

服装 II

九牧王 (601566. SH) / 20.44 元

股权激励行权条件难度不大

事 项

九牧王发布股票期权和限制性股票激励计划草案, (1) 股票期权激励计划: 公司拟向激励对象授予 650 万份股票期权, 约占总股本 1.13%。行权价格为 21.73 元。(2) 限制性股票激励计划: 公司拟向激励对象授予 650 万股公司限制性股票, 约占总股本 1.13%, 限制性股票的授予价格为 10.34 元。有效期为自股票期权授权日起 5 年。行权条件皆为 2013-2015 年年加权平均净资产收益率不低于 11%、12%和 13%, 以 2010 年净利润为基数, 2012-2014 年年净利润增长率不低于 44%、72%和 107%。预计 2012-2015 年期权费用合计为 1964、1594、825、170 万元。

主要观点

1. 行权条件难度不高, 对市场刺激性可能不大。

行权条件: 以 2010 年净利润为基数, 2012-2014 年年净利润增长率不低于 44%、72%和 107%, 即对应 2013-2014 年净利润增长率不低于 19%和 20%, 基本维持在男装行业平均增速。

2. 未来增长点: 渠道下沉、品类延伸和多品牌发展、提价

(1) 渠道: 我们估计, 九牧王全年渠道总数为 3100 多家, 预计未来保持每年 300-500 家的开店增速。公司未来的渠道扩张空间在于二三四线城市覆盖率和密度仍较低。九牧王的商场平效较高, 但专卖店平效仍有改善空间。(2) 品类延伸和多品牌发展: 近些年公司西裤量增不高, 我们估计目前公司西裤收入占比已下降到 50%, 相较于一般商务休闲品牌 30%的裤装比例, 未来仍有下降空间, 预计明年公司上装比例将超过裤装。今年 1-9 月, 我们估计公司提价幅度约为 19%, 销量增长为 12%, 其中上装销量增长 20-25%, 裤装销量增长 4%。(3) 提价: 相较于国际品牌来看, 九牧王仍有 2-3 倍的价格优势。从倍率的角度, 国外优秀品牌可以达到 8-10 倍, 目前九牧王的倍率估计在 4-5 倍。我们估计, 2012 年春夏产品公司提价幅度约为 10%; 预计秋冬产品提价将在 10%以内。

盈利预测和建议

由于公司新增期权费用 1964 万元, 我们下调公司 2012-2013EPS 为 1.14 和 1.54 元, 3 年 CAGR35%, 后期需关注公司量增情况和秋冬订货会情况。给予公司 2012 年 25 倍 PE, 目标价 28.5 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示

1. 销量下滑风险。2. 营销网络快速扩张带来的管理风险。

证券分析师: 区志航
执业编号: S0850209050634
Tel: 0755-82828559
Email: ouzhihang@hczq.com
联系人: 唐爽爽
Tel: 021-50157562
Email: tangshuang@hczq.com

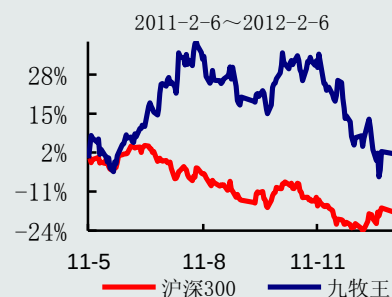
投资评级

投资评级: 强推
评级变动: 维持

公司基本数据

总股本(万股)	57293
流通 A 股/B 股(万股)	12000/0
资产负债率(%)	16.9
每股净资产(元)	6.85
市盈率(倍)	27.22
市净率(倍)	3.51
12 个月内最高/最低价	28.09/18.5

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

《渠道下沉关注平效, 品类延伸关注量增》
2012-01-04
《关注毛利率稳定性和多品牌进展》
2011-08-22
《渠道长缨在手, 稳健盈利在望》
2011-05-15

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	971	4113	4785	5830
现金	221	3554	4193	5196
应收账款	78	77	82	79
其它应收款	9	8	9	9
预付账款	138	62	76	92
存货	449	384	389	407
其他	77	28	37	47
非流动资产	621	684	765	824
长期投资	0	0	0	0
固定资产	299	369	431	484
无形资产	118	123	132	138
其他	204	192	203	201
资产总计	1592	4798	5551	6653
流动负债	616	809	979	1219
短期借款	37	47	28	37
应付账款	202	224	314	445
其他	378	538	637	737
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	616	809	979	1219
少数股东权益	67	67	67	67
股本	134	134	134	134
资本公积金	701	701	701	701
留存收益	283	491	798	1240
归属母公司股东权益	453	573	573	573
负债和股东权益	91	2479	2479	2479

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	182	819	719	1005
净利润	361	505	650	885
折旧摊销	36	36	45	54
财务费用	0	-56	-117	-143
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-227	333	141	209
其它	12	0	-0	0
投资活动现金流	-193	-98	-125	-111
资本支出	216	100	100	100
长期投资	8	-13	10	-2
其他	32	-11	-15	-13
筹资活动现金流	-76	2612	26	94
短期借款	37	10	-19	9
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	375	120	0	0
资本公积增加	91	2388	0	0
其他	-579	94	45	85
现金净增加额	-87	3333	620	988

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1675	2257	2984	4109
营业成本	744	993	1283	1705
营业税金及附加	4	4	5	8
营业费用	391	553	776	994
管理费用	105	160	248	333
财务费用	0	-56	-118	-143
资产减值损失	11	13	10	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	420	590	779	1201
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	420	589	780	1201
所得税	60	84	111	300
净利润	361	505	669	901
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	360	505	669	901
EBITDA	456	570	707	1112
EPS（元）	0.63	0.88	1.17	1.57

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	19.3%	34.7%	32.2%	37.7%
营业利润	64.6%	40.5%	32.1%	54.1%
归属母公司净利润	39.8%	40.2%	32.3%	34.7%
获利能力				
毛利率	55.6%	56.0%	57.0%	58.5%
净利率	21.5%	22.4%	22.4%	21.9%
ROE	39.7%	12.9%	14.8%	16.8%
ROIC	47.4%	90.9%	130.9%	278.2%
偿债能力				
资产负债率	38.7%	16.9%	17.6%	18.3%
净负债比率	5.97%	5.77%	2.84%	3.05%
流动比率	1.58	5.08	4.89	4.78
速动比率	0.85	4.61	4.49	4.45
营运能力				
总资产周转率	1.16	0.71	0.58	0.67
应收帐款周转率	20	29	38	51
应付帐款周转率	4.42	4.67	4.77	4.49
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.88	1.17	1.57
每股经营现金	0.32	1.43	1.29	1.78
每股净资产	1.59	6.85	7.86	9.37
估值比率				
P/E	30.17	27.22	20.57	15.27
P/B	11.96	3.51	3.05	2.56
EV/EBITDA	30	24	19	12

纺织服装组分析师介绍

区志航:

华创证券纺织服装行业首席分析师,平安证券、海通证券研究所等 11 年从业经验,2009-2010 年两年新财富入围。

唐爽爽:

华创证券纺织服装行业助理分析师,中国人民大学经济学硕士,海通证券研究所、华创证券研究所 1.5 年从业经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558