

奥康国际 (603001)

多品牌运作空间广阔

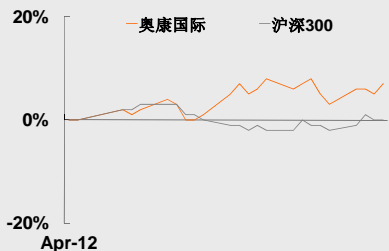
推荐 (首次)

现价: 25.52 元

主要数据

行业	纺织品和服装
公司网址	www.Aokang.com
大股东/持股	奥康投资/50.9%
实际控制人/持股	王振滔/14.9%
总股本(百万股)	401
流通 A 股(百万股)	64.8
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	102
流通 A 股市值(亿元)	16.5
每股净资产(元)	3.7
资产负债率(%)	42.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

于旭辉 投资咨询资格编号
S1060512010002
020-632830
YUXUHUI882@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

国内男鞋上市第一家

公司主要从事男女皮鞋及皮具产品的研究、生产、分销及零售业务，目前拥有奥康、康龙、红火鸟、美丽佳人和万利威德五个自有品牌，定位差异化明显，客户覆盖范围广；同时以 OEM/ODM 的模式为国际知名皮鞋品牌生产产品。奥康男鞋品牌优势突出，全国市占率第一。截至 2011 年底，共有 4512 家终端渠道，其中直营商场店 316 家、直营独立店 161 家，经销终端 4035 家。

错位竞争原则定位广阔空间

从定价角度来看，主力价格在 300 - 500 区间，有效规避了“伪洋牌”的竞争；从品牌角度来看，坚持本土鞋业第一品牌的战略，以北京奥运会皮具供应商为契机加大品牌推广、提升品牌形象；从渠道布局角度看，随着品牌形象提升，逐渐从三、四线布局重心转向二、三线，以华东为基础向全国其他区域发展。

多品牌运作空间广阔

目前奥康品牌收入占比达到了 60% 左右，后期发展将会以稳定增长为主，“小店换大店”的策略也有助于进一步拓宽增长空间。其他品牌发展将成为公司业绩增长亮点，其中，作为比较高端的美丽佳人和万利威德将有望进入商场渠道，提升毛利率；康龙和红火鸟的增速则高达 50% 左右。

直营拓展保障毛利率稳中有升

公司将加大直营店建设投入，一方面作为盈利最好的直营店建设投入有助于进一步提升毛利率和业绩，另一方面直营店建设有助于提升品牌形象，带动经销商开店热情，进一步提高市占率。此外，与供应商建立战略合作关系，扶持供应商做大，以及指定原料采购等措施也有助于进一步降低成本，提升毛利率。

首次覆盖，给予“推荐”评级

看好男鞋行业集中度有较大提升空间，同时公司的发展策略有望将奥康打造成为最大的皮鞋品牌之一，其他品牌发展空间成长空间很大。我们预计 2012 年、2013 年和 2014 年 EPS 分别为 1.43、1.80 和 2.25 元，结合当前股价对应 PE 分别为 17.9、14.2 和 11.4 倍，2012 年合理估值区间应在 20 - 25 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	337	2,966	3,817	4,828	5,949
YoY(%)	35.4	34.1	28.7	26.5	23.2
净利润(百万元)	65	457	572	723	901
YoY(%)	62.4	63.3	25.0	26.4	24.7
毛利率(%)	62.6	34.6	35.0	35.2	35.5
净利率(%)	19.3	15.4	15.0	15.0	15.1
ROE(%)	33.0	38.8	15.4	16.3	16.9
EPS(摊薄/元)	0.65	1.14	1.43	1.80	2.25
P/E(倍)	59.0	22.4	17.9	14.2	11.4
P/B(倍)	19.5	8.7	2.8	2.3	1.9

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1403	1879	4395	5320	6484	营业收入	2211	2966	3817	4828	5949
现金	406	526	2727	3213	3893	营业成本	1490	1941	2481	3129	3837
应收账款	530	789	1015	1284	1582	营业税金及附加	15	19	24	30	37
其他应收款	14	22	26	34	41	营业费用	189	294	379	478	589
预付账款	36	39	50	63	78	管理费用	115	167	216	273	336
存货	385	444	567	715	877	财务费用	32	8	-24	-23	-24
其他流动资产	32	60	9	11	13	资产减值损失	6	2	2	2	2
非流动资产	416	485	592	675	726	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	191	198	251	293	299	营业利润	364	534	740	940	1172
无形资产	184	200	225	246	268	营业外收入	9	63	1	1	1
其他非流动资产	41	87	115	137	158	营业外支出	1	1	0	0	0
资产总计	1819	2364	4987	5996	7210	利润总额	372	596	741	941	1173
流动负债	1098	1186	1275	1561	1874	所得税	91	139	172	219	273
短期借款	307	180	30	30	30	净利润	280	457	569	722	900
应付账款	365	377	482	608	746	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	426	629	763	923	1099	归属母公司净利润	280	457	572	723	901
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	396	543	727	931	1164
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.88	1.43	1.43	1.80	2.25
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	1098	1186	1275	1561	1874	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	320	320	401	401	401	成长能力					
资本公积	4	4	1885	1885	1885	营业收入	32.6%	34.1%	28.7%	26.5%	23.2%
留存收益	397	854	1426	2148	3050	营业利润	40.9%	46.6%	38.5%	27.0%	24.7%
归属母公司股东权益	721	1178	3712	4435	5336	归属于母公司净利润	33.7%	63.3%	25.0%	26.4%	24.7%
负债和股东权益	1819	2364	4987	5996	7210	获利能力					
						毛利率(%)	32.6%	34.6%	35.0%	35.2%	35.5%
						净利率(%)	12.7%	15.4%	15.0%	15.0%	15.1%
						ROE(%)	38.9%	38.8%	15.4%	16.3%	16.9%
						ROIC(%)	50.2%	50.1%	52.8%	53.9%	56.8%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	60.4%	50.2%	25.6%	26.0%	26.0%
						净负债比率(%)	27.97%	15.17%	2.35%	1.92%	1.60%
						流动比率	1.28	1.58	3.45	3.41	3.46
						速动比率	0.92	1.20	2.99	2.94	2.98
						营运能力					
						总资产周转率	1.36	1.42	1.04	0.88	0.90
						应收账款周转率	4	4	4	4	4
						应付账款周转率	4.30	5.23	5.77	5.74	5.67
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.70	1.14	1.43	1.80	2.25
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.69	1.16	1.33	1.74
						每股净资产(最新摊薄)	1.80	2.94	9.26	11.06	13.31
						估值比率					
						P/E	36.54	22.37	17.90	14.16	11.35
						P/B	14.20	8.69	2.76	2.31	1.92
						EV/EBITDA	25	18	14	11	8

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	319	278	463	533	699
净利润	280	457	569	722	900
折旧摊销	0	0	12	15	17
财务费用	32	8	-24	-23	-24
投资损失	-0	-0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-100	-186	-199
其他经营现金流	8	-188	7	6	7
投资活动现金流	-271	-116	-98	-71	-43
资本支出	271	97	80	50	20
长期投资	0	-20	-7	0	0
其他投资现金流	0	-39	-25	-21	-23
筹资活动现金流	19	-25	1837	23	24
短期借款	-167	-127	-150	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	213	0	81	0	0
资本公积增加	4	0	1881	0	0
其他筹资现金流	-32	103	24	23	24
现金净增加额	67	140	2202	485	681

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257