

九牧王: Q3 净利润增速受资产减值损失计提影响降低

核心观点:

1. 事件

九牧王发布 2012 年三季度报。

2. 我们的分析与判断

- **Q3 收入增长符合预期, 净利润增速受资产减值准备影响为 5.62%。**公司 Q1-Q3 收入 17.8 亿元, 同比增长 20.53%; 净利润 4.71 亿元, 同比增长 30.37%; Q3 营业总收入 5.91 亿, 同比增长 14.82%; 净利润 1.33 亿, 同比增 5.62%。Q3 财务费用收入-1363 万元、资产减值损失 1631 万元, 刨除这两项, Q3 归属于上市公司股东净利润同比增 11%。
- **财务收入和资产减值损失的波动是净利润增速与销售收入增速不同步的主要原因。**2012 年 Q1-Q3, 公司财务费用为-5514 万元, 去年同期为-800 万元。资产减值损失在报告期大幅提高, 本报告期为 3401 万元, 去年同期 274 万元, 同比增 1140%。
- **受业务扩张和对加盟商支持影响, 应收预付变动较大。**应收账款 2.36 亿, 比年初增 98.96%, 同比增 347.9%; 预付账款同比下降 45%。应收账款的大幅增加主要是上市后公司加大对加盟商的支持力度, 以及业务规模扩大所致; 预付账款的减少是由于报告期购房款交房后转为固定资产所致。
- **经营质量较好, 毛利率提升 1.37 个百分点, 销售费用和管理费用率基本稳定, 存货控制较好。**Q1-Q3 毛利率为 57.59%, 去年同期为 56.22%。Q1-Q3 销售费用率为 21.19%, 管理费用率为 6.68%; 去年同期分别为 20.38%、7.01%。本报告期存货为 7.78 亿, 比年初增 7.7%, 同比增 13.7%。总体来讲, 我们认为公司经营稳健, 费用率、存货控制有效。

3. 投资建议

- **维持对公司“谨慎推荐”评级。**公司 2013 年春夏订货会 10% 左右的增速, 我们预计 2012、2013、2014 年公司收入规模分别为 26.9、30.7、35.9 亿元, 同比增 19.2%、14.3%、16.8%; 净利润规模分别为 6.72、7.76、9.18 亿, 分别增 29.7%、15.5%、18.2%; EPS 为 1.17、1.35、1.60, 对应 PE 为 16.4、14.2、12。

风险提示: 终端零售不佳大环境背景下, 可能对 2013 春夏季行业整体产生影响。

九牧王 (601566.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

执业证书编号: S0130111081688

(lijiajia@chinastock.com.cn)

花小伟: (8610) 8357 4523

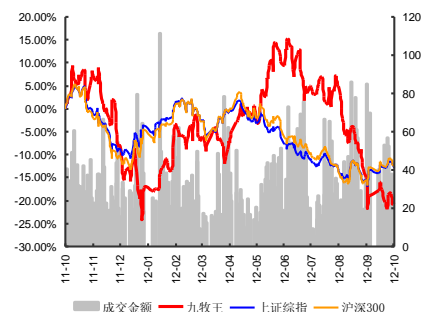
(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2012.10.25

A 股收盘价(元)	19.25
A 股一年内最高价(元)	28.15
A 股一年内最低价(元)	18.50
上证指数	2112.20
市净率	3.6
总股本(万股)	34992.83
实际流通 A 股(万股)	57865.75
限售的流通 A 股(万股)	45572.75
流通 A 股市值(亿元)	23.66

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

表 1: 九牧王逐季业绩增速

	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业总收入	56,199	54,551	41,823	51,457	77,902	66,866	52,236	59,081
同比				36.4%	38.6%	22.6%	24.9%	14.8%
营业成本	25,794	23,743	18,221	22,753	35,400	28,791	21,747	25,020
同比				31.9%	37.2%	21.3%	19.3%	10.0%
销售费用	13,451	9,067	10,540	10,522	17,434	10,242	13,453	14,066
同比				41.2%	29.6%	13.0%	27.6%	33.7%
管理费用	3,707	2,797	4,297	3,270	5,168	3,323	4,162	4,408
同比				23.0%	39.4%	18.8%	-3.1%	34.8%
财务费用	29	-47	-145	-608	-1,129	-355	-3,795	-1,363
资产减值损失	297	126	-93	241	1,823	687	1,083	1,631
					514.5%	446.1%	-1266.8%	576.3%
投资净收益	3	21	16	22	115	83	293	79
营业利润	12,836	18,451	8,462	14,567	18,337	23,534	14,918	14,852
同比				42.5%	42.9%	27.5%	76.3%	2.0%
加: 营业外收入	192	101	337	315	43	330	344	781
减: 营业外支出	47	5	6	385	49	16	25	122
利润总额	12,982	18,547	8,792	14,497	18,332	23,848	15,236	15,511
同比				42.1%	41.2%	28.6%	73.3%	7.0%
减: 所得税	2,143	2,345	1,461	1,901	2,673	3,052	2,240	2,201
净利润	10,839	16,202	7,332	12,597	15,659	20,795	12,996	13,310
同比								
母公司所有者净利润	10,607	16,202	7,332	12,597	15,659	20,795	12,996	13,310
同比				41.6%	47.6%	28.4%	77.3%	5.7%
完全摊薄 EPS	0.18	0.27	0.12	0.21	0.26	0.35	0.22	0.22
盈利能力								
毛利率	54.1%	56.5%	56.4%	55.8%	54.6%	56.9%	58.4%	57.7%
管理费用率	6.6%	5.1%	10.3%	6.4%	6.6%	5.0%	8.0%	7.5%
销售费用率	23.9%	16.6%	25.2%	20.4%	22.4%	15.3%	25.8%	23.8%
营业利润率	22.8%	33.8%	20.2%	28.3%	23.5%	35.2%	28.6%	25.1%
销售净利润率	19.3%	29.7%	17.5%	24.5%	20.1%	31.1%	24.9%	22.5%
所得税率	16.5%	12.6%	16.6%	13.1%	14.6%	12.8%	14.7%	14.2%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 九牧王 (601556.sh) 财务报表预测

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金	221	2,560	2,521	2,843	3,412	营业收入	1,675	2,257	2,690	3,075	3,590
应收票据	77	169	149	171	199	营业成本	744	1,001	1,159	1,300	1,515
应收账款	78	119	209	231	269	营业税金及附加	4	27	32	37	43
预付款项	138	265	174	195	227	销售费用	391	476	567	648	756
其他应收款	9	12	15	17	20	管理费用	105	155	178	203	237
存货	449	722	805	831	968	财务费用	0	-19	-70	-45	-53
其他流动资产	0	159	60	50	50	资产减值损失	11	21	44	30	25
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	299	402	1,063	1,340	1,483	投资收益	0	2	0	0	0
在建工程	146	166	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	420	598	780	902	1,066
无形资产	118	118	166	204	182	营业外收支净额	1	4	0	0	0
长期待摊费用	13	17	117	184	200	税前利润	420	602	780	902	1,066
资产总计	1,592	4,758	5,325	6,111	7,057	减: 所得税	60	84	109	126	148
短期借款	37	0	0	0	0	净利润	361	518	672	776	918
应付票据	204	261	222	249	291	归属于母公司净利润	360	518	672	776	918
应付账款	202	269	254	285	332	少数股东损益	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	75	116	135	154	179	基本每股收益	0.80	0.90	1.17	1.35	1.60
应付职工薪酬	51	81	79	89	104	稀释每股收益	0.63	0.90	1.17	1.35	1.60
应交税费	1	-1	-1	-1	-1	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
其他应付款	47	52	52	52	52	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	19.3%	34.8%	19.2%	14.3%	16.8%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	63.4%	38.7%	26.1%	17.5%	17.1%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	39.8%	43.7%	29.7%	15.5%	18.2%
负债合计	616	779	742	829	957	盈利性					
股东权益合计	975	3,979	4,583	5,282	6,100	销售毛利率	55.6%	55.6%	56.9%	57.7%	57.8%
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	销售净利率	21.5%	22.9%	25.0%	25.2%	25.6%
净利润	361	518	672	776	909	ROE	50.3%	21.2%	15.7%	15.7%	16.1%
折旧与摊销	0	0	18	101	145	ROIC	73.4%	48.5%	48.2%	50.8%	51.3%
经营活动现金流	182	335	619	837	900	估值倍数					
投资活动现金流	-193	-511	-660	-482	-282	PE	24.2	21.3	16.4	14.2	12.0
融资活动现金流	-76	2522	3	-33	-49	P/S	5.2	4.9	4.1	3.6	3.1
现金净变动	-87	2346	-39	322	569	P/B	8.9	2.8	2.4	2.1	1.8
期初现金余额	286	221	2560	2521	2843	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%
期末现金余额	199	2567	2521	2843	3412	EV/EBITDA	19.8	14.1	10.1	7.5	5.7

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177. sh)、美邦服饰 (002269. sz)、鲁泰 A (000726. sz)、七匹狼 (002029. sz)、伟星股份 (002003. sz)、报喜鸟 (002154. sz)、罗莱家纺 (002293. sz)、富安娜 (002327. sz)、潮宏基 (002345. sz)、探路者 (300005. sz)、星期六 (002291. sz)、梦洁家纺 (002397. sz)、森马服饰 (002563. sz)、搜于特 (002503. sz)、华斯股份 (002494. sz)、希努尔 (002485. sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn