

2012 年 2 月 7 日



九牧王 (601566.SH) 纺织和服装

股票期权与限制性股票激励计划增强凝聚力

公司研究简报

◆九牧王公布股票期权与限制性股票激励计划

本次激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，拟向激励对象授予权益总计1300万。

股票期权计划具体内容：1) 计划向 150 名对象授予 650 万份（占目前总股本的 1.13%）股票期权，其中首次授予 590 万份（占目前总股本的 1.03%），预留 60 万份（占目前总股本的 0.1%）；2) 行权价格 21.73 元，为董事会决议公告日（2012 年 2 月 6 日）前 30 个交易日内公司标的股票平均收盘价；3) 股票来源为向激励对象定向发行 A 股普通股新股，行权资金为激励对象自筹资金；4) 有效期为自股票期权授权日起 5 年，每份股票期权自授予日四年内有效；5) 首次授予和预留部分的股票期权，激励对象均可按获授期权总量的 30%、25%、45% 分三期行权；6) 行权条件：以 10 年净利润为基数，2012-2014 年净利润较 10 年增长率不低于 44%、72%、107%（即 10-14 年复合增速不低于 19.95%），且净资产收益率不低于 11%、12%、13%。

限制性股票激励计划具体内容：1) 计划向 150 名对象授予 650 万份（占目前总股本的 1.13%）限制性股票，其中首次授予 590 万份（占目前总股本的 1.03%），预留 60 万份（占目前总股本的 0.1%）；2) 授予价格 10.34 元，为董事会决议公告日（2012 年 2 月 6 日）前 20 个交易日内公司股票交易均价 20.68 元的 50% 确定；3) 限制性股票的授予和解锁条件分别同于股票期权的授予和行权条件。

◆高管与中层业务骨干受惠广泛且显著，增强凝聚力，行权条件保守

股票期权与限制性股票激励对象不仅包括公司 6 名董事和高管，还涉及 144 名中层管理人员和中层业务技术骨干，其中后者主要包括片区销售经理和部分设计团队骨干，占授予期权总量的 70.95%，能有效实现核心业务骨干与公司利益的一致性，亦有助保持高管团队的稳定性，在竞争日益激烈的背景下能够激发中层管理人员特别是销售人员的工作积极性。

鉴于 2011 年净利润预计同比增速有望达 40%，20% 的 10-14 年净利润复合增速不是太高，相对保守。

◆外生内生发展同驱动，渠道下沉、销售管理人才成关键，维持“买入”评级

公司加大渠道建设和拓展，在巩固一级城市的同时继续加强二三级城市拓展，我们预计 11 年公司新增门店增速维持在 10-15% 之间；加上产品系列的日益丰富、ERP 系统的进一步铺设、门店管理的精细化及产品的涨价效应，内生性增长也有望共同促进 11 年亮丽业绩的实现。

公司目前采取直营与加盟、商场专柜与专卖店两翼齐飞的渠道模式。直营店铺管理方面，公司通过设立“区域销售中心”管理各地方分公司，再由分公司负责开设和管理商场直营专柜和直营专卖店。加盟店铺管理方面，以“单级扁平加盟制”为主、“多级省代加盟制”为辅。我们认为在这种渠道模式下，公司需要大量的终端销售管理人才，特别是随着公司未来募投项目（开设直营和战略加盟店各 162 家和 176 家）的实施，销售管理人才需求量不断上升。公司目前的股权激励计划既有望稳固销售中心核心员工，又有利于激发整个团队的工作积极性。

作为商务休闲男装的领先企业，公司基本面稳健、本次股权激励受众面广，

敬请参阅最后一页特别声明

买入（维持）

当前价：20.44 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)
021-22169107
lijie_yjs@ebsecn.com

联系人

谢宁铃
021-22169127
xienl@ebsecn.com

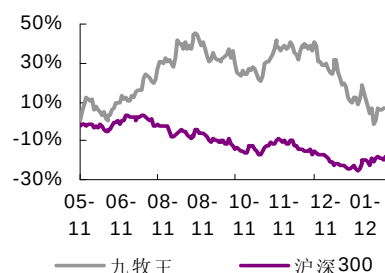
李华丰

lihuafeng@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：5.73
总市值(亿元)：117.11
一年最低/最高(元)：18.50/28.09
近 3 月换手率：14.26%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.62	-8.84	0.00
绝对	-1.31	-19.90	0.00

相关研报

业绩符合预期，毛利率和销售费用率下降
.....2011-08-22
高端男裤市场领军企业
.....2011-05-29

2012-02-07 九牧王

针对性强。维持 11-13 年 EPS 为 0.88 元、1.16 元、1.37 元的盈利预测及“买入”评级。提示：股权激励产生的 4554.8 万元管理费用将在 2012-15 年四年内分摊，其中前两年摊销比例较大。

公司股票期权在各激励对象间的分配情况

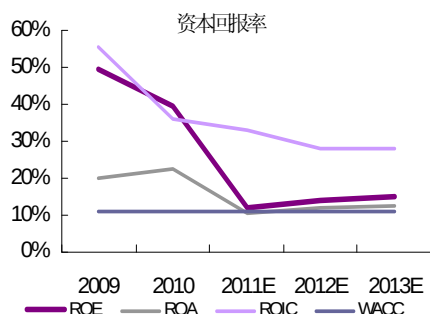
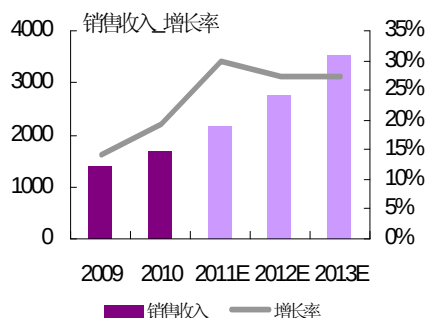
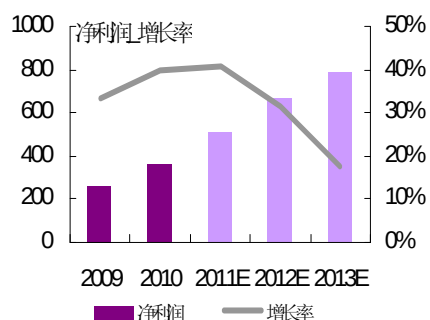
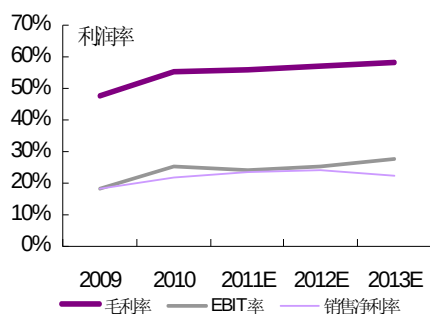
姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予期权总数的比例	占目前总股本的比例
张景淳	董事、副总经理兼财务总监	62.85	9.67%	0.11%
吴徽荣	副总经理、董事会秘书	13.20	2.03%	0.02%
林荣宗	副总经理	13.20	2.03%	0.02%
徐芳	副总经理	13.20	2.03%	0.02%
曾勇	副总经理	13.20	2.03%	0.02%
诸剑石	副总经理	13.20	2.03%	0.02%
中层管理人员、核心业务（技术）人员（共144人）		461.15	70.95%	0.81%
预留期权数		60	9.23%	0.10%
合计（150人）		650.00	100.00%	1.13%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,404	1,675	2,173	2,766	3,517
营业收入增长率	14.13%	19.30%	29.74%	27.28%	27.15%
净利润（百万元）	258	360	506	666	785
净利润增长率	33.39%	39.79%	40.55%	31.59%	17.80%
EPS（元）	0.45	0.63	0.88	1.16	1.37
P/E	45	33	23	18	15

2012-02-07 九牧王



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,404	1,675	2,173	2,766	3,517
营业成本	731	744	956	1,189	1,470
折旧和摊销	29	36	33	62	89
营业税费	2	4	24	30	39
销售费用	325	391	524	675	830
管理费用	82	105	135	174	193
财务费用	3	0	-45	-68	-67
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	255	420	575	761	1,046
利润总额	256	420	580	763	1,048
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	257.77	360.33	506.42	666.41	785.03

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,289	1,592	4,912	5,588	6,370
流动资产	755	971	3,951	3,990	4,535
货币资金	286	221	3,155	3,006	3,258
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	91	78	93	105	134
应收票据	8	77	109	138	176
其他应收款	8	9	12	16	20
存货	334	449	583	725	896
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	23	15	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	285	299	642	1,189	1,425
无形资产	110	118	112	106	101
总负债	699	616	669	830	1,026
无息负债	699	579	669	830	1,026
有息负债	0	37	0	0	0
股东权益	590	975	4,243	4,758	5,344
股本	78	453	573	573	573
公积金	48	128	2,819	2,886	2,964
未分配利润	397	327	783	1,231	1,737
少数股东权益	67	67	68	69	70

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	367	182	540	635	712
净利润	258	360	506	666	785
折旧摊销	29	36	33	62	89
净营运资金增加	-199	442	32	115	209
其他	279	-657	-31	-209	-372
投资活动产生现金流	-120	-193	-374	-699	-326
净资本支出	96	201	417	699	326
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-216	-394	-791	-1,398	-652
融资活动现金流	-92	-76	2,768	-84	-134
股本变化	18	375	120	0	0
债务净变化	-103	37	-37	0	0
无息负债变化	235	-120	89	161	196
净现金流	156	-87	2,934	-149	252

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.13%	19.30%	29.74%	27.28%	27.15%
净利润增长率	33.39%	39.79%	40.55%	31.59%	17.80%
EBITDA 增长率	17.56%	59.00%	23.59%	34.02%	41.45%
EBIT 增长率	17.69%	63.23%	26.37%	30.68%	41.19%
估值指标					
PE	45	33	23	18	15
PB	22	13	3	2	2
EV/EBITDA	6	21	16	12	9
EV/EBIT	6	22	17	13	9
EV/NOPLAT	6	26	19	15	12
EV/Sales	1	6	4	3	3
EV/IC	3	9	6	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	47.90%	55.56%	56.00%	57.00%	58.20%
EBITDA 率	20.42%	27.21%	25.92%	27.30%	30.37%
EBIT 率	18.32%	25.06%	24.41%	25.06%	27.83%
税前净利润率	18.23%	25.10%	26.69%	27.58%	29.80%
税后净利润率 (归属母公	18.36%	21.51%	23.31%	24.10%	22.32%
ROA	20.01%	22.65%	10.33%	11.94%	12.34%
ROE (归属母公司) (摊	49.25%	39.65%	12.13%	14.21%	14.88%
经营性 ROIC	55.31%	35.98%	32.82%	27.99%	28.09%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.58	5.91	4.81	4.42
速动比率	0.60	0.85	5.04	3.93	3.55
归属母公司权益/有息债务	-	24.69	-	-	-
有形资产/有息债务	-	39.65	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.45	0.63	0.88	1.16	1.37
每股红利	0.00	0.00	0.27	0.35	0.41
每股经营现金流	0.64	0.32	0.94	1.11	1.24
每股自由现金流(FCFF)	0.69	-0.41	0.09	-0.25	0.51
每股净资产	0.91	1.59	7.29	8.18	9.21
每股销售收入	2.45	2.92	3.79	4.83	6.14

资料来源：光大证券、上市公司

2012-02-07 九牧王

分析师声明

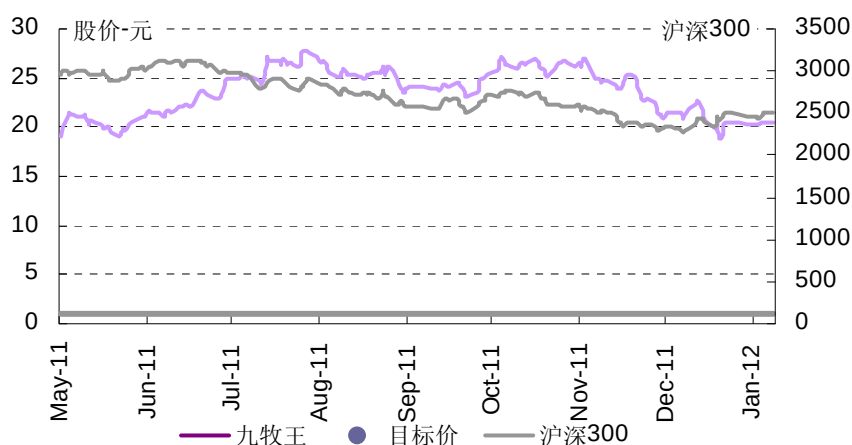
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有近 10 年从业经验，2006、2007 年《新财富》纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验。2011 年《新财富》最佳分析师纺织服装第一名。

投资建议历史表现图

九牧王（601566）



日期	股价	目标价	评级
2011-05-29	19.13	26.40	无评级
2011-08-22	26.23	0.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

2012-02-07 九牧王

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中的观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	13901184256	liangchen@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com