

调整转型初见成效，下半年业绩改善可期

■上半年净利润同降5.77%，符合预期。公司2014年上半年收入9.95亿元，净利润1.64亿元，分别同比增长-19.04%和-5.77%，符合预期。

■应收账款持续增加，存货压力有所改善。由于经济增速放缓、经销商运营成本持续上升，公司在调整期提高对加盟商的信用额度及延长信用期，上半年应收账款周转天数较年初167天增加至251天，但由于98.14%的应收账款控制在1年内的，我们判断坏账风险较小。存货方面，公司库存压力持续改善，较年初绝对额同比下降26.6%，存货周转天数较年初减少5.35至28.18天。

■运动鞋服行业回暖趋势确立。从2013年年报及部分运动鞋服企业2014年中报数据来看，运动企业业绩持续改善，2014年门店数量已从前几年的净关店变为持平并开始缓慢增长。据安踏公布的2014年中报，上半年营收增长22.4%，净利润增长28.3%，二季度同店增长双位数增幅。运动鞋服行业龙头调整完毕，财报表现良好，我们预计行业中排名靠前的公司将紧随其后，缓慢走出库存周期。

■2014年调整年，2015年有望恢复盈利增长。公司调整略晚于安踏、李宁、特步等行业龙头，结合订货会及行业情况，我们判断公司全年收入降幅在10%以内。公司14年初提出“以零售为导向”的转型升级，经过近半年的调整，零售终端的库存情况和经销商的盈利能力得到很大的改善，下半年公司门店零售及终端库存将持续改善，我们判断公司下半年平均店效有望提升，2015年收入及盈利将迎来稳步增长。

■投资建议：我们认为在终端消费需求未有起色、运营成本依旧上行的宏观背景下，公司自身运营调整对短期财报的影响较大，我们预计今年门店数量将持平或略降，业绩恢复正增长需至15年。我们维持预测公司14-16年EPS分别为0.67元/0.7元/0.8元，增速分别为-2.3%、4.3%、13.4%，维持“中性-A”的投资评级，6个月目标价为12.6元，对应15年18倍PE。

风险提示：1)需求恢复低于预期，行业调整周期拉长的风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,855.4	2,405.9	2,237.0	2,279.7	2,456.3
净利润	528.0	423.5	410.1	433.0	490.6
每股收益(元)	0.86	0.69	0.67	0.71	0.80
每股净资产(元)	2.10	2.15	2.76	3.25	3.81

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	13.8	17.2	17.7	16.8	14.8
市净率(倍)	5.6	5.5	4.3	3.6	3.1
净利润率	18.5%	17.6%	18.3%	19.0%	20.0%
净资产收益率	41.0%	32.1%	24.2%	21.7%	21.0%
股息收益率	0.0%	3.8%	1.7%	1.8%	2.0%
ROIC	50.9%	35.5%	27.5%	38.2%	29.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

中性-A

维持评级

6个月目标价

12.60元

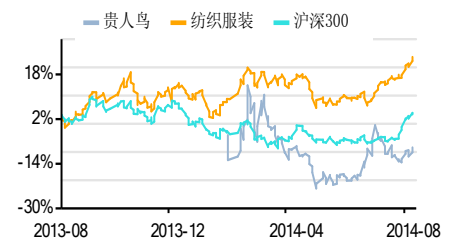
股价(2014-08-07)

11.85元

交易数据

总市值(百万元)	7,275.90
流通市值(百万元)	1,054.65
总股本(百万股)	614.00
流通股本(百万股)	89.00
12个月价格区间	10.60/15.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.90	-4.86	
绝对收益	-2.95	4.04	

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

苏林洁

021-68763865
sujl@essence.com.cn

相关报告

深耕三四线市场，调整仍将持续 2014-07-14

渠道扩张促使业务逆势上扬 2014-01-09

财务报表预测和估值数据汇总(2014年08月08日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,855.4	2,405.9	2,237.0	2,279.7	2,456.3	成长性					
减:营业成本	1,693.2	1,428.2	1,317.5	1,336.0	1,432.6	营业收入增长率	7.8%	-15.7%	-7.0%	1.9%	7.7%
营业税费	21.4	21.4	19.0	19.4	20.9	营业利润增长率	25.8%	-12.9%	-0.3%	4.7%	13.3%
销售费用	362.9	235.3	201.3	205.2	221.1	净利润增长率	29.5%	-19.8%	-3.2%	5.6%	13.3%
管理费用	119.8	121.9	116.3	109.4	117.9	EBITDA 增长率	28.2%	-10.0%	-0.8%	6.2%	10.4%
财务费用	45.3	46.1	36.8	34.1	15.9	EBIT 增长率	27.5%	-11.9%	-1.9%	3.9%	9.3%
资产减值损失	12.9	30.4	25.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	28.8%	-21.9%	-1.9%	4.1%	9.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	27.0%	-25.2%	43.6%	-28.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.4%	2.3%	28.5%	17.9%	17.2%
营业利润	599.9	522.5	521.0	545.7	618.0	利润率					
加:营业外净收支	27.0	44.6	27.9	33.2	35.3	毛利率	40.7%	40.6%	41.1%	41.4%	41.7%
利润总额	626.9	567.1	549.0	578.9	653.3	营业利润率	21.0%	21.7%	23.3%	23.9%	25.2%
减:所得税	98.9	143.6	138.9	145.9	162.7	净利润率	18.5%	17.6%	18.3%	19.0%	20.0%
净利润	528.0	423.5	410.1	433.0	490.6	EBITDA/营业收入	23.9%	25.5%	27.2%	28.3%	29.0%
						EBIT/营业收入	22.6%	23.6%	24.9%	25.4%	25.8%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	58	76	80	90	99
货币资金	616.5	515.3	1,118.5	1,139.8	1,228.2	流动营业资本周转天数	69	115	114	90	59
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	201	299	330	358	322
应收帐款	862.3	1,374.9	489.3	1,157.2	207.4	应收帐款周转天数	92	167	150	130	100
应收票据	73.5	33.0	66.6	40.1	71.0	存货周转天数	22	20	22	21	21
预付帐款	185.1	65.0	172.4	77.3	181.6	总资产周转天数	281	396	440	496	476
存货	159.1	106.9	160.3	106.7	174.6	投资资本周转天数	143	203	213	218	205
其他流动资产	0.2	2.0	3.0	1.8	2.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	41.0%	32.1%	24.2%	21.7%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	20.8%	15.4%	15.1%	12.1%	16.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	50.9%	35.5%	27.5%	38.2%	29.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	521.1	495.2	501.9	632.1	713.2	销售费用率	12.7%	9.8%	9.0%	9.0%	9.0%
在建工程	10.2	31.9	79.1	287.5	232.5	管理费用率	4.2%	5.1%	5.2%	4.8%	4.8%
无形资产	58.1	63.6	61.6	62.3	62.7	财务费用率	1.6%	1.9%	1.6%	1.5%	0.6%
其他非流动资产	55.0	66.9	59.2	59.9	61.7	三费/营业收入	18.5%	16.8%	15.8%	15.3%	14.4%
资产总额	2,541.3	2,754.7	2,711.9	3,564.6	2,935.1	偿债能力					
短期债务	578.5	782.1	618.4	782.4	113.8	资产负债率	49.3%	52.2%	37.5%	44.0%	20.3%
应付帐款	555.3	561.5	274.1	648.4	350.1	负债权益比	97.3%	109.0%	60.1%	78.5%	25.4%
应付票据	60.0	-	40.8	7.5	44.6	流动比率	1.51	1.46	1.97	1.66	3.14
其他流动负债	59.4	93.3	84.8	79.9	86.1	速动比率	1.39	1.39	1.82	1.59	2.84
长期借款	-	-	-	49.4	-	利息保障倍数	14.23	12.33	15.17	17.00	39.76
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,253.2	1,436.9	1,018.0	1,567.6	594.6	DPS(元)	-	0.45	0.20	0.21	0.24
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	65.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	525.0	525.0	614.0	614.0	614.0	股息收益率	0.0%	3.8%	1.7%	1.8%	2.0%
留存收益	763.1	792.9	1,079.9	1,383.0	1,726.4						
股东权益	1,288.1	1,317.9	1,693.9	1,997.0	2,340.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.86	0.69	0.67	0.71	0.80
净利润	528.0	423.5	410.1	433.0	490.6	BVPS(元)	2.10	2.15	2.76	3.25	3.81
加:折旧和摊销	36.3	44.5	50.1	65.7	78.5	PE(X)	13.8	17.2	17.7	16.8	14.8
资产减值准备	12.9	30.4	-	-	-	PB(X)	5.6	5.5	4.3	3.6	3.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	13.9	23.9	11.6	47.9	30.7
财务费用	37.9	46.9	36.8	34.1	15.9	P/S	2.5	3.0	3.3	3.2	3.0
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	11.0	10.7	8.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-6.4%	5.0%	10.4%	-100.0%	-100.0%
营运资金的变动	-169.6	-321.4	442.8	-155.9	489.3	PEG	-2.2	3.4	1.7	-0.2	-0.1
经营活动产生现金流量	468.2	202.1	939.7	377.0	1,074.4	ROIC/WACC	5.3	3.7	2.8	3.9	3.0
投资活动产生现金流量	-55.2	-54.2	-102.0	-405.0	-105.0	REP	-	-	2.1	1.1	1.7
融资活动产生现金流量	-73.4	-237.0	-234.5	49.4	-881.0						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

