

# 品牌之花齐放，向管理要红利

## 买入 维持

目标价格：8.00 元

### 年报业绩：

2012年，公司实现营业收入26.31亿元，归属于上市公司股东净利润2071万元，分别同比增长2.75%、下滑89%，年度利润分配预案为每10股派0.30元（含税）。

### 报告摘要：

- **百花齐放，提收入控费用实现盈利增长。**公司在年报中对13年的业绩预期与12年业绩对比来看，预计收入增长6.5%，毛利率维持47%不变，主要通过降低期间费用率实现利润增长。从公司的开店计划来看，13年在推出多品牌增开新店的同时，减少了主品牌美克美家大店的开设（家具店从去年的10家减少到13年计划的5家），主要以投入较小的家居馆为主。而新品牌门店也以大卖场店中店为主。一方面多品牌将更全面地覆盖消费人群贡献收入增长，另一方面控制了成本费用。
- **立足长远，工厂机械自动化改造替代人工。**今年公司为改善家居制造业的综合效益水平，最大限度降低用工数量，减少人为因素对成本的影响，支撑“大规模定制生产”，公司将在去年毛利率下滑6.1%仅16.9%的家具制造业OEM单元开展试点，推进家具制造自动化项目，在此基础上总结推广到全厂，该项目总的费用投入预计在2亿元，分年份陆续投放。长远来看，项目的成功实施有望大幅缩减公司人工费用，将制造业单元扭亏为盈。
- **渐显成效，国内销售定向营销效果好。**今年公司各地门店与楼盘合作推出流动样板间，针对目标客户进行定向营销，效果较好，从草根调研来看，一季度美克美家国内销售有较快增长。
- **给予“买入”评级。**预计2013-2015年公司实现销售收入28.02、30.82和35.45亿元，EPS分别为0.24、0.30、0.38元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2561	2631	2802	3082	3545
增长率(%)	6%	103%	6.5%	10%	15%
归母净利润(百万)	196	21	150	188	240
增长率(%)	113%	-89%	614%	25%	28%
每股收益	0.31	0.03	0.24	0.30	0.38
市盈率			26	21	17

### 造纸轻工研究组

#### 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



### 相关研究

- 公司动态跟踪报告：美克股份：行权条件彰显信心，抄底正当时  
2013-03-21
- 公司深度报告：美克股份：高端实木家具王牌进入发展新阶段  
2012-09-13
- 造纸轻工行业周报：板块调整等待季报试金石  
2013-3-17
- 造纸轻工行业周报：关注板块轮动与业绩弹性  
2013-02-24
- 造纸轻工行业周报：关注公司补涨机会  
2013-02-03
- 公司季报点评：美克股份：出口业务大幅下滑，费用率攀升  
2012-10-29

表 1: 美克股份盈利预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2631	2802	3082	3545	货币资金	430	280	308	354
营业成本	1395	1471	1618	1879	交易性金融资产	4	7	10	13
毛利	1236	1331	1464	1666	应收账款	241	255	280	322
% 营业收入	47.0%	47.5%	47.5%	47.0%	存货	1123	997	1097	1274
营业税金及附加	14	15	17	19	预付账款	136	143	157	182
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	875	883	956	1099	流动资产合计	1933	1682	1852	2145
% 营业收入	33.2%	31.5%	31.0%	31.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	276	241	265	252	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.5%	8.6%	8.6%	7.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	33	27	14	17	投资性房地产	24	24	24	24
% 营业收入	1.3%	1.0%	0.5%	0.5%	固定资产合计	2004	2138	2167	2293
资产减值损失	10	1	1	2	无形资产	288	274	260	247
公允价值变动收益	3	3	3	3	商誉	69	69	69	69
投资收益	5	5	5	5	递延所得税资产	56	0	0	0
营业利润	36	173	219	285	其他非流动资产	-606	-537	-477	-417
% 营业收入	1.3%	6.2%	7.1%	8.0%	资产总计	3768	3649	3895	4361
营业外收支	15	15	15	15	短期贷款	386	163	130	227
利润总额	50	188	234	300	应付款项	297	247	272	316
% 营业收入	1.9%	6.7%	7.6%	8.5%	预收账款	304	308	339	390
所得税费用	30	38	47	60	应付职工薪酬	67	70	80	93
净利润	21	150	188	240	应交税费	45	54	86	107
归属于母公司所有者的净利润	20.7	150.1	187.5	239.8	其他流动负债	155	157	169	193
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1253	1000	1076	1325
EPS (元/股)	0.03	0.24	0.30	0.38	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	2	1	1	1
经营活动现金流净额	205	339	220	221	其他非流动负债	2	3	4	5
取得投资收益收回现金	2	5	5	5	负债合计	1258	1004	1081	1331
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2510	2645	2814	3030
固定资产投资	-146	-228	-131	-235	股东权益	2510	2645	2814	3030
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	3768	3649	3895	4361
投资活动现金流净额	-146	-223	-126	-230	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.033	0.237	0.296	0.379
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.97	4.18	4.45	4.79
银行贷款增加(减少)	-182	-224	-33	97	PE	174.13	24.03	19.23	15.04
筹资成本	55	-42	-33	-41	PEG	1.38	0.19	0.15	0.12
其他	-110	0	0	0	PB	1.44	1.36	1.28	1.19
筹资活动现金流净额	-237	-265	-66	56	EV/EBITDA	21.27	11.36	9.83	8.19
现金净流量	-178	-149	28	46	ROE	0.8%	5.7%	6.7%	7.9%

资料来源: 宏源证券研究所

**作者简介:**

**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: 美克股份、索菲亚、宜华木业、奥瑞金、珠江钢琴、群兴玩具、高乐股份、喜临门、中顺洁柔等。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	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	张珺	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	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。