

渠道扩张得力、国内零售增速尚好

奥康国际 (603001.SH)

推 荐

投资要点:

1. 事件

- 奥康国际发布2012年中报:上半年收入16.18亿,同比增20.8%,净利润2.58亿,同比增19.4%(剔除上年补贴,净利润同比增37.2%);其中,Q2收入8.18亿,同比增18%,净利润1.43亿,同比增36%。总体符合前期市场预期。

2. 我们的分析与判断

- **渠道扩张得力。**H1末渠道数4920家、比上年末增408家;直营渠道547家,比上年末增70家;加盟渠道4373家,比上年末增338家。在上半年市场消费环境不佳的背景下,奥康的渠道扩张速度较快,以此进度,估计全年可新增渠道1000家。
- **皮具增幅显著。**上半年男鞋占49%、收入7.87亿,同比增22%,毛利率37.6%、提高2.96个百分点;女鞋占收入43%、上半年收入6.83亿,同比增16%,毛利率35.4%、提高1.25个百分点;皮具占收入8%、收入1.34亿,同比增38%,毛利率38.9%、大幅提高14.1个百分点。
- **国内各市场增速尚好。**上半年出口额0.86亿,同比下滑45%;剔除该因素拖累,国内销售15.18亿,同比增30%。分市场看,华东9.06亿收入、占国内销售60%、同比增25%;西部2.33亿收入、占国内销售15%、同比增32%;华中1.8亿收入、占国内销售12%、同比增49%。根据中报披露规划,将会加大华北、华南、东北等薄弱地区开拓,提高市场占有率。
- **Q2毛利率提升显著、费用率有所下滑。**今年H1毛利率36.77%、比上年同期提高2个百分点;上半年销售费用率10.16%、同比下降0.9个百分点(广告投入减少);管理费用率5.62%、同比下降0.09个百分点;受补贴的减少,影响销售净利润率增速。
- **存货控制较好、对经销商扶持力度加大。**存货方面:期末存货4.05亿,和上年同期基本持平;预付款0.58亿(上年同期0.74亿)。在经销商授信方面,期末应收款10.62亿(上年末7.89亿、上年同期5.74亿),其中三个月内8.9亿。

3. 投资建议

调整对原出口增速预期,2012/2013/2014年收入35.8/43.2/50.47亿,净利润5.7/7.3/8.7亿,同比增26%、27%、20%,EPS1.43/1.82/2.18元,对应PE17.6、13.8、11.6倍。公司目前市场主要集中于华东、西部地区,空白薄弱区域较多,市场暂无担忧公司渠道扩张空间必要,维持“推荐”评级。

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

执业证书编号: S0130111081688

(lijiajia@chinastock.com.cn)

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2012.08.21

A股收盘价(元)	25.22
A股一年内最高价(元)*	28.6
A股一年内最低价(元)*	22.5
上证指数	2118.27
市净率	8.01
总股本(万股)	40,098
实际流通A股(万股)	8,100
限售的流通A股(万股)	31,198
流通A股市值(亿元)	101.13

注: *价格未复权

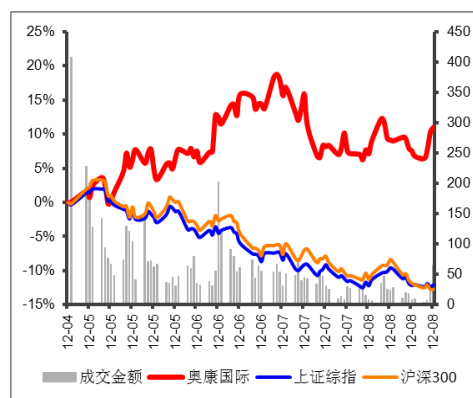


表 1: 奥康国际 (603001.SH) 分季度业绩情况

单位 (万元)	11Q1	11Q2	12Q1	12Q2
营业总收入	63,417	69,461	79,969	81,838
同比			26.10%	17.82%
营业成本	42,062	42,974	51,945	49,568
同比			23.50%	15.34%
销售费用	5,952	8,746	7,711	8,729
同比			29.54%	-0.20%
管理费用	3,368	4,217	4,649	4,452
同比			38.02%	5.58%
财务费用	162	241	128	-752
资产减值损失	-27	-25	0	808
	11,544	12,867	14,886	18,394
投资净收益			28.95%	42.95%
营业利润	3,604	357	204	739
同比	161	(136)	43	22
加: 营业外收入	14,986	13,361	15,046	19,111
减: 营业外支出			0.40%	43.04%
利润总额	3,949	2,819	3,619	4,769
同比	11,037	10,542	11,427	14,342
减: 所得税			3.53%	36.05%
净利润	11,037	10,542	11,427	14,342
同比			3.53%	36.05%
母公司所有者净利润	0.38	0.36	0.39	0.49
同比				
完全摊薄 EPS	33.67%	38.13%	35.04%	39.43%
盈利能力	5.31%	6.07%	5.81%	5.44%
毛利率	9.39%	12.59%	9.64%	10.67%
管理费用率	18.20%	18.52%	18.61%	22.48%
销售费用率	17.40%	15.18%	14.29%	17.52%
营业利润率	26.35%	21.10%	24.05%	24.96%
销售净利润率	63,417	69,461	79,969	81,838
所得税率			26.10%	17.82%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 奥康国际分区域收入占比、增速

地区	东北	华北	华东	华南	华中	西部	国外	合计
营业收入	0.41	0.66	9.06	0.89	1.81	2.33	0.86	16.04
同比增减 (%)	35.27%	48.02%	25.18%	25.48%	49%	32.22%	-45.68%	20.83%

资料来源: 中国银河证券研究部

表3 奥康国际(603001.SH)财务报表预测(百万元、百分比)

资产负债表						利润表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	406	526	716	865	1142	营业收入	2,211	2,966	3,580	4,324	5,047
应收票据	11	5	7	8	9	营业成本	1,490	1,941	2,243	2,640	3,027
应收账款	530	789	952	1150	1342	营业税金附加	15	19	22	27	32
预付款项	36	39	913	1074	1231	销售费用	189	294	376	476	530
其他应收款	14	22	26	32	37	管理费用	115	167	202	244	285
存货	385	444	336	395	453	财务费用	32	8	-20	-20	0
其他流动资产	21	54	54	54	54	资产减值损失	6	2	7	9	35
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	191	198	325	327	222	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	2	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	364	534	749	949	1,138
无形资产	184	200	200	175	150	营业外收支净额	7	62	0	0	0
长期待摊费用	6	42	19	20	20	税前利润	372	596	749	949	1,138
资产总计	1819	2364	3553	4107	4668	减: 所得税	91	139	174	221	265
短期借款	307	180	606	358	0	净利润	280	457	575	728	873
应付票据	306	466	531	625	716	归属母公司净利润	280	457	575	728	873
应付账款	365	377	430	506	580	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	1	15	28	33	39	基本每股收益	0.88	1.43	1.43	1.82	2.18
应付职工薪酬	24	32	36	43	49	稀释每股收益	0.11	0.50	0.70	1.14	1.43
应交税费	48	72	72	72	72	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	47	43	43	43	43	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	32.6%	34.1%	20.7%	20.8%	16.7%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	38.5%	35.4%	35.2%	27.3%	25.2%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	39.7%	63.3%	25.7%	26.6%	19.9%
负债合计	1098	1186	1747	1682	1501	盈利性					
股东权益合计	721	1178	1748	2366	3108	销售毛利率	32.6%	34.6%	37.3%	38.9%	40.0%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	12.7%	15.4%	16.1%	16.8%	17.3%
净利润	280	457	575	728	873	ROE	55.4%	48.2%	39.3%	35.4%	31.9%
折旧与摊销	0	69	108	150	170	ROIC	55.2%	57.7%	46.0%	41.3%	47.2%
经营活动现金流	319	391	-98	615	806	估值倍数					
投资活动现金流	-271	-194	-152	-130	-40	PE					
融资活动现金流	19	-77	441	-336	-489	P/S					
现金净变动	67	120	190	149	277	P/B					
期初现金余额	289	406	526	716	865	股息收益率					
期末现金余额	356	526	716	865	1142	EV/EBITDA					

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn