

服装 II

探路者 (300005.SZ) / 17.06 元

行权条件较高，业绩相对保障

事 项

探路者发布股票期权与限制性股票激励计划草案：（1）股票期权激励计划：公司拟向激励对象授予 100 万份股票期权，约占总股本的 0.37%。（2）限制性股票激励计划：公司拟向激励对象授予 250 万股公司限制性股票，占总股本的 0.93%。股票期权的行权价格为 17.37 元，限制性股票的首次授予价格为 8.36 元。行权条件为 2012-2014 年年加权平均净资产收益率均不低于 20%，以 2011 年净利润为基数，2012-2014 年年净利润增长率不低于 40%、90%和 150%。预计 2012-2015 年期权费用为 712、1057、508、162 万元。

主要观点

1. 行权条件较有吸引力，行权价可构成安全边际。

2010 年 5 月 25 日，探路者发布首期股权激励计划公告，行权条件为 2011-2013 年相对于 2009 年的净利润增长率分别不低于 30%、70%、120%，相当于 4 年 CAGR22%，2012-2013 年净利润增速为 31%和 29%。

此次行权条件为以 2011 年净利润为基数，2012-2014 年年净利润增长率不低于 40%、90%和 150%相当于 3 年 CAGR36%，2012-2014 年净利润增速为 40%、36%和 32%，对应 2012-2014 年 EPS 不低于 0.56、0.76、1.01 元，我们认为该行权条件吸引力较大。

2. 公司未来看点。

我们认为，探路者的“行业起步期+龙头占有率较高”优势是其他上市公司所不具备的。此外，在今年提价动力可能不足的背景下，户外行业是仍然能够实现量增的行业。我们预计，在前期快速渠道扩张、规模化效应逐渐显现的基础上，2012 年是公司的业绩爆发之年；而 2012 年之后，随着公司收入规模步入新的台阶，是否能依然保持高增长取决于：（1）行业市场容量是否饱和；（2）加盟商终端库存压力。（3）是否存在收购整合机会。

3. 盈利预测和建议。

考虑新增期权费用，我们下调公司 12-13 年 EPS 至 0.67 和 0.97 元，3 年 CAGR69%。给予公司 2012 年 35 倍 PE，目标价 23.45 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

1. 渠道扩张过快带来的管理风险。2. 大股东解禁风险。

证券分析师：区志航
执业编号：S0850209050634
Tel：0755-82828559
Email：ouzhihang@hczq.com
联系人：唐爽爽
Tel：021-50157562
Email：tangshuang@hczq.com

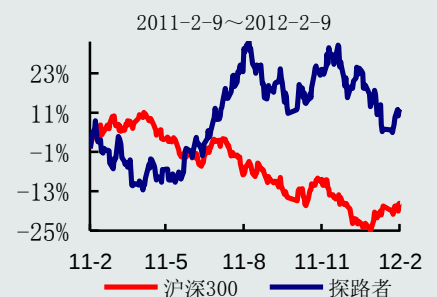
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	26800
流通 A 股/B 股(万股)	11513/0
资产负债率(%)	12.68
每股净资产(元)	2.00
市盈率(倍)	25.46
市净率(倍)	8.51
12 个月内最高/最低价	33.7/13.27

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

- 《秋冬订货会稳定增长，2012 年收入更确定》 2011-12-20
- 《股权激励摊销费用令业绩低于预期》 2011-10-25
- 《户外行业高增长，规模化后费用降》 2011-10-12

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	489	551	725	970
现金	379	466	633	874
应收账款	8	6	6	7
其它应收款	6	4	5	5
预付账款	4	3	3	3
存货	89	71	77	79
其他	2	1	1	1
非流动资产	137	134	133	131
长期投资	0	0	0	0
固定资产	109	107	104	102
无形资产	2	2	2	2
其他	27	26	27	27
资产总计	626	686	858	1100
流动负债	127	93	106	132
短期借款	0	0	0	0
应付账款	57	36	42	45
其他	70	57	64	87
非流动负债	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	0	1	1	1
负债合计	127	94	106	133
少数股东权益	0	0	0	0
股本	134	268	268	268
资本公积金	264	130	130	130
留存收益	101	193	353	569
归属母公司股东权益	499	591	751	967
负债和股东权益	626	686	858	1100

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	84	89	171	264
净利润	54	106	179	260
折旧摊销	5	5	5	5
财务费用	-4	-13	-17	-23
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	22	-12	4	23
其它	7	3	-0	-1
投资活动现金流	-100	-2	-2	-2
资本支出	99	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-2	-2	-2	-2
筹资活动现金流	-14	-0	-2	-21
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	67	134	0	0
资本公积增加	-66	-134	0	0
其他	-15	-0	-2	-21
现金净增加额	-30	87	166	241

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	434	749	1310	1904
营业成本	221	375	648	933
营业税金及附加	2	3	9	12
营业费用	92	161	284	423
管理费用	54	101	170	257
财务费用	-4	-13	-17	-23
资产减值损失	3	2	4	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	65	120	212	296
营业外收入	3	7	2	16
营业外支出	4	2	3	6
利润总额	64	125	211	306
所得税	10	19	32	46
净利润	54	106	179	260
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	54	106	179	260
EBITDA	67	112	200	278
EPS（元）	0.20	0.40	0.67	0.97

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	47.9%	72.7%	74.8%	45.4%
营业利润	40.4%	85.1%	76.1%	39.9%
归属母公司净利润	22.4%	96.6%	69.1%	45.0%
获利能力				
毛利率	49.0%	50.0%	50.5%	51.0%
净利率	12.4%	14.1%	13.7%	13.6%
ROE	10.8%	17.9%	23.9%	26.9%
ROIC	41.4%	69.0%	131.9%	230.2%
偿债能力				
资产负债率	20.4%	13.8%	12.4%	12.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.84	5.92	6.86	7.33
速动比率	3.14	5.14	6.11	6.72
营运能力				
总资产周转率	0.75	1.14	1.70	1.95
应收帐款周转率	68	111	218	298
应付帐款周转率	4.92	8.06	16.74	21.51
每股指标(元)				
每股收益	0.20	0.40	0.67	0.97
每股经营现金	0.31	0.33	0.64	0.99
每股净资产	1.86	2.21	2.80	3.61
估值比率				
P/E	47.29	48.12	28.45	19.62
P/B	5.11	8.62	6.79	5.27
EV/EBITDA	71	42	24	17

纺织服装组分析师介绍

区志航：

华创证券纺织服装行业首席分析师，平安证券、海通证券研究所等 11 年从业经验，2009-2010 年两年新财富入围。

唐爽爽：

华创证券纺织服装行业助理分析师，中国人民大学经济学硕士，海通证券研究所、华创证券研究所 1.5 年从业经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

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。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558