.08

股价走势图



资料来源: Wind

发行可转债, 产能再加码

喜临门(603008)

事件: 喜临门发布可转债预案, 计划募资不超过 9.95 亿元

根据公司公告, 喜临门计划发行不超过 9.95 亿元的 6 年期可转债, 计划按照面值 100 元发行, 每年付息一次, 利息和转股价格有待后续确定。募集资金将分别用于智能化升级项目 (1.2 亿元)、成都软体家具项目 (6.9 亿元) 和补充流动资金 (1.85 亿元)。

制造能力行业领先, 募投项目显著提升产能

喜临门是我国床垫行业中少有的在全国进行产能布局的公司, 目前拥有绍兴越城区、袍江新区、河北香河、佛山、成都 (目前租用厂房) 五大基地。可转债募投项目将合计增加床垫产能 90 万张, 软床产能 11 万张、沙发 1.45 万套 (公司 2016 年床垫产量 222 万张, 软床 23 万张): (1) 产线智能升级项目: 在越城区基地新增全自动邦尼尔弹簧机、袋装弹簧机等, 并建设面积 1.7 万平方米智能仓库, 达产后增加 30 万张/年床垫产能, 公司预计新增收入 4.5 亿元/年。(2) 成都基地建设: 在成都增加床垫 60 万张、软床 11 万张、沙发 1.45 万套产能, 公司预计全部达产之后将贡献年收入 12.7 亿元。

行业整合开启, 加快扩张步伐

我们认为, 国内床垫行业已经迎来了整合期, 企业能否在这个窗口期建立良好的品牌形象、形成足够的规模优势和技术上的护城河, 决定了企业能否在下一个五年做大做强。在家居各领域中, 床垫的集中度提升速度将是最快的: 1. 生产过程自动化程度高; 2. 产品规格、外观设计更加标准化。3. 消费者品牌意识开始形成。这使得龙头企业规模优势更显著, 这个逻辑已经在成熟市场中得到了验证。喜临门在近期显著加大了品牌、渠道、研发、产能等方面的投入, 我们认为, 公司在这个时期加速扩张符合行业发展逻辑, 有望为长期健康发展奠定先发优势。

自主品牌风头正劲, 已经进入盈利阶段

喜临门前期在自主品牌方面的人员调整、研发投入、经销商体系升级、渠道扩张等措施初见成效, 2017 年前三个季度自主品牌收入同比增长约 70%。我们认为, 公司自主品牌的高增长是可持续的, 同店增长对于目前的增长贡献更大, 随着后续渠道继续发力, 有望继续保持较高增速。随着规模扩张, 前期投入的费用被摊薄, 自主品牌从三季度起已经开始盈利, 预计未来盈利能力将随着终端销售放量继续提升。

公司价值被市场低估, 重申“买入”评级

公司进入快速扩张期, 自主品牌业务已经跨过盈亏平衡点进入盈利时期。我们维持此前盈利预测和目标价格区间, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.74、1.05、1.49, 复合增速达到 41%, 当前 PEG 仅为 0.6 倍, 价值被低估。给予公司 2017 年 30-35 倍 PE 估值, 目标价格区间 22.2-25.9 元, 重申“买入”评级。

风险提示: 原材料价格大幅上涨, 自主品牌拓展不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	394.26
流通 A 股 (百万股)	315.00
52 周内股价区间 (元)	15.55-22.20
总市值 (百万元)	6,852
总资产 (百万元)	5,011
每股净资产 (元)	6.62

资料来源: 公司公告

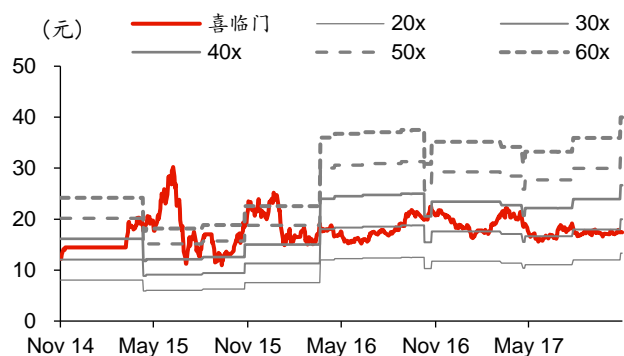
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,687	2,217	3,229	4,614	6,277
+/-%	30.75	31.39	45.63	42.89	36.06
归属母公司净利润 (百万元)	190.64	203.76	283.24	401.03	568.58
+/-%	103.01	6.88	39.01	41.58	41.78
EPS (元, 最新摊薄)	0.50	0.53	0.74	1.05	1.49
PE (倍)	34.90	32.66	23.49	16.59	11.70

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

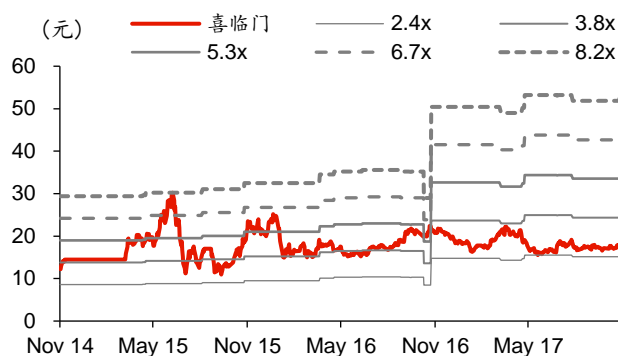
PE/PB - Bands

图表1: 喜临门历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 喜临门历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,298	2,309	2,909	3,806	4,890
现金	236.71	840.60	828.10	879.98	939.18
应收账款	528.86	682.78	1,000	1,399	1,899
其他应收账款	56.95	46.36	80.90	114.72	152.65
预付账款	107.34	131.80	199.54	280.62	382.05
存货	323.60	519.14	720.71	1,044	1,407
其他流动资产	44.31	88.31	79.53	87.41	110.31
非流动资产	1,926	2,068	2,080	2,086	2,087
长期投资	7.28	13.28	11.28	11.95	11.73
固定投资	823.56	1,107	1,140	1,110	1,097
无形资产	125.44	131.18	133.55	135.89	137.85
其他非流动资产	969.79	816.12	795.09	828.31	841.25
资产总计	3,224	4,376	4,989	5,892	6,978
流动负债	1,496	1,865	2,215	2,754	3,327
短期借款	652.81	744.58	632.78	673.39	671.72
应付账款	401.65	523.36	776.01	1,099	1,493
其他流动负债	441.81	596.77	806.66	982.21	1,163
非流动负债	387.90	94.86	92.20	92.27	92.33
长期借款	49.80	19.00	19.00	19.00	19.00
其他非流动负债	338.10	75.86	73.20	73.27	73.33
负债合计	1,884	1,960	2,308	2,847	3,419
少数股东权益	0.03	(0.24)	(0.24)	(0.24)	(0.24)
股本	315.00	382.86	382.86	382.86	382.86
资本公积	466.59	1,320	1,320	1,320	1,320
留存公积	558.05	714.56	978.72	1,343	1,857
归属母公司股	1,340	2,417	2,681	3,046	3,559
负债和股东权益	3,224	4,376	4,989	5,892	6,978

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	286.58	279.14	397.74	172.44	291.57
净利润	190.14	203.48	283.24	401.03	568.58
折旧摊销	87.45	94.35	104.81	114.19	120.91
财务费用	26.41	50.98	46.22	43.44	43.97
投资损失	(4.34)	2.70	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(38.96)	(87.71)	(67.12)	(437.75)	(499.60)
其他经营现金	25.87	15.35	30.58	51.54	57.72
投资活动现金	(503.91)	(748.44)	(112.18)	(130.77)	(131.50)
资本支出	221.11	228.39	100.00	100.00	100.00
长期投资	7.00	7.00	(2.00)	0.67	(0.22)
其他投资现金	(275.80)	(513.06)	(14.18)	(30.10)	(31.73)
筹资活动现金	249.62	695.08	(298.06)	10.21	(100.86)
短期借款	395.51	91.77	(111.80)	40.61	(1.67)
长期借款	49.80	(30.80)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	67.86	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.14)	853.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(195.55)	(286.83)	(186.25)	(30.40)	(99.19)
现金净增加额	32.30	225.78	(12.50)	51.88	59.21

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,687	2,217	3,229	4,614	6,277
营业成本	1,019	1,397	2,036	2,900	3,931
营业税金及附加	17.43	19.83	28.74	41.06	55.87
营业费用	245.38	318.70	487.56	715.12	972.97
管理费用	134.80	160.93	266.38	392.16	539.84
财务费用	26.41	50.98	46.22	43.44	43.97
资产减值损失	14.49	29.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.48)	16.64	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.34	(2.70)	0.00	0.00	0.00
营业利润	233.76	253.71	363.69	522.08	733.13
营业外收入	11.77	17.76	15.00	15.00	20.00
营业外支出	3.97	3.10	6.00	9.00	5.00
利润总额	241.56	268.37	372.69	528.08	748.13
所得税	51.42	64.89	89.45	127.06	179.55
净利润	190.14	203.48	283.24	401.03	568.58
少数股东损益	(0.50)	(0.28)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	190.64	203.76	283.24	401.03	568.58
EBITDA	347.62	399.04	514.72	679.71	898.00
EPS (元)	0.50	0.53	0.74	1.05	1.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.75	31.39	45.63	42.89	36.06
营业利润	117.61	8.54	43.35	43.55	40.42
归属母公司净利润	103.01	6.88	39.01	41.58	41.78
获利能力 (%)					
毛利率	39.61	36.98	36.94	37.15	37.37
净利率	11.30	9.19	8.77	8.69	9.06
ROE	14.23	8.43	10.56	13.17	15.98
ROIC	11.28	9.47	12.54	14.91	17.77
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.45	44.78	46.26	48.31	49.00
净负债比率 (%)	37.29	45.16	28.24	26.07	21.65
流动比率	0.87	1.24	1.31	1.38	1.47
速动比率	0.65	0.96	0.99	1.00	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.58	0.69	0.85	0.98
应收账款周转率	3.63	3.32	3.47	3.48	3.45
应付账款周转率	3.04	3.02	3.13	3.09	3.03
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.53	0.74	1.05	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.73	1.04	0.45	0.76
每股净资产(最新摊薄)	3.50	6.31	7.00	7.95	9.30
估值比率					
PE (倍)	34.90	32.66	23.49	16.59	11.70
PB (倍)	4.97	2.75	2.48	2.18	1.87
EV_EBITDA (倍)	19.62	17.09	13.25	10.03	7.60

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com