

## Q1 表现符合预期，净利润同比增长 23.92%

核心观点:

### 1. 事件

美克股份发布 2013 年一季度报。

### 2. 我们的分析与判断

- 2013 年一季度收入同比增长 19.90%，净利润同比增长 23.92%。因零售业务增长超过 30%、批发业务略有增长、OEM 略有下降，公司一季度实现营业收入 5.72 亿，同比增长 19.90%；归属于上市公司股东的净利润 2370 万，同比增长 23.92%。
- 毛利率同比降低 2.94 个百分点；费用把控良好，成为提高净利润率重要原因。(1) 毛利率 46.92%，同比减少 2.94 个百分点。受益于折扣权收回，零售毛利率提升；同时 OEM 收入下降，固定成本不变，毛利率下降。(2) 管理费用率 9.54%，同比减少 1.14 个百分点。(3) 销售费用率 30.58%，同比减少 2.71 个百分点。(5) 财务费用率 1.60%，同比减少 0.48 个百分点。(6) 净利率 4.14%，同比增加 0.13 个百分点。
- 应付票据、应付利息及一年内到期的非流动负债同比减少超过 50%。应付票据 1523 万，同比减少 51.08%，主要因本期银行承兑汇票结算方式减少所致。应付利息 6 万，同比减少 89.65%，主要因归还借款导致借款利息减少所致。一年内到期的非流动负债 4890 万，同比减少 72.29%，主要因归还一年内到期的长期借款所致。
- 美克美家放慢开店速度，减少开店业务。因美家减少开店业务，减少购建固定资产，导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金项为 3482 万，同比减少 48.02%。

### 3. 投资建议

经过数十年艰辛创品牌，美克股份凭借“多品牌+多渠道”战略成为中国家具行业中的佼佼者。受益于去年的房地产复苏以及内销管理理顺，预计公司今年全年毛利率提升、费用率降低，业绩增幅逐渐提升，未来三年业绩稳步增长。我们预计 2013-2015 年 EPS 为 0.30、0.39、0.58 元/股，对应 PE 为 24.4、18.9、12.9，给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

新国五条压制地产成交量。

美克股份 (600337.SH)

推荐 首次评级

分析师

董俊峰

☎: (8610) 66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080002

特此鸣谢

李佳嘉 (8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130111081688

对本报告的编制提供信息

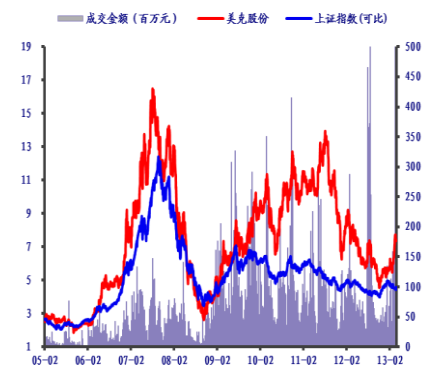
市场数据

时间 2013.4.24

A 股收盘价 (元)	7.42
A 股一年内最高价 (元) *	8.07
A 股一年内最低价 (元) *	4.46
上证综指	2218.32
市净率	1.87
总股本 (亿股)	6.33
实际流通 A 股 (亿股)	5.86
限售的流通 A 股 (亿股)	0.46
流通 A 股市值 (亿元)	43.51

注: \*价格未复权

相对指数表现图



**表 1: 美克股份 (600337.SH) 分季度业绩情况 (万元、百分比)**

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
营业总收入	46,290	71,878	58,059	79,841	47,730	77,367	58,263	79,747	57,229
同比	13.2%	11.8%	-2.0%	3.6%	3.1%	7.6%	0.4%	-0.1%	19.9%
营业成本	26,257	41,818	30,840	33,456	23,931	47,092	29,639	38,820	30,376
同比	6.6%	5.5%	-13.9%	-21.9%	-8.9%	12.6%	-3.9%	16.0%	26.9%
销售费用	12,318	14,910	15,894	27,308	15,892	18,933	21,580	31,061	17,503
同比	22.8%	29.1%	19.0%	28.6%	29.0%	27.0%	35.8%	13.7%	10.1%
管理费用	4,188	6,501	5,579	10,220	5,097	5,285	10,869	6,372	5,457
同比	5.5%	24.3%	5.5%	24.2%	21.7%	-18.7%	94.8%	-37.7%	7.1%
财务费用	821	1,063	1,042	1,374	996	917	786	625	917
同比	36.4%	-27.2%	-13.8%	5.5%	21.2%	-13.7%	-24.5%	-54.5%	-7.9%
资产减值损失	89	220	(381)	720	(3)	389	(559)	1,187	58
营业利润	2,499	7,387	4,460	6,568	1,871	4,319	(4,266)	1,626	2,776
同比	65.3%	22.7%	38.9%	178.3%	-25.1%	-41.5%	-195.7%	-75.2%	48.4%
加: 营业外收入	740	384	247	547	262	110	87	1,259	72
减: 营业外支出	10	61	105	87	14	117	71	40	86
利润总额	3,229	7,710	4,602	7,029	2,118	4,312	(4,250)	2,845	2,761
同比	105.3%	22.7%	34.3%	173.1%	-34.4%	-44.1%	-192.3%	-59.5%	30.4%
减: 所得税	643	1,219	401	667	206	1,327	(167)	1,589	392
净利润	2,586	6,490	4,201	6,362	1,912	2,985	(4,083)	1,256	2,370
同比	114.9%	44.2%	55.6%	74.2%	-26.0%	-54.0%	-197.2%	-80.3%	23.9%
母公司所有者净利润	2,591	6,490	4,195	6,362	1,912	2,985	(4,083)	1,256	2,370
同比	178.3%	112.5%	100.8%	106.2%	-26.2%	-54.0%	-197.3%	-80.3%	23.9%
完全摊薄 EPS	0.04	0.10	0.07	0.10	0.03	0.05	(0.06)	0.02	0.04
盈利能力									
毛利率	43.3%	41.8%	46.9%	58.1%	49.9%	39.1%	49.1%	51.3%	46.9%
营业利润率	5.4%	10.3%	7.7%	8.2%	3.9%	5.6%	-7.3%	2.0%	4.9%
销售净利润率	5.6%	9.0%	7.2%	8.0%	4.0%	3.9%	-7.0%	1.6%	4.1%
所得税率	19.9%	15.8%	8.7%	9.5%	9.7%	30.8%	3.9%	55.8%	14.2%
费用控制能力									
销售费用率	26.6%	20.7%	27.4%	34.2%	33.3%	24.5%	37.0%	38.9%	30.6%
管理费用率	9.0%	9.0%	9.6%	12.8%	10.7%	6.8%	18.7%	8.0%	9.5%
财务费用率	1.8%	1.5%	1.8%	1.7%	2.1%	1.2%	1.3%	0.8%	1.6%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 美克股份 (600337.SH) 财务报表预测 (百万元、百分比)

资产负债表						利润表					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	611	430	735	826	943	营业收入	2561	2631	2941	3306	3770
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1324	1395	1540	1729	1955
应收账款	183	195	228	248	295	营业税金附加	15	14	12	13	15
预付款项	158	136	150	168	190	销售费用	704	875	814	883	931
其他应收款	40	46	51	58	66	管理费用	265	276	270	305	340
存货	907	1123	986	1383	1295	财务费用	43	33	59	68	69
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	10	11	13	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	(1)	3	0	0	0
固定资产	1169	1157	1138	1119	1099	投资收益	6	5	0	0	0
在建工程	136	159	159	159	159	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	209	36	234	295	445
无形资产	296	288	306	324	343	营业外收支净额	17	15	0	0	0
长期待摊费用	60	82	71	64	59	税前利润	226	50	234	295	445
资产总计	3691	3768	3917	4442	4541	减: 所得税	29	30	42	47	80
短期借款	205	316	264	529	265	净利润	196	21	192	248	365
应付票据	1	45	50	56	64	归属母公司净利润	196	21	192	248	365
应付账款	181	251	273	307	347	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	206	304	340	382	436	基本每股收益	0.31	0.03	0.30	0.39	0.58
应付职工薪酬	66	67	67	67	67	稀释每股收益	0.31	0.03	0.30	0.39	0.58
应交税费	60	45	45	45	45	<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
其他应付款	164	153	153	153	153	<b>成长性</b>					
其他流动负债	0	1	5	10	17	营收增长率	6.0%	2.7%	11.8%	12.4%	14.1%
长期借款	230	0	0	0	0	EBIT 增长率	35.3%	-71.9%	328.5%	23.2%	40.8%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	114.4%	-89.5%	827.5%	29.1%	47.3%
负债合计	1210	1258	1272	1624	1467	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	2481	2510	2645	2818	3074	销售毛利率	48.3%	47.0%	47.6%	47.7%	48.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	销售净利率	7.7%	0.8%	6.5%	7.5%	9.7%
净利润	196	21	192	248	365	ROE	8.2%	0.8%	7.5%	9.1%	12.4%
折旧与摊销	115	126	152	156	161	ROIC	10.0%	1.2%	10.7%	13.2%	17.3%
经营活动现金流	400	205	612	116	713	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	(501)	(146)	(137)	(147)	(154)	PE	23.9	247.3	24.4	18.9	12.9
融资活动现金流	(305)	(237)	(169)	123	(443)	P/S	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
现金净变动	(406)	(178)	306	91	116	P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5
期初现金余额	1026	611	430	735	826	股息收益率	0.7%	0.4%	1.2%	1.6%	2.3%
期末现金余额	620	433	735	826	943	EV/EBITDA	11.7	22.1	8.8	7.9	5.5

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**董俊峰，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

中顺洁柔（002511.SZ）、恒丰纸业（600356.SH）、冠豪高新（600433.SH）、岳阳林纸（600963.SH）、博汇纸业（600966.SH）、凯恩股份（002012.SZ）、太阳纸业（002078.SZ）、华泰股份（600308.SH）、晨鸣纸业（000488.SZ）、齐峰股份（002521.SZ）、景兴纸业（002067.SZ）、上海绿新（002565.SZ）、永新股份（002014.SZ）、通产丽星（002243.SZ）、紫江企业（600210.SH）、珠海中富（000659.SZ）、劲嘉股份（002191.SZ）、浙江众成（002522.SZ）、合兴包装（002228.SZ）、美盈森（002303.SZ）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn