

研究所

证券分析师: 刘金沪 S0350510120005
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

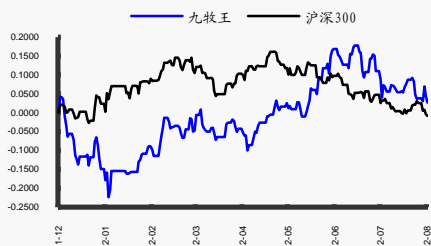
联系人: 苏林洁

0755-23905229 sulj@ghzq.com.cn

中报超预期, 源自优秀的成本费用控制能力

——九牧王 (601566) 2012 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
九牧王	-5.5	0.9	-6.4
沪深 300	-3.3	-9.7	-17.4

市场数据

2012-8-16

当前价格 (元)	24.28
52 周价格区间 (元)	18.5-28.15
总市值 (百万)	14049.80
流通市值 (百万)	2984.74
总股本 (万股)	57865.75
流通股 (万股)	12293.00
日均成交额 (百万)	34.03
近一月换手 (%)	21.83

相关报告

- 1、九牧王 (601566): 专注, 稳健的商务休闲男装龙头 (买入) 2012. 05. 28

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

投资要点:

- 2012 年 1-6 月公司实现营业收入 11.91 亿元、利润总额 3.9 亿元、归属于上市公司股东的净利润 3.3 亿元, 分别比上年同期增长 23.58%、42.96%和 43.59%。1-6 月实现每股收益为 0.59 元。
- 受消费下滑影响, 全年开店较为谨慎。受到上半年百货消费增速下滑影响, 公司收入 11.91 亿元, 相比去年同期增长 23.58%。在宏观经济不确定的环境下, 公司上半年开店较为谨慎, 截至 2012 年 6 月 30 日, 公司终端总数达到 3207 家, 上半年终端净增 67 家。从历年经验来看, 公司三季度为开店高峰, 我们预计三季度开店将提速, 全年开店在 300-400 家间, 略低于去年 430 家的净开店数。
- 净利润率提升至 28.37%, 成本费用控制效果良好。上半年公司净利润率达到了 28.37%, 较去年同期大幅提升 3.95 个百分点, 主要原因有: 1) 毛利率提升: 上半年公司毛利率为 57.57%, 相比去年同期提升 1.11 个百分点; 2) 三费总和为 22.69%, 利息收入贡献大: 上半年销售费用率和管理费用率分别下降 0.45 和 1.08 个百分点, 同时由于募集资金利息收入增加, 财务费用比去年同期减少 3959 万元至-4151 万, 对净利润贡献较大。
- 应收账款增长较快, 资产减值计提增加。在经营指标上, 上半年公司库存为 6.2 亿元, 相比去年同期增长 39%, 存货周转天数为 239 天, 较去年同期 192 天有所上升。应收账款 1.79 亿, 较去年同期增长 206%, 较年初增长 50.86%, 应收账款周转天数由去年同期的 12.74 天上升至 22.52 天, 说明上半年公司经营受到百货商场客流量下滑影响, 存货有一定压力, 在信用政策上对加盟商扶持力度也有所加大。同时公司资产减值损失为 1770 万, 较去年同期的 33 万上升 5269%, 主要由于公司计提的存货跌价损失及坏账损失增加所致。
- 公司在中报中提到 2012 年全年营收目标为 27.5 亿元, 目前完成全年计划的 43.31%, 考虑到三季度是开店高峰, 我们认为公司全年收入超目标是大概率事件。公司是稳健经营的商务男装企业龙头, 在消费下滑背景下通过成本费用的控制和终端零售能力的提升来

抵御外部环境不确定的风险，对外围经济放缓的反应迅速。我们认同公司今年较为谨慎的开店策略及终端运营能力提升的效果，维持预测 12-14 年 EPS 为 1.18 元、1.31 元和 1.63 元（考虑 13 年税收优惠结束，恢复 25% 所得税），对应 12-14 年 P/E 分别为 20.6 倍、18.8 和 15 倍，维持“买入”评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2257	2800	3470	4184
增长率(%)	35%	24%	24%	21%
净利润（百万元）	518	681	758	941
增长率(%)	44%	32%	11%	24%
摊薄每股收益（元）	0.90	1.18	1.31	1.63
ROE(%)	13.0%	15.8%	15.9%	17.6%

表 1、财务预测与估值

证券代码:	601566.sh				股票价格:	24.280	投资评级:	买入		日期:	2012-8-16
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E		
盈利能力					每股指标						
ROE	13%	16%	16%	18%	EPS	0.90	1.18	1.31	1.63		
毛利率	56%	56%	56%	56%	BVPS	6.94	7.46	8.25	9.23		
期间费率	28%	27%	26%	25%	估值						
销售净利率	23%	24%	22%	22%	P/E	26.86	20.63	18.54	14.93		
成长能力					P/B	3.50	3.25	2.94	2.63		
收入增长率	35%	24%	24%	21%	P/S	6.16	5.02	4.05	3.36		
利润增长率	44%	32%	11%	24%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.47	0.54	0.59	0.64	营业收入	2257	2800	3470	4184		
应收账款周转率	23.28	17.65	15.41	15.41	营业成本	1001	1225	1536	1852		
存货周转率	1.78	1.78	1.83	1.83	营业税金及附加	27	45	49	59		
偿债能力					销售费用	476	574	677	795		
资产负债率	16%	17%	19%	19%	管理费用	155	196	221	244		
流动比	5.14	4.95	4.37	4.48	财务费用	(19)	(50)	(40)	(40)		
速动比	4.22	4.11	3.45	3.59	其他费用/(-收入)	(19)	(17)	(26)	(28)		
					营业利润	598	794	1003	1247		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业外净收支	4	3	8	8		
现金及现金等价物	2510	2618	2871	3210	利润总额	602	797	1011	1255		
应收款项	119	203	254	297	所得税费用	84	116	253	314		
存货净额	722	724	1036	1086	净利润	518	681	758	941		
其他流动资产	654	727	728	878	少数股东损益	0	0	0	0		
流动资产合计	4005	4273	4888	5471	归属于母公司净利润	518	681	758	941		
固定资产	402	542	638	724							
在建工程	166	186	186	186	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
无形资产及其他	118	115	113	112	经营活动现金流	182	490	206	670		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	518	681	758	941		
资产总计	4758	5182	5892	6559	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	36	52	66	75		
应付款项	530	586	806	872	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	116	144	179	216	营运资金变动	(373)	(243)	(618)	(346)		
其他流动负债	133	133	133	133	投资活动现金流	(511)	(160)	(96)	(86)		
流动负债合计	779	863	1117	1220	资本支出	(123)	(160)	(96)	(86)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(388)	0	0	0		
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	2522	(341)	(303)	(376)		
负债合计	779	863	1117	1220	债务融资	(37)	0	0	0		
股本	573	579	579	579	权益融资	2561	0	0	0		
股东权益	3979	4319	4774	5339	其它	(2)	(341)	(303)	(376)		
负债和股东权益总计	4758	5182	5892	6559	现金净增加额	2193	(10)	(193)	207		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机构销售团队】

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn

【分析师承诺】

刘金沪，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：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；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。