

星期六(002291.sz)

股权激励方案如期而至，公司经营管理正在改善

马涛 分析师

电话: 010-68058657

eMail: mt@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010001

事件:

星期六发布股权激励草案，拟授予激励对象 500 万股（占当前总股本 1.38%），首次授予部分限制性股票的授予价格为 6.91 元/股，激励对象包括对公司的经营管理工作做出重大贡献的管理人才和核心骨干人员（共 73 人），分三期行权（30%/30%/40%）。

点评:

行权条件低，最终实现行权的可能性较大

以 2010 年实现的营业收入和归属于母公司所有者的净利润为基础，12/13/14 年收入相比 10 年增速分别为 56%/95%/144%、净利润相比 10 年增速分别为 44%/73%/107%，相当于 12/13/14 年收入同比分别增长 24.9%/25%/25.13%、12/13/14 年净利润同比分别增长 20%/20.14%/19.68%。根据公司测算，12/13/14/15 年的行权成本分别为 847.78/835.67/399.67/96.89 万元，对业绩考核指标中的净利润增长率指标影响程度不大。根据我们预测，公司 11/12/13 年可分别实现收入和净利润年均 25%、34.6%的复合增速。

盈利预测与估值

我们预计公司 2011-2013 年实现净利润 1.57 亿、1.99 亿、2.45 亿，对应 2011-2013 年每股收益 0.43 元、0.55 元、0.67 元。公司多品牌经营逐渐成型、渠道下沉效果显现，随着外延式扩张的稳步推进，2011 年将迎来业绩拐点，公司收入和利润有望实现同步增长。给予公司 2011 年 33X 的估值，对应目标价 14.26 元，“买入”评级。

风险提示

1、存货跌价损失的风险；2、新品牌市场拓展不达预期的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	879.87	1,143.06	1401.92	1783.68	2238.09
增长率(%)	14.43%	29.91%	22.65%	27.23%	25.48%
EBITDA(百万元)	144.47	154.26	220.02	274.53	337.50
净利润(百万元)	113.82	100.30	157.00	198.96	244.61
增长率(%)	10.57%	-11.87%	56.53%	26.73%	22.94%
每股收益(元)	0.529	0.359	0.43	0.55	0.67
市盈率	45.03	53.52	36.89	29.11	23.68
市净率	3.74	3.67	3.58	3.19	2.81
EV/EBITDA	29.90	31.83	23.03	18.44	14.70

数据来源: 佛山星期六鞋业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

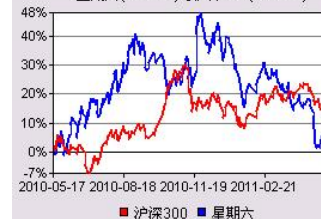
公司评级

买入

当前价格(元)	11.27
目标价格(元)	14.26
前次评级	无评级

股价走势

星期六(002291)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-9.58%	-18.31%	5.53%
沪深 300	-7.25%	-2.98%	12.44%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

363.35/121.34

主要股东:

深圳市星期六投资控股有限公司

主要股东持股比例

31.03%

财务比率

ROE	6.86%
ROA	7.95%
资产负债率	18.73%
每股净资产(元)	5.23

2010 年报数据

事件：

星期六发布股权激励草案，拟授予激励对象500万股（占当前总股本1.38%），首次授予部分限制性股票的授予价格为6.91元/股，激励对象包括对公司的经营管理工作做出重大贡献的管理人才和核心骨干人员（共73人），分三期行权（30%/30%/40%）。

点评

行权条件低，最终实现行权的可能性较大

以2010年实现的营业收入和归属于母公司所有者的净利润为基准，12/13/14年收入相比10年增速分别为56%/95%/144%、净利润相比10年增速分别为44%/73%/107%，相当于12/13/14年收入同比分别增长24.9%/25%/25.13%、12/13/14年净利润同比分别增长20%/20.14%/19.68%。根据公司测算，12/13/14/15年的行权成本分别为847.78/835.67/399.67/96.89万元，对业绩考核指标中的净利润增长率指标影响程度不大。根据我们预测，公司11/12/13年可分别实现收入和净利润年均25%、34.6%的复合增速。

经营拐点确立，2011年将迎来业绩拐点

公司2010年业绩低于预期的原因可归纳：所得税率提升以及外延式扩张加速（公司2008-2010年净开店数约为116、116、300家）带来的销售费用和管理费用的上升。具体可拆解为：A、所得税率从15%提升到25%；B新增300多家店铺带来的新增一次性装修费用、一线销售人员工资、后台服务人员工资以及配备的办公场地租用费、配合开店进行的广告投入费用以及原有员工工资10%-15%的增幅。

未来开店计划：2011年公司将参照2010年的开店速度稳步推进，期间费用率大幅上升的可能性较小（销售费用率相比2010年有所下降，2012年后，考虑到股权激励行权费用等因素，管理费用将略有上升），所得税提升对净利润的影响也将消除。同时公司的存货结构在不断优化，我们测算的公司2012年存货周转率有望接近2左右的水平。

多品牌经营逐渐成型

多品牌经营是一个趋势。星期六品牌稳健发展、精细化管理，加大力度发展索菲亚和菲伯利尔，69品牌定位低端市场，目前约150家店，直营加盟占比各半，未来69的推广可能走七匹狼的“总代”模式。我们预计未来星期六品牌贡献销售收入占比将降到50%-55%区间，索菲亚、菲伯利尔将有所提升，占比分别可达16%-20%、12%-15%。

公司渠道下沉趋势明显，2010年新开设店铺将开始贡献业绩

公司的产品定位中高端，现有星期六主品牌在一、二线城市的覆盖率分别达90%、70%-80%左右，未来销售渠道继续向三四线城市下沉。新店成熟期一般为半年，2010

年新开的300多家店面将在2011年贡献业绩。

给予公司2011年33X的估值，对应目标价14.26元，“买入”评级

我们预计公司2011-2013年实现净利润1.57亿、1.99亿、2.45亿，对应2011-2013年每股收益0.43元、0.55元、0.67元。公司多品牌经营逐渐成型、渠道下沉效果显现，随着外延式扩张的稳步推进，2011年将迎来业绩拐点，公司收入和利润有望实现同步增长。给予公司2011年33X的估值，对应目标价14.26元，“买入”评级。

表 1：股权激励对象

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票 总数的比例	占目前总股本 的比例
于洪涛	副董事长、副总经理	2	0.40%	0.006%
李刚	董事、副总经理	2	0.40%	0.006%
李礼	人力资源总监	20	4.00%	0.055%
林建江	技术总监	2	0.40%	0.006%
赵洪武	生产总监	20	4.00%	0.055%
曾杨清	董事会秘书、副总经理	20	4.00%	0.055%
李景相	财务总监	20	4.00%	0.055%
中层管理人员、核心业务骨干（合计66人）		364	72.80%	1.001%
预留		50	10.00%	0.138%
合计		500	100.00%	1.376%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2：按照股权激励草案要求，后续 11-14 年应实现 EPS 情况

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
收入（亿元）	11.43	14.28	17.83	22.29	27.89
YOY		24.90%	24.90%	25.00%	25.13%
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	1.00	1.20	1.44	1.74	2.08
YOY		20.00%	20.00%	20.14%	19.65%
对应 EPS	0.28	0.33	0.40	0.47	0.56

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3：公司预估的未来各年期权成本（万元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	合计
第一期	436	218			654
第二期	218	327	109		654
第三期	193.78	290.67	290.67	96.89	872
合计	847.78	835.67	399.67	96.89	2180

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、2011年一季度末公司存货高达6.49亿元，存在存货跌价损失的风险；
- 2、新品牌市场拓展不达预期的风险。

广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学MBA，7年钢铁企业工作经历，2年证券从业经历，2009年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn, 020-87555888-8418。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。