

九牧王 (601566.sh)

半年业绩快报实现预期中的增长，盈利继续改善

马涛 分析师

电话: 010-68058657

eMail: mt@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010001

事件:

公司发布 2011 年半年度业绩快报。公司实现主营业务收入 9.64 亿元，同比增长 31.02%，归属于上市公司股东净利润为 2.35 亿元，同比增长为 42.39%。

点评:

中报预告业绩实现预期中的增长

我们测算公司 2011 年归属于上市公司股东净利润 5.10 亿元，公司预告上半年业绩占全年预测业绩的 46.13%。从品牌服装行业收入的季节性以及可比公司各季度业绩历史占比情况看，这个比例在预期之中，我们认为公司实现 2011 年完全摊薄每股收益 0.89 元的可能性较大。

盈利能力继续改善

从公告的净利润率看，半年报业绩快报净利润率为 24.42%，高于 2010 年中报的 22.47%。我们认为这主要来自于几个方面：（1）2011 年各产品品类价格的提升；（2）纵向一体化业务模式继续发挥作用。优化库存管理、有效控制产品成本。

维持全年净利润率 23.25%的判断

从整个产业链条看，棉纺企业库存居高位我们预计下半年原材料（棉花等）价格回到前期高点的可能性较小。预计随着下半年通胀的见顶回落，产品价格进一步提升空间有限，销量的增长对收入贡献将加大。我们维持全年净利润率 23.25%的判断。

盈利预测与投资评级：维持全年 EPS 0.89 元的预测，买入评级

看好公司未来产品品类的延伸和渠道空间的拓展，具备中长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

营销规模迅速扩大带来的管理风险；销售过于倚重主导产品的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,403.91	1,674.81	2193.75	2726.84	3359.46
增长率 (%)	14.13%	19.30%	30.99%	24.30%	23.20%
EBITDA(百万元)	285.71	450.83	603.98	764.60	1024.59
净利润(百万元)	257.77	360.33	510.13	651.35	746.03
增长率 (%)	33.39%	39.79%	41.57%	27.68%	14.54%
每股收益 (元)	3.307	0.796	0.89	1.14	1.30
市盈率	0.00	0.00	24.02	18.81	16.43
市净率	0.00	0.00	3.08	2.65	2.28
EV/EBITDA	0.00	0.00	15.22	11.30	7.73

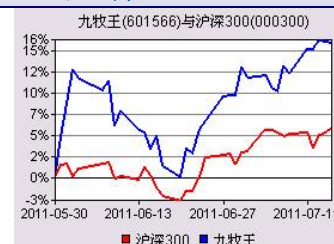
数据来源: 九牧王股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	22.17
目标价格(元)	25.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.28%	15.89%	15.89%
沪深 300	8.19%	-6.86%	19.60%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	572.93/96.00
主要股东:	
九牧王国际投资控股有限公司	
主要股东持股比例	58.91%

财务比率

ROE	39.65%
ROA	29.21%
资产负债率	38.72%
每股净资产(元)	2.01
2010 年报数据	

事件

公司发布 2011 年半年度业绩快报。公司实现主营业务收入 9.64 亿元，同比增长 31.02%，归属于上市公司股东净利润为 2.35 亿元，同比增长为 42.39%。

点评

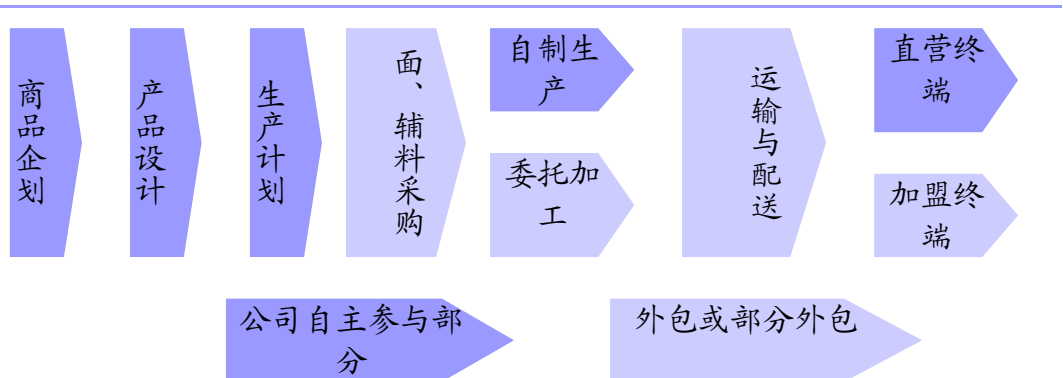
中报预告业绩实现预期中的增长

我们测算公司 2011 年归属于上市公司股东净利润 5.10 亿元，公司预告上半年业绩占全年预测业绩的 46.13%。从品牌服装行业收入的季节性以及可比公司各季度业绩历史占比情况看，这个比例在预期之中，我们认为公司实现 2011 年完全摊薄每股收益 0.89 元的可能性较大。

盈利能力继续改善

从公告的净利润率看，半年报业绩快报净利润率为 24.42%，高于 2010 年中报的 22.47%。我们认为这主要来自于几个方面：（1）2011 年各产品品类价格的提升；（2）纵向一体化业务模式继续发挥作用。优化库存管理、有效控制产品成本。

图 1：纵向一体化经营模式提供高附加值供应链



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

公司采取订货会为导向的模式，订货会模式销售额占全年销售额比例约为 70%左右，公司保留约 30%的后续补单。订货会金额基本能反映全年业绩趋势。

从整个产业链条看，棉纺企业纱线、棉布库存居高位，纱线库存创新高，且已经超过下游制品棉布的库存。我们预计下半年原材料（棉花等）价格回到前期高点的可能性较小。预计随着下半年通胀的见顶回落，产品价格进一步提升空间有限，销量的增长对收入贡献将加大。我们维持全年净利润率 23.25%的判断。

盈利预测与投资评级：维持全年 EPS 0.89 元的预测，买入评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.89 元、1.14 元、1.30 元，未来 3 年净利润复合增长率 27.45%。公司拥有较为成熟的直营管理经验和较高的品牌美誉度，盈利能力强，看好公司未来产品品类的延伸和渠道空间的拓展，具备中长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

营销规模迅速扩大带来的管理风险；销售过于倚重主导产品的风险。

图 2：九牧王渠道结构：直营 VS 加盟

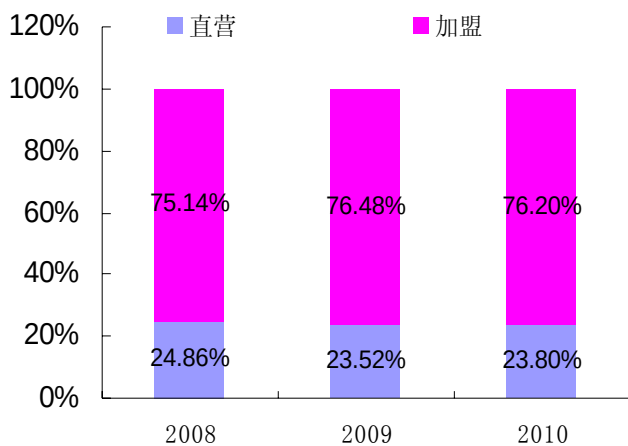
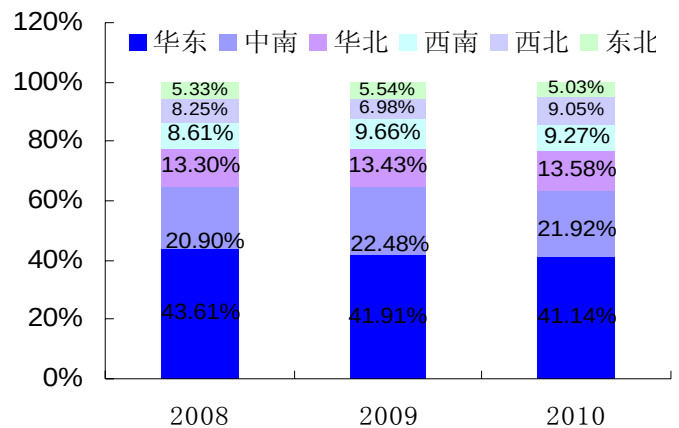


图 3：华东、中南及华北地区合计销售收入占比 70%以上



数据来源：广发证券发展研究中心

图 4：九牧王渠道运作模式

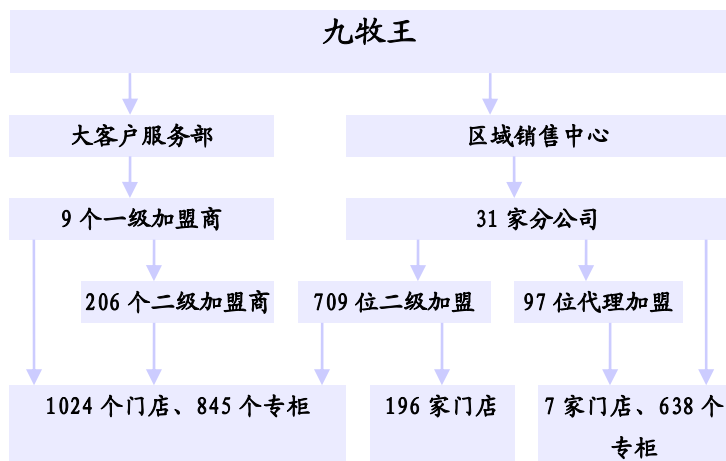
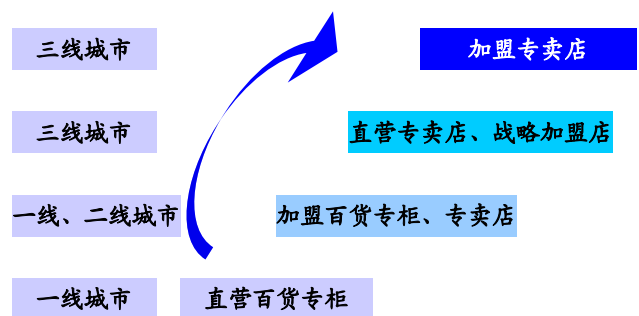


图 5：九牧王未来渠道拓展模式



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学MBA，7年钢铁企业工作经历，2年证券从业经历，2009年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-8418。

相关研究报告

未来主要增长点：产品品类延伸+渠道空间拓展_公司调研简报	林海	2011-07-11
九牧王(601566.sh)_新股发行与上市定价报告	林海	2011-05-14

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10 % 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。