

## 收入增速逐季下滑

九牧王 (601566) 2012 年年报和 2013 年一季报点评

### 投资要点:

- ◇ **年报净利润增长29.07%，符合预期。**公司于4月19日公布2012年年报。2012年，公司实现营业收入26亿元，同比增长15.2%；实现归属于上市公司股东净利润6.68亿元，同比增长29.07%；期末总股本摊薄每股收益1.16元。业绩符合预期。公司拟每10股派现7元（含税）。第四季度，公司实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润分别为8.19亿元和1.97亿元，分别同比增长5.1%和26.07%。终端消费低迷导致收入增速逐季下滑。
- ◇ **一季报净利润下滑8.22%，超出市场预期。**公司于4月19日公布2013年一季报。2013年1-3月份，公司实现营业收入7亿元，同比增长4.7%，增速同比环比均有所下滑；实现归属于上市公司股东净利润1.91亿元，同比下降8.22%。净利润下滑幅度超出市场预期。
- ◇ **营销渠道建设放缓是一季度业绩增长不达预期的主要原因。**受终端消费低迷影响，公司放缓了营销渠道的建设。2012年全年销售终端净增加124家，未达到年初制定的新开店360家的开店计划。截至2012年末，公司门店总数达到3264家，其中直营店694家，加盟店2570家。我们预计2013年渠道建设仍然无法提速，未来渠道扩张将以向三四城市下沉为主。
- ◇ **库存有所改善，应收账款有所上升。**2012年末，公司服装库存数量503.46万件，较年初下降了8.56%。库存净值6.5亿元，较年初下降了10%。一季度末，库存5.84亿元，较年初减少10.2%。库存周转效率较年初有所提升。由于公司加大了对加盟商的支持力度，应收账款增长较快。2012年末和2013年一季度末，应收账款分别为2.44亿元和2.8亿元，分别较年初增长105%和14.8%。应收账款周转效率较年初均有所下降。
- ◇ **现金流较为良好。**2012年和2013年一季度，经营活动现金流净额分别为5.59亿元和1.92亿元，分别同比增长67%和52%。公司现金流较为良好。另外，公司货币资金较为充裕，可以缓解由存货周转和应收账款周转不利对资金链造成的压力。
- ◇ **一季度盈利能力有所下降。**一季度，公司毛利率和净利率同比分别下降了0.17个百分点和3.84个百分点，分别为56.77%和27.26%。在去库存和终端消费回暖不明显的背景下，我们预计2013年公司毛利率和净利率的提升压力较大。

**谨慎推荐** (下调)

风险评级：一般风险

2013年4月19日

黄凡

SAC 执业证书编号:

S0340511010003

电话: 0769-22119470

研究助理: 魏红梅

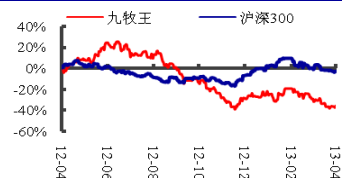
电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

### 主要数据 2013年4月18日

收盘价(元)	14.57
总市值(亿元)	84.40
总股本(百万股)	579.26
流通股本(百万股)	122.93
ROE(TTM)	14.18%
12月最高价(元)	28.15
12月最低价(元)	13.30

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

### 相关报告

**谨慎推荐评级。**公司“两免三减半”税收优惠到期，2013年企业所得税由12.5%提高到25%。在终端消费低迷的情况下，税收优惠到期将对公司净利润增长形成较大压力。虽然公司在商务休闲领域以及男裤领域占据龙头地位，具有良好的运营能力，但终端消费低迷影响订货会数据，预计公司2013年收入增长较低，净利润或将出现倒退。我们下调前期对公司的盈利预测，预计公司2013-2014年公司每股收益预计分别为1.09元和1.22元，对应PE分别为13倍、12倍。盈利拐点仍需等待，因此调低评级至谨慎推荐。

**风险提示。**成本费用快速上涨；存货持续高企；门店效益提升不力。

表 1：盈利预测

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>营业总收入</b>	<b>2,257.33</b>	<b>2600.56</b>	<b>2800.80</b>	<b>3220.92</b>
<b>营业总成本</b>	<b>1,660.90</b>	<b>1845.89</b>	<b>1962.30</b>	<b>2292.35</b>
营业成本	1,001.18	1097.62	1190.34	1352.79
营业税金及附加	27.22	27.22	29.41	35.43
销售费用	476	558.26	588.17	692.50
管理费用	155	186.55	204.46	235.13
财务费用	(19)	(69.80)	(78.08)	(55.70)
资产减值损失	21	46.04	28.01	32.21
<b>其他经营收益</b>	<b>2</b>	<b>4.91</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2	4.91	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>598</b>	<b>759.58</b>	<b>838.50</b>	<b>928.57</b>
加 营业外收入	8	18.24	12.00	15.00
减 营业外支出	4	5.57	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>602</b>	<b>772.24</b>	<b>845.50</b>	<b>938.57</b>
减 所得税	84	103.82	211.37	234.64
<b>净利润</b>	<b>518</b>	<b>668.42</b>	<b>634.12</b>	<b>703.93</b>
减 少数股东损益	0	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>517.89</b>	<b>668.42</b>	<b>634.12</b>	<b>703.93</b>
最新总股本(万股)	<b>57293.00</b>	<b>57865.75</b>	<b>57925.75</b>	<b>57925.75</b>
基本每股收益(元)	0.90	1.16	1.09	1.22
市盈率(倍)	16.12	12.61	13.31	11.99

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn