

证券研究报告

专业连锁行业

强烈推荐（维持）

证券分析师

聂秀欣

S1060208050096
0755-22625790
Hemiao160@pingan.com.cn

美克股份(600337)

股权激励草案出台，业绩高增长可期

事项：今日，美克股份公告了股权激励草案摘要，拟向中方高中层管理人员和核心技术人员 187 人授予 1885 万份股票期权，约占公司当前股本的 2.98%；拟向外籍中高管约 15 人授予 265 万份股票增值权（虚拟标的股票，行权时以现金支付）。

- **行权业绩要求，增强市场信心。**本次股权激励的行权条件之一是 2011 年至 2013 年归属母公司净利润在 2010 年基础上分别增长 115%、210%、320%，即年增长率分别为 115%、44%、35%，公司可能维持持续高增长。
- **向 A.R.T 和 Schnadig 子公司外籍高管授予股票增值权，预期新品牌国内上市期临近。**公司收购国外家具品牌 A.R.T 和 Schnadig 公司后，仍将其作为国外渠道货源，对公司盈利贡献不大。近两年公司大幅扩张国内连锁零售渠道和门店，已经为多品牌运营打好了基础，该两品牌拓展国内渠道可行。我们认为，本次将两品牌管理人员纳入激励范围，体现了公司认可两品牌可能成为新的盈利增长点，将大力拓展其销售渠道。
- **如果今年完成授予，期权费用将影响 2012 年业绩。**股票期权费用约为 6600 万元，分四年摊销（一年锁定期，三年行权期），如果今年 10 月授予，则费用占 2011-2013 年达到行权条件的净利润比重为：5.41%、13.07%和 4.67%；股票增值权费用在支付之日才能确认，但份额不多可忽略。
- **上调盈利预期，维持“强烈推荐”评级。**股权激励增强我们对公司发展的信心。预计 2011-2012 年 EPS 分别为：0.31 元和 0.45 元，对应 7 月 6 日收盘价 11.63 元的 PE 为：37.36 倍和 25.98 倍。

图表1 股票期权和股权增值权差异

	标的	成本计算	概念
股权期权	真实股权，行权后获得股票	计划拟定日可确定	激励对象获授一定数量在设定时间期限内以设定价格购买公司股票的权利，该权利或受到时间或业绩条件的限制
股票增值权	虚拟股权，行权后获得现金现金支付	行权时方可确定	激励对象获得一定数量的权力，该权力可以获得公司股权在某段时间增值价值

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表2 公司股权激励草案拟授予范围较广

	计划可授予份数	占总股本%	授予对象	授予人数
股权期权草案	1885万	2.98%	中国高管、中层干部、核心人员	187
股票增值权草案	265万	不适用	外籍高管、中层干部	15

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表3 公司股权激励草案行权条件是公司业绩增长的保证

	行权条件	行权份额	行权时间
第一个行权期	2011年度净资产收益率不低于7.09%，以2010年为基数，净利润增长率不低于115%	30%	授予日一年后且两年内
第二个行权期	2012年度净资产收益率不低于9.10%，以2010年为基数，净利润增长率不低于210%	30%	授予日两年后且三年内
第三个行权期	2013年度净资产收益率不低于10.62%，以2010年为基数，净利润增长率不低于320%	40%	授予日三年后且四年内

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表4 公司期权费用占达到行权条件的净利润情况，2012年可能会有费用压力

单位：万元	2011E	2012E	2013E
计入期权成本（按2011年10月授予计算）	975.25	3,399.43	1,643.99
达到行权条件的净利润	8,390	18,038.5	26,009
期权成本/净利润	5.41%	13.07%	4.67%

资料来源：平安证券研究所、Wind

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	1296	2309	2236	2706	营业收入	1869	2415	3061	4029
现金	249	1026	568	615	营业成本	1125	1429	1786	2295
应收账款	331	369	492	636	营业税金及附加	8	10	19	21
其他应收款	45	32	52	63	营业费用	382	562	719	967
预付账款	112	114	155	194	管理费用	204	227	291	399
存货	558	765	967	1196	财务费用	51	46	16	15
其他流动资产	0	2	2	2	资产减值损失	8	12	9	10
非流动资产	1297	1399	1310	1234	公允价值变动收	0	2	0	0
长期投资	4	24	24	24	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	962	976	918	846	营业利润	91	131	221	323
无形资产	222	217	206	195	营业外收入	14	9	12	12
其他非流动	109	183	162	168	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	2593	3708	3547	3939	利润总额	104	139	232	333
流动负债	711	1008	681	831	所得税	32	18	35	50
短期借款	246	266	0	0	净利润	72	121	197	283
应付账款	161	246	280	366	少数股东损益	27	29	0	0
其他流动负	304	496	402	465	归属母公司净利	45	92	197	283
非流动负债	356	373	371	371	EBITDA	246	278	341	444
长期借款	356	371	371	371	EPS (元)	0.09	0.14	0.31	0.45
其他非流动	0	2	0	0					
负债合计	1067	1381	1052	1202	主要财务比率				
少数股东权	136	2	2	2	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	511	633	633	633	成长能力				
资本公积	118	859	859	859	营业收入	291.7%	29.2%	26.7%	31.6%
留存收益	761	838	1003	1247	营业利润	10.4%	43.5%	68.7%	46.2%
归属母公司股	1390	2325	2492	2736	归属于母公司净	-27.8%	102.5%	115.0%	43.8%
负债和股东权	2593	3708	3547	3939	获利能力				
					毛利率(%)	39.8%	40.8%	41.7%	43.0%
					净利率(%)	2.4%	2.4%	3.8%	6.4%
					ROE(%)	3.3%	3.9%	7.9%	10.4%
					ROIC(%)	5.3%	7.6%	9.0%	11.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.1%	37.2%	29.7%	30.5%
					净负债比率(%)	57.39%	55.39%	35.24%	30.86%
					流动比率	1.82	2.29	3.28	3.26
					速动比率	1.03	1.52	1.84	1.79
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.77	0.84	1.08
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	6.60	7.04	6.80	7.11
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊	0.07	0.14	0.31	0.45
					每股经营现金流	0.42	0.24	-0.02	0.18
					每股净资产(最新	2.20	3.67	3.94	4.32
					估值比率				
					P/E	162.66	80.34	37.36	25.98
					P/B	5.29	3.17	2.95	2.69
					EV/EBITDA	29	25	21	16

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金	266	152	-11	112
净利润	72	121	197	283
折旧摊销	104	101	104	106
财务费用	51	46	16	15
投资损失	0	-0	0	0
营运资金变动	46	-101	-319	-272
其他经营现	-7	-13	-8	-20
投资活动现金	-98	-183	-5	-11
资本支出	83	159	0	0
长期投资	-17	-24	-5	0
其他投资现	-33	-48	-10	-11
筹资活动现金	-404	818	-442	-54
短期借款	-669	20	-266	0
长期借款	297	15	0	0
普通股增加	0	122	0	0
资本公积增	0	741	0	0
其他筹资现	-32	-80	-176	-54
现金净增加额	-244	777	-458	47

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257