

审慎推荐-A (维持)

星期六 002291.SZ

目标估值: NA 元
当前股价: 11.27 元
2011年5月18日

基础数据

上证综指	2853
总股本(万股)	36335
已上市流通股(万股)	12134
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	14
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	23.6%
主要股东	星期六投资控股公司
主要股东持股比例	31.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-14	0
相对表现	-1	-14	-15



相关报告

- 1、《星期六—领先的时尚女鞋品牌 日益成熟的多品牌序列》2009/9/3
- 2、《星期六—阶段性拉销售策略是 存货的根源 与收入配比是方向》 2010/5/31
- 3、《星期六—堆货策略确有成效 非 主品牌经营与费用增加体现压力》 2010/7/30
- 4、《星期六—费用较高拖累利润 存 货略有改善 静待后续整改发展》 2011/4/24

王薇

021-12345678
wangxd@cmschina.com.cn
S1090203100123

股权激励给予后期业绩增长一定的保障

公司公告股权激励草案,该草案激励对象主要针对高管层及核心业务骨干,业绩增长的考核标准较为符合目前发展的现状,可为后期业绩增长给予一定的支撑,但行权价格不高。我们认为从目前的经营情况看,预计公司上半年利润出现大幅增长的机会不大,但全年看预计费用、库存等的改善,可使得利润和收入获得较为匹配的增长,11年下半年可观察改善趋势是否超预期以决定投资机会。

- **股权激励计划启动。**公司拟向 73 位董事(不含独立董事)、高、中级管理人员及核心业务骨干授出股票期权 500 万份(包括 50 万份预留),占当前公司股本总额的 1.38%,有效期自授权日起四年。激励对象可在授权日满一年后,在计划规定的可行权日按获授股票期权总量的 30%、30%、40%分三期行权,行权价格 6.91 元。行权条件为:2011-2014 年较 2010 年的净利润增长率分别不低于 20%、44%、73%和 107%。
- **业绩增长目标给予后期发展一定保证。**公司对 11-14 年收入的考核目标分别为 20%、30%、25%和 25%,净利润的考核为年均 20%的增长。因目前公司的存货压力尚未得到完全消化,且费用攀升较快,导致 11 年一季度净利润增长略显乏力,而此次激励草案标准的提出可显示出公司现阶段多品牌发展和渠道整合等措施未来可获得一定的成效,利润持续增长的能力将有所恢复,给予我们对公司下半年发展以及业绩增长予以一定的信心。
- **激励意在提升管理层及核心业务骨干的积极性,加强核心竞争实力。**激励对象涵盖董事、高、中级管理层及核心业务骨干,并预留 50 万股激励公司未来引进的骨干员工。公司前期在库存管理及费用控制上遇到一定问题,导致盈利能力有所下降,此次对管理层级核心业务骨干的激励行为,将提升积极性及管理运营效率,也有助于吸引保留优秀管理人才和业务骨干,使公司顺利度过目前的经营低潮期。
- **行权价格不高,对股价的催化作用有限。**授予价格为 6.91 元/股,为激励计划公告前 20 个交易日股票均价的 60%。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	880	1143	1461	1934	2451
同比增长	14%	30%	28%	32%	27%
营业利润(百万元)	129	133	167	241	327
同比增长	9%	3%	25%	44%	36%
净利润(百万元)	114	100	127	178	244
同比增长	11%	-12%	27%	40%	37%
每股收益(元)	0.53	0.36	0.35	0.49	0.67
PE	21.3	31.4	32.1	23.0	16.8
PB	1.8	2.2	2.6	2.4	2.1

资料来源:招商证券

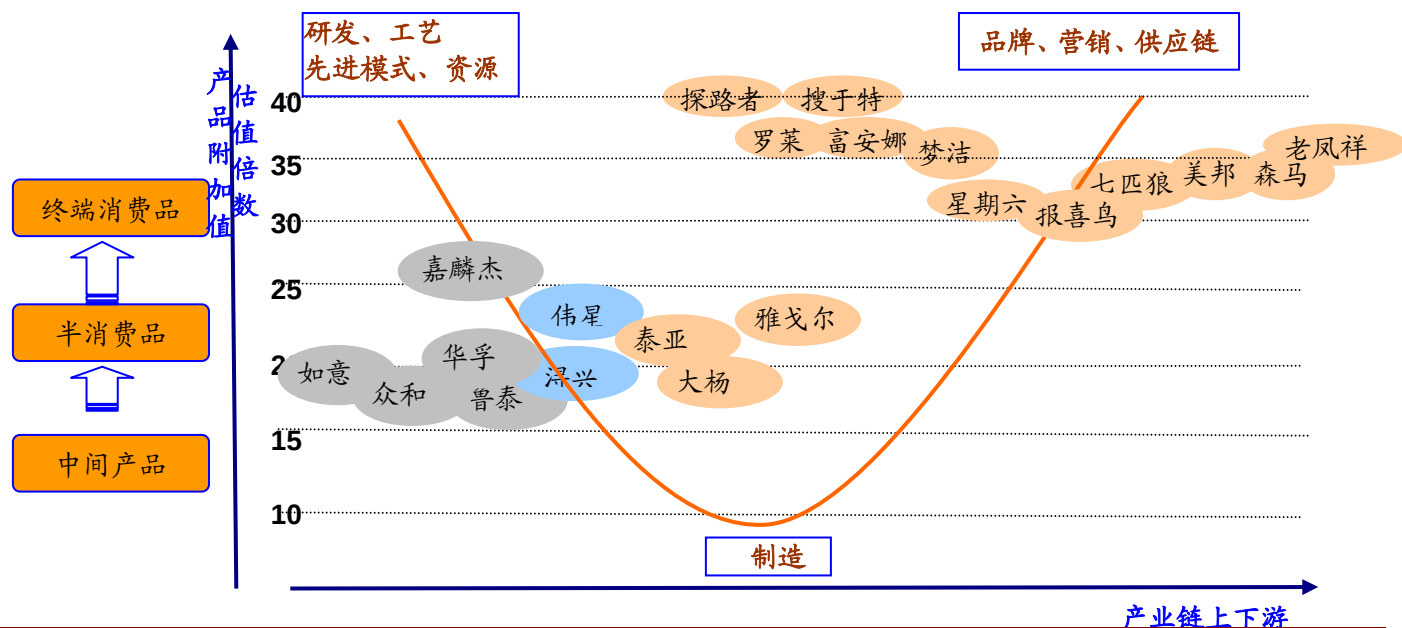
- **未来展望：**股权激励方案的提出，为后期业绩增长前景予以一定的保证。同时，考虑到公司近期品牌策略的调整，有助于深化多个主品牌实现均衡发展，且新增店面销售业绩及广告宣传效益将在 2011 年体现，同时预计费用情况全年看可以维持和收入匹配的增长，我们预计 2011 年公司的利润增长将可实现和收入增长基本同步的状态，而伴随近两年供应链管理、开发设计等环节的改进，从而带来库存的逐步缓解，预计公司 2012 年的利润增长可能较为乐观。
- **盈利预测与投资建议：**我们根据激励计划，调整 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.35、0.49 和 0.67 元/股，对应 11、12 年的估值分别为 32 和 23 倍，目前短期估值偏高，且行权价格不高。但基于公司主品牌的稳固市场地位，以及未来改善的预期，维持“审慎推荐-A”的评级。待公司阶段性问题解决后，多品牌的良性发展仍有较大空间，11 年下半年可观察改善趋势是否超预期以决定投资机会。
- **风险因素：**1) 小非解禁压力的释放；2) 营销渠道拓展提速，费用高企的风险；3) 3) 库存消化不达预期；4) 上游原材料价格及委托加工成本上涨。

表 1：2012-2014 年行权期安排

行权期	行权有效期	可行权数量 占获授期权 数量的比例	行权指标
第一个行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2012 年营业收入相比 2010 年增长不低于 56%；2012 年净利润相比 2010 年增长不低于 44%。
第二个行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2013 年营业收入相比 2010 年增长不低于 95%，2013 年净利润相比 2010 年增长不低于 73%。
第三个行权期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%	2014 年营业收入相比 2010 年增长不低于 144%，2014 年净利润相比 2010 年增长不低于 107%。

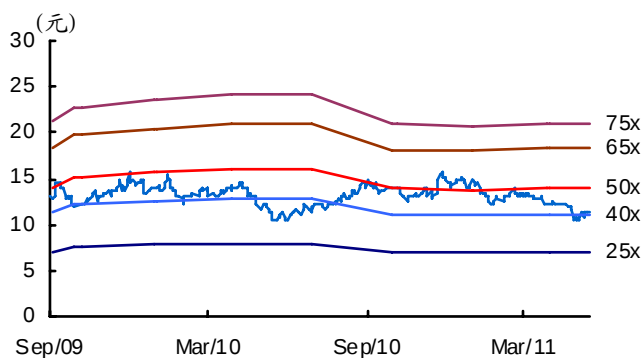
资料来源：公司公告，招商证券

图 1: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



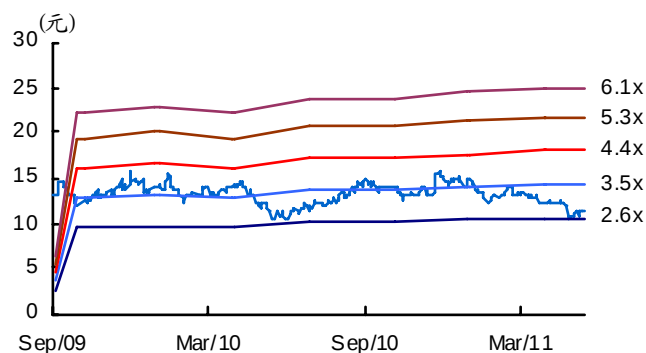
资料来源: 招商证券

图 2: 星期六历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 星期六历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

2、《纺织服饰行业 09 年投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

3、《星期六—领先的时尚女鞋品牌 日益成熟的多品牌序列》2009/9/3:

对女鞋行业发展以及竞争格局进行了详细的分析，并依托公司的品牌评价体系对其模式进行剖析，清晰阐述公司的优劣势与发展轨迹。

4、《星期六—推新品牌丰富多品牌序列 拓低端市场扩大发展空间》2009/9/25

5、《星期六—业绩符合预期 内生增长为主要发展动力》2009/10/21

6、《星期六—夯实基础 为腾飞助力》2009/11/5

7、《星期六—计提较多存货跌价准备是业绩低于预期的主因》2010/3/1

8、《星期六—阶段性拉销售策略是存货的根源 与收入配比是方向》2010/5/31

9、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

10、《星期六-堆货策略确有成效 非主品牌经营与费用增加体现压力》2010/7/30

11、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

12、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

13、《星期六-多品牌协同发展渐显效果 费用及税率提升拖累业绩》2011/3/29

14、《星期六-费用较高拖累利润 存货略有改善 静待后续整改发展》2011/4/24

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1714	1586	1693	1935	2247
现金	970	623	546	485	414
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	28	27	51	64	81
应收款项	223	314	358	470	596
其它应收款	10	11	15	15	20
存货	448	574	687	854	1078
其他	35	38	37	47	59
非流动资产	93	213	209	212	212
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	64	103	111	116	117
无形资产	21	24	23	23	22
其他	8	86	74	73	73
资产总计	1806	1799	1902	2148	2459
流动负债	437	337	333	428	532
短期借款	164	164	102	90	70
应付账款	27	10	17	36	53
预收账款	14	1	24	31	39
其他	232	162	190	270	370
长期负债	0	0	(2)	(2)	(2)
长期借款	0	0	(2)	(2)	(2)
其他	0	0	0	0	0
负债合计	437	337	331	426	530
股本	0	0	0	0	0
资本公积金	215	280	363	363	363
留存收益	889	889	805	805	805
少数股东权益	266	294	402	554	761
母公司所有者权益	1369	1462	1570	1722	1929
负债及权益合计	1806	1799	1902	2148	2459

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	(67)	(196)	26	(2)	(3)
净利润	114	100	127	178	244
折旧摊销	0	0	11	11	11
财务费用	0	0	3	2	1
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(150)	(213)	(281)
其它	(181)	(296)	36	19	22
投资活动现金流	(45)	(133)	(20)	(15)	(10)
资本支出	0	0	(20)	(15)	(10)
其他投资	(45)	(133)	0	0	0
筹资活动现金流	926	39	(84)	(43)	(58)
借款变动	0	0	(62)	(14)	(20)
普通股增加	0	0	84	0	0
资本公积增加	0	0	(84)	0	0
股利分配	0	0	(19)	(27)	(37)
其他	926	39	(3)	(2)	(1)
现金净增加额	814	(290)	(77)	(60)	(71)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	880	1143	1461	1934	2451
营业成本	466	601	791	1041	1314
营业税金及附加	0	1	0	0	0
营业费用	203	320	406	534	672
管理费用	50	60	76	103	127
财务费用	9	7	3	2	1
资产减值损失	23	21	18	13	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	129	133	167	241	327
营业外收入	2	3	3	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	131	137	170	241	327
所得税	17	36	42	63	83
净利润	114	100	127	178	244
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	114	100	127	178	244
EPS (元)	0.53	0.36	0.35	0.49	0.67

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	14%	30%	28%	32%	27%
营业利润	9%	3%	25%	44%	36%
净利润	11%	-12%	27%	40%	37%
获利能力					
毛利率	47.0%	47.4%	45.9%	46.2%	46.4%
净利率	12.9%	8.8%	8.7%	9.2%	9.9%
ROE	8.3%	6.9%	8.1%	10.4%	12.6%
ROIC	7.8%	6.3%	7.6%	10.0%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	24.2%	18.7%	17.4%	19.8%	21.5%
净负债比率	9.1%	9.1%	5.4%	4.1%	2.8%
流动比率	3.9	4.7	5.1	4.5	4.2
速动比率	2.9	3.0	3.0	2.5	2.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0
存货周转率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4
应收帐款周转率	4.5	4.3	4.4	4.7	4.6
应付帐款周转率	16.6	32.7	58.8	38.7	29.5
每股资料(元)					
每股收益	0.53	0.36	0.35	0.49	0.67
每股经营现金	-0.31	-0.70	0.07	-0.01	-0.01
每股净资产	6.37	5.23	4.32	4.74	5.31
每股股利	0.26	0.00	0.05	0.07	0.10
估值比率					
PE	21.3	31.4	32.1	23.0	16.8
PB	1.8	2.2	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	18.6	17.6	14.7	10.4	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳出出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。