

奥康国际:中档皮鞋领头羊

IPO 新股分析报告

建议询价区间:

20.00 - 23.00 元

上市首日定价区间:

23.00 - 26.00 元

报告日期: 2012-04-12

报告关键点:

- 📖 中国中档皮鞋的领头羊
- 📖 纵向一体化, 多品牌运营
- 📖 建议询价区间为20-23元

报告摘要:

- **国内知名的皮鞋品牌:** 浙江奥康鞋业股份有限公司主要从事自有品牌男女皮鞋及皮具产品的研发、生产、分销及零售业务。同时采取OEM/ODM 的模式, 为GEOX 等国际知名皮鞋品牌生产皮鞋产品。据中国行业企业信息发布中心(CIIC) 数据显示, 2010年公司在男皮鞋市场占有率为5.79%, 位列第二; 在华东地区男皮鞋市场占有率为6.64%, 位列第一。
- **多品牌经营, 满足不同细分市场需求:** 公司实施以“奥康”为主, “康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“万利威德”品牌为辅的多品牌错位经营的市场经营策略, 满足不同细分市场的需求。其中, “奥康”主要面向商务人士, “康龙”满足休闲鞋市场需求, “红火鸟”满足年轻时尚需求, “美丽佳人”满足女性需求, “万利威德”是公司的高端产品, 满足尊贵时尚需求。
- **渠道遍布全国, 拓展以加盟为主:** 截至2011 年底, 公司在全国各地的销售网点为4,512 家, 其中经销店铺4,075 家, 直营店铺477家。公司渠道扩张以加盟为主, 2008-2011年, 经销店铺从2145家增加至4035家, 年复合增速为23.44%, 高于总店铺21.56%的增速。
- **募投项目助力直营渠道扩张:** 公司本次IPO拟公开发行8100万股, 募集资金主要用于建设“营销网络建设项目”、“信息化系统建设项目”和“研发中心技改项目”等三个项目, 上述项目计划总投资额约为10.22亿元。其中, 营销网络建设将耗资8.7亿元, 计划开设348家直营店, 达产后有望提升直营收入占比。
- **建议询价区间为20-23元:** 我们预计2012-2014年EPS分别为1.36元、1.65元、1.88元, 参考A股同类上市公司估值情况, 同时考虑到公司的具体情况, 给予公司2012年17-19倍左右的PE估值水平, 对应上市首日的定价区间为23-26元, 建议询价区间为20-23元。
- **风险提示:** (1) 终端消费放缓, 渠道扩张速度面临考验; (2) 直营大店快速扩张考验公司大店终端管理能力。

发行数据

总股本(万股)	31,998
发行数量(万股)	8,100
网下发行(万股)	1,620
网上发行(万股)	6,480
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2012-04-18
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

奥康投资有限公司	63.83%
王振滔	18.70%
王进权	6.23%
深圳市红岭创业投资企业(有限合伙)	3.33%
潘长忠	3.12%
缪彦枢	3.12%
上海长霆创业投资中心(有限合伙)	1.67%

赵梅玲
021-68765110
执业证书编号

行业分析师
zhaoml@essence.com.cn
S1450511020032

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,210.9	2,965.9	3,740.5	4,603.2	5,554.8
Growth(%)	32.6%	34.1%	26.1%	23.1%	20.7%
净利润	280.1	457.4	544.9	661.4	755.8
Growth(%)	33.7%	63.3%	19.1%	21.4%	14.3%
毛利率(%)	32.6%	34.6%	35.4%	36.1%	36.7%
净利率(%)	12.7%	15.4%	14.6%	14.4%	13.6%
每股收益(元)	0.88	1.43	1.36	1.65	1.88
每股净资产(元)	2.25	3.68	8.72	10.04	11.54
净资产收益率(%)	38.9%	38.8%	15.6%	16.4%	16.3%
ROIC(%)	65.7%	75.6%	68.2%	37.0%	31.1%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司简介

1.1. 主营业务构成

浙江奥康鞋业股份有限公司（以下简称公司）主要从事自有品牌男女皮鞋及皮具产品的研发、生产、分销及零售业务。同时采取 OEM/ODM 的模式，为 GEOX 等国际知名皮鞋品牌生产皮鞋产品。据中国行业企业信息发布中心（CIIIC）数据显示，2010 年公司在男皮鞋市场占有率为 5.79%，位列第二；在华东地区男皮鞋市场占有率为 6.64%，位列第一。

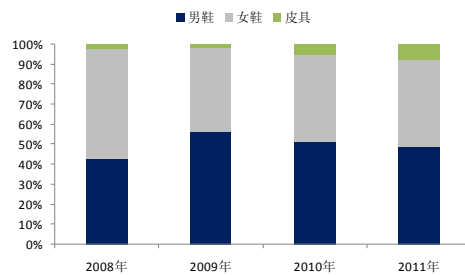
公司产品定位为国内中高端皮鞋市场，实施以“奥康”为主，“康龙”、“红火鸟”“美丽佳人”、“万利威德”品牌为辅的多品牌经营策略，围绕对不同消费者不同需求进行差异化满足的原则，通过差异化的品牌风格、产品设计、价格定位等举措及营销活动，满足各细分市场的需求。

公司主营男鞋、女鞋和皮具三类产品，2011 年，其占主营业务收入的比重分别为 49.16%、43.42%和 7.42%。

从销售区域看，华东、西部和华中是公司三大重点市场，2011 年，其占主营业务收入的比重分别为 51.33%、13.05%和 12.51%。其中，浙江、上海、湖南是公司重点销售省份（直辖市）。

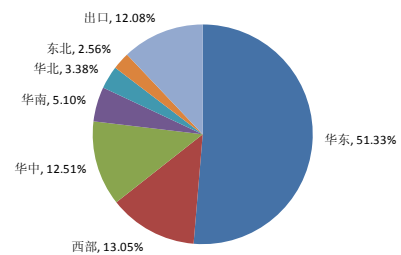
公司主要通过直营、经销、OEM/ODM 三种渠道销售，2011 年其占主营业务收入的比重分别为 21.35%、66.57%和 12.08%。经销渠道是公司收入主要来源。

图 1: 主营业务构成-按产品



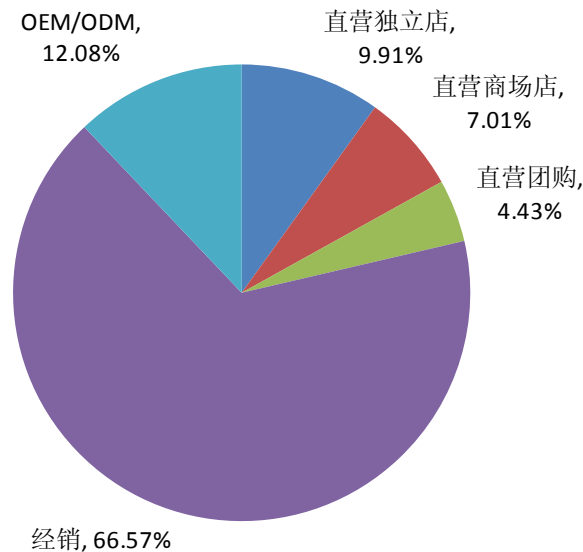
数据来源: IPO 招股书, 安信证券研究中心

图 2: 主营业务构成-按区域



数据来源: IPO 招股书, 安信证券研究中心

图 3: 主营业务构成-按渠道



数据来源: 公司 IPO 招股书, 安信证券研究中心

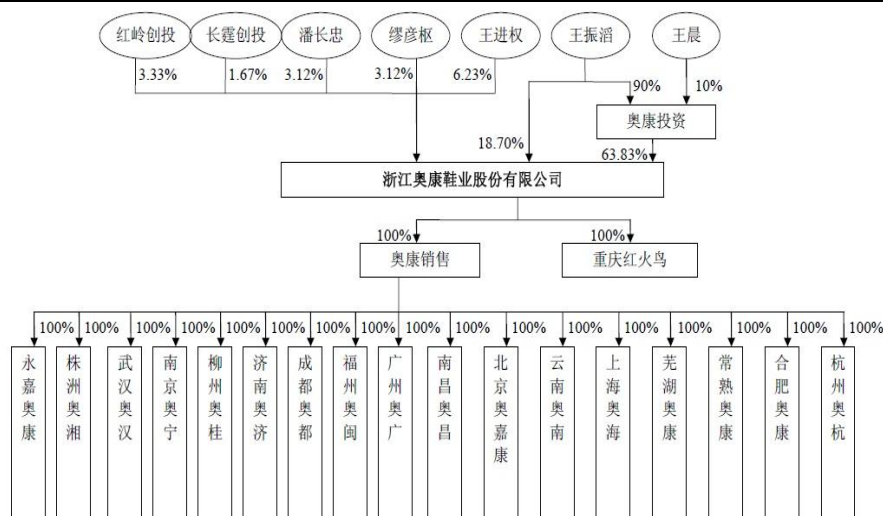
1.2. 股权结构

浙江奥康鞋业股份有限公司成立于2001年，前身为1989年成立的永嘉县黄田奥林鞋厂。2005-2011年，公司与奥康集团经历多次资产重组与业务整合，目前皮鞋相关业务均在上市公司中。

2001年，奥康集团、王振滔等人共同发起设立本公司，2009年2月，公司第一大股东奥康集团将其全部67.19%的股份转让于奥康投资。2010年6月，公司引入红岭创投、长霆创投两家投资基金。上市前股权结构如下：

公司董事长兼总裁王振滔先生直接持有公司18.70%的股权，通过奥康投资间接持有公司63.83%的股权，合计控制公司82.53%的股权，为公司实际控制人。

图 4：公司 IPO 前股权结构图



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

表 1：公司股权结构表

股东类别	IPO 前		IPO 后		
	持股数量 (万股)	占比	持股数量 (万股)	占比	
奥康投资	20423.1	63.83%	20423.1	50.93%	
有限					
售	王振滔	5985	18.70%	5985	14.93%
条	王进权	1995	6.23%	1995	4.98%
件	红岭创投	1066	3.33%	1066	2.66%
流	缪彦枢	997.5	3.12%	997.5	2.49%
通	潘长忠	997.5	3.12%	997.5	2.49%
股	长霆创投	533.3	1.67%	533.3	1.33%
	社会公众股	-	-	8100	20.20%
	合计	31998	100%	40098	100.00%

数据来源：IPO 招股书，安信证券研究中心

表 2：高管 IPO 前持股情况表

高管	公司职务	直接持股数量 (万股)	IPO 前直接持股比例	IPO 前间接持股比例	合计	与实际控制人关系	出生日期

王振滔	董事长兼总裁	5985	18.7%	57.45%	76.15%	实际控制人	1965年5月
王进权	董事兼副总裁	1995	6.23%		6.23%	王振滔之弟	1973年3月
合计		7980	24.94%	57.45%	82.39%		

数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

2. 中国皮鞋市场竞争格局分析

2.1. 行业竞争格局

中国皮鞋高端市场容量较小，主要被国际品牌占领。近年来，国际知名鞋企纷纷将中国视为全球增长最快的消费市场，按照中国人的脚型和喜好设计鞋的款式，不断扩展营销网络。高端品牌包括 LV、Dunhill、Hermès、Gucci 以及 Clarks、ECCO、GEOX、VALLEVERDE 等。

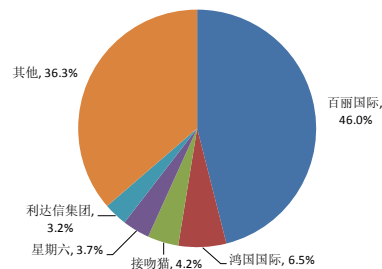
中端皮鞋市场容量大，竞争集中在港台企业和国内知名鞋企，毛利率较高，主要依靠综合能力（产品、营销、网络、品牌等）取胜。消费者对质量、款式的关注度较高，对价格较敏感。目前国内皮鞋中端市场的主要品牌有：金利来、花花公子、皮尔卡丹、鳄鱼、百丽、森达、奥康、星期六、达芙妮、康奈、红蜻蜓等。本公司的主要产品即面向中端市场。

低端皮鞋市场容量大，但竞争激烈，大量作坊式小厂参与竞争。毛利率低，靠规模出效益。消费者对价格敏感，对品牌的关注度不高。

2.2. 男女鞋竞争差异大

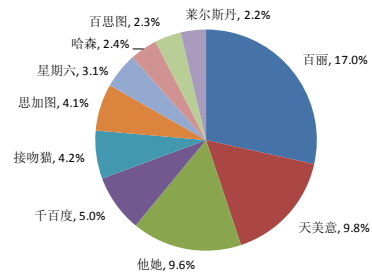
国内女鞋寡头竞争格局明显：国内女鞋竞争异常激烈，据鸿国国际 IPO 招股书援引 Euromonitor 数据显示，2010 年前五大女鞋企业占据 63.7% 的市场份额，其中百丽国际以 46% 的市场占有率成为女鞋行业寡头。2010 年前十大女鞋品牌市场占有率 59.4%，其中 5 个品牌为百丽国际旗下品牌，新品牌进入门槛较高。

图 5：女鞋企业市场份额



数据来源：Euromonitor，鸿国国际 IPO 招股书，安信证券研究中心

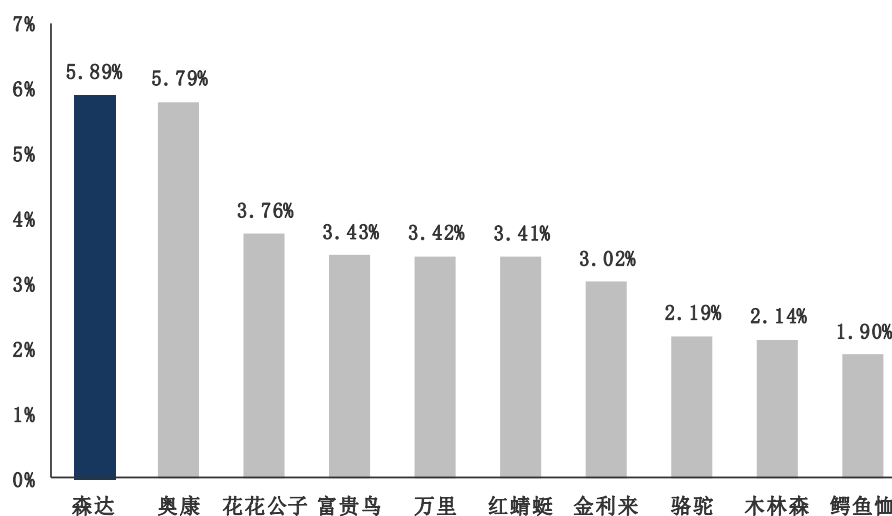
图 6：2010 年前十大女鞋品牌市占率



数据来源：Euromonitor，鸿国国际 IPO 招股书，安信证券研究中心

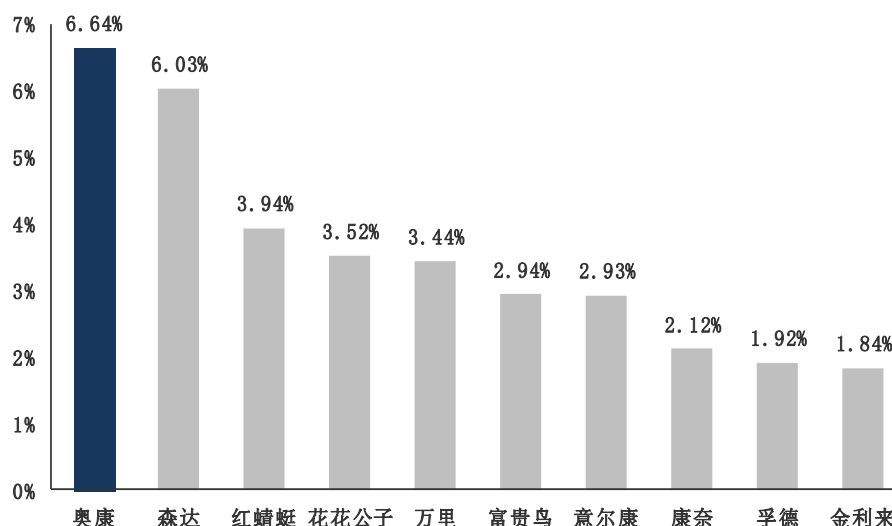
国内男鞋市场分散：相比而言，国内男鞋市场较为分散，但高档男鞋几乎为国外品牌（如 Clarks、Ecco、Geox 等）占据，国内和港资男鞋品牌大多集中在中档领域，竞争也日趋激烈。根据中国行业企业信息发布中心（CIIIC）发布的消费品市场重点调查报告显示，2010 年，本公司在男皮鞋市场的占有率为 5.79%，紧随森达皮鞋之后位居第二位；其中在华东地区的市场占有率为 6.64%，高居市场占有率第一位。

图 7：2010 年我国男皮鞋市场占有率



资料来源：IPO 招股书，CIIC，安信证券研究中心

图 8：2010 年华东地区男皮鞋市场占有率



资料来源：IPO 招股书，CIIC，安信证券研究中心

3. 公司竞争优势

3.1. 多品牌运营

公司实施以“奥康”为主，“康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“万利威德”品牌为辅的多品牌错位经营的市场经营策略，满足不同细分市场的需求，提升综合市场占有率。

表 3：公司主要产品品牌

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 岁商务人群	20-35 岁休闲人群	18-35 岁年轻人群	20-35 岁女性前卫人群	25-40 岁成功富裕人群
一般价格	300-500 元	300-500 元	200-300 元	400-800 元	1,000-3,000 元

数据来源：IPO 招股书，安信证券研究中心

3.2. 创新的营销策划

公司今年通过奥运营销、体育营销、娱乐营销等各种形式，快速提升品牌知名度：

(1) 奥运营销

2008年，奥康品牌成功实施奥运营销战略，以获得“北京2008年奥运会皮具产品供应商”及“北京2008年残奥会皮具产品独家供应商”等称谓及“北京奥组委徽记”的授权使用为主线，把奥运营销与公益行动结合起来，启动2008“公益奥运”的“圆梦行动”。奥运营销使奥康品牌知名度得到大幅提升，入选当年中国十大广告运动，进入中国十大品牌营销榜。

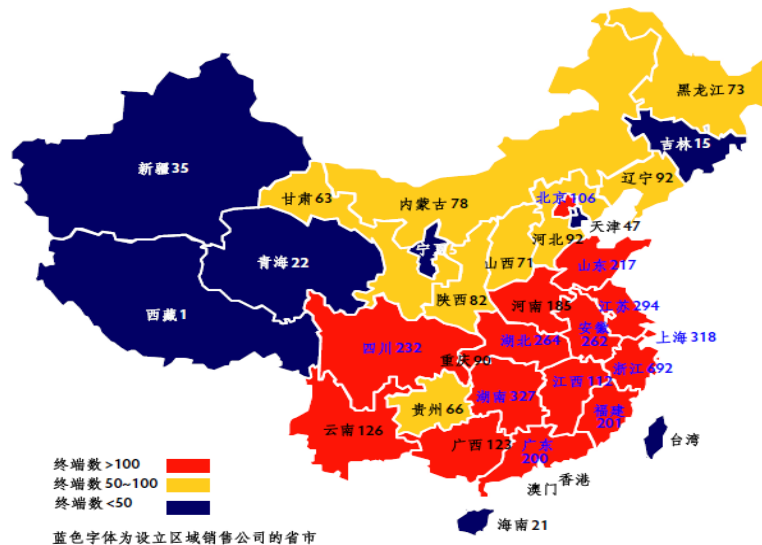
(2) 体育及娱乐营销

自2006年，公司与浙江卫视合作“康龙之夜”《男生女生》节目以来，公司先后与CCTV-5《武林大会》、东南卫视《奥康Office时尚达人》、湖南卫视《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》开展深度合作，大大提升了品牌知名度。

3.3. 渠道覆盖全国

公司采取了多种方式积极拓展营销网络，提高市场覆盖率与占有率。推行“区域第一”的营销网络建设策略，采用灵活多样的激励措施利用经销与直营相结合的渠道发展模式，有效地整合了资源，实现规模经营和快速扩张。截至2011年底，公司在全国各地的销售网点为4,512家，其中经销店铺4,075家，直营店铺477家。

图9：2010年华东地区男皮鞋市场占有率

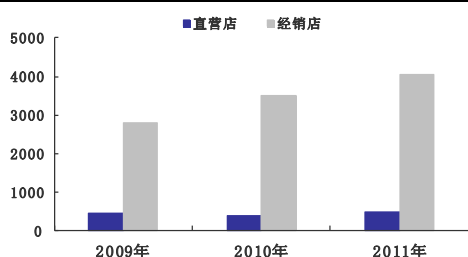


资料来源：IPO招股书，CIIC，安信证券研究中心

报告期内，公司实现了快速的渠道扩张。2008年底到2011年底，公司店铺总数从2512家增加至4512家，年复合增速为21.56%。其中直营独立店由9家增至161家，直营商场店由358家降至316家，经销店由2145家增长至4035家。

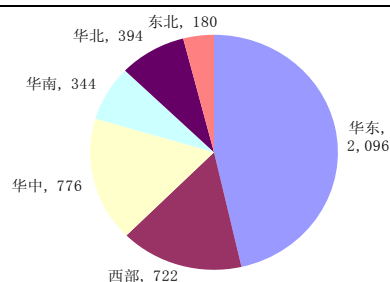
从渠道分布看，华东、西部和华中是公司三大重点市场，2011年，其占主营业务收入的比重分别为51.33%、13.05%和12.51%。其中，浙江、上海、湖南是公司重点销售省份（直辖市）。

图 10: 2008-2011 年公司店铺情况图



数据来源: IPO 招股书, 安信证券研究中心

图 11: 2011 年公司店铺分区分布图



数据来源: IPO 招股书, 安信证券研究中心

4. 募投项目推动直营渠道高速发展

公司本次 IPO 拟公开发行 8100 万股, 募集资金主要用于建设“营销网络建设项目”、“信息化系统建设项目”和“研发中心技改项目”等三个项目, 上述项目计划总投资额约为 10.22 亿元, 建设期均为 2 年。

其中, 营销网络建设项目预算总投资 87,625 万元, 将开设 12 家直营旗舰店、36 家直营形象店, 120 家直营标准店和 180 家商场店中店, 系统地扩建公司的直营网络。

表 4: 募投项目表:

序号	募集资金投资项目	募集资金投资额 (亿元)	建设期 (年)
1	营销网络建设项目	8.76	2
2	信息化系统建设项目	0.96	2
3	研发中心技改项目	0.50	2
	合计	10.22	

资料来源: IPO 招股书, 安信证券研究中心

表 5: 拟开设直营店数量及类型

店铺类型	数量 (家)			面积 (m ²)			单店面积 (平方米/家)		
	购置	租赁	合计	购置	租赁	合计	购置	租赁	合计
旗舰店	12	0	12	3000		3000	250.00		250.00
形象店	36	0	36	5400		5400	150.00		150.00
标准店	20	100	120	2000	10000	12000	100.00	100.00	
商场店中店	0	180	180		8100	8100		45.00	
合计	68	280	348	10400	18100	28500	152.94	64.64	81.90

资料来源: IPO 招股书, 安信证券研究中心

表 6: 各类型直营店的功能和经营要求

类型	店铺面积	功能介绍	经营要求
旗舰店	面积 $\geq 250\text{m}^2$ 门面宽度 ≥ 10 米	最高级别的全品牌形象展示店, 处于地级以上城市的主要商业地段, 达到展示品牌形象、店铺示范、宣传、销售等综合功能, 成为品牌营销的窗口。	全品牌经营, 搭配皮具产品

形象店	面积 $\geq 150\text{m}^2$ 门面宽度 ≥ 8 米	突显品牌高级别形象特征的店铺，能够在省级区域内起到品牌辐射作用；在产品选择与顾客服务方面与同城同类国内品牌相比具有竞争优势，成为该品牌在当地市场品牌形象和渠道竞争力的主要载体。	单品牌或多品牌经营，搭配皮具产品
标准店	面积 60-120 m^2	单一品牌在各线城市的标准渠道，渗透于各级商业地段，能够充分展示该品牌形象，满足消费者购买需求。	单品牌经营，搭配皮具产品
商场店中店	面积 30-50 m^2	开设在商场或大型卖场内，填补现有营销网络的市场空白，依托商场和大卖场的人气，实现销售目标，并与同类品牌有效竞争。	单品牌经营，可搭配皮具产品

资料来源：IPO 招股书，安信证券研究中心

5. 公司财务分析

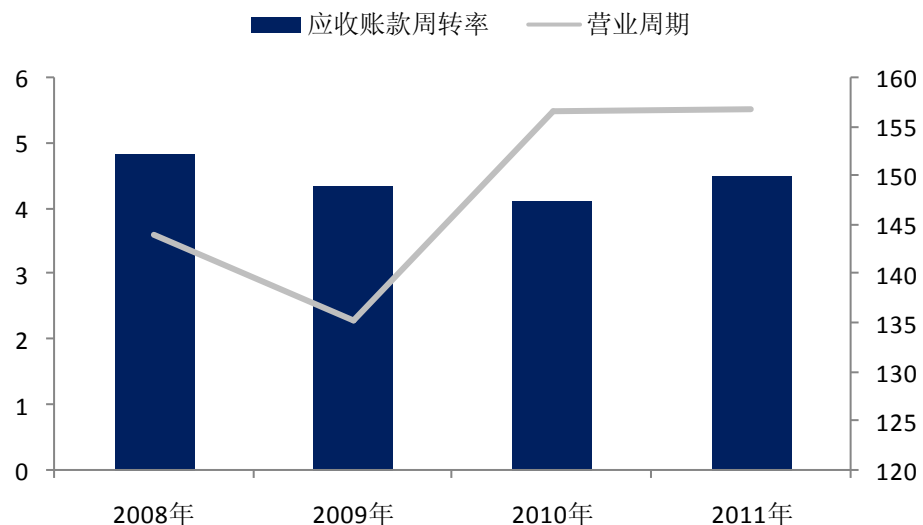
5.1. 销售收入快速增长

2008年以来，公司积极开拓新市场，随着公司成功实施了奥运营销战略，经销商数不断增加。同时辅以高密度、全方位的广告宣传，推动了销售收入的快速增长。2008年-2011年，公司销售额由10.79亿元上升至29.66亿元，年复合增速为40.09%。

5.2. 经销商渠道为主，关注周转能力

公司销售以经销商渠道为主，报告期内加快渠道扩张，考验公司周转能力。2008-2011年，公司应收账款周转率从4.84次小幅下降至4.50次，营业周期从144.02天上升至156.9天。

图 12：公司运营能力指标



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

6. 盈利预测、估值和投资建议

6.1. 盈利预测

- (1) 公司预计在两年内开设 348 家直营店，其中 2012 年开设 139 家，2013 年开设 209 家；
- (2) 新开设直营店第一年达到成熟门店销售额的 70%，第二年达到 90%，第三年达到 100%；
- (3) 平均单店面积增长不超过 5%；
- (4) 2012 年母公司所得税率维持 15% 不变，2013 年起税收优惠终止，所得税率恢复为 25%。

根据上述假设，我们预计公司 2012-2014 年收入同比增速分别为 26.1%、23.1%、20.7%；归属于上市公司股东的净利润同比增速分别为 19.1%、21.4%、14.3%，按 IPO 发行 4.01 亿股全面摊薄后的 EPS 为 1.36 元、1.65 元、1.88 元。

6.2. 估值和投资建议

我们参考 A 股同类上市公司估值情况，同时考虑到公司的具体情况，给予公司 2012 年 17-19 倍左右的 PE 估值水平，对应上市首日的定价区间为 23-26 元，建议询价区间为 20-23 元。

表 7：同类上市公司估值情况表

证券简称	现价(4月11日)	EPS (元)			PE		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
七匹狼	36.65	1.46	1.94	2.51	25.1	18.88	14.58
报喜鸟	12.79	0.59	0.82	1.06	21.66	15.63	12.06
星期六	7.64	0.27	0.36	0.44	28.3	21.41	17.25
希努尔	20.35	1	1.3	1.69	20.35	15.71	12.07
泰亚股份	15.14	0.5	0.65	0.89	30.4	23.45	16.97
九牧王	23.32	0.9	1.19	1.46	25.9	19.6	16.01
百圆裤业	24.12	0.93	1.23	1.68	25.91	19.68	14.4
均值	-	-	-	-	25.37	19.2	14.76

数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

6.3. 风险提示

公司未来可能面临的风险包括：

- (1) 终端消费放缓，渠道扩张速度面临考验；
- (2) 直营大店快速扩张考验公司大店终端管理能力。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-11	
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E		
营业收入	2,210.9	2,965.9	3,740.5	4,603.2	5,554.8	成长性						
减: 营业成本	1,490.0	1,941.0	2,418.0	2,940.1	3,518.1	营业收入增长率	32.6%	34.1%	26.1%	23.1%	20.7%	
营业税费	14.6	18.6	24.6	29.8	35.8	营业利润增长率	40.9%	46.6%	33.2%	24.1%	14.0%	
销售费用	189.3	294.2	392.8	506.4	666.6	净利润增长率	33.7%	63.3%	19.1%	21.4%	14.3%	
管理费用	114.8	167.5	205.7	257.8	333.3	EBITDA 增长率	40.5%	36.0%	29.4%	25.3%	15.3%	
财务费用	31.7	8.4	-13.3	-16.7	-9.0	EBIT 增长率	40.0%	37.0%	28.6%	24.1%	15.2%	
资产减值损失	6.3	2.1	1.4	2.9	3.3	NOPLAT 增长率	33.3%	49.4%	14.8%	21.3%	15.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.0%	27.2%	124.1%	37.1%	23.5%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	148.0%	63.5%	196.7%	15.1%	15.0%	
营业利润	364.3	534.2	711.3	882.9	1,006.8	利润率						
加: 营业外净收支	7.2	62.0	1.0	-1.0	1.0	毛利率	32.6%	34.6%	35.4%	36.1%	36.7%	
利润总额	371.5	596.2	712.3	881.9	1,007.8	营业利润率	16.5%	18.0%	19.0%	19.2%	18.1%	
减: 所得税	91.5	138.8	167.4	220.5	251.9	净利润率	12.7%	15.4%	14.6%	14.4%	13.6%	
净利润	280.1	457.4	544.9	661.4	755.8	EBITDA/营业收入	19.0%	19.2%	19.7%	20.1%	19.2%	
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	17.9%	18.3%	18.7%	18.8%	18.0%	
货币资金	405.5	525.7	1,988.3	1,923.8	2,024.0	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	31	24	37	65	80	
应收账款	544.3	810.4	1,060.7	1,232.1	1,526.6	流动营业资本周转天数	27	34	62	77	77	
应收票据	11.2	5.4	9.6	14.5	13.9	流动资产周转天数	201	199	272	304	278	
预付账款	36.4	39.3	18.5	11.2	-0.1	应收帐款周转天数	87	80	88	87	87	
存货	384.7	443.9	613.6	728.4	858.1	存货周转天数	48	52	52	54	53	
其他流动资产	20.9	54.2	75.5	107.1	141.5	总资产周转天数	264	254	337	395	381	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	89	85	122	163	174	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	38.9%	38.8%	15.6%	16.4%	16.3%	
投资性房地产	-	7.0	10.0	12.0	14.0	ROA	15.4%	19.4%	11.7%	12.1%	12.0%	
固定资产	191.0	197.6	561.3	1,095.6	1,385.7	ROIC	65.7%	75.6%	68.2%	37.0%	31.1%	
在建工程	0.1	2.1	10.4	12.1	4.4	费用率						
无形资产	184.0	199.8	206.3	217.5	212.4	销售费用率	8.6%	9.9%	10.5%	11.0%	12.0%	
其他非流动资产	40.7	78.4	95.0	105.0	117.0	管理费用率	5.2%	5.6%	5.5%	5.6%	6.0%	
资产总额	1,818.8	2,363.7	4,649.1	5,459.3	6,297.4	财务费用率	1.4%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	
短期债务	307.2	179.8	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	15.2%	15.8%	15.6%	16.2%	17.8%	
应付账款	411.4	420.6	596.2	724.6	832.3	偿债能力						
应付票据	306.3	465.7	463.7	624.5	755.4	资产负债率	60.4%	50.2%	24.8%	26.3%	26.5%	
其他流动负债	73.0	118.9	83.3	74.8	69.5	负债权益比	152.4%	100.6%	33.0%	35.7%	36.0%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.28	1.58	3.26	2.80	2.74	
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.92	1.20	2.72	2.28	2.21	
负债总额	1,098.1	1,185.6	1,154.1	1,435.1	1,668.6	利息保障倍数	12.50	64.53	-52.67	-51.74	-110.76	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	320.0	320.0	401.0	401.0	401.0	DPS(元)	-	-	0.27	0.33	0.38	
留存收益	400.7	858.1	3,094.1	3,623.2	4,227.9	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	720.7	1,178.1	3,495.1	4,024.2	4,628.9	股息收益率						
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	280.1	457.4	544.9	661.4	755.8	EPS(元)	0.88	1.43	1.36	1.65	1.88	
加: 折旧和摊销	26.3	39.0	40.3	59.0	68.7	BVPS(元)	2.25	3.68	8.72	10.04	11.54	
资产减值准备	6.3	2.1	1.4	2.9	3.3	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-	
财务费用	32.8	12.6	-13.3	-16.7	-9.0	P/FCF	-	-	-	-	-	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
营运资金的变动	-46.5	-266.2	-299.5	-47.3	-228.5	CAGR(%)	33.2%	18.2%	18.0%	16.4%	18.5%	
经营活动产生现金流量	319.5	278.0	273.9	659.3	590.4	PEG	-	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-270.8	-116.2	-423.9	-606.3	-346.0	ROIC/WACC	14.3	16.5	14.9	8.1	6.8	
融资活动产生现金流量	18.7	-24.8	1,615.5	-115.5	-142.2	REP	-	-	-	-	-	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

分析师声明

赵梅玲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034