

# 业绩拐点年推出股权激励锦上添花

## -美克股份股权激励点评

民生精品---简评报告/商贸零售行业

2013年3月21日

### 一、事件概述

公司公告对管理层给予限制性股权激励。股票激励份额 1500 万股，占公司总股本 2.37%。股票从 2013 年股票授予日期满一年后分三次解锁，解锁比例分别为 40%、30%、30%。股票授予价格为 2.94 元。行权条件 (1) 2013 年度净资产收益率不低于 5.5%，2013 年度实现的归属于上市公司股东的净利润 1.5 亿元；(2) 2014 年度净资产收益率不低于 6.5%，以 2013 年为基数，2014 年度净利润增长率不低于 25%；(3) 2015 年度净资产收益率不低于 7.5%，以 2013 年为基数，2015 年度净利润增长率不低于 57%。在禁售期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

### 二、分析与判断

#### ➤ 公司在此时点再推管理层激励方案对管理层激励作用明显，诚意足

2011 年公司曾经做过一次股权激励方案，但由于行权条件过高，方案流产。这两年来公司股价一直处于下跌态势，停牌前公司股价 5.48 元，价格绝对额比较便宜，公司采用限制性股票计划，授予价格仅为 2.94 元，甚至低于每股净资产 3.95 元，这对被激励的管理层而言，与两年前的方案相比，显得诚意十足，无疑是送大红包。

#### ➤ 方案设定的业绩达标条件2013年基数不低，2013-15年复合增速25%也不低

2012 年公司净利润仅为 2000 万，同比下降 90%，业绩大幅下滑原因主要是 2012 年计提了约 4500 万左右的股票期权行权费用，假设还原此笔费用，2012 年扣非后净利润约为 7000 万。股权激励方案设定 2013 年扣非后净利润为 1.5 亿，同比 2012 年增长约 1 倍多，业绩基准门槛设置得不低。根据股权激励方案计算 2014 年和 15 年净利润分别为 1.88 亿和 2.36 亿元，2013 年至 2015 年净利润复合增长率为 25%。行业同类型公司索菲亚 2013-2015 年根据股权激励方案计算净利润分别为 2.06 亿、2.47 亿、2.97 亿，净利润复合增长率为 20%。

#### ➤ 总体而言我们认为此次方案设计对比前一次合理性大大提高，激励作用强

与前次方案相比，我们认为此次方案对管理层而言更易实现，激励方案覆盖面广，价格便宜，对管理层的激励作用会非常明显。

#### ➤ 2013年原本就是公司业绩拐点年，此次激励方案推出是锦上添花

2012 年公司业绩陷入低谷，2013 年业绩拐点是大概率事件。主要原因有 3 点。第一，美国房地产市场温和复苏，公司的海外业务将继续保持稳定增长。第二，国内房地产市场销售火爆，有利于美克美家订单增长。第三，公司 2013 年强化业务协同，注重毛利率管控、费用率控制以及存货周转，2013 年净利润率和 ROE 提升是大概率事件。在此时点推出管理层激励方案，我们认为对大股东、管理层都非常有利，二级市场股东也能从中受益，多方共赢。

### 三、盈利预测与投资建议

预计 2013-15 年公司 EPS 分别为 0.24、0.30 元，0.37 元，对应 PE 为 23、18、15 倍，估值不便宜，但作为消费品牌公司，我们认为可以给估值溢价，另一方面行业索菲亚估值远高于美克，一直在 30 倍以上，对应我们认为可以给美克 25-30 倍估值，给予强烈推荐评级。

### 四、风险提示

**强烈推荐**

维持评级

合理估值：

一元

#### 交易数据 (2013-3-21)

收盘价 (元)	5.48
近 12 个月最高/最低	8.98/4.46
总股本 (百万股)	632
流通股本 (百万股)	586
流通股比例 (%)	83%
总市值 (亿元)	35
流通市值 (亿元)	29

#### 该股与沪深 300 走势比较



#### 分析师

**分析师：田慧蓝**

执业证书编号：S0100511060002

电话：(86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

**分析师：王羽**

执业证书编号：S0100512070005

电话：(86755)22662070

**研究助理：陈玉蓉**

电话：(86755)22662096

#### 相关研究

美国地产复苏低于预期，国内地产持续受政策打压，销售提前透支，长期不利于家具消费。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,561	2,688	3,210	3,695
增长率(%)	6.0%	5.0%	19.4%	15.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	191	17	155	192
增长率(%)	108.4%	-90.9%	789.9%	24.5%
每股收益(元)	0.30	0.03	0.24	0.30
PE	18.2	199.6	22.4	18.0
PB	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：民生证券研究院

**利润表**

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	2,561	2,688	3,210	3,695
减：营业成本	1,324	1,375	1,594	1,823
营业税金及附加	15	16	26	28
销售费用	704	863	936	1,085
管理费用	265	376	426	489
财务费用	43	32	35	34
资产减值损失	6	0	3	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	204	26	191	233
加：营业外收支净额	17	7	7	7
三、利润总额	220	34	198	241
减：所得税费用	29	16	44	48
四、净利润	191	17	155	192
归属于母公司的利润	191	17	155	192
五、基本每股收益 (元)	0.30	0.03	0.24	0.30

**主要财务指标**

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	9.5	26.5	7.8	6.7
<b>成长能力：</b>				
营业收入同比	6.0%	5.0%	19.4%	15.1%
营业利润同比	55.4%	-87.1%	626.4%	22.3%
净利润同比	108.4%	-90.9%	789.9%	24.5%
<b>营运能力：</b>				
应收账款周转率	14.0	11.4	10.8	10.8
存货周转率	1.5	1.1	1.0	1.1
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>盈利能力与收益质量：</b>				
毛利率	48.3%	48.9%	50.4%	50.6%
净利率	7.5%	0.6%	4.8%	5.2%
总资产净利率 ROA	5.2%	0.5%	3.5%	4.1%
净资产收益率 ROE	7.7%	0.7%	5.8%	6.7%
<b>资本结构与偿债能力：</b>				
流动比率	1.9	1.6	2.2	2.4
资产负债率	33.0%	34.9%	39.4%	38.8%
长期借款/总负债	19.0%	2.1%	24.8%	23.8%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.30	0.03	0.24	0.30
每股经营现金流量	0.63	0.18	0.21	0.49
每股净资产	3.92	3.97	4.21	4.52

**资产负债表**

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	611	356	699	969
应收票据	0	0	0	0
应收账款	183	235	298	343
预付账款	158	180	218	249
其他应收款	40	53	53	53
存货	907	1,242	1,571	1,723
其他流动资产	0	(0)	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>1,899</b>	<b>2,067</b>	<b>2,840</b>	<b>3,338</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,169	1,115	927	738
在建工程	136	161	166	172
无形资产	425	423	379	335
其他非流动资产	37	56.59	56.59	56.59
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,767</b>	<b>1,756</b>	<b>1,529</b>	<b>1,302</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,665</b>	<b>3,822</b>	<b>4,368</b>	<b>4,640</b>
短期借款	298	348	198	198
应付票据	1	19	25	29
应付账款	181	195	240	276
预收账款	206	302	398	462
其他应付款	164	310	310	310
应交税费	60	51	60	47
其他流动负债	66	77	62	49
<b>流动负债合计</b>	<b>976</b>	<b>1,303</b>	<b>1,293</b>	<b>1,372</b>
长期借款	230	28	428	428
其他非流动负债	4	1	1	1
<b>非流动负债合计</b>	<b>234</b>	<b>29</b>	<b>429</b>	<b>429</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,210</b>	<b>1,332</b>	<b>1,723</b>	<b>1,802</b>
股本	633	633	633	633
资本公积	981	1,026	1,026	1,026
留存收益	864	852	1,006	1,199
少数股东权益	2	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,481</b>	<b>2,511</b>	<b>2,665</b>	<b>2,858</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,665</b>	<b>3,822</b>	<b>4,368</b>	<b>4,640</b>

**现金流量表**

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	400	115	132	309
投资活动现金流量	2,531	1,898	(4)	(5)
筹资活动现金流量	(305)	(236)	215	(34)
现金及等价物净增加	2616	1774	343	270

## 分析师简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。