

# 休养生息等待市场好转

## 增持

### 中报业绩:

报告期,公司实现营业收入 5.86 亿元,同比增长 5.86%;营业利润 6200 万,归属于母公司净利润 4900 万元,同比分别下滑 37.39%和 46.07%。

### 报告摘要:

- **销售收入受经济环境影响大,毛利率下滑费用率增加。**上半年家具行业“内忧外患”,公司内销零售收入增长 6.78%,出口 OEM-8.46%,出口批发增长 29.33%。其中,内销 Q1 几乎 0 增长,业绩主要靠 Q2 带动,其中华东华南等传统优势区域比西部区域销售情况好。除零售业务毛利率比去年同期增加 2.27%外,出口 OEM 毛利率到了历史最低点 16.84%,综合毛利率较去年减少 1.14%,较一季度下降 6.65%。期间费用率 37.65%较去年同期增加 4%。
- **放缓扩张步伐控费用,等待内外市场回暖。**公司上半年新开门店 6 家,与去年计划全年增加 20 家新门店相比,速度明显放缓。截止报告期美克美家在全国拥有门店 75 家,全年开店数目控制在 90 家以内。开店速度放缓有利于在严酷的市场环境中实现费用控制。另一方面,出口整体收入同比增长 4.66%,关注美国市场销售回暖。
- **引入高端新品&城市门店群策略优化美克美家。**今年 1 月美克美家在全国推出施纳蒂克旗下高端品牌旋越(Caracole),目前已进驻 60 家以上的美克美家门店。另据草根调研了解下半年还将在核心门店引入美克此前在国外市场代理销售的 Ralph Laurence 等高端品牌,以拓展更高层次消费群。另一方面,美克美家的城市门店群开店策略在苏州等地显示出较好成效。
- **A.R.T.和第二渠道试水,经销商模式即将启动。**上半年公司在广州、上海、西安等地开出了 4 家 A.R.T.测试店,为加盟推广作测试。下半年,公司还将推出定位于中端年轻消费群的第二渠道品牌测试店。未来,A.R.T.和第二渠道品牌将作为全新定位的品牌以经销商模式推广。
- **给予“增持”评级。**预计 2012-2014 年公司实现销售收入 28.17、32.39 和 38.87 亿元,EPS 分别为 0.31、0.43、0.67 元,后市关注内外市场回暖带动的销售提速,销售费用控制和加盟品牌推出情况。

### 造纸轻工研究组

#### 联系人:

曾知

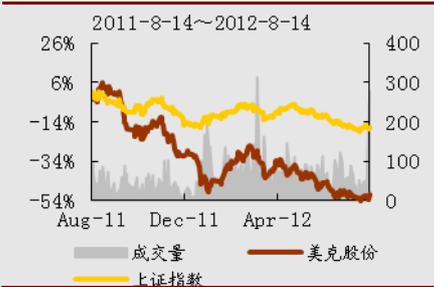
电话: 021-51782235

Email: zengzhi@hysec.com

#### 分析师:

赵曦(S1180511010008)

### 市场表现



### 相关研究

1. 《家具行业:内销烽烟起,品牌定乾坤》, 2012-05-29

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	2415	2561	2817	3239	3887
增长率(%)	29%	6%	10%	15%	20%
归属母公司净利	92	196	196	272	423
增长率(%)	102%	114%	0%	39%	56%
每股收益(EPS)	0.18	0.31	0.31	0.43	0.67
PE		20	20	14	9

**利润表 (百万元)**
**资产负债表 (百万元)**

	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>2561</b>	<b>2817</b>	<b>3239</b>	<b>3887</b>	货币资金	611	282	363	465
营业成本	1324	1437	1620	1870	交易性金融资产	1	1	1	1
<b>毛利</b>	<b>1237</b>	<b>1380</b>	<b>1620</b>	<b>2017</b>	应收账款	223	240	276	332
% 营业收入	48.3%	49.0%	50.0%	51.9%	存货	907	995	1130	1311
营业税金及附加	15	16	18	22	预付账款	158	170	192	222
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	704	859	972	1127	<b>流动资产合计</b>	<b>1900</b>	<b>1688</b>	<b>1962</b>	<b>2331</b>
% 营业收入	27.5%	30.5%	30.0%	29.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	265	282	324	389	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	43	18	11	11	投资性房地产	24	24	24	24
% 营业收入	1.7%	0.6%	0.4%	0.3%	固定资产合计	1305	1443	1477	1610
资产减值损失	6	-9	-9	-8	无形资产	296	281	267	254
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	69	69	69	69
投资收益	6	5	5	5	递延所得税资产	37	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>220</b>	<b>308</b>	<b>481</b>	其他非流动资产	60	120	180	240
% 营业收入	8.2%	7.8%	9.5%	12.4%	<b>资产总计</b>	<b>3691</b>	<b>3626</b>	<b>3980</b>	<b>4528</b>
营业外收支	17	5	5	5	短期贷款	298	1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>226</b>	<b>225</b>	<b>313</b>	<b>486</b>	应付款项	182	196	221	255
% 营业收入	8.8%	8.0%	9.7%	12.5%	预收账款	206	225	259	311
所得税费用	29	29	41	63	应付职工薪酬	66	71	80	92
净利润	196	196	272	423	应交税费	60	61	80	115
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>196.4</b>	<b>195.6</b>	<b>272.1</b>	<b>422.8</b>	其他流动负债	165	179	203	235
少数股东损益	0	0	0	0	<b>流动负债合计</b>	<b>976</b>	<b>734</b>	<b>843</b>	<b>1009</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.31</b>	<b>0.43</b>	<b>0.67</b>	长期借款	230	230	230	230
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	4	5	6	7
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>负债合计</b>	<b>1210</b>	<b>969</b>	<b>1079</b>	<b>1246</b>
					归属于母公司所有者权益	2478	2654	2899	3280
					少数股东权益	2	2	2	2
					<b>股东权益</b>	<b>2481</b>	<b>2657</b>	<b>2901</b>	<b>3282</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>400</b>	<b>227</b>	<b>249</b>	<b>390</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>3691</b>	<b>3626</b>	<b>3980</b>	<b>4528</b>
取得投资收益收回现金	-1	5	5	5					
长期股权投资	-99	0	0	0	<b>基本指标</b>				
无形资产投资	0	0	0	0	EPS	0.310	0.309	0.430	0.668
固定资产投资	-402	-228	-132	-239	BVPS	3.92	4.20	4.58	5.18
其他	0	0	0	0	PE	19.33	19.41	13.95	8.98
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-501</b>	<b>-223</b>	<b>-127</b>	<b>-234</b>	PEG	0.66	0.67	0.48	0.31
债券融资	0	0	0	0	PB	1.53	1.43	1.31	1.16
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.64	10.94	8.50	5.82
银行贷款增加(减少)	-238	-296	-1	0	ROE	7.9%	7.4%	9.4%	12.9%
筹资成本	67	-37	-39	-53					
其他	-135	0	0	0					
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-305</b>	<b>-334</b>	<b>-40</b>	<b>-53</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-406</b>	<b>-329</b>	<b>81</b>	<b>102</b>					

**分析师简介:**

**曾知:** 宏源证券研究所造纸轻工行业研究员, 上海交通大学安泰经济与管理学院本硕, 2012 年加盟宏源证券研究所, 此前任职于光大证券研究所。

目前主要研究覆盖轻工品牌消费类公司: 索菲亚、美克股份、星辉车模、高乐股份、齐心文具、劲嘉股份

**机构销售团队**

华北 区域	<b>牟晓凤</b>	<b>李倩</b>	<b>王燕妮</b>	<b>张瑶</b>
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com
华东 区域	<b>张璐</b>	<b>赵佳</b>	<b>奚曦</b>	<b>孙利群</b>
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com
华南 区域	<b>夏苏云</b>	<b>贾浩森</b>	<b>罗云</b>	<b>赵越</b>
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18682185141 zhaoyue@hysec.com
QFII	<b>覃汉</b>	<b>胡玉峰</b>		
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。