

其他轻工制造 II

美克股份 (600337.SH) / 11.63 元

股权激励推出，后续增长明确

事项

公司公布股权激励计划草案，拟向激励对象授予 1885 万份股票期权，占总股本比例为 2.98%，授予 187 人。主要行权条件为：以 2010 年为基数，2011-2013 年净资产收益率不低于 7.09%、9.10% 和 10.62%，净利润增长率不低于 115%、210% 和 320%。本次授予的股票期权的行权价格为 11.63 元。

主要观点

1、股权激励计划明确增长前景

方案主要包括了股权激励方案以及针对外籍人士的股票增值权激励计划，两个方案的行权条件相同。行权条件之一是 2011-2013 年均以 2010 年为基数，净利润增长率不低于 115%、不低于 210% 和不低于 320%，即 2011-2013 年 EPS 最低分别为 0.3、0.43 和 0.59 元，即每年增长速度最低为 115%、44.19% 和 35.48%。行权价格均为 11.63 元。

2003 年以来，我国家具市场保持了年均 25% 以上的增速，2010 年在地产调控影响下仍增长 37.2%。美克股份前期业绩受制于费用高企，以及品牌仍在初期建设阶段，2010 年才实现扭亏。未来在行业高速发展的背景下，我们维持前期观点，认为美克股份将逐渐实现从出口主导向内销主导、从无业绩向有业绩的转变；此次股权激励计划覆盖面较广，行权条件较高，明确了未来的高增长前景。

2、公司未来看点

(1) 零售业务崛起。公司的核心竞争力是提供生活方式和一站式解决方案，并非简单的家具销售；核心看点是美克美家在国内的品牌塑造和渠道扩张潜力。进入 11 年，公司书面订单增长 30-40%。我们预期 11 年国内零售将有 30% 以上增长；同时公司再融资收购美克美家 49% 股权、加大渠道拓展力度，预计零售业务比重不断上升。

(2) 多品牌细分市场、融资后渠道扩张加速。公司 09 年推出家居用品品牌“馨赏家”；11 年引入 Caracole 品牌；我们预期公司未来仍会有收购和自建计划。随着多品牌策略推进，公司渠道扩张将加速。11 年计划新开 20 家美克美家和 50 家“馨赏家”店，我们预期公司未来渠道增速维持在 30-40%。目前的品牌均以直营店为主，不排除公司在多品牌策略下会推出实施加盟的新品牌。

3、盈利预测和建议。

公司期权成本为 6687.41 万元，2011-2014 年分别摊销 975.25、3399.43、1643.99 和 668.74 万元，增加管理费用。但我们认为，相较股权激励保证下的高增速，费用影响可忽略不计。公司未来增长动力来自 3 个方面：(1) 提价（11 年提价 10-15%）；(2) 美克美家 49% 股权收购；(3) 品牌知名度提升以及渠道扩张加速。我们给予公司略高于股权激励行权条件的增速，3 年 CAGR 73%，维持 11-13 年 EPS 为 0.36、0.53 和 0.73 元，给予 11-12 年 35 和 30 倍的估值，即目标价为 12.6-15.9 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

费用率高企难下、木材价格上升、国内商业物业租金上升、地产调控的深化。

证券分析师： 区志航

执业编号： S0850209050634

Tel： 0755-82828559

Email： ouzhihang@hcqz.com

联系人： 唐爽爽

Tel： 021-50157562

Email： tangshuang@hcqz.com

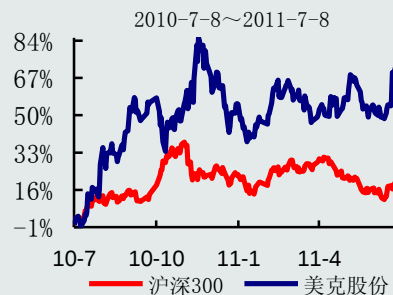
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	63268
流通 A 股/B 股(万股)	51060/0
资产负债率(%)	36.98
每股净资产(元)	3.71
市盈率(倍)	283.95
市净率(倍)	3.13
12 个月内最高/最低价	13.23/6.63

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《11 年内销零售开始放业绩》

2011-04-27

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2309	2854	3360	4093
现金	1026	1738	2212	2910
应收账款	369	330	343	347
其它应收款	32	52	43	42
预付账款	114	101	109	108
存货	765	625	649	680
其他	2	8	3	4
非流动资产	1399	1267	1187	1093
长期投资	24	11	13	16
固定资产	976	896	815	735
无形资产	217	205	196	185
其他	183	155	162	157
资产总计	3708	4121	4547	5186
流动负债	1008	1075	1025	1139
短期借款	266	476	329	357
应付账款	246	195	201	214
其他	496	404	495	568
非流动负债	373	463	597	678
长期借款	371	462	596	676
其他	2	1	1	1
负债合计	1381	1538	1622	1817
少数股东权益	2	32	65	102
股本	633	633	633	633
资本公积金	859	859	859	859
留存收益	838	1065	1373	1781
归属母公司股东权益	2325	2552	2860	3268
负债和股东权益	3708	4121	4547	5186

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	152	477	537	652
净利润	121	257	371	497
折旧摊销	101	99	101	101
财务费用	46	15	13	18
投资损失	-0	-6	-2	-3
营运资金变动	-101	100	56	41
其它	-13	13	-2	-3
投资活动现金流	-183	32	-24	-8
资本支出	159	0	0	0
长期投资	-24	-22	8	2
其他	-48	10	-16	-6
筹资活动现金流	818	203	-39	54
短期借款	20	210	-146	28
长期借款	15	91	134	80
普通股增加	122	0	0	0
资本公积增加	741	0	0	0
其他	-80	-98	-27	-54
现金净增加额	777	712	474	698

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2415	2930	3293	3718
营业成本	1429	1654	1799	1973
营业税金及附加	10	12	14	16
营业费用	562	690	757	837
管理费用	227	264	280	297
财务费用	46	15	13	18
资产减值损失	12	8	9	10
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	0	6	2	3
营业利润	131	293	423	570
营业外收入	9	12	16	19
营业外支出	2	3	3	4
利润总额	139	302	436	585
所得税	18	45	65	88
净利润	121	257	371	497
少数股东损益	29	29	33	37
归属母公司净利润	92	227	338	460
EBITDA	278	407	537	690
EPS（元）	0.14	0.36	0.53	0.73

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.2%	21.3%	12.4%	12.9%
营业利润	43.5%	123.7%	44.3%	34.8%
归属母公司净利润	102.5%	148.2%	48.6%	36.2%
获利能力				
毛利率	40.8%	43.5%	45.4%	46.9%
净利率	3.8%	7.8%	10.3%	12.4%
ROE	3.9%	8.9%	11.8%	14.1%
ROIC	7.6%	14.4%	22.1%	32.5%
偿债能力				
资产负债率	37.2%	37.3%	35.7%	35.0%
净负债比率	55.39%	63.98%	60.84%	61.21%
流动比率	2.29	2.66	3.28	3.59
速动比率	1.53	2.07	2.64	2.99
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.75	0.76	0.76
应收帐款周转率	7	8	10	11
应付帐款周转率	7.04	7.50	9.08	9.52
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.36	0.53	0.73
每股经营现金	0.24	0.75	0.85	1.03
每股净资产	3.67	4.03	4.52	5.16
估值比率				
P/E	72.54	29.22	19.66	14.43
P/B	2.86	2.60	2.32	2.03
EV/EBITDA	23	16	12	9

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801