

奥康国际 (603001.SH)

服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

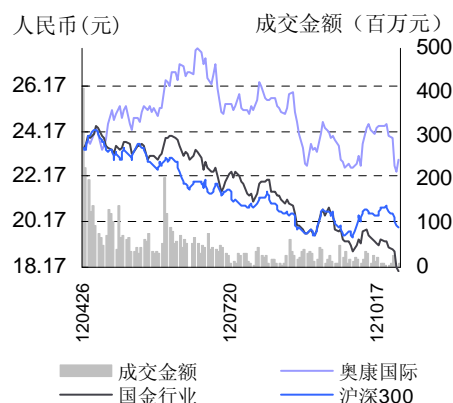
市价(人民币): 22.92元

业绩持续增长, 符合预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	81.00
总市值(百万元)	91.90
年内股价最高最低(元)	27.83/22.37
沪深 300 指数	2235.85
上证指数	2058.94



相关报告

1. 《未来业绩增长的确定性、稳定性仍然很强》, 2012.9.26
2. 《公司在原有竞争优势基础上稳步扩张》, 2012.8.22
3. 《公司未来一年将充分打造先发优势》, 2012.5.21

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

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	1.458	1.873	2.397
每股净资产(元)	2.25	3.68	9.21	10.83	12.93
每股经营性现金流(元)	1.00	0.87	1.71	1.26	1.98
市盈率(倍)	N/A	N/A	16.18	12.60	9.84
行业优化市盈率(倍)	26.24	21.42	18.60	18.60	18.60
净利润增长率(%)	39.75%	63.33%	27.84%	28.44%	27.96%
净资产收益率(%)	38.86%	38.83%	15.84%	17.30%	18.54%
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

业绩简评

- **2012 年三季度报:** 前三季度实现营业收入、营业利润、利润总额、净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 24.57 亿元、4.75 亿元、4.86 亿元、3.67 亿元、-1.86 亿元、1.00 元, 分别同比增长 21.62%、38.22%、20.97%、18.75%、-479.72%、3.09%。
- **第三季度实现营业收入、营业利润、利润总额、净利润、EPS 分别为 8.39 亿元、1.42 亿元、1.44 亿元、1.10 亿元、0.27 元, 同比增幅分别为 21.32%、42.87%、22.12%、17.21%、-6.47%。**
- 前三季度、三季度单季扣非后净利润增速 37.68%、38.86%, 符合预期。

经营分析

- **三季度业绩仍然保持平稳, 符合预期; 利用上市机会加快发展, 与公司上市以来的战略规划相匹配。**
 - 鞋履行业竞争格局稳定, 公司龙头地位稳固, 自上市以来, 业绩持续平稳; 在现有的战略规划稳步推进之际, 预计未来业绩仍保持平稳;
 - **公司利用上市机会加快发展:** 应收账款、其他应收款累计较年初增长 52%, 经营性现金流量净额-1.86 亿元, 较年初下降 480%; 公司作为以加盟模式为主的品牌零售企业, 稳步推进上市以来加速外延式扩张的战略, 加之目前内销市场消费疲软对其略有冲击(因中低端鞋履需求相对刚性, 频繁购买特性不突出, 公司受此冲击相对要小), 公司加大了对经销商的支持, 以借助上市红利, 进一步拉开与竞争对手之间的差距, 巩固龙头地位。此外三项费用率较中报上升 0.71 个百分点, 其中销售、管理费用率较中报上升 0.6、0.42 个百分点, 与公司较快发展相一致。
- 公司未来的业绩增长, 主要来源于外延式扩张的推进, 终端建设速度仍然符合之前的战略规划; 规模性成本优势也将继续发挥作用, 提升公司整体的盈利能力。

盈利预测及投资建议

- 我们看好公司的未来发展, 首先是基于公司的质地优秀, 其次我们认同公司上市后的战略规划; 公司经销体系的独特性(合作历史久、忠诚度高), 能够发挥出明显的防御性, 这是公司竞争优势的凸显。预计公司 2012-2014 年实现归属于母公司净利润分别为 5.85 亿、7.51 亿、9.61 亿元, 分别同比增 27.84%、28.44%、27.96%, 对应 EPS 分别为 1.458 元、1.873 元、2.397 元。

图表1: 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	844.12	1,126.23	1,497.02
增长率(YOY)		16.18%	24.08%		41.27%	34.15%	33.42%	32.92%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	53.50%	54.50%	55.50%
销售成本(百万元)	202.84	210.72	246.31	130.33	311.22	392.52	512.44	666.17
增长率(YOY)		3.88%	16.89%		26.36%	26.12%	30.55%	30.00%
毛利(百万元)	106.13	148.26	199.09	150.37	318.02	451.60	613.80	830.85
增长率(YOY)		39.69%	34.29%		59.73%	42.01%	35.91%	35.36%
占总销售额比重	28.67%	21.75%	20.17%	21.14%	21.35%	23.75%	26.12%	28.47%
占主营业务利润比重	39.42%	30.64%	27.63%	31.43%	31.55%	34.00%	37.11%	40.14%
加盟								
销售收入(百万元)	397.18	962.86	1,453.69	887.86	1,961.64	2,410.20	2,884.75	3,460.35
增长率(YOY)		142.43%	50.98%		34.94%	22.87%	19.69%	19.95%
毛利率	27.66%	28.32%	31.86%	34.11%	32.47%	34.50%	34.50%	34.50%
销售成本(百万元)	287.32	690.18	990.55	585.01	1,324.69	1,578.68	1,889.51	2,266.53
增长率(YOY)		140.22%	43.52%		33.73%	19.17%	19.69%	19.95%
毛利(百万元)	109.86	272.68	463.15	302.85	636.94	831.52	995.24	1,193.82
增长率(YOY)		148.21%	69.85%		37.53%	30.55%	19.69%	19.95%
占总销售额比重	36.85%	58.33%	65.85%	66.88%	66.57%	67.81%	66.92%	65.82%
占主营业务利润比重	40.81%	56.35%	64.28%	63.29%	63.20%	62.61%	60.17%	57.68%
OEM/ODM								
销售收入(百万元)	371.66	328.84	308.60	158.99	355.96	300.00	300.00	300.00
增长率(YOY)		-11.52%	-6.16%		15.35%	-15.72%	0.00%	0.00%
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	255.00	255.00	255.00
增长率(YOY)		-16.51%	-5.87%		21.10%	-15.86%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	53.22	62.97	58.32	25.26	52.90	45.00	45.00	45.00
增长率(YOY)		18.32%	-7.38%		-9.31%	-14.93%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	34.48%	19.92%	13.98%	11.98%	12.08%	8.44%	6.96%	5.71%
占主营业务利润比重	19.77%	13.01%	8.09%	5.28%	5.25%	3.39%	2.72%	2.17%
销售总收入(百万元)	1077.80	1650.68	2207.69	1327.56	2946.84	3554.32	4310.98	5257.37
销售总成本(百万元)	808.59	1166.77	1487.12	849.07	1938.98	2226.20	2656.95	3187.70
毛利(百万元)	269.21	483.91	720.57	478.48	1007.86	1328.12	1654.04	2069.67
平均毛利率	24.98%	29.32%	32.64%	36.04%	34.20%	37.37%	38.37%	39.37%

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,667	2,211	2,966	3,554	4,311	5,257	货币资金	289	406	526	2,728	2,661	2,862
增长率		32.6%	34.1%	19.8%	21.3%	22.0%	应收款项	554	555	816	899	1,143	1,458
主营业务成本	-1,182	-1,490	-1,941	-2,226	-2,657	-3,188	存货	189	385	444	483	606	762
%销售收入	70.9%	67.4%	65.4%	62.6%	61.6%	60.6%	其他流动资产	37	57	93	47	55	66
毛利	484	721	1,025	1,328	1,654	2,070	流动资产	1,068	1,403	1,879	4,157	4,465	5,148
%销售收入	29.1%	32.6%	34.6%	37.4%	38.4%	39.4%	%总资产	75.1%	77.1%	79.5%	85.0%	79.1%	76.3%
营业税金及附加	-11	-15	-19	-27	-32	-39	长期投资	0	0	7	108	307	507
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	188	191	200	424	675	898
营业费用	-107	-189	-294	-355	-414	-484	%总资产	13.2%	10.5%	8.4%	8.7%	12.0%	13.3%
%销售收入	6.4%	8.6%	9.9%	10.0%	9.6%	9.2%	无形资产	151	190	241	198	195	193
管理费用	-76	-115	-167	-199	-241	-294	非流动资产	355	416	485	731	1,179	1,601
%销售收入	4.5%	5.2%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	%总资产	24.9%	22.9%	20.5%	15.0%	20.9%	23.7%
息税前利润 (EBIT)	290	402	545	747	966	1,252	资产总计	1,423	1,819	2,364	4,888	5,644	6,749
%销售收入	17.4%	18.2%	18.4%	21.0%	22.4%	23.8%	短期借款	474	307	180	0	0	0
财务费用	-24	-32	-8	21	22	21	应付款项	562	719	901	996	1,056	1,267
%销售收入	1.5%	1.4%	0.3%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	其他流动负债	96	72	105	201	246	297
资产减值损失	-8	-6	-2	-14	-16	-23	流动负债	1,132	1,098	1,186	1,197	1,302	1,565
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,132	1,098	1,186	1,197	1,302	1,566
营业利润	259	364	534	754	973	1,250	普通股股东权益	291	721	1,178	3,691	4,342	5,183
营业利润率	15.5%	16.5%	18.0%	21.2%	22.6%	23.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	7	62	15	15	15	负债股东权益合计	1,423	1,819	2,364	4,888	5,644	6,749
税前利润	258	372	596	769	988	1,265	比率分析						
利润率	15.5%	16.8%	20.1%	21.6%	22.9%	24.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-58	-91	-139	-185	-237	-303	每股指标						
所得税率	22.3%	24.6%	23.3%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	1.879	0.875	1.429	1.458	1.873	2.397
净利润	200	280	457	585	751	961	每股净资产	2.725	2.252	3.682	9.206	10.829	12.926
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.890	0.998	0.869	1.713	1.263	1.984
归属于母公司的净利润	200	280	457	585	751	961	每股股利	0.000	0.000	0.230	0.200	0.250	0.300
净利率	12.0%	12.7%	15.4%	16.5%	17.4%	18.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	68.95%	38.86%	38.83%	15.84%	17.30%	18.54%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	14.08%	15.40%	19.35%	11.96%	13.31%	14.24%
净利润	200	280	457	585	751	961	投入资本收益率	29.51%	29.50%	30.78%	15.38%	16.92%	18.36%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	24	33	41	53	77	111	主营业务收入增长率	54.51%	32.64%	34.15%	19.84%	21.29%	21.95%
非经营收益	14	14	10	27	-15	-15	EBIT增长率	188.39%	38.52%	35.42%	37.13%	29.38%	29.56%
营运资金变动	-333	-8	-231	23	-307	-262	净利润增长率	363.04%	39.75%	63.33%	27.84%	28.44%	27.96%
经营活动现金净流	-95	319	278	687	506	795	总资产增长率	14.66%	27.83%	29.96%	106.81%	15.46%	19.56%
资本开支	-8	-271	-97	-206	-294	-295	资产管理能力						
投资	0	0	-20	-101	-200	-200	应收账款周转天数	83.8	88.5	81.2	90.0	95.0	100.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	53.3	70.2	77.9	80.0	85.0	90.0
投资活动现金净流	-8	-271	-116	-307	-494	-495	应付账款周转天数	80.7	84.9	69.8	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	150	0	2,009	0	0	固定资产周转天数	41.1	31.5	24.3	38.1	52.6	58.7
债权募资	152	-56	-32	-180	0	1	偿债能力						
其他	94	-75	11	-6	-80	-100	净负债/股东权益	63.63%	-13.65%	-29.36%	-73.91%	-61.27%	-55.19%
筹资活动现金净流	247	18	-21	1,823	-80	-99	EBIT利息保障倍数	12.0	12.7	64.8	-35.5	-43.3	-61.0
现金净流量	144	67	140	2,203	-68	201	资产负债率	79.57%	60.38%	50.16%	24.49%	23.07%	23.20%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	11	14
增持	0	3	4	11	17
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.78	1.58	1.56

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-02	增持	23.82	N/A
2 2012-05-21	增持	24.78	32.42 ~ 32.42
3 2012-08-22	增持	25.83	N/A
4 2012-09-26	买入	22.54	26.24 ~ 29.17

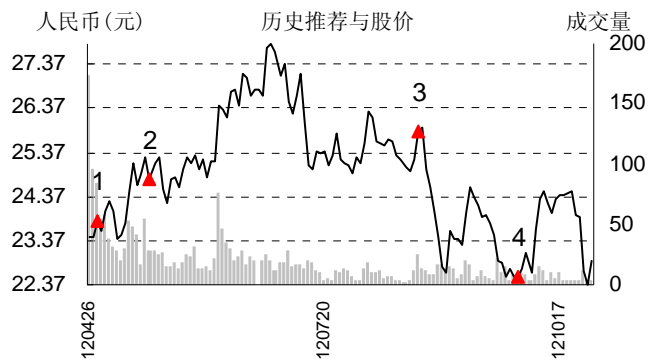
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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