

探路者：股权激励，意在长远

探路者股权激励点评

报告关键点：

- 股权激励行权价为22.35元，业绩考核要求不高
- 今明两年扩地盘，2012年看成效
- 股权激励明晰公司未来发展路径，调高评级至“增持-A”

报告摘要：

- 股权激励方案获董事会通过：**公司于2010年5月24日召开第一届董事会第十七次会议通过了股权激励计划（草案）。股票期权总计265.29万分，占公司目前总股本1.34亿股的1.98%，首次授予240.29万份，授予对象为公司冯铁林等5位高管和其他96位其他骨干人员，预留25万份。期权行权价格为22.35元，行权有效期为授权日起，最长不超过5.5年，等待期为1.5年。
- 股权激励不为保障公司未来净利润：**股权激励行权价为22.35元，行权价较高，彰显管理层对公司未来发展的信心；同时，公司设置了1.5年的等待期，为股权激励行权设置了较长的缓冲期。此外，该激励计划对短期业绩考核要求不高，主要体现在：（1）不考核2010年业绩；（2）对净利润的考核目标为：以2009年为基础，2011-2013年EPS分别不低于0.38元、0.50元和0.65元，2009-2013年净利润年复合增速不低于21.79%，对净利润的考核要求不高，对业绩保障作用不明显。
- 股权激励意在激发团队的积极性：**不管从IPO募投计划，还是2009年报对2010年发展规划，我们似乎都能感受到公司的经营重心将放在加大投入、加快开店、扩大规模的外延式扩张上，真正在净利润的体现可能在2012年。我们认可管理层的发展思路，认为在国内户外用品快速发展阶段，公司外延式扩张步伐的快慢将直接影响未来在市场中的地位。这样的经营计划必须依靠目前管理团队的努力去实现，在这样的背景下推出股权激励方案，并且是对管理团队有吸引力的方案，有助于维护管理团队的稳定性，激发管理团队的积极性，进而实现公司外延式扩张的经营目标。
- 股权激励明晰公司未来发展路径，调高评级至“增持-A”：**股权激励明晰了公司今明两年以外延式扩张为主的发展路径，尽管短期成本费用的快速提升会对业绩产生一定的压力，等新开店铺逐步成熟，公司外延式扩张成果在净利润中将逐步体现，我们认为该成效或将于2012年体现。我们根据2009年利润分配方案实施后调整2010-2012年EPS至0.41元、0.56元和0.79元，对应动态PE分别为52.2倍、38.0倍和27.2倍，调高投资评级至“增持-A”，6个月的目标价为23元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	212.0	293.6	423.4	603.4	784.2
Growth(%)	77.9%	38.5%	44.2%	42.5%	30.0%
净利润	25.5	44.0	54.9	75.4	105.2
Growth(%)	132.4%	72.9%	24.6%	37.5%	39.5%
毛利率(%)	45.2%	47.9%	47.7%	48.0%	50.0%
净利润率(%)	12.0%	15.0%	13.0%	12.5%	13.4%
每股收益(元)	0.19	0.33	0.41	0.56	0.79
每股净资产(元)	0.68	3.41	3.72	4.14	4.73
市盈率	112.5	65.1	52.2	38.0	27.2
市净率	31.4	6.3	5.8	5.2	4.5
净资产收益率(%)	28.0%	9.6%	11.0%	13.6%	16.6%
ROIC(%)	83.8%	103.7%	114.3%	69.0%	50.0%
EV/EBITDA	30.0	21.5	41.2	28.1	17.7
股息收益率	0.3%	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

增持-A

上次评级：中性-A

目标价格：**23.00 元**

期限：6 个月 上次预测：45.00 元

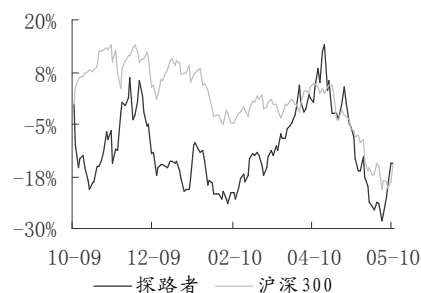
现价：21.38 元

报告日期：**2010-05-24**

市场数据

总市值(百万元)	2,864.92
流通市值(百万元)	726.92
总股本(百万股)	134.00
流通股本(百万股)	34.00
12 个月最高/最低	17.61/66.59 元
十大流通股(%)	4.23%
股东户数	11,338

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.61)	10.43	(19.07)
绝对收益	(14.53)	(1.01)	(14.22)

研究员

赵梅玲

行业分析师

021-68765110

zhaoml@essence.com.cn

证书编号

S1450209090278

前期研究成果

探路者：高成长伴随高送转

2010-03-18

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-24

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	212.0	293.6	423.4	603.4	784.2	成长性					
减: 营业成本	116.3	153.0	221.6	314.1	392.4	营业收入增长率	77.9%	38.5%	44.2%	42.5%	30.0%
营业税费	1.1	1.8	2.5	3.6	4.7	营业利润增长率	97.6%	39.5%	37.6%	41.2%	55.2%
销售费用	36.7	56.7	93.2	132.7	172.5	净利润增长率	132.4%	72.9%	24.6%	37.5%	39.5%
管理费用	23.8	32.2	46.6	66.4	78.4	EBITDA 增长率	82.6%	39.5%	26.4%	49.1%	59.9%
财务费用	0.1	-0.4	-5.8	-5.8	-5.5	EBIT 增长率	88.2%	37.8%	26.2%	45.4%	59.3%
资产减值损失	0.7	4.1	1.7	2.5	2.1	NOPLAT 增长率	115.7%	70.3%	14.8%	41.2%	43.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.7%	4.1%	133.8%	97.9%	48.8%
投资和汇兑收益	-0.2	-	-	-	-	净资产增长率	191.0%	400.7%	9.0%	11.4%	14.3%
营业利润	33.2	46.3	63.7	89.9	139.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.8	5.4	1.0	-1.0	1.0	毛利率	45.2%	47.9%	47.7%	48.0%	50.0%
利润总额	34.0	51.7	64.7	88.9	140.6	营业利润率	15.7%	15.8%	15.0%	14.9%	17.8%
减: 所得税	8.5	7.7	9.7	13.3	35.1	净利率	12.0%	15.0%	13.0%	12.5%	13.4%
净利润	25.5	44.0	54.9	75.4	105.2	EBITDA/营业收入	16.0%	16.1%	14.1%	14.8%	18.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.7%	15.6%	13.7%	13.9%	17.1%
货币资金	63.6	409.5	434.7	405.6	400.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	45	44	30	39	60
应收帐款	6.2	11.0	14.3	20.4	26.5	流动营业资本周转天数	19	7	29	46	50
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	164	379	442	332	268
预付帐款	3.1	0.7	0.7	0.7	0.7	应收帐款周转天数	7	6	7	8	9
存货	53.7	70.5	98.0	139.0	173.6	存货周转天数	78	79	76	74	76
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	0.0	-	总资产周转天数	210	428	480	381	336
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	62	53	62	91	116
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	28.0%	9.6%	11.0%	13.6%	16.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.5%	8.3%	9.2%	11.1%	13.4%
固定资产	35.9	36.5	34.9	96.0	163.2	ROIC	83.8%	103.7%	114.3%	69.0%	50.0%
在建工程	-	-	0.5	7.3	8.3	费用率					
无形资产	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	销售费用率	17.3%	19.3%	22.0%	22.0%	22.0%
其他非流动资产	1.1	4.3	11.1	11.1	11.1	管理费用率	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%	10.0%
资产总额	164.2	533.2	595.0	680.8	784.6	财务费用率	0.0%	-0.1%	-1.4%	-1.0%	-0.7%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	28.6%	30.1%	31.6%	32.0%	31.3%
应付帐款	22.8	51.5	69.8	98.9	123.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	44.4%	14.3%	16.3%	18.5%	19.2%
其他流动负债	32.0	24.0	26.2	31.2	26.2	负债权益比	79.9%	16.7%	19.4%	22.7%	23.8%
长期借款	15.3	-	-	-	-	流动比率	2.19	6.51	5.71	4.52	4.01
其他非流动负债	-	0.8	0.8	0.8	0.8	速动比率	1.25	5.52	4.63	3.35	2.79
负债总额	72.9	76.3	96.8	125.9	150.6	利息保障倍数	372.86	-106.06	-9.92	-14.50	-24.17
少数股东权益	-	-	0.1	0.2	0.4	分红指标					
股本	50.0	67.0	134.0	134.0	134.0	DPS(元)	0.07	-	0.08	0.11	0.16
留存收益	41.3	389.9	364.1	420.6	499.5	分红比率	39.3%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	91.3	456.9	498.1	554.9	633.9	股息收益率	0.3%	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	25.5	44.0	54.9	75.4	105.2	EPS(元)	0.19	0.33	0.41	0.56	0.79
加: 折旧和摊销	1.9	3.1	2.0	5.2	8.8	BVPS(元)	0.68	3.41	3.72	4.14	4.73
资产减值准备	0.7	4.1	1.7	2.5	2.1	PE(X)	112.5	65.1	52.2	38.0	27.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	31.4	6.3	5.8	5.2	4.5
财务费用	0.9	0.3	0.6	-5.8	-5.8	P/FCF	149.0	105.9	454.4	-115.8	452.1
投资收益	-0.2	-	-	-	-	P/S	13.5	9.8	6.8	4.7	3.7
少数股东损益	0.0	-	0.1	0.2	0.2	EV/EBITDA	30.0	21.5	41.2	28.1	17.7
营运资金的变动	1.4	-5.3	-13.8	-15.3	-23.2	CAGR(%)	43.6%	33.8%	35.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	32.3	48.7	39.1	62.1	87.6	PEG	2.6	1.9	1.5	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-19.2	-9.4	-6.1	-73.1	-77.1	ROIC/WACC	8.4	10.4	11.5	6.9	5.0
融资活动产生现金流量	22.6	324.2	4.9	-9.3	-15.5	REP	2.9	2.2	2.1	1.8	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编：100034