

奥康国际 (603001.SH)

服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

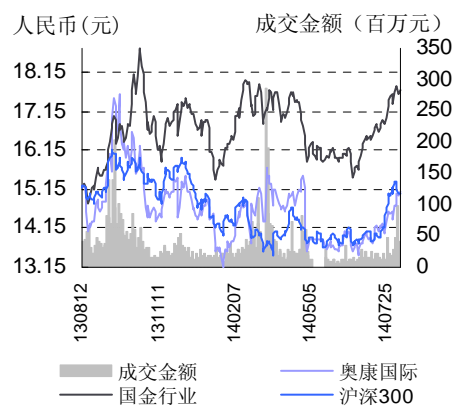
市价(人民币): 15.09元

营收降幅缩窄 存货压力依旧

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	116.95
总市值(百万元)	6,050.79
年内股价最高最低(元)	17.60/13.15
沪深 300 指数	2331.13
上证指数	2194.43



相关报告

1. 《一种有益的尝试》，2014.5.21
2. 《业绩表现符合消费低迷的市场环境》，2013.8.15

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.280	0.684	0.539	0.595	0.657
每股净资产(元)	8.99	9.28	9.83	10.18	10.59
每股经营性现金流(元)	0.01	0.14	0.28	0.47	0.29
市盈率(倍)	15.95	21.73	27.53	24.97	22.62
行业优化市盈率(倍)	18.62	17.68	23.09	23.09	23.09
净利润增长率(%)	12.22%	-46.57%	-21.12%	10.26%	10.39%
净资产收益率(%)	14.24%	7.37%	5.11%	5.43%	5.77%
总股本(百万股)	400.98	400.98	400.98	400.98	400.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 上半年, 公司实现营业收入 14.51 亿元和净利润 1.58 亿元, 分别同降 2.75%、29.39%; 归属于上市公司股东同降 25.67%; EPS0.39 元。2014 年 Q2, 公司营收 7.09 亿元, 同增 8.08%; 营业利润 0.69 亿元, 同降 36.11%; 净利润 0.58 亿元, 同降 33.33%。

经营分析

- **终端消费未转好, 上半年营收小幅下滑:** 14 年上半年国内消费低迷, 纺服消费同样不断下滑, 致使公司效益下滑。面对市场低迷, 公司加大促销力度, 收入降幅较去年同期缩窄, 各类产品中, 仅女鞋营收下滑 29.55%, 男鞋和皮具销售均有不同程度增长。分季度看, 本年 Q2 营收增速 8.08%。
- **促销力度加大使得毛利率下降:** 与去年同期相比, 上半年公司主营业务毛利率减少 3.75 个百分点; 另一方面, 公司尽力控制费用, 期间费用有所减少, 销售费用和管理费用分别下降 6% 和 10.8%, 降幅都超过收入, 此外上半年资产减值达到 3904 万元, 综合起来净利率由 13 年同期的 14.26% 降至今年的 10.9%。
- **开店速度放缓:** 上半年公司继续放缓开新店的速度, 重在调整现有网络结构, 以扩建、并店和改建为主, 重点整顿无形象无效益的网点。年内将改造 800-1000 家门店。开店放缓是公司应对低迷市场的正确举措, 不过扭转经营颓势仍需要变革, 改革过去过于以来店铺和市场营销的经营策略。
- **公司财务指标难言好转, 存货和应收账款维持高位:** 上半年经营性净现金流 0.19 亿元, 较去年同期好转, 但与净利润差距较大。期末存货 8.40 亿元, 比去年同期增加 2.42 亿元; 应收账款 10.25 亿元, 较去年同期降 3.41 亿元, 存货和应收的变化主要与公司将加盟店收归直营有关。存货增加、应收下降, 再加上应付票据增加 (由去年同期的 2.72 亿元增至 4.05 亿元), 最终使得经营性现金转正。

盈利调整及投资建议

- 公司营收降幅缩窄, 费用控制较好, 但终端销售未见好转, 应收账款和库存压力将持续发酵。重点关注此后消费市场整体状况, 以及公司直营改造和秋冬高单价产品的销售对毛利率的提振作用。预计公司 2014-2016 年 EPS 0.539 元、0.595 元和 0.657 元。

图表1: 公司报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,966	3,455	2,796	2,771	2,890	3,200
增长率		16.5%	-19.1%	-0.9%	4.3%	10.7%
主营业务成本	-1,941	-2,171	-1,677	-1,783	-1,856	-2,054
% 销售收入	65.4%	62.8%	60.0%	64.3%	64.2%	64.2%
毛利	1,025	1,284	1,119	988	1,034	1,146
% 销售收入	34.6%	37.2%	40.0%	35.7%	35.8%	35.8%
营业税金及附加	-19	-24	-18	-17	-17	-19
% 销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-294	-403	-519	-485	-506	-560
% 销售收入	9.9%	11.7%	18.5%	17.5%	17.5%	17.5%
管理费用	-167	-213	-211	-194	-202	-224
% 销售收入	5.6%	6.2%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	545	643	371	293	309	343
% 销售收入	18.4%	18.6%	13.3%	10.6%	10.7%	10.7%
财务费用	-8	26	19	13	12	12
% 销售收入	0.3%	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-2	-24	-45	-57	-37	-39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	18	20	15	15
% 税前利润	0.0%	0.1%	4.8%	6.9%	4.7%	4.3%
营业利润	534	646	362	268	298	331
营业利润率	18.0%	18.7%	12.9%	9.7%	10.3%	10.3%
营业外收支	62	16	13	20	20	20
税前利润	596	661	375	288	318	351
利润率	20.1%	19.1%	13.4%	10.4%	11.0%	11.0%
所得税	-139	-148	-101	-72	-79	-88
所得税率	23.3%	22.4%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	457	513	274	216	238	263
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	457	513	274	216	238	263
净利率	15.4%	14.9%	9.8%	7.8%	8.3%	8.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	526	2,207	1,293	1,858	1,929	1,924
应收款项	816	1,350	1,094	1,172	1,210	1,327
存货	444	542	834	943	1,009	1,158
其他流动资产	93	383	702	768	779	809
流动资产	1,879	4,483	3,923	4,742	4,928	5,218
% 总资产	79.5%	88.0%	82.1%	87.6%	87.8%	88.3%
长期投资	7	8	8	9	8	8
固定资产	200	270	392	467	483	495
% 总资产	8.4%	5.3%	8.2%	8.6%	8.6%	8.4%
无形资产	241	273	312	194	190	188
非流动资产	485	612	856	672	683	692
% 总资产	20.5%	12.0%	17.9%	12.4%	12.2%	11.7%
资产总计	2,364	5,095	4,779	5,413	5,611	5,910
短期借款	180	64	13	0	0	0
应付款项	901	1,278	935	999	1,040	1,152
其他流动负债	105	147	111	177	181	191
流动负债	1,186	1,489	1,059	1,177	1,222	1,343
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,186	1,489	1,059	1,177	1,222	1,344
普通股股东权益	1,178	3,606	3,720	4,237	4,389	4,566
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,364	5,095	4,779	5,413	5,611	5,910

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	1.429	1.280	0.684	0.539	0.595	0.657
每股净资产	3.682	8.993	9.277	9.830	10.184	10.595
每股经营现金净流	0.869	0.009	0.137	0.281	0.465	0.291
每股股利	0.230	0.400	0.220	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	38.83%	14.24%	7.37%	5.11%	5.43%	5.77%
总资产收益率	19.35%	10.07%	5.74%	4.00%	4.25%	4.45%
投入资本收益率	30.78%	13.59%	7.26%	5.18%	5.27%	5.63%
增长率						
主营业务收入增长率	34.15%	16.50%	-19.07%	-0.89%	4.28%	10.73%
EBIT增长率	35.42%	18.01%	-42.30%	-21.07%	5.41%	11.08%
净利润增长率	63.33%	12.22%	-46.57%	-21.12%	10.26%	10.39%
总资产增长率	29.96%	115.57%	-6.21%	13.28%	3.64%	5.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.2	110.3	152.2	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	77.9	82.9	149.8	200.0	210.0	220.0
应付账款周转天数	69.8	72.5	96.5	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	24.3	27.5	34.5	57.8	57.4	53.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.36%	-59.44%	-34.40%	-43.86%	-43.95%	-42.11%
EBIT利息保障倍数	64.8	-24.9	-19.9	-23.2	-26.2	-28.7
资产负债率	50.16%	29.23%	22.16%	21.74%	21.77%	22.74%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	2
增持	0	0	1	6	10
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.04

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-22	增持	24.92	N/A
2 2012-09-26	买入	21.77	26.24 ~ 29.17
3 2012-10-29	增持	22.14	N/A
4 2013-08-15	增持	14.60	N/A
5 2014-05-21	增持	13.60	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD