



出口业务大幅下滑，费用率攀升

增持

三季度业绩:

前三季度，公司实现营业收入 18.34 亿元，同比增长 4.05%，实现营业利润 1923.79 万元，归属于上市公司股东净利润 814.59 万元，分别较上年同期下降 86.59%、93.86%，综合毛利率达到 45.1%，较去年同期上升 1.23%。三项期间费用率为 44%，同比上升 9%。

报告摘要:

- **前三季度收入增速进一步放缓，业绩低于预期。**前三季度，营业收入同比增长 4.05%，增速进一步放缓；归属于上市公司股东净利润同比下降 93.86%，业绩低于预期。
- **7-9 月收入微增，出口业务大幅下滑。**7-9 月，营业收入为 5.83 亿元，同比增长 0.35%，其中零售小幅增长，但三季度增速较二季度有所放缓；批发业务依托于 Schnadig 和 A.R.T，预计继续保持增长；出口业务出现较大幅度的下滑，是影响公司业绩下滑的主要因素。我们认为，随着国内房地产行业调控、宏观经济企稳以及公司业务结构的不断转型，公司最坏的时候即将过去，看好零售业务不断丰富所带来的增长潜力。
- **计提股权激励费用，管理费用激增。**前三季度管理费用率为 11.59%，较去年上升 2.36%，主要由于股权激励取消，一次性计提股权激励费用 4407 万元，管理费用激增，拉低全年净利。
- **内销渠道扩张销售放缓，销售费用率飙升。**前三季度，销售费用率为 30.76%，较去年上升 6.29%，主要由于内销渠道扩张，公司直营门店继续增加，销售费用中的人员工资、租赁费用、资产摊销费用以及广告宣传费用较上年同期有所增加，而同期营业收入增幅较小。
- **给予“增持”评级。**预计 2012-2014 年公司实现销售收入 26.63、28.76 和 33.08 亿元，EPS 分别为 0.07、0.17、0.36 元，看好公司明年的经营管理及业绩改善空间高弹性。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	2415	2561	2663	2876	3308
增长率(%)	29%	6%	4%	8%	15%
归属母公司净利	120	196	43	105	280
增长率(%)	67%	63%	-78%	144%	167%
每股收益(元)	0.18	0.31	0.07	0.17	0.36
PE		18	84	34	16

造纸轻工行业

分析师:

赵曦(S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

研究助理:

曾知

电话: 021-51782235

Email: zengzhi@hysec.com

市场表现



十大流通股东

- 美克投资集团有限公司
- 香港博伊西家具有限公司
- 兴业国际信托有限公司-重庆中行新
- 国联证券股份有限公司
- 浙江如山高新创业投资有限公司
- 全国社保基金一一一组合
- 东方证券股份有限公司
- 华润深国投信托有限公司-重阳 3 期
- 兴业银行股份有限公司-兴全趋势投
- 深圳市合赢投资管理有限公司

相关研究

- 个股深度报告: 美克股份: 高端实木家具王牌进入发展新阶段
2012-9-13
- 公司中报简评: 美克股份(600337): 休养生息等待市场好转
2012-8-15

表 1: 美克股份财务报表预测

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2561	2663	2876	3308	货币资金	611	266	288	331
营业成本	1324	1371	1475	1690	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	1237	1292	1401	1617	应收账款	223	227	245	282
% 营业收入	48.3%	48.5%	48.7%	48.9%	存货	907	950	1031	1188
营业税金及附加	15	15	16	19	预付账款	158	163	175	201
% 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	852	892	959	流动资产合计	1900	1607	1740	2003
% 营业收入	27.5%	32.0%	31.0%	29.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	265	346	345	331	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.3%	13.0%	12.0%	10.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	43	42	36	42	投资性房地产	24	24	24	24
% 营业收入	1.7%	1.6%	1.2%	1.3%	固定资产合计	1305	1441	1472	1599
资产减值损失	6	-10	-9	-9	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
营业利润	209	50	126	280	其他非流动资产	60	120	180	240
% 营业收入	8.2%	1.9%	4.4%	8.5%	资产总计	3691	3543	3753	4190
营业外收支	17	3	5	5	短期贷款	298	108	153	246
利润总额	226	53	131	285	应付款项	182	187	201	231
% 营业收入	8.8%	2.0%	4.6%	8.6%	预收账款	206	213	230	265
所得税费用	29	11	26	57	应付职工薪酬	66	68	73	84
净利润	196	43	105	228	应交税费	60	35	58	102
归属于母公司所有者的净利润	196.4	42.7	105.1	228.0	其他流动负债	165	179	189	207
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	976	790	904	1134
EPS (元/股)	0.31	0.07	0.17	0.36	长期借款	230	230	230	230
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	400	114	146	244	其他非流动负债	4	5	6	7
取得投资收益收回现金	-1	5	5	5	负债合计	1210	1025	1140	1371
长期股权投资	-99	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2478	2517	2611	2816
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	2	2	2	2
固定资产投资	-402	-227	-129	-233	股东权益	2481	2519	2614	2819
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	3691	3543	3753	4190
投资活动现金流净额	-501	-222	-124	-228	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.310	0.067	0.166	0.360
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.92	3.98	4.13	4.45
银行贷款增加(减少)	-238	-190	45	92	PE	18.36	84.45	34.32	15.82
筹资成本	67	-47	-46	-65	PEG	3.60	16.58	6.74	3.11
其他	-135	0	0	0	PB	1.46	1.43	1.38	1.28
筹资活动现金流净额	-305	-237	-1	27	EV/EBITDA	10.09	18.60	13.52	8.50
现金净流量	-406	-345	21	43	ROE	7.9%	1.7%	4.0%	8.1%

资料来源: 宏源证券研究所

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硕士, 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、喜临门、星辉车模、高乐股份、齐心文具、劲嘉股份等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。