



买入

27% ↑

目标价格: 人民币52.90

原目标价格: 人民币50.13

002656.CH

价格: 人民币41.77

目标价格基础: 23倍2013年市盈率

板块评级: 中立

卡奴迪路

反腐影响显现, 创新业务+并购提升13年业绩确定性

我们于3月6日调研了卡奴迪路13年秋冬订货会, 并就公司及终端经营情况与经销商和管理层进行了交流。尽管受终端消费疲软及官方反腐努力的影响, 高端服饰消费承受一定压力, 但公司较高的次新店占比及定制、澳门业务的开拓及杭州和湖南并购的并表保证了公司13年较高的业绩确定性。我们调整公司12-14年盈利预测至1.68、2.30和2.99元, 基于23倍2013年市盈率, 上调目标价至52.90元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 政府反腐对高端男装消费产生一定冲击。送礼消费的受限导致购物卡和高单价(对应套西价格20,000元以上)产品消费下滑较明显。但由于目标客群中政府消费占比不高, 经销商认为卡奴迪路品牌总体受反腐影响不高。
- 公司12年净增直营店约90家或50%, 故在相对严峻的百货同店背景下, 1+2月仍实现直营回款增长约35%。受益于较高次新店占比和渠道扩张增速, 我们预计公司13年秋冬订货会仍将保持约25%的订单增速, 其中直营和加盟订单增速分别达到约30%和15%。
- 定制和澳门业务的扩张以及杭州和湖南公司的并表将有望进一步增厚公司13年业绩。我们预计公司4项业务将分别贡献13年税后净利润约1,000万元、1,000万元、230万元和180万元, 合计对应12年净利润约14%, 公司13年业绩确定性进一步强化。

评级面临的主要风险

- 终端消费持续低迷导致次新店提升速度低于预期。
- 定制及澳门业务增长低于预期。

盈利预测与估值

- 百货终端零售的持续低迷以及政府持续的反腐对行业形成一定压力, 但公司较高的次新店占比及各创新业务的并入意味着公司仍将是行业中13年业绩确定性较高的品种。我们调整公司12-14年盈利预测至1.68、2.30和2.99元, 基于23倍13年市盈率, 将公司目标价由50.13元上调至52.90元, 维持**买入**评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	(3)	15.5	24.9
相对新华富时A50指数	-	4	(0.1)	21.8

发行股数(百万)	100
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	4,177
3个月日均交易额(人民币 百万)	43
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
广州瑞丰投资有限公司	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年3月8日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 纺织品与服装

苏斌

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

*陈作佳为本报告重要贡献者

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	337	461	636	1,006	1,337
变动(%)	35	37	38	58	33
净利润(人民币 百万)	66	113	168	238	313
全面摊薄每股收益(人民币)	0.652	1.094	1.675	2.304	2.990
变动(%)	62.4	67.7	53.2	37.5	29.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.649	2.211	2.916
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.689	2.283	2.943
调整幅度(%)	-	-	(0.8)	0.9	1.5
核心每股收益(人民币)	0.661	1.117	1.705	2.376	3.129
变动(%)	62.6	68.9	52.6	39.4	31.7
全面摊薄市盈率(倍)	64.1	38.2	24.9	18.1	14.0
核心市盈率(倍)	63.2	37.4	24.5	17.6	13.4
每股现金流量(人民币)	0.80	1.15	1.30	2.02	3.02
价格/每股现金流量(倍)	52.4	36.3	32.1	20.7	13.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.7	18.1	13.9	9.6	7.0
每股股息(人民币)	0.036	0.043	0.419	0.576	0.748
股息率(%)	0.1	0.1	1.0	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

高线城市男装消费弹性提升，反腐对送礼消费产生冲击

随着行业渗透性增长的完成，高线城市男装替换性需求占比降低导致高端男装行业消费的弹性上升。从百货中的品类排名上看，男装楼层表现强于受电商冲击严重的运动、休闲和少淑女装品类，但弱于以多品牌、强细分为特征的大淑女装品类。

不断上升的政府的反腐压力购物卡及送礼占比较高品牌产生较大冲击。以山东地区为例，部分高端品牌提货卡消费由往常的20%-30%降至基本消失，同时送礼需求的降低导致行业客单价呈现结构性分化，超高端定位产品（套西单价20,000元以上）需求明显下滑，而较低定位产品（套西单价10,000元以下）产品需求则保持相对稳定。

市场总体放缓的背景下，品牌间差异开始显现，相对而言，经销商认为卡奴迪路较高的时尚度使其受公务消费下滑影响较小，加之较竞品优异的终端精细化运营能力，因而有望获得高于同业的成长。

次新店提升推动核心业务，新业务引进强化13年业绩确定性

受到百货渠道偏多的促销活动影响，公司12年终端平均折扣约为6折，较往年平均7折的水平有所降低。我们预计公司12年全年新增门店约130家，其中新增直营店约90家，加盟店约40家，分别较上年增长约50%和28%。受此推动，公司1+2月实现直营渠道增速约35%，我们预计次新店的全年效应仍将推动公司主营业务增长的核心因素。我们预计公司13秋冬订单增长约25%，其中直营订单增长约30%，加盟订单增长约15%。

核心业务外，定制和澳门业务的发展以及杭州和湖南业务的全面并表将进一步增厚公司13年收入和业绩增长。我们估计上述业务将于13年分别贡献收入5,000万、4,500万、4,500万和3,400万元，贡献利润1,000万、900万、230万和180万元，新业务合计贡献收入和净利增长约27.3%和13.8%。

图表 1. 卡奴迪路 13 年新业务概览

(人民币, 百万)	预期收入	预期利润率	预计净利	报表收入	报表净利	发展概况
定制业务	50.0	20.0%	10.0	50.0	10.0	全资业务, 预期 13 年收入 5,000 万元, 14 年实现 1 亿元
澳门业务	45.0	20.0%	9.0	45.0	9.0	全资业务, 预计 13 年新增门店 6-7 家, 新增收入 4,000-5,000 万元
杭州业务	45.0	10.0%	4.5	45.0	2.3	51% 股份, 12 年 11 月并表, 预计 13 年实现收入 4,000-5,000 万元
湖南业务	45.0	10.0%	4.5	33.8	1.8	53% 股份, 预计 13 年 3 月并表, 预计全年收入 4,000-5,000 万元; 公告买手百货项目预计 14 年 1 月开业, 首年 3 亿元, 净利率 12%
合计	185.0	15.1%	28.0	173.8	23.1	
同比增长(%)				27.3	13.8	

资料来源: 公司数据、中银国际研究

盈利预测与估值

百货终端零售的持续低迷以及政府持续的反腐对行业形成一定压力，但公司较高的次新店占比及各创新业务的并入意味着公司仍将是行业中13年业绩确定性较高的品种。我们上调公司12-14年盈利预测至1.68、2.30和2.99元，基于23倍13年市盈率上调公司目标价至52.90元，维持**买入**评级。

附录：调研经销商运营情况

山东经销商

山东市场 2010 年接手，刚刚发展 2 年，2012 年新增 10 家门店，至年底共有门店 15 家，全年收入 2,000 多万元（终端零售口径），公司预计 13 年新增 3 家门店，由于 12 年下半年开店较多，预计 13 年实现收入约 3,000 万元。

门店方面，经销商与银座签有战略协议，故 12 年新开门店主要位于银座体系。强势门店如济南银座去年 12 月底由中岛调整至边厅，13 年 1 月实现销售 123 万，2 月实现销售 90 万，1+2 月份同比增长 50% 以上，商场排名第 5。2012 年 1 全年济南银座销售额在 300-400 万，保守估计 13 年收入将至少有 600-700 万。其他区域如潍坊目前有 4 家店，预计 13 年收入能够达到 1,000 万水平。

湖南买手店店长

在衡阳运营太古名店集合店，面积 1,000 多平米，店中包含 Auta Son、卡奴迪路、卡尔丹顿、雅格狮丹、DuPont、Vasto、Satchi 等 10 多个品牌，2012 年实现收入约 2,000 万元，同比增长约 10%。目前名店采用买断+代销的模式，两种模式存货合计约 1,000 万元，相当于存货 1 年周转 1 次。

品牌方面，Auta Son 品牌 12 年销售 700-800 万元，同比增长 20%。卡奴迪路品牌 12 年实现收入 400-500 万元，因 11 年增长较快，12 年收入与上年基本持平。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	337	461	636	1,006	1,337
销售成本	(126)	(171)	(217)	(361)	(495)
经营费用	(101)	(126)	(178)	(304)	(400)
息税折旧前利润	110	165	241	341	442
折旧及摊销	(20)	(18)	(27)	(43)	(49)
经营利润(息税前利润)	90	147	214	298	393
净利息收入/(费用)	(3)	(2)	12	14	15
其他收益/(损失)	1	6	(2)	0	0
税前利润	89	151	224	312	408
所得税	(23)	(38)	(56)	(78)	(102)
少数股东权益	0	0	0	4	7
净利润	66	113	168	238	313
核心净利润	66	112	170	238	313
每股收益(人民币)	0.652	1.094	1.675	2.304	2.990
核心每股收益(人民币)	0.661	1.117	1.705	2.376	3.129
每股股息(人民币)	0.036	0.043	0.419	0.576	0.748
收入增长(%)	35	37	38	58	33
息税前利润增长(%)	61	63	46	39	32
息税折旧前利润增长(%)	61	50	46	41	30
每股收益增长(%)	65	71	49	41	32
核心每股收益增长(%)	63	69	53	39	32

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	89	151	224	312	408
折旧与摊销	20	18	27	43	49
净利息费用	3	2	(12)	(14)	(15)
运营资本变动	(13)	(24)	(51)	(61)	(37)
税金	(22)	(37)	(58)	(79)	(103)
其他经营现金流	4	5	0	0	0
经营活动产生的现金流	80	115	130	202	302
购买固定资产净值	(68)	(38)	(69)	(84)	(35)
投资减少/增加	0	0	(3)	0	0
其他投资现金流	3	3	3	0	(22)
投资活动产生的现金流	(66)	(35)	(69)	(84)	(57)
净增权益	0	0	649	0	0
净增债务	7	20	(60)	0	0
支付股息	(3)	(3)	(42)	(58)	(75)
其他融资现金流	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
融资活动产生的现金流	1	13	543	(61)	(78)
现金变动	15	93	604	57	166
期初现金	112	120	230	848	916
公司自由现金流	14	80	61	118	245
权益自由现金流	21	100	1	118	245

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	127	214	834	905	1,082
应收帐款	26	45	52	82	108
库存	102	146	217	343	445
其他流动资产	38	78	78	129	175
流动资产总计	293	482	1,181	1,458	1,811
固定资产	23	31	44	70	89
无形资产	68	72	101	116	83
其他长期资产	1	1	2	2	3
长期资产总计	92	105	147	188	175
总资产	385	587	1,328	1,647	1,986
应付帐款	95	130	174	289	396
短期债务	40	60	0	0	0
其他流动负债	51	89	73	103	134
流动负债总计	187	279	246	392	530
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	2	0	0	0
股本	75	75	100	100	100
储备	123	231	982	1,155	1,356
股东权益	198	306	1,082	1,255	1,456
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	385	587	1,328	1,647	1,986
每股帐面价值(人民币)	2.64	4.09	10.82	12.55	14.56
每股有形资产(人民币)	1.73	3.12	9.81	11.39	13.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.16)	(2.05)	(8.34)	(9.05)	(10.82)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	32.6	35.7	37.9	33.9	33.1
息税前利润率(%)	26.8	31.9	33.7	29.6	29.4
税前利润率(%)	26.3	32.7	35.3	31.0	30.5
净利率(%)	19.6	24.5	26.5	23.6	23.4
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	4.8	3.7	3.4
利息覆盖率(倍)	35.8	62.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.2	3.9	2.8	2.6
估值					
市盈率(倍)	64.1	38.2	24.9	18.1	14.0
核心业务市盈率(倍)	63.2	37.4	24.5	17.6	13.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	80.0	47.4	31.0	22.3	16.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	15.8	10.2	3.9	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	52.4	36.3	32.1	20.7	13.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.7	18.1	13.9	9.6	7.0
周转率					
存货周转天数	296.0	312.5	365.0	346.8	328.5
应收帐款周转天数	28.3	35.3	29.6	29.6	29.6
应付帐款周转天数	103.2	102.9	99.7	104.9	108.2
回报率					
股息支付率(%)	4.1	2.9	24.9	24.2	23.9
净资产收益率(%)	33.5	36.9	15.6	18.9	21.5
资产收益率(%)	17.5	18.8	12.1	13.6	14.8
已运用资本收益率(%)	37.9	40.2	19.8	23.7	27.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371