

证券研究报告—动态报告/公司快评
商业贸易
零售
美克股份（600337）

业绩预增公告快评

推荐

（维持评级）

2012 年 01 月 16 日

海外市场萎缩和国内地产调控影响业绩

证券分析师：孙菲菲

0755-82130722

sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120031

联系人：常伟

0755-82131528

changwei@guosen.com.cn

事项：

15 日晚，美克股份发布业绩预增公告，预计 2011 年度归属于上市公司股东的净利润较 2010 年度增长 100%以上，约为 1.8 亿元以上，对应的 EPS 为 0.29 元以上，假设为实际 EPS 为 0.29~0.30 元，则低于我们预期的 0.31 元 3%~6%，收入数据暂未披露。

2011 年全年，公司国内业务在房地产市场萎靡的背景下，依然逆势扩张，全年新开美克美家门店 25 家，目前总数已达 68 家。4、9 月份两次提价在不影响销售收入增速的同时，彰显了公司的品牌定位和盈利能力。尤其在达芬奇等国外品牌受到冲击时，公司在高端市场的地位基本得到确认。2011 年全年房地产调控，但从分业务销售数据来看，公司国内零售业务销售收入全年预计仍然增长 20%左右，超过行业平均增速。而出口业务同比下滑是造成公司业绩低于预期的主要原因。未来随着房地产调控的深入进行，家具市场的同质化竞争开始加剧，行业新一轮的洗牌已经开始上演。公司主打高端市场、提前布局、逆势扩张的战略，有望在市场回暖之时占据先发优势。我们仍维持公司的长期推荐评级，预计 2012/13 年的 EPS 为 0.36/0.47 元，对应的 PE 为 26 倍/19 倍。

评论：

■ 预计四季度零售及出口板块受国内房地产及海外经济影响，均略下滑

全年业绩提升幅度低于预期 3%以上。2011 年全年归属于上市公司股东的净利润预计为 1.8 亿元，同比增长 100%以上，对应的 EPS 为 0.29 元以上，假设为实际 EPS 为 0.29~0.30 元，则低于我们预期的 0.31 元 3%~6%，低于 Wind 公布的市场一致预期 0.34 元 14%以上。

商品房销量负增长持续拖累四季度业绩增速。2011 年前三季度公司实现营业收入 17.6 亿元，同比增长 7.2%；毛利率 43.9%，环比二季度提升 1.5%；净利率 7.5%，环比二季度略微下降 0.2%。考虑到 11 月、12 月全国商品房销售同比负增长 1.7-2%，公司的家具零售受房地产持续调控的影响，我们预计四季度公司销售收入增长约为 6.6%，比前三季度下滑 0.6%，全年销售收入同比增长 7.0%。

盈利能力方面，9 月份公司对美克美家部分产品提价 10%后，带来毛利率略有提升，但 10 月和 12 月是传统的促销旺季综合我们估计四季度毛利率约为 43.6%，比前三季度略微下降 0.3%，全年毛利率 43.8%，比 10 年提升 3.0%。

11 年上半年国内零售业务实现收入 5.7 亿元，同比增长 24.7%；出口业务下降 23.7%，批发业务上升 117.6%。考虑到下半年出口下滑、国内商品房销量萎缩，预计下半年国内与出口业务增速均比上半年有所下降。全年预计零售业务增长 18%，出口增长-27%，仅有批发业务维持增长 87%。2011 年 4、9 月份经过两次提价后，国内零售业务盈利能力提升，测算后净利率约为 8.4%，

四季度毛利率水平下降致单季度业绩可能低于预期 0.01 元以上。根据我们对单季度业绩的模拟预测及拆分，11 年第四季度收入增速略有下滑，毛利率水平比第三季度下降 3.3%。三项费用率略有下降，全年维持在 35%左右，比 2010 年略有上升。第四季度净利率约为 6.1%，环比三季度下滑 1.4%。

■ 逆势扩张，美克美家蓄势待发，维持“推荐”评级

2011 年全年，公司国内业务在房地产市场萎靡的背景下，依然逆势扩张，全年新开美克美家门店 25 家，目前总数已达 68 家。4、9 月份两次提价在不影响销售收入增速的同时，彰显了公司的品牌定位和盈利能力。尤其在达芬奇等国外品牌受到冲击时，公司在高端市场的地位基本得到确认。2011 年全年房地产调控，但从分业务销售数据来看，公司国内零售业务销售收入全年预计仍然增长 20%左右，超过行业平均增速。而出口业务同比下滑是造成公司业绩低于预期的主要原因。

未来随着房地产调控的深入进行，家具市场的同质化竞争开始加剧，行业新一轮的洗牌已经开始上演。公司主打高端市场、提前布局、逆势扩张的战略有望在市场回暖之时占据先发优势。我们仍维持公司的长期推荐评级，预计 2012、13 年的 EPS 为 0.36、0.47 元，对应的 PE 为 26 倍、19 倍。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1026	1031	1136	1238
应收款项	401	429	481	562
存货净额	765	719	802	912
其他流动资产	114	122	137	160
流动资产合计	2309	2304	2559	2875
固定资产	1027	1167	1165	1195
无形资产及其他	217	209	202	195
投资性房地产	131	131	131	131
长期股权投资	24	45	65	85
资产总计	3708	3856	4122	4480
短期借款及交易性金融负债	394	394	394	394
应付款项	327	307	343	390
其他流动负债	287	292	323	372
流动负债合计	1008	993	1060	1156
长期借款及应付债券	371	371	371	371
其他长期负债	2	4	6	8
长期负债合计	373	375	377	379
负债合计	1381	1368	1437	1535
少数股东权益	2	34	72	123
股东权益	2325	2454	2612	2822
负债和股东权益总计	3708	3856	4122	4480

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.14	0.29	0.36	0.47
每股红利	0.07	0.09	0.11	0.14
每股净资产	3.67	3.88	4.13	4.46
ROIC	7%	9%	10%	13%
ROE	4%	8%	9%	11%
毛利率	41%	48%	48%	50%
EBIT Margin	8%	13%	14%	15%
EBITDA Margin	11%	16%	17%	18%
收入增长	29%	7%	12%	17%
净利润增长率	102%	102%	22%	33%
资产负债率	37%	36%	37%	37%
息率	1%	1%	1%	2%
P/E	63.2	31.3	25.7	19.3
P/B	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	26.3	17.6	15.0	12.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2415	2584	2894	3382
营业成本	1429	1342	1499	1700
营业税金及附加	10	10	12	14
销售费用	562	646	724	846
管理费用	227	258	268	312
财务费用	46	37	36	35
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	131	291	356	476
营业外净收支	8	8	8	8
利润总额	139	298	363	484
所得税费用	18	51	62	82
少数股东损益	29	62	76	101
归属于母公司净利润	92	185	226	300

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	92	185	226	300
资产减值准备	4	(12)	0	0
折旧摊销	86	79	90	97
公允价值变动损失	10	0	0	0
财务费用	46	37	36	35
营运资本变动	(90)	(16)	(80)	(116)
其它	11	44	38	51
经营活动现金流	113	281	273	332
资本开支	(137)	(200)	(80)	(120)
其它投资现金流	(2)	0	0	0
投资活动现金流	(160)	(220)	(100)	(140)
权益性融资	704	0	0	0
负债净变化	15	0	0	0
支付股利、利息	(45)	(56)	(68)	(90)
其它融资现金流	181	0	0	0
融资活动现金流	824	(56)	(68)	(90)
现金净变动	777	5	106	102
货币资金的期初余额	249	1026	1031	1136
货币资金的期末余额	1026	1031	1136	1238
企业自由现金流	45	136	255	285
权益自由现金流	241	105	225	256

相关研究报告:

- 《美克股份-600337-业绩略低于预期，激励方案预计可通过》——2011-10-27
- 《美克股份-600337-国内增长助力，业务模式支撑利润持续高增长》——2011-08-10
- 《美克股份-600337-系列报告之成长之美》——2011-05-22
- 《美克股份-600337-品牌价值突出，长期看好国内市场》——2011-04-09
- 《美克股份-600337-十年磨一剑，品牌创价值》——2011-03-03

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行