

评级：强烈推荐

商贸流通行业

跟踪报告

第一创业研究所
分析师：田慧蓝
电话：0755-82485027
邮件：tianhuilan@fcsc.cn

美克股份增发预案点评

——千呼万唤始出来，犹抱琵琶半遮面

事件：美克股份公告计划向不超过十家的特定对象非公开发行股票，发行股票总数不超过 16,400 万股（含本数），募集资金总额不超过 120000 万元，用于收购美克美家 49%的股权以及对本次发行后的全资子公司美克美家进行增资扩股，继续扩建美克美家在国内连锁销售网络项目。

报告要点：

● 方案简述

预案		
计划发行股数	1.64 亿股，其中拟向公司控股股东美克集团发行的股份数量不低于本次发行股份总数的 30%，且该等股份 36 个月内不得上市交易或转让；向其他发行对象发行的股份 12 个月内不得上市交易或转让。	
交易价格	发行价格不低于定价基准日（即 2009 年 12 月 18 日）前 20 个交易日股票交易均价的 90%，即不低于 7.34 元/股。以美克美家股权（2009 年 12 月 31 日为基准日）的评估值为作为交易价格确定的依据。具体发行价格根据发行对象申购报价情况并遵照价格优先原则与主承销商协商确定。美克集团不参与本次发行定价的市场询价过程，但承诺接受市场询价结果并与其他投资者以相同价格认购。	
认购方式	本次非公开发行股票的认购方式分为资产认购和现金认购两部分：美克集团以其拥有的美克美家家具连锁有限公司（以下简称“美克美家”）49%股权中的部分股权（具体股权比例将根据美克美家 49%股权的评估值确定）截至 2009 年 12 月 31 日的评估值认购公司本次发行的部分股份，其他投资者以现金认购公司本次向其发行的股份。	
募集资金总额	不超过 12 亿	
募集资金用途	收购美克美家 49%的股权	美克集团以所拥有的美克美家 49%股权中的部分股权认购公司本次向其发行的股份；同时公司以所募集的部分现金购买其拥有的美克美家 49%股权中的剩余股权。
	开设“美克美家”连锁店 扩建美克美家连锁销售网络项目 开设“馨赏家”家饰连锁店	计划投入资金不超过 5 亿元 合计不超过 70000 万元 通过对本次发行后的全资子公司美克美家增资方式实施

资料来源：公司公告 第一创业整理



- **美克美家基本情况** 截至目前,公司已经在北京、上海、天津、杭州、大连、成都、重庆、武汉、深圳、乌鲁木齐、沈阳、西安、青岛、合肥、哈尔滨等24个城市开设了34家连锁店。截至2009年9月30日,美克美家的主要资产为流动资产、固定资产以及土地,其中流动资产主要包括货币资金、预付账款和存货,固定资产主要是房屋。目前美克美家拥有产权证明的房屋有2处,分别为坐落大连市沙河口区和坐落天津市河西区的房屋。美克美家其余27家店门通过租赁方式进行家具连锁销售,合计租赁面积为59,796平方米。美克美家负债合计为43,337.38万元。其中,流动负债37,337.38万元,流动负债主要为短期借款和预收账款;非流动负债合计为6,000万元,主要为长期借款。

表2、美克美家门店数

单位: 家

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008
销售额	1,500.79	7,844.86	18,517.03	31,227.37	52,657.47	66,498.16
家数	3	5	10	13	20	26

资料来源:公司公告 第一创业整理

表3、2008年美克美家财务状况

单位: 万元

资产负债表	2008年12月31日
流动资产	26,040.24
非流动资产	19,367.03
总资产	45,407.27
流动负债	23,490.44
非流动负债	0
负债合计	23,490.44
股东权益	21,916.83
利润表	2008年
营业收入	66,498.16
营业利润	5,108.10
利润总额	5,335.93
净利润	3,911.62
现金流量表	2008年
经营活动产生的现金流量净额	2,239.08
投资活动产生的现金流量净额	-6,504.95
筹资活动产生的现金流量净额	3,418.51
现金及现金等价物净增加额	-844.99

资料来源:公司公告 第一创业整理

- **方案评价** 由于该方案只是预案,还有很多信息需补充,我们仅针对预案中所提之条件做出一些极端假设来判断方案的合理性。

美克集团的收获与支出:在美克集团承诺接受市场询价结果并与其他投资者以相同价格认购不低于发行股份30%的前提下,假设募集资金12亿,以30%为例,则美克集团需承担3.6亿。这部分美克集团以美克美家49%股权中的一部分进行支付,募集资金中提到收购美克美家49%股权不超过5亿元,假设以5亿元收购,则美克集团可从出售美克美家49%股权中收回1.4亿元现金。

美克股份的收获与支出:获得美克美家49%股权与7亿元现金,股本增大1.64亿股,并需支付发行费用。

美克美家49%收购价是否合理:在缺乏基准日数据的前提下,以2008年12月31日数据参考,49%股权对应的净资产为1.07亿,收购PB为4.67倍;49%股权对应的净利润为1917万元,对应的PE为26.08倍;我们认为以PE来看价格可以接受,以PB来看,价格稍贵。



- **此次增发与天津美克增发案的异同之处** 2007年公司计划增发不超过9500万股，募资约为12亿，采取资产收购与现金收购结合方式收购美克投资集团持有的天津美克75%股权及香港博伊西持有的天津美克25%股权。最终实际发行8477.61万股，实际募资12.98亿元，以2007年3月31日为基准日，天津美克收购PB为2.83倍，以2006年净利润计算PE为20.26倍，价格尚为合理。此次方案与天津美克收购方案相同之处在于二者都采取了资产+现金收购方式，差别之处在于前次增发美克集团认购股票的发行价格与特定投资者不同，此次美克集团不参与本次发行定价的市场询价过程，但承诺接受市场询价结果并与其他投资者以相同价格认购。

表3、2007年收购天津美克增发方案结果

发行对象	认购数量 (单位: 万)	发行价 格 (元/ 股)	限售期	募资 (单 位: 万)	认购方式
美克投资集团	6037.61	12.82	36 个月	77402.16	美克集团以其在天津美克拥有的 59.6%股权的评估值 (77402.16 万元, 基准日 2007 年 3 月 31 日) 作价认购
四名特定投资者	2440	21.5	12 个月	52460	现金

资料来源: 公司公告 第一创业整理

- **投资建议:** 美克美家49%股权注入上市公司一事在市场传言并翘首以待这么长时间后终于将尘埃落定，正所谓是“千呼万唤始出来”，但对7亿募资基金的投向以及美克美家具体情况所作描述比较简略，难以判断该资金会产生的效益及影响，又所谓是“犹抱琵琶半遮面”。我们只能做出趋势性的判断：即美克美家全部注入以及募集资金扩建网络会对公司的零售业务带来发展新的发展动力，2010年EPS预计在0.20-0.25之间（不考虑股本摊薄），对比今年业绩有非常高的弹性，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 美克美家经营状况低于市场预期。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120