

美克股份 (600337)

淡季业绩略超预期，零售业务增长强劲

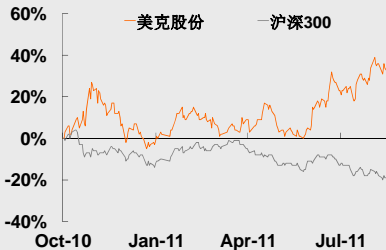
强烈推荐 (首次)

现价: 10.7 元

主要数据

行业	批发零售
公司网址	www.markorfurniture.com
大股东/持股	美克投资/34.24%
实际控制人/持股	冯东明/22.86%
总股本(百万股)	633
流通 A 股(百万股)	511
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	67.70
流通 A 股市值(亿元)	54.63
每股净资产(元)	3.76
资产负债率(%)	35.8

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

聂秀欣 S1060208050096
0755-2262 5790
Hemiao160@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

美克股份 2011 年前三季度收入 17.6 亿元 (YoY 7.2%), 归属于上市公司净利润 1.33 亿元 (YoY 118.6%), 实现每股收益 0.21 元; 其中, 3Q 收入 5.81 亿元 (YoY -2.0%), 归属于上市公司净利润 0.42 元 (YoY 100.8%), 实现每股收益 0.07 元, 业绩略超预期。

■ 零售业务淡季业绩超预期，综合毛利率同比提升 7.4%

三季度是家具零售业务传统淡季, 从历史数据看, 零售业务子公司美克美家 Q3 盈利约为 Q2 旺季盈利的 40%左右, 而我们按美克美家盈利占公司净利润的 60% 来粗略估算, 今年其 Q3 盈利约为 Q2 的 64%, 超历史水平, 也超出我们的预期。高毛利业务零售业务占比的提升, 提高了公司毛利率, 同比提升 7.4%, 导致公司在收入不增长的情况下, 净利润 Q3 同比增长 55.6%。

■ 四季度是家具零售传统旺季也是业绩冲刺期，值得期待

Q4 通常是家具零售也销售旺季, 从历史上看, Q4 盈利可占到全年的 40%左右, 为 Q3 盈利的 2.5 倍以上。我们认为 Q3 的盈利高增长是以终端和产品线扩张为基础的, 是可持续的, Q4 将可能接力 Q3, 净利润同比增长在 60%以上, 约为 Q3 的 1.4 倍以上。

■ 费用率上升系开店和推广新产品线所致，短期难降

公司正由家具出口加工企业转型为家具家居产销一体化的零售企业, 零售终端的铺设是近两年的主要发展方向, 大量开店导致销售和管理费用持续增长; 公司正不断丰富零售产品线, 新产品的推广带来大量广告和渠道费用, 新产品推广的费用将随着产品认可度增加和渠道成熟减少。

■ 上调公司盈利预测至 0.35 元，维持“强烈推荐”评级

预计 2011-2013 年的 EPS 分别为: 0.35、0.53 和 0.76 元, 对应 10 月 27 日收盘价的 PE 为: 30.4 倍、20.3 倍和 14.0 倍。维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：家具销售情况与新房购买有一定相关性

	2009A	2010A	2011E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,869	2,415	2,817	3,693	4,833
YoY(%)	292%	29%	16.6%	31.1%	30.9%
净利润(百万元)	45	92	223	334	484
YoY(%)	-28%	102%	143%	50%	45%
毛利率(%)	39.8%	40.8%	45.5%	47.2%	48.7%
净利率(%)	2.4%	3.8%	7.9%	9.0%	10.0%
ROE(%)	3.3%	3.9%	8.9%	11.9%	15.0%
EPS(摊薄/元)	0.07	0.14	0.35	0.53	0.76
P/E(倍)	149.7	73.9	30.4	20.3	14.0
P/B(倍)	4.9	2.9	3.0	2.4	2.1

图表 1 主要指标解读：收入维持高增长、毛利率持续下滑，费用率下降、少数股东损益大幅增长

	3Q10	3Q11	QoQ	1-3Q10	1-3Q11	YoY	说明
营业收入	592	581	-2.0%	1,644	1,762	7.2%	营业收入总额变动不大 但营收结构变化，高毛利业务占比增加，毛利率大幅上升
营业成本	358	308	-13.9%	1,001	989	-1.2%	
毛利率	39.5%	46.9%	7.4%	39.1%	43.9%	4.8%	
毛利	234	272	16.3%	643	773	20.2%	Q3销售费用率同比上升4.83个百分点至27.38% Q3管理费用率上升0.68个百分点至9.61% Q1-Q3财务费用下降，系公司去年四季度增发后银行借款减少所致
营业税金及附加	2	2	15.3%	5	6	22.4%	
销售费用	134	159	19.0%	349	431	23.4%	
管理费用	53	56	5.5%	145	163	12.3%	Q1-Q3财务费用下降，系公司去年四季度增发后银行借款减少所致
财务费用	12	10	-13.8%	33	29	-10.5%	
资产减值损失	1.19	-3.81	-418.6%	3.62	-0.72	-119.8%	
公允价值变动收益	0	-5	0.0%	0	-4	0.0%	前两季度获得了政府补助
投资收益	0	1	0.0%	0	3	0.0%	
营业利润	32	45	38.9%	107	143	33.5%	
营业外收入	2	2	4.1%	7	14	101.8%	前两季度获得了政府补助
营业外支出	0	1	377.3%	1	2	26.0%	
利润总额	34	46	34.3%	113	155	37.7%	
所得税	7	4	-44.8%	29	23	-21.4%	盈利增长主要来源于零售业务增长 去年四季度收购了美克美家49%股权，使其成为全资子公司，今年少数股东权益骤减
有效税率	22.6%	9.1%	-13.5%	26.8%	16.1%	-10.7%	
净利润	27	42	55.6%	84	133	58.0%	
少数股东损益	6.11	0.06	-99.1%	23.31	0.01	-100.0%	Q3归属母公司净利润同比大幅上升
归属于母公司所有者的净利润	21	42	100.8%	61	133	118.6%	
净利率	4.6%	7.2%	2.7%	5.1%	7.5%	2.4%	
基本每股收益	0.03	0.07	100.8%	0.10	0.21	118.6%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2309	2173	2479	2978
现金	1026	704	595	528
应收账款	369	454	584	769
其他应收款	32	48	58	78
预付账款	114	133	165	211
存货	765	832	1075	1389
其他流动资产	2	2	2	2
非流动资产	1399	1527	1612	1660
长期投资	24	4	5	6
固定资产	976	1030	1070	1080
无形资产	217	294	346	380
其他非流动资产	183	199	191	193
资产总计	3708	3700	4091	4638
流动负债	1008	879	960	1099
短期借款	266	262	214	247
应付账款	246	241	311	398
其他流动负债	496	377	435	454
非流动负债	373	304	325	316
长期借款	371	304	325	316
其他非流动负债	2	0	0	0
负债合计	1381	1184	1285	1415
少数股东 权益	2	2	2	2
股本	633	633	633	633
资本公积	859	859	859	859
留存收益	838	1029	1318	1735
归属母公司股东权益	2325	2514	2803	3220
负债和股东权益	3708	3700	4091	4638

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	152	126	206	191
净利润	121	223	334	484
折旧摊销	101	109	122	133
财务费用	46	45	42	43
投资损失	-0	-4	0	0
营运资金变动	-101	-233	-289	-464
其他经营现金流	-13	-13	-4	-5
投资活动现金流	-183	-227	-202	-172
资本支出	159	117	128	115
长期投资	-24	-21	0	1
其他投资现金流	-48	-131	-73	-56
筹资活动现金流	818	-221	-114	-86
短期借款	20	-4	-48	33
长期借款	15	-67	21	-9
普通股增加	122	0	0	0
资本公积增加	741	0	0	0
其他筹资现金流	-80	-150	-87	-110
现金净增加额	777	-322	-110	-66

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2415	2817	3693	4833
营业成本	1429	1537	1951	2479
营业税金及附加	10	10	13	17
营业费用	562	704	942	1257
管理费用	227	270	358	469
财务费用	46	45	42	43
资产减值损失	12	-1	0	0
公允价值变动收益	2	-4	0	0
投资净收益	0	4	0	0
营业利润	131	252	387	569
营业外收入	9	15	13	9
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	139	265	398	576
所得税	18	42	64	92
净利润	121	223	334	484
少数股东损益	29	0	0	0
归属母公司净利润	92	223	334	484
EBITDA	278	405	551	745
EPS (元)	0.14	0.35	0.53	0.76

主要财务指标

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.2%	16.6%	31.1%	30.9%
营业利润	43.5%	92.1%	53.5%	47.2%
归属母公司股东权益	102.5%	143.3%	49.9%	44.8%
获利能力				
毛利率	40.8%	45.5%	47.2%	48.7%
净利率	1.2%	1.3%	2.9%	3.8%
ROE	3.9%	8.9%	11.9%	15.0%
ROIC	7.6%	10.4%	13.1%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	37.2%	32.0%	31.4%	30.5%
净负债比率	55.4%	47.8%	42.0%	39.8%
流动比率	2.3	2.5	2.6	2.7
速动比率	1.5	1.5	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.1
应收账款周转率	6.8	6.7	7.0	7.0
应付账款周转率	7.0	6.3	7.1	7.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.35	0.53	0.76
每股经营现金流	0.24	0.20	0.33	0.30
每股净资产	3.67	3.97	4.43	5.09
估值比率				
P/E	73.9	30.4	20.3	14.0
P/B	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	23.3	15.9	11.7	8.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257