

业务结构改善提升公司业绩

事件

公司上半年实现营业收入 118,168 万元, 同比增长 12.3%; 归属于上市公司股东净利润 9,081 万元, 同比增长 127.9%; 基本每股收益 0.14 元。

研究结论

- **业绩增长超我们前期预期, 业务结构改善及少数股东损益变动提升公司业绩。**公司上半年营业收入同比增长 12.3%, 而归属于上市公司股东净利润同比增速达 127.9%, 业绩超过我们前期 0.11 元的预期, 公司上半年增长得益于其业务结构调整。大幅提升盈利较高的国内零售业务以及批发业务, 收入同比增速分别为 24.7%、117.6%, 毛利率水平分别为 60.2%、33.8%; 公司降低利润贡献较低的传统 OEM 业务, 收入同比下降 23.7%, 毛利率水平为 19.5%; 公司整体毛利水平从去年 39% 提升至 42%; 此外, 公司少数股东损益变动。2010 年上半年少数股东损益为 1720 万元, 而下半年公司完成对子公司美克美家剩余 49% 股权收购, 实现全面控股, 今年上半年少数股东损益变更为 -5 万元, 对归属于上市公司股东净利润影响显著, 如果按照可比口径计算, 加回上半年少数股东权益盈利, 则公司业绩增长在 46% 左右。
- **直营零售业务稳步扩张, 加盟经营尝试有望提升盈利水平。**1) 门店扩张按部就班。公司上半年完成新增 10 家美克美家门店的开业计划, 目前已有 55 家美克美家店, 覆盖全国 30 个城市, 我们认为全年新增 20 家美克美家门店的目标有望顺利实现; 子品牌“馨赏家”目前已发展至 53 家。2) 品牌回归、尝试加盟经营。公司通过对外收购获得美国家具品牌 Schadig 和 A.R.T., 公司上半年推出 Schnadig 旗下高端子品牌 Caracole 进入美克美家零售渠道, 丰富了现有产品线; 公司未来拟将另一收购的品牌 A.R.T. 回归中国, 并进入加盟市场。
- **销售费用水平尚未出现下降。**我们首次报告中对公司的另一看点为销售费用率的下降, 公司上半年销售费用水平为 23%, 较去年 20.5% 的水平有所增长, 主要原因我们认为公司上半年新开 10 家门店, 其工资、折旧和办公费用增长均超过 30%, 随着门店进入成熟期, 收入的增长将超过销售费用增长并影响费用率下滑。
- **风险因素:** 1) 公司对收购的美国品牌 A.R.T. 整合效果不达预期; 2) 加盟模式对现有经营模式及品牌定位的影响存在不确定。
- **维持买入评级, 目标价 15 元。**上半年公司在国内房地产调控的背景下取得不俗的经营业绩, 我们维持前期的观点, 在公司完成股权激励后, 管理层利益取向与二级市场趋于一致, 完成开店高峰期后, 预计其高企的销售费用水平将开始回落, 同时公司各地经营门店逐步跨过培育期, 单店业绩稳定提升, 我们预测 2011-13 年 EPS 分别为 0.34 元、0.42 元和 0.52 元, 维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑恺

轻工制造行业高级分析师

8621-63325888-6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209070189

联系人

陶林杰

8621-63325888-8502

taolinjie@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 9 日)	11.98 元
目标价格	15.00 元
总股本/A 股 (百万股)	633/ 633
A 股市值 (亿元)	75.80
国家/地区	中国
行业	家具制造
报告发布日期	2011 年 8 月 10 日

股价表现



财务预测 (百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	2,415	3,114	3,802	4,449
营业利润 (百万)	131	232	338	428
归属母公司净利润	121	217	264	331
EBITDA (百万)	225	225	389	606
每股收益 (元)	0.18	0.34	0.42	0.52
净资产收益率	3.94%	8.92%	10.29%	12.12%
市盈率 (倍)	66.6	34.9	28.7	22.9
市净率 (倍)	3.3	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA (倍)	35.3	21.1	16.6	14.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

- 《突破自我, 追求卓越: 高端家具零售业霸主》 2011.4.15
- 《公司实施股权激励, 行权条件为未来三 2011.7.8

图表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,309	2,691	3,191	3,712	营业收入	2,415	3,114	3,802	4,449
现金	1,026	1,126	1,298	1,509	营业成本	1,429	1,818	2,202	2,567
应收账款	369	476	581	680	营业税金及附加	10	13	16	18
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	562	721	840	965
预付账款	114	146	176	206	管理费用	227	290	354	414
存货	765	909	1,101	1,283	财务费用	46	21	29	35
其他	34	34	34	34	资产减值损失	12	19	24	22
非流动资产	1,399	1,474	1,465	1,457	公允价值变动收益	2	0	0	0
固定资产	1,027	1,107	1,104	1,101	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	217	211	206	201	营业利润	131	232	338	428
其他	155	155	155	155	营业外收入	9	14	14	14
资产总计	3,708	4,165	4,656	5,170	营业外支出	2	0	0	0
流动负债	1,008	1,247	1,491	1,728	利润总额	139	247	352	442
短期借款	266	343	419	490	所得税	18	30	88	110
应付账款	246	312	378	441	净利润	121	217	264	331
其他	496	591	693	797	少数股东损益	29	0	0	0
非流动负债	373	483	598	708	归属于母公司净利润	92	217	264	331
长期借款	371	478	584	683	EBITDA	225	389	506	606
其他	2	5	14	25	EPS (元)	0.18	0.34	0.42	0.52
负债合计	1,381	1,730	2,088	2,436	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	633	633	633	633	成长能力				
资本公积	859	859	859	859	营业收入	29.2%	28.9%	22.1%	17.0%
留存收益	833	941	1,074	1,239	营业利润	32.4%	31.5%	23.5%	17.6%
归属母公司股东权益	2,327	2,435	2,568	2,733	归属于母公司净利润	102.5%	137.1%	21.7%	25.4%
负债和股东权益	3,708	4,165	4,656	5,170	获利能力				
现金流量表					毛利率	40.8%	41.6%	42.1%	42.3%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	5.0%	7.0%	6.9%	7.4%
经营活动现金流	152	207	224	308	ROE	3.9%	8.9%	10.3%	12.1%
净利润	121	217	264	331	ROIC	3.0%	5.9%	7.3%	8.2%
折旧摊销	86	88	87	87	偿债能力				
财务费用	33	21	29	35	资产负债率	37.2%	41.5%	44.9%	47.1%
投资损失	0	0	0	0	负债权益比率	59.3%	71.0%	81.3%	89.1%
营运资金变动	-101	-142	-189	-179	流动比率	2.29	2.16	2.14	2.15
其他	14	23	33	34	速动比率	1.38	1.29	1.26	1.27
投资活动现金流	-183	-182	-102	-102	营运能力				
资本支出	-159	-182	-102	-102	总资产周转率	0.77	0.79	0.86	0.91
长期投资	0	0	0	0	应收账款周转率	6.90	7.37	7.19	7.05
其他	-24	0	0	0	应付账款周转率	5.55	4.90	4.79	4.71
筹资活动现金流	818	76	49	5	每股指标 (元)				
借款增减	163	184	181	171	每股收益	0.18	0.34	0.42	0.52
普通股增加	122	0	0	0	每股经营现金流	0.24	0.33	0.35	0.49
资本公积增加	741	0	0	0	每股净资产	3.68	3.85	4.06	4.32
其他	-219	-109	-132	-166	估值比率				
现金增加额	787	100	172	211	P/E	66.6	34.9	28.7	22.9
					P/B	3.3	3.1	3.0	2.8
					EV/EBITDA	35.3	21.1	16.6	14.0

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向

资金流向

(截止2011-8-9)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn