

12年给予经销商授信较大，收入增速放缓

奥康国际 (603001.SH)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

- 公司发布年度报告: (1) 2012 年收入 34.55 亿, 同比增 16.50%; 营业利润 6.46 亿, 同比增 20.85%; 净利润 5.13 亿, 同比增 12.22%; EPS 为 1.37 元。(2) Q4 当季收入 9.99 亿, 同比增 5.56%; 营业利润 1.71 亿, 同比降 10.47%; 净利润 1.46 亿, 同比降 1.42%。(3) 2013Q1 当季收入 8.36 亿, 同比增 4.5%; 营业利润 1.65 亿, 同比增 10.84%; 净利润 1.26 亿, 同比增 10.17%; 每股收益为 0.31 元。分红预案: 每 10 股派发现金红利 4 元 (含税)。

2. 我们的分析与判断

- **2012 年渠道净增略低于预期。**2012 年渠道净增 803 家, 其中直营渠道增 483 家至 960 家, 其中 Q4 加盟转直营约 300 余家, 直营的销售收入 9.5 亿 (含电商、团购), 加盟收入 22 亿, 加盟渠道增 320 家至 4355 家, 按照有效渠道测算, 加盟同店出库约 53 万, 同比增 3%, 前五大经销商的销售收入同比下降 13%。从区域看, 东南和华东地区较为强势, 销售收入占比为 51.2%。
- **2012 年毛利率提升 2.35 个百分点, 期间费用增速较快。**2012 年毛利率提升至 36.55%, 主要是公司直营销售占比的增加; 销售费用增 37.1% 至 4 亿, 主要源于新增直营店产生的费用大幅增加, 如运输费、租赁费、装修费等均有较大幅度提高, 其中 12 年新增装修及租金的待摊费用约 5000 余万, 另外, 公司营销力度加大, 广告宣传费用同比增 135% 至 1700 余万; 管理费用增 27.3% 至 2.1 亿, 其中职工薪酬增 39% 至 8900 余万, 主要源于员工薪酬待遇的改善 (12 年员工数同比仅增 6%)。对于 2013Q1, 毛利率同比提升 5.2 个百分点; 销售费用同比增 49.3%; 管理费用同比增 26.2%。
- **2012 年经营性现金流下滑 99% 至 343 万。**其中存货增 22% 至 5.4 亿, 主要是公司加大直营化所致; 应收账款增 64.8% 至 13 亿, 主要源于对加盟商授信政策力度较大。2013Q1 经营性现金流净额为 -2.12 亿, 较去年同期增 -1.5 亿有所下滑。其中存货较年初下降 15% 至 4.45 亿, 应收账款较年初增 6.6% 至 13.85 亿。

3. 投资建议

- 目前公司估值低, 但资产负债表和现金流量表质量一般, 考虑到公司加盟转直营的效果有待观察, 预计公司 2013、2014 年收入增速 8%、15%, 净利润增速 10%、15%, EPS 分别为 1.41、1.63, 当前股价对应 PE 为 11.5、10 倍, 维持谨慎推荐评级。

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112090085

对本报告的编制提供信息

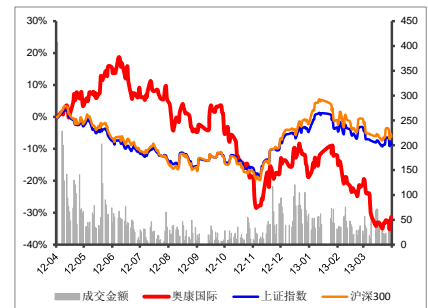
市场数据

2013.4.25

A 股收盘价 (元)	16.25
A 股一年内最高价 (元) *	21.86
A 股一年内最低价 (元) *	15.10
上证指数	2199.31
市净率	1.88
总股本 (万股)	40098
实际流通 A 股 (万股)	8100
限售 A 股 (万股)	31998
流通 A 股市值 (亿元)	13.16

注: *价格未复权

相对指数表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 1: 奥康国际 (603001.SH) 逐季业绩增速 (万元)

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业总收入	63,417	69,461	69,117	94,594	79,969	81,838	83,852	99,853	83,568
同比					26.10%	17.82%	21.32%	5.56%	4.50%
营业成本	42,062	42,974	48,242	60,817	51,945	49,568	54,439	61,163	49,938
同比					23.50%	15.34%	12.85%	0.57%	-3.86%
销售费用	5,952	8,746	6,021	8,697	7,711	8,729	10,002	13,895	11,510
同比					29.54%	-0.20%	66.13%	59.76%	49.27%
管理费用	3,368	4,217	4,513	4,647	4,649	4,452	5,737	6,487	5,868
同比					38.02%	5.58%	27.12%	39.59%	26.23%
财务费用	162	241	234	204	128	-752	-1,091	-867	-759
资产减值损失	-27	-25	-98	364	0	808	0	1,544	0
投资净收益	0	0	-42	44	20	11	16	2	153
营业利润	11,544	12,867	9,955	19,056	14,886	18,394	14,223	17,061	16,499
同比					28.95%	42.95%	42.87%	-10.47%	10.84%
加: 营业外收入	3,604	357	1,858	474	204	739	170	716	273
减: 营业外支出	161	(136)	16	55	43	22	(13)	191	24
利润总额	14,986	13,361	11,797	19,474	15,046	19,111	14,407	17,586	16,748
同比					0.40%	43.04%	22.12%	-9.70%	11.32%
减: 所得税	3,949	2,819	2,439	4,671	3,619	4,769	3,439	2,992	4,159
净利润	11,037	10,542	9,358	14,803	11,427	14,342	10,968	14,594	12,589
同比					3.53%	36.05%	17.21%	-1.42%	10.17%
母公司所有者净利润	11,037	10,542	9,358	14,803	11,427	14,342	10,968	14,594	12,589
同比					3.53%	36.05%	17.21%	-1.42%	10.17%
完全摊薄 EPS			0.29	0.46	0.36	0.36	0.27	0.36	0.31
盈利能力									
毛利率	33.67%	38.13%	30.20%	35.71%	35.04%	39.43%	35.08%	38.75%	40.24%
营业利润率	18.20%	18.52%	14.40%	20.14%	18.61%	22.48%	16.96%	17.09%	19.74%
销售净利润率	17.40%	15.18%	13.54%	15.65%	14.29%	17.52%	13.08%	14.62%	15.06%
所得税率	26.35%	21.10%	20.68%	23.98%	24.05%	24.96%	23.87%	17.01%	24.83%
费用控制能力									
销售费用率	9.39%	12.59%	8.71%	9.19%	9.64%	10.67%	11.93%	13.92%	13.77%
管理费用率	5.31%	6.07%	6.53%	4.91%	5.81%	5.44%	6.84%	6.50%	7.02%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 奥康国际 (603001.SH) 逐季运营能力分析 (亿元)

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
存货		4.00		4.44	3.50	4.05	5.33	5.42	4.45
成本	4.21	4.30	4.82	6.08	5.19	4.96	5.44	6.12	4.99
存货/成本		0.93		0.73	0.67	0.82	0.98	0.89	0.89
应收账款		5.74		7.89	8.94	10.62	11.93	13.00	13.85
应收款/收入		0.83		0.83	1.12	1.30	1.42	1.30	1.66
预收账款		0.17		0.15	0.09	0.01	0.00	0.23	0.01
应付账款		3.37		3.77	2.95	4.27	4.04	4.85	2.98
预付账款		0.74		0.39	0.57	0.58	0.25	3.16	2.79
经营性净现金流	0.09	0.44	-0.04	2.29	-1.50	0.20	-0.56	1.89	-2.12
净利润	1.10	1.05	0.94	1.48	1.14	1.43	1.10	1.46	1.26
经营性净现金流/净利润	0.08	0.42	-0.04	1.55	-1.31	0.14	-0.51	1.30	-1.68

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 3: 奥康国际 (603001.SH) 财务报表预测 (百万元)

资产负债表						利润表					
	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	406	526	2207	2588	3033	营业收入	2211	2966	3455	3721	4279
应收款项	11	5	7	6	6	营业成本	1490	1941	2171	2233	2482
预付款项	530	789	1300	1400	1610	营业税金及附加	15	19	24	26	30
存货	36	39	316	325	362	销售费用	189	294	403	484	601
其他流动资产	385	444	542	558	620	管理费用	115	167	213	275	355
非核心资产	35	76	110	119	137	财务费用	32	8	-26	-61	-72
固定资产	41	85	135	142	106	资产减值损失	6	2	24	27	30
在建工程	191	198	260	336	408	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
无形资产	0	2	10	15	17	投资收益	0	0	0	0	0
长期待摊费用	184	200	207	214	221	营业利润	364	534	646	738	853
资产总计	6	42	66	81	45	营业外收支净额	7	62	16	16	16
短期借款	1819	2364	5095	5702	6519	税前利润	372	596	661	754	869
应付款项	307	180	64	64	64	减: 所得税	92	139	148	188	217
预收款项	671	843	1155	1187	1320	净利润	280	457	513	565	652
其他流动负债	1	15	23	25	29	归属于母公司的净利润	280	457	513	565	652
长期借款	119	148	248	255	283	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.88	1.43	1.28	1.41	1.63
长期经营性负债	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.70	1.14	1.28	1.41	1.63
负债合计	0	0	0	0	0						
股本	1098	1186	1489	1531	1696	财务指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
资本公积	320	320	401	401	401	成长性					
留存收益	4	4	1930	1930	1930	营收增长率	32.6%	34.1%	16.5%	7.7%	15.0%
少数股东权益	397	854	1275	1841	2492	EBIT 增长率	38.5%	35.4%	18.0%	9.4%	15.3%
股东权益合计	0	0	0	0	0	净利润增长率	39.8%	63.3%	12.2%	10.1%	15.2%
负债和权益合计	721	1178	3606	4171	4823	盈利性					
						销售毛利率	32.6%	34.6%	37.2%	40.0%	42.0%
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	销售净利率	12.7%	15.4%	14.9%	15.2%	15.2%
净利润	280	457	513	565	652	ROE	38.9%	38.8%	14.2%	13.6%	13.5%
折旧与摊销	26	39	62	30	37	ROIC	43.1%	34.5%	13.7%	12.3%	12.3%
经营活动现金流	319	278	3	434	440	估值倍数					
投资活动现金流	-271	-116	-205	-115	-68	PE	18.6	11.4	12.7	11.5	10.0
融资活动现金流	19	-25	1792	61	72	P/S	2.4	1.8	1.9	1.8	1.5
现金净变动	67	137	1590	381	445	P/B	7.2	4.4	1.8	1.6	1.4
期初现金余额	289	406	526	2207	2588	股息收益率	0.0%	1.4%	2.5%	0.0%	3.7%
期末现金余额	356	546	2117	2588	3033	EV/EBITDA	11.9	8.3	6.2	5.1	3.8

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn