

## 九牧王 601566.SH

# 激励面广量多 但行权条件略低于市场预期



东方证券  
ORIENT SECURITIES

|                       |                      |
|-----------------------|----------------------|
| 公司评级                  | 买入 增持 中性 减持 (维持)     |
| 股价 (2012 年 02 月 06 日) | 20.44 元              |
| 目标价                   | 30.50 元              |
| 行业                    | 纺织服装                 |
| 报告发布日期                | 2012 年 02 月 07 日 星期二 |

|       |                                                          |
|-------|----------------------------------------------------------|
| 证券分析师 | 施红梅<br>执业证书编号: S0860200010014                            |
| 联系人   | 糜韩杰<br>8621-63325888 x 6119<br>mihanjie@orientsec.com.cn |

### 事件

公司公告激励计划，拟向激励对象授予权益总计 1300 万份（预留 120 万份），包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，其中股票期权激励计划 650 万份（预留 60 万份），行权价格为 21.73 元，限制性股票激励计划 650 万份（预留 60 万份），授予价格为 10.34 元。激励计划有效期为自股票期权和限制性股票期权首次授予日起五年。

### 点评

此次激励计划涉及面广，且激励效应较大。此次计划涉及的激励对象共 150 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心业务（技术）人员。从单个人获授权益看，高管单个人均获授股票期权和限制性股票超过 20 万股，中层管理人员和核心业务（技术）人员单个人均获授 6 万股。另外，股票期权和限制性股票的同时采用，综合了股票期权和限制性股票激励计划在投入成本、激励弹性和风险程度等方面的互补优势，具有较好的可实施性。考虑到公司目前仅个别管理层成员持有公司股份，因此此次计划若最终实施将极大地激发管理团队和一线骨干的积极性，提高企业的经营效率。

本次激励计划（草案）的行权条件略低于市场预期，但激励计划的推出将对公司未来的持续经营产生积极而深远的影响。首先，品牌服饰行业充分竞争，激励计划有助于保障公司未来经营的持续健康稳定发展。其次，在目前的股价下筹划股权激励事项，显示出公司对于自身未来发展前景的看好。最后，股权激励事项的筹划释放了之前市场因为一直预期而未落实带来的对公司短期股价的抑制，有利于公司股价在未来更加真实地反应公司的基本面。虽然激励成本将在管理费用中摊支，会对未来各年的净利润有一定的影响，但我们相信激励计划带来的公司业绩的提升将远高于因其带来的费用的增加，根据计划草案的考核目标，以 2010 年年度将利润为基数，公司 2012 年至 2014 年，年度将利润增长率必须不低于 44%、72% 和 107%。根据我们原先对公司 2011 年净利润增速 45% 的预测，本次激励草案对 2012 年的业绩要求比较低，对 2013 年和 2014 年的盈利年均增速基本在 20% 左右。

**盈利预测和投资评级：**基于商务男装经历了 2007 年行业高峰期后两年多的消化，整体库存压力相对较小，公司目前存货结构基本健康，未来抗风险能力强，同时激励计划的出台将进一步保障公司未来的经营发展，我们始终认为公司是当前国内经济减速大背景下相对更稳健的投资品种。我们维持对于公司 2011 年至 2013 年的每股收益 0.91 元、1.20 元和 1.37 元的预测（因授权日未定，暂不考虑期权摊销费用）。维持公司“买入”评级，目标价 30.5 元。

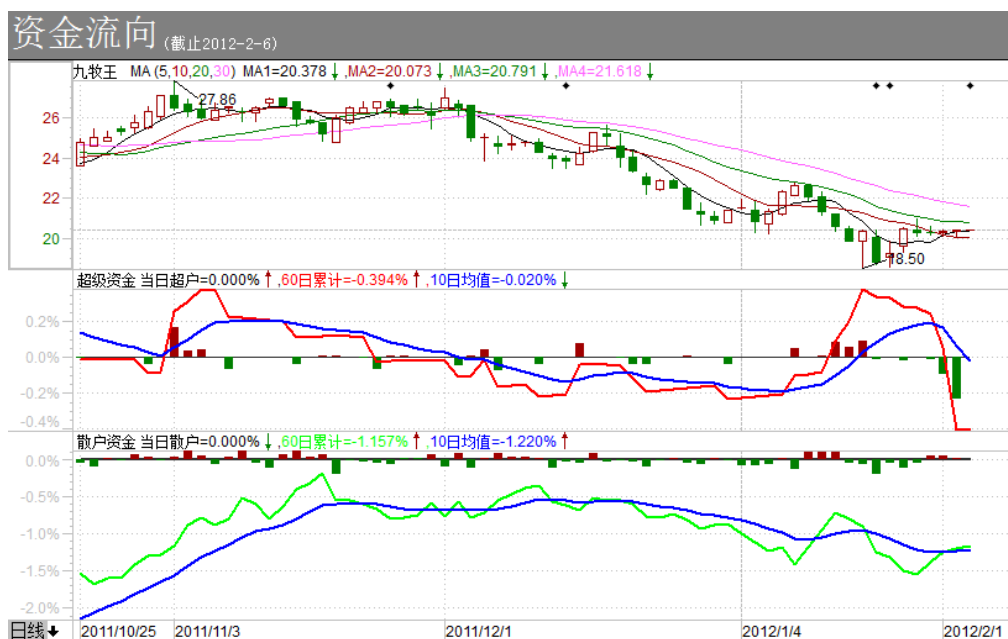
**风险因素：**2012 年国内经济增速下滑对服饰消费的影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 971  | 3890  | 4146  | 4878  | <b>营业收入</b>     | 1675        | 2131         | 2680         | 3416         |
| 现金             | 221  | 3125  | 3173  | 3593  | 营业成本            | 744         | 931          | 1152         | 1442         |
| 应收账款           | 78   | 114   | 147   | 177   | 营业税金及附加         | 4           | 4            | 5            | 7            |
| 其它应收款          | 9    | 13    | 15    | 19    | 营业费用            | 391         | 448          | 563          | 717          |
| 预付账款           | 138  | 79    | 118   | 179   | 管理费用            | 105         | 156          | 193          | 243          |
| 存货             | 449  | 506   | 616   | 807   | 财务费用            | 0           | -25          | -40          | -42          |
| 其他             | 77   | 53    | 76    | 103   | 资产减值损失          | 11          | 11           | 11           | 11           |
| <b>非流动资产</b>   | 621  | 896   | 1434  | 1649  | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 299  | 648   | 1207  | 1389  | <b>营业利润</b>     | 420         | 607          | 797          | 1040         |
| 无形资产           | 118  | 123   | 132   | 138   | 营业外收入           | 3           | 5            | 5            | 5            |
| 其他             | 204  | 126   | 95    | 121   | 营业外支出           | 3           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 1592 | 4786  | 5581  | 6527  | <b>利润总额</b>     | 420         | 612          | 802          | 1045         |
| <b>流动负债</b>    | 616  | 735   | 844   | 1006  | 所得税             | 60          | 89           | 116          | 261          |
| 短期借款           | 37   | 36    | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 361         | 523          | 686          | 783          |
| 应付账款           | 202  | 207   | 268   | 339   | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 378  | 492   | 576   | 667   | <b>归属于母公司净</b>  | 360         | 523          | 686          | 783          |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 456         | 630          | 851          | 1133         |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.63        | 0.91         | 1.20         | 1.37         |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 616  | 735   | 844   | 1006  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 67   | 67    | 67    | 67    | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 453  | 573   | 573   | 573   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 91   | 2524  | 2524  | 2524  | 营业收入            | 19.3%       | 27.3%        | 25.7%        | 27.5%        |
| 留存收益           | 364  | 887   | 1573  | 2356  | 营业利润            | 64.6%       | 44.5%        | 31.4%        | 30.5%        |
| 归属母公司股东权益      | 909  | 3985  | 4670  | 5454  | 净利润             | 39.8%       | 45.1%        | 31.1%        | 14.3%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1592 | 4786  | 5581  | 6527  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 55.6%       | 56.3%        | 57.0%        | 57.8%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 21.5%       | 24.5%        | 25.6%        | 22.9%        |
|                |      |       |       |       | ROE             | 39.7%       | 13.1%        | 14.7%        | 14.4%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 33.3%       | 10.9%        | 12.1%        | 13.7%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 38.7%       | 15.4%        | 15.1%        | 15.4%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.58        | 5.29         | 4.91         | 4.85         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.84        | 4.58         | 4.16         | 4.02         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 1.16        | 0.67         | 0.52         | 0.56         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 19          | 21           | 19           | 20           |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 4.42        | 4.56         | 4.85         | 4.75         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益            | 0.63        | 0.91         | 1.20         | 1.37         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流         | 0.32        | 1.13         | 1.18         | 1.19         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产           | 1.59        | 6.95         | 8.15         | 9.52         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 32.50       | 22.40        | 17.08        | 14.95        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 12.89       | 2.94         | 2.51         | 2.15         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 25          | 18           | 14           | 10           |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)