

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司季报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

**九牧王(601566): 第三季度业绩显著放缓至 5.66%****事件:**

公司 2012 年三季报显示, 1~9 月, 实现营业收入 17.82 亿元, 同比增长 20.53%; 营业利润 5.33 亿元, 同比增长 28.5%; 归属于上市公司股东的净利润 4.71 亿元, 同比增长 30.36%; 每股收益 0.82 元。

**点评:**

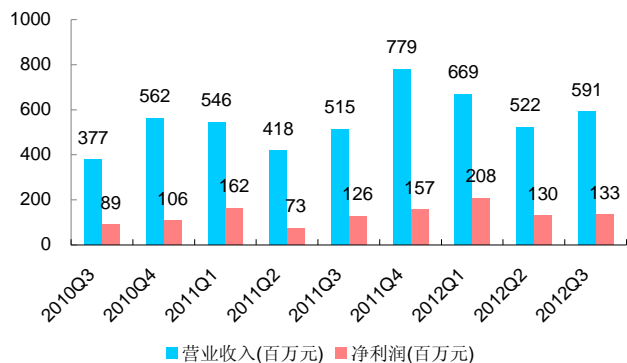
- **第三季度, 收入、净利增速显著放缓:** Q1、Q2、Q3 的收入增速则分别为 22.58%、24.9%、14.82%; 净利润增速分别为 28.35%、77.26%、5.66%, Q3 业绩增速下降主要是当季受费用率上升和资产减值损失增大所致: 期间费用率同比上升 3.34 个百分点、资产减值损失则受存货跌价损失及坏账损失影响同比增长 576.25%。
- **前三季度, 毛利率继续提升 1.37 个百分点:** 1~9 月, 综合毛利率 57.6%, 主要原因是公司持续推动精益生产, 增强供应链快速反应能力, 提高终端店效水平。
- **前三季度, 费用率下降 4.82 个百分点:** 报告期内, 期间费用率下降 2.08 个百分点至 24.77%, 其中, 销售费用同比增长 0.81 个百分点至 21.19%、管理费用率同比下降 0.34 个百分点至 6.67%, 财务费用因募集资金产生的存款利息收入导致同比减少 4714 万元, 财务费用率同比下降 2.55 个百分点至 -3.09%。
- **存货较年初增长 13.71%:** 截止报告期末, 存货净额 7.79 亿元, (存货/营业成本) 为 1, 而年初为 0.72, 去年同期为 1.06; 存货周转天数 268 天, 而年初存货周转天数为 239 天, 去年同期为 236 天, 显示存货周转延长。
- **应收账款较年初增长 98.96%:** 截止报告期末, 应收账款净额为 2.36 亿元, (应收账款/营业收入) 为 0.13, 而年初该值仅为 0.05, 去年同期为 0.04; 应收账款周转天数 26.9 天, 而年初该值为 22.5 天, 去年同期为 11.93 天, 主要原因是公司加大对加盟商的支持力度和业务规模扩大所致。
- **经营净现金流逐季回升:** 1~9 月, 经营净现金流量 3.08 亿元, 同比增长 28.79%; Q1、Q2、Q3 的经营净现金流量分别为 1.26、0.46、1.35 亿元, 呈逐季回升态势, 这主要得益于第三季人力成本和税费支出的下降。
- **两次订货会基本锁定 2012 年业绩:** 公司今年 3 月和 8 月的两次订货会增长约 25%~30%, 占全年销售额约 70%, 预计 2012 年全年业绩仍延续快速增长之势。
- **2013 年业绩将受累于所得税率上升:** 公司自 2008 年起开始享受“两免三减半”税收优惠, 其中 2008 年、2009 年为免税期, 2010 年至 2012 年为减半征收, 实际适用税率为 12.5%。2013 年该税收优惠消失, 将实施法定税率 25%, 对业绩产生较明显影响。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 维持 2012~2014 年 EPS 预测分别为 1.18、1.26、1.53 元,



当前股价对应下的 2012 年 PE 为 16 倍、15 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

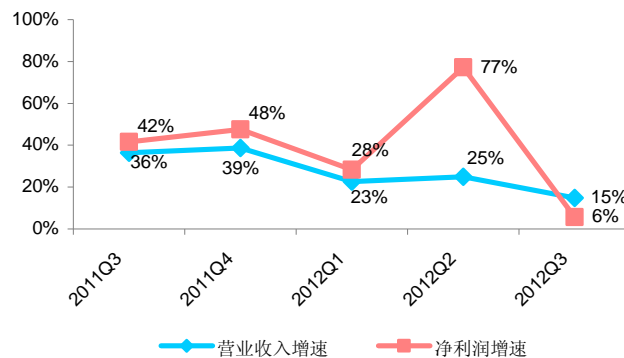
- **风险提示：**消费持续疲软、终端门店管理缺失。

单季度营业收入和净利润



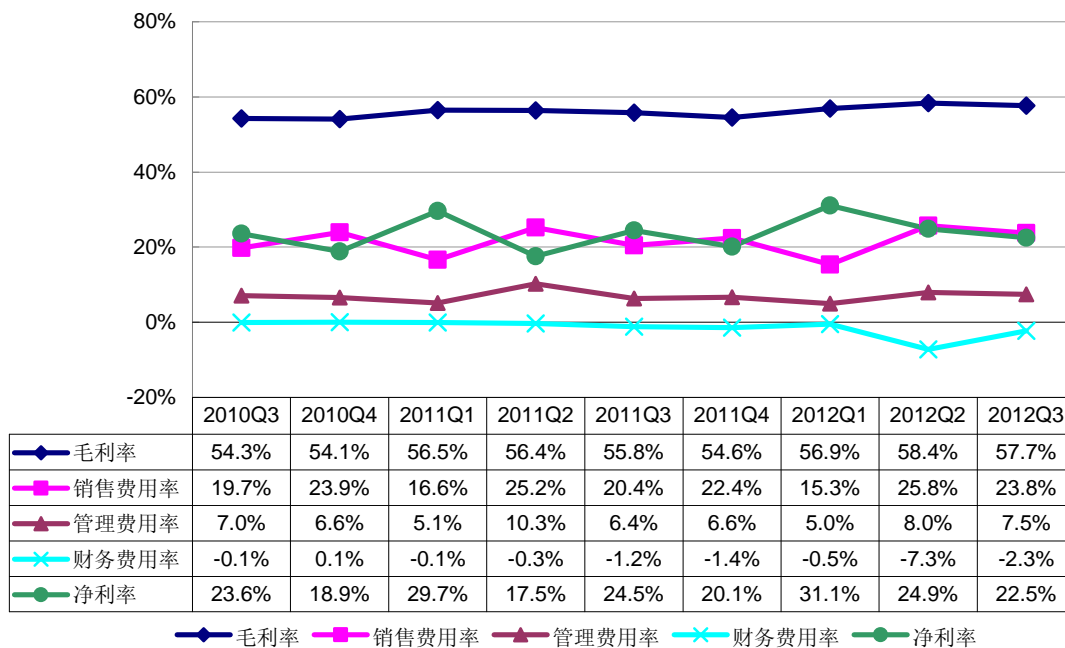
资料来源：WIND、第一创业证券研究所

单季度营业收入和净利润增速



资料来源：WIND、第一创业证券研究所

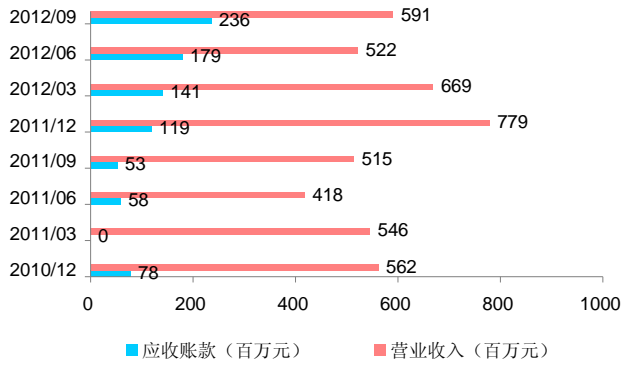
单季度毛利率、净利率及费用率变化



资料来源：WIND、第一创业证券研究所

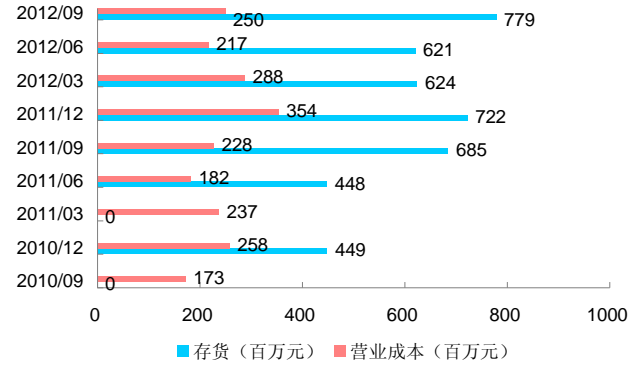


### 应收账款和营业收入



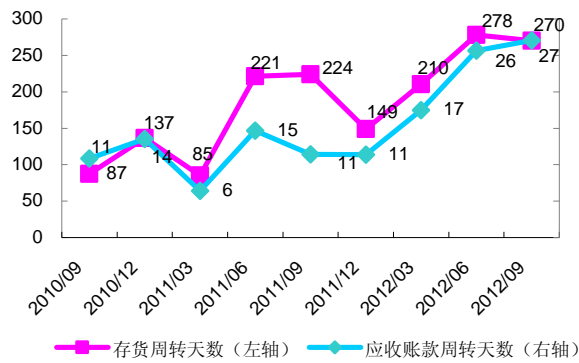
资料来源: WIND、第一创业证券研究所

### 存货和营业成本



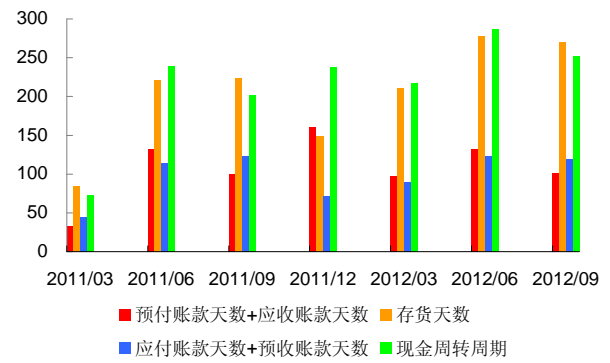
资料来源: WIND、第一创业证券研究所

### 应收账款周转天数和存货周转天数



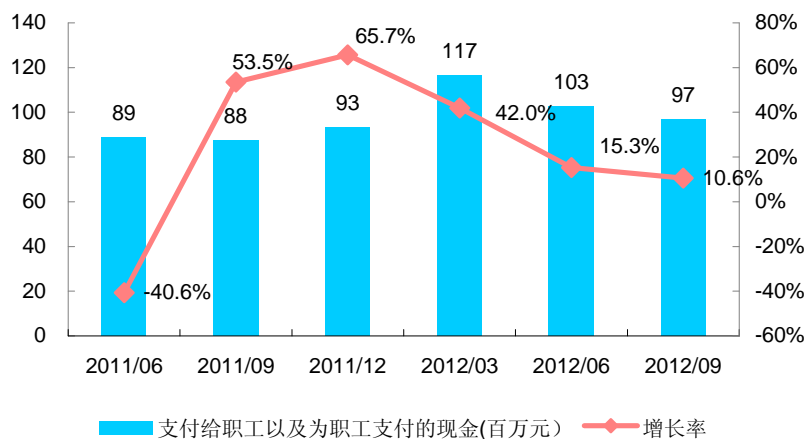
资料来源: WIND、第一创业证券研究所

### 现金周转天数



资料来源: WIND、第一创业证券研究所

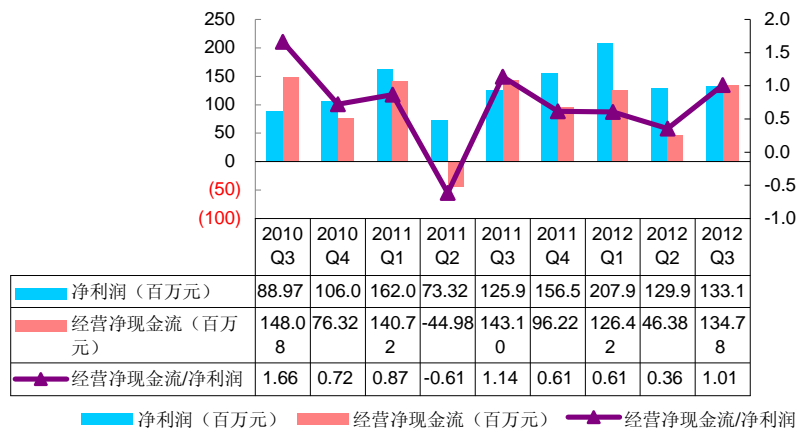
### 单季度人力成本及增长率



资料来源: WIND、第一创业证券研究所

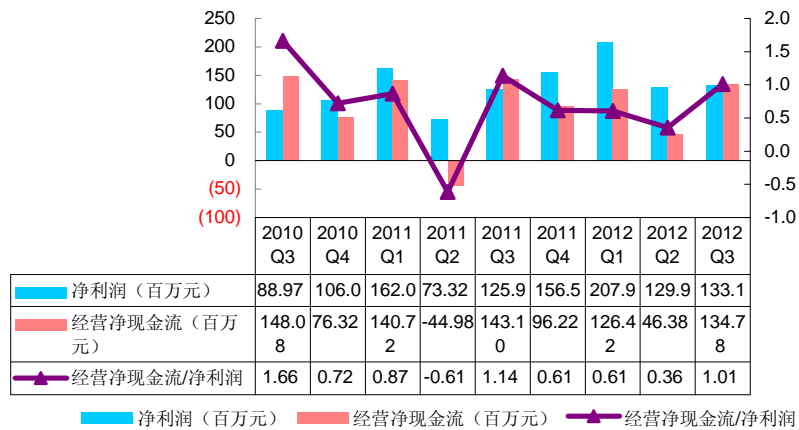


单季度经营现金净流量和净利润



资料来源: WIND、第一创业证券研究所

单季度经营现金净流量和净利润



资料来源: WIND、第一创业证券研究所



**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	4005	4361	4884	5485
现金	2560	2742	2902	3128
应收账款	119	162	197	234
其他应收款	12	15	19	22
预付账款	265	315	387	460
存货	722	906	1111	1320
其他流动资产	327	221	269	320
<b>非流动资产</b>	752	894	880	862
长期投资	0	0	0	0
固定资产	402	637	663	665
无形资产	118	120	122	124
其他非流动资产	232	137	95	73
<b>资产总计</b>	4758	5256	5764	6347
<b>流动负债</b>	779	944	1176	1363
短期借款	0	0	50	50
应付账款	269	341	418	497
其他流动负债	510	603	709	817
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	779	944	1176	1363
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	1214	1490	1886
归属母公司股东权益	3979	4312	4588	4984
<b>负债和股东权益</b>	4758	5256	5764	6347

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	335	636	518	665
净利润	518	676	724	877
折旧摊销	0	27	35	37
财务费用	-19	-53	-55	-57
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	0	-25	-195	-201
其他经营现金流	-162	13	10	10
<b>投资活动现金流</b>	-511	-163	-14	-14
资本支出	303	179	19	19
长期投资	-210	-16	-5	-5
其他投资现金流	-418	-0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2522	-291	-344	-424
短期借款	-37	0	50	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	-291	-394	-424
<b>现金净增加额</b>	2345	182	160	227

资料来源:天软估值模型、第一创业证券研究所

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2257	2836	3454	4105
营业成本	1001	1262	1547	1839
营业税金及附加	27	43	52	62
营业费用	476	610	732	862
管理费用	155	199	207	226
财务费用	-19	-53	-55	-57
资产减值损失	21	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	598	768	962	1165
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	602	772	966	1169
所得税	84	97	241	292
<b>净利润</b>	518	676	724	877
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	518	676	724	877
EBITDA	579	742	942	1146
EPS(元)	0.90	1.18	1.26	1.53

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	34.8%	25.6%	21.8%	18.9%
营业利润	42.5%	28.4%	25.2%	21.1%
归属于母公司净利润	43.7%	30.5%	7.2%	21.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	55.6%	55.5%	55.2%	55.2%
净利率(%)	22.9%	23.8%	21.0%	21.4%
ROE(%)	13.0%	15.7%	15.8%	17.6%
ROIC(%)	35.9%	40.2%	39.3%	43.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	16.4%	18.0%	20.4%	21.5%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	4.25%	3.67%
流动比率	5.14	4.62	4.15	4.02
速动比率	4.19	3.63	3.18	3.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.71	0.57	0.63	0.68
应收账款周转率	22	19	18	18
应付账款周转率	4.25	4.14	4.08	4.02
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.18	1.26	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.11	0.90	1.16
每股净资产(最新摊薄)	6.94	7.53	8.01	8.70
<b>估值比率</b>				
P/E	21.30	16.32	15.22	12.57
P/B	2.77	2.56	2.40	2.21
EV/EBITDA	15	12	9	7

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135