



持有

7% ↓

目标价格: 人民币 13.66

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 18.59

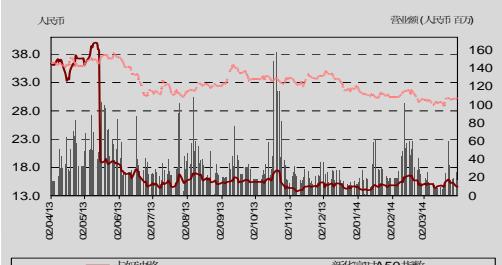
002656.CH

价格: 人民币 14.61

目标价格基础: 18 倍 2014 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	0.6	(1.6)	0.6	(59.6)
相对新华富时 A50 指数	6.9	(2.6)	6.9	(43.0)
发行股数(百万)	200			
流通股(%)	25			
流通股市值(人民币 百万)	2,922			
3个月日均交易额(人民币 百万)	26			
净负债比率(%) (2014E)	10			
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2014年4月1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

陈作佳

(8621) 2032 8517

zuojia.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010001

卡奴迪路

新店培育期拉长导致业绩低于预期, 转型集合店

卡奴迪路 2013 年实现收入 7.99 亿元, 同比增长 25.6%, 实现归属母公司净利润 1.49 亿元, 同比下滑 15.6%。合每股收益 0.75 元, 公司分配预案为每 10 股派发现金红利 1.8 元。同时公司公告 14 年 1 季度业绩下滑 30%-50%, 年报和 1 季报业绩均低于我们预期, 我们下调公司 14-16 年每股盈利预测至 0.76 元、0.80 元和 0.84 元, 基于 18 倍 2014 年市盈率, 下调目标价至 13.66 元, 下调评级至持有。

支撑评级的要点

- 公司全年收入增长 25.6% 至 7.99 亿元, 其中高端定制业务收入 2,000-3,000 万元, 澳门业务收入 8,974 万元, 杭州业务收入 3,440 万元, 湖南业务收入 4,242 万元, 并表约 3,200 万元。排除上述新业务贡献后, 公司 13 年国内门店业务收入约为 6.2 亿元, 同比增长约 5%, 受百货发卡量下滑和限三公消费影响较为明显。
- 公司全年净增直营店 74 家至 343 家, 净增加加盟店 14 家至 188 家, 仍保持较快扩张速度。但新店盈利状况低于预期, 根据募集资金项目进度测算, 我们估计公司直营新店 14 年月均销售约为 10.7 万元, 低于 12 年约 15 万元的水平, 同时 13 年募投门店综合毛利率亦由 60.3% 降至 54.3%, 大于公司总体 1.9 个百分点的综合毛利率降幅, 显示新店的培育期拉长。
- 由于老店同店下滑和新店、新业务尚处于投入期, 公司 13 年销售费用率同比上升 7.5 个百分点至 32.8%。就 14 年来看, 虽定制等新业务效益应有好转, 但对集合新店的投入较多, 故预计费用率仍将处于较高水平。
- 展望 14 年, 我们判断传统业务增长仍将较弱, 公司公告 1 季度业绩下滑 30%-50%, 其中预计公司直营端收入仍保持低速增长, 但因新店盈利能力降低问题, 导致业绩压力大于收入。
- 而在新业务转型方面, 公司 14 年将显著放缓对传统单品牌门店的拓展, 转而开拓国际品牌集合店渠道。我们预计公司 14 年传统门店增速将放缓至 20-30 家, 同时预计将有包括广州太古汇 (3,000 m²)、澳门金沙城 (1,000 m²) 等 3 家集合大店开业。考虑到当前较弱的高端消费环境, 以及早前杭州和湖南业务的盈利轨迹, 我们对大店短期盈利持谨慎态度。

评级面临的主要风险

- 零售终端疲软导致新店培育期长于预期。

盈利预测与估值

- 作为定位百货的高端男装品牌, 公司 13 年业绩受百货购物卡发卡量减少及反三公消费影响较高。我们认可公司向名品集合店转型的思路, 但当前较弱的终端环境导致集合店对业绩短期的贡献存有不确定性。我们下调公司 14-15 年每股盈利预测至 0.76 元和 0.80 元, 16 年预测为 0.84 元, 基于 18 倍 2014 年市盈率, 目标价由 18.59 元下调至 13.66 元, 评级由谨慎买入下调至持有。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	636	799	896	965	1,027
变动(%)	38	26	12	8	6
净利润(人民币 百万)	177	149	152	159	169
全面摊薄每股收益(人民币)	0.884	0.747	0.759	0.797	0.844
变动(%)	61.7	(15.6)	1.6	5.1	5.8
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.090	1.250	
调整幅度(%)	-	-	(30.4)	(36.2)	
核心每股收益(人民币)	0.908	0.792	0.759	0.797	0.844
变动(%)	64.0	(12.8)	(4.2)	5.1	5.8
全面摊薄市盈率(倍)	16.5	19.6	19.3	18.3	17.3
核心市盈率(倍)	16.1	18.4	19.3	18.3	17.3
每股现金流量(人民币)	0.05	0.11	0.78	1.59	1.58
价格/每股现金流量(倍)	270.6	136.9	18.8	9.2	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.5	11.7	10.8	9.4	8.9
每股股息(人民币)	0.055	0.187	0.190	0.199	0.211
股息率(%)	0.4	1.3	1.3	1.4	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 卡奴迪路 2013 年业绩摘要

(人民币, 百万)	12年	13年	同比变动 (%)	12年 4季度	13年 4季度	同比变动 (%)
营业收入	636	799	25.6	241	270	12
营业成本	212	282	33.2	83	98	18.6
毛利润	425	517	21.8	158	172	8.6
营业税及附加	7	8	14	2	3	16.6
销售费用	160	258	61.6	49	82	65.8
管理费用	51	70	36.1	20	19	(6.5)
息税前利润	207	182	(12.2)	86	68.37	(20.9)
财务费用	(12)	2	(115.1)	(2)	2	(186.8)
资产减值	6	11	84.5	1	8	470.7
营业外收入	4	5	13.4	4	1	(74.1)
营业外支出	1	1	(2.8)	1	0	(100.0)
利润总额	217	181	(19.9)	90	60	(33.8)
所得税	39	25	(36.1)	6	8	26.3
净利润	178	156	(16.4)	84	51	(38.4)
少数股东权益	0	(1)		0	0	
归属上市公司股东净利润	178	157	(15.6)	84	51	(38.8)

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 受终端销售不振影响，公司 2013 年现金周转天数明显拉长

(天)	2010	2011	2012	2013
应收账款周转天数	28.3	35.3	64.2	89.0
存货周转天数	110.7	115.7	153.0	192.1
应付账款周转天数	103.2	102.9	98.5	90.9
现金周转天数	35.7	48.1	118.7	190.2

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	636	799	896	965	1,027
销售成本	(212)	(282)	(318)	(342)	(364)
经营费用	(191)	(280)	(296)	(297)	(321)
息税折旧前利润	234	237	282	326	343
折旧及摊销	(27)	(55)	(80)	(110)	(115)
经营利润(息税前利润)	207	182	202	215	228
净利润收入/(费用)	12	(2)	(15)	(18)	(20)
其他收益/(损失)	(3)	(7)	0	0	0
税前利润	216	173	187	197	208
所得税	(39)	(25)	(34)	(35)	(37)
少数股东权益	0	1	(2)	(2)	(2)
净利润	177	149	152	159	169
核心净利润	182	158	152	159	169
每股收益(人民币)	0.884	0.747	0.759	0.797	0.844
核心每股收益(人民币)	0.908	0.792	0.759	0.797	0.844
每股股息(人民币)	0.055	0.187	0.19	0.199	0.211
收入增长(%)	38	26	12	8	6
息税前利润增长(%)	41	(12)	11	6	6
息税折旧前利润增长(%)	42	1	19	15	5
每股收益增长(%)	62	(16)	2	5	6
核心每股收益增长(%)	64	(13)	(4)	5	6

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	216	173	187	197	208
折旧与摊销	27	55	80	110	115
净利润利息费用	(12)	2	15	18	20
运营资本变动	(194)	(180)	(90)	28	12
税金	(38)	(26)	(42)	(36)	(38)
其他经营现金流	12	(2)	5	0	0
经营活动产生的现金流	11	21	155	318	316
购买固定资产净值	(171)	(294)	(250)	(250)	(250)
投资减少/增加	0	(12)	0	0	0
其他投资现金流	6	0	37	(8)	(8)
投资活动产生的现金流	(164)	(306)	(213)	(258)	(258)
净增权益	664	69	(84)	0	0
净增债务	86	129	36	13	20
支付股息	(6)	(37)	(38)	(40)	(42)
其他融资现金流	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
融资活动产生的现金流	741	157	(89)	(31)	(26)
现金变动	587	(127)	(147)	29	32
期初现金	223	886	325	162	172
公司自由现金流	(153)	(285)	(58)	60	58
权益自由现金流	(67)	(156)	(21)	73	78

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	810	759	178	192	204
应收帐款	112	223	222	220	235
库存	267	420	441	428	414
其他流动资产	91	101	120	129	137
流动资产总计	1,279	1,503	961	970	990
固定资产	103	429	839	1,005	1,156
无形资产	131	145	100	74	59
其他长期资产	18	53	55	55	56
长期资产总计	253	626	994	1,135	1,271
总资产	1,532	2,130	1,955	2,104	2,260
应付帐款	172	199	241	260	276
短期债务	149	295	314	327	347
其他流动负债	61	65	49	53	56
流动负债总计	382	559	605	640	680
长期借款	0	238	0	0	0
其他长期负债	4	6	0	0	0
股本	100	200	200	200	200
储备	1,032	1,043	1,151	1,264	1,381
股东权益	1,132	1,243	1,351	1,464	1,581
少数股东权益	15	84	0	0	0
总负债及权益	1,532	2,130	1,955	2,104	2,260
每股帐面价值(人民币)	11.32	6.21	6.75	7.32	7.90
每股有形资产(人民币)	10.01	5.49	6.25	6.95	7.61
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.61)	(1.13)	0.68	0.68	0.72

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	36.8	29.7	31.5	33.7	33.3
息税前利润率(%)	32.5	22.7	22.6	22.3	22.2
税前利润率(%)	33.9	21.6	20.9	20.4	20.3
净利率(%)	27.8	18.7	16.9	16.5	16.4
流动性					
流动比率(倍)	3.3	2.7	1.6	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	102.0	13.6	11.7	11.5
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金	10.1	9.3	9.1		
速动比率(倍)	2.7	1.9	0.9	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	16.5	19.6	19.3	18.3	17.3
核心业务市盈率(倍)	16.1	18.4	19.3	18.3	17.3
目标价对应核心业务市	15.0	17.2	18.0	17.1	16.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.3	2.4	2.2	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	270.6	136.9	18.8	9.2	9.2
企业价值/息税折旧前利	3.5	11.7	10.8	9.4	8.9
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	460.3	544.6	506.7	456.8	422.7
应收帐款周转天数	64.2	101.8	90.6	83.4	80.8
应付帐款周转天数	98.5	90.9	98.3	98.3	95.2
回报率					
股息支付率(%)	3.1	25.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	15.6	12.0	11.2	10.9	11.1
资产收益率(%)	11.1	7.3	8.5	8.4	8.6
已运用资本收益率(%)	16.0	9.8	12.1	12.0	12.3

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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，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