

奥康国际 (603001.SH) 服装行业

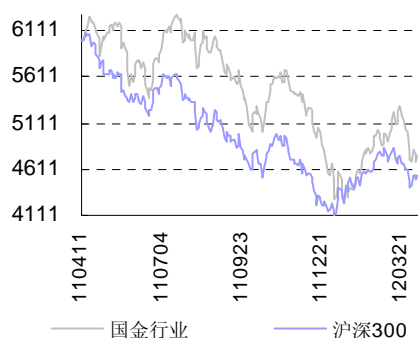
新股研究

询价价格(人民币): 25.94-32.42元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	81.00
总股本(百万股)	319.98
国金服装指数	4747.96
沪深 300 指数	2520.04
上证指数	2308.93



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.875	1.429	1.621	2.168	2.829
每股净资产(元)	2.25	3.68	9.37	11.21	13.74
每股经营性现金流(元)	1.00	0.87	1.80	1.26	1.95
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	39.75%	63.33%	42.12%	33.72%	30.50%
净资产收益率(%)	38.86%	38.83%	17.30%	19.34%	20.59%
总股本(百万股)	319.98	319.98	400.98	400.98	400.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司是品牌知名度最高的男鞋龙头企业, 采用一体化经营模式, 其多品牌架构的搭建彰显了公司未来的战略规划; 凭借较高的品牌知名度, 品牌市场占有率名列前茅。
- **鞋企的品牌实力、渠道资源最为关键:** 随着中国经济发展, 鞋企发展空间相应较大, 而鞋类产品由于同质化较强, 企业主要通过加快补单率顺应时尚变化和渠道扩张取得竞争优势, 一旦优势建立, 品牌地位相对稳定; 鉴于消费需求日益细分, 品牌鞋企的竞争日趋激烈, 但市场集中度不断提升是大势所趋, 强势企业依托品牌形象及渠道资源占据先发优势, 未来发展潜力更大。
- **公司的竞争优势突出:** 主品牌奥康以加盟模式, 基本完成了全国范围内的渠道布局, 建立起渠道资源方面的先发优势; 公司最为突出的实力在于营销策划, 已建立起了四大营销优势, 迅速拉高了品牌形象; 公司依托身处温州的产业集群优势, 渠道、品牌方面的先发优势, 深耕产业链, 在竞争中将赢得更主动的地位。
- **未来业绩增长的核心在于继续强化其竞争优势:** 鞋业市场整体发展相对稳健, 龙头企业竞争地位相对稳固, 我们认为公司未来的业绩增长, 其核心在于利用已有龙头地位, 继续强化其竞争优势, 尤其是在多品牌经营、渠道结构优化等方面。

盈利预测和估值

- 我们预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 38.68 亿、49.67 亿、64.05 亿元, 分别同比增长 30.41%、28.42%、28.94%; 实现归属于母公司净利润分别为 6.50 亿、8.69 亿、11.34 亿元, 分别同比增 42.12%、33.72%、30.50%, 对应 EPS (摊薄) 分别为 1.621 元、2.168 元、2.829 元。
- **建议询价区间 25.94-32.42 元:** A 股上市公司中, 与公司业务接近的是星期六、七匹狼、九牧王、报喜鸟、希努尔、卡奴迪路, 我们以 6 家公司 2012 年平均估值 20.24 倍为基础, 给予公司 12 年 16-20 倍 PE, 对应价格为 25.94-32.42 元。

风险提示

- 直营店建设不达预期的风险、新品牌建设周期过长的风险;
- 目前国内纺织服装消增速放缓, 可能影响鞋类消费, 导致业绩可能低于预期。

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

内容目录

询价区间 25.94-32.42 元	4
品牌知名度最高的男鞋龙头企业	5
纵向一体化经营的男鞋龙头企业，兼顾女鞋发展	5
多品牌架构的搭建彰显了公司的发展战略	5
品牌知名度高，市场占有率名列前茅	5
股权结构分析	7
鞋业行业分析：品牌及渠道资源最为关键	8
鞋业已形成全球化分工格局，国内品牌鞋企重视品牌培养和渠道建设	8
鞋企先发优势明显，龙头企业地位稳固	8
男鞋及女鞋行业对比：忠诚度不同、渠道模式不同	8
渠道布局完善，营销实力突出，依托优势深耕产业链	10
专卖店布局相对完善，渠道先发优势明显	10
营销能力最为突出，品牌形象不断提升	10
依托产业集群优势、先发优势，深耕产业链	10
未来业绩增长的核心在于继续强化其竞争优势	12
横向：拓展产品品类&完善多品牌架构	12
纵向：区域结构优化&注重内生性增长	12
募集资金项目分析	13
盈利预测假设	14
风险提示	16
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：可比公司估值水平	4
图表 2：公司历年男鞋、女鞋、皮具的收入占比	6
图表 3：2011 年中期，自产与外包的收入占比为 4:6	6
图表 4：公司历年不同销售模式的收入占比	6
图表 5：公司历年不同区域的销售收入占比	6
图表 6：公司历年终端门店的分类及数量	6
图表 7：商场店、独立店在直营体系中的数量占比	6
图表 8：2010 年我国男皮鞋市场占有率	6
图表 9：2010 年华东地区男皮鞋市场占有率	6
图表 10：品牌架构以自有品牌培育为主，同时代理国际品牌	7

图表 11: 公司历年收入及其增速	7
图表 12: 公司历年净利润及其增速	7
图表 13: 发行前后股权结构变化	7
图表 16: 对比品牌服装、女鞋、男鞋及家纺行业	9
图表 17: 国际知名鞋企均采用纵向一体化的经营模式	9
图表 18: 新建直营店的分类、功能划分、投资概算	13
图表 19: 业务拆分	15
图表 20: 销售预测	16

询价区间 25.94-32.42 元

- **业绩预期:** 我们预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 38.68 亿、49.67 亿、64.05 亿元, 分别同比增长 30.41%、28.42%、28.94%; 实现归属于母公司净利润分别为 6.50 亿、8.69 亿、11.34 亿元, 分别同比增长 42.12%、33.72%、30.50%, 对应 EPS (摊薄) 分别为 1.621 元、2.168 元、2.829 元。
- **建议询价区间 25.94-32.42 元:** A 股上市公司中, 与公司业务接近的是星期六、七匹狼、九牧王、报喜鸟、希努尔、卡奴迪路, 我们以 6 家公司 2012 年平均估值 20.24 倍为基础, 给予公司 12 年 16-20 倍 PE, 对应价格为 25.94-32.42 元。

图表1: 可比公司估值水平

	股价	市值	EPS (元)		PE (倍)	
	(元)	(亿元)	2012E	2013E	2012E	2013E
星期六	7.57	27.51	0.30	0.34	25.23	22.33
七匹狼	36.58	103.48	2.13	2.86	17.20	12.80
九牧王	23.69	135.73	1.20	1.61	19.77	14.71
报喜鸟	12.82	76.13	0.82	1.02	15.69	12.62
希努尔	20.66	41.32	1.18	1.51	17.50	13.69
卡奴迪路	40.73	40.73	1.56	2.10	26.06	19.37
平均估值					20.24	15.92

来源: 国金证券研究所, 股价为 2012 年 4 月 10 日收盘价

品牌知名度最高的男鞋龙头企业

纵向一体化经营的男鞋龙头企业，兼顾女鞋发展

- **公司是国内品牌知名度最高的男鞋企业：**国内皮鞋行业素有“北森达、南奥康”的说法，公司龙头地位突出，2011年公司实现营业收入 29.66 亿，营业利润 5.346 亿、净利润 4.57 亿。公司主要从事皮鞋及皮具产品的研发、生产、分销及零售业务，2011 年男鞋、女鞋、皮具的收入比例约为 49: 44: 7。公司同时以 OEM/ODM 的模式，为国际知名皮鞋品牌代工生产。终端零售以加盟为主，2011 年直营、加盟、出口业务的收入比例为 21: 67: 12。
- **纵向一体化经营，生产 60%外包，渠道以经销商为主，经销商初次订货额占比 61%：**公司 1) 在温州和重庆设有生产基地，生产人员 4602 人，年自产产能 950 万双；2) 皮革集中采购，辅料则就近采购，2011 年前 5 名供应商占采购总额 6%，原材料议价能力强；3) 拥有直营渠道 477 个，经销商网点 4035 个，销售总面积 28 万平米；4) 终端门店以加盟为主，2011 年收入占比 67%，核心销售区域为华东区，2011 年收入占比 51%；随着内销市场品牌知名度的提高，公司 OEM/ODM 由 2008 年收入占比的 35%下降至 2011 年的 12%。

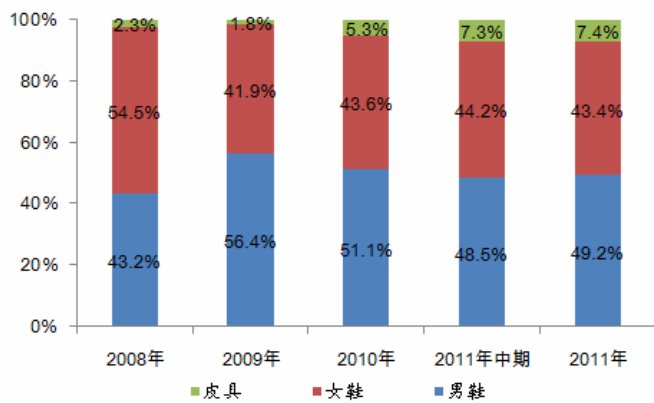
多品牌架构的搭建彰显了公司的发展战略

- **专注于皮鞋及皮具品牌运营：**公司 1) 主要生产男女皮鞋，以时尚商务皮鞋为主，品牌定位于中青年打拼族、时尚白领、中高端收入阶层、成功人士，年龄层次在 20-45 岁，该人群占全国人口比例在 40%，消费意愿较强；2) 下设 5 大品牌，构建了以“奥康”覆盖商务人士、“康龙”覆盖休闲人群，“红火鸟”覆盖年轻人群，“美丽佳人”覆盖女性前卫人群、“万利威德”覆盖富裕成功人士的全系列品牌矩阵。
- **多品牌架构的搭建彰显了公司的发展战略：**主品牌奥康知名度最高，目前进入平稳发展期，公司依托奥康品牌的渠道资源及运营经验，悉心培养康龙等品牌；在以专卖店形式运营出品牌知名度较高的男鞋形象后，公司兼顾女鞋品牌的打造，重点培养以商场店中店为终端模式的高端女鞋品牌美丽佳人；自有品牌培养的同时，公司通过代理国际知名鞋类品牌，累积生产管理、组织运营、终端营销等方面的成熟经验，反哺自有品牌的未来发展。

品牌知名度高，市场占有率名列前茅

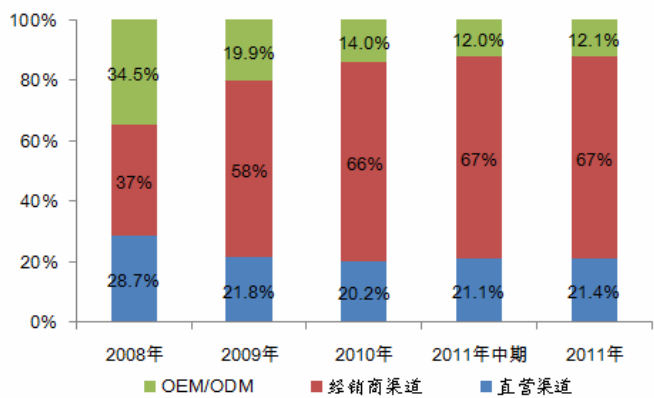
- **凭借较高的品牌知名度，品牌市场占有率名列前茅：**2010 年奥康品牌价格达到 80.02 亿元；根据中国行业企业信息发布中心（CIIC）发布的消费品市场重点调查报告显示，2010 年度公司在男皮鞋市场占有率排名第二，为 5.79%；在华东地区男皮鞋市场占有率排名第一，为 6.64%。
- **盈利能力随品牌知名度的提高不断提升：**自 2008 年成功实施“奥运营销”战略之后，公司品牌知名度迅速提升，营业收入与净利润均获得迅速增长，2008-2011 年营业收入、营业利润、净利润的复合增长率分别为 40.09%，112.65%，119.45%。

图2: 公司历年男鞋、女鞋、皮具的收入占比



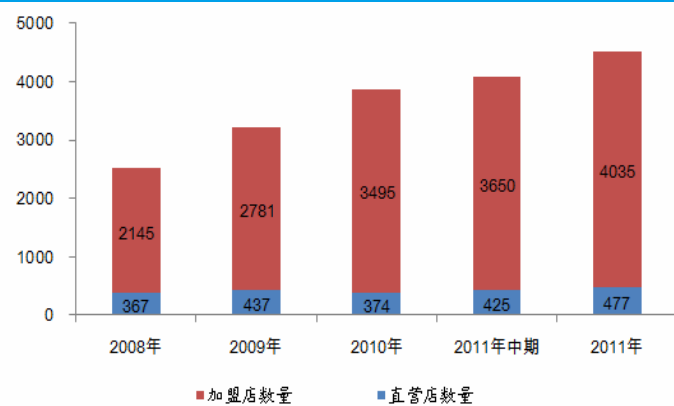
来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

图4: 公司历年不同销售模式的收入占比



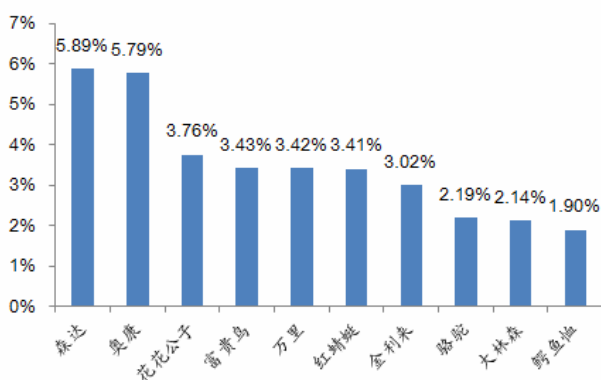
来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

图6: 公司历年终端门店的分类及数量



来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

图8: 2010年我国男皮鞋市场占有率



来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

图3: 2011年中期, 自产与外包的收入占比为4:6

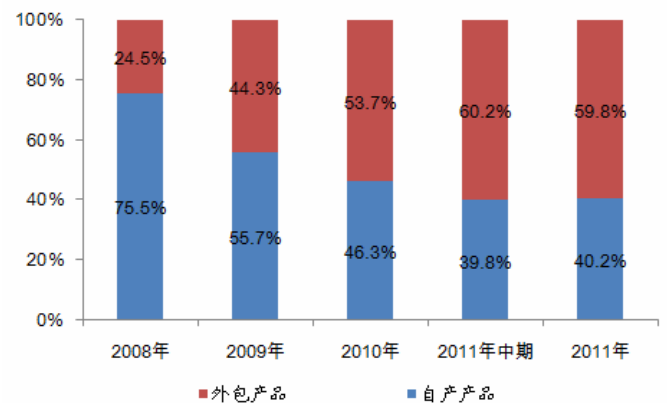


图5: 公司历年不同区域的销售收入占比

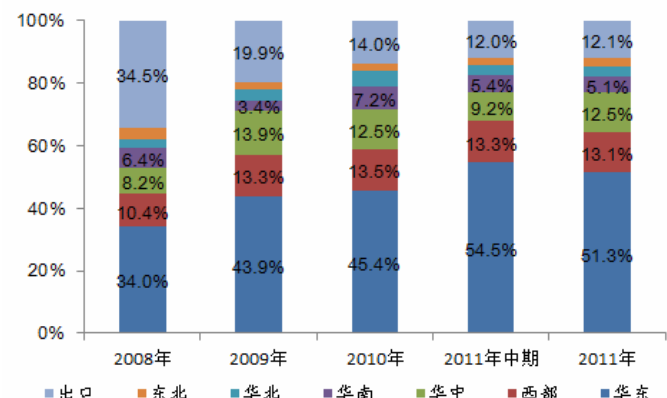


图7: 商场店、独立店在直营体系中的数量占比

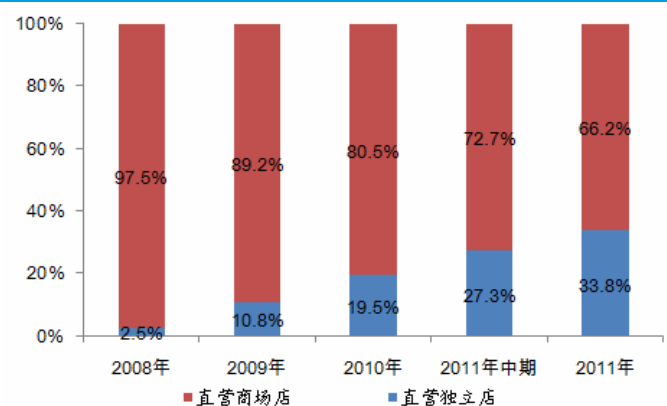
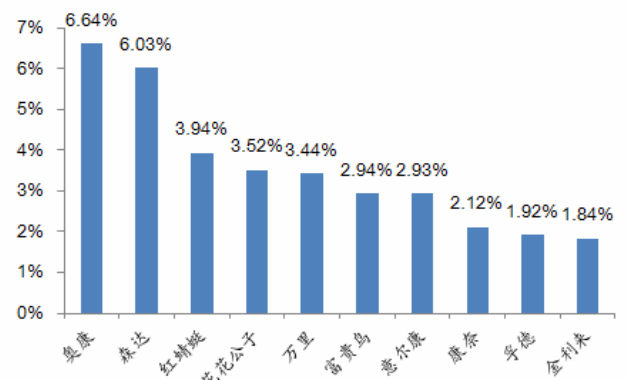


图9: 2010年华东地区男皮鞋市场占有率

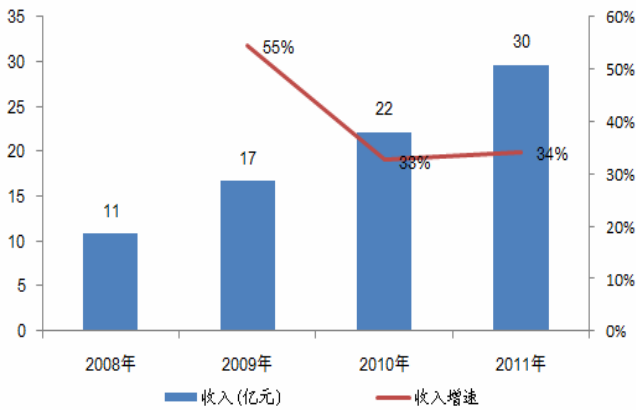


图表10: 品牌架构以自有品牌培育为主, 同时代理国际品牌

品牌	奥康	康龙	红火鸟	美丽佳人	万利威德
品牌风格	商务时尚	休闲时尚	年轻时尚	前卫时尚	尊贵时尚
目标消费群	20-45岁	20-35岁	18-35岁	20-35岁	25-40岁
	商务人群	休闲人群	年轻人群	女性前卫人群	成功富裕人群
产品特点	以男鞋为主, 款式为搭配西装等较为正规的服装的工作用鞋	以轻便舒适、价格实惠、款式新颖等手段参与市场竞争	以大众消费者作为主要目标群体, 时尚又实惠	以高收入女士为目标消费群的女鞋品牌	高端品牌, 满足高端人群的品质要求
价位区间	形象产品: 500-800元 主打产品: 300-500元 竞争产品: 200-300元	形象产品: 500-800元 主打产品: 300-500元 竞争产品: 200-300元	主打产品: 200-300元 竞争产品: 160-230元	形象产品: 600-1000元 主打产品: 400-600元 竞争产品: 300-500元	主打产品: 800-1500元
营销表现	以“梦想是走出来的”做为广告语, 2008年以刘翔做为品牌代言人	“从容行天下”, 在放松状态下享受成功的喜悦。赞助CCTV-5“康龙武林大会”	越万变、越风潮	以“美丽的鞋子带你到美丽的地方”做广告语, 结合法国元素进行传播	低调的品究者, 品味隐于细节

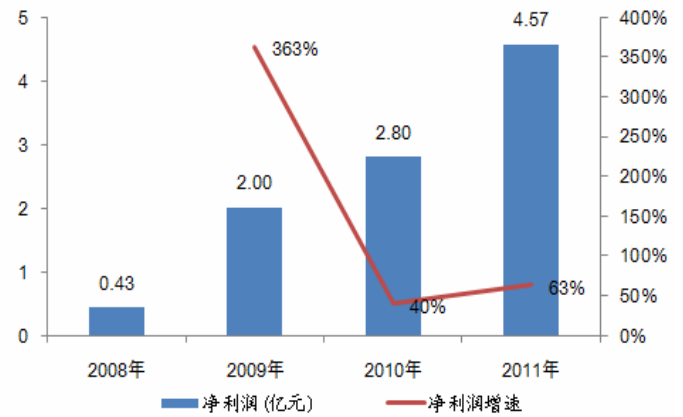
来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

图表11: 公司历年收入及其增速



来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

图表12: 公司历年净利润及其增速



股权结构分析

- 公司本次发行前总股本为 3.2 亿股, 本次拟发行 8100 万股, 发行后公司总股本为 4 亿股, 公司发行前后的股权结构情况如下表:

图表13: 发行前后股权结构变化

股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股份数 (万股)	比例	股份数 (万股)	比例
一、有限售条件的流通股	31998	100%	31998	80%
奥康投资	20423.10	63.83%	20423.10	50.93%
王振滔	5985.00	18.70%	5985.00	14.93%
王进权	1995.00	6.23%	1995.00	4.98%
红岭创投	1066.60	3.33%	1066.60	2.66%
缪彦枢	997.50	3.12%	997.50	2.49%
潘长忠	997.50	3.12%	997.50	2.49%
长霆创投	533.30	1.67%	533.30	1.33%
二、本次发行流通股	-	-	8100	20%
合计	31998	100%	40098	100%

来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

鞋业行业分析：品牌及渠道资源最为关键

鞋业已形成全球化分工格局，国内品牌鞋企重视品牌培养和渠道建设

- **国际鞋业制造中心经历了多次转移，目前中国鞋类制造业发达：**1) 制鞋业作为劳动密集型产业，鞋产品消费的主要市场在发达国家，而鞋产品的大规模生产却在发展中国家；2) 目前国际制鞋业的分工格局是以欧美为代表的发达国家鞋企主要进行品牌营运，东南亚国家，包括中国的鞋企主要进行生产加工；3) 1996年起，中国已成为世界上鞋类产品生产和出口第一大国，鞋类出口占世界出口总量的60%。
- **国内品牌鞋企重视品牌培养和渠道建设：**欧美鞋企着重在强化品牌内涵，扩大品牌影响力，扩大营销网络建设等优势；中国鞋企除依靠低劳动力成本、高生产效率、稳定可靠产品质量优势参与国际产业分工外，中国有能力的制鞋企业已提前布局，创立自有品牌和建设营销网络。

鞋企先发优势明显，龙头企业地位稳固

- **鞋企先发优势明显：**鞋类产品同质化较强，而且消费者对于“撞鞋”反感度远低于服装，因此包括百丽和公司在内的鞋类品牌企业基本采取相对较低的首单率，尽量高的补单率来应对市场变化、顺应时尚需求，而提高补单率、降低补单周期是对公司整体经营实力的考验，需要相当长时间在内部管理、渠道建设和管控、供应链管理、信息系统等等环节上做出巨大努力才能取得成效，因此鞋类品牌龙头地位一旦建立后，相对稳固，先发优势相对明显，后来超越难度相对于休闲服来说更大。
- **龙头企业地位稳固：**龙头企业依托先发优势，市场地位稳固，根据市场调研数据显示，目前市场上在品牌认知度方面，百丽排在第一位，奥康凭借一直以来在品牌形象塑造方面的努力，以32.1%的提及率排在第二位，2009年世界品牌实验室发布《中国500最有价值品牌排行榜》，有4个皮鞋品牌进入此榜，分别为百丽、奥康、红蜻蜓、达芙妮。

男鞋及女鞋行业对比：忠诚度不同、渠道模式不同





- **女鞋品牌对时尚度要求高，品牌忠诚度低：**1) 女鞋品牌与渠道的稀缺性带来竞争壁垒，竞争格局较为稳定，女鞋的主要销售渠道为商场或购物中心，稀缺性导致具有渠道资源的女鞋企业先发优势明显，渠道布局将构成行业的进入壁垒，也决定了女鞋企业难以照搬服装企业的发展路径，即通过大规模的大众化广告营销，通过加盟商的资金杠杆作用抢占市场，女鞋企业更多以直营模式为主，以追求持续稳定增长为经营目标；2) 女鞋消费者品牌忠诚度不高，企业多数采用多品牌战略，女性消费者重视“选择多样性”，随机购买的概率较大，品牌忠诚度较低，女鞋企业多数采用多品牌战略。
- **男鞋品牌时尚性弱，品牌忠诚度高，先发和规模优势更加明显：**1) 产品品质是男鞋品牌的基础，较之于时尚度较高的女鞋，男鞋更讲究舒适性、适用性，品牌忠诚度高，容易形成规模化优势，后进入者在目前激烈的市场竞争环境下，很难形成差异化竞争；2) 男女鞋行业均处于渠道竞争阶段，相对于女鞋品牌终端形式以商场专柜为主，男鞋品牌目前以专卖店销售为主。
- **共同点：**1) 知名品牌的市场份额正不断加大，中国行业企业信息发布中心数据显示，2000年-2010年女皮鞋市场前十大品牌分别按销售额计算的市场份额分别由35.3%增加到59.6%；时尚性处于早期培育阶段为我国男鞋品牌培育壮大创造了良好的环境，优势男鞋企业依托渠道和品牌营销也实现了市场份额的快速提高；2) 较之于服装，鞋类产品的原材料较为简单，补单率成为行业内企业竞争的关键，鞋类企业一般采用纵向一体化的经营模式，提高快速反应的能力。

图表14：对比品牌服装、女鞋、男鞋及家纺行业

	品牌服装	女鞋	男鞋	家纺
发展阶段	成熟的市场竞争。这几个行业当中，服装的竞争无疑是最激烈的，主要体现在各个档次的品牌服装特点鲜明，市场细分很明确	渠道竞争为主，区别在于国内女鞋品牌基本以商场柜台为主，国内男鞋品牌以专卖店为主		渠道竞争为主，主要品牌仍有一定区域范围，真正的全国品牌在形成过程中
市场特征	由于市场细分比较明确，时尚性很高，一般采取单一品牌运作的模式	女鞋的时尚性没有服装那么强，地域性风格也没有服装差异那么大，特别是市场竞争以渠道竞争为主，因此女鞋比较容易做成全国性的品牌，并形成多品牌经营的方式	男鞋同样以渠道竞争为主，时尚性更弱，因此先发优势更为重要，后进入者在目前市场情况下，很难形成差异化竞争。这也是百丽巨资并购森达的主要原因	家纺消费者购买产品的随机性很高，并且家纺行业与地产行业的繁荣程度关联性很高
销售网络	不同的公司根据品牌定位和服装种类选取不同的渠道模式：相对高端的“空姿”以百货商场作为销售渠道，自营为主要销售模式；以规模扩张为当前主要发展战略的美邦、七匹狼等以专卖店为主，加盟结合直营的经营模式	女鞋龙头企业的销售渠道比较单一，更多的依赖百货商场，相应直营比例较高。也有档次较低的品牌以独立店铺的形式发展，例如达芙妮。销售模式的单一主要是行业发展水平不高所致	中国男鞋品牌很少能进入中高端百货商场渠道，一般以专卖店和超市为主要销售渠道，这主要是品牌定位和企业经营历史造成的	百货商场+专卖店，由于家纺品牌可进入商场，直营比例高于国内一般服装品牌
市场集中度	非常分散	低端产品的市场竞争无序混乱，中高端品牌的市场集中度相对较高。		
该行业欧美市场的发展情况	进入了品牌并购阶段，例如LVMH集团经营服装、香水、酒类，钟表等50多个奢侈品品牌，包括LV, FENDI, CELINE等；VF集团旗下Lee, Wrangler, JanSport, The North Face等20几个休闲品牌。这些并购也体现了品牌服装的市场细分成熟度，集团有自己的经营风格，并购品牌也要配合集团的风格一致性	品牌系列化经营已经成为一个趋势，正是由于服装品牌发展走在了鞋类和家纺的前面，欧美市场的总容量已经饱和，品牌之间的竞争要靠市场份额和经营领域的扩大来完成，因此很多大的服装品牌通过品牌并购和系列化的延伸来扩大经营规模，鞋类作为服装的搭配配饰，最先被品牌服装系列化经营。目前很多大的服装集团也已经进入了家纺市场，例如美国最大的家纺品牌是ESPIRIT, zara, HM等全球销量领先的服装品牌近年来也都拓展了home系列		

来源：国金证券研究所、公司年报

图表15：国际知名鞋企均采用纵向一体化的经营模式

品牌名称	研发、生产、营销模式
	原在总部斯特瑞特拥有大规模的生产工厂，目前已将工厂陆续迁到海外。 CLARKS产品销往全球165个国家和地区，成为非运动鞋类的全球著名品牌。
	生产线分别设于丹麦、意大利、荷兰、斯洛伐克、葡萄牙、印尼、中国及印度。在厦门设立ECCO皮革（厦门）有限公司，年产皮鞋500万双。 在全球拥有数千家营销网络终端。
	在全球22个国家拥有33个生产基地。 全球拥有4700家自营的商店和50000个独立零售商和加盟店。
	从产品设计到开发、生产、营销、推广、分销、零售等产业链上的各个环节，全部由百丽自己承担。

来源：国金证券研究所、公司招股说明书

渠道布局完善，营销实力突出，依托优势深耕产业链

专卖店布局相对完善，渠道先发优势明显

- **销售网络相对完善：**公司利用经销与直营相结合的模式，有效地整合了资源，形成庞大的销售网络，实现规模经营和快速扩张。目前公司在全国各地的销售网点为 4512 家，在华东市场占据绝对优势。成熟的营销网络运营体系拉动公司盈利能力不断增强，形成公司的先发优势。
- **销售网络是企业赢得市场的关键，以经销模式为主是公司的战略选择：**公司 1) 以抢占市场份额为主导，采用最迅速最有效的经销模式，集中资源扶持经销渠道，在全国重点消费市场区域快速完成营销网络的布点，提高市场占有率；2) 在渠道拓展上，“打造区域第一”是市场开拓的核心方针，以“1+N”（“1”代表旗舰店或形象店，“N”代表标准店）的市场策略大力鼓励经销商开店，形成品牌规模效应。

营销能力最为突出，品牌形象不断提升

- 公司布局全国的销售网络、持续投入并不断提升的研发设计能力、稳健的管理团队推动公司品牌知名度不断提升，但与竞争对手真正能够拉开距离，且最具特色的竞争优势，在于公司营销方面的创新能力。
- **公司在营销方面的核心优势有四点：**1) 抓住了奥运会赞助的机会，迅速拉开与竞争对手之间的距离，在全国范围内广泛提升了品牌知名度；2) 策划能力强，尤其擅长抓住社会热点进行营销；3) 擅长挖掘各类广告资源，如在娱乐营销领域不断追踪热点，进行新的尝试；4) 重视媒体关系的积累。
 - **2008 年奥运会为公司提供一个强有力的奥运市场营销平台：**作为 2008 年北京奥运会皮具产品供应商，公司在全程赞助之后，联合刘翔等体育明星开展一系列公益活动，同步配合产品发布，提升品牌影响力及产品知名度，为日后的品牌运作、实施品牌战略，奠定了基础。奥运营销充分展示了公司形象、扩大了在全国范围内的影响力，为公司提升品牌提供了宝贵机遇。
 - **根据社会热点进行营销策划的能力强：**公司品牌从创立伊始就不断创新营销策划，与一流的营销策划机构合作，已成功实施事件营销、奥运营销、网络营销、娱乐营销、互动营销、植入式行销、体验式营销、快乐营销等营销方式，此类营销策划在业界和社会上引起了较大反响，使公司品牌的知名度、美誉度不断提升，公司品牌价值大幅度提高，为公司不断创造新的业绩提供了重要保障。
 - **主动挖掘各类广告资源：**公司在娱乐营销领域不断追踪热点，进行新的尝试，如 2006 年公司与浙江卫视合作“康龙之夜”《男生女生》节目，使康龙品牌放松休闲的内涵广为流传；公司主动挖掘“公司 Office 时尚达人”选拔活动、《丑女无敌第二季》、浙江卫视《爱上女主播》、湖南卫视《快乐家族》、江苏卫视《非诚勿扰》等平台上的广告资源，开展深度合作，不断提升公司品牌的知名度和美誉度。
 - 公司重视媒体关系的积累，为营销活动的前期造势、同步宣传、后续推广方面累积了强大的媒体资源，提升了营销活动的宣传效果。

依托产业集群优势、先发优势，深耕产业链

- 纵向一体化模式涵盖设计研发、生产制造、终端零售、后台支持等系列化的流程管理，加之制鞋行业是劳动密集型产业，公司完成原始积累后，要想继续做大做强时，必然会碰到瓶颈，**公司依托温州鞋业集群的优势，凭借对鞋业产业链熟悉的背景和雄厚的资金实力，整合产业链的相关度。**公司以终端需求为导向，通过品牌组合，实现对不同层级市场的服务，同时以集群降低成本、以代工借道国际技术、以技术支撑品牌发展，以品牌影响获得市场先机和资本支持，充分发挥整体产业链的优势。

- **公司地处温州，具备产业集群优势：**3000 多家鞋企和 1000 多家配套企业形成了一个完整产业链，各环节分工协作，把制鞋成本降到了最低。1) 温州的制鞋业由家庭作坊式鞋厂率先走向规模化生产的道路，目前温州的鞋类生产总量占全国 25%以上，配套厂家达 2500 多家，拥有大量熟练技工，形成了一条龙服务，配套产业链优势明显；2) 化工行业是制鞋产业的基石，温州皮革化工行业优势明显，目前温州皮革化工行业具备销售稳定（80%供给本土鞋企业）、成本优势明显（节省了物流环节的运输费、仓储费等）、资金运转周期短（从下单到供货的时间周期短）等优势。
- **凭借产业集群优势、公司自身的先发优势，深耕产业链：**纵向一体化的全产业链优势，使企业在供应链后端发力，辅助前端很好地迎合市场。
 - **研发设计方面：**公司 1) 设计团队稳定，设计资源均为自主培养，深谙品牌形象，设计经验得以有效传承，不仅每季度能开发出 3000 多个新款，同时还能保证在补单过程中搭配充足的新款；2) 设立东莞分公司，将东莞作为顺应时尚趋势、扩大国际化接单的窗口，聘请意大利著名设计师常驻温州，将新工艺、新材料、新设计理念和款式带去温州；3) 充分利用代理品牌万利威德的研发优势，对国际市场的时尚风格、材料、鞋配件、鞋款趋势进行分析和学习；4) 借助高效的信息技术系统，加快对市场的反应速度，使产品设计部门及时跟踪流行趋势和消费者喜好的变化，设计出反映市场最新流行元素的产品。
 - **加工生产方面：**公司着手搭建了中国皮鞋业最完善、最庞大的生产体系，形成了由总部生产基地、瓯北国际品牌产业园和西部鞋都公司生产基地等三大生产基地的“大生产”格局，其中温州总部生产基地主攻内销产品生产；西部鞋都公司生产基地主攻中低档产品生产，为世界零售巨头代工；国际品牌产业园主攻高档产品，为国际品牌 OEM。

未来业绩增长的核心在于继续强化其竞争优势

- 公司作为鞋业龙头企业，先发优势突出，在现有市场规模及品牌实力的基础上，鞋业整体发展相对稳健，业内龙头企业竞争地位相对稳固，我们认为公司未来的业绩增长，其核心在于继续强化其竞争优势，尤其是在多品牌经营、渠道结构优化等方面。

横向：拓展产品品类&完善多品牌架构

- **产品品类拓展空间较大：**公司 1) 强势于男鞋的生产及零售，未来将继续探索女鞋，尤其是高端女鞋品牌美丽佳人的经营模式；2) 拓展皮具配饰等，如在店铺门口与收银台之间的中间地段，公司将放置钱夹、皮带等皮具，连带销售；3) 增加小配件方面的销售，如鞋油、鞋垫等高毛利但又不占据额外空间的产品。
- **从多品牌结构来看，以主品牌奥康的现有渠道资源为平台，以康龙和万利威德为起点的渠道倍增之路将充分受益于品牌协调效益、规模效应：**公司 1) 主品牌奥康进入成熟期，未来将稳健经营奥康品牌；2) 加快康龙等品牌的渠道布局，2001 年公司推出康龙品牌，很快进入高速增长期，导致货源、管理难度加大，公司吸取经验，此后采用“蛛网”模式进行区域扩张，精耕细作一个空白区域后，再进入另一个市场，即使奥康品牌目前只覆盖了上海、浙江、湖南、湖北、江西、江苏、安徽 7 个省份，康龙依托成功的休闲男鞋定位和共振的品牌营销策划，2011 年网点数量较 2008 年增长 187%，成为公司未来增长的主要推动力，未来其他品牌在此发展模式下，增长潜力巨大；3) 代理国际品牌，学习高端品牌的经营与管理经验，提升自有品牌的经营实力。

纵向：区域结构优化&注重内生性增长

- **渠道结构优化：**1) 以渠道拓展区域看，公司目前 40%的渠道和 51%的收入来自华东地区，相比百丽在华东、华南、华北自营渠道均匀分布格局，随着公司稳打稳扎的异地市场扩张策略实施，未来公司市场拓展的空间大；2) 从店铺平均面积 69 平方米来看，小店换大店计划将明显提升店效，公司未来将激励加盟商将原有的小店（60 平米左右）用来开设康龙或红火鸟，再另寻大店（100 平米左右）开设奥康品牌，快速增加总营业面积，店铺面积的增加将直接带动店效的提升，拉动公司未来业绩的增长。
- **注重内生性增长，提高店铺运营能力：**为进一步强化二、三线城市的网络覆盖率，公司将在未来两年内通过购买或租赁的方式开设 120 家直营标准店和 180 家商场店中店，以此来强化公司的市场占有率及竞争实力，之前公司在终端管理上面经验不足，随着直营专卖店的不断增加，经验更加丰富，以此指导加盟商提高终端销售能力，提高店铺的运营能力。

募集资金项目分析

- 公司计划发行股票不超过 8100 万股，占发行后总股本的比例不超过 20%，募集资金用于三个项目：
 - 项目 1：营销网络建设项目（8.76 亿元）；
 - 项目 2：信息化系统建设项目（9610 万元）；
 - 项目 3：研发中心技改项目（5001 万元）；
- **营销网络建设项目**：本项目预算总投资 8.76 亿元，其中工程建设投资 7.61 亿元，铺底流动资金 1.15 亿元，项目建成后预计实现年均营业收入 5.5 亿元，净利润 1.4 亿元。

图表16：新建直营店的分类、功能划分、投资概算

	计划店铺数						T年（40%投入）						T+1年（60%投入）					
	店铺数量总计 个	店铺面积总计 m ²	购买		租用/合作/联营		数量 个	购店 万元	装修 万元	流动资金 万元	租金 万元	资金小计 万元	数量 个	购店 万元	装修 万元	流动资金 万元	租金 万元	资金小计 万元
			数量	面积	数量	面积												
			个	m ²	个	m ²												
旗舰店	12	3000	12	3000	-	-	5	12000	156	360	-	12516	7	18000	234	540	-	18774
形象店	36	5400	36	5400	-	-	14	12960	281	648	-	13889	22	19440	421	972	-	20833
标准店	120	12000	20	2000	100	10000	48	2400	624	1440	1600	6064	72	3600	936	2160	2400	9096
商场店中店	180	8100	-	-	180	8100	72	-	421	2160	-	2581	108	-	632	3240	-	3872
合计	348	28500	68	10400	280	18100	139	27360	1482	4608	1600	35050	209	41040	2223	6912	2400	52575

来源：国金证券研究所、公司招股说明书

- **信息化系统建设项目**：本项目投资预算总额为 9610 万元，其中建设投资 9483 万元，安装工程和培训费用 127 万元，计划通过本次公开发行募集资金投资建设。
- **研发中心技改项目**：本项目预计总投资金额为 5001 万元，将在现有研发中心的基础上进行规模扩建，投资于鞋类科技研究院技改工程装修费用、设备购置上。
- 以上三个项目将围绕公司主营业务进行，并将全部使用本次首次公开发行募集资金，按照轻重缓急投入以上三个项目，若募集资金不足，不足部分将通过自筹方式解决。

盈利预测假设

- 公司募集资金项目重点建设直营体系，我们根据募投规划，预计 2012-2014 年直营独立店分别新增 70 家、110 家、80 家；直营商场店分别新增 80 家、110 家、90 家；经销店铺未来三年分别增加 700 家、700 家、800 家。
- 根据公司历史上的店效情况及未来规划，参考公司未来的开店速度及店铺盈利周期，我们预计 2012-2014 年直营独立店店效分别为 180 万元/家、185 万元/家、190 万元/家；直营商场店店效分别为 70 万元/家、75 万元/家、80 万元/家；考虑到公司未来将加大对经销店铺运营的效率及终端零售能力，我们预计经销店铺店效分别为 54 万元/家、58 万元/家、65 万元/家。
- 随着公司品牌知名度的不断提升，我们预计终端体系的盈利能力将有所提高，但考虑到新品牌的市场拓展需要一定的扶持，我们保守估计 2012-2014 年直营体系毛利率分别为 54%、54%、54%；加盟体系毛利率分别为 35%、35%、35%。
- 直营团购的规模较小，成功上市将提升品牌的知名度，预计未来公司直营团购业务将仍以较高的速度增长，但考虑到团购业务的不稳定性，我们保守估计未来三年公司直营团购的收入增速分别为 60%、60%、60%。
- 公司战略上以内销为主，但仍然非常重视 OEM/ODM 带来的设计、技术、运营、零售等方面的经验学习，我们预计未来此业务收入增速将保持在 15%，毛利率保守预计保持在 15%。
- 男鞋企业规模优势明显，未来公司将一方面加大对渠道建设的投入力度，另一方面将继续强化品牌实力的提升，预计费用支出的变动情况匹配其收入增长，预计 2012-2014 年营业费用率、管理费用率分别稳定在 9.5%、5.5%。

图表17: 业务拆分

	2008	2009	2010	1H11	2011	2012E	2013E	2014E
直营体系								
直营独立店								
门店净增		38	26		88	70	110	80
门店数	9	47	73	116	161	231	341	421
同比增长		422.22%	55.32%		120.55%	43.48%	47.62%	23.46%
店效 (万元/家)	240.22	152.03	230.50	100.04	181.47	180.00	185.00	190.00
同比增长		-36.71%	51.61%		-21.27%	-0.81%	2.78%	2.70%
销售额 (万元)	2,161.96	7,145.50	16,826.16	11,604.17	29,216.94	41580	63085	79990
同比增长		230.51%	135.48%		73.64%	42.31%	51.72%	26.80%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	54.00%	54.00%	54.00%
毛利额	742.63	2951.09	7521.29	6216.35	14766.24	22453.20	34065.90	43194.60
直营商场店								
门店净增		32	-89		15	80	110	90
门店数	358	390	301	309	316	396	506	596
同比增长		8.94%	-22.82%		4.98%	25.32%	27.78%	17.79%
店效 (万元/家)	56.84	58.78	70.72	38.03	65.40	70.00	75.00	80.00
同比增长		3.41%	20.31%		-7.52%	7.03%	7.14%	6.67%
销售额 (万元)	20,348.70	22,922.91	21,285.49	11,749.80	20,666.68	27720	37950	47680
同比增长		12.65%	-7.14%		-2.91%	34.13%	36.90%	25.64%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	54.00%	54.00%	54.00%
毛利额	6989.78	9467.16	9514.61	6294.37	10444.94	14968.80	20493.00	25747.20
直营团购								
销售额 (万元)	8,386.18	5,828.86	6,428.30	4,715.98	13,040.00	20864	33382.4	53411.84
同比增长		-30.49%	10.28%		102.85%	60.00%	60.00%	60.00%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	54.00%	54.00%	54.00%
毛利额	2880.65	2407.32	2873.45	2526.35	6590.42	11266.56	18026.50	28842.39
加盟体系								
经销商店铺								
门店净增		636	714		540	700	700	800
门店数	2145	2781	3495	3650	4035	4735	5435	6235
同比增长		29.65%	25.67%		15.45%	17.35%	14.78%	14.72%
店效 (万元/家)	18.52	34.62	41.59	24.33	48.62	54.00	58.00	65.00
同比增长		86.99%	20.13%		16.88%	11.08%	7.41%	12.07%
销售额 (万元)	39,717.58	96,286.41	145,369.43	88,786.41	196,163.86	255690	315230	405275
同比增长		142.43%	50.98%		34.94%	30.35%	23.29%	28.56%
毛利率	27.66%	28.32%	31.86%	34.11%	32.47%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利额	10985.88	27268.31	46314.70	30285.04	63694.41	89491.50	110330.50	141846.25
其他								
OEM/ODM								
销售额 (万元)	37,166.06	32,884.48	30,859.54	15,899.19	35,596.25	40935.69	47076.041	54137.45
同比增长		-11.52%	-6.16%		15.35%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	14.32%	19.15%	18.90%	15.89%	14.86%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利额	5322.18	6297.38	5832.45	2526.38	5289.60	6140.35	7061.41	8120.62
门店总数	2512	3218	3869	4075	4512	5362	6282	7252
主营业务收入合计	107780	165068	220769	132756	294684	386790	496723	640494
同比增长		53.15%	33.74%		33.48%	31.26%	28.42%	28.94%
主营业务毛利率	24.98%	29.32%	32.64%	36.04%	34.20%	37.31%	38.25%	38.68%
主营业务毛利额	26921.13	48391.26	72056.51	47848.50	100785.61	144320.41	189977.30	247751.06

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 直营店建设不达预期的风险。
- 新品牌建设周期过长的风险。
- 目前国内纺织服装消费增速放缓，可能影响鞋类消费，导致业绩可能低于预期。

图表18: 销售预测

项 目	2008	2009	2010	1H11	2011	2012E	2013E	2014E
直营								
销售收入(百万元)	308.97	358.97	445.40	280.70	629.24	901.64	1,344.17	1,810.82
增长率(YOY)		16.18%	24.08%		41.27%	43.29%	49.08%	34.72%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	54.00%	54.00%	54.00%
销售成本(百万元)	202.84	210.72	246.31	130.33	311.22	414.75	618.32	832.98
增长率(YOY)		3.86%	16.89%		26.36%	33.27%	49.08%	34.72%
毛利(百万元)	106.13	148.26	199.09	150.37	318.02	486.89	725.85	977.84
增长率(YOY)		39.69%	34.29%		59.73%	53.10%	49.08%	34.72%
占总销售额比重	28.67%	21.75%	20.17%	21.14%	21.35%	23.31%	27.06%	28.27%
占主营业务利润比重	39.42%	30.64%	27.63%	31.43%	31.55%	33.74%	38.21%	39.47%
加盟								
销售收入(百万元)	397.18	962.86	1,453.69	887.86	1,961.64	2,556.90	3,152.30	4,052.75
增长率(YOY)		142.43%	50.98%		34.94%	30.35%	23.29%	28.56%
毛利率	27.66%	28.32%	31.86%	34.11%	32.47%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本(百万元)	287.32	690.18	990.55	585.01	1,324.69	1,661.99	2,049.00	2,634.29
增长率(YOY)		140.22%	43.52%		33.73%	25.46%	23.29%	28.56%
毛利(百万元)	109.86	272.68	463.15	302.85	636.94	894.92	1,103.31	1,418.46
增长率(YOY)		148.21%	69.85%		37.53%	40.50%	23.29%	28.56%
占总销售额比重	36.85%	58.33%	65.85%	66.88%	66.57%	66.11%	63.46%	63.28%
占主营业务利润比重	40.81%	56.35%	64.28%	63.29%	63.20%	62.01%	58.08%	57.25%
OEM/ODM								
销售收入(百万元)	371.66	328.84	308.60	158.99	355.96	409.36	470.76	541.37
增长率(YOY)		-11.52%	-6.16%		15.35%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	14.32%	19.15%	18.90%	15.89%	14.86%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	318.44	265.87	250.27	133.73	303.07	347.95	400.15	460.17
增长率(YOY)		-16.51%	-5.87%		21.10%	14.81%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	53.22	62.97	58.32	25.26	52.90	61.40	70.61	81.21
增长率(YOY)		18.32%	-7.38%		-9.31%	16.08%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	34.48%	19.92%	13.98%	11.98%	12.08%	10.58%	9.48%	8.45%
占主营业务利润比重	19.77%	13.01%	8.09%	5.28%	5.25%	4.25%	3.72%	3.28%
销售总收入(百万元)	1077.80	1650.68	2207.69	1327.56	2946.84	3867.90	4967.23	6404.94
销售总成本(百万元)	808.59	1166.77	1487.12	849.07	1938.98	2424.69	3067.46	3927.43
毛利(百万元)	269.21	483.91	720.57	478.48	1007.86	1443.20	1899.77	2477.51
平均毛利率	24.98%	29.32%	32.64%	36.04%	34.20%	37.31%	38.25%	38.68%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,667	2,211	2,966	3,868	4,967	6,405
增长率		32.6%	34.1%	30.4%	28.4%	28.9%
主营业务成本	-1,182	-1,490	-1,941	-2,425	-3,067	-3,927
%销售收入	70.9%	67.4%	65.4%	62.7%	61.8%	61.3%
毛利	484	721	1,025	1,443	1,900	2,478
%销售收入	29.1%	32.6%	34.6%	37.3%	38.2%	38.7%
营业税金及附加	-11	-15	-19	-24	-31	-40
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-107	-189	-294	-367	-472	-608
%销售收入	6.4%	8.6%	9.9%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-76	-115	-167	-213	-273	-352
%销售收入	4.5%	5.2%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	290	402	545	839	1,123	1,476
%销售收入	17.4%	18.2%	18.4%	21.7%	22.6%	23.1%
财务费用	-24	-32	-8	15	19	14
%销售收入	1.5%	1.4%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
资产减值损失	-8	-6	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	259	364	534	854	1,142	1,490
营业利润率	15.5%	16.5%	18.0%	22.1%	23.0%	23.3%
营业外收支	-1	7	62	0	0	0
税前利润	258	372	596	854	1,142	1,490
利润率	15.5%	16.8%	20.1%	22.1%	23.0%	23.3%
所得税	-58	-91	-139	-204	-273	-356
所得税率	22.3%	24.6%	23.3%	23.9%	23.9%	23.9%
净利润	200	280	457	650	869	1,134
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	200	280	457	650	869	1,134
净利率	12.0%	12.7%	15.4%	16.8%	17.5%	17.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	200	280	457	650	869	1,134
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	33	41	37	52	68
非经营收益	14	14	10	42	0	0
营运资金变动	-333	-8	-231	-6	-415	-421
经营活动现金净流	-95	319	278	723	506	781
资本开支	-8	-271	-97	-171	-209	-160
投资	0	0	-20	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-8	-271	-116	-172	-209	-160
股权募资	0	150	0	2,009	-30	0
债权募资	152	-56	-32	-180	0	1
其他	94	-75	11	-6	-80	-100
筹资活动现金净流	247	18	-21	1,823	-110	-99
现金净流量	144	67	140	2,374	187	522

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	289	406	526	2,899	3,086	3,608
应收款项	554	555	816	988	1,337	1,811
存货	189	385	444	531	756	1,076
其他流动资产	37	57	93	50	63	81
流动资产	1,068	1,403	1,879	4,469	5,243	6,576
%总资产	75.1%	77.1%	79.5%	88.4%	87.6%	88.8%
长期投资	0	0	7	8	7	7
固定资产	188	191	200	376	536	630
%总资产	13.2%	10.5%	8.4%	7.4%	9.0%	8.5%
无形资产	151	190	241	198	195	193
非流动资产	355	416	485	584	740	832
%总资产	24.9%	22.9%	20.5%	11.6%	12.4%	11.2%
资产总计	1,423	1,819	2,364	5,053	5,983	7,409
短期借款	474	307	180	0	0	0
应付款项	562	719	901	1,084	1,219	1,561
其他流动负债	96	72	105	212	269	337
流动负债	1,132	1,098	1,186	1,296	1,487	1,898
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,132	1,098	1,186	1,296	1,487	1,899
普通股股东权益	291	721	1,178	3,757	4,496	5,510
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,423	1,819	2,364	5,053	5,983	7,409

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.879	0.875	1.429	1.621	2.168	2.829
每股净资产	2.725	2.252	3.682	9.369	11.212	13.741
每股经营现金净流	-0.890	0.998	0.869	1.803	1.263	1.948
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	68.95%	38.86%	38.83%	17.30%	19.34%	20.59%
总资产收益率	14.08%	15.40%	19.35%	12.87%	14.53%	15.31%
投入资本收益率	29.51%	29.50%	30.78%	16.99%	19.02%	20.39%
增长率						
主营业务收入增长率	54.51%	32.64%	34.15%	30.41%	28.42%	28.94%
EBIT增长率	188.39%	38.52%	35.42%	53.96%	33.95%	31.42%
净利润增长率	363.04%	39.75%	63.33%	42.12%	33.72%	30.50%
总资产增长率	14.66%	27.83%	29.96%	113.77%	18.41%	23.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.8	88.5	81.2	90.0	95.0	100.0
存货周转天数	53.3	70.2	77.9	80.0	90.0	100.0
应付账款周转天数	80.7	84.9	69.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	41.1	31.5	24.3	30.5	35.5	32.9
偿债能力						
净负债/股东权益	63.63%	-13.65%	-29.36%	-77.18%	-68.65%	-65.47%
EBIT利息保障倍数	12.0	12.7	64.8	-54.6	-60.4	-106.8
资产负债率	79.57%	60.38%	50.16%	25.65%	24.86%	25.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

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:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B