



买入

21% ↑

目标价格:人民币 17.10

原目标价格:人民币 16.53

600337.CH

价格:人民币 14.10

目标价格基础:30倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

美克家居

国内零售业务态势良好, 智能制造助力转型升级

公司发布半年报, 2016年上半年营收 14.86 亿元, 同比增长 15.28%; 净利润 1.32 亿元, 同比增长 2.46%。我们将目标价格上调至 17.10 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **客户交期满满足率提升和 A.R.T 加盟业务推进助力国内零售收入高增长, 沙发、饰品收入占比提升。**公司 2 季度营收 7.93 亿元, 同比增长 21.22%, 较 1 季度的 9.16% 有所提升; 2 季度净利润为 8,882 万元, 同比增长 2.17%。上半年营收增长 15.45%, 其中零售业务增长 19.65%, 批发业务增长 4.73%。公司通过外部咨询机构改善供应链管理, 引入先进需求预测方法、梳理计划流程和产销协同机制, 客户交期满满足率较上年有所提升。此外, 美克美家下单客户数和接单率均有效提升; A.R.T 品牌推广良好, 上半年新增 1 家直营店, 10 家加盟店, 共同助力国内零售收入高增长。零售业务内, 沙发同比增长 26.63%, 饰品同比增长 43.65%, 高于实木家具的 15.17% 和其他项目, 我们认为与美克美家改善商品品类结构, 聚焦床品等长尾商品有关, 目前窗帘已经进入试点和推广阶段, 床品进入痛点问题梳理阶段, 后续客单价提升值得期待。
- **毛利率维持稳定, 期间费用率增加导致净利率下降。**公司上半年产品毛利率同比增加 0.52%。其中零售毛利率下降 1.28%, 我们认为与加盟店比例增加有关, 批发毛利率为增加 1.99%, 反映公司良好的成本控制能力。由于人工费用、资产使用费用和广告费用支出增加, 公司销售费用率同比增加 0.55%。研发投入加大和引入管理咨询项目导致管理费用率增加 0.2%。汇率变动影响汇兑损益增加, 以及票据贴现息的增长导致财务费用率增加 0.74%。期间费用率的增加导致净利润同比增长 2.46%, 低于收入增速。
- **多品牌战略推进良好, 智能制造助力转型升级。**公司多品牌战略推进良好, 美克美家门店全面升级, 目前共有 82 家; A.R.T 凭借加盟模式快速补充空白城市, 已经设有 5 家直营店、64 家加盟店; 上半年 Rehome 增加 4 家店面至 7 家, YVY 增加 1 家店面至 4 家, 互联网定制品牌 ZEST 也正有序推进。公司拟募集资金 16 亿元新建两条板木定制柜类家具生产线, 并对实木产线进行自动化改造, 新建改造智能物流库房, 板木衣柜的引入和升级智能工厂为未来大规模定制商业模式的实施提供支撑。

评级面临的主要风险

- 房地产景气回落, ART 加盟进展不达预期。

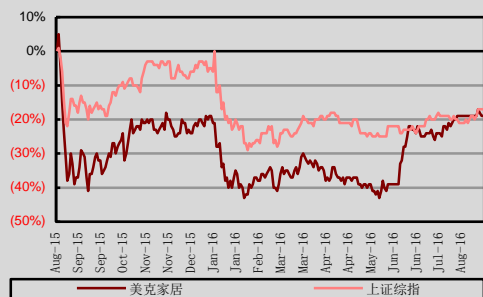
估值

- 公司聚焦国内零售业务后, 营收增速呈现加速态势, 我们预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.57 元、0.70 元和 0.85 元, 给予 2016 年净利润 30 倍市盈率, 目标价由 16.53 元上调至 17.10 元/股, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	2,714	2,859	3,419	4,125	4,918
变动(%)	n.a.	5	20	21	19
净利润(人民币百万)	234	301	367	450	551
全面摊薄每股收益(人民币)	0.361	0.465	0.567	0.697	0.852
变动(%)	n.a.	28.7	21.9	22.9	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	39.0	30.3	24.9	20.2	16.5
价格/每股现金流量(倍)	(247.5)	32.9	39.3	63.8	44.5
每股现金流量(人民币)	(0.06)	0.43	0.36	0.22	0.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.9	18.2	14.8	12.9	11.2
每股股息(人民币)	0.030	0.150	0.310	0.227	0.279
股息率(%)	0.2	1.1	2.2	1.6	2.0

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.4	4.1	36.5	(18.9)
相对上证指数	30.2	2.1	26.0	(1.8)

发行股数(百万)	645
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	9,094
3个月日均交易额(人民币百万)	63
净负债比率(%) (2016E)	10
主要股东(%)	
美克投资集团有限公司	26

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 8 月 18 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威*

(8621)20328510

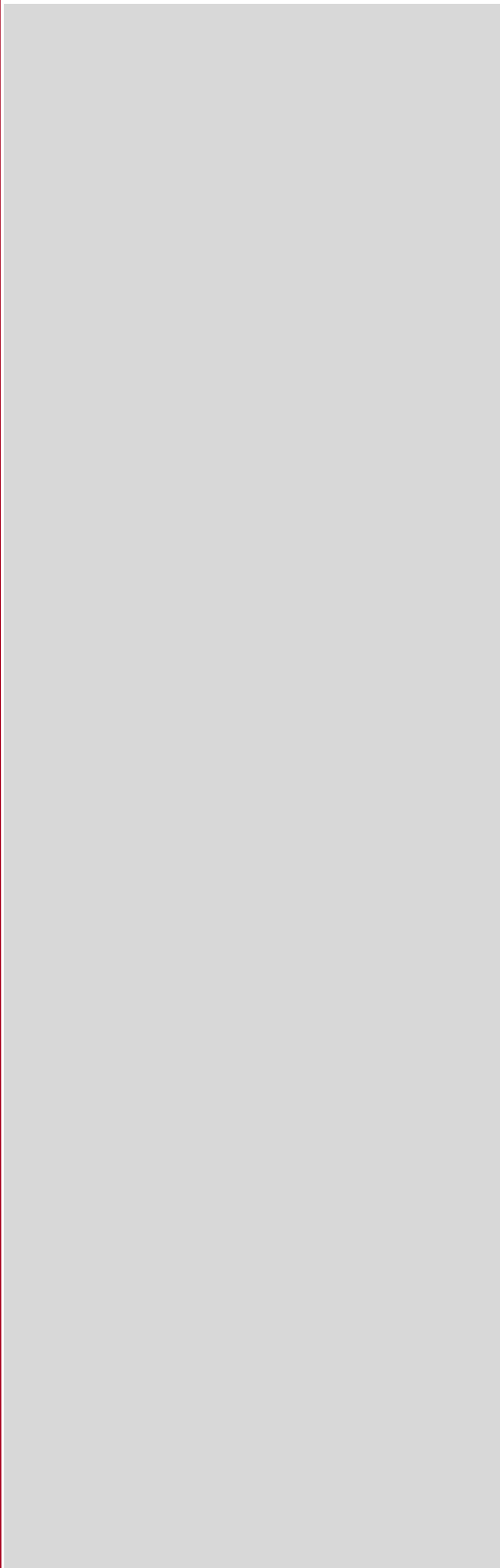
zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*赵综艺为本报告重要贡献者



资料来源：公司数据及中银证券预测



图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2016 年上半年	同比增长(%)
营业收入	1,288.75	1,485.71	15.28
营业税及附加	16.78	19.23	14.60
净营业收入	1,271.97	1,466.48	15.29
营业成本	511.99	581.62	13.60
销售费用	465.01	544.25	17.04
管理费用	123.42	145.37	17.78
营业利润	154.79	164.61	6.34
非经常性项目	3.37	(0.21)	(106.23)
经常性投资收益	0.01	(0.28)	(2,900.00)
净财务费用	15.36	28.72	86.98
利润总额	159.19	164.55	3.37
所得税	30.68	32.88	7.17
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	128.51	131.67	2.46
扣除非经常性损益的净利润	125.14	131.88	5.39
每股收益(元)	0.20	0.20	2.00
扣非后每股收益(元)	0.41	0.43	5.39
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	60.27	60.85	
经营利润率	12.35	11.08	
净利率	9.97	8.86	
扣非后净利率	9.71	8.88	

资料来源:万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,714	2,859	3,419	4,125	4,918
销售成本	(1,121)	(1,107)	(1,338)	(1,701)	(2,079)
经营费用	(1,189)	(1,247)	(1,447)	(1,689)	(1,994)
息税折旧前利润	403	505	634	736	846
折旧及摊销	(86)	(92)	(146)	(137)	(124)
经营利润(息税前利润)	317	413	488	598	722
净利息收入/(费用)	(13)	(16)	(26)	(30)	(28)
其他收益/(损失)	(80)	(111)	(146)	(139)	(125)
税前利润	308	377	460	565	691
所得税	(75)	(77)	(93)	(115)	(140)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	234	301	367	450	551
核心净利润	221	296	362	445	546
每股收益(人民币)	0.361	0.465	0.567	0.697	0.852
核心每股收益(人民币)	0.343	0.457	0.559	0.689	0.845
每股股息(人民币)	0.030	0.150	0.310	0.227	0.279
收入增长(%)	n.a.	5	20	21	19
息税前利润增长(%)	n.a.	30	18	23	21
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	25	26	16	15
每股收益增长(%)	n.a.	29	22	23	22
核心每股收益增长(%)	n.a.	33	22	23	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	308	377	460	565	691
折旧与摊销	86	92	146	137	124
净利息费用	15	17	28	32	30
运营资本变动	(71)	221	13	(51)	77
税金	75	77	93	115	140
其他经营现金流	(450)	(507)	(508)	(655)	(857)
经营活动产生的现金流	(37)	277	232	143	205
购买固定资产净值	(96)	(25)	(10)	(10)	(10)
投资减少/增加	1	(9)	0	0	0
其他投资现金流	(116)	(296)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(211)	(331)	(10)	(10)	(10)
净增权益	(0)	(0)	0	0	0
净增债务	100	(27)	148	0	0
支付股息	(19)	(97)	(200)	(147)	(180)
其他融资现金流	(85)	429	(221)	(89)	41
融资活动产生的现金流	(5)	304	(273)	(236)	(139)
现金变动	(253)	250	(51)	(103)	56
期初现金	448	197	451	400	297
公司自由现金流	(247)	(53)	224	135	197
权益自由现金流	(163)	(98)	342	101	165

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	197	451	400	297	353
应收帐款	145	106	127	153	182
库存	1,442	1,742	2,105	2,677	3,271
其他流动资产	311	332	400	504	613
流动资产总计	2,096	2,631	3,032	3,630	4,418
固定资产	1,167	1,175	1,266	1,179	1,099
无形资产	392	372	365	359	353
其他长期资产	288	601	381	346	319
长期资产总计	1,901	2,189	2,053	1,926	1,812
总资产	3,997	4,819	5,085	5,556	6,230
应付帐款	198	258	311	396	484
短期债务	158	376	389	338	415
其他流动负债	590	904	789	922	1,062
流动负债总计	945	1,538	1,489	1,656	1,960
长期借款	200	173	321	321	321
其他长期负债	1	54	54	54	54
股本	647	646	646	646	646
储备	2,204	2,408	2,575	2,878	3,249
股东权益	2,851	3,055	3,221	3,525	3,896
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,997	4,819	5,085	5,556	6,230
每股帐面价值(人民币)	4.41	4.73	4.98	5.45	6.03
每股有形资产(人民币)	3.80	4.15	4.42	4.90	5.48
每股净负债/(现金)(人民币)	0.25	0.15	0.48	0.56	0.59

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.9	17.7	18.5	17.8	17.2
息税前利润率(%)	11.7	14.4	14.3	14.5	14.7
税前利润率(%)	11.4	13.2	13.4	13.7	14.1
净利率(%)	8.6	10.5	10.7	10.9	11.2
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.7	2.0	2.2	2.3
利息覆盖率(倍)	19.7	22.6	16.5	17.6	22.8
净权益负债率(%)	5.6	3.2	9.6	10.3	9.8
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	39.0	30.3	24.9	20.2	16.5
核心业务市盈率(倍)	41.1	30.8	25.2	20.5	16.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	49.9	37.4	30.6	24.8	20.2
市净率(倍)	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3
价格/现金流(倍)	(247.5)	32.9	39.3	63.8	44.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.9	18.2	14.8	12.9	11.2
周转率					
存货周转天数	469.5	524.9	524.7	513.1	522.2
应收帐款周转天数	19.6	13.5	12.4	12.4	12.4
应付帐款周转天数	26.6	32.9	30.4	31.3	32.6
回报率					
股息支付率(%)	8.3	32.3	54.7	32.5	32.7
净资产收益率(%)	8.2	9.8	11.7	13.4	14.8
资产收益率(%)	6.0	6.8	7.9	9.0	9.8
已运用资本收益率(%)	9.9	11.5	13.0	14.8	16.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371