

员工持股计划落地，近 30 亿富裕资金使用值得关注

九牧王 (601566.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司公告员工持股计划草案，拟募集资金总额上限 3.023 亿，217 名员工参与，股票来源为二级市场购买或大股东协议转让，锁定持股成本不高于 19.52 元。

2. 我们的分析与判断

● **员工持股计划锁定购股成本，上下利益一致：**大股东股权 2014 年 6 月份已经解禁，此次员工持股计划也不存在后续的锁价问题，**同时董事长 5 月 9 日在泉州九牧王接受《海峡都市报》记者独家专访谈企业育人观**，这一切均表明公司上下利益一致。

● **主业 14 年见底，报表质量优异，15 年有望反弹：**14 年公司收入下滑 17.34%，净利润下滑 34.76%，15 年 Q1 收入已恢复增长趋势(+3.25%)，净利润受利息以及营业外收入减少影响，同比下滑 11.72。这期间，应收与存货持续好转，经营性现金流表现优于净利润，报表质量优异。公司在近年来的调整中直营体系的经营效率在不断提升，同时公司在不断给加盟体系减负拖累了公司业绩表现。随着公司营销体系扁平化调整的持续推进，加盟收入将逐步恢复，我们认为公司业绩有望在 15 年触底回升，预计 15 年净利润将达 4 亿元。

● **富余资金充沛，15 年对外投资可能逐步落地：**2015Q1 公司账上现金 8.85 亿，理财 21.37 亿元。公司在 14 年年报中明确提出未来公司将积极探索服装相关产业的投资，将公司打造成一家以服装为主业的综合性集团公司。

3. 投资建议

我们预计 2015 年收入有望实现的个位数增长、利润不排除两位数增长可能（我们给予 2015 年 4 亿净利润预测），当前 128.40 亿市值，账上现金及理财 30 亿，剔除该部分对应估值水平 23 倍。结合公司员工持股方案推出、对投资的探索，维持“**推荐**”评级！

主要财务指标	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入(百万)	2,601	2,502	2,068	2,200	2,420
收入同比(%)	15.20%	-3.81%	-17.34%	6.38%	10.00%
归属母公司净利润(百万)	668	537	351	403	474
净利润同比(%)	29.07%	-19.62%	-34.76%	15.07%	17.50%
毛利率(%)	57.79%	56.81%	56.25%	56.50%	56.80%
ROE(%)	15.97%	12.06%	7.83%	8.76%	9.53%
每股收益(元)	1.16	0.93	0.61	0.70	0.82
P/E	19.25	24.01	36.61	31.90	27.23

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

分析师

马莉

(8610) 6656 8489

mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

杨岚: (8610) 8357 4539

yanglan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130112030156

特此鸣谢:

陈腾曦: (8621) 20252682

chentengxi@chinastock.com.cn

林骥川: (8621) 68597610

linjichuan@chinastock.com.cn

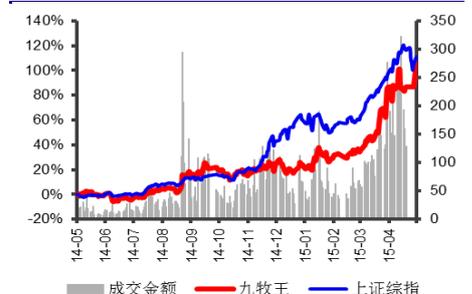
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.5.11

A 股收盘价(元)	22.33
A 股一年内最高价(元)	22.33
A 股一年内最低价(元)	10.89
上证指数	4333.58
市净率	4.50
总股本(万股)	57500
实际流通 A 股(万股)	57500
限售 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	128.40

股价走势图



（一）公司5月5日开始停牌，周末发布公告第一期员工持股计划草案、并计划于周一（5月11日）起复牌，要点如下：

- ◇ 员工持股计划拟筹集资金总额上额 3.023 亿，由兴证资管鑫众-九牧王 1 号定向资产管理计划受托管理，在股东大会通过持股计划 6 个月内、通过二级市场购买（包括但不限于大宗交易、协议转让）。
- ◇ 参与员工持股计划的持有人：217 人，董监高 13 人出资 5840 万、其他员工出资 24390 万；资金来源：自有资金 10862 万，公司为员工（不包括董监高）提供不超过其自有资金 4 倍的借款，借款利息根据合同约定、控股股东为借款提供担保。
- ◇ 员工持股计划锁定期：自公司公告最后一笔标的股票过户至鑫众-九牧王 1 号定向计划名下时，锁定期 12 个月；该员工持股计划的存续期 24 个月。
- ◇ 与此同时，公司发布“代员工持股计划签订股份来源安排协议的公告”，九牧王投资（林聪颖 100% 持股）作为公司控股股东（持有公司 58.73% 股权）自愿按照协议约定条件以协议转让方式向员工持股计划受让主体出让九牧王股票：转让价格 19.52 元/股，如果在员工持股计划实施时可以从二级市场以低于 19.52 购买到股票，九牧王投资以二级市场购买完成后的资金转让。

（二）公司主业 2014 年已经见底、2015 年有望触底反弹

- ◇ 2014 年：2014 年收入 20.68 亿元，同比下滑 17.34%；毛利率 56.25%，同比下降 0.56pp；销售费用与管理费用合计 7.74 亿元，同比微增 1.18%，但由于收入下滑较大，销售费用率 27.46%，同比上升 4.21pp，管理费用率 9.96%，同比上升 2.63pp；净利润 3.51 亿元，同比下滑 34.76%。资产负债表和现金流方面，应收款合计 3.8 亿元（年初 4.39 亿元），存货 5.93 亿元（年初 6.25 亿元），经营性现金流 4.74 亿元，同比下滑 15.26%。
- ◇ 2015 年一季报：2015 年 Q1 收入 5.63 亿元，**同比增长 3.25%**；毛利率 56.72%，同比上升 0.33pp；销售费用及管理费用率 28.16%，同比下降 0.37pp，相比 2014 年后三季度，费用率改善明显；受利息收入与营业外收入减少影响，净利润 1.28 亿元，同比下滑 11.72%。应收款（2.79 亿元）和存货（5.3 亿元）持续下降，**经营性现金流 2.52 亿元，同比增长 43.18%，盈利质量仍保持较高水平。**
- ◇ 直营体系提升见成效、加盟受环境影响下滑仍较大，15 年 Q1 恢复增长。直营门店数量达 871 间，净增加 93 家，营业面积达 48,600 平方米，同比增加 15.42%：得益于近年来重视单店业绩的提升以及零售精细化管理的导入，直营渠道收入有所提升；同时受益于积极调整店铺结构，关闭低效及亏损店铺，直营渠道整体盈利能力有所改善。加盟店数量为 2,074 家，净关闭 272 家，营业面积 209,957 平方米，同比减少 12.31%：由于终端消费仍然持续低迷，加盟商在开店及进货上保持谨慎，导致加盟收入下滑，影响了公司整体销售收入表现，我们预期，整个男装行业在 14/15 年都将迎来调整底部（行业内一些优秀企业已率先走出向上趋势——中国利郎），随着公司营销体系扁平化调整的持续推进，我们判断加盟部分在 15 年也将迎来触底回升的过程，值得关注的是，15 年 Q1 公司收入端已恢复增长（同比增长 3.25%）。

（三）公司账上富裕资金充沛，在福建公司中涨幅明显偏低、而质地明显偏优，我们估计 2015 年不排除公司投资业务逐步落地的可能

- ◇ 现金储备丰富，14 年对外投资有所进展，预期 15 年将持续推进。截至 2015Q1 公司账上现金 8.85 亿，理财 21.37 亿元。14 年 12 月，公司出资 1.85 亿元投资财通证券，持股 6,200 万股，占比约 1.8%。15 年 3 月，公司拟对九牧王零售投资增资 1 亿美元，具体增资节奏视实际需求而定。公司在 14 年年报中明确提出未来公司将积极探索服装相关产业的投资，

将公司打造成一家以服装为主业的综合性集团公司。我们认为在目前牛市行情下行业估值水涨船高的环境有利于公司进行行业内整合甚至是跨界转型。

- ◇ 公司当前总市值 128.40 亿、净资产 45 亿，2014 年以来涨幅 80%、2015 年以来涨幅 68%，明显低于厦门同类公司。例如贵人鸟，284 亿市值、2014 年以来涨幅 215%、2015 年以来涨幅 176%，资产质量和盈利能力等方面明显弱于九牧王。

(四) 各方利益一致，当前价位继续推荐！

- ◇ 大股东股权 2014 年 6 月份已经解禁；此次员工持股计划也不存在后续的锁价问题，**同时董事长 5 月 9 日在泉州九牧王接受《海峡都市报》记者独家专访谈企业育人观**，这一切均表明公司上下利益一致。
- ◇ 我们预计 2015 年收入有望实现的个位数增长、利润不排除两位数增长可能（我们给予 2015 年 4 亿净利润预测），当前 128.4 亿市值，账上现金及理财 30 亿，剔除该部分对应估值水平 23 倍。结合公司员工持股方案推出、对投资的探索，继续维持推荐评级！

附表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	2,603	1,606	761	1,040	1,084	营业收入	2,601	2,502	2,068	2,200	2,420
应收票据	229	246	204	226	226	营业成本	1,098	1,080	905	957	1,045
应收账款	244	182	176	126	166	营业税金及附加	27	31	25	26	29
预付款项	28	41	21	30	31	销售费用	558	582	568	596	605
其他应收款	16	17	15	16	16	管理费用	187	183	206	211	218
存货	650	625	593	532	568	财务费用	-70	-80	-75	-65	-50
其他流动资产	216	1,284	2,017	2,219	2,546	资产减值损失	46	64	81	42	35
投资性房地产	52	122	139	132	125	投资收益	5	24	72	65	50
固定资产	556	837	803	749	695	营业利润	760	666	430	498	588
在建工程	238	2	5	0	0	营业外收支净额	13	17	17	16	17
无形资产	168	147	144	137	130	税前利润	772	683	448	514	605
长期待摊费用	19	7	5	10	7	减: 所得税	104	146	97	111	131
资产总计	5,109	5,214	5,132	5,487	5,859	净利润	668	537	351	403	474
预收款项	112	75	113	94	82	归属于母公司净利润	668	537	351	403	474
应付职工薪酬	77	71	79	76	75	基本每股收益	1.16	0.93	0.61	0.70	0.82
应交税费	49	66	29	48	47	稀释每股收益	1.16	0.93	0.61	0.70	0.82
其他应付款	53	38	40	43	40	财务指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	15.20%	-3.81%	-17.34%	6.38%	10.00%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	29.07%	-19.62%	-34.76%	15.07%	17.50%
非流动负债合计	0	0	6	0	0	销售毛利率	57.79%	56.81%	56.25%	56.50%	56.80%
负债合计	717	694	697	710	692	销售净利率	25.70%	21.48%	16.95%	18.34%	19.59%
股东权益合计	4,393	4,519	4,434	4,776	5,167	净资产收益率	15.97%	12.06%	7.83%	8.76%	9.53%

数据来源: WIND、中国银河证券研究部

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，杨岚 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。

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王 婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn