

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2018年09月19日

市场数据

目前股价	48.02
总市值（亿元）	205.47
流通市值（亿元）	42.79
总股本（万股）	42,789
流通股本（万股）	8,910
12个月最高/最低	77.15/44.10

分析师

分析师：杨超 S1070512070001

☎ 0755-83663214

✉ ychao@cgws.com

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

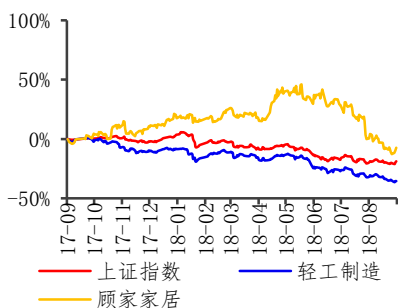
✉ xiaozhang@cgws.com

联系人（研究助理）：林彦宏

S1070117010015

☎ 0755-83881635

✉ linyh@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

顾家可转债成功发行，集团获政府基金投资

——顾家家居（603816）公司动态点评

盈利预测

	2018E	2019E	2020E
营业收入	8605	11190	14565
(+/-%)	29.1%	30.0%	30.2%
净利润	1002	1315	1736
(+/-%)	21.8%	31.2%	32.1%
摊薄 EPS	2.34	3.07	4.06
PE	20	15	11

资料来源：长城证券研究所

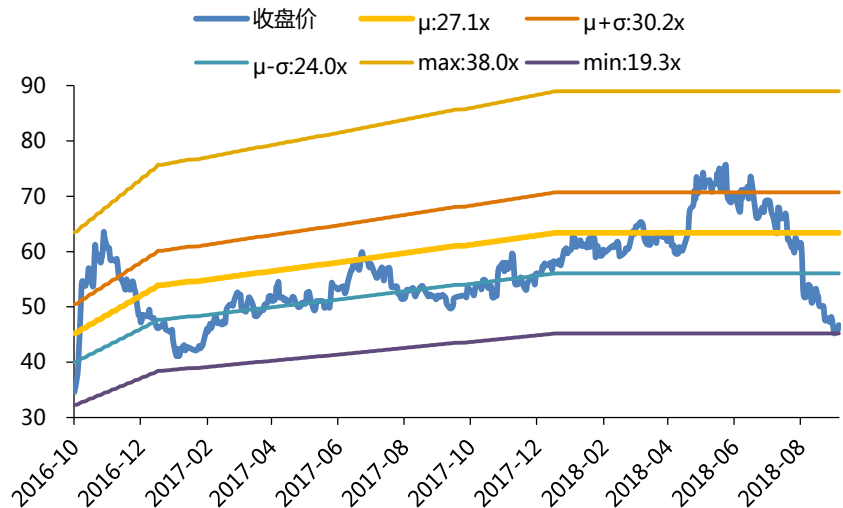
核心观点

- 顾家 10 亿可转债成功发行提振信心：**9月17日【顾家家居】公告6年期可转债发行结果。本次可转债发行规模10.97亿元，其中原股东认购5.38亿元，网上认购落地3.37亿元，剩余2.22亿元由主承销商中信建投包销。第1至6年的票面利率分别为0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，对应利息费用438.8万元、658.2万元、1097万元、1645.5万元、1974.6万元、2194万元。初始转股价为52.38元，发行当日溢价率为11.2%，到期后未转股债券公司将按面值的110%溢价赎回，转股期内若公司股价在30个交易日内至少有15个交易日的收盘价不低于转股价的130%，则触发强制赎回。顾家本次可转债的成功发行，体现了公司股东和机构对公司发展的信心，彰显了公司作为上市公司在资本端的相对优势。本次可转债募集资金将用于嘉兴年产80万套的软体家居项目，预计2021年底前达纲。此外，公司杭州江东基地97万套产能今年达产，湖北黄冈基地60万套标准软体和400万方定制家居产能预计2020达纲，整体产能扩张进度较为平稳，销售端成长支撑充足。
- 顾家引进浙江省政府战略投资，公司前景获认可：**公司于18日晚间公告称控股股东顾家集团获奋华投资15亿元货币增资，增资完成后，奋华投资将持有顾家集团20%的股权。本次增持附有回购条款，顾家集团实际控制人顾江生在投资款到位后的5年内将回购本次增资涉及的股份，回购价格为全部增资款和年化10.1%利息与已获得分红款之差。因此，本次增持实质接近债权融资。
- 本次增资入股实际为浙江省政府“凤凰行动”的战略扶持。**本次投资方奋华投资的股东为浙商创投设立的宁波鸿煦投资管理合伙企业（持有份额99.95%），而浙商创投于四月与浙江省政府签约成立了全省首只百亿级“凤凰行动”筹划专项基金，“凤凰行动”由浙江省政府于2017年10月发起，意在提升上市公司数量和质量，优化行业布局，培育80家市值200亿元以上、20家市值500亿元以上、3-5家市值1000亿元以上的上

市公司梯度发展队伍。本次投资表明顾家家居的综合实力与发展前景受到浙江省政府的认可，成为省政府的重点培育上市公司之一。可转债成功发行与集团层面政府基金扶持令顾家在资本端获得充足的支持，为日后的扩张发展奠定了坚实的基础。

- **贸易战关税落地，首轮加征 10%：**美国时间 9 月 17 日，美国贸易代表办公室发布公告称 2000 亿美元商品关税将于 9 月 24 日生效，关税力度暂定 10%，2019 年 1 月 1 日起，将加征至 25%，首轮关税力度低于此前市场普遍预期的 25% 税率。更新后的清单总计包含 5754 样商品，相对于 7 月 10 日公布的 6031 样商品，部分或全部剔除了 297 样商品，主要包括：智能手表和蓝牙设备，一些化学品，纺织品和农产品；一些健康和安产品包括自行车头盔、儿童安全家具包括汽车座椅和护栏等，轻工板块主要剔除了部分婴儿和儿童座椅。由于贸易战持续时间较长，市场已经过持续调整，此前 25% 的关税预期已充分消化，市场情绪较为稳定，继续大幅调整的可能性较低。
- **投资建议：**预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.34 元、3.07 元、4.06 元，对应 PE 分别为 20X、15X、11X。公司作为国内销售规模最大的软体龙头，逐渐扩充品类，迈向大家居模式，成长迅速，品牌建设已进入收获期。随着软体家居市场集中度的提高，公司市场份额有望稳步上升，空间广阔。当前公司 2018E PE 仅为 19.57 倍，处于历史底部位置，凸显配置价值，维持“强烈推荐”评级。

图 1：顾家家居历史估值区间（forward PE）



资料来源：wind，长城证券研究所

- **风险提示：**贸易战持续升级，原材料价格上涨，下游消费需求下降。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4794.53	6665.44	8605.09	11190.06	14564.98	成长性					
营业成本	2855.81	4181.98	5333.08	6887.70	8886.28	营业收入增长	30.1%	39.0%	29.1%	30.0%	30.2%
销售费用	1057.73	1397.33	1816.57	2361.63	3070.08	营业成本增长	31.6%	46.4%	27.5%	29.2%	29.0%
管理费用	172.15	203.26	262.41	341.24	444.15	营业利润增长	9.7%	39.0%	30.4%	33.7%	35.1%
财务费用	3.12	48.25	58.87	73.17	93.15	利润总额增长	15.6%	35.9%	21.8%	31.2%	32.1%
投资净收益	-75.99	76.00	76.57	76.57	76.57	净利润增长	15.4%	43.0%	21.8%	31.2%	32.1%
营业利润	601.44	835.81	1090.25	1457.94	1969.05	盈利能力					
营业外收支	136.35	166.67	130.99	144.67	147.44	毛利率	40.4%	37.3%	38.0%	38.4%	39.0%
利润总额	737.79	1002.48	1221.23	1602.61	2116.49	销售净利率	11.9%	12.5%	11.8%	11.9%	12.0%
所得税	165.34	171.62	209.06	274.35	362.32	ROE	16.6%	20.6%	21.9%	24.0%	25.5%
少数股东损益	-2.60	8.42	10.26	13.46	17.77	ROIC	15.4%	20.0%	17.3%	20.2%	22.4%
净利润	575.05	822.45	1001.91	1314.80	1736.39	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	22.1%	21.0%	21.1%	21.1%	21.1%
流动资产	3785.41	4237.90	5482.57	6950.76	8213.73	管理费用/营业收入	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
货币资金	1248.56	885.83	2502.73	3395.52	4344.52	财务费用/营业收入	0.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
应收账款	340.98	427.67	561.42	717.45	447.75	投资收益/营业利润	-12.6%	9.1%	7.0%	5.3%	3.9%
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税/利润总额	22.4%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
存货	683.49	878.36	1096.85	1363.04	1599.05	应收账款周转率	17.13	17.34	17.40	17.50	25.00
非流动资产	1434.23	2323.02	2708.33	3080.72	3399.82	存货周转率	5.06	5.36	5.40	5.60	6.00
固定资产	1058.52	1156.80	1313.81	1457.66	1548.43	流动资产周转率	1.96	1.66	1.77	1.80	1.92
资产总计	5219.64	6560.92	8190.90	10031.48	11613.55	总资产周转率	1.26	1.13	1.17	1.23	1.35
流动负债	1766.99	2522.55	2673.53	3816.34	4274.72	偿债能力					
短期借款	130.01	31.00	31.00	31.00	31.00	资产负债率	33.9%	38.6%	43.51%	44.7%	40.7%
应付款项	621.13	719.80	712.85	916.34	1185.59	流动比率	2.14	1.68	2.05	1.82	1.92
非流动负债	3.71	12.22	890.07	670.61	451.15	速动比率	1.76	1.33	1.64	1.46	1.55
长期借款	0.00	0.00	877.85	658.39	438.92	每股指标 (元)					
负债合计	1770.70	2534.78	3563.60	4486.95	4725.86	EPS	1.34	1.92	2.34	3.07	4.06
股东权益	3448.94	4026.15	4627.30	5544.54	6887.69	每股净资产	8.03	9.35	10.73	12.84	15.94
股本	412.50	428.14	428.14	428.14	428.14	每股经营现金流	-0.91	2.84	3.29	4.70	4.77
留存收益	1043.30	1577.00	2083.34	2747.80	3625.32	每股经营现金/EPS	-0.67	1.48	1.41	1.53	1.18
少数股东权益	11.47	26.57	36.82	50.28	68.06	估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债和权益总计	5219.64	6560.92	8190.90	10031.48	11613.55	PE	34.08	23.83	19.56	14.91	11.29
现金流量表					(百万)	PEG	2.70	0.93	0.72	0.46	0.40
经营活动现金流	974.60	1136.22	1409.16	2011.79	2041.84	PB	5.70	4.90	4.27	3.57	2.87
其中营运资本减少	-1082.66	340.46	303.75	567.40	144.42	EV/EBITDA	23.46	17.18	13.89	10.09	7.28
投资活动现金流	-1601.45	-1443.03	-419.68	-415.36	-369.21	EV/SALES	3.86	2.77	2.09	1.51	1.08
其中资本支出	230.80	274.50	173.88	160.96	107.68	EV/IC	5.18	4.57	3.14	2.63	2.09
融资活动现金流	1533.21	36.61	627.42	-703.65	-723.63	ROIC/WACC	1.64	2.13	1.85	2.07	2.24
净现金总变化	927.59	-317.33	1616.91	892.78	949.00	REP	3.16	2.14	1.70	1.27	0.94

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>