

美克股份 (600337.SH)

激励计划出台，未来增长可期

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

14.84-15.90

分析师

分析师

朱嘉

孙国东

S0740510120017

S0740207010008

021-20315132

0531-68889511

zhujia@qlzq.com.cn

sungd@qlzq.com.cn

2011 年 7 月 8 日

基本状况

总股本(百万股)	632.68
流通股本(百万股)	510.60
市价(元)	11.63
市值(百万元)	7358.07
流通市值(百万元)	5938.32

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

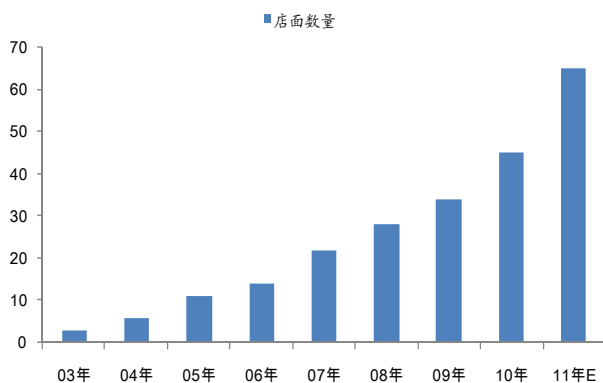
指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,869.48	2,415.19	3,192.00	3,967.00	4,732.00
营业收入增速	-4.48%	29.19%	32.16%	24.28%	19.28%
净利润增长率	-27.78%	102.46%	133.88%	54.97%	29.14%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.14	0.34	0.52	0.68
前次预测每股收益(元)	0.09	0.14	0.34	0.50	0.63
市场预测每股收益(元)	0.09	0.14	0.35	0.55	0.70
偏差率(本次-市场/市场)	0	0	-2.85%	-5.45%	-2.86%
市盈率(倍)	106.33	73.43	34.32	22.15	17.15
PEG	—	0.72	0.26	0.40	0.59
每股净资产(元)	2.72	3.67	4.01	4.54	5.21
每股现金流量	0.52	0.24	0.43	0.60	0.92
净资产收益率	3.25%	3.94%	8.44%	11.56%	12.99%
市净率	3.46	2.89	2.90	2.56	2.23
总股本(百万股)	510.60	632.68	632.68	632.68	632.68

备注: 市场预测取 聚源一致预期

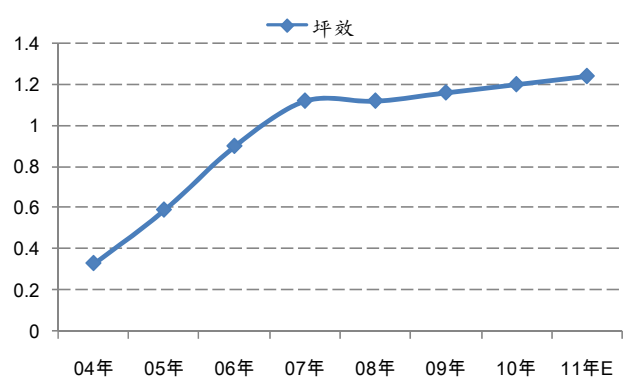
投资要点

- 公司公布股权激励草案及股票增值权激励草案，以激励及稳定公司管理层及业务核心人员，该计划的实施将进一步激发管理层的热情，促进公司后期业绩的快速增长。
- 此次股权激励方案：公司拟向激励对象授予 1885 万份股票期权，约占本激励计划签署时公司股本总额的 2.98%。其中首次授予 1697 万份，公司股本总额 2.68%；预留 188 万份，占公司股本总额的 0.30%，股权激励的股票来源为公司向激励对象定向发行股票，行权价格为 11.63 元。
- 其有效期为自股票期权授权日起 5 年。本计划授予的股票期权自本期激励计划授权日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权，前两次均为 30%，后一次为 40%。行权条件为：以 2010 年净利润为基数，公司 2011-2013 年的净利润增长率分别不低于 115%、210%和 320%；公司 2011-2013 年的加权平均净资产收益率分别不低于 7.09%、9.10%和 10.62%。
- 本次股权激励对象包括公司董秘、财务总监以及中层管理人员、核心技术（业务）人员共 187 人，同时预留了部分份额以鼓励及吸引更多的人才涌现及加入。
- 股票增值权激励草案：激励计划采用股票增值权工具，以美克股份为虚拟标的股票，在满足业绩考核标准的前提下，由美克股份以现金方式支付行权价格与兑付价格之间的差额，该差额即为激励额度。激励对象范围为公司聘任的非中国国籍的中层管理人员及核心技术（业务）人员及董事会认为对公司有特殊贡献的其他人员共 15 人。

- 此次股票增值权激励草案总计授予 265 万份股票增值权，本期计划授予的股票增值权的行权等待期为一年，等待期满后的三年为行权期，前两年的行权额度均为 30%，后一年为 40%。行权条件为：公司届时股价不低于 11.63 元/股，同时还包括公司股权激励的行权条件。
- 从公司此次的激励计划来看，我们认为管理层对公司后期发展及业绩快速增长充满了信心，较高的行权条件亦确立了公司后期业绩的快速增长的趋势，通过简单计算可知，行权条件对应的公司 2011 - 2013 年的净利润分别要达到 1.97、2.84 和 3.85 亿元，对应的 EPS 分别为 0.31、0.45 和 0.61 元。同时，公司净资产收益率 2011 年-2013 年分别不低于 7.09%、9.10%和 10.62%，对于一个规模或资产迅速扩张的公司来讲，这个净资产收益率也是不低的（2010 年公司的净资产收益率为 6.22%）。
- 目前国内家具市场正处于快速成长期，随着人们可支配收入的稳步提升以及城镇化进程的稳步推进，我国人均家具消费金额保持 20%的年均复合增长率。而公司作为国内知名的高端品牌，其品牌及渠道的先发优势将保证公司最大程度地分享这一盛宴。
- 截至 2010 年，公司国内零售网点已达到 45 家门店，其国内零售业务在 2010 年突破了 10 亿元到达 11.9 亿元，公司的国内零售业务已经进入了成长的爆发期及盈利的快速地提升期。后期公司仍将加速扩大渠道规模并深耕已布局的区域，2011 年的开店数量有望达到 20 家左右，数量、质量双管齐下，网点、坪效同步提升。
- 同时，随着住宅、家居的升级换代，配饰、家居用品市场将迎来高速增长期，美克推广“馨赏家”家饰用品品牌，以店中店、商场店、社区店等形式，布局即将到来的家居用品消费趋势。馨赏家借助美克美家品牌强大的供应商平台，从全球采购符合品牌标准，满足客户生活多样化需求的家居产品。
- 我们预计公司 2011 - 2013 年的 EPS 分别为 0.34、0.53 和 0.68 元，对应的动态市盈率分别为 34 倍、22 倍和 17 倍，给予公司 2012 年 28 - 30 倍的 PE，目标价为 14.84 - 15.90 元，给予“买入”的投资评级。

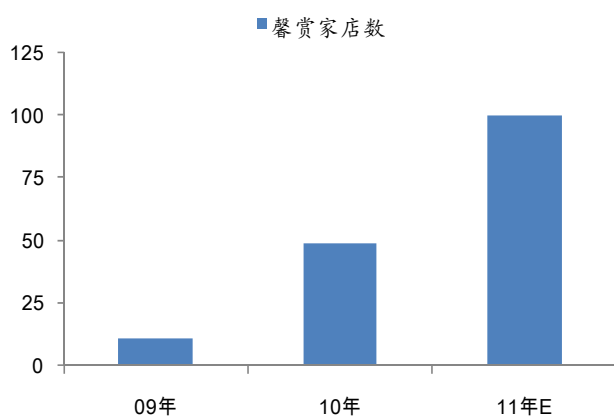
图表 1：公司美克渠道增长情况（单位：家）


来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司渠道坪效情况（单位：万元/平米）


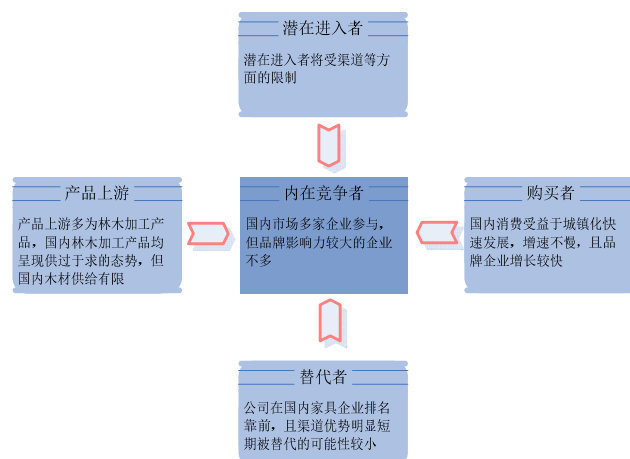
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：馨赏家渠道情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：公司国内市场业务分析



来源：齐鲁证券研究所

图表 5：业绩预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,415	3,192	3,967	4,732	货币资金	1,026	1,527	1,151	1,652
增长率	29.2%	32.2%	24.3%	19.3%	应收账款	401	486	663	804
营业成本	-1,429	-1,809	-2,192	-2,565	存货	765	870	1,036	1,219
% 销售收入	59.2%	56.7%	55.3%	54.2%	其他流动资产	117	118	168	207
毛利	986	1,384	1,775	2,168	流动资产	2,309	3,001	3,017	3,882
% 销售收入	40.8%	43.3%	44.7%	45.8%	% 总资产	62.3%	67.8%	68.4%	74.1%
营业税金及附加	-10	-13	-16	-19	长期投资	49	49	49	49
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,027	1,034	992	944
营业费用	-562	-718	-873	-1,041	% 总资产	27.7%	23.4%	22.5%	18.0%
% 销售收入	23.3%	22.5%	22.0%	22.0%	无形资产	288	306	316	327
管理费用	-227	-287	-317	-379	非流动资产	1,399	1,424	1,392	1,355
% 销售收入	9.4%	9.0%	8.0%	8.0%	% 总资产	37.7%	32.2%	31.6%	25.9%
息税前利润 (EBIT)	187	365	569	729	资产总计	3,708	4,425	4,409	5,237
% 销售收入	7.7%	11.4%	14.3%	15.4%	短期借款	394	786	128	128
财务费用	-46	-40	-33	-17	应付款项	518	558	704	867
% 销售收入	1.9%	1.3%	0.8%	0.4%	其他流动负债	96	90	110	146
资产减值损失	-12	0	0	0	流动负债	1,008	1,433	942	1,141
公允价值变动收益	2	0	0	0	长期贷款	371	371	371	371
投资收益	0	0	0	0	其他长期负债	2	2	2	2
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,381	1,806	1,315	1,514
营业利润	131	325	535	712	普通股股东权益	2,325	2,539	2,871	3,299
营业利润率	5.4%	10.2%	13.5%	15.0%	少数股东权益	2	80	224	423
营业外收支	8	11	12	11	负债股东权益合计	3,708	4,425	4,409	5,237
税前利润	139	335	547	723					
利润率	5.7%	10.5%	13.8%	15.3%					
所得税	-18	-44	-71	-94					
所得税率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%					
净利润	121	292	476	629					
少数股东损益	29	78	144	200					
归属于母公司的净利润	92	214	332	429					
净利率	3.8%	6.7%	8.4%	9.1%					
现金流量表 (人民币百万元)					比率分析				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
净利润	121	292	476	629	每股指标				
少数股东损益	0	78	144	200	每股收益 (元)	0.145	0.339	0.525	0.678
非现金支出	113	102	102	107	每股净资产 (元)	3.674	4.013	4.537	5.215
非经营收益	19	34	27	11	每股经营现金净流 (元)	0.241	0.429	0.598	0.921
营运资金变动	-100	-157	-226	-164	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	152	349	522	783	回报率				
资本开支	158	117	58	60	净资产收益率	3.94%	8.44%	11.56%	12.99%
投资	-24	0	0	0	总资产收益率	2.47%	4.84%	7.53%	8.19%
其他	-1	0	0	0	投入资本收益率	8.08%	14.46%	20.69%	25.17%
投资活动现金净流	-183	-117	-58	-60	增长率				
股权募资	704	0	0	0	营业总收入增长率	29.19%	32.16%	24.28%	19.28%
债权募资	163	391	-658	0	EBIT增长率	24.24%	95.17%	55.72%	28.14%
其他	-60	-45	-38	-22	净利润增长率	102.46%	133.88%	54.97%	29.14%
筹资活动现金净流	807	346	-696	-22	总资产增长率	42.97%	19.34%	-0.35%	18.77%
现金净流量	777	578	-233	701	资产管理能力				
					应收账款周转天数	52.9	45.8	50.5	52.4
					存货周转天数	168.9	174.6	171.7	173.2
					应付账款周转天数	51.9	46.1	49.7	50.7
					固定资产周转天数	146.4	112.0	88.5	70.7
					偿债能力				
					净负债/股东权益	-11.29%	-14.23%	-21.14%	-31.04%
					EBIT利息保障倍数	4.1	9.0	17.0	43.8
					资产负债率	37.24%	40.82%	29.83%	28.91%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308