

二期股权激励推出利好股价

投资要点：

- 今日公司公布二期股权激励草案，主要内容如下：(1) 激励计划分为股票期权激励和限制性股权激励两部分：股票期权激励为 100 万份，首次授予 90.25 万份，预留 9.75 万份，行权价格 17.37 元。限制性股权激励为 250 万份，首次授予 225 万股，预留 25 万股，行权价格 8.36 元。(2) 激励对象：首期股票期权激励对象为核心技术人员 33 人；限制性股权激励对象为：彭昕 150 万股，张承 50 万股，孟永利 15 万股，韩涛 10 万股。(3) 行权条件：2012 年净利润相较于 2011 年增速不低于 40%；2013 年相较于 2011 年不低于 90%；2014 年相较于 2011 年不低于 150%。三年加权平均净资产收益率不低于 20%（均为扣除非经常性损益）。(4) 管理费用增加合计 2442.5 万元，其中 2012、2013、2014、2015 年分别为 712、1058、508、163 万元。
- 我们认为股权激励推出对股价偏利好。虽然行权条件增速低于市场对公司业绩预期的增速（结合两次订货会数据，市场普遍预期 2012 年业绩增速 60%+，2013 年依然保持较高增长），考虑到在所有股权激励行权条件增速中相对水平（2012-2014 年三年复合增速 35%+）、以及公司对高管的实际激励作用，我们认为行权条件是偏正面的。
- 探路者在技术创新、产品设计、成本控制等方面都有所改进。2012 年秋冬季订货会中，已经部分体现出公司在以上三个方面有所改进，在技术创新方面，公司此次推出“TIFF 创新科技面料”、“冰面防滑”系列登山鞋、“空气循环鞋”、“T-POINT 背负系统”等创新科技；在成本控制方面，市场看到的 60% 高增长是公司在部分产品价格下降 15%-20% 的情况下、维持毛利率稳定情况下实现的增长，体现出公司在成本控制方面付出的努力。2013 年的秋冬季订货会，探路者将会实现调整后的定位目标：一个是科技创新、二是探路者是谁、三是性价比。
- 公司成长驱动来自渠道拓展、商品管理、零售提升、团队发展等。渠道拓展包括渠道类型拓展、门店升级，以及领先二级市场覆盖及渗透率；商品管理包括规划、实现品类结构增长，优化商品售罄、信贷管理；零售提升包括强力终端促销、单产提升，以及门店形象、道具等改善；团队发展则指推动客户优化运营管理，提升数据分析、执行能力。
- 维持年度策略报告中“谨慎推荐”评级。根据公司发布的 2012 年两次订货会数据，基本锁定 85% 以上收入，考虑到公司泛户外的大众化定位，渠道仍处快速扩张期。预计 2011-2013 年收入分别为 7.5、12.2、18.7 亿，EPS0.40、0.64、0.97 元，对应 PE42.9、26.8、17.5 倍。

探路者（300005.SZ）

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据	时间	2012.02.09
A股收盘价(元)		17.06
A股一年内最高价(元)*		20.59
A股一年内最低价(元)*		13.27
上证指数		2350
市净率		8.29
总股本(万股)		26800
实际流通 A股(万股)		26800
限售 A股(万股)		15287
流通 A股市值(亿元)		19.6

注：*价格未复权

相关研究

《探路者：订货会增速喜人，护航 2012 高增长》

2011.12.21

《探路者：完善公司治理，实施多品牌策略》

2011.9.23

表 1:探路者 (300005) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	409.5	379.4	600.7	706.9	947.7	营业收入	293.6	434.1	752.7	1222.9	1870.7
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	153.0	221.2	372.6	605.4	926.0
应收账款	5.1	7.7	14.5	21.6	33.7	营业税金及附加	1.8	2.3	2.4	3.8	5.9
预付款项	0.7	4.4	13.0	21.2	32.4	销售费用	56.7	92.3	158.1	256.8	392.8
其他应收款	5.9	5.7	9.9	16.1	24.6	管理费用	32.2	53.8	90.3	146.8	224.5
存货	70.5	89.2	114.9	216.8	290.6	财务费用	-0.4	-3.7	-1.7	-2.3	-2.9
其他流动资产	0.0	2.5	2.5	2.5	2.5	资产减值损失	4.1	3.3	5.6	9.2	14.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	36.5	109.1	162.2	200.0	245.3	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	19.5	19.5	19.5	19.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	46.3	65.0	125.4	203.3	310.4
无形资产	0.7	1.6	4.3	3.5	2.7	营业外收支净额	5.4	-0.8	1.4	0.0	0.0
长期待摊费用	3.6	6.0	7.0	7.0	6.0	税前利润	51.7	64.2	126.8	203.3	310.4
资产总计	533.2	626.2	948.6	1215.0	1604.9	减：所得税	7.7	10.3	20.3	32.6	49.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	44.0	53.9	106.5	170.7	260.6
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润	44.0	53.9	106.5	170.7	260.6
应付账款	32.5	57.4	81.7	132.7	203.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	16.2	30.4	103.3	167.8	256.7	基本每股收益	0.16	0.20	0.40	0.64	0.97
应付职工薪酬	4.1	8.0	8.0	8.0	8.0	稀释每股收益	0.16	0.20	0.40	0.64	0.97
应交税费	3.8	12.7	12.7	12.7	12.7	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	38.5%	47.9%	73.4%	62.5%	53.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	46.2%	29.2%	100.4%	62.5%	53.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	72.9%	22.4%	97.6%	60.3%	52.7%
负债合计	76.3	127.4	222.8	335.6	490.9	盈利性					
股东权益合计	456.9	498.7	725.8	879.4	1114.0	销售毛利率	47.9%	49.0%	50.5%	50.5%	50.5%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	15.0%	12.4%	14.1%	14.0%	13.9%
净利润	44	54	106	171	261	ROE	16.1%	11.3%	17.4%	21.3%	26.1%
折旧与摊销	3	5	9	16	20	ROIC	94.19%	65.02%	88.88%	118.56%	159.29%
经营活动现金流	49	84	165	174	327	估值倍数					
投资活动现金流	-9	-100	-66	-53	-63	PE	103.8	84.8	42.9	26.8	17.5
融资活动现金流	324	-12	122	-15	-23	P/S	3.9	5.3	6.1	3.7	2.4
现金净变动	363	-28	221	106	241	P/B	2.5	4.6	6.3	5.2	4.1
期初现金余额	64	410	379	601	707	股息收益率	1.2%	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%
期末现金余额	427	381	601	707	948	EV/EBITDA	13.8	27.3	28.8	17.1	10.6

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn