



持有

5% ↓

目标价格: 人民币 14.61

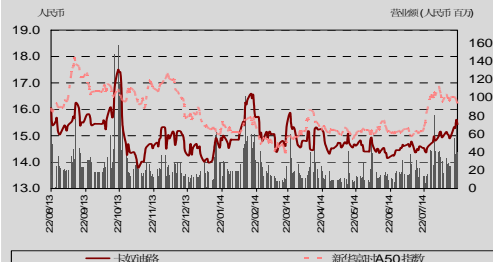
002656.CH

价格: 人民币 15.43

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.2	6.2	5.2	(3.6)
相对新华富时A50指数	5.2	(0.7)	(2.8)	(4.3)

发行股数(百万)	200
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	3,086
3个月日均交易额(人民币 百万)	23
净负债比率(%) (2014E)	9
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8月21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

主业调整集合店培育导致业绩大幅下滑

卡奴迪路 2014 年上半年实现营业收入 3.65 亿元, 同比下滑 2.5%; 实现息税前利润 3,067 万元, 同比下滑 70.8%, 实现归属母公司股东净利 2,019 万元同比下滑 76.7%, 因高端男装行业折扣增多, 其额高端定制、01Men 等新业务尚处于培育期, 公司预计 1-9 月业绩增速范围为下滑 60%-80%, 业绩低于预期。我们下调公司 2014-16 年每股收益预测至 0.25 元、0.29 元和 0.36 元, 公司当前股价对应 62.1 倍、52.9 和 43.5 倍市盈率, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 公司上半年录得销售收入 3.65 亿元, 同比下滑 2.5%, 毛利率下滑 4.3 个百分点至 62.2%, 其中 2 季度单季收入下滑 8.4%, 毛利率下滑 6.0 个百分点至 59.7%。由主业上看, 高端男装所依赖的百货渠道客流仍处于下滑区间, 同时因行业存货压力较大, 公司通过折扣处置存货导致毛利率承压。全年来看, 我们认为短期内商场客流和购物卡回升力度有限, 加之门店数量减少, 故下半年主业回升的概率相对有限。
- 门店上看, 上半年公司直营门店减少 31 家至 312 家, 加盟门店减少 22 家至 153 家, 同时新增 01Men 精品集合店 2 家(广州太古汇和澳门金沙)。公司大店开店进度符合预期, 而传统渠道开店低于年初 20-30 家的预期。
- 而就其他业务而言, 因反“三公”消费和经济环境原因, 公司将衡阳买手店推迟 15 年 4 月开设, 同时高端定制业务亦仅录得百万级别订单, 导致对于公司业绩亦有所冲击。
- 因门店调整和大店开设, 报告期内公司销售和管理费用率出现失控。其中销售费用大幅增长 46.3%, 导致销售费用率提升 14.2 个百分点至 42.5%; 管理费用增长 13.7%, 导致管理费用率提升 1.5 个百分点至 10.6%。拆分来看, 上述费用率上升的主要原因是员工工资、门店租金和商场费用等开店相关费用大幅上升, 同时 01Men 大店开业初期尚未实现利润所致。全年来看, 因下半年将不再有大店开出, 且考虑收入增长因素, 预计费用率情况将较上半年有所好转。

评级面临的主要风险

- 终端零售情况较差, 导致大店培育低于预期。

盈利预测与估值

- 受百货人流下降和反“三公”消费影响, 公司原有主业面临较大挑战, 同时 01Men 集合店的初期费用投入较高且尚未产生业绩导致公司上半年毛利和费用率处于失控状况。我们认为随着下半年大店收入端的增长, 这一情况有望获得好转, 我们下调公司 14-16 年每股收益预测至 0.25、0.29 和 0.36 元, 目前股价对应 62.1、52.9 和 43.5 倍市盈率, 维持持有评级。

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	781	792	856
变动(%)	38	26	(2)	1	8
净利润(人民币 百万)	177	149	50	58	71
全面摊薄每股收益(人民币)	0.884	0.747	0.249	0.292	0.355
变动(%)	61.7	(15.6)	(66.7)	17.5	21.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.960	0.995	0.877
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.759	0.797	0.844
调整幅度(%)	-	-	(67.2)	(63.4)	(57.9)
核心每股收益(人民币)	0.908	0.792	0.247	0.292	0.355
变动(%)	64.0	(12.8)	(68.8)	18.2	21.5
全面摊薄市盈率(倍)	17.5	20.7	62.1	52.9	43.5
核心市盈率(倍)	17.0	19.5	62.5	52.9	43.5
每股现金流量(人民币)	0.05	0.11	0.67	0.99	1.01
价格/每股现金流量(倍)	285.8	144.6	23.1	15.6	15.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	12.4	23.3	17.4	16.0
每股股息(人民币)	0.055	0.187	0.062	0.073	0.089
股息率(%)	0.4	1.2	0.4	0.5	0.6

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)	13 年上 半年	14 年上 半年	同比变动 (%)	13 年 2 季度	14 年 2 季度	同比变动 (%)
营业收入	374	365	(2.5)	154	141	(8.4)
营业成本	125	138	10.1	53	57	7.6
毛利润	249	227	(8.9)	101	84	(16.7)
营业税及附加	4	3	(35.1)	1	1	(23.0)
销售费用	106	155	46.3	58	76	32.3
管理费用	34	39	13.7	21	23	7.1
息税前利润	105	31	(70.8)	21	(16)	(173.4)
财务费用	(1)	3	(646.5)	1	1	(21.9)
资产减值	3	0	(111.2)	1	(0)	(102.8)
营业外收入	2	4	85.0	1	1	(6.5)
营业外支出	1	0	(99.4)	1	0	(99.4)
利润总额	104	32	(69.3)	19	(16)	(181.7)
所得税	18	12	(32.0)	4	1	(61.2)
净利润	86	20	(77.0)	15	(17)	(212.1)
少数股东权益	(1)	0	(0)	(0)	(0)	
归属上市公司股东净利润	87	20	(76.7)	15	(17)	(208.4)

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 卡奴迪路 2014 年上半年销售费用拆分

(人民币, 百万)	2013 年上半年	2014 年上半年
工资及福利费用	40.93	53.28
收入占比(%)	10.9	14.6
广告费用	1.50	9.35
收入占比(%)	0.4	2.6
品牌推广费用	5.84	6.03
收入占比(%)	1.6	1.7
门店装修费用	28.09	35.35
收入占比(%)	7.5	9.7
门店租金	9.37	16.73
收入占比(%)	2.5	4.6
商场管理费	7.71	21.87
收入占比(%)	2.1	6.0
办公、差旅等其他费用	9.92	9.65
收入占比(%)	2.7	2.6
仓储物流费用	2.56	2.70
收入占比(%)	0.7	0.7
合计	105.92	154.96
收入占比(%)	28.3	42.5

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	781	792	856
销售成本	(212)	(282)	(303)	(299)	(315)
经营费用	(191)	(280)	(340)	(304)	(331)
息税折旧前利润	234	237	137	189	211
折旧及摊销	(27)	(55)	(80)	(110)	(115)
经营利润 (息税前利润)	207	182	57	78	97
净利息收入/(费用)	12	(2)	(7)	(9)	(11)
其他收益/(损失)	(3)	(7)	4	0	0
税前利润	216	173	55	69	86
所得税	(39)	(25)	(8)	(10)	(12)
少数股东权益	0	1	3	(1)	(2)
净利润	177	149	50	58	71
核心净利润	182	158	49	58	71
每股收益(人民币)	0.884	0.747	0.249	0.292	0.355
核心每股收益(人民币)	0.908	0.792	0.247	0.292	0.355
每股股息(人民币)	0.055	0.187	0.062	0.073	0.089
收入增长(%)	38	26	(2)	1	8
息税前利润增长(%)	41	(12)	(69)	37	23
息税折旧前利润增长(%)	42	1	(42)	37	12
每股收益增长(%)	62	(16)	(67)	17	22
核心每股收益增长(%)	64	(13)	(69)	18	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	55	69	86
折旧与摊销	27	55	80	110	115
净利息费用	(12)	2	7	9	11
运营资本变动	(194)	(180)	(4)	20	3
税金	(38)	(26)	(10)	(11)	(13)
其他经营现金流	12	(2)	5	0	0
经营活动产生的现金流	11	21	133	198	201
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	(3)	75	102
支付股息	(6)	(37)	(12)	(15)	(18)
其他融资现金流	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
融资活动产生的现金流	741	157	(103)	57	81
现金变动	587	(127)	(182)	(3)	24
期初现金	223	886	337	160	146
公司自由现金流	(153)	(285)	(79)	(60)	(56)
权益自由现金流	(67)	(156)	(82)	15	46

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	155	157	170
应收帐款	112	223	194	181	196
库存	267	420	365	357	347
其他流动资产	91	101	112	111	118
流动资产总计	1,279	1,503	826	806	831
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	49	49	50
长期资产总计	253	626	988	1,128	1,264
总资产	1,532	2,130	1,814	1,935	2,095
应付帐款	172	199	230	227	239
短期债务	149	295	275	351	453
其他流动负债	61	65	34	35	38
流动负债总计	382	559	540	613	730
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	1,074	1,122	1,165
股东权益	1,132	1,243	1,274	1,322	1,365
少数股东权益	15	84	0	0	0
总负债及权益	1,532	2,130	1,814	1,935	2,095
每股帐面价值(人民币)	11.32	6.21	6.37	6.61	6.83
每股有形资产(人民币)	10.01	5.49	5.87	6.24	6.53
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.61)	(1.13)	0.60	0.97	1.41

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	17.6	23.8	24.7
息税前利润率(%)	32.5	22.7	7.3	9.9	11.3
税前利润率(%)	33.9	21.6	7.0	8.8	10.0
净利率(%)	27.8	18.7	6.4	7.4	8.3
流动性					
流动比率(倍)	3.3	2.7	1.5	1.3	1.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	102.0	8.1	8.7	9.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	9.4	14.6	20.7
速动比率(倍)	2.7	1.9	0.9	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	17.5	20.7	62.1	52.9	43.5
核心业务市盈率(倍)	17.0	19.5	62.5	52.9	43.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.1	18.4	59.2	50.0	41.2
盈利(倍)					
市净率(倍)	1.4	2.5	2.4	2.3	2.3
价格/现金流(倍)	285.8	144.6	23.1	15.6	15.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	12.4	23.3	17.4	16.0
周转率					
存货周转天数	460.3	544.6	438.9	435.3	408.4
应收帐款周转天数	64.2	101.8	90.7	83.4	80.3
应付帐款周转天数	98.5	90.9	107.7	104.8	99.4
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	3.9	4.4	5.3
资产收益率(%)	11.1	7.3	2.7	3.5	4.1
已运用资本收益率(%)	16.0	9.8	3.7	4.7	5.5

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 个月内在上下 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士，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。所有本报告期内使用的商标、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