

证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

服装 II

奥康国际 (603001)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2014年12月15日

员工持股顺利实施，业绩进入复苏通道

证券分析师：朱元 021-60933162 zhuyuan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513070005
联系人：郭陈杰 021-60875168 guoqj@guosen.com.cn

事项：

12月12日，公司发布公告称，公司员工持股计划已完成股票购买，累计购买数量1662.5万股，累计购买金额25329.85万元，占公司总股本4.15%，锁定期12个月。

评论：

■ 员工持股顺利实施，激励到位公司员工与企业发展形成利益共同体

根据最新的调整方案，员工持股参与人数调整为49人（董监高人数未发生变化且出资比例提高至22.38%），董监高人均出资额331万元，其他员工人均出资额258万元，资金来源为员工合法薪酬以及自筹资金。截至12月12日，此次员工持股计划已完成股票购买，累计购买股份占总股本4.15%，购买均价15.24元/股。随着员工持股计划顺利实施，激励机制正式到位，激励作用显著，公司员工与企业发展形成利益共同体；也为未来公司经营稳步恢复进一步加码。另外，根据公开资料，未来不排除公司进一步扩大员工激励范围的可能。（<http://www.aokang.com/html/news/z0i3laf2o8.html>）同时，公司此次在员工持股计划中加入杠杆工具，通过对优先分配权的让渡，获取超额收益分配权，员工持股损益也将被放大，这也充分彰显了公司及本次计划参与人对未来发展的信心。

表 1：公司员工持股计划持有人情况（最新调整方案）

持有人	人数	出资额（万元）	出资比例（%）	人均出资额（万元）
公司部分董事、监事及高级管理人员	9人	2976	22.38%	331
公司其他员工	40人	10324	77.62%	258
合计	49人	13300	100.00%	271

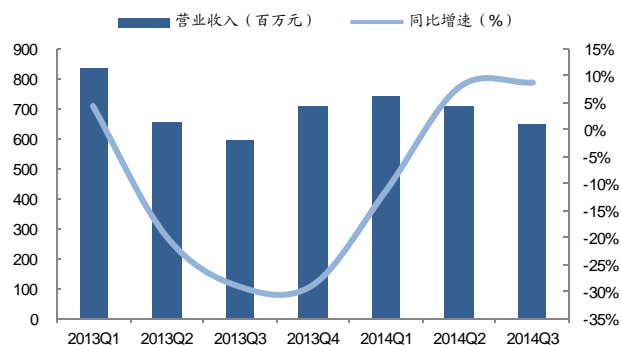
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 竞争形势趋于明朗，公司经营有望稳步恢复，经营拐点已现

经过此轮行业调整，男鞋竞争形势趋于明朗，行业竞争正向前几大品牌集中；同时经过渠道的激烈竞争后，未来不排除由三家进一步向两家集中的可能。此外男鞋受外资品牌冲击相对较小，奥康作为国内男鞋龙头，将充分受益于行业低谷期的集中度提升以及竞争格局的变化。

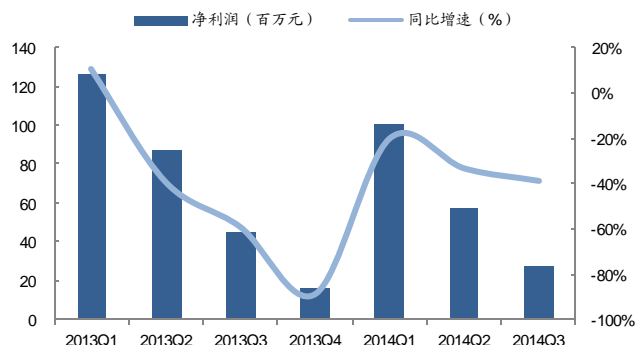
公司转直营策略接近尾声，调整效果逐步显现。收入端来看，包括国际馆在内的大店竞争力突出，同时终端零售已呈现企稳，经销商信心有所恢复；利润端来看，今年出于库存集中消化目标，促销力度加大且对毛利率造成较大影响，随着去库存的进展，库存压力逐步缓解，毛利率及利润端逐步恢复向上。公司目前业绩拐点已基本确立，未来随着终端零售恢复以及国际馆建设加快（未来两年新增300家以上），公司经营有望稳步恢复，进入较快发展阶段。

图 1: 公司单季度营收从 Q2 开始恢复正增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度盈利及增速情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

终端零售环境持续低迷; 行业调整期较长复苏缓慢; 国际店开店速度不及预期。

■ 看好公司未来业绩稳步恢复, 维持“买入”评级, 合理估值 23 元

公司作为国内鞋企龙头, 有望受益于行业低谷期的集中度提升以及竞争格局的变化, 龙头优势更加突出。同时, 通过国际馆等新渠道模式的推进也将进一步打开外延空间, 未来经营有望稳步恢复, 经营拐点已现。公司员工持股计划顺利实施, 激励正式到位, 彰显未来发展信心。另外中长期来看公司在 O2O 及个性化定制、标准化生产方面的推进也值得期待。维持 14~16 年盈利预测 0.59/0.78/0.99 元, 维持“买入”评级, 公司合理估值 23 元, 对应 15 年 PE 30X。详细情况可参见 11 月 12 日发布的《奥康国际深度报告: 经营拐点渐进, 员工持股彰显信心》。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1293	1665	1693	1710
应收款项	1094	932	1047	1156
存货净额	834	732	756	704
其他流动资产	702	624	637	703
流动资产合计	3923	3954	4132	4274
固定资产	392	535	661	793
无形资产及其他	198	193	189	185
投资性房地产	266	266	266	266
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	4779	4948	5248	5518
短期借款及交易性金融负债	13	10	10	10
应付款项	728	878	1026	1114
其他流动负债	318	245	273	296
流动负债合计	1059	1133	1308	1420
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	1059	1133	1308	1420
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3720	3815	3939	4098
负债和股东权益总计	4779	4948	5248	5518

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.68	0.59	0.78	0.99
每股红利	0.40	0.36	0.47	0.59
每股净资产	9.28	9.51	9.82	10.22
ROIC	8%	7%	8%	10%
ROE	7%	6%	8%	10%
毛利率	40%	37%	37%	38%
EBIT Margin	13%	12%	13%	14%
EBITDA Margin	15%	14%	14%	16%
收入增长	-19%	1%	12%	10%
净利润增长率	-47%	-13%	31%	27%
资产负债率	22%	23%	25%	26%
息率	2%	2%	3%	3%
P/E	27.0	31.2	23.8	18.7
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	20.8	22.0	19.1	15.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2796	2836	3184	3517
营业成本	1677	1794	1999	2180
营业税金及附加	18	18	21	23
销售费用	519	465	522	566
管理费用	211	206	240	254
财务费用	(19)	(19)	(21)	(22)
投资收益	18	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(45)	(71)	(25)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	362	300	398	511
营业外净收支	13	17	17	17
利润总额	375	317	415	528
所得税费用	101	79	104	132
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	274	238	312	396

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	274	238	312	396
资产减值准备	22	(45)	0	0
折旧摊销	36	36	54	67
公允价值变动损失	45	71	25	5
财务费用	(19)	(19)	(21)	(22)
营运资本变动	(843)	374	25	(13)
其它	(22)	45	0	0
经营活动现金流	(488)	718	415	455
资本开支	(123)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(123)	(200)	(200)	(200)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(161)	(143)	(187)	(237)
其它融资现金流	18	(3)	0	0
融资活动现金流	(304)	(146)	(187)	(237)
现金净变动	(914)	372	28	17
货币资金的期初余额	2207	1293	1665	1693
货币资金的期末余额	1293	1665	1693	1710
企业自由现金流	(562)	474	180	224
权益自由现金流	(543)	485	196	241

相关研究报告:

- 《奥康国际-603001-经营拐点渐近，员工持股彰显信心》 —— 2014-11-12
 《奥康国际-603001-2014年中报点评：收入拐点确立，调整仍将继续》 —— 2014-08-14
 《奥康国际-603001-2012年三季报点评：稳健增长，确定性强》 —— 2012-10-30

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。