



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：纺织品及服装

陈作佳

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010001
(8621) 2032 8517
zuoja.chen@bocichina.com

奥康国际 2014 年半年报点评

奥康国际(603001.CH/人民币 14.85, 未有评级)2014 年上半年实现营业收入 14.51 亿元, 同比下滑 2.75%; 实现息税前净利润 2.13 亿元, 同比下滑 16.9%; 实现归属上市公司股东净利 1.58 亿元, 同比下滑 25.7%, 合每股收益 0.39 元, 公司收入增速好于预期, 业绩符合预期。

收入增速好于预期, 但 2 季度折扣力度明显加大

分季度看, 公司 2 季度单季收入增长 8.0%, 较 1 季度环比改善, 但同时毛利率同比下滑 7.1 个百分点至 35.3%。收入降幅放缓体现上年同期回购渠道存货导致基数较低, 而毛利率下滑则体现 2 季度较差的终端零售环境以及公司打折处置回收经销商渠道存货的影响。就全年来看, 因 13 年下半年同店基数较低, 我们预计 14 年下半年的同比业绩增速将好于上半年。

各品类方面, 男鞋品类收入同比增长 14.9%至 8.60 亿元; 女鞋品类同比下滑 29.6%至 4.26 亿元, 而皮具品类则同比增长 21.1%至 1.52 亿元。女鞋品类的下滑主要为低端 PU 女鞋品牌通过门店补贴形式低价切入市场所致, 而皮具类产品的增长主要受益于公司向大店模式转型, 品类丰富度提升。截至 2014 年 6 月, 公司大店数量约为 130 家, 较年初增长约 50 多家, 而总体门店数较年初变化不大。

期间费用控制严格

报告期内公司期间费用率控制严格, 销售费用及管理费用绝对额均较上年同期有所降低, 推动两项费用率分别同比下降 0.6 和 0.5 个百分点至 15.5%和 6.8%。其中因自 13 年起开始关闭部分回收后不盈利直营门店, 公司上半年租赁费用支出较上年同期减少。故从下半年看, 因直营同店同比改善的概率较高, 我们预计期间费用率的持续改善将是大概率事件。

渠道存货已见顶, 未来有望逐步进入下行空间

公司渠道存货积压主要是 12 年上市后大力推进外延扩张的结果, 通过超过 1 年的持续消化, 我们预估公司的全渠道库存(应收账款+公司库存)已基本平稳, 且已逐步回落至 1 年以内。但若以 14 年上半年的情况看, 存货去化过程将对公司毛利率及跌价准备产生持续影响。

盈利预测与估值

公司 14 年上半年业绩符合我们预期, 但 2 季度加速去库存对公司毛利率的冲击程度超出我们的预估。因同店出现双位数下滑, 公司 13 年下半年收入及营业利润率基数均较低, 在此背景下, 我们认为公司业绩在 14 年下半年出现拐点仍是大概率事件, 但反弹幅度料将低于早先预期。我们预计公司 2014-16 年每股收益为 0.60、0.79 和 0.92 元, 目前股价对应 24.6 倍、18.7 倍和 16.1 倍市盈率。因管理层于 13.4 元定增持有公司约 4 亿元股票, 我们认为公司短期股价下行风险可控。

图表 1. 奥康国际 2014 年上半年业绩摘要

(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	1,492	1,451	(2.7)	656	709	8.0
营业成本	877	906	3.3	378	459	21.4
毛利润	615	545	(11.4)	279	251	(10.1)
营业税及附加	11	10	(6.3)	4	4	7.7
销售费用	239	224	(6.0)	124	113	(8.3)
管理费用	110	98	(10.8)	51	50	(1.8)
息税前利润	256	213	(16.9)	100	83	(17.3)
财务费用	(13)	(9)	(30.1)	(5)	(6)	20.6
资产减值	0	39	n/a	0	24	n/a
营业外收入	13	30	124.5	9	15	70.4
营业外支出	1	5	521.2	1	5	696.4
利润总额	281	207	(26.4)	114	76	(33.6)
所得税	68	49	(28.6)	27	18	(34.0)
净利润	213	158	(25.7)	87	58	(33.4)
少数股东权益	0	0	n/a	0	0	n/a
归属上市公司股东净利润	213	158	(25.7)	87	58	(33.4)

资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 2. 奥康国际 2014 年上半年销售费用明细

(人民币, 百万)	13 上半年	14 上半年	同比(%)
广告费	29.8	28.1	(5.7)
职工薪酬	54.6	51.1	(6.5)
租赁费	92.1	56.8	(38.3)
运输费	15.5	19.2	23.9
业务宣传费	4.9	7.6	53.6
资产摊销与折旧	13.7	25.6	87.3
差旅费	2.5	1.9	(23.5)
水电费	8.7	13.0	48.7
业务招待费	0.8	0.3	(60.6)
其他	15.9	20.6	29.4
合计	238.6	224.3	(6.0)

资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 3. 预估奥康国际全渠道存货

(人民币, 百万)	2011	2012	2013	13 上半年	14 上半年
应收账款	789	1,300	1,033	1,366	1,025
应收账款(成本)	536	884	702	929	697
存货	444	542	834	542	840
全渠道最低存货	980	1,426	1,537	1,471	1,537
成本*	1,941	2,171	1,677	1,677	1,750
存货周转率	1.98	1.52	1.09	1.14	1.14

资料来源: 公司数据、中银国际研究

*14 年上半年成本为中银国际预测 14 年销售总成本

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