跑赢大市　维持

日期：2012 年 8 月 17 日

行业：纺织服装

张凤展

021-53519888-1932

Bluesky9272003@hotmail.com

执业证书编号：S0870511030001

九牧王（601566.SH）　证券研究报告/公司研究 / 公司动态

2012 年中报点评：收入稳定增长，费用率大幅下降

基本数据（Y12H1）

报告日股价（元）	24.28
12mth A 股价格区间（元）	18.5/28.15
总股本（百万股）	578.65
无限售 A 股/总股本	21%
流通市值（百万元）	2985
每股净资产（元）	7
PBR（X）	3.47

主要股东（ Y12H1）

九牧王国际投资控股有限公司	58.32%
泉州市铂锐投资管理有限公司	5.21%

收入结构（ Y12H1）

男裤	51.27%
衬衫	15.66%
夹克	14.20%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

报告编号： ZFZ12-CT03

相关报告：

首次报告日期：2011-11-08

■ 动态事项

报告期内，公司实现营业收入119,101.27万元、利润总额39,084.35万元、归属于上市公司股东的净利润33,791.59万元，分别比上年同期增长23.58%、42.96%和43.59%。

表 1：主要经营数据

单位：万元	2012H	2011H	增减(%)
销售收入	119101	96374	23.58
营业利润	38451	26912	42.87
利润总额	39084	27339	42.96
归属于上市公司股东的净利润	33791	23533	43.59
扣除非经常性损益的净利润	33240	23160	43.53
基本每股收益(元)	0.59	0.50	18.00
扣除非经常性损益后的基本每股收益(元)	0.58	0.49	18.37

数据来源：公司公告，上海证券

■ 主要观点：

销售收入增长稳健，毛利率继续提升

2012年上半年，公司实现营业收入119,101.27万元，同比增长23.58%，其中主营业务收入118839万元，同比增长20.63%。主营业务收入增长主要来自于外延的持续扩张和内部管理提升所带来的同店增长，2012年上半年，公司制定了新的加盟商评级制度、加盟商信贷管理办法及考核实施方案并得到有效执行，另外，公司加大了渠道规划工具、店铺选址工具的开发使用。这一系列举措不仅更好的调动了原有加盟商的热情，也保证了更多优质加盟商的加盟，截至2012年6月30日，公司销售终端达到3,207个，较年初增加了67个。

另一方面，公司上半年重点聚焦在商场系列店和裤柜形象的提升，以及员工激励培训体系的建设。同时，公司加大了对VIP客户的服务力度，终端运营能力的提升，拉动同店销售收入的增长，2012年上半年，同店销售收入同比增长11%

从收入构成来看，男裤依然占据半壁江山，男裤的销售收入占公司主营业务收入的51.27%，较上年同期增长17.21%。在巩固男裤市场领导地位的同时，公司加大对系列产品的投入。报告期内，公司系列产品销售收入占公司主营业务收入的比例为48.73%，较上年同期提升2.77个百分点。

从销售区域来看，增长的依然来自于公司原有强势区域，公司的销售华东、中南及华北区的营业收入占比在77%左右，也是销售收入增长最快的区域，下半年公司仍将在维持重点区域稳步增长的情况下，加大西南、西北及东北区的市场开拓力度，提高其市场占有率。

表 2：门店情况

	2012H	2011H	2011A	2010 年	2009 年	2008 年
门店数量（家数）	3207	2867	3140	2,710	2,525	2,325
单店销售收入（万元）	37	34	72	62	55	53
g	11%		16%	11%	5%	

数据来源：公司公告，上海证券

表 3：销售收入区域占比

地区	营业收入	营业收入比上年增减(%)	销售占比
华东	50,195.18	30.93	42%
中南	26,530.99	20.69	22%
华北	15,210.41	16.80	13%
西北	10,560.86	23.29	9%
西南	9,834.18	9.19	8%
东北	6,507.38	23.42	5%
合计	118,839.00	23.55	100%

数据来源：公司公告，上海证券

表 4：分产品

分行业或分产品	营业收入	营业利润率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业利润率比上年同期增减(%)	销售占比
男裤	60,928.26	58.94	17.21	增加 2.24 个百分点	51.27%
衬衫	18,605.66	61.00	44.69	减少 0.04 个百分点	15.66%
茄克	16,880.03	53.84	43.97	减少 0.87 个百分点	14.20%
T 恤	9,379.31	59.39	-10.91	增加 0.78 个百分点	7.89%
其他	13,045.74	51.02	43.46	增加 0.27 个百分点	10.98%
合计	118,839.00	57.71	23.55	增加 1.03 个百分点	100.00%

数据来源：公司公告，上海证券

上半年，公司的毛利率进一步得到提升，综合毛利率同比提升1.03个百分比。毛利率的提升主要来自于公司重点产品，男裤毛利率的提升，上半年男裤的毛利率提升2.24个百分点。

图 1：销售毛利率

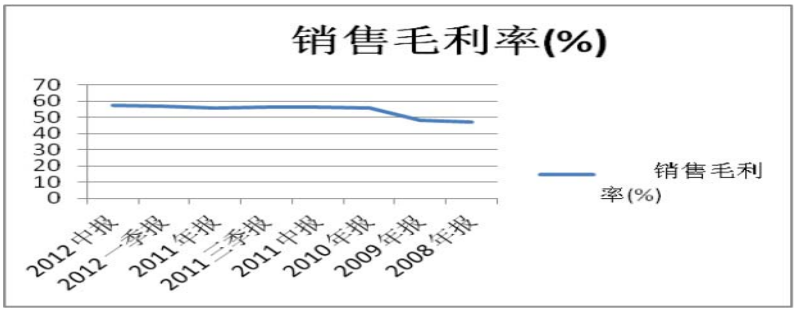

表 5：费用率

报告期	2012 中报	2012 一季报	2011 年报	2011 三季报	2011 中报	2010 年报	2009 年报	2008 年报
销售期间费用率(%)	22.69	19.76	27.1	26.85	27.51	29.6	29.16	28.94
净利润／营业总收入(%)	28.37	31.1	22.94	24.44	24.42	21.52	18.38	16.04
营业利润／营业总收入(%)	32.28	35.2	26.5	28.06	27.93	25.06	18.16	16.58
销售费用／营业总收入(%)	19.9	15.32	21.07	20.38	20.35	23.32	23.14	20.49
管理费用／营业总收入(%)	6.28	4.97	6.88	7.01	7.36	6.27	5.83	7.3
财务费用／营业总收入(%)	-3.48	-0.53	-0.85	-0.54	-0.2	0.02	0.18	1.16
资产减值损失／营业总收入(%)	1.49	1.03	0.93	0.19	0.03	0.68	0.48	1.67

数据来源：wind，上海证券

数据来源：wind，上海证券

费用控制得当

2012上半年，公司费用控制得力，各项费用率均有不同程度的下降，其中销售费用率同比下降0.45个百分点，管理费用率同比下降1.08个百分点，财务费用率下降比例更为明显。从销售费用来看，2012年上半年，由于公司新开门店数量的减少，装修费用和租赁费用较去年同期均有下降。

存货周转和应收账款周转速度放慢

表 6：营运能力

报告期	2012 中报	2012 一季报	2011 年报	2011 三季报	2011 中报	2010 年报	2009 年报	2008 年报
营业周期(天)	261.65	227.92	226.18	248.4	205	207.53	192.75	223.28
存货周转天数(天)	239.14	210.43	210.5	236.47	192.27	189.39	173.29	205.44
应收账款周转天数(天)	22.52	17.49	15.68	11.93	12.74	18.14	19.47	17.84
存货周转率(次)	0.75	0.43	1.71	1.14	0.94	1.9	2.08	1.75
应收账款周转率(次)	7.99	5.15	22.96	22.63	14.13	19.85	18.49	20.18
流动资产周转率(次)	0.31	0.17	0.91	0.62	0.42	1.94	2.1	2.1
固定资产周转率(次)	2.7	1.62	6.44	4.34	3.05	5.73	5.03	4.5
总资产周转率(次)	0.25	0.14	0.71	0.48	0.33	1.16	1.21	1.2

数据来源：Wind 资讯，上海证券

2012年上半年，公司的存货周转和应收账款周转速度放缓，周转速度的放缓和上半年百货业运营的惨淡有较大关系。

■ 投资建议：

预计 2012-2014 年公司每股收益分别为 1.16、1.36、1.53.元。维

持“跑赢大市”投资评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	2257.33	2652.22	3027.59	3433.86
年增长率（%）	34.78%	17.49%	14.15%	13.42%
归属于母公司的净利润	517.89	674.37	787.60	885.15
年增长率（%）	43.73%	30.21%	16.79%	12.38%
每股收益（元）	0.895	1.165	1.361	1.530
PER（X）	27.13	20.83	17.84	15.87

注：总股本为 578.65 百万股计算，数据来源：wind，上海证券

盈利预测：

财务和估值数据摘要

单位：百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1403.91	1674.81	2257.33	2652.22	3027.59	3433.86
增长率(%)	14.13%	19.30%	34.78%	17.49%	14.15%	13.42%
归属母公司股东净利润	257.77	360.33	517.89	674.37	787.60	885.15
增长率(%)	33.39%	39.79%	43.73%	30.21%	16.79%	12.38%
每股收益(EPS)	0.445	0.623	0.895	1.165	1.361	1.530
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.638	0.319	0.586	2.035	0.644	2.205
销售毛利率	47.90%	55.56%	55.65%	56.00%	56.00%	56.00%
销售净利率	18.38%	21.52%	22.94%	25.43%	26.01%	25.78%
净资产收益率(ROE)	49.25%	39.65%	13.02%	14.49%	14.48%	13.99%
投入资本回报率(ROIC)	52.06%	77.74%	58.60%	40.32%	67.73%	53.50%
市盈率(P/E)	54.51	38.99	27.13	20.83	17.84	15.87
市净率(P/B)	26.84	15.46	3.53	3.02	2.58	2.22
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测

利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1403.91	1674.81	2257.33	2652.22	3027.59	3433.86
减：营业成本	731.46	744.24	1001.18	1166.98	1332.14	1510.90
营业税金及附加	1.77	3.90	27.10	31.85	36.35	41.23
营业费用	324.86	390.53	475.63	554.31	620.66	721.11
管理费用	81.92	104.94	155.31	164.44	187.71	212.90
财务费用	2.56	0.33	-19.29	-64.30	-80.63	-98.42
资产减值损失	6.74	11.44	20.97	30.00	33.00	36.30
加：投资收益	0.35	0.30	1.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	254.95	419.73	598.17	768.95	898.36	1009.84
加：其他非经营损益	1.03	0.72	3.52	1.76	1.76	1.76
利润总额	255.99	420.45	601.69	770.70	900.12	1011.60
减：所得税	-2.00	59.95	83.80	96.34	112.51	126.45
净利润	257.99	360.50	517.89	674.37	787.60	885.15
减：少数股东损益	0.22	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	257.77	360.33	517.89	674.37	787.60	885.15
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	121.00	170.69	2481.99	3629.93	3989.81	5271.72
应收和预付款项	134.26	301.50	565.08	7.53	646.12	95.24
存货	334.48	448.61	722.21	736.51	830.71	946.82
其他流动资产	0.00	0.00	158.50	158.50	158.50	158.50

长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	22.58	27.61	46.14	40.83	35.51	30.20
固定资产和在建工程	370.88	445.63	568.41	568.77	556.12	530.18
无形资产和开发支出	109.69	117.58	117.81	104.80	91.78	78.77
其他非流动资产	28.60	27.99	17.15	8.58	0.00	0.00
资产总计	1121.48	1539.61	4677.28	5255.43	6308.56	7111.43
短期借款	0.00	36.80	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	531.54	527.36	698.42	602.20	867.72	785.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	531.54	564.16	698.42	602.20	867.72	785.45
股本	77.95	452.93	572.93	572.93	572.93	572.93
资本公积	0.24	91.31	2524.36	2524.36	2524.36	2524.36
留存收益	445.18	364.46	881.58	1555.94	2343.55	3228.69
归属母公司股东权益	523.37	908.70	3978.87	4653.23	5440.84	6325.98
少数股东权益	66.57	66.75	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	589.94	975.45	3978.87	4653.23	5440.84	6325.98
负债和股东权益合计	1121.48	1539.61	4677.28	5255.43	6308.56	7111.43
现金流量表	**2009A**	**2010A**	**2011A**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
经营性现金净流量	369.31	184.47	339.25	1177.65	372.62	1276.18
投资性现金净流量	-120.02	-192.71	-510.52	-98.46	-98.46	-98.46
筹资性现金净流量	-91.61	-75.90	2521.57	68.76	85.72	104.19
现金流量净额	157.68	-84.13	2349.52	1147.95	359.88	1281.91

财务分析和估值指标汇总

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收益率						
毛利率	47.90%	55.56%	55.65%	56.00%	56.00%	56.00%
三费/销售收入	29.16%	29.60%	27.10%	24.68%	24.04%	24.33%
EBIT/销售收入	18.27%	24.95%	25.61%	26.47%	26.90%	26.43%
EBITDA/销售收入	20.37%	27.10%	27.75%	30.11%	30.42%	29.57%
销售净利率	18.38%	21.52%	22.94%	25.43%	26.01%	25.78%
资产获利率						
ROE	49.25%	39.65%	13.02%	14.49%	14.48%	13.99%
ROA	22.87%	27.14%	12.36%	13.36%	12.91%	12.76%
ROIC	52.06%	77.74%	58.60%	40.32%	67.73%	53.50%
增长率						
销售收入增长率	14.13%	19.30%	34.78%	17.49%	14.15%	13.42%
EBIT 增长率	19.97%	62.90%	38.37%	21.40%	16.02%	11.42%
EBITDA 增长率	19.60%	58.70%	38.04%	27.45%	15.34%	10.25%
净利润增长率	30.74%	39.74%	43.66%	30.21%	16.79%	12.38%
总资产增长率	14.28%	37.28%	203.80%	12.36%	20.04%	12.73%
股东权益增长率	39.35%	73.63%	337.86%	16.95%	16.93%	16.27%

经营营运资本增长率	-192.96%	591.10%	221.49%	-57.55%	144.11%	-43.67%
资本结构						
资产负债率	47.40%	36.64%	14.93%	11.46%	13.75%	11.04%
投资资本/总资产	41.02%	54.79%	32.49%	19.98%	23.48%	15.31%
带息债务/总负债	0.00%	6.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.11	1.63	5.62	7.53	6.48	8.24
速动比率	0.48	0.84	4.36	6.04	5.34	6.83
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	1.25	1.09	0.48	0.50	0.48	0.48
固定资产周转率	4.92	5.60	5.61	5.66	6.64	7.98
应收账款周转率	14.27	10.84	7.85	26.62	8.84	21.60
存货周转率	2.19	1.66	1.39	1.58	1.60	1.60

数据来源：wind，上海证券

分析师承诺

分析师　张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定　义
超强大市	**Superperform**	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	**Outperform**	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	**In-Line**	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	**Underperform**	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定　义
有吸引力	**Attractive**	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	**Neutral**	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	**Cautious**	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。