

**UBS Investment Research**
**中国男装行业**
**渠道精选商务休闲男装**
**■ 我们估计男装2012春夏订货会销量增长良性**

我们认为，2012年的提价幅度将弱于2011年，销量增长将成为关键因素。我们估计，男装行业2012春夏订货会金额实现量价齐升，且提价部分由产品结构升级所致，增长较为良性。

**■ 商务休闲男装的外延式扩张仍有空间**

我们认为，男装对品质的要求较高，同时具有渠道壁垒，受到电子商务和国际品牌的冲击较小，竞争环境较为有利。我们根据成熟的体育用品行业的店铺密度测算男装单品牌的渠道容量，预计商务休闲男装单品牌仍有60%-70%的空间，但男正装的扩张或将有限。我们认为，与体育用品市场相比，男装行业尚未饱和，主要品牌的市占率仍有望提升。

**■ 商务休闲男装的内生增长提升空间广阔**

我们认为，2011-15年，男装行业则将由外延式扩张过渡到内生增长阶段。我们估算，Hugo Boss的平效约6-8万元/平米；2010年，国内商务休闲男装的平效约1.2-1.6万元/平米。我们预计，如果能够达到Hugo Boss的平效水平，则国内商务休闲男装存在约4倍的提升空间。我们认为，商务休闲男装有望通过丰富产品品类和系列、优化渠道结构、增强渠道控制力来提升内生增长。

**■ 首次覆盖：九牧王、七匹狼，给予“买入”评级**

我们看好商务休闲男装行业，首次覆盖九牧王和七匹狼，给予“买入”评级。我们的首选是九牧王。

2011年12月28日

[www.ubssecurities.com](http://www.ubssecurities.com)
**潘嘉怡, CFA**

分析师

S1460511010017

[erica-poon.werkun@ubssecurities.com](mailto:erica-poon.werkun@ubssecurities.com)

+86-213-866 8865

**赵琳**

分析师

S1460511020005

[lin.zhao@ubssecurities.com](mailto:lin.zhao@ubssecurities.com)

+86-213-866 8903

特此鸣谢

 魏维楠 ([vivian.wei@ubssecurities.com](mailto:vivian.wei@ubssecurities.com))

对本报告的编制提供帮助

**表1: 盈利预测、目标价及评级**

证券名称	代码	收盘价 20111227	对应12年 PE	目标价	隐含12 年PE	评级	预测EPS		
							2011E	2012E	2013E
九牧王	601566.SS	21.49	17.8x	30.2	25x	买入	0.89	1.21	1.4
七匹狼	002029.SZ	34.20	18.3x	46.7	25x	买入	1.41	1.87	2.4

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

目录	页	
<b>摘要和投资分析</b>	<b>3</b>	<b>潘嘉怡, CFA</b>
<b>行业分析</b>	<b>4</b>	分析师 S1460511010017 erica-poon.werkun@ubssecurities.com +86-213-866 8865
— 行业吸引力评估 .....	4	<b>赵琳</b>
<b>行业风险</b>	<b>4</b>	分析师 S1460511020005 lin.zhao@ubssecurities.com +86-213-866 8903
<b>商务休闲男装：外延式扩张仍有空间</b>	<b>5</b>	
— 男装2012春夏订货会销量良性增长 .....	5	
— 男装行业市场竞争环境较为有利 .....	7	
— 收入增长因子分解 .....	9	
— 商务休闲男装的外延式扩张仍有空间 .....	11	
<b>商务休闲男装：内生增长提升空间广阔</b>	<b>14</b>	
— Polo Ralph Lauren的成功要素=品牌+产品+渠道 .....	14	
— 七匹狼在品牌和产品方面综合实力领先 .....	14	
— 九牧王在渠道控制力方面具有竞争优势 .....	17	
— 未来平效的提升空间广阔 .....	21	
<b>估值及相关对比</b>	<b>22</b>	
<b>九牧王</b>	<b>24</b>	
— 投资主题 .....	25	
— 渠道竞争优势保证内生增长可期 .....	29	
— 财务状况 .....	33	
— 公司背景 .....	35	
<b>七匹狼</b>	<b>38</b>	
— 投资主题 .....	39	
— 综合实力领先的商务休闲男装龙头 .....	43	
— 财务状况 .....	46	
— 公司背景 .....	48	

## 摘要和投资分析

**我们看好2012春夏订货会销量增长良性的男装行业。**我们估计，棉花成本占男装零售价格的比重约12%-15%。2011年8月起，国内棉价稳定在1.9-2万元区间。瑞银农业研究员预计，2012上半年国内棉价将在2-2.1万元区间波动。我们估计，棉价同比下跌导致提价预期减弱，我们认为2012年的提价幅度将弱于2011年，销量增长将成为关键因素。我们预计，男装行业2012春夏订货会金额同比增速约25-30%，实现量价齐升，且提价部分由产品结构升级所致，增长较为良性。

我们认为，男装由于对产品品质的要求较高，并具备渠道优势，受到电子商务和国际品牌的冲击较小，市场竞争环境较为有利。我们预计，国内男装品牌具备渠道壁垒，渠道模式以二三线城市的专卖店为主，且在二三线城市的渠道布局已基本完成，渠道筑就护城河，竞争优势有望长期保持。

Euromonitor预测，中国男装行业2011-15年的复合增速将达到10%，较2006-10年的14%CAGR有所放缓。我们认为，未来5年，男装行业则将由粗放式的外延式扩张过渡到精细化的内生增长阶段。

**我们认为国内商务休闲男装的外延式扩张仍有空间。**我们认为，体育用品行业的渠道数量已经达到天花板，面临过度扩张之后的行业整合。我们根据体育用品行业的店铺密度测算每个子行业单品牌的渠道容量。我们预计，家纺单品牌还有将近1.5倍的外延式空间，商务休闲男装单品牌有60%-70%的扩张空间，男正装单品牌的扩张空间或将有限。我们认为，与体育用品市场相比，男装行业尚未饱和，主要品牌的市占率仍有望提升。

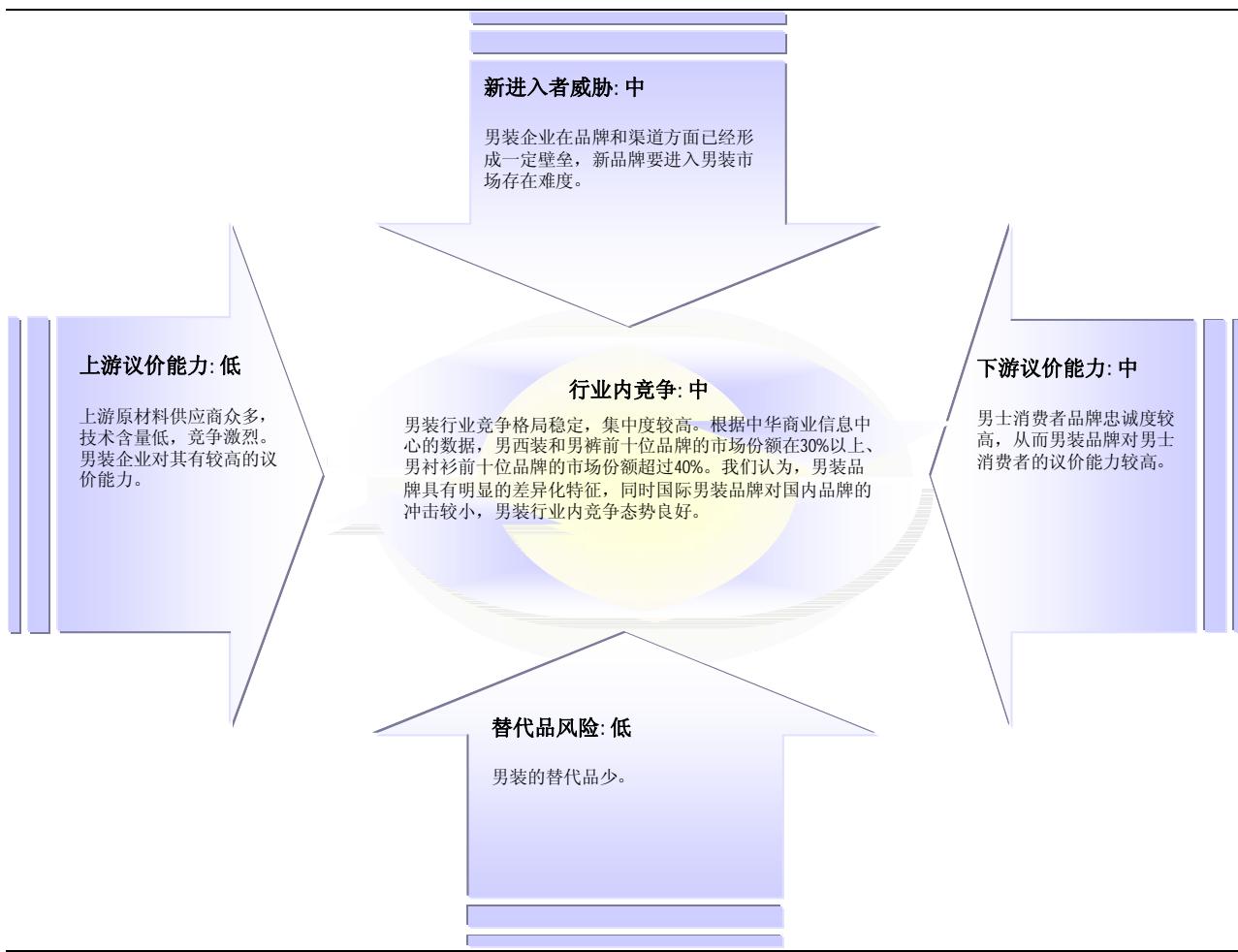
**我们认为国内商务休闲男装的内生增长提升空间广阔。**我们认为，男装的成功驱动要素=成功的品牌塑造+多品类多系列产品线+直营零售业务建设，目前七匹狼在品牌营销、多品类多系列方面的综合实力领先、九牧王在渠道控制力方面具有竞争优势。我们估算，Hugo Boss的平效约6-8万/平米；2010年，国内商务休闲男装的平效约1.2-1.6万/平米。我们预计，如果能够达到Hugo Boss的平效水平，则国内商务休闲男装存在约4倍的提升空间。

- **九牧王：**首次覆盖给予“买入”评级，目标价30.2元。我们认为九牧王直营占比高、渠道扁平化和控制力强的竞争优势未来3-5年难以被复制，未来将通过品类延伸和产品丰富度促进内生增长，同时外延式扩张空间较七匹狼更加广阔。
- **七匹狼：**首次覆盖给予“买入”评级，目标价46.7元。我们认为七匹狼是综合实力领先的商务休闲男装龙头，未来将通过产品结构升级和渠道改革、增强渠道控制力来提升内生增长。

## 行业分析

### 行业吸引力评估

图1: 男装行业波特五力分析



数据来源: Michael Porter, 瑞银证券

## 行业风险

- 消费者信心下降可能减少消费支出。我们认为, 如果2012年经济增速下滑、消费者信心指数下降, 可能影响消费意愿, 减少消费支出。
- 人工和租金持续上涨。我们认为, 如果人工成本和租金成本持续上涨, 将提高企业成本和费用率, 对企业盈利造成负面影响。
- 库存积压可能导致2012秋冬订货会低于市场预期。由于2011暖冬和2012春节较早, 以及提价对销量的挤出效应, 我们预计2011冬装可能形成库存积压, 进而可能影响2012秋冬订货会。

## 商务休闲男装：外延式扩张仍有空间

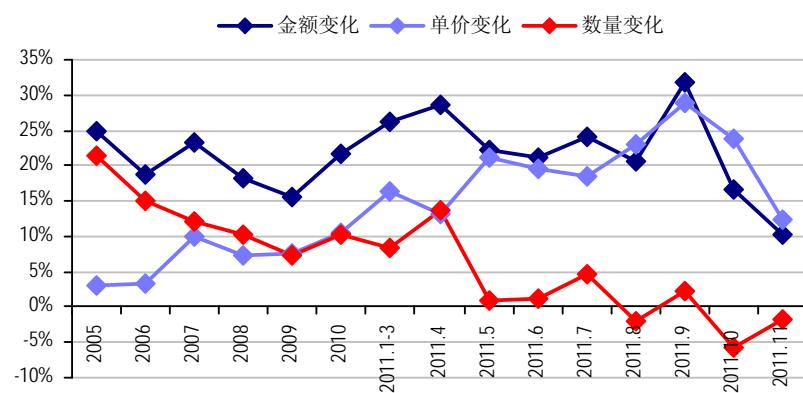
### 男装 2012 春夏订货会销量良性增长

Bloomberg数据显示，2010四季度国内棉价从2万元开始飞涨，至2011上半年一直保持在2.5-3万元，平均同比增长约76%。我们估计，棉花成本占男装零售价格的比重约12%-15%，则需提价10%-12%方能覆盖原材料成本上涨。同时，我们预计人工和租金成本也同比上涨15%-20%，从而男装整体提价约20%以覆盖所有成本的上涨。根据中华商业信息中心的数据，2011年，服装全行业提价约20%对销量造成了显著抑制作用，自5月开始单月销量同比增长低迷乃至负增长。

2011年8月起，国内棉价稳定在1.9-2万元区间。瑞银农业研究员预计，2012上半年国内棉价将在2-2.1万元区间波动。我们估计，棉价同比下跌导致提价预期减弱，我们认为2012年的提价幅度将弱于2011年，销量增长将成为关键因素。我们看好2012春夏订货会销量增长良好的男装。

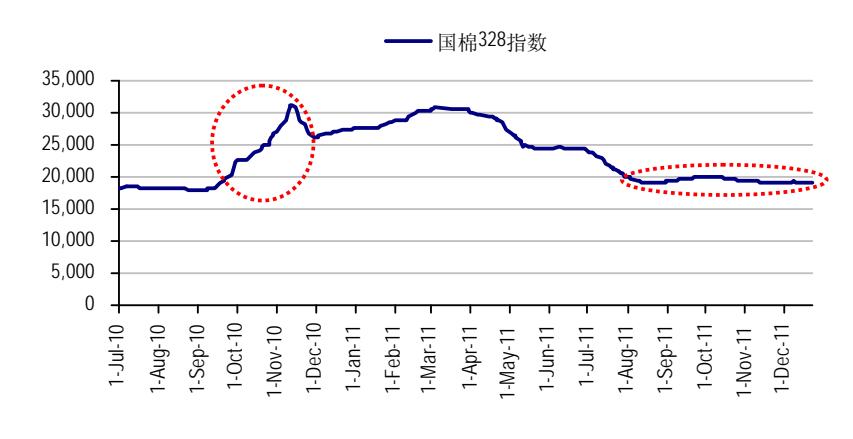
我们估计男装行业2012春夏订货会实现量价齐升。我们认为，2011年男装收入增长靠提价主导，而2012春夏订货会金额同比增速约25-30%，其中提价约15%，量增约10%-15%，且提价部分由产品结构升级所致，增长较为良性。

图2: 全国百家大型零售企业服装类零售额: 2005-06年, 零售量主导; 2007-10年, 量价齐升; 2011年, 提价主导



数据来源：中华商业信息中心

图3: 2011年8月起, 国内棉价稳定在19000-20000元区间



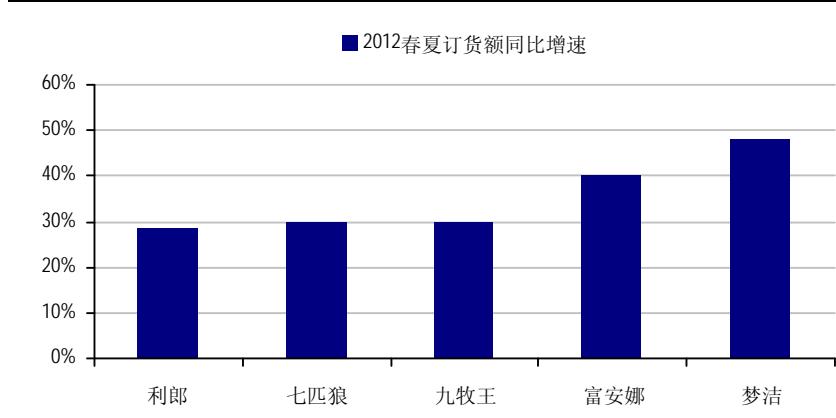
数据来源: Bloomberg

表2: 我们预计2012年提价幅度将弱于2011年

	11E/10	12E/11E	占零售价的比重	11E提价幅度	12E提价幅度
棉花	76%	-27%	12%-15%	11.4%	0%
人工	15%	15%	10%	1.5%	1.5%
租金	20%	20%	25%	5.0%	5.0%
合计				17.9%	6.5%

数据来源: Bloomberg, 瑞银证券估算

图4: 2012春夏订货额同比增速: 男装约25%-30%, 家纺40%以上



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 男装行业市场竞争环境较为有利

我们认为，产品品质和渠道是男装的驱动要素，并为其创造了良好的竞争环境，使其受到国际品牌和电子商务的冲击较小。

- 我们认为，对产品品质要求较高的行业，电子商务暂时无法构成较大的冲击；
  - 根据《纺织服装周刊》的问卷调查，消费者购买男装时，品质的重要性高于品牌、价格等；
  - 根据淘宝网的统计，淘宝网销售前十位的男装品牌均为线下品牌。
- 我们认为，渠道差异导致国际品牌对国内男装难以形成竞争。
  - 我们预计，国际男装品牌的渠道主要分布一二线城市的高端百货，国内男装品牌以二三线的专卖店为主，渠道分布具有差异化。
  - 我们认为，男装具有渠道壁垒，渠道优势有望长期保持。我们认为，国内男装在二三线的渠道布局已基本完成，渠道筑就护城河；国际男装品牌定位、价格较高，渠道下沉的难度和成本较体育用品行业更大。

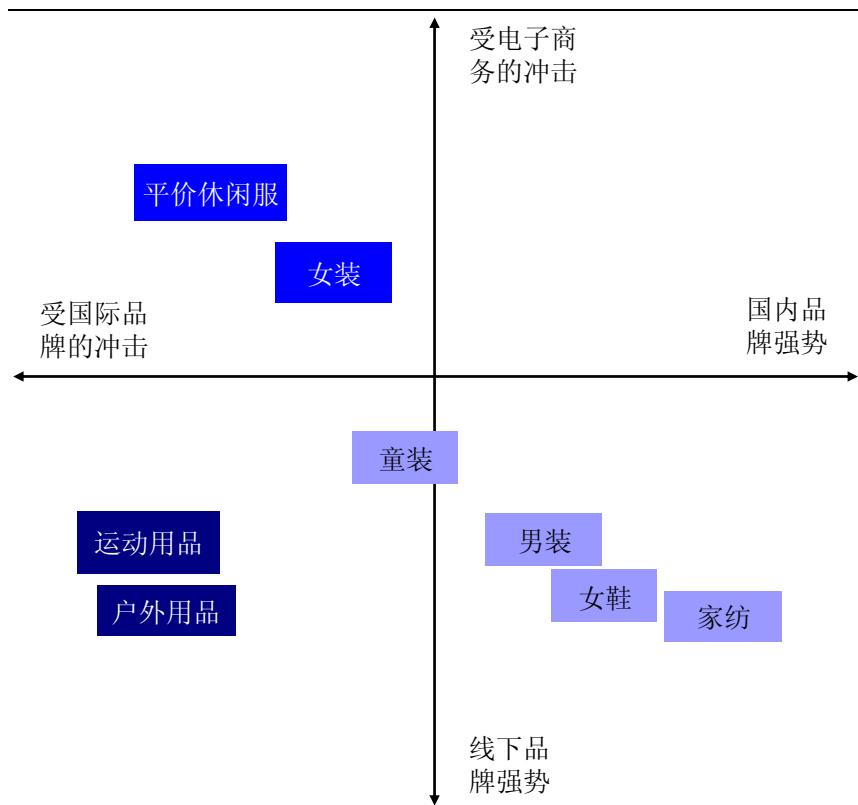
**我们认为，国际品牌和电子商务对男装的冲击较小，男装具备渠道壁垒，竞争优势有望长期保持。**

表3: 产品品质和渠道驱动家纺和男装

	男装	大众休闲服	女装	家纺	户外用品
市场竞争	国内品牌差异化竞争，与国际品牌基本不形成竞争	国内品牌与国际品牌差异化竞争	国内品牌与国际品牌直接竞争	国内品牌区域性较强，与国际品牌不形成竞争	国内品牌与国际品牌直接竞争
品牌	中高端	中低端	中高端	中高端	中高端
产品	品质、品牌	设计、款式、价格	设计、款式	品质	品牌
渠道	二三四线	一二三四线	一二线	一二三线	一二线
营销	广告、代言人	广告、店铺形象	广告	广告、代言人	广告、赞助活动
供应链	有一定的自产比重	生产外包	自产比重较低	约70%自产	生产部分外包
品牌忠诚度	较高	低	低	低	较高
电子商务冲击	冲击较小	冲击较大	冲击较大	冲击较小	冲击较小

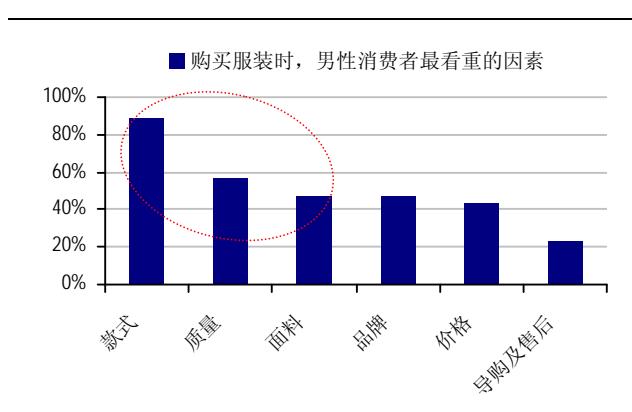
数据来源：瑞银证券估算

图5: 男装和家纺受到国际品牌和电子商务的冲击较小



数据来源：瑞银证券估算

图6: 购买男装时更看重品质



数据来源：纺织服装周刊

图7: 淘宝2011年双十一活动成交金额前十的男装品牌均为线下品牌

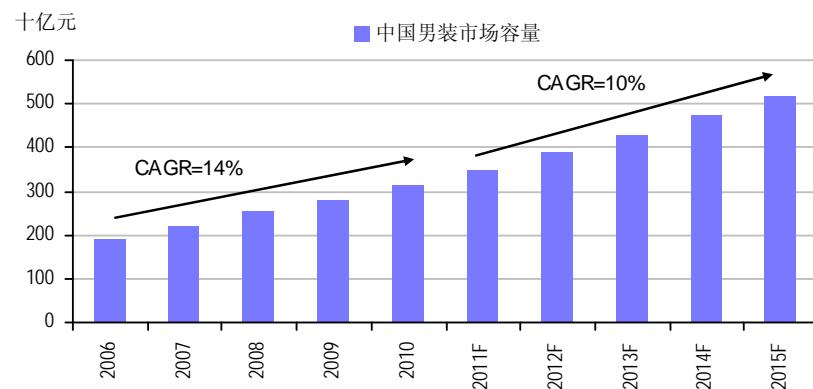


数据来源：淘宝

## 收入增长因子分解

Euromonitor预测，中国男装行业2011-15年的复合增速将达到10%，较2006-10年的14%CAGR有所放缓。我们认为，未来5年，男装行业则将由快速增长逐渐趋于成熟。

图8: 预计中国男装市场2011-15年复合增速达到10.5%



数据来源: Euromonitor

我们认为，男装行业过渡到提升内生增长阶段。

我们对行业内主要公司2008-10年的收入增速进行拆分，我们发现，男装行业趋于成熟，主要公司的单店收入增速开始超越外延式增速，我们预计其未来将更加依赖单店内生增长。2011上半年的收入分解支持了我们的观点：男装的单店零售收入同比增速超越外延式同比增速。

表4: 2008-10年收入增长分解: 家纺外延增长主导, 男装的内生增长开始超越外延增长

	男装				家纺			平价休闲服	
	九牧王	七匹狼	利郎	报喜鸟	罗莱	富安娜	梦洁	美邦	森马
零售收入CAGR	17.2%	12.1%	34.4%	15.8%	40.5%	34.1%	13.3%	25.6%	30.0%
外延式CAGR	8.0%	12.8%	7.6%	12.0%	16.5%	21.4%	14.3%	16.5%	22.6%
单店零售收入CAGR	8.6%	2.2%	24.9%	3.4%	20.6%	10.4%	-0.9%	7.8%	6.0%

数据来源: 公司数据。注: 森马不包含巴拉巴拉的数据

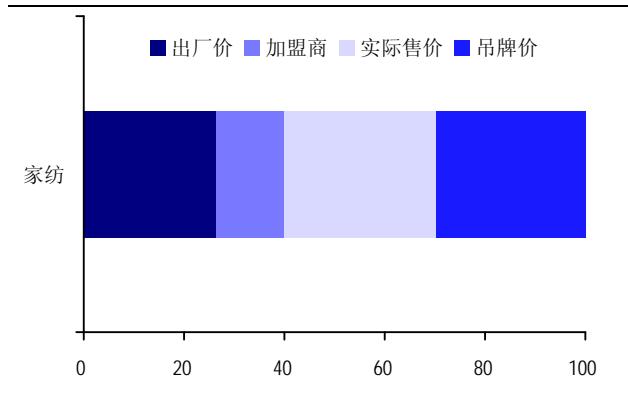
**表5: 2011上半年收入增长分解: 家纺依然外延增长主导, 男装的内生增长均超越外延增长**

	男装				家纺			平价休闲服	
	九牧王	七匹狼	利郎	报喜鸟	罗莱	富安娜	梦洁	美邦	森马
零售收入yoy	31.3%	22.6%	31.2%	56.5%	51.6%	35.4%	59.8%	49.3%	32.7%
外延式yoy	14.6%	10.0%	4.9%	18.1%	13.5%	25.8%	28.3%	22.7%	22.5%
单店零售收入yoy	14.6%	11.5%	25.1%	32.5%	33.6%	7.6%	24.6%	21.7%	8.3%

数据来源: 公司数据。注: 森马不包含巴拉巴拉的数据

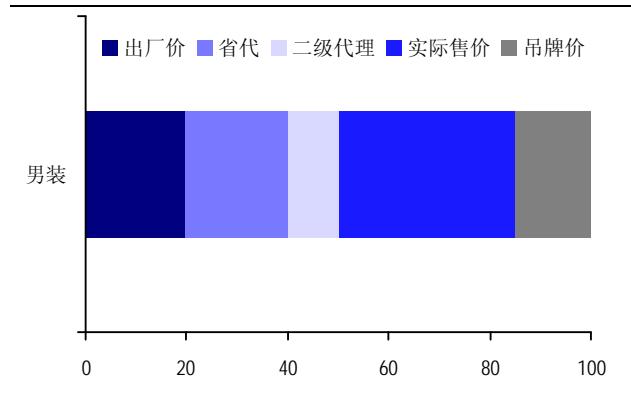
**我们认为, 男装具有更强的品牌溢价, 能够获得更高的的毛利率。**我们分解家纺和商务休闲男装的价值链。我们预计, 家纺的加价率低于男装而终端折扣高于男装, 所以中间利润低于男装。2010年, 七匹狼与罗莱的直营收入占比接近, 但七匹狼的毛利率高于罗莱4pct; 九牧王与富安娜的直营收入占比接近, 但九牧王的毛利率高于富安娜9pct。

**图9: 家纺价值链分解**



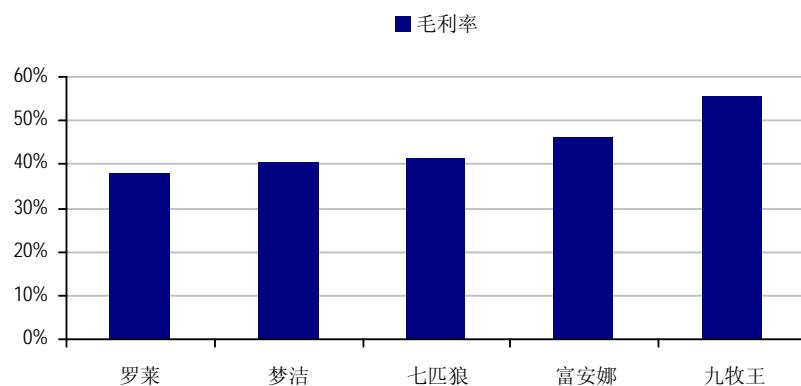
数据来源: 瑞银证券估算

**图10: 男装价值链分解**



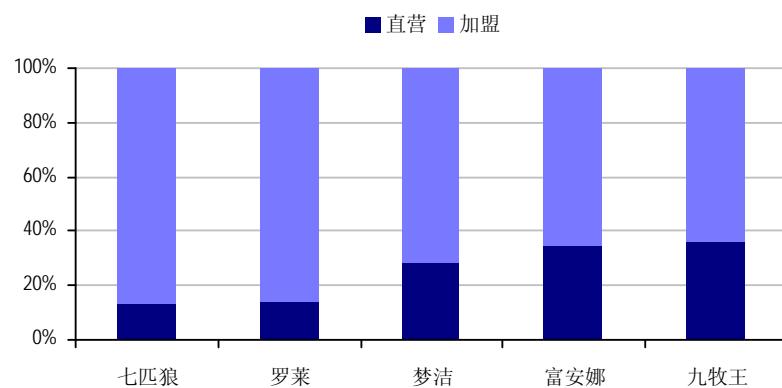
数据来源: 瑞银证券估算

图11: 男装较家纺具有更高的毛利率, 2010



数据来源: 公司数据

图12: 直营收入占比: 七匹狼与罗莱接近, 九牧王与富安娜接近, 2010



数据来源: 公司数据

## 商务休闲男装的外延式扩张仍有空间

我们认为, 体育用品行业的渠道数量已经达到天花板, 面临过度扩张之后的行业整合。我们根据体育用品行业的店铺密度测算每个子行业单品牌的渠道容量。我们认为家纺和商务休闲男装存在外延式扩张空间。我们预计, 商务休闲男装单品牌可开约5000家, 家纺可开约3000家, 男正装可开不到1500家。与品牌现有店铺数相比, 我们认为家纺单品牌还有将近1.5倍的外延式空间, 商务休闲男装存在60%-70%的扩张空间, 男正装的扩张空间或将有限。我们预计, 男装公司未来3年外延式CAGR有望达到10%。

我们预计, 商务休闲男装单品牌还有60%-70%的扩张空间, 男正装单品牌的扩张空间或将有限。

表6: 服装子行业渠道比较

	运动用品	男正装	商务休闲男装	平价休闲服	家纺
市场容量	成熟, 未来5年行业CAGR约10%	成熟, 未来5年行业CAGR约10%	趋于成熟, 未来5年行业CAGR约10%	快速增长, 未来5年行业CAGR约10%-15%	快速增长, 未来5年行业CAGR约15%
目前单品牌渠道数	~8000	~1000	~3000	~4000	~1500
产品特点	同质化	同质化	差异化	差异化	同质化
渠道模式	省代, 专卖店和专柜	一级加盟, 专卖店和专柜	省代模式为主, 生活馆、专卖店、专柜	一级加盟为主, 旗舰店、专卖店和专柜	一级加盟, 专卖店和专柜, 专柜占比50%以上
国际品牌在中国的渠道	授权国内零售商	一线城市商场专柜	授权国内品牌经营	直营旗舰店	由国内品牌代理

数据来源: 瑞银证券估算

表7: 我们预计平价休闲服、商务休闲男装和家纺的外延式扩张仍有空间

城市级别	超大城市	省会城市	地级市	县级市和县	可开店铺总数	现有店铺数	未来空间
数量	4	30	333	2862			
体育用品店铺密度	100	30	5	2	8689		
<b>单品牌店铺密度预测</b>							
平价休闲服	50	20	5	1.5	6758	~4000	69%
商务休闲男装	50	20	4	1	4994	~3000	66%
家纺	40	15	3	0.5	3040	~1500	103%
男正装	30	10	2	0.1	1372	~1000	37%

数据来源: 瑞银证券估算

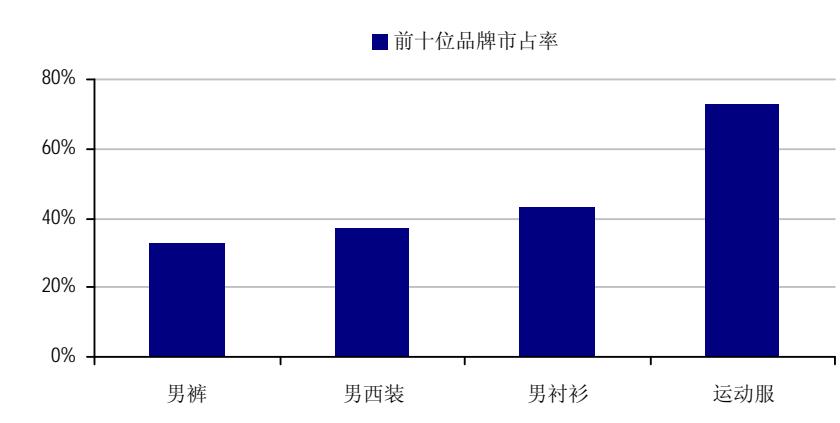
**男装行业尚未饱和。**我们认为, 与美国和日本相比, 中国服装子行业在市场集中度方面均有较大的提升空间。2010年, 中国男装前十位品牌的市场占有率为8%, 同期美日分别达到14%和24%。根据中华商业信息中心2011年9月的统计数据, 男装子行业中, 男裤前十位品牌的集中度33%、男西装前十位品牌的集中度37%, 男衬衫前十位品牌的集中度超过40%; 体育用品市场规模仅男装的1/3, 但前十位品牌的市场集中度高达70%以上。我们认为, 与体育用品市场相比, 男装行业尚未饱和, 主要品牌的市占率仍有望提升。

表8: 我们认为中国服装市场集中度有望进一步提高, 2010

	市场容量 (十亿元)	中国前十位 品牌市占率	美国前十位 品牌市占率	日本前十位 品牌市占率
男装	315	8%	14%	24%
女装	396	6%	16%	24%
童装	84	6%	36%	22%
床品	66	13%(Cr3)		
体育用品	~100	70%+		

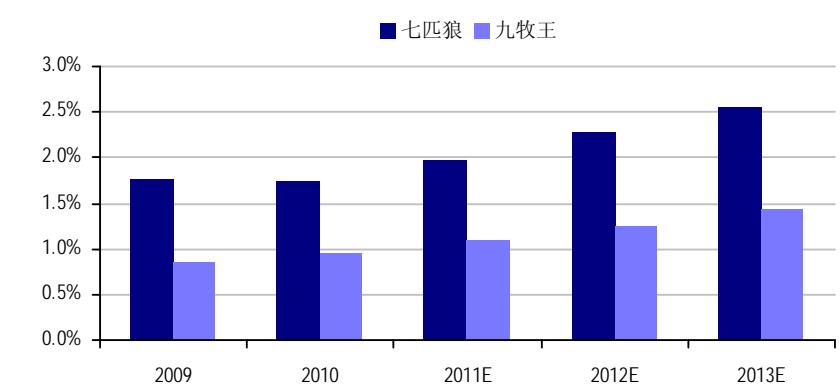
数据来源: Euromonitor, Frost & Sullivan, 瑞银证券估算

图13: 男装子品类市场集中度约运动服市场的50%, 2011年9月



数据来源: 中华商业信息中心

图14: 我们预计2013年七匹狼和九牧王在男装市场的份额将较2010年分别提升0.8pct和0.5pct



数据来源: 公司数据, Euromonitor, 瑞银证券估算

# 商务休闲男装：内生增长提升空间广阔

## Polo Ralph Lauren 的成功要素=品牌+产品+渠道

七匹狼以Polo Ralph Lauren为标杆企业，九牧王和报喜鸟以Hugo Boss为标杆。我们看到，Polo Ralph Lauren在美国的成功及其后实现全球扩张，主要源于其成功的品牌塑造+主品牌下延伸多品类+直营零售业务建设，将“生活方式”的品牌文化成功植入给消费者。我们看到，Ralph Lauren建立了一种可复制的国际化扩张模式：1) 以核心男装品牌打造“奢华的生活方式”的品牌形象；2) 在主品牌下延伸多品类，整合供应链；3) 建立直营零售网络，开设大型旗舰店完整展示品牌形象。Ralph Lauren完善的产品品类能够满足整个家庭的服装需求，再度体现了其“生活方式”的品牌文化。2001-11财年，Ralph Lauren在北美的收入CAGR为7%。自收回品牌授权业务至2011财年，欧洲和日本的业务收入CAGR则分别达到18%和79%。

**表9: Polo Ralph Lauren的成功驱动要素=品牌+产品+渠道**

时间	国家	成功的驱动要素
1960年至今	美国	1、建立品牌，发展核心品牌竞争力，Polo衫成为美式经典 2、主品牌下发展多品类，包括女装、家纺、童装等 3、建立直营零售网络，支持广告宣传
2000年至今	欧洲	1、2000年收回欧洲的品牌授权业务 2、向欧洲消费者强力宣传“奢华的生活方式”的品牌形象 3、整合欧洲业务的供应链，建立直营体系以完整展示品牌形象
2007年至今	日本	1、2007年收回日本大部分的品牌授权业务 2、向日本消费者强力宣传“奢华的生活方式”的品牌形象 3、整合日本业务的供应链，建立直营体系以完整展示品牌形象
2010年之后	东南亚	1、收回中国和韩国的授权业务

数据来源：瑞银证券根据公司年报等公开数据整理

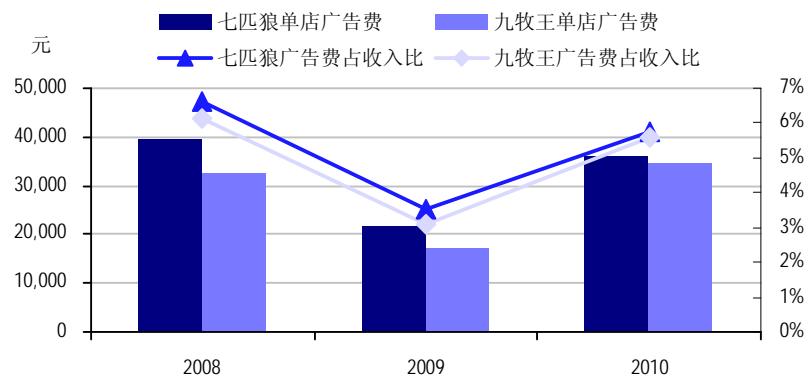
## 七匹狼在品牌和产品方面综合实力领先

我们认为，七匹狼以Polo Ralph Lauren为标杆、借鉴其成功要素，目前在品牌营销、多品类多系列方面的综合实力领先。

- 我们认为，虽然商务休闲男装品牌具有差异化产品，但品牌建设依然重要。我们预计七匹狼在品牌资产上的投入高于九牧王，其广告费占收入比重和单店广告费投入都高于九牧王。
- 我们认为，七匹狼采取全方位、多样化的营销策略，从生活方式、名流、重大赛事、与文化结盟等方面进行宣传，品牌形象深入人心。
- 我们认为，与Polo Ralph Lauren和Hugo Boss相比，国内男装品牌的品类架构都较为单薄。七匹狼发展了红标、绿标、蓝标、黑标、女装、童装、圣沃斯等七大系列产品，多品类多系列的架构已基本完善，产品线丰富，已经建设大面积的生活馆全面展示品牌形象。2010年，七匹狼推出第八代家具，店铺形象进一步提升。

- 2010年七匹狼单独设立商品企划部门，从源头开始控制产品，指导未来销售产品的风格和方向。我们预计，2012年推出黑标系列，市场反映良好。

图15: 七匹狼的广告费投入高于九牧王



数据来源：公司数据

表10: 七匹狼进行多方位品牌营销

营销策略	营销活动
生活形态营销	强力打造“男人不只一面”的品牌形象；建设生活馆；举办伦敦·七匹狼时尚之夜
名人营销	广泛吸纳社会各界名流入驻名士堂，集结了孙红雷、胡军、张涵予、张震、段奕宏等国内外知名人士；企业家走秀、外交官走秀
事件营销	CHIC展和中国国际时装周；赞助ROC车王争霸赛、BQ红人榜、中国俱乐部帆船挑战赛、中国女子高尔夫球赛等
文化营销	与北大合作“七匹狼北大文化发展基金”，举办“未名大讲堂——与名家、名人面对面”文化论坛

数据来源：公司数据，瑞银证券整理

表11: Ralph Lauren的单品牌多品类多系列架构丰满

品牌	产品品类和系列
Ralph Lauren	男装: Purple Label, Black Label, Polo Ralph Lauren, RLX, RRL, Denim&Supply, Big&Tall, Golf, Rugby 女装: Collection, Black Label, Blue Label, RLX, Lauren, Denim&Supply, Golf, Rugby 童装 婴童装 家居用品 香水 手表、珠宝
Chaps Ralph Lauren	女装、男装、童装、配饰、鞋类、珠宝、家居用品、箱包
Club Monaco	女装、男装、配饰、家居用品
Online	Ralphlauren.com, Rugby.com, Chaps.com, Clubmonaco.com

数据来源: 瑞银证券整理

表12: Hugo Boss的单品牌多系列组合

	Boss黑标	Boss精选	Boss绿标	Boss橙标	Hugo
品牌	高端, 当代	奢侈、现代、优雅	高尔夫、运动、生活	随意、休闲	引领潮流
风格	剪裁简洁、细节优良、高品质	尖端设计、高品质材料、传统剪裁、手工	动感色彩, 年轻消费者, 运动服饰	城市风尚, 新的品牌标识	清晰、自信风格, 创新外观
配饰	手表、眼镜、香水、皮革	手表、鞋	皮革	皮革、手表、香水	皮革、手表、香水、眼镜

数据来源: 瑞银证券整理

表13: 我们认为国内男装品牌的多品类多系列格局较为单薄

主品牌	产品品类、系列	其他自有品牌	收购品牌
七匹狼	系列: 红标、绿标、黑标、蓝标、圣沃斯、女装、童装; 品类: 夹克、衬衫、T恤、毛衫、男裤、西服		收购肯纳, 代理Canali、Versace、Georg Jensen
九牧王	男裤、夹克、T恤、衬衫		FUN、Calliprimo、VIGANO'
报喜鸟	西服、西裤、衬衫、T恤、夹克、羊毛衫、皮衣、女装、鞋、配饰	圣捷罗、宝鸟	大公鸡、HAZZYS、法兰诗顿、巴达萨利
希努尔	西服、西裤、衬衫、夹克、针织衫等		美尔顿、新郎

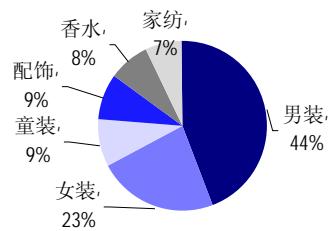
数据来源: 公司数据

表14: 七匹狼的七大产品系列

产品系列	定位
红标	经典商务风格，产品类别包括西装套件、西装单件、短袖衬衫、T恤、毛衫、领带、基础配饰等，整体强调品质感
黑标	包括时尚商务机时尚休闲系列，商务与休闲风格混搭，注重细节搭配和风格塑造，强调时尚度
绿标	生活休闲系列，运动与休闲风格混搭，以高雅运动为主的美式风格元素和色彩
蓝标	展现经典享乐主义生活方式，对美好事物的大胆追求是青春时尚的奢侈风格
女装	体现都市白领职业女性于多姿多彩生活模式中的角色转化，提倡舒适、自由的穿着体验
童装	在欧美风格的基础上闪烁东方风格精髓，结合欧美绅士风格与品位，体现精英少年成长时的魅力及领袖气质
圣沃斯	国际设计师系列，极富现代化的线条将法兰西浪漫风情与中国文化精粹完美融合的服饰文化发挥至极致

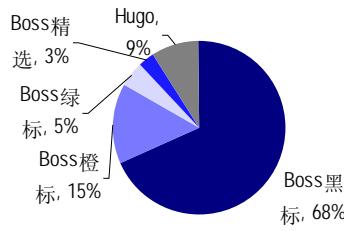
数据来源：公司数据，瑞银证券整理

图16: Ralph Lauren各系列收入贡献，2006



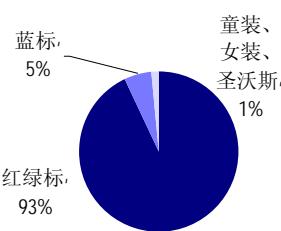
数据来源：公司数据

图17: Hugo Boss各系列收入贡献，2010



数据来源：公司数据

图18: 七匹狼收入93%由红绿标贡献，2010



数据来源：公司数据

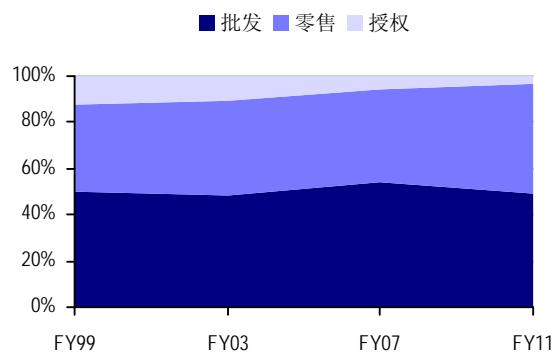
## 九牧王在渠道控制力方面具有竞争优势

我们认为，男装企业对渠道控制力的要求较高，较高的直营占比或是一个普遍现象。1999-2011财年，Polo Ralph Lauren的直营收入占比从38%提高至48%；2003至2010年，Hugo Boss的直营收入占比从7%上升至40%。与直营收入占比提升相对应的是，Polo Ralph Lauren的毛利率在1999-2011财年提升了11pct。2009年起，七匹狼也开始渠道改革，增加直营收入占比、将服务下沉至经销商、增强渠道控制力，2010年毛利率较2008年提高了7.6pct。我们认为，**九牧王在国内3家商务休闲男装上市公司中直营收入占比最高、渠道最扁平、渠道控制力最强，竞争优势在未来3-5年内难以被复制，有望保证其增长可期。**

- 2010年，九牧王的直营收入占比36%，主要由一二线城市的百货渠道贡献，我们预计其在前100的百货商场的进驻率高达80%。我们认为，九牧王之所以能够占据稀缺的商场资源，在于其男裤单品强势、平效较高。2010年，九牧王的百货专柜店铺占比55%，我们估算其直营专柜平效超过17000元/平米。

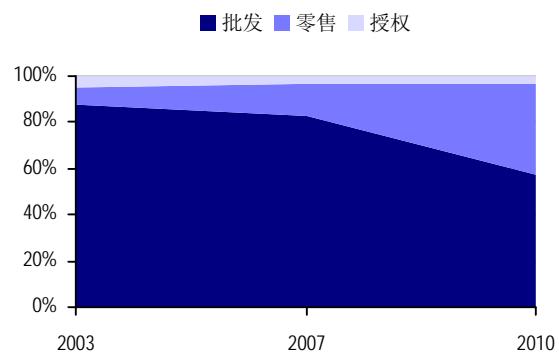
- 我们认为九牧王渠道扁平化，对渠道的管控能力较强。九牧王的渠道模式较有特色，采用省代模式+扁平化的一级加盟共存的发展模式。2010年，九牧王9位省代管理206位二级加盟商，收入占比16%；九牧王设置31家分公司直接管控806位一级加盟商，收入占比48%。

图19: 2011财年Ralph Lauren的零售收入占比上升至48%



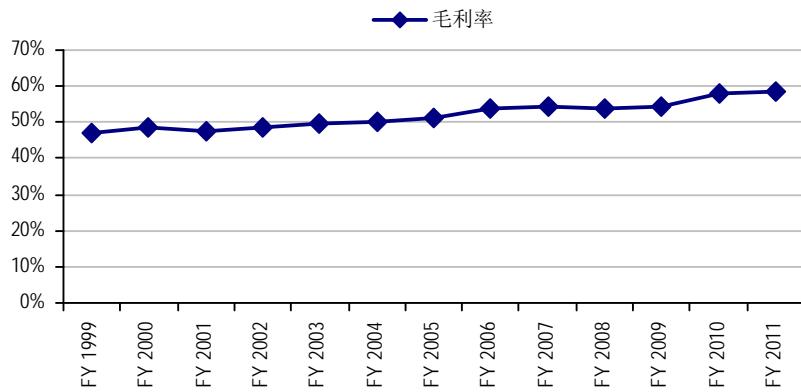
数据来源：公司数据，UBS AG

图20: 2010年Hugo Boss的零售收入占比上升至40%



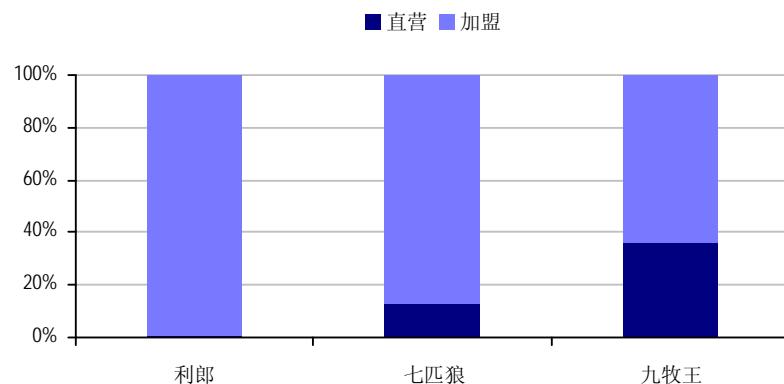
数据来源：公司数据，UBS AG

图21: Ralph Lauren的毛利率在1999-2011财年提升了11pct



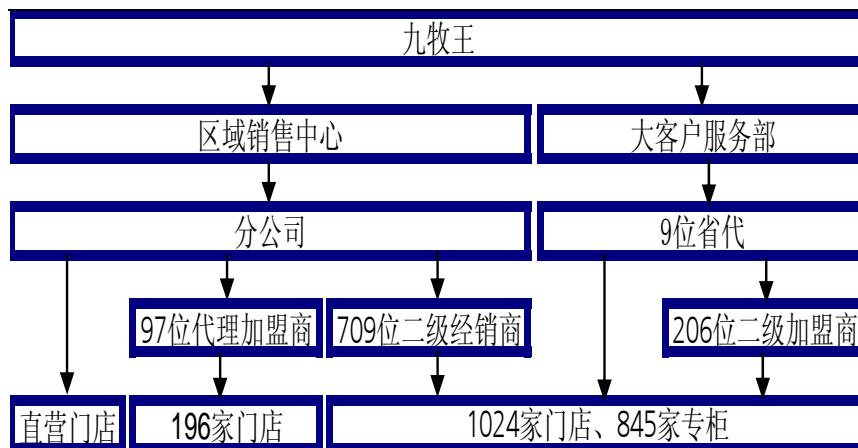
数据来源：公司数据

图22: 九牧王在3家商务休闲男装上市公司中直营收入占比最高, 2010



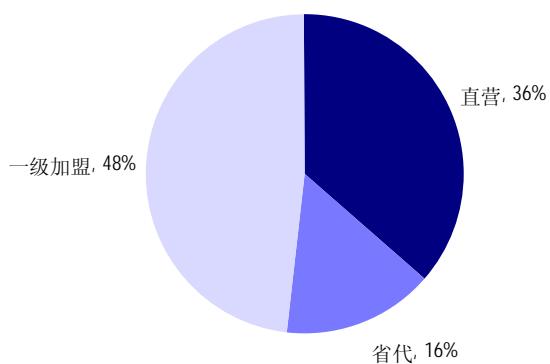
数据来源：公司数据

图23: 九牧王渠道模式, 2010年



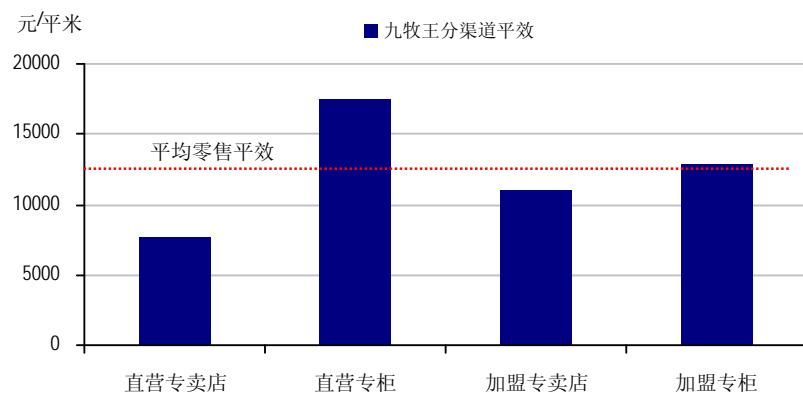
数据来源：公司数据

图24: 九牧王的一级加盟收入占比48%，2010



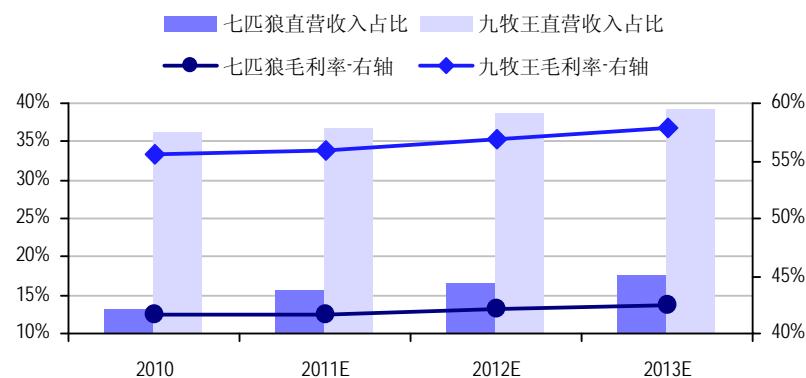
数据来源：公司数据

图25: 2010年九牧王各渠道合计的平均零售平效约1.25万/平米



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

图26: 我们预计九牧王的渠道优势在未来3年难以被复制



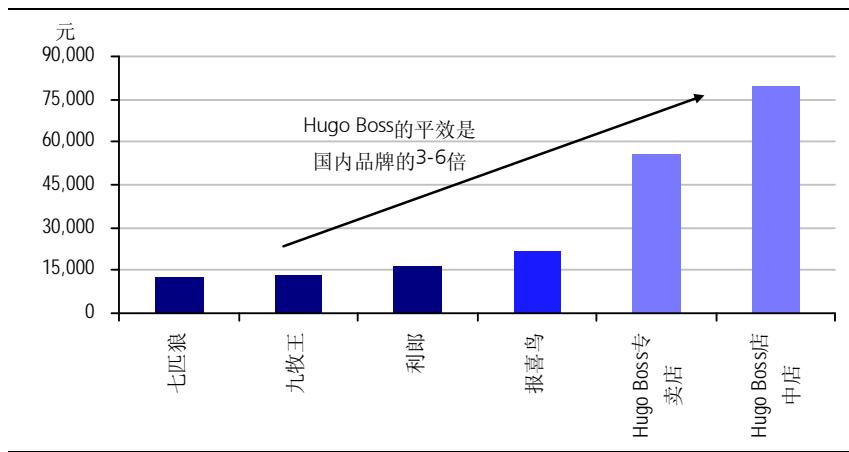
数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 未来平效的提升空间广阔

我们预计，Hugo Boss的平效约6-8万元/平米。我们估算，2010年，国内商务休闲男装的平效约1.2-1.6万元/平米，男正装行业中报喜鸟的平效已超过2万元/平米。我们预计，如果能够达到Hugo Boss的平效水平，则国内商务休闲男装存在约4倍的提升空间，男正装存在约1.5-2.5倍的提升空间。

我们预计，如果能够达到Hugo Boss的平效水平，则国内商务休闲男装存在约4倍的提升空间。

图27: 我们预计国内商务休闲男装品牌的平效相比Hugo Boss尚有4倍的提升空间，男正装的平效相比Hugo Boss有1.5-2.5倍的提升空间，2010



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

我们看好商务休闲男装，商务休闲男装行业趋于成熟，各品牌差异化竞争，品牌溢价较高。我们更看好具有直营优势的企业，我们认为九牧王优于七匹狼。

- 我们认为，九牧王的竞争优势在于直营占比高、渠道扁平、对渠道的控制力较强，且占据稀缺的商场资源。我们预计，九牧王的渠道优势在未来3-5

年难以被复制，增长可期。我们认为，九牧王未来将通过品类延伸和丰富产品线提升内生增长，外延式扩张空间或较七匹狼更加广阔；长期看，多品牌运营有望打开收入增长空间。

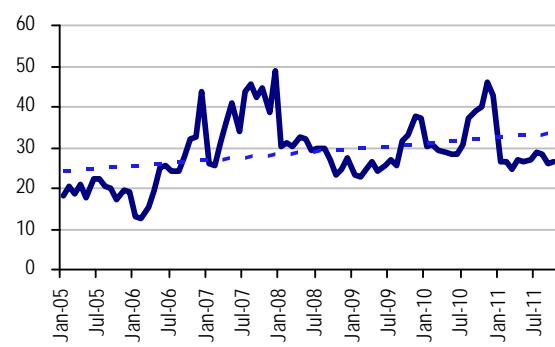
- 我们认为，七匹狼的竞争优势在于综合实力领先，其在品牌建设和产品开发方面位居商务休闲男装行业前列：1) 采取全方位、多样化的营销策略，品牌形象深入人心；2) 多品类多系列的架构已基本完善，产品线丰富，并建设大面积的生活馆全面展示品牌形象。我们预计，七匹狼未来有望通过优化产品结构，持续渠道改革、增强渠道控制力来提升内生增长。

## 估值及相关对比

我们认为，2008年以前品牌服装上市公司数量较少，2009年以来不断有新的品牌服装家纺公司上市，服装家纺行业的PE估值中枢上移。我们预计，未来随着更多品牌服装企业的上市，估值中枢有望进一步上移。我们看到，2011上半年，申万服装家纺行业指数跑输大盘；2011下半年（截止2011年12月26日），申万服装家纺行业指数略跑赢大盘。

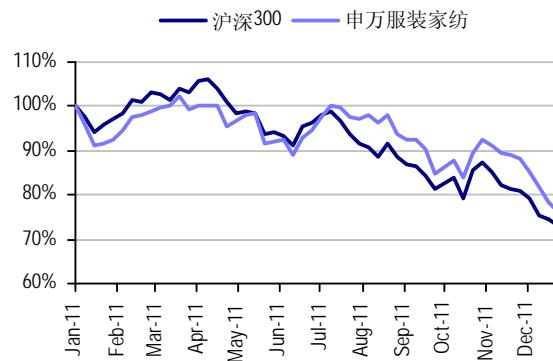
我们选取男装、家纺、平价休闲服行业的可比公司进行对比，我们的选取标准是：1) 行业中有2家及以上的上市公司；2) 主业以品牌内销零售为主。我们认为，市场无需对2012年业绩过度担心，男装的2012春夏订货会基本符合预期，并且目前男装估值的安全边际较高。我们偏好质地优良的公司，投资策略主要是以时间换空间。

图28: 服装PE估值中枢上移



数据来源：Wind。注：采用市场一致预期计算

图29: 2011年申万服装家纺行业指数略跑赢大盘



数据来源：Wind。注：2011年度收益率截止2011年12月26日

表15: 可比公司估值表

代码	总市值 十亿元	股价 元	PE			PS		净利润CAGR 11-13E
			11E	12E	13E	11E	12E	
<b>家纺</b>								
罗莱家纺	002293.SZ	10.3	73.25	27.9	19.5	14.2	3.9	2.8
富安娜	002327.SZ	5.9	43.73	27.8	20.3	14.9	4.0	2.9
梦洁家纺	002397.SZ	3.9	25.83	28.5	19.9	14.7	3.0	2.2
<b>男装</b>								
九牧王	601566.SH	12.3	21.49	24.1	17.8	15.4	5.7	4.4
七匹狼	002029.SZ	9.7	34.20	24.3	18.3	14.2	3.5	2.7
报喜鸟	002154.SZ	6.6	11.15	18.6	14.1	11.0	3.8	2.9
<b>平价休闲服</b>								
美邦服饰	002269.SZ	24.4	24.32	20.9	15.0	11.4	2.4	1.8
森马服饰	002563.SZ	26.0	38.88	19.3	14.6	11.1	3.1	2.3

数据来源: Wind, 瑞银证券估算。注: 股价截止2011年12月27日, 报喜鸟和森马服饰的PE预测来自Wind一致预期



## UBS Investment Research

### 九牧王

#### 首次覆盖：扁平化渠道优势支持增长

##### ■ 直营+扁平化的渠道竞争优势支持内生增长

我们认为，男装对渠道控制力的要求较高，九牧王在3家商务休闲男装上市公司中直营收入占比最高、渠道最扁平，竞争优势在未来3-5年内难以被复制，增长可期。我们预计，渠道优势和品牌美誉度或将促进其在男装市场的份额从2010年0.9%提升至2013年1.4%。

##### ■ 短期看品类延伸和产品线丰富度，长期看多品牌运营

我们认为，九牧王的产品架构弱于七匹狼，短期有望通过丰富产品线、向上装品类延伸提升内生增长，预计2011年九牧王的裤装占比有望从2010年53%下降至50%；长期多品牌运营有望打开收入增长空间。

##### ■ 外延式扩张空间较大

我们认为，九牧王渠道的城市层级高于七匹狼，且专卖店的门店规模小于七匹狼，未来外延式扩张空间或将大于七匹狼。我们预计，九牧王将加速外延式扩张，2011-13年新开店CAGR达到11.5%，较2008-10年新开店CAGR8%提升3.5pct。

##### ■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价30.2元

我们预测2011/12/13年EPS分别为0.89/1.21/1.40元。我们采用基于DCF的估值法推导出目标价30.2元，并采用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素，其中Beta为0.83，WACC为7.9%。目标价对应于2012/13年P/E分别为25x/21x，给予“买入”评级。

#### 全球证券研究报告

中国

服装零售业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb30.20/US\$4.78

股价

Rmb21.49/US\$3.40

路透代码: 601566.SS 彭博代码601566 CH

##### 交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb27.83-19.13/US\$4.35-2.95
市值	Rmb12.3十亿/US\$1.95十亿
已发行股本	573百万 (ORDA)
流通股比例	21%
日均成交量 (千股)	1,245
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb31.1

##### 资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb3.97十亿
市净率 (UBS)	3.1x
净现金 (债务)	Rmb2.87十亿

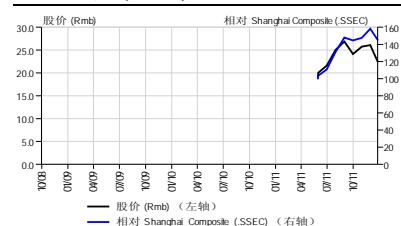
##### 预测回报率

预测股价涨幅	+40.5%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+40.5%
市场回报率假设	8.8%
预测超额回报率	+31.7%

##### 每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10
	从	到市场预测	实际
Q1	-	0.21	-
Q2	-	0.21	-
Q3	-	0.22	-
Q4E	-	0.26	-
12/11E	-	0.89	-
12/12E	-	1.21	-

##### 股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	1,404	1,675	2,178	2,788	3,527
息税前利润 (UBS)	258	420	568	752	1,021
净利润 (UBS)	258	360	511	693	801
每股收益 (UBS, Rmb)	0.57	0.80	0.89	1.21	1.40
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00

盈利能力 and 估值	五年历史平均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	-	25.1	26.1	27.0	28.9
ROIC (EBIT) %	-	76.7	57.8	58.8	68.3
EV/EBITDA (core) x	-	-	18.0	11.6	8.1
市盈率 (UBS) (x)	-	-	24.1	17.8	15.4
净股息收益率 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2011年12月27日16时15分的股价 (Rmb21.49) 得出；

**潘嘉怡, CFA**

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

**赵琳**

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903

## 投资主题

我们首次覆盖九牧王，给予“买入”评级和30.2元的目标价。我们预测2011/12/13年EPS分别为0.89/1.21/1.40元，对应2012/13年P/E分别为25x/21x。

### 直营+扁平化的渠道竞争优势保证内生增长

- 我们认为，男装企业对渠道控制力的要求较高。2011财年，Ralph Lauren的直营收入占比48%；2010年，Hugo Boss的直营收入占比40%。九牧王在国内3家商务休闲男装上市公司中直营收入占比最高、渠道最扁平，我们认为其竞争优势在未来3-5年内难以被复制，有望保证其增长可期。
- 2010年，九牧王的直营收入占比36%，主要由一二线城市的百货渠道贡献，我们预计其在前100的百货商场的进驻率高达80%，男裤单品强势、平效较高是主要原因。我们估算其直营专柜平效超过17000元/平米。
- 我们认为九牧王渠道扁平化，对渠道的管控能力较强。九牧王采用省代模式+扁平化的一级加盟共存的发展模式。2010年，九牧王9位省代管理206位二级加盟商，收入占比16%；九牧王设置31家分公司直接管控806位一级加盟商，收入占比48%。
- 我们认为，九牧王较高的直营占比和自产比重提高了供应链的快速反应能力，增强了其对终端的控制力。我们预计九牧王的渠道优势和品牌美誉度将促使其在男装市场的份额从2010年0.9%提升至2013年1.4%。

### 短期看品类延伸，长期看多品牌运营

- 未来3年品类延伸和产品线丰富度将驱动九牧王的内生增长。我们认为，九牧王的品类结构较为单薄，有望丰富产品线、向上装品类延伸，预计2011年九牧王的裤装占比有望从2010年53%下降至50%。
- 长期多品牌运营有望打开收入增长空间。九牧王2010年收购了3个品牌开展多品牌运作。我们预计，其对短期的业绩贡献或将有限，但长期有助于打开收入增长空间。

### 外延式扩张空间较七匹狼更加广阔

- 我们认为，九牧王渠道的城市层级高于七匹狼，且专卖店的门店规模小于七匹狼，未来外延式扩张空间或将大于七匹狼。我们预计，上市后九牧王将加速外延式扩张，2011-13年新开店CAGR达到11.5%，较2008-10年新开店CAGR8%提升3.5pct。

## 关键催化剂

我们认为，如果2011年报业绩超出市场预期，将会对股价产生正面影响。

## 风险

- 消费者信心下降可能减少消费支出。我们认为，如果2012年经济增速下滑、消费者信心指数下降，可能影响消费意愿，减少消费支出。

- 人工和租金成本持续上涨。我们认为，如果人工成本和租金成本持续上涨，将提高企业成本和费用率，对企业盈利造成负面影响。
- 2012秋冬订货会可能低于市场预期。我们认为，由于2011冬天天气较暖以及2012春节较早，冬装销售的时间较短，可能造成库存积压，进而影响2012秋冬订货会。
- 2013年公司所得税优惠到期。如果公司不能持续取得所得税优惠的资格，则对2013年及之后的盈利预测将会产生负面影响。

### 估值和我们推导目标价的基础

我们的核心驱动要素假设包括：

- 我们预计2011-13年，每年新开店350家，其中直营店每年新开店分别增长16%/15%/7%，加盟店每年新开店分别增长11%；
- 我们预计2011-13年，直营收入每年分别增长32%/34%/28%，加盟收入每年增长29%/24%/26%；
- 我们预测，受益于产品提价和直营收入占比的提高，2011-13年毛利率分别较上年小幅提升0.3pct/0.9pct/1.1pct；
- 我们预计，由于“两免三减半”的优惠政策将于2013年到期，2011-13年，所得税税率分别为12.5%/12.5%/25%。

我们预测2011/12/13年EPS分别为0.89/1.21/1.40元。我们采用基于DCF的估值法推导出目标价30.2元，并采用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素，其中Beta为0.83，WACC为7.9%。目标价对应于2012/13年P/E分别为25x/21x，给予“买入”评级。

Table 16: 九牧王估值摘要

相对年 财年	+1E 2011E	+2E 2012E	+3E 2013E	+4E 2014E	+5E 2015E	+6E 2016E	+7E 2017E	+8E 2018E	+9E 2019E	+10E 2020E
息税前利润	568	752	1,021	1,212	1,396	1,405	1,495	1,576	1,644	1,699
折旧及摊销*	34	44	55	68	82	92	103	115	127	139
资本支出	(152)	(167)	(176)	(209)	(242)	(216)	(224)	(230)	(232)	(232)
运营资本变动	(83)	(105)	(122)	(118)	(121)	(131)	(126)	(131)	(135)	(136)
所得税(营运)	(71)	(94)	(255)	(303)	(349)	(351)	(374)	(394)	(411)	(425)
其他	(15)	(18)	(22)	(20)	(20)	(17)	(17)	(18)	(18)	(17)
自由现金流	280	411	500	630	746	781	857	918	976	1,028
增长	46.9%	21.6%	26.0%	18.5%	4.7%	9.7%	7.2%	6.3%	5.4%	

估值										
明计现金流现值	6,874									
期末价值(第15年)现值	6,490									
<b>企业价值</b>	<b>13,364</b>									
占永续价值百分比	49%									
联营公司及其他	0									
-少数股东权益	67									
<b>现金盈余**</b>	<b>2,748</b>									
-债务***	13									
<b>权益价值</b>	<b>16,033</b>									
已发行股数[m]	572.9									
<b>每股权益价值(Rmb/股)</b>	<b>27.98</b>									
权益成本	7.9%									
股息收益率	0.0%									
<b>1年期目标价(Rmb/股)</b>	<b>30.20</b>									

长期假设值										
相对年	+10E	+15E	+25E							
销售额增长	8.0%	5.0%	5.0%							
息税前利润率	22.0%	19.0%	12.0%							
资本支出/销售收入	3.0%	2.5%	2.0%							
投资资本回报率	37.6%	32.3%	22.1%							

估值对应指标										
财年	2011E	2012E	1年预期							
企业价值 / 息税折旧摊销前	22.2x	16.8x	16.9x							
利润	23.5x	17.8x	17.9x							
企业价值 / 息税前利润										
自由现金流收益率	2.1%	3.1%	3.1%							
市盈率(现值)	31.4x	23.1x	23.3x							
市盈率(目标)	33.9x	25.0x	25.1x							

加权平均资本成本										
无风险利率	3.80%									
权益风险溢价	5.0%									
贝塔系数	0.83									
债务/权益比率***	0.1%									
边际税率	25.0%									
权益成本	7.9%									
债务成本	5.7%									
WACC	7.9%									

期末假设值										
VCH(年数)	15									
对应的自由现金流增长	1.2%									
投资资本回报率增幅	7.6%									
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	8.6x									

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

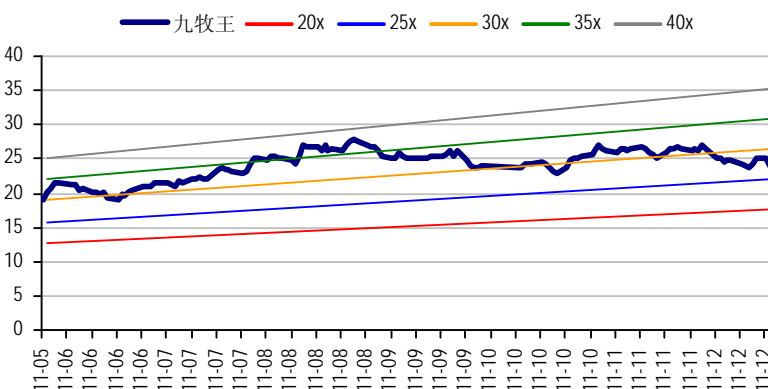
\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

图30: 九牧王PE Band



数据来源: Wind。注: 采用市场一致预期

### 瑞银预测对比市场一致预期

我们对2011-12年EPS的预测与市场一致预期基本持平，2013年EPS低于市场一致预期5%。我们认为，主要原因是2013年所得税税率的不同。九牧王“两免三减半”的所得税优惠将于2013年到期，我们基于保守原则，对2013年以25%的税率计算所得税。

表17: 瑞银预测对比市场一致预期

	收入 (百万元)			净利润 (百万元)			EPS		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
瑞银预测	2178	2788	3527	511	693	801	0.89	1.21	1.40
市场一致预期	2171	2806	3607	512	682	839	0.89	1.19	1.47
瑞银预测对比市场一致预期	0%	-1%	-2%	0%	2%	-5%	0%	2%	-5%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算。注: 数据截止2011年12月27日

### 敏感性分析

我们认为，直营和加盟毛利率对2012年EPS影响较大。

表18: 直营和加盟毛利率对2012年EPS的敏感性分析

2012年EPS变化幅度	直营毛利率变化幅度					
	-2%	-1%	0%	1%	2%	
加盟毛利率变化幅度	-2%	-7%	-6%	-4%	-3%	-2%
	-1%	-5%	-4%	-2%	-1%	1%
	0%	-3%	-1%	0%	1%	3%
	1%	-1%	1%	2%	4%	5%
	2%	2%	3%	4%	6%	7%

数据来源: 瑞银证券估算

## 渠道竞争优势保证内生增长可期

我们认为，九牧王在国内3家商务休闲男装上市公司中直营收入占比最高、渠道最扁平、渠道控制力最强，竞争优势在未来3-5年内难以被复制，有望保证其增长可期。

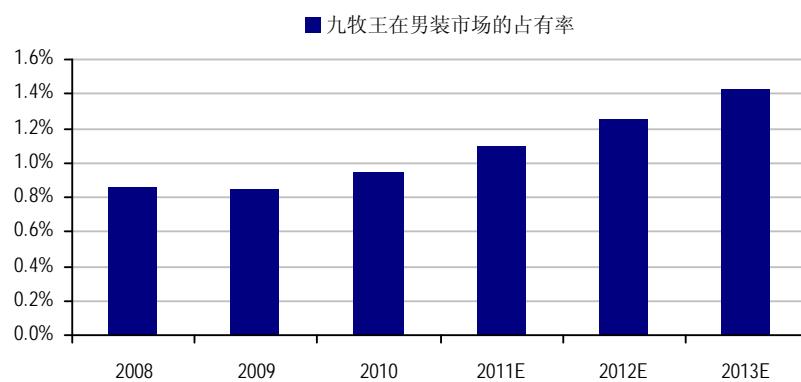
- 2010年，九牧王的直营收入占比36%，主要由一二线城市的百货渠道贡献，我们预计其在前100的百货商场的进驻率高达80%。我们认为，九牧王之所以能够占据稀缺的商场资源，在于其男裤单品强势、平效较高。2010年，九牧王的百货专柜店铺占比55%，我们估算其直营专柜平效超过17000元/平米。
- 我们认为九牧王渠道扁平化，对渠道的管控能力较强。九牧王的渠道模式较有特色，采用省代模式+扁平化的一级加盟共存的发展模式。2010年，九牧王9位省代管理206位二级加盟商，收入占比16%；九牧王设置31家分公司直接管控806位一级加盟商，收入占比48%。

我们认为，九牧王较高的直营占比和自产比重提高了供应链的快速反应能力，增强了其对终端的控制力，渠道优势在未来3-5年内难以被复制，保证内生增长可期：

- 我们预计九牧王POS的覆盖率达到70%，有助于及时了解终端销售和库存情况；
- 我们预计九牧王30%的畅销款通过日常补货实现，补单出库只需7-15天。

我们预计，2011-13年，随着募投项目的逐步投产，直营专卖店的收入贡献将逐渐提升。我们预计，九牧王的渠道优势和品牌美誉度将促使其在男装市场的份额从2010年0.9%提升至2013年1.4%。

图31: 九牧王在男装市场的份额有望从2010年0.9%上升至2013年1.4%

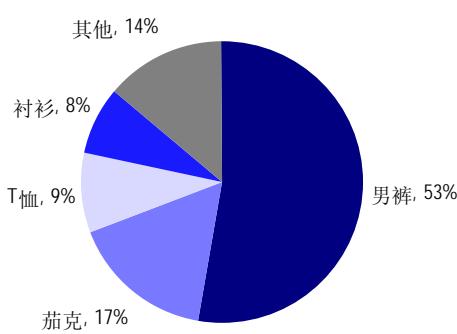


数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 短期看品类延伸，长期看多品牌运营

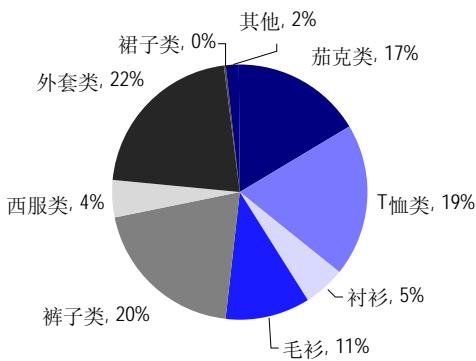
未来3年品类延伸和产品线丰富度将驱动九牧王的内生增长。我们认为，九牧王的品类结构较为单薄，2010年其拳头产品男裤的收入占比高达53%，而其竞争对手的裤装收入占比普遍为15%-20%。我们预计，九牧王有望向上装品类延伸，2011年九牧王的裤装占比有望从2010年53%下降至50%。我们认为，男裤是九牧王的拳头产品具有相对优势，其毛利率仅略低于上装，九牧王与七匹狼的毛利率差异在男裤品类上最大；但上装的单价普遍高于裤装，九牧王或将实现收入提升。我们根据2010年的品类结构估算，如果九牧王的裤装占比下降1pct，则平均单价将上升0.7%。

图32: 九牧王品类结构, 2010



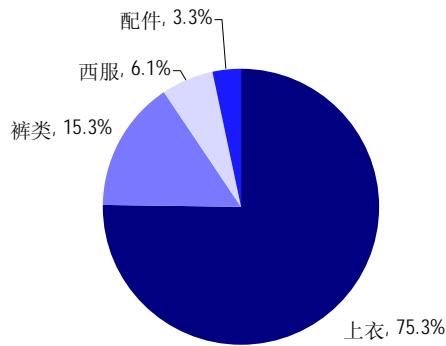
数据来源：公司数据

图33: 七匹狼品类结构, 2010



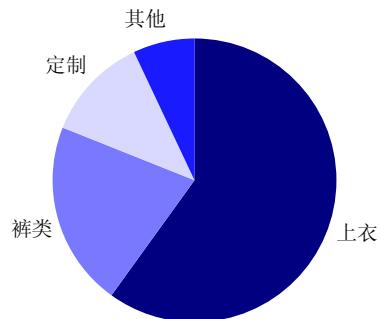
数据来源：公司数据

图34: 利郎品类结构, 2010



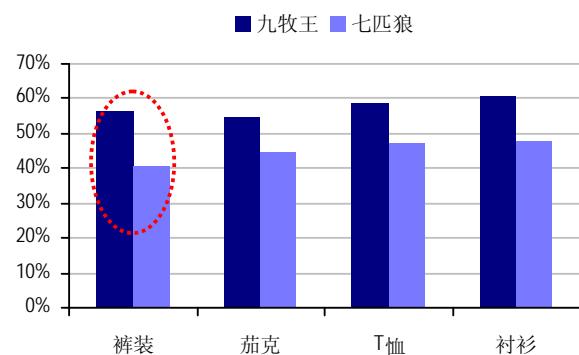
数据来源：公司数据

图35: Polo Ralph Lauren美国收入的品类结构, 2009财年



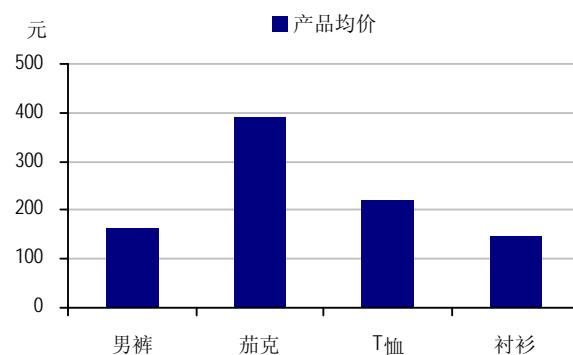
数据来源：NPD

图36: 九牧王与七匹狼的毛利率差异在男裤上最大



数据来源：公司数据

图37: 九牧王的上装价格普遍高于裤装



数据来源：公司数据

我们认为，长期多品牌运营有望打开收入增长空间。九牧王2010年收购了3个品牌，分别为FUN、Calliprimo和VIGANO，开展多品牌运作。我们预计，这三个品牌在短期的业绩贡献或将有限；但长期看，有助于拓宽目标客户群覆盖多市场、丰富渠道模式、增强品牌优势，打开收入增长空间。

表19: 九牧王收购3个品牌进行多品牌运作

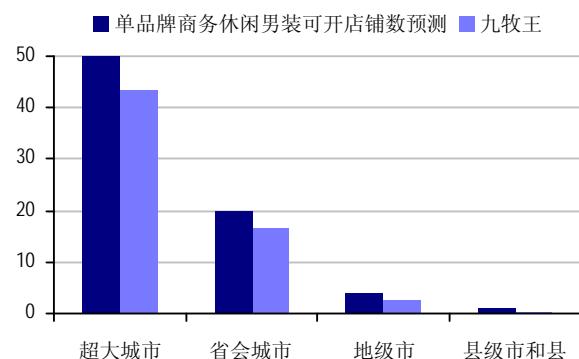
品牌	定位	渠道
FUN	美国牛仔休闲，主打“都市白领潮（型）乐”服饰	初期直营，后期加盟
Calliprimo	意式风尚男装	依托第三方平台的电商
VIGANO	意大利知名高端男裤	百货专柜

数据来源：公司数据

### 预计外延式扩张空间较七匹狼更加广阔

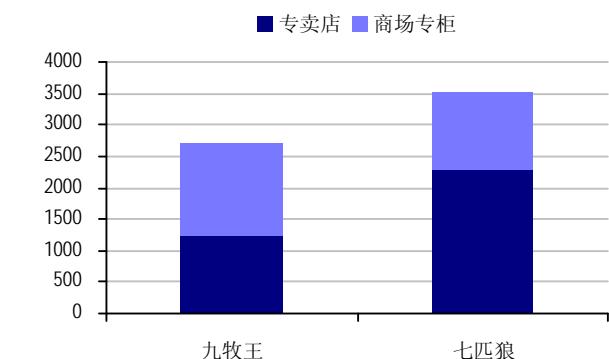
我们认为，九牧王渠道的城市层级高于七匹狼，且专卖店的门店规模小于七匹狼，未来外延式扩张空间或将大于七匹狼。2010年，九牧王专卖店共1227家，我们预计较七匹狼的专卖店少约1000家，上市后将加大专卖店的建设。我们预计，九牧王在超大城市、省会城市和地级市还存在加密空间，在县级市和县及以下存在大量空白区域可拓展。我们预计，上市后九牧王将加速外延式扩张，2011-13年新开店CAGR将达到11.5%，较2008-10年新开店CAGR8%提升3.5pct。

图38: 九牧王的外延式扩张仍有空间, 2010



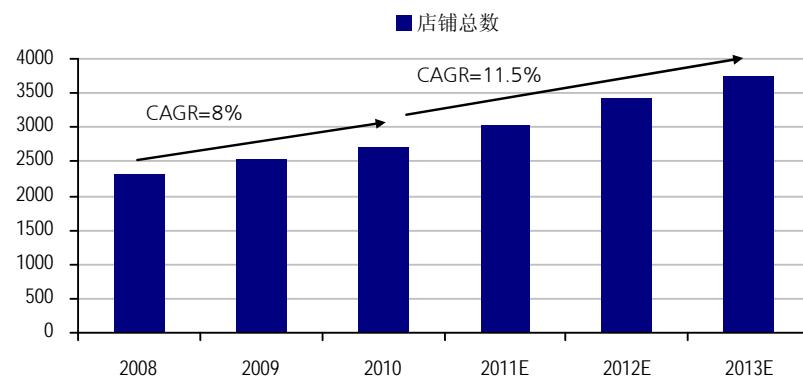
数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图39: 九牧王的专卖店较七匹狼少约1000家, 2010



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图40: 预计2011-13新开店铺CAGR达到11.5%



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 财务状况

表20: 利润表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,404	1,675	2,178	2,788	3,527
销售成本	-733	-748	-965	-1,210	-1,491
毛利润	671	927	1,213	1,578	2,036
销售管理费用	-414	-507	-646	-826	-1,016
其他营业收入	0	0	1	0	0
息税前利润	258	420	568	752	1,021
联营公司收入	0	0	0	0	0
其他投资收入	0	0	0	0	0
养老金	0	0	0	0	0
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0
利息	-3	-0	13	40	47
其他税前非经营性项目	1	1	4	0	0
商誉	0	0	0	0	0
税前利润	256	420	584	792	1,068
税项	2	-60	-73	-99	-267
税后利润	258	361	511	693	801
少数股东权益	-0	-0	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	0
非正常项目（税后）	0	0	0	0	0
净利润	258	360	511	693	801
营收增长率	14%	19%	30%	28%	26%
息税前利润率	18%	25%	26%	27%	29%
息税前利润增长率	18%	63%	35%	32%	36%
净利润增长率	33%	40%	42%	36%	16%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表21: 资产负债表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
有形固定资产净值	371	446	567	693	817
无形固定资产净值	110	118	115	112	109
净营运资本	-231	171	346	433	534
其他长期负债	0	0	0	0	0
总投资资本	250	734	1,028	1,238	1,460
投资/其他资产	54	58	146	146	146
总动用资本	304	791	1,173	1,384	1,606
净(现金)/债务	-286	-184	-2,867	-3,349	-3,928
拨备	0	0	0	0	0
少数股东权益	67	67	67	67	67
股东权益	523	909	3,973	4,667	5,467
总动用资本	304	791	1,173	1,384	1,606
固定资产增长率	7%	20%	27%	22%	18%
营运资本增长率	NM	NM	103%	25%	23%
动用资本增长率	-30%	161%	48%	18%	16%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表22: 现金流量表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
息税前利润	258	420	568	752	1,021
折旧	0	28	34	44	55
营运资本变化	225	-401	-175	-88	-101
其他业务	-119	211	-129	-82	-236
经营性现金流	364	259	297	627	739
利息	-3	-0	13	40	47
已付税项	6	-77	-41	-57	-78
资本支出	-96	-216	-152	-167	-176
自由现金流	271	-35	117	442	532
净并购/处置	0	0	0	0	0
股息(普通股)	-98	0	0	0	0
股息(优先股)	0	0	0	0	0
股份发行/回购	-97	289	2,554	0	0
其他	185	-339	-16	-1	-142
净债务现金流的(增加)/减少	261	-85	2,654	441	390
自由现金流收益率	N/A	N/A	0.9%	3.3%	4.0%
股息收益率	N/A	N/A	0.0%	0.0%	0.0%
资本支出/销售收入	6.9%	12.9%	7.0%	6.0%	5.0%
净债务权益比	-54.7%	-20.3%	-72.2%	-71.8%	-71.8%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 公司背景

九牧王是中国领先的商务休闲男装品牌企业，拥有自主品牌“九牧王”，其男裤市场占有率位居第一。公司还收购了FUN、Calliprimo和VIGANO，实现多品牌运作。公司采用纵向一体化经营模式，直营比例和自产比例较高。截至2010年末，公司店铺总数达到2,710家，其中直营645家、加盟2,065家。

损益表 (Rmb 百万)		12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入		-	1,230	1,404	1,675	2,178	30.1	2,788	28.0	3,527
营业费用 (不含折旧)		-	(1,012)	(1,147)	(1,227)	(1,577)	28.6	(1,992)	26.3	(2,451)
息税折旧摊销前利润 (UBS)		-	218	258	448	602	34.2	796	32.3	1,076
折旧		-	0	0	(28)	(34)	19.0	(44)	30.9	(55)
营业利润 (息税前利润, UBS)		-	218	258	420	568	35.2	752	32.4	1,021
其他盈利和联营公司盈利		-	(4)	1	1	4	395.8	0	-	0
净利息		-	(14)	(3)	0	13	-	40	220.6	47
非正常项目 (税前)		-	0	0	0	0	-	0	-	0
税前利润		-	200	256	420	584	38.9	792	35.6	1,068
税项		-	(3)	2	(60)	(73)	21.8	(99)	35.6	(267)
税后利润		-	197	258	361	511	41.8	693	35.6	801
非正常项目 (税后)		-	0	0	0	0	-	0	-	0
少数股东/优先股股息		-	(4)	0	0	0	-	0	-	0
净利润 (本地会计准则)		-	193	258	360	511	41.9	693	35.6	801
净利润 (UBS)		-	193	258	360	511	41.9	693	35.6	801
税率 (%)		-	1	0	14	13	-12.3	13	0.0	25
不计非正常项目前税率 (%)		-	1	0	14	13	-12.3	13	0.0	25
每股 (Rmb)		-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E
每股收益 (本地会计准则)		-	0.43	0.57	0.80	0.89	12.2	1.21	35.6	1.40
每股收益 (UBS)		-	0.43	0.57	0.80	0.89	12.2	1.21	35.6	1.40
每股股息净值		-	0.00	0.22	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00
每股现金收益		-	0.43	0.57	0.86	0.95	10.8	1.29	35.3	1.49
每股账面净值		-	0.66	0.91	1.59	6.94	337.3	8.15	17.4	9.54
资产负债表 (Rmb 百万)		-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E
有形固定资产净值		-	347	371	446	567	27.3	693	22.2	817
无形固定资产净值		-	93	110	118	115	-2.3	112	-2.3	109
净营运资本 (包括其他资产)		-	(3)	(177)	228	491	115.3	579	17.9	680
其他负债		-	0	0	0	0	-	0	-	0
运营投入资本		-	437	304	791	1,173	48.3	1,384	18.0	1,606
投资		-	0	0	0	0	-	0	-	0
运用资本总额		-	437	304	791	1,173	48.3	1,384	18.0	1,606
股东权益		-	376	523	909	3,973	337.3	4,667	17.4	5,467
少数股东权益		-	84	67	67	67	0.0	67	0.0	67
总股东权益		-	459	590	975	4,040	314.2	4,733	17.2	5,534
净债务 / (现金)		-	(23)	(286)	(184)	(2,867)	1457.4	(3,349)	16.8	(3,928)
其他视同债务的减值准备		-	0	0	0	0	-	0	-	0
运用资本总额		-	437	304	791	1,173	48.3	1,384	18.0	1,606
现金流量表 (Rmb 百万)		-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E
营业收入 (息税前利润, UBS)		-	218	258	420	568	35.2	752	32.4	1,021
折旧		-	0	0	28	34	19.0	44	30.9	55
营运资本变动净值		-	0	225	(401)	(175)	-56.4	(88)	-49.8	(101)
其他 (经营性)		-	125	(119)	211	(129)	-	(82)	-36.9	(236)
经营性现金流 (税前/息前)		-	343	364	259	297	15.0	627	110.7	739
收到/ (支付) 利息净值		-	(14)	(3)	0	13	-	40	220.6	47
已付股息		-	0	(98)	0	0	-	0	-	0
已缴付税项		-	0	6	(77)	(41)	-47.1	(57)	41.2	(78)
资本支出		-	(92)	(96)	(216)	(152)	-29.5	(167)	9.7	(176)
并购/处置净值		-	0	0	0	0	-	0	-	0
其他		-	-	76	4	(16)	-	(1)	-91.3	(142)
股份发行		-	(325)	(97)	289	2,554	783.8	0	-	0
净债务的现金流 (增加) /减少		-	70	155	241	2,683	1074.1	482	-82.0	579
外汇/非现金项目		-	-	108	(343)	0	-	0	-	0
资产负债表净债务增加/减少		-	-	264	(102)	2,683	-	482	-82.0	579
核心息税折旧摊销前利润		-	218	258	448	602	34.2	796	32.3	1,076
维护资本支出		-	(92)	(96)	(216)	(152)	-29.5	(167)	9.7	(176)
维护营运资本净支出		-	0	225	(401)	(175)	-56.4	(88)	-49.8	(101)
税前经营性自由现金流 (OpFCF)		-	126	386	(169)	274	-	541	97.2	799

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

12个月评级

买入

12个月目标价

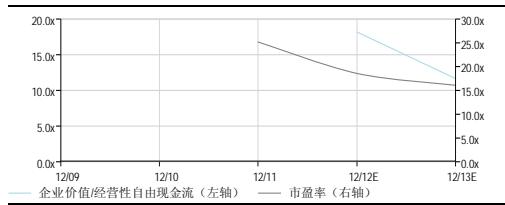
Rmb30.20

## 公司概况

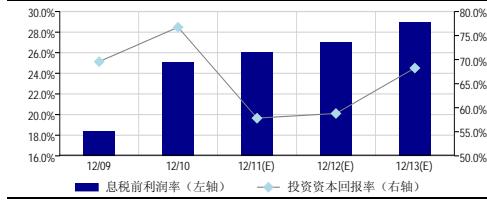
九牧王是中国领先的商务休闲男装品牌企业，拥有自主品牌“九牧王”，其男裤市场占有率位居第一。公司还收购了FUN、Calliprimo 和 VIGANO，实现多品牌运作。公司采用纵向一体化经营模式，直营比例和自产比例较高。截至 2010 年末，公司店铺总数达到 2710 家，其中直营 645 家、加盟 2065 家。

九牧王

## 价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



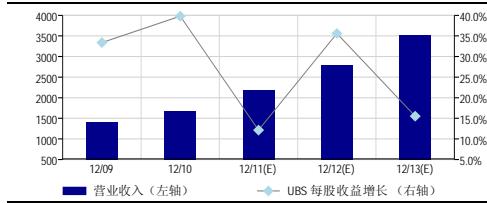
## 盈利能力



## 股东权益回报率与市净率



## 增长 (UBS 每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
市盈率 (本地会计准则)	-	-	-	24.1	17.8	15.4
市盈率 (UBS)	-	-	-	24.1	17.8	15.4
股价/每股现金收益	-	-	-	22.6	16.7	14.4
净股息收益率 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	3.1	2.6	2.3
企业价值/营业收入 (核心)	-	-	-	5.0	3.3	2.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	-	-	18.0	11.6	8.1
企业价值/息税前利润 (核心)	-	-	-	19.1	12.3	8.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	-	-	NM	17.1	10.9
企业价值/运营投入资本	-	-	-	NM	7.3	5.8
企业价值 (Rmb 百万)		12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值		-	-	12,312	12,312	12,312
+ 少数股东权益	67	67	67	67	67	67
+ 平均净债务 (现金)	(155)	(235)	(1,526)	(3,108)	(3,638)	
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	-	-	-	10,853	9,271	8,741
增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	14.1	19.3	30.1	28.0	26.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	18.0	74.1	34.2	32.3	35.1
息税前利润 (UBS)	-	18.0	63.1	35.2	32.4	35.7
每股收益 (UBS)	-	33.4	39.8	12.2	35.6	15.5
每股现金收益	-	33.4	50.8	10.8	35.3	16.1
每股股息净值	-	39.4	73.6	NM	17.4	17.2
利润率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	18.3	26.8	27.6	28.6	30.5
息税前利润/营业收入	-	18.3	25.1	26.1	27.0	28.9
净利润 (UBS)/营业收入	-	18.4	21.5	23.5	24.9	22.7
资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	69.6	NM	57.8	58.8	68.3
税后投资资本回报率	-	69.6	65.8	50.6	51.5	51.2
净股东权益回报率	-	57.3	50.3	20.9	16.0	15.8
偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利润	-	NM	NM	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	2.6	-	-	-	-
股息支付率 (%， UBS 每股收益)	-	38.0	-	-	-	-
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM
效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	-	3.8	3.1	2.2	2.2	2.4
营业收入/固定资产	-	3.1	3.2	3.5	3.7	4.1
营业收入/营运资本	-	NM	NM	8.4	7.2	7.3
投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	-	1.5	NM	0.5	0.7	0.8
资本支出/营业收入 (%)	-	6.9	12.9	7.0	6.0	5.0
资本支出/折旧	-	-	7.6	4.5	3.8	3.2
资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	(54.7)	(20.3)	(72.2)	(71.8)	(71.8)
净债务/(净债务 + 权益)	-	NM	(25.4)	NM	NM	NM
净债务(核心)/企业价值	-	-	(14.1)	(33.5)	(41.6)	

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2011年12月27日16时15分的股价 (Rmb21.49) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

## 潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

## 赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903



## UBS Investment Research

### 七匹狼

## 首次覆盖：综合实力领先的商务休闲男装龙头

### ■ 七匹狼综合实力在商务休闲男装行业处于领先

我们认为，男装的成功驱动要素=成功的品牌塑造+主品牌下延伸多品类+直营零售业务建设。我们认为，目前七匹狼在品牌建设和产品开发方面位居商务休闲男装行业前列，品牌形象深入人心，多品类多系列的产品架构最为完善。我们预计，七匹狼未来有望通过优化产品结构提升内生增长，2012年将重点推广高品质、高毛利的黑标系列。

### ■ 持续扁平化渠道结构，增强渠道控制力

我们认为，七匹狼自2009年起实行“批发转零售”战略，提高直营占比，扁平化渠道结构，增强渠道控制力，省代从30多个减少至目前18个。我们预计未来将持续渠道改革：1) 定增有望进一步优化渠道结构；2) 持续深化服务，将授信、补贴支持等下沉到经销商；3) 提高ERP系统覆盖率。

### ■ 2012春夏订货会良性增长

我们预计，2012春夏订货会金额同比增长30%，其中价量增长各半，且价格上涨主要由产品结构升级所致，整体增长良性。

### ■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价46.7元

不考虑定增摊薄，我们预测2011/12/13年EPS分别为1.41/1.87/2.40元。我们采用基于DCF的估值法推导出目标价46.7元，并采用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素，其中Beta为0.87，WACC为8.2%。目标价对应2012/13年P/E分别为25x/19x，给予“买入”评级。

## 全球证券研究报告

中国

服装与纺织业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb46.70/US\$7.39

股价

Rmb34.20/US\$5.41

路透代码: 002029.SZ 彭博代码002029 CH

### 交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb40.89-27.70/US\$6.43-4.21
市值	Rmb9.68十亿/US\$1.53十亿
已发行股本	283百万 (ORDA )
流通股比例	48%
日均成交量 (千股)	871
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb33.3

### 资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb1.95十亿
市净率 (UBS)	5.0x
净现金 (债务)	Rmb0.40十亿

### 预测回报率

预测股价涨幅	+36.5%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+36.5%
市场回报率假设	8.8%
预测超额回报率	+27.7%

### 每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10
	从	到市场预测	实际
Q1	-	0.45	-
Q2	-	0.17	-
Q3	-	0.40	-
Q4E	-	0.38	-
12/11E	-	1.41	-
12/12E	-	1.87	-

### 股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

[www.ubssecurities.com](http://www.ubssecurities.com)

### 重要数据 (Rmb百万)

	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	1,987	2,198	2,756	3,544	4,356
息税前利润 (UBS)	245	343	477	625	790
净利润 (UBS)	204	283	398	529	680
每股收益 (UBS, Rmb)	0.72	1.00	1.41	1.87	2.40
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.10	0.20	0.20	0.00	0.00

### 盈利能力与估值

	五年历史平均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	-	15.6	17.3	17.6	18.1
ROIC (EBIT) %	-	28.2	30.3	36.7	41.6
EV/EBITDA (core) x	-	22.0	18.5	13.5	10.1
市盈率 (UBS) (x)	-	30.6	24.3	18.3	14.2
净股息收益率 (%)	-	0.7	0.6	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2011年12月27日16时15分的股价 (Rmb34.20) 得出；

**潘嘉怡, CFA**

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

**赵琳**

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903

## 投资主题

我们首次覆盖七匹狼，给予“买入”评级和46.7元的目标价。我们预测2011/12/13年的EPS分别为1.41/1.87/2.40元，对应2012/13年P/E分别为25x/19x。

### 我们认为，七匹狼综合实力在商务休闲男装行业处于领先

- 我们看到，七匹狼的标杆企业Polo Ralph Lauren在美国的成功及其后实现全球扩张，主要源于其成功的品牌塑造+主品牌下延伸多品类+直营零售业务建设，将“生活方式”的品牌文化成功植入给消费者。2001-11财年，Ralph Lauren在北美的收入CAGR为7%。自收回品牌授权业务至2011财年，欧洲和日本的业务收入CAGR则分别达到18%和79%。
- 我们认为，目前七匹狼在品牌建设和产品开发方面位居商务休闲男装行业前列，2010年在男装市场的份额为1.7%，超越竞争对手九牧王和利郎：1)七匹狼在品牌资产上的投入高于九牧王；2)采取全方位、多样化的营销策略，品牌形象深入人心；3)多品类多系列的架构已基本完善，产品线丰富，建设大面积的生活馆全面展示品牌形象；4)单独设立商品企划部门，指导未来销售产品的风格和方向。
- 我们预计，七匹狼未来有望通过优化产品结构提升内生增长，重点培育品质卓越、单价较高、毛利率也较高的产品。我们认为，2012年七匹狼重点推出黑标。公司未来会以黑标为主轴，以黑标和红标去呈现品牌形象。

### 持续扁平化渠道结构，增强渠道控制力

- 2009年开始，七匹狼启动“批发转零售”的渠道模式改革，扁平化渠道结构：1)设立华南、华中、华北、华东、西南、西北六大区域管理中心，对以前未覆盖的区域引入直营或直接发展加盟商；2)新增武汉、西安、深圳三家销售子公司，在厦门增加尚盈直营公司，加大直营体系拓展；3)将省代转为大代理商，我们预计省代数量从30多个下降至目前的18个。
- 我们预计，未来七匹狼将持续渠道改革：1)定增进一步提高直营店占比，我们预计直营店铺占比将从2010年11%上升至2013年16%；2)持续深化服务，将授信、补贴支持等下沉到经销商，我们预计2012年或将持续加大对经销商的扶持；3)提高ERP系统覆盖率。

### 2012春夏订货会良性增长

- 我们预计，2012春夏订货会金额同比增长30%，其中价量增长各半，且价格上涨主要由产品结构升级所致，整体增长良性。

## 关键催化剂

我们认为，如果2011年报业绩超出市场预期，将会对股价产生积极影响。

## 风险

- 消费者信心下降可能减少消费支出。我们认为，如果2012年经济增速下滑、消费者信心指数下降，可能影响消费意愿，减少消费支出。

- 人工和租金成本持续上涨。我们认为，如果人工成本和租金成本持续上涨，将提高企业成本和费用率，对企业盈利造成负面影响。
- 2012秋冬订货会可能低于市场预期。我们认为，由于2011冬天天气较暖以及2012春节较早，冬装销售的时间较短，可能造成库存积压，进而影响2012秋冬订货会。

### 估值和我们推导目标价的基础

我们的核心驱动要素假设包括：

- 我们预测2011-13年，每年新开店增长10%，其中直营店占比分别为14%/15%/16%；
- 我们预计2011-13年，平均平效每年增长分别为22%/15%/10%；
- 我们预计2011年毛利率与2010年持平；受益于产品结构升级和直营占比的提升，2012-13年毛利率分别较上一年提升0.5pct。

不考虑定增摊薄，我们预测2011/12/13年EPS分别为1.41/1.87/2.40元。我们采用基于DCF的估值法推导出目标价46.7元，并采用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素，其中Beta为0.87，WACC为8.2%。目标价对应2012/13年P/E分别为25x/19x，给予“买入”评级。

Table 23: 七匹狼估值摘要

相对年 财年	+1E 2011E	+2E 2012E	+3E 2013E	+4E 2014E	+5E 2015E	+6E 2016E	+7E 2017E	+8E 2018E	+9E 2019E	+10E 2020E
息税前利润	477	625	790	978	1,180	1,227	1,336	1,436	1,521	1,588
折旧及摊销*	36	56	76	96	120	137	156	176	196	215
资本支出	(193)	(213)	(218)	(211)	(251)	(289)	(308)	(324)	(335)	(340)
运营资本变动	(148)	(181)	(186)	(208)	(229)	(230)	(245)	(256)	(261)	(260)
所得税(营运)	(72)	(94)	(118)	(147)	(177)	(184)	(200)	(215)	(228)	(238)
其他	(17)	(24)	(24)	(27)	(30)	(29)	(30)	(31)	(31)	(31)
自由现金流	84	170	319	482	613	632	708	785	861	934
增长		102.5%	88.3%	50.7%	27.4%	3.7%	12.0%	10.9%	9.7%	8.5%
<b>估值</b>										
明计现金流现值	5,607									
期末价值(第15年)现值	6,369									
<b>企业价值</b>	<b>11,977</b>									
占永续价值百分比	53%									
联营公司及其他	0									
-少数股东权益	66									
现金盈余**	702									
-债务***	395									
<b>权益价值</b>	<b>12,217</b>									
已发行股数[m]	282.9									
<b>每股权益价值(Rmb/股)</b>	<b>43.19</b>									
权益成本	8.2%									
股息收益率	0.0%									
<b>1年期目标价(Rmb/股)</b>	<b>46.70</b>									
<b>长期假设值</b>										
相对年	+10E	+15E	+25E							
销售额增长	10.0%	6.0%	5.0%							
息税前利润率	14.0%	11.0%	7.0%							
资本支出/销售收入	3.0%	2.5%	1.9%							
投资资本回报率	27.7%	22.1%	15.5%							
<b>估值对应指标</b>										
财年	2011E	2012E	1年预期							
企业价值/息税折旧摊销前	23.3x	17.6x	17.7x							
利润										
企业价值/息税前利润	25.1x	19.2x	19.3x							
自由现金流收益率	0.7%	1.4%	1.4%							
市盈率(现值)	30.7x	23.1x	23.3x							
市盈率(目标)	33.2x	25.0x	25.2x							
<b>加权平均资本成本</b>										
无风险利率	3.80%									
权益风险溢价	5.0%									
贝塔系数	0.87									
债务/权益比率***	4.0%									
边际税率	15.0%									
权益成本	8.2%									
债务成本	6.0%									
WACC	8.2%									
<b>期末假设值</b>										
VCH(年数)	15									
对应的自由现金流增长	1.9%									
投资资本回报率增幅	8.5%									
企业价值/息税折旧摊销前利润	8.8x									

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

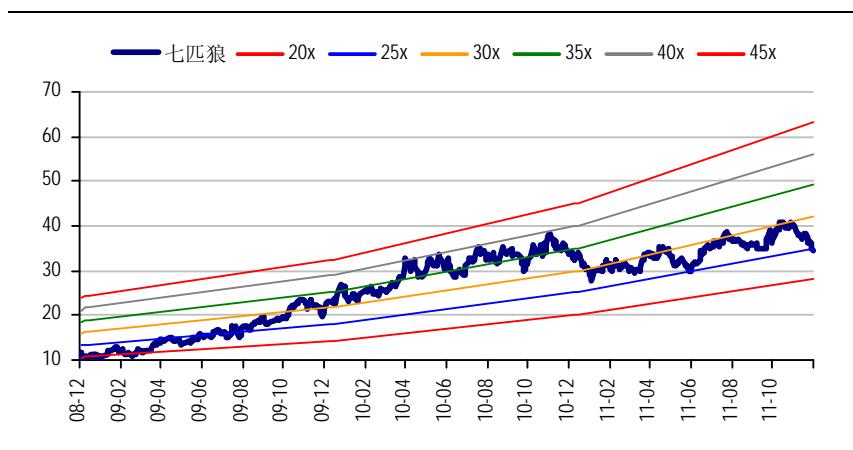
\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

图41: 七匹狼PE Band



数据来源: Wind。注: 采用市场一致预期

### 瑞银预测对比市场一致预期

我们对2011-13年EPS的预测与市场一致预期基本持平。

表24: 瑞银预测对比市场一致预期

	收入 (百万元)			净利润 (百万元)			EPS		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
瑞银预测	2756	3544	4356	398	529	680	1.41	1.87	2.40
市场一致预期	2770	3471	4271	401	534	688	1.42	1.87	2.40
瑞银预测对比市场一致预期	0%	2%	2%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	0%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算。注: 数据截止2011年12月27日

### 敏感性分析

我们认为, 直营和加盟毛利率对2012年EPS影响较大。

表25: 直营和加盟毛利率对2012年EPS的敏感性分析

2012年EPS变化幅度	直营毛利率变化幅度				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
加盟毛利率变化幅度	-2%	-12%	-11%	-10%	-9%
	-1%	-7%	-6%	-5%	-4%
	0%	-2%	-1%	0%	1%
	1%	3%	4%	5%	6%
	2%	8%	9%	10%	11%

数据来源: 瑞银证券估算

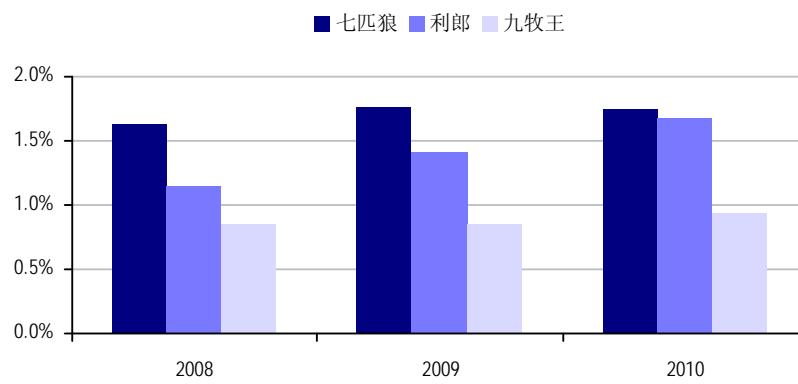
## 综合实力领先的商务休闲男装龙头

我们认为，七匹狼以Polo Ralph Lauren为标杆、借鉴其成功要素，目前在品牌营销、多品类多系列方面的综合实力领先。

- 我们认为，虽然商务休闲男装品牌具有差异化产品，但品牌建设依然重要。我们预计七匹狼在品牌资产上的投入高于九牧王，其广告费占收入比重和单店广告费投入都高于九牧王。
- 我们认为，七匹狼采取全方位、多样化的营销策略，从生活方式、名流、重大赛事、与文化结盟等方面进行宣传，品牌形象深入人心。
- 我们认为，与Polo Ralph Lauren和Hugo Boss相比，国内男装品牌的品类架构都较为单薄。七匹狼发展了红标、绿标、蓝标、黑标、女装、童装、圣沃斯等七大系列产品，多品类多系列的架构已基本完善，产品线丰富，已经建设大面积的生活馆全面展示品牌形象。2010年，七匹狼推出第八代家具，店铺形象进一步提升。
- 2010年七匹狼单独设立商品企划部门，从源头开始控制产品，指导未来销售产品的风格和方向。我们预计，2012年推出黑标系列，市场反映良好。

上市后从2004-10年，七匹狼店铺、收入和净利润CAGR分别达到29%、44%和46%，收入和净利润分别翻了8倍和9倍。我们预计，七匹狼的店铺规模和收入规模在商务休闲男装行业位居前列，2010年七匹狼在男装市场的份额为1.7%，超越竞争对手九牧王和利郎。

图42: 七匹狼的市场份额领先于九牧王和利郎

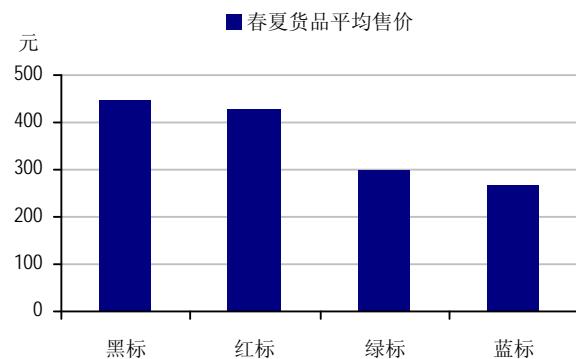


数据来源：公司数据，Euromonitor，瑞银证券估算

**高端品类占比上升，品类结构优化有望促使收入和毛利率提升。**我们认为，七匹狼未来将优化品类结构，重点培育品质卓越、单价较高、毛利率也较高的产品。我们认为，2012年七匹狼重点推出黑标，黑标较红绿标时尚但品质更优，价格和毛利率更高。我们预计，公司未来会以黑标为主轴，以黑标和红标去呈现品牌形象；绿标面临的市场竞争较为激烈，未来开店数可能减少，并转去工厂店

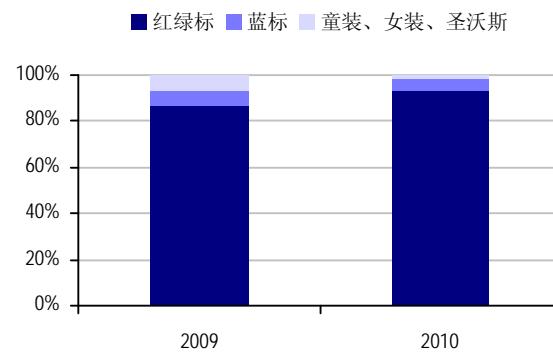
销售；女装、童装和圣沃斯仍在生活馆配套销售。我们认为，未来随着产品线丰富度提升，各系列均有望独立开店。

图43: 我们预计七匹狼未来将重点发展黑标和红标



数据来源：瑞银证券估算

图44: 七匹狼高毛利的产品占比在提升



数据来源：公司数据

### 扁平化渠道结构，增强渠道控制力

2009年开始，七匹狼启动“批发转零售”的渠道模式改革，扁平化渠道结构：

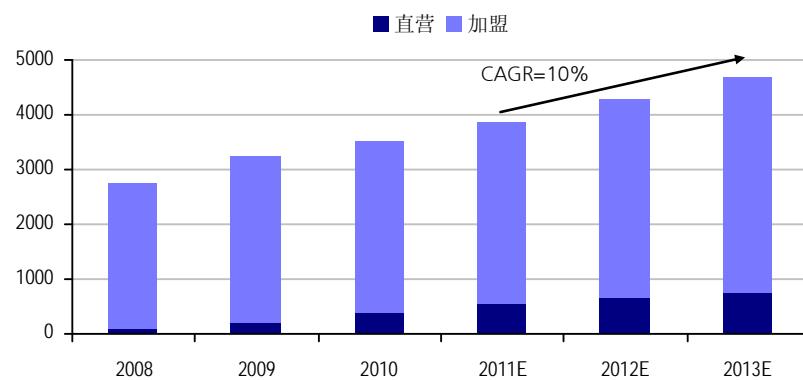
1) 设立华南、华中、华北、华东、西南、西北六大区域管理中心，对以前未覆盖的区域引入直营或直接发展加盟商；2) 新增武汉、西安、深圳三家销售子公司，在厦门增加尚盈直营公司，加大直营体系拓展；3) 将省代转为大代理商，我们预计省代数量从30多个下降至目前的18个。

我们认为，未来七匹狼提升直营占比、扁平化渠道结构、增强渠道控制力的举措包括：

- 定增融资建设直营店。七匹狼于2011年11月8日公布定增预案，计划募集资金不超过18亿元，开设360家直营店和840家加盟店。项目完成后，直营店铺占比将从2010年11%上升至16%。
- 持续扶持优质经销商。2011年，七匹狼将授信服务、补贴支持从省代下沉到经销商，将不超过8000万元的自有资金借贷给符合条件的经销商使用。我们预计，2012年或将持续加大对经销商的扶持。
- 在加盟店铺中铺设ERP信息系统。我们预计目前新开的加盟店均已覆盖ERP，POS覆盖率已超过40%。

我们预计，2011-13年新开店铺CAGR将达到10%，其中直营店占比有望从2010年11%提升至2013年16%。我们预计，各产品系列有望开设独立店，打开店铺扩张的天花板；定位高端的圣沃斯和黑标未来将以商场为突破口。

图45: 预计2011-13年店铺CAGR10%，直营店占比从2010年11%提升至2013年16%



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 2012 春夏订货会良性增长

我们预计，由于2008年加盟商对销售形势过于乐观致使渠道库存积压，2009-10年，七匹狼进行了去库存，2011年渠道库存较轻，这从2011年开始订货会金额同比增速开始节节攀升可以反映。我们认为，2011年提价占主导因素，我们预计价增15-20%，量增仅5%-10%。我们预计2012年春夏订货会金额同比增长30%以上，其中价量的贡献各占一半，实现价量齐升；且我们预计，价格提高主要由产品结构优化所导致，增长良性。

图46: 七匹狼最近三期订货会情况逐步改善



数据来源：瑞银证券估算

## 财务状况

表26: 利润表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,987	2,198	2,756	3,544	4,356
销售成本	-1,243	-1,305	-1,636	-2,088	-2,547
毛利润	745	893	1,120	1,456	1,809
销售管理费用	-501	-562	-647	-831	-1,019
其他营业收入	1	12	4	0	0
息税前利润	245	343	477	625	790
联营公司收入	0	0	0	0	0
其他投资收入	0	0	0	0	0
养老金	0	0	0	0	0
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0
利息	14	5	-6	-3	10
其他税前非经营性项目	1	-8	-3	0	0
商誉	0	0	0	0	0
税前利润	259	339	468	622	800
税项	-42	-50	-70	-93	-120
税后利润	217	289	398	529	680
少数股东权益	-13	-6	-0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	0
非正常项目（税后）	0	0	0	0	0
净利润	204	283	398	529	680
营收增长率	20%	11%	25%	29%	23%
息税前利润率	12%	16%	17%	18%	18%
息税前利润增长率	28%	40%	39%	31%	26%
净利润增长率	33%	39%	40%	33%	29%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表27: 资产负债表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
有形固定资产净值	87	91	261	418	560
无形固定资产净值	22	20	39	39	38
净营运资本	208	460	387	390	476
其他长期负债	0	0	0	0	0
总投资资本	317	571	687	847	1,075
投资/其他资产	590	950	937	937	937
总动用资本	907	1,521	1,625	1,784	2,012
净(现金)/债务	-525	-144	-395	-764	-1,216
拨备	0	0	0	0	0
少数股东权益	60	66	66	66	66
股东权益	1,372	1,599	1,954	2,482	3,162
总动用资本	907	1,521	1,625	1,784	2,012
固定资产增长率	-28%	4%	187%	60%	34%
营运资本增长率	62%	121%	-16%	1%	22%
动用资本增长率	40%	68%	7%	10%	13%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表28: 现金流量表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
息税前利润	245	343	477	625	790
折旧	33	40	36	56	76
营运资本变化	-80	-252	73	-3	-86
其他业务	115	195	-20	3	-10
经营性现金流	312	325	566	682	770
利息	14	5	-6	-3	10
已付税项	-25	-71	-70	-93	-120
资本支出	-157	-410	-193	-213	-218
自由现金流	144	-151	296	372	442
净并购/处置	0	0	0	0	0
股息(普通股)	-28	-57	-57	0	0
股息(优先股)	0	0	0	0	0
股份发行/回购	0	0	0	0	0
其他	-218	-167	9	-3	10
净债务现金流的(增加)/减少	-102	-375	248	369	452
自由现金流收益率	3.2%	-1.7%	3.0%	3.8%	4.5%
股息收益率	0.6%	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%
资本支出/销售收入	7.9%	18.7%	7.0%	6.0%	5.0%
净债务权益比	-38.3%	-9.0%	-20.2%	-30.8%	-38.5%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 公司背景

七匹狼主要经营“七匹狼”休闲男装品牌服饰，产品系列包括红标、绿标、蓝标、黑标、圣沃斯、女装和童装等，其茄克市场占有率位居第一。公司另收购杭州肯纳涉足奢侈品市场，肯纳代理了Canali、Versace和Georg Jensen等国际奢侈品牌。截至2011上半年，公司店铺总数达到3,576家，其中直营439家、加盟3,137家。

		12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
<b>损益表 (Rmb 百万)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
营业收入	-	-	1,653	1,987	2,198	2,756	25.4	3,544	28.6	4,356
营业费用 (不含折旧)	-	-	(1,436)	(1,710)	(1,828)	(2,247)	22.9	(2,863)	27.4	(3,489)
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	-	216	278	382	513	34.2	681	32.8	866
折旧	-	-	(26)	(33)	(40)	(36)	-9.1	(56)	55.4	(76)
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	-	191	245	343	477	39.2	625	31.0	790
其他盈利和联营公司盈利	-	-	(3)	1	(8)	(3)	-67.1	0	-	0
净利息	-	-	15	14	5	(6)	-	(3)	-48.3	10
非正常项目 (税前)	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0
税前利润	-	-	202	259	339	468	37.9	622	32.9	800
税项	-	-	(38)	(42)	(50)	(70)	40.0	(93)	32.9	(120)
税后利润	-	-	164	217	289	398	37.6	529	32.9	680
非正常项目 (税后)	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0
少数股东/优先股股息	-	-	(11)	(13)	(6)	0	-98.7	0	-	0
净利润 (本地会计准则)	-	-	153	204	283	398	40.4	529	32.9	680
净利润 (UBS)	-	-	153	204	283	398	40.4	529	32.9	680
税率 (%)	-	-	19	16	15	15	1.5	15	0.0	15
不计非正常项目前税率 (%)	-	-	19	16	15	15	1.5	15	0.0	15
<b>每股 (Rmb)</b>	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E
每股收益 (本地会计准则)	-	-	0.54	0.72	1.00	1.41	40.4	1.87	32.9	2.40
每股收益 (UBS)	-	-	0.54	0.72	1.00	1.41	40.4	1.87	32.9	2.40
每股股息净值	-	-	0.00	0.10	0.20	0.20	0.0	0.00	-	0.00
每股现金收益	-	-	0.63	0.84	1.14	1.53	34.4	2.07	34.8	2.67
每股账面净值	-	-	4.23	4.85	5.65	6.91	22.2	8.77	27.1	11.18
<b>资产负债表 (Rmb 百万)</b>	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E
有形固定资产净值	-	-	122	87	91	261	187.2	418	60.2	560
无形固定资产净值	-	-	19	22	20	39	99.5	39	-1.2	38
净营运资本 (包括其他资产)	-	-	505	798	1,410	1,325	-6.1	1,327	0.2	1,414
其他负债	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0
运营投入资本	-	-	646	907	1,521	1,625	6.8	1,784	9.8	2,012
投资	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0
运用资本总额	-	-	646	907	1,521	1,625	6.8	1,784	9.8	2,012
股东权益	-	-	1,197	1,372	1,599	1,954	22.2	2,482	27.1	3,162
少数股东权益	-	-	48	60	66	66	0.1	66	0.0	66
总股东权益	-	-	1,244	1,432	1,665	2,020	21.3	2,548	26.2	3,228
净债务 / (现金)	-	-	(598)	(525)	(144)	(395)	174.4	(764)	93.4	(1,216)
其他视同债务的减值准备	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0
运用资本总额	-	-	646	907	1,521	1,625	6.8	1,784	9.8	2,012
<b>现金流量表 (Rmb 百万)</b>	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E
营业收入 (息税前利润, UBS)	-	-	191	245	343	477	39.2	625	31.0	790
折旧	-	-	26	33	40	36	-9.1	56	55.4	76
营运资本变动净值	-	-	(128)	(80)	(252)	73	-	(3)	-	(86)
其他 (经营性)	-	-	98	115	195	(20)	-	3	-	(10)
经营性现金流 (税前/息前)	-	-	187	312	325	566	74.0	682	20.5	770
收到/ (支付) 利息净值	-	-	15	14	5	(6)	-	(3)	-48.3	10
已付股息	-	-	0	(28)	(57)	(57)	0.00	0	-	0
已缴付税项	-	-	(27)	(25)	(71)	(70)	-0.6	(93)	32.9	(120)
资本支出	-	-	(284)	(157)	(410)	(193)	-52.9	(213)	10.2	(218)
并购/处置净值	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0
其他	-	-	-	(165)	(215)	9	-	(3)	-	10
股份发行	-	-	94	0	0	0	-	0	-	0
净债务的现金流 (增加) /减少	-	-	(121)	(21)	(429)	251	-	369	46.9	452
外汇/非现金项目	-	-	-	(52)	48	0	-	0	-	0
资产负债表净债务增加/减少	-	-	-	(73)	(381)	251	-	369	46.9	452
核心息税折旧摊销前利润	-	-	216	278	382	513	34.2	681	32.8	866
维护资本支出	-	-	(284)	(157)	(410)	(193)	-52.9	(213)	10.2	(218)
维护营运资本净支出	-	-	(128)	(80)	(252)	73	-	(3)	-	(86)
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	-	(196)	41	(280)	393	-	466	18.5	562

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

12个月评级

买入

12个月目标价

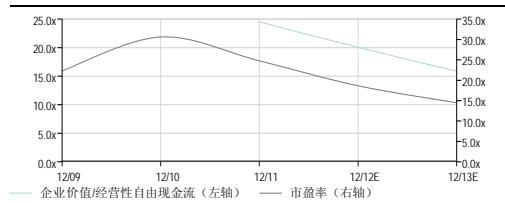
Rmb46.70

## 公司概况

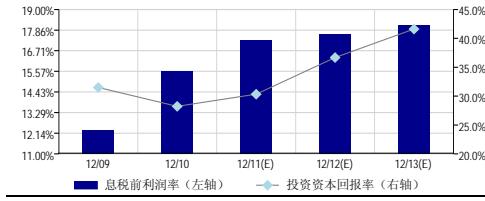
七匹狼主要经营“七匹狼”休闲男装品牌服饰，产品系列包括红标、绿标、蓝标、黑标、圣沃斯、女装和童装等，其茄克市场占有率位居第一。公司另收购杭州肯纳涉水奢侈品市场，肯纳代理了 Canali、Versace 和 Georg Jensen 等国际奢侈品牌。截至 2011 上半年，公司店铺总数达到 3,576 家，其中直营 439 家、加盟 3,137 家。

七匹狼

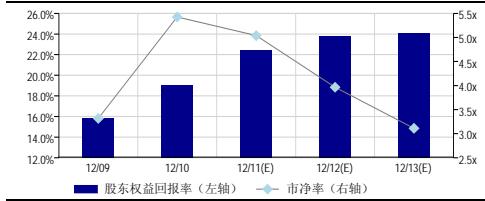
## 价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



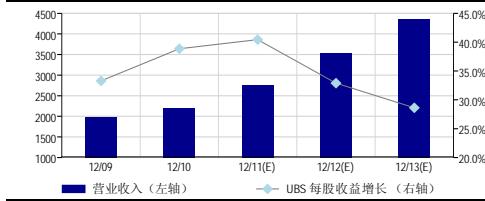
## 盈利能力



## 股东权益回报率与市净率



## 增长 (UBS 每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
市盈率 (本地会计准则)	-	22.3	30.6	24.3	18.3	14.2
市盈率 (UBS)	-	22.3	30.6	24.3	18.3	14.2
股价/每股现金收益	-	19.2	26.9	22.3	16.6	12.8
净股息收益率 (%)	-	0.6	0.7	0.6	0.0	0.0
市净率	-	3.3	5.4	5.0	3.9	3.1
企业价值/营业收入 (核心)	-	2.0	3.8	3.4	2.6	2.0
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	14.6	22.0	18.5	13.5	10.1
企业价值/息税前利润 (核心)	-	16.6	24.5	19.9	14.7	11.1
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	NM	NM	24.1	19.7	15.6
企业价值/运营投入资本	-	5.2	6.9	6.0	5.4	4.6
企业价值 (Rmb 百万)		4,550	8,673	9,675	9,675	9,675
平均市值		60	66	66	66	66
+ 少数股东权益	(562)	(335)	(270)	(580)	(990)	
+ 平均净债务 (现金)	0	0	0	0	0	
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0	
- 非核心资产价值						
核心企业价值		4,049	8,405	9,472	9,161	8,751
增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	20.2	10.6	25.4	28.6	22.9
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	28.2	37.7	34.2	32.8	27.2
息税前利润 (UBS)	-	28.2	40.1	39.2	31.0	26.3
每股收益 (UBS)	-	33.3	38.9	40.4	32.9	28.6
每股现金收益	-	32.6	36.2	34.4	34.8	29.4
每股股息净值	-		100.0	0.0		
每股账面净值	-	14.7	16.5	22.2	27.1	27.4
利润率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	14.0	17.4	18.6	19.2	19.9
息税前利润/营业收入	-	12.3	15.6	17.3	17.6	18.1
净利润 (UBS)/营业收入	-	10.3	12.9	14.4	14.9	15.6
资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	31.5	28.2	30.3	36.7	41.6
税后投资资本回报率	-	26.4	24.1	25.8	31.2	35.4
净股东权益回报率	-	15.9	19.1	22.4	23.8	24.1
偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利润	-	-	-	NM	NM	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	7.2	5.0	7.0	-	-
股息支付率 (%， UBS 每股收益)	-	13.9	20.0	14.2	-	-
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM
效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	-	2.6	1.8	1.8	2.1	2.3
营业收入/固定资产	-	15.9	20.0	13.4	9.4	8.3
营业收入/营运资本	-	11.8	6.6	6.5	9.1	10.1
投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	-	0.2	NM	0.8	0.7	0.7
资本支出/营业收入 (%)	-	7.9	18.7	7.0	6.0	5.0
资本支出/折旧	-	4.8	NM	5.4	3.8	2.9
资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	(38.3)	(9.0)	(20.2)	(30.8)	(38.5)
净债务/(净债务 + 权益)	-	(62.0)	(9.9)	(25.4)	(44.5)	(62.5)
净债务(核心)/企业价值	-	(13.9)	(4.0)	(2.8)	(6.3)	(11.3)

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2011年12月27日16时15分的股价 (Rmb34.20) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份。

## 潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017  
erica-poon.werkun@ubssecurities.com  
+86-213-866 8865

## 赵琳

分析师  
S1460511020005  
lin.zhao@ubssecurities.com  
+86-213-866 8903



## ■ 风险声明

九牧王和七匹狼这两家公司均面临以下风险：1) 消费者信心下降可能减少消费支出。我们认为，如果2012年经济增速下滑、消费者信心指数下降，可能影响消费意愿，减少消费支出。2) 人工和租金成本持续上涨。我们认为，如果人工成本和租金成本持续上涨，将提高企业成本和费用率，对企业盈利造成负面影响。3) 2012秋冬订货会可能低于市场预期。库存积压可能导致2012秋冬订货会低于市场预期。由于2011暖冬和2012春节较早，以及提价对销量的挤出效应，我们预计2011冬装可能形成库存积压，进而可能影响2012秋冬订货会。此外，九牧王还面临另外一个风险，即2013年公司所得税优惠到期。如果公司不能持续取得所得税优惠的资格，则对2013年及之后的盈利预测将会产生负面影响。

## ■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）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直接或间接的关系。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2011年09月30日。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

## 主要定义

**预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

**市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价）

**处于观察期 (UR)**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

**短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

**股票目标价** 的投资期限为未来12个月。

## 例外和特殊案例

**英国和欧洲投资基金的评级和定义：**买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

**主要评级段例外 (CBE)：** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

**瑞银证券有限责任公司:** 潘 嘉怡, CFA; 赵琳.

## 涉及报告中提及的公司的披露

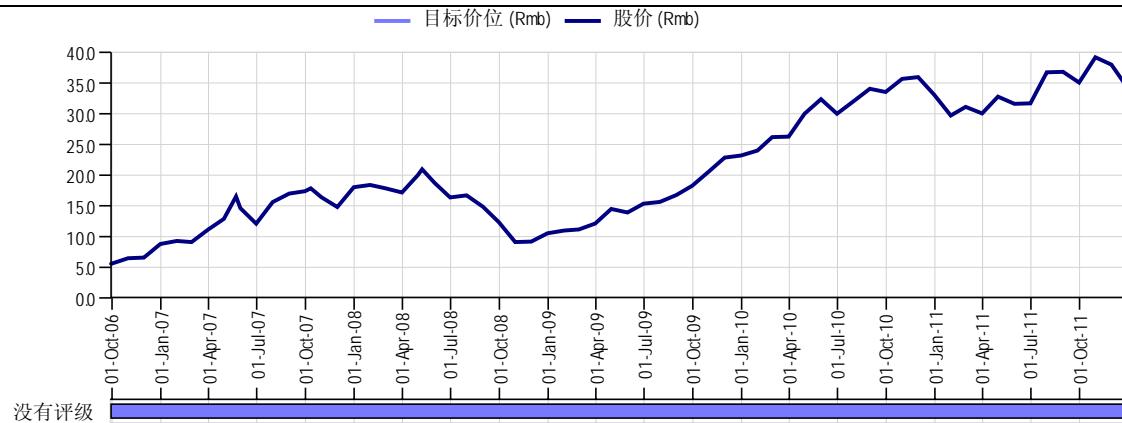
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
七匹狼	002029.SZ	未予评级	不适用	Rmb34.80	2011年12月26 日
九牧王	601566.SS	未予评级	不适用	Rmb22.49	2011年12月26 日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

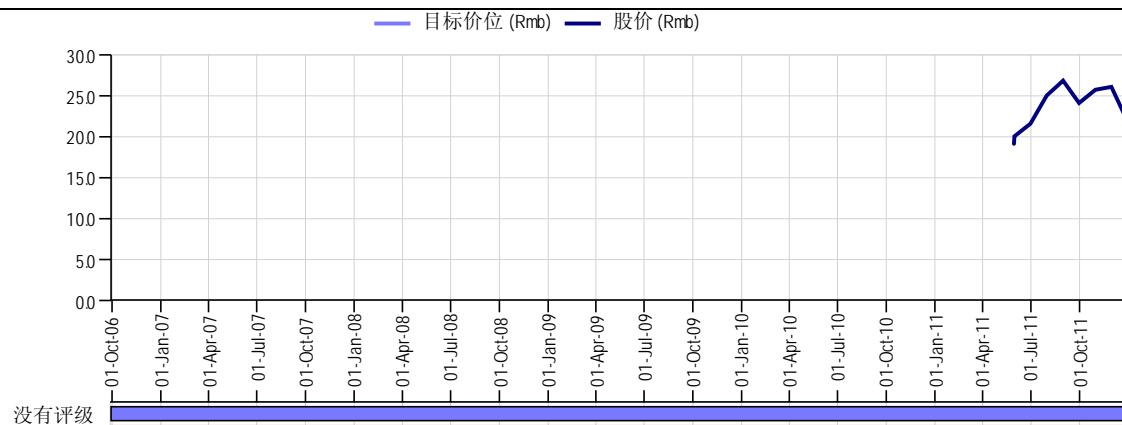
除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 七匹狼 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银); 截止至2011年12月26日

### 九牧王 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银); 截止至2011年12月26日

## 全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您有可能无法全额收回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很大的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭致的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行长仓或沽空,作自营交易,和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

**英国和欧洲其他地区:**除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅能提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例,并于适用时在研究报告中显示。**法国:**由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国:**由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:**由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A. 分发。UBS Italia Sim S.p.A. 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A. 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**UBS South Africa (Pty) Limited (注册号: 1955/011140/07) 是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国:**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构— UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(**非美国关联机构**)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc. 分发。UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte. Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问,或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当**本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发行人。****澳大利亚:**由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人的披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不得在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd, 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。