2012 年 2 月 21 日

刘荟
Liuhui@e-capital.com.cn

目标价(元) 27.00

公司基本资讯

产业别	纺织服装
A 股价（12/02/20）	21.45
上证综合指数(12/02/20)	2363.60
股价 12 个月高/低	27.83/18.81
总发行股数（百万）	572.93
A 股数（百万）	120
A 市值（亿元）	25.74
主要股东	九牧王国际投资控股有限公司(58.91%)
每股净值（元）	6.67
股价/帐面净值	3.22

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	4.69	-17.56	12.13

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

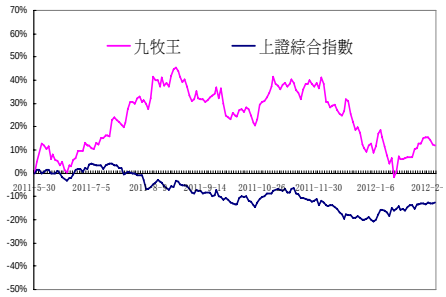
产品组合

服装	100%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	24.76%
券商集合理财	2.17%

股价相对大盘走势



九牧王(601566.SH) Buy 买入

公司业绩增长稳定

结论与建议：

2012 年订货会情况比较理想，虽然产品价格不会上调，但因棉花价格回落，毛利率水平或有小幅提高。预计 2011、2012 年净利润分别同比增长 37.5%和 30.42%，2011、2012 年的 PE 分别为 24.8 倍和 19.0 倍，建议买入。

- 公司之前主要从事男裤的生产和销售，其后衍生开发茄克等上装产品，2011 年上装产品的销售贡献率已达到 52%，首次超过裤装产品，未来上装尤其是茄克，将是公司重点发展的方向。
- 2011 年 1-3Q 实现营业收入 14.78 亿元，同比增长 32.84%，实现归属上市公司股东净利润 3.61 亿元，同比增长 42.1%。从 3Q 单季看，营收、净利润分别同比增长 36.4%和 41.59%。
- 从 2011 年秋冬产品的销售看，由于秋季天气偏暖，秋装的销售略受影响。同时春节时间较往年提前十多天，随着假期旅游人数的增多，逛街消费的人数减少，2011 年冬季的服装销售也受到一定负面影响，预计 2011 年 4Q 及 2012 年 1Q 的销售增速可能略有下滑。参考公司 2012 年订货会的情况，预计 2012 年全年的营收增速有望在 25%-30%。考虑到春节基期等因素，预计 2013 年 1Q 的销售将比较理想。
- 之前因棉花等原料价格上涨，2011 年公司产品的挂牌价提价约 10%，带动同店销售增长 10%。棉花价格回落后最近一直保持平稳，2012 年再出现大起大落的可能性不大。所以 2012 年，公司产品的挂牌价将与 2011 年持平，毛利率或将有小幅提高，但由于提价因素的贡献下降，预计 2012 年的同店增速将回落至个位数。
- 展店速度相对平稳，预计到 2011 年底，公司店铺数量将达到 3100 家，净增加约 400 家，同比增长约 15%。未来三年，公司的门店增速将一直保持在每年新开 400-500 家的水平，对销售费用率的影响不大。
- 我们预计 2011、2012 年将分别实现净利润 4.95 亿元和 6.46 亿元，同比增长 37.5%和 30.42%，对应 EPS 分别为 0.865 元和 1.128 元。目前股价对应的 2011、2012 年的 PE 分别为 24.8 倍和 19.0 倍，给予买入的投资建议。
- **风险提示：**1.上装的接受度低于预期；2.2012 年同店销售增速低于预期；

..... 接续下页 .....

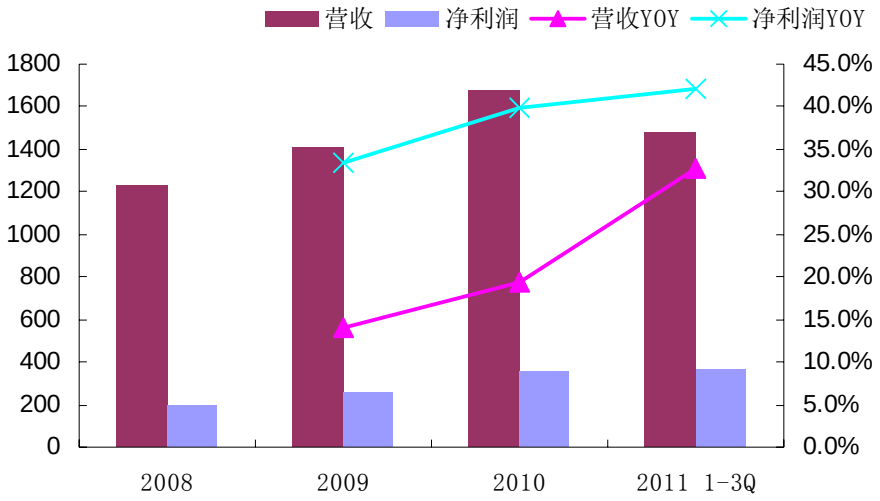
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利（Net profit）	RMB 百万元	193	258	360	495	646
同比增减	%		33.39%	39.79%	37.50%	30.42%
每股盈余（EPS）	RMB 元	0.337	0.450	0.629	0.865	1.128
同比增减	%		33.39%	39.79%	37.50%	30.42%
A 股市盈率(P/E)	X	63.6	47.7	34.1	24.8	19.0
股利（DPS）	RMB 元	0	0	0	0	0
股息率（Yield）	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

营运分析

公司之前主要从事男裤的生产和销售，西裤市场综合占有率连续十年位居全国第一。其后公司衍生开发茄克等上装产品，2011 年上装产品的销售贡献率已达到52%，首次超过裤装产品。从行业数据看，其他品牌的裤装占比基本在 30%左右，未来上装尤其是茄克，将是公司重点发展的方向。

从经营业绩看，2011 年 1-3Q 实现营业收入 14.78 亿元，同比增长 32.84%，实现归属上市公司股东净利润 3.61 亿元，同比增长 42.1%。从 3Q 单季看，营收、净利润分别同比增长 36.4%和 41.59%。

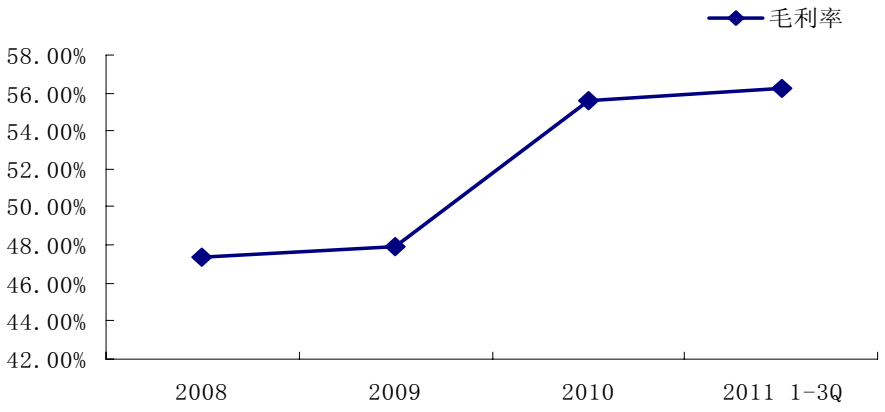
图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元 %



资料来源:公司公告、群益证券

公司业绩的大幅增长，一方面来自门店的快速拓展，至 2011 年 9 月底已达到3049 家，同比增速约 15%，其中直营店 709 家，加盟店 2340 家；另一方面，受之前棉花等原料价格上涨影响，2011 年，公司产品的挂牌价有所提高，提价幅度在10%左右，带动同店销售同比增长约 10%。从毛利率的情况看，2011 年 1-3Q 的综合毛利率为 56.22%，与 2010 年 1-3Q 基本持平。

图 2：公司毛利率情况 单位：%



资料来源:公司公告、群益证券

盈利预测及风险提示

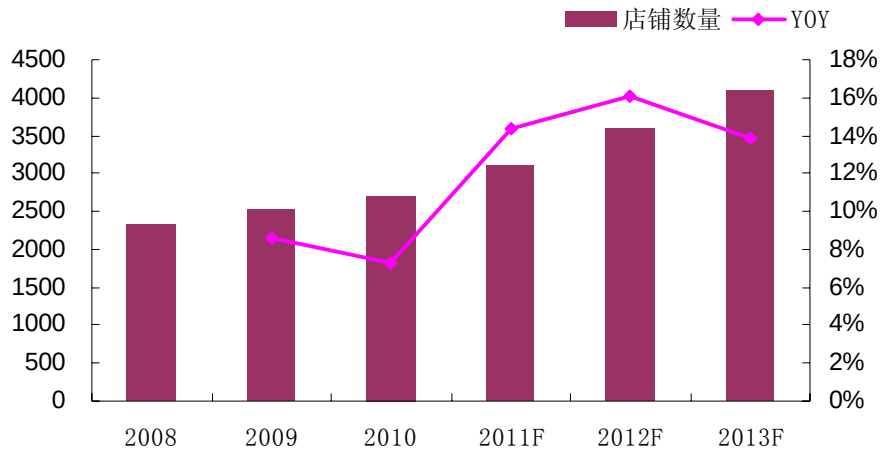
盈利预测：

目前公司直营的销售占比在 35%，从 2011 年秋冬产品的销售看，由于秋季天气偏暖，秋装的销售略受影响。同时春节时间较往年提前十多天，随着假期旅游人数的增多，逛街消费的人数减少，2011 年冬季的服装销售也受到一定负面影响，预计 2011 年 4Q 及 2012 年 1Q 的销售增速可能略有下滑。参考公司 2012 年订货会的情况，预计 2012 年全年的营收增速有望在 25%-30%。考虑到春节基期等因素，预计 2013 年 1Q 的销售将比较理想。

另外，棉花价格大幅回落之后，最近一直保持平稳，2012 年再出现大起大落的可能性不大，所以 2012 年，公司产品的挂牌价将与 2011 年持平，毛利率或将有小幅提高。由于提价因素的贡献下降，预计 2012 年的同店增速将回落至个位数。

从展店情况看，2011 年底，公司店铺数量约达到 3100 家，净增加约 400 家，同比增长约 15%。未来三年，公司的门店增速将一直保持在每年新开 400-500 家的水平，展店速度相对平稳，对销售费用率的影响不大。

图 3：公司店铺情况 单位：个 %



资料来源:公司公告、群益证券

我们预计 2011、2012 年将分别实现净利润 4.95 亿元和 6.46 亿元，同比增长 37.5%和 30.42%，对应 EPS 分别为 0.865 元和 1.128 元。目前股价对应的 2011、2012 年的 PE 分别为 24.8 倍和 19.0 倍，给予买入的投资建议。

风险提示：

1. 上装的接受度低于预期；2.2012 年同店销售增速低于预期；

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	1,230	1,404	1,675	2,165	2,753
经营成本	648	731	744	962	1,207
主营业务利润	581	671	927	1,198	1,540
销售费用	252	325	391	476	606
管理费用	90	82	105	130	165
财务费用	14	3	0	0	0
营业利润	204	255	420	582	759
补贴收入	1	2	3	3	3
税前利润	200	256	420	583	760
所得税	3	-2	60	87	114
少数股东损益	4	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	193	258	360	495	646

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	126	286	221	2,559	2,757
存货	370	334	449	516	593
应收账款	61	91	78	90	103
流动资产合计	585	755	971	3,465	3,753
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	347	371	446	546	666
无形资产及其他资产合计	95	115	131	131	131
资产总计	1,027	1,289	1,592	4,756	5,477
流动负债合计	568	699	616	740	814
长期负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	568	699	616	740	814
少数股东权益	84	67	67	67	67
股东权益合计	376	523	909	3,950	4,596
负债及股东权益合计	1,027	1,289	1,592	4,756	5,477

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	329	367	182	416	555
投资活动产生的现金流量净额	-81	-120	-193	-624	-278
筹资活动产生的现金流量净额	-178	-92	-76	2,546	-80
现金及现金等价物净增加额	70	156	-87	2,338	198

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。