

渠道拓展仍有空间

评级: **增持-B**

上次评级: 增持-B

目标价格: **25.00 元**

期限: 3 个月 上次预测: 28.00 元

现价(2012 年 09 月 26 日): 22.54 元

报告日期: **2012-09-27**

报告关键点:

- 差异化定位, 仍有市场空间
- 未来两年增长: 渠道深挖和扩张

报告摘要:

- 皮鞋行业竞争日趋激烈, 品牌+渠道是竞争关键** 我国皮鞋行业增速下滑, 行业竞争日趋激烈, 整合已经开始。男鞋发展阶段略落后于女鞋, 但都进入差异化竞争。男鞋同质化高, 品牌围绕品牌和渠道两个竞争点采取有效的差异化策略才可能取得成功, 女鞋由于时尚性要求, 供应链管理也很重要。
- 渠道: 优势区域可深耕, 异地扩张有空间** 奥康渠道模式以经销商为主, 采取“农村包围城市”的策略和街边店为主的店铺模式, 华东地区收入占比近60%并持续提升。公司将在华东地区开大店/直营店提升渠道质量。公司在北方地区目标市场店铺密度较低, 北方是未来异地延伸重点。考虑到异地扩张难度和百丽等品牌渠道下沉分流消费者, 预计未来渠道增速呈下滑趋势。但2年内由于华东仍有空间, 且北方尚待开拓, 增长问题不大。
- 品牌: 突出的品牌营销能力, 多品牌运营领先温州鞋企** 街边店模式的品牌树立靠营销, 公司是该店铺模式下品牌营销最成功的鞋品企业。公司其他品牌收入规模不逊于百丽外的女鞋企业, 未来有望借助中高端品牌进入核心商圈和百货商场改变渠道模式。
- 定位准确获得快速发展, 百丽2年内冲击有限** 公司做男鞋起家, 在3-4线市场品牌意识不强时靠品牌营销提升品牌影响力, 靠经销商快速扩张渠道。男鞋品牌忠诚度高、时尚敏感度低, 市场格局分散, 也提供了有利成长条件。公司和百丽定位不同, 而消费习惯和时尚敏感度改变需要时间; 未来异地扩张主要在北方, 而东北和西北地区时尚敏感度低, 百丽渠道也相对较少, 公司只要加大品牌宣传, 其定位估计比百丽在当地适应性更强。因此未来2年受百丽等品牌渠道下沉冲击有限, 渠道增长仍有空间。
- 净利润未来3年复合增速18%** 预计公司未来收入3年复合增速为17%。毛利率受益产品结构改善、直营比例提升以及供应商整合预计将小幅提升, 预计未来3年净利润复合增速18%。公司目标价25元, 给予增持-B评级。
- 风险提示** 渠道延伸低于预期; 受宏观经济影响消费继续下滑

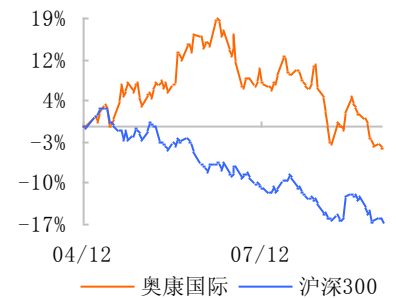
财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,210.9	2,965.9	3,564.2	4,238.3	4,775.3
Growth(%)	32.6%	34.1%	20.2%	18.9%	12.7%
净利润	280.1	457.4	556.1	672.6	758.0
Growth(%)	33.7%	63.3%	21.6%	20.9%	12.7%
毛利率(%)	32.6%	34.6%	37.0%	38.3%	39.4%
净利润率(%)	12.7%	15.4%	15.6%	15.9%	15.9%
每股收益(元)	0.70	1.14	1.39	1.68	1.89
每股净资产(元)	1.80	2.94	9.05	10.39	11.91
市盈率	32.3	19.8	16.3	13.4	11.9
市净率	12.5	7.7	2.5	2.2	1.9
净资产收益率(%)	38.9%	38.8%	15.3%	16.1%	15.9%

敬请阅读本报告正文后各项声明

总市值(百万元)	9,038.09
流通市值(百万元)	1,825.74
总股本(百万股)	400.98
流通股本(百万股)	81.00
12个月最低/最高	22.10/28.60 元
十大流通股股东(%)	21.36%
股东户数	6,784

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.36)	(5.21)	13.36
绝对收益	(8.30)	(15.93)	(3.81)

赵志成

021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师

zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

报告联系人

李奇颖

021-68763692

liqiy1@essence.com.cn

前期研究成果

奥康国际: 多品牌运营与渠道推广	2012-08-22
奥康国际: 中档皮鞋领头羊	2012-04-12

1. 行业竞争趋于激烈，把握竞争点的差异化策略是关键

1.1. 中国皮鞋行业竞争加剧

我国皮鞋行业增速下降导致竞争加剧，行业整合开始 我国皮鞋行业增速下滑，导致行业竞争更加激烈。从企业数量看，行业整合已经开始。经济不景气成为整合催化剂。

图1 我国皮鞋销量增速呈下滑趋势

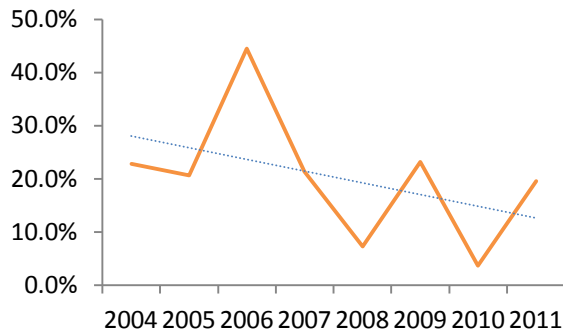
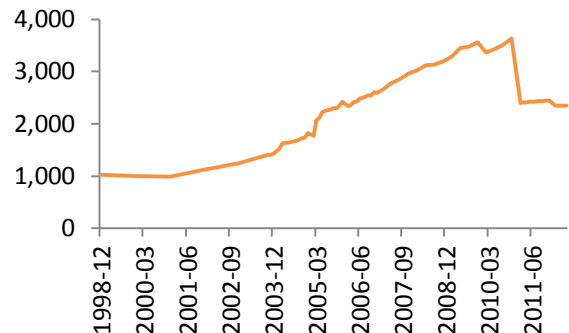


图2 皮鞋行业企业数量呈下降趋势 (单位: 家)



资料来源: 中国皮革协会、安信证券研究中心

资料来源: WIND、安信证券研究中心

1.2. 男女鞋均处差异化竞争阶段，符合竞争点的差异化策略是制胜关键

男女鞋行业都进入差异化竞争阶段，渠道、品牌和供应链管理领先的企业有先发优势 行业发展阶段分为消费引导期、品质竞争期、差异化竞争期以及品牌竞争期。国内男鞋发展阶段晚于女鞋（市场格局更分散：男鞋前十大品牌份额 35%，女鞋前十大品牌份额 59%；差异化策略尚不明显），但也进入了漫长的差异化竞争阶段，必须采取符合行业竞争点的差异化策略才能制胜。男鞋的关键竞争点在品牌、渠道，女鞋在渠道和供应链管理。在关键竞争点上建立先发优势的企业更有机会成为最后的赢家。

表1 男女鞋所处历史阶段和竞争点

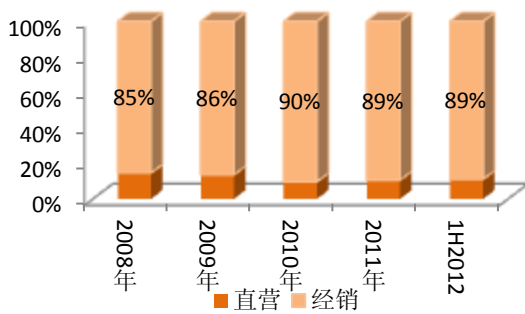
	阶段特点	男女鞋所处阶段	竞争点	男鞋	女鞋
消费引导	企业引导改变消费习惯；竞争者少	男鞋：刚进入差异化竞争阶段； 品质基本无问题，竞争更激烈 女鞋：差异化竞争中后期行业差异化策略已经开始：(1)品牌设计个性化；(2)成为低端市场龙头品牌（达芙妮）	品牌	忠诚度高	靠渠道树立；品牌敏感度不强
品质竞争	很多企业进入，营销强调产品品质		渠道	价格更敏感性带来路边店的市场空间	渠道是品牌定位差异的重要标志，渠道方式选择重要
差异化竞争	更多企业加入，市场增速趋缓，利润率下降，竞争加剧；质量不再是主要问题；细分市场/差异化手段更重要。错误的竞争策略导致失败		供应链	时尚性没女鞋强，主要还在渠道竞争时代	设计是在百货渠道各品牌相互区别的关键点，所以补单率和供应链管理很重要
品牌竞争	市场开始稳定，消费者分化，竞争的焦点是强化品牌个性，稳住消费者，确立市场地位。新进入者想做大难度很大		产品	同质化凸现，需要品牌营销区分	

资料来源: 安信证券研究中心

2. 渠道：2-4 线市场经销街边店为主，关注异地扩张

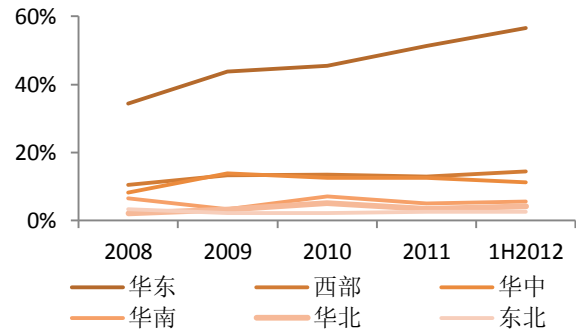
2-4 线市场经销街边店为主的差异化渠道模式 奥康国际 2011 年经销渠道店铺数占比近 90%，收入占比约 70%；2011 年街边店店铺数占比约 93%。采用“农村包围城市”策略主要分布在 2-4 线城市。目前华东地区收入占比 56%，2011 年华东店铺数占比 46.5%。经销渠道满足快速扩张，街边店模式迎合目标消费群体价格敏感，时尚敏感度低的特点。

图 3 公司渠道模式以经销商为主



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

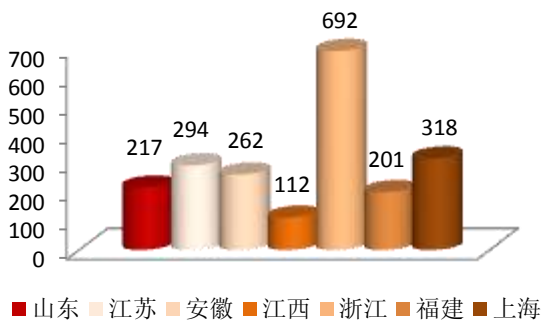
图 4 公司在华东地区收入份额持续上升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

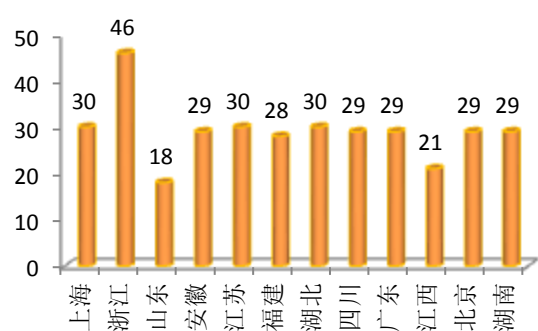
优势地区可深耕，异地扩张有空间 公司目前主要渠道策略为（1）在华东等优势区域开拓直营渠道和大店（从 70 平米提升到 100 平米）提升品牌影响力。华东地区今年上半年收入占比比去年底提升 5 个点，说明还有深挖的空间。（2）跨区扩张。目前公司分布相对集中，在全国范围的 2-4 线市场仍有空间：从公司在人均可支配收入 20000 元-30000 元之间的地区店铺分布粗略分析，未来的空间主要在东北、华北、西北等北方省份，华东和南方部分地区也有一定空间。而北方地区也是公司同百丽店铺数量差距较大的地区。公司今年上半年渠道增速超过 2010-2011 年水平，未见减速，公司计划今年增 1000 家，年底店铺总数预计达到 5500 家左右。未来目标是奥康品牌、康龙品牌和红火鸟品牌合计 10000 家，其中奥康品牌 5000 家。

图 5 华东目前只有浙江上海店铺较多（单位：家）



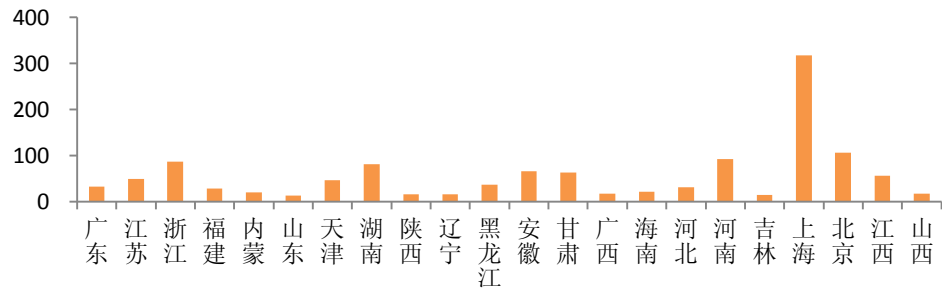
资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 6 募投项目新建直营渠道主要在华东（单位：家）



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

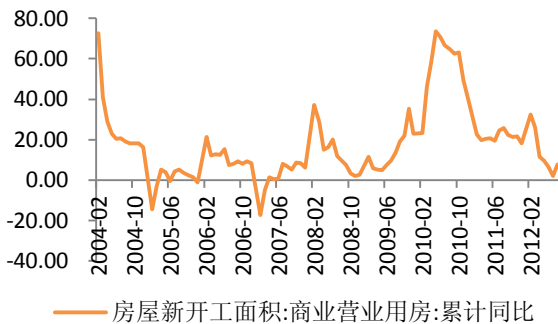
图 7 估算公司在北方目标市场店铺密度较低(单位: 家/地区)*



资料来源: CEIC, 公司公告、安信证券研究中心
*以人均可支配收入 20000-30000 为假定目标市场

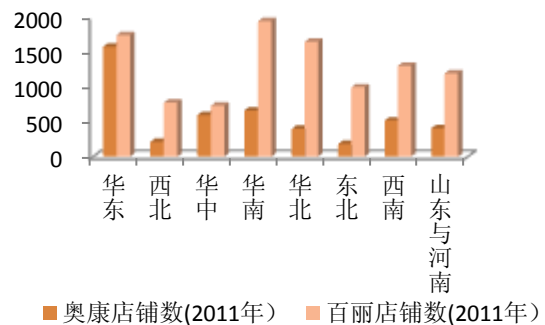
关注店铺数增速, 店效面临下降风险 虽然公司仍有异地拓张的空间, 但未来的渠道增速, 乃至店效有下降的风险: 一方面异地拓张将失去公司在华东地区的本土优势, 同时可能水土不服或面临当地本土品牌的反击。另一方面, 全国商业地产供给估计在 2015 年达到高点(按开工到入驻 3 年估算), 意味着之后将面临开店成本上升的问题, 而在这之前由于 1-2 线城市品牌如百丽等随百货渠道下沉将加剧 3-4 线城市竞争, 虽然百丽同奥康定位不尽相同, 但有一定分流的威胁。

图 8 全国商业营业用房累计同比增速在 2010 年达最高点(单位: %)



资料来源: WIND、安信证券研究中心

图 9 奥康在北方地区店铺数同百丽差距较大*(2011 年, 单位: 家)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心
* 基本按照百丽划分方法, 但西南含云贵和西藏, 华南含广州

3. 男鞋品牌经营的成功者

3.1. 突出的品牌营销能力

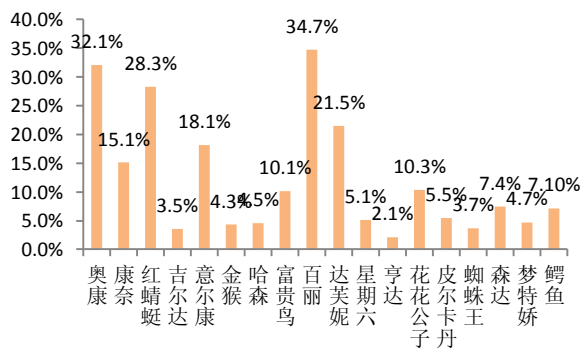
突出的品牌营销能力 奥康品牌 2009 年中国皮鞋品牌无提示提及率仅次于百丽, 2011 年中国最有价值的品牌排名中位居皮鞋品牌第一名, 超过百丽等另外两家进入排名的皮鞋品牌。百丽主要渠道形式是百货商场, 所以品牌树立方式主要靠渠道。奥康以 2-3 线城市的专卖店为主要渠道形式, 品牌树立主要靠品牌营销。百丽的渠道优势是业内公认的, 而奥康能够与百丽品牌影响力不相上下, 可见其品牌营销的成效。

表 2 奥康品牌营销方式与事件

营销方式	特点	时间	事件
事件营销	善抓社会热点	1999	总裁王振滔在杭州市郊火烧 2000 多双假冒奥康鞋，为质量正名
奥运营销/ 体育营销	赞助奥运这一定级赛事，提高品牌定位和全国知名度	2007	<ul style="list-style-type: none"> ● 以“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”及“北京奥组委徽记”的授权使用为主线，结合奥运营销和公益行动，启动 2008 “公益奥运”的“圆梦行动”。 ● 同中视体育合作，《武林大会》以“康龙·武林大会”的形象面向广大电视观众和武术爱好者推出
挖掘各种营销资源	如在娱乐领域不断跟踪热点，并重视媒体关系积累	2009	与湖南卫视《丑女无敌第二季》、浙江卫视《爱上女主播》深度合作、与东南卫视合作《奥康 OFFICE 时尚达人》
		2010	<ul style="list-style-type: none"> ● 与湖南卫视《快乐家族》、江苏卫视《非诚勿扰》深度合作；快乐家族首张音乐专辑主打歌《快乐你懂得》作为康龙品牌最新电视广告主题曲全国推广 ● 与中央 2 台《第一时间》合作

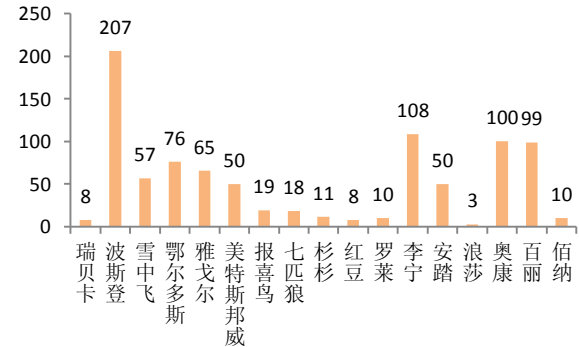
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 10 中国皮鞋品牌认知度：无提示第一提及率



资料来源：《2009 中国皮鞋消费情况调查》、安信证券研究中心

图 11 2011 年中国最有价值品牌（单位：亿元）



资料来源：中国最有价值品牌比较研究排行榜、安信证券研究中心

3.2. 多品牌运营走在温州鞋企前列

温州福建皮鞋企业多品牌经营滞后广东鞋企，奥康领先同类企业 广东鞋企以女鞋起家，女鞋的竞争一开始便是对渠道的竞争，所以龙头公司在渠道优势上发展多品牌相对容易，尤其是百丽这样较早进入百货渠道的品牌。奥康等温州和福建鞋企以中低端男鞋起家，渠道以街边店和代理商制度为主，渠道控制力较弱，拓展多品牌也不如百货渠道方便，需要单个品牌各自经营，所以多品牌发展滞后于广东鞋企。但奥康是后一类鞋企中多品牌战略的领先者。

表 3 奥康走在温州福建鞋企多品牌经营的前列，但品牌布局不如广东鞋企

档次	高档	中高档	中档	中低档
均价	1000 元以上	600-1000 元	300-600 元	100-300 元
百丽	GEOX、CLARKS	MILLIE 'S、BCBG、ELLE、STACCATO、真美诗、伐拓、Bata	BELLE、TATA、TEENMIX、SENDA、BASTO、好人缘	十五分钟
千百度	范欧纳	娜然	千百度、伊伴、太阳舞	

星期六	MOOFY、Baldinini	Killah、 FOUNDBERYL	星期六、 SAFIYA、RIZZO	69
达夫妮	AREZZO、 SOFFT、BORN	Aldo	爱魅、Aerosoles	达夫妮、 鞋柜、杜 拉拉、爱 意、
利信达	Linea Rosa、 Itauomo、Rebeca Sanver	Le Saunda、Pitti Donna	CnE	
奥康	万利威德	美丽佳人	奥康、康龙	红火鸟
森达			森达、百思图	
红蜻蜓	Rebeca Sanver		红蜻蜓	
康奈、蜘蛛王、意尔康、富贵鸟	单一品牌多系列			

资料来源：公司公告、公司网站、安信证券研究中心

表4 奥康非主品牌收入规模不逊于女鞋品牌

	品牌	时间	店铺数 (家)	收入 (百万元*)	区域
奥康	奥康	1988	320(目前)	1956 (2011)	华东为主，全国布局
	康龙	2001	800(目前)	415 (2011)	湖南湖北
	红火鸟	2004	600(目前)	148 (2011)	四川重庆
	美丽佳人	2002	150	59 (2011)	
千百度	千百度	1995	853(2010)	896 (2010)	华东、天津、华南、西南、 西北、东北占比超10%
	伊伴	2004	394(2010)	278 (2010)	华东、东北、天津、西北 占比超10%
	娜然	2007	42 (2010)	44 (2010)	华东、浙江、天津、东北 占比超10%
	太阳舞	2011	97 (2011)		华东、东北、天津、华中 占比超10%
星期六	星期六	2002	110(2011)	789 (2011)	
	Fondberyl		200(2011)	182(2011)	
	SAFIYA		380(2011)	259(2011)	
	其它		100(2011)	119 (2011)	
达芙妮	达芙妮	90年代	378(2010)	4371 (2010)	华东、华南、东北、华中 占比超10%
	鞋柜	2004	1113 (2010)	1324 (2010)	华东、华南、东北、华中 占比超10%
	其它	2008-2011	297(2010)	397 (2010)	
百丽	天美意、他她、思加图、百思图共占2010年前十大女鞋品牌市场16%，百丽占17%；星期六占3%，千百度占5%。				

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

*达芙妮是百万港元

表 5 各品牌未来规划

	奥康	康龙	红火鸟	美丽佳人/万利威德
渠道策略	优势地区大店换小店；异地扩张北方为主	深挖华东地区，每年异地延伸 3/4 个省		进入一线百货商场
目标店数	5000	合计 5000 家		暂无

资料来源：公司调研、安信证券研究中心

3.3. 引入中高端品牌改变渠道模式

可能采取品牌联合或品牌并购方式“进城”或“进商场”长远来看，在消费升级以及中高端品牌渠道不断下沉的背景下，进入百货渠道和核心商圈是一条符合逻辑的出路。公司募投项目计划提到要加大 1、2 线城市的开拓力度；募投项目计划新开的 348 家直营店铺中，超过 52% 是商场店中店，主要分布在各个重点城市，北京上海占 17%。从目前鞋品品牌定位和对应的主要渠道模式可以看出，如果要大力开拓一线市场商场渠道，必然要保证中高端以上的品牌定位和强劲的销售额。品牌档次提升的方式有很多种，其中品牌并购、品牌联合相对更容易。因此借助美丽佳人、万利威德等收购或代理中高端品牌打入一线渠道是比较现实的做法。

表 6 鞋品品牌定位和相应渠道模式

档次	品牌	价位	主要渠道形式
奢侈品牌	LV	5000 以上	品牌商自营专卖店或高端商场
高档	Geox、Clarks 等	1000 元以上	商场店中店为主
中高档	Aldo、Staccato、Joy&Peace 等	600-1000 元	商场店中店
中档	百丽、他她、天美意、森达、星期六、接吻猫等、奥康、红蜻蜓	300-600 元	渠道分化。女鞋主要在百货商场，男鞋专卖店为主
大众品牌	达夫妮、鞋柜等	100-300 元	专卖店为主
低端品牌		\$100 以下	超市及批发市场

资料来源：公司资料、安信证券研究中心

图 12 品牌定位提升方式



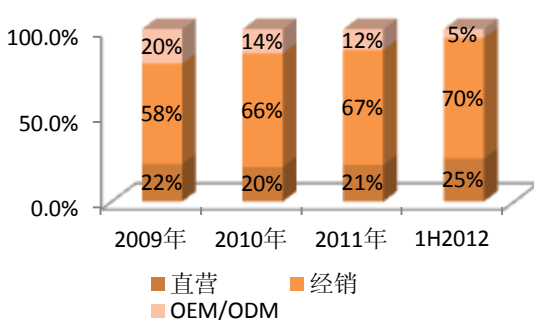
资料来源：安信证券研究中心

4. 财务分析

4.1. 毛利率提升将主要依靠产品结构调整

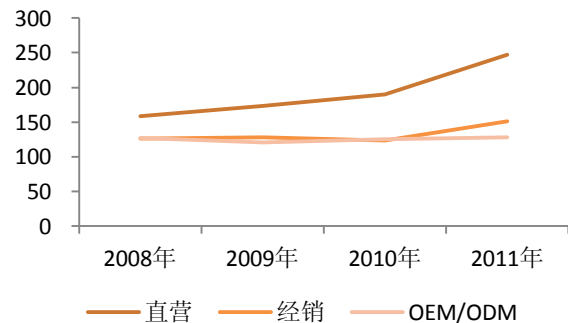
预计毛利率提升幅度趋缓 公司近年毛利率提升主要靠直营渠道比例提升和提价，以及 OEM 比重降低等。公司的 OEM 比重已经从 2011 年的 12% 下降到 1H2012 的 5%，经过粗略测算发现，其它条件不变，未来靠降低 OEM 比例提升直营比例提高毛利率空间有限；公司通过整合外协工厂将外协厂数量从 130 家下降到 50 家，议价能力提高，一双鞋可以便宜 0.8-1 元，但即使按照 1400 万双算，约提升 2011 年的毛利率 0.7 个百分点。所以，未来毛利率的提升还是靠产品结构改善带来的均价提升，如提升 600 元以上形象产品的占比。

图 13 收入比例直营不断上升，OEM 不断下降



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 14 产品均价持续提升 (单位：元/双)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 7 靠渠道结构改变提升毛利率幅度将减小*

	各渠道收入占比				
	2009	2010	2011	2012	1H2012
直营	21%	25%	30%	30%	35%
经销	67%	70%	70%	65%	60%
OEM	12%	5%	0%	5%	5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
综合毛利率提升幅度		1.9%	1.8%	0.9%	0.9%

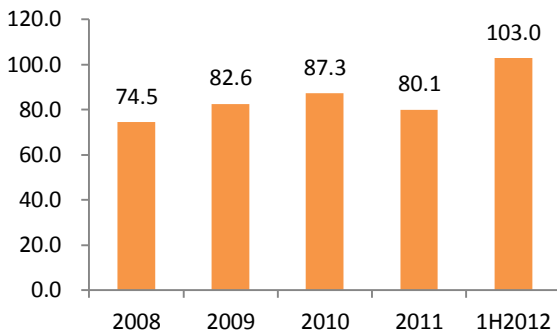
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

* 以 2011 年收入为准

4.2. 应收账款和存货值得关注

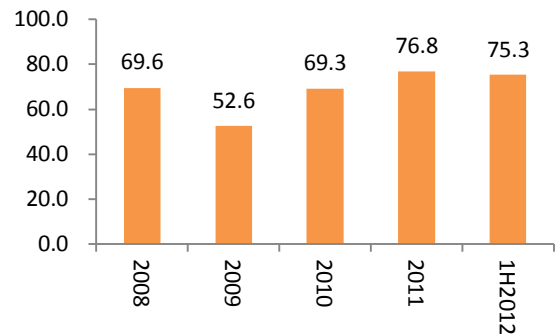
上半年应收账款大幅跃升，估计资金紧张造成 公司上半年应收账款大幅跃升，同公司调高经销商信用额度以激励其开大店有关（上半年 1-3 月内的应收账款增加额占当期收入比 9.8% 提升到 13.8%），另外我们注意到目前温州资金流动性较差，公司 80% 的经销商都是温州人。上半年帐龄半年到 1 年的应收账款增加额占当期收入比提升了 5 个百分点。较长期限应收账款的比例增加，将造成今年坏账损失提升，该项上半年已经增长不少，所幸相对于净利润占比不大。未来公司继续施行小店换大店，所以若当地资金紧张情况未缓解，应收账款应持续关注。

图 15 上半年应收账款周期大幅延长 (单位: 天)



资料来源: 公司资料、安信证券研究中心

图 16 存货周期保持稳定 (单位: 天)



资料来源: 公司资料、安信证券研究中心

5. 盈利预测

定位准确获得快速发展, 预计2年内百丽冲击有限 公司做男鞋起家, 在3-4线市场品牌意识不强时靠品牌营销提升品牌影响力, 靠经销商快速扩张渠道。男鞋品牌忠诚度高、时尚敏感度低, 市场格局分散, 也为公司成长提供有利条件。百丽定位时尚, 奥康多为简单基本款。百丽在华东的分布也较多(图7)但奥康增长势头良好, 因为消费习惯和时尚敏感度改变需要时间, 特别是男鞋品牌忠诚度很高。北方是奥康未来拓张主要方向, 特别是东北和西北地区时尚敏感度低, 百丽渠道也相对较少, 公司只要加大品牌宣传, 其定位估计比百丽在当地适应性更强, 因此公司未来2年的渠道增长仍有空间, 受百丽等品牌渠道下沉冲击有限。

我们预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 35.6 亿元、42.4 亿元、47.8 亿元, 分别同比增长 20%、19%、13%, 实现净利润分别为 5561 万元、6726 万元、7580 万元, 对应 EPS 分别为 1.4 元、1.7 元、1.9 元。目标价 25 元, 给予增持-B 评级。

表 8 盈利预测主要假设

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
直营	收入	35897	44540	62924	95623	130515	165887
	成本	21071	24633	31120	46512	62464	78740
	毛利率	41.3%	44.7%	50.5%	51.4%	52.1%	52.5%
经销	收入	96286	145369	196164	241670	279660	300421
	成本	69018	99061	132479	161919	187372	201282
	毛利率	28.3%	31.9%	32.5%	33.0%	33.0%	33.0%
OEM/ODM	收入	32884	30860	35596	17798	12459	9967
	成本	26587	25027	30307	15128	10590	8472
	毛利率	19.2%	18.9%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
主营业务收入		165068	220769	294684	355091	422633	476275
主营业务成本		116676	148720	193906	223559	260426	288494
毛利率		29.3%	32.6%	34.2%	37.0%	38.4%	39.4%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表9 相关公司估值

代码	简称	最新收 盘价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率 PE		
					TTM	12E	13E	TTM	12E	13E
601566.SH	九牧王	19.0	109.8	23.3	1.1	1.2	1.4	17.7	16.2	13.6
002029.SZ	七匹狼	20.3	102.3	86.4	1.0	1.1	1.4	21.2	18.1	14.1
002293.SZ	罗莱家纺	45.5	63.9	63.9	2.5	3.0	3.7	18.5	15.3	12.2
002503.SZ	搜于特	22.5	64.7	16.2	0.7	0.9	1.2	31.8	25.8	18.6
002269.SZ	美邦服饰	18.7	187.7	187.7	1.3	1.4	1.8	14.9	13.1	10.4
002291.SZ	星期六	5.9	21.3	21.3	0.3	0.3	0.3	23.7	21.2	17.6
002612.SZ	朗姿股份	29.3	58.3	16.9	1.3	1.5	2.0	22.9	19.4	14.5
平均								21.5	18.4	14.4

资料来源: WIND、安信证券研究中心(股价截止 2012-9-26)

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元

模型更新时间 2012-9-27

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,210.9	2,965.9	3,564.2	4,238.3	4,775.3	成长性					
减: 营业成本	1,490.0	1,941.0	2,246.9	2,614.5	2,895.6	营业收入增长率	32.6%	34.1%	20.2%	18.9%	12.7%
营业税费	14.6	18.6	22.5	26.7	30.1	营业利润增长率	40.9%	46.6%	36.1%	22.9%	12.7%
销售费用	189.3	294.2	365.1	439.6	515.8	净利润增长率	33.7%	63.3%	21.6%	20.9%	12.7%
管理费用	114.8	167.5	214.6	255.3	288.8	EBITDA 增长率	40.5%	36.0%	32.4%	26.6%	15.1%
财务费用	31.7	8.4	-12.2	6.4	36.9	EBIT 增长率	40.0%	37.0%	31.8%	25.9%	16.0%
资产减值损失	6.3	2.1	0.1	2.2	0.8	NOPLAT 增长率	33.3%	49.4%	17.4%	23.8%	16.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.0%	27.2%	125.2%	48.1%	14.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	148.0%	63.5%	208.1%	14.8%	14.6%
营业利润	364.3	534.2	727.2	893.6	1,007.3	利润率					
加: 营业外净收支	7.2	62.0	14.3	3.1	3.4	毛利率	32.6%	34.6%	37.0%	38.3%	39.4%
利润总额	371.5	596.2	741.5	896.8	1,010.7	营业利润率	16.5%	18.0%	20.4%	21.1%	21.1%
减: 所得税	91.5	138.8	185.4	224.2	252.7	净利润率	12.7%	15.4%	15.6%	15.9%	15.9%
净利润	280.1	457.4	556.1	672.6	758.0	EBITDA/营业收入	19.0%	19.2%	21.2%	22.6%	23.1%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	17.9%	18.3%	20.1%	21.2%	21.9%
货币资金	405.5	525.7	2,266.4	1,993.7	2,302.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	31	24	27	44	51
应收帐款	544.3	810.4	1,333.8	1,849.6	2,306.4	流动营业资本周转天数	27	34	78	123	144
应收票据	11.2	5.4	5.7	6.0	6.3	流动资产周转天数	201	199	306	369	370
预付帐款	36.4	39.3	58.9	67.7	77.9	应收帐款周转天数	87	80	106	133	155
存货	384.7	443.9	466.9	538.5	565.4	存货周转天数	48	52	47	44	43
其他流动资产	20.9	54.2	54.2	54.2	54.2	总资产周转天数	264	254	362	437	443
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	89	85	129	186	211
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	38.9%	38.8%	15.3%	16.1%	15.9%
投资性房地产	-	7.0	-	-	-	ROA	15.4%	19.4%	11.6%	12.3%	12.1%
固定资产	191.0	197.6	336.8	688.8	669.6	ROIC	65.7%	75.6%	69.8%	38.4%	30.1%
在建工程	0.1	2.1	-	-	-	费用率					
无形资产	184.0	199.8	191.2	182.9	175.1	销售费用率	8.6%	9.9%	10.2%	10.4%	10.8%
其他非流动资产	40.7	78.4	89.7	98.4	104.3	管理费用率	5.2%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	1,818.8	2,363.7	4,803.8	5,479.7	6,261.8	财务费用率	1.4%	0.3%	-0.3%	0.2%	0.8%
短期债务	307.2	179.8	170.8	163.2	200.0	三费/营业收入	15.2%	15.8%	15.9%	16.5%	17.6%
应付帐款	411.4	420.6	500.3	525.3	551.6	偿债能力					
应付票据	306.3	465.7	395.8	514.5	617.5	资产负债率	60.4%	50.2%	24.4%	23.9%	23.8%
其他流动负债	73.0	118.9	106.8	108.5	118.2	负债权益比	152.4%	100.6%	32.4%	31.5%	31.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.28	1.58	3.56	3.44	3.57
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.92	1.20	3.15	3.01	3.18
负债总额	1,098.1	1,185.6	1,174.4	1,312.2	1,487.9	利息保障倍数	12.50	64.53	58.72	140.67	28.33
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	320.0	320.0	401.0	401.0	401.0	DPS(元)	-	-	0.28	0.34	0.38
留存收益	400.7	858.1	3,228.4	3,766.5	4,372.9	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	720.7	1,178.1	3,629.4	4,167.4	4,773.9	股息收益率	0.0%	0.0%	1.2%	1.5%	1.7%
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	556.1	672.6	758.0	EPS(元)	0.70	1.14	1.39	1.68	1.89
加: 折旧和摊销	26.3	39.0	40.4	56.3	57.1	BVPS(元)	1.80	2.94	9.05	10.39	11.91
资产减值准备	6.3	2.1	0.1	2.2	0.8	PE(X)	32.3	19.8	16.3	13.4	11.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.5	7.7	2.5	2.2	1.9
财务费用	32.8	12.6	-12.2	6.4	36.9	P/FCF	-314.9	55.6	-20.8	-49.1	21.3
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.1	3.0	2.5	2.1	1.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	9.5	7.8	6.6
营运资金的变动	-46.5	-266.2	-580.0	-461.8	-362.2	CAGR(%)	33.9%	18.3%	17.9%	16.5%	20.4%
经营活动产生现金流量	319.5	278.0	4.4	275.7	490.6	PEG	1.0	1.1	0.9	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-270.8	-116.2	-169.0	-400.0	-30.0	ROIC/WACC	6.7	7.6	7.1	3.9	3.0
融资活动产生现金流量	18.7	-24.8	1,898.3	-148.5	-151.7	REP	-	-	0.6	0.7	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。8年证券行业研究经历。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@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
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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