公司报告

公司调研简报

证券研究报告

中国平安 PING AN 平安证券公司

纺织品和服装

2012 年 6 月 25 日

九牧王 (601566)

稳定增长的商务休闲男装龙头

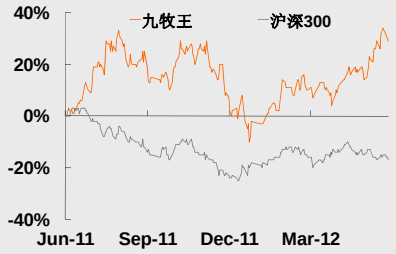
推荐（首次）

现价：26.65 元

主要数据

行业	纺织品和服装
公司网址	muwang.com
大股东/持股	九牧王国际投资控股有限公司/1.53%
实际控制人/持股	林聪颖/58.91%
总股本(百万股)	573
流通 A 股(百万股)	123
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	152.46
流通 A 股市值(亿元)	32.71
每股净资产(元)	7.31
资产负债率(%)	13.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

于旭辉 投资咨询资格编号 S1060512010003
021-38632830
YUXUHUI882@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 国内男裤第一品牌

九牧王享有“男裤专家”的美誉，男裤市占率第一；目前产品主要包括男裤、茄克、T 恤及衬衫等，其中男裤和茄克为核心产品，销售占比达到 69%左右。公司采取纵向一体化的经营模式，包含设计、生产、品牌推广和终端销售等核心环节。

■ 渠道下沉保持适度外延扩张

截至 2011 年底共有 3140 家终端渠道，其中商场 1673 家，专卖店 1467 家。公司的专卖店在上市公司品牌中是最低的，提升空间巨大，是未来渠道拓展的重点；并且，公司在二、三线城市的覆盖率和密度都有较大增长空间，尤其是三线城市，多以街边店为主，符合九牧王渠道下沉的方向。预计 2012 年净增 300－500 家新店，主要集中在 2、3 季度。

■ 内生增长是主要着力点

九牧王以男裤闻名，并逐渐向商务休闲茄克等上装产品拓展，目前上装及配饰占比 52%左右，低于同行 70－80%的水平；未来公司的茄克、T 恤、衬衣等上装的比重将逐年提升，这类高毛利和更换频次更快的产品有利于提升公司终端平效。公司近年通过店铺升级、VIP 管理带动平效增长显著，预计 2012 年平效增长有望在 10－15%。

■ 多品牌布局长远

公司已经收购了意大利高端男裤品牌 VIGANO’中华区的总代理权、年轻休闲品牌 FUN 和电子商务品牌 Calliprimo。虽然短期内子品牌的业绩贡献不大，但公司的多品牌布局，有利于长远发展。

■ 首次覆盖，给予“推荐”评级

我们看好目前稳定增长的中高端男装品牌，九牧王品牌经营稳健，渠道拓展空间和内生增长空间都较为明确。我们预计 2012 年、2013 年和 2014 年 EPS 分别为 1.17 元、1.38 元和 1.73 元，结合当前股价对应 PE 分别为 22.7 倍、19.4 倍和 15.4 倍，我们认为公司的合理估值区间在 25－30 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ 风险提示：整体消费环境恶化导致平效降低以及渠道建设不及预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,675	2,257	2,804	3,592	4,551
YoY(%)	19.3	34.8	24.2	28.1	26.7
净利润(百万元)	360	518	672	788	991
YoY(%)	39.8	43.7	29.7	17.3	25.8
毛利率(%)	55.6	55.6	55.6	55.5	55.5
净利率(%)	21.5	22.9	24.0	21.9	21.8
ROE(%)	39.7	13.0	15.6	15.5	16.3
EPS(摊薄/元)	0.63	0.90	1.17	1.38	1.73
P/E(倍)	42.4	29.5	22.7	19.4	15.4
P/B(倍)	16.8	3.8	3.5	3.0	2.5

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4005	4501	5490	6763
现金	2560	2899	3435	4159
应收账款	119	148	189	239
其他应收款	12	15	19	24
预付账款	265	330	424	537
存货	722	898	1153	1461
其他流动资产	327	212	271	343
非流动资产	752	772	798	793
长期投资	0	0	0	0
固定资产	402	542	607	611
无形资产	118	122	124	127
其他非流动资产	232	108	68	55
资产总计	4758	5273	6288	7555
流动负债	779	966	1194	1469
短期借款	0	30	30	30
应付账款	269	335	430	544
其他流动负债	510	601	734	895
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	779	966	1194	1469
少数股东权益	0	0	0	0
股本	573	573	573	573
资本公积	2524	2524	2524	2524
留存收益	882	1210	1998	2989
归属母公司股东权益	3979	4307	5095	6086
负债和股东权益	4758	5273	6288	7555

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	335	668	568	731
净利润	518	672	788	991
折旧摊销	0	24	31	34
财务费用	-19	-22	-20	-17
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	0	-13	-241	-292
其他经营现金流	-162	7	11	13
投资活动现金流	-511	-37	-52	-23
资本支出	303	80	50	20
长期投资	-210	-46	0	0
其他投资现金流	-418	-3	-2	-3
筹资活动现金流	2522	-292	20	17
短期借款	-37	30	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	120	0	0	0
资本公积增加	2433	0	0	0
其他筹资现金流	5	-322	20	17
现金净增加额	2345	339	536	724

利润表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2257	2804	3592	4551
营业成本	1001	1245	1598	2025
营业税金及附加	27	34	43	55
营业费用	476	561	718	865
管理费用	155	182	223	282
财务费用	-19	-22	-20	-17
资产减值损失	21	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	598	784	1009	1321
营业外收入	8	1	1	1
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	602	785	1010	1322
所得税	84	114	222	330
净利润	518	672	788	991
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	518	672	788	991
EBITDA	579	786	1020	1338
EPS（元）	0.90	1.17	1.38	1.73

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	34.8%	24.2%	28.1%	26.7%
营业利润	42.5%	31.1%	28.6%	30.9%
归属于母公司净利润	43.7%	29.7%	17.3%	25.8%
获利能力				
毛利率(%)	55.6%	55.6%	55.5%	55.5%
净利率(%)	22.9%	24.0%	21.9%	21.8%
ROE(%)	13.0%	15.6%	15.5%	16.3%
ROIC(%)	35.9%	44.7%	45.0%	49.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	16.4%	18.3%	19.0%	19.4%
净负债比率(%)	0.00%	3.11%	2.51%	2.04%
流动比率	5.14	4.66	4.60	4.60
速动比率	4.19	3.70	3.61	3.58
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.56	0.62	0.66
应收账款周转率	22	20	20	20
应付账款周转率	4.25	4.12	4.18	4.16
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.17	1.38	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.17	0.99	1.28
每股净资产(最新摊薄)	6.94	7.52	8.89	10.62
估值比率				
P/E	29.49	22.74	19.39	15.41
P/B	3.84	3.55	3.00	2.51
EV/EBITDA	22	16	12	9

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±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±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）

公司声明及风险提示：

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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：

此报告旨为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 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257