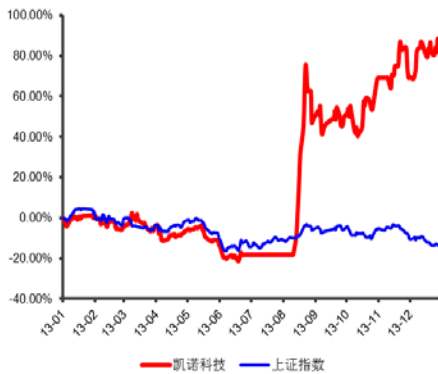


2014年1月17日

——凯诺科技（600398.SZ）事件点评

评级：推荐

52周走势

报告作者

 分析师：周纪庚
 执业证书编号：S0590510120016

联系人

 徐艺
 电话：0510-82833337
 Email：xuyi@glsc.com.cn
独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：

凯诺科技发布公告收到《关于核准凯诺科技股份有限公司向海澜集团有限公司等发行股份购买资产的批复》，并签署了《发行股份购买资产协议之补充协议》，在该协议生效之日起 30 个工作日内，海澜集团等七方将各自持有的海澜之家股权过户至凯诺科技名下，在海澜之家股权过户至凯诺科技名下之日起 30 个工作日内完成凯诺科技向海澜集团等七方发行股份事宜。

点评：

业绩承诺追加至 2016 年，12-16 年净利润年复合增速为 22%，若未达承诺附股权补偿协议，未来 3 年业绩保障性强。

在资产重组草案中，海澜之家的业绩承诺为 2013-2015 年归属于母公司的净利润分别为 12.1 亿、14.7 亿、17.1 亿元，并规定若本次发行股份购买资产未能在 2013 年度实施完毕，则海澜集团等七方应就海澜之家 2016 年的业绩进行追加承诺。追加后，海澜之家 2016 年的净利润承诺为 19.1 亿。2013-2016 年净利润同比增速分别为 42%、21%、16%和 12%。若实际净利润未达业绩承诺，则海澜集团等七方以其本次交易获得的凯诺科技股份向凯诺科技进行补偿。若在业绩补偿期内国星集团、万成亚太、海澜国贸、江阴晟汇、东投资未能全部或部分履行补偿责任，则由海澜集团及其一致行动人代为承担其未履行部分的股份补偿义务。

服装龙头整合进展顺利，未来有望成为“中国优衣库”。

海澜之家在男装行业内具备较高的品牌知名度和庞大的消费群体。公司当前的市场定位主要在二三线城市，年收入在 2-10 万的消费群体。当前二三线男装消费已经占到整个市场 70% 的份额，未来随着城镇化的推进和二三线城市的快速发展，公司的消费群体将继续扩大。09-12 年，公司收入年复合增速达到 49%，远高于行业平均水平，显示出强劲的增长态势。公司的成长路径与世界服装巨头优衣库具备较高的相似性，优衣库的成功根本在于商业模式适应了日本当时的经济环境，以“平价高质”的服装占领

主要消费群体的市场，满足中低端消费者的需求，发展为跨国服装巨头。海澜之家也有望以“平价高质”的服装成为男装行业的领导者，对比优衣库每百万人均店铺数为 7 家，每位日本居民消费优衣库金额为 318 元人民币，海澜之家店铺数至少还有 2 倍的空间，人均消费额提升空间 10 倍以上。

借壳上市后有望提升对上下游的资源整合优势，强化品牌知名度。

海澜之家的商业模式独具优势，公司已不局限于传统的品牌运营商，而是构建为整合上游供应商，下游渠道商的大平台。公司通过创新采购模式和销售模式，将供应商和加盟商结合为利益共同体，实现了服装产业链上下游的共赢，目前该模式国内仅此一家。同时，公司的商业模式解决了服装行业当前的整体困惑，具备快速健康的渠道扩张、对零售终端控制力强、有效规避存货风险、业绩可靠性更强以及减少了渠道铺设和采购环节的资金占用等优势。公司借壳上市后，将拥有更广阔的平台来整合产业链，强化品牌知名度，并提升公司的业绩。

维持“推荐”评级。 预计凯诺科技 2013-2015 年每股收益为 0.33 元、0.42 元和 0.51 元，市盈率分别为 21.5 倍、16.9 倍和 13.9 倍，考虑到公司在行业中成长性高，经营模式优势明显，未来成长空间大，给予公司 2014 年 21-25 倍 PE，对应合理价格在 8.8-10 元，给予“推荐”评级。

风险因素：（1）规模未能如期扩张的风险；（2）消费低迷导致产品严重滞销风险。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 14-01-17

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,368	8,397	10,556	12,630
营业成本	867	5,117	6,402	7,639
营业税金及附加	18	84	106	126
销售费用	186	756	950	1,137
管理费用	179	588	739	884
EBIT	119	1,851	2,358	2,842
财务费用	1	-10	-21	-32
资产减值损失	-1	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	140	1,861	2,379	2,874
营业外净收入	-7	4	4	4
利润总额	133	1,865	2,383	2,878
所得税	26	363	464	561
净利润	107	1,502	1,918	2,317
少数股东损益	-3	0	-10	-10
归属母公司净利润	105	1,502	1,908	2,307

主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-1.9%	513.8%	25.7%	19.6%
营业利润	2.4%	1229.7%	27.8%	20.8%
净利润	0.0%	1336.5%	27.1%	20.9%
获利能力				
毛利率(%)	36.6%	39.1%	39.4%	39.5%
净利率(%)	7.9%	17.9%	18.2%	18.3%
ROE(%)	5.1%	46.2%	39.9%	34.8%
ROA(%)	3.5%	11.9%	11.6%	11.2%
偿债能力				
流动比率	2.19	1.20	1.27	1.35
速动比率	1.66	0.44	0.59	0.67
资产负债率%	28.7%	73.8%	70.6%	67.5%
营运能力				
总资产周转率	46.4%	66.7%	64.1%	61.4%
应收账款周转天数	35.89	35.89	35.89	35.89
存货周转天数	185.89	500.00	450.00	450.00
每股收益	0.02	0.33	0.42	0.51
每股净资产	0.46	0.72	1.06	1.47
P/E	277.6	19.3	15.2	12.6
P/B	14.2	8.9	6.1	4.4

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
现金	1,236	2,868	5,341	7,431
应收款项净额	135	826	1,038	1,242
存货	450	7,015	7,902	9,436
其他流动资产	35	420	528	631
流动资产总额	1,856	11,129	14,809	18,740
固定资产	692	993	1,161	1,335
无形资产	39	38	36	35
长期股权投资	10	10	10	10
其他长期资产	350	350	350	350
资产总额	2,951	12,591	16,462	20,571
短期借款	0	0	0	0
应付款项	135	8,534	10,682	12,755
其他流动负债	711	752	942	1,125
流动负债	847	9,286	11,624	13,880
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1	0	-1	-2
负债总额	848	9,287	11,623	13,878
少数股东权益	53	53	61	69
股东权益	2,049	3,251	4,777	6,623
负债和股东权益	2,951	12,591	16,462	20,571

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	105	1,502	1,908	2,307
加: 少数股东损益	2	0	8	8
公允价值变动	1	0	0	0
折旧和摊销	0	82	99	114
营运资金的变动	187	849	1,138	423
经营活动现金流	295	2,433	3,154	2,852
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产投资	45	-500	-300	-300
投资活动现金流	45	-500	-300	-300
股权融资	70	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	-32	-300	-382	-461
其它融资现金流	-37	0	0	0
融资活动现金流	-32	-300	-382	-461
现金净变动额	308	1,632	2,472	2,091

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

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。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。