

日期: 2013年3月20日
行业: 纺织服装

经营稳健的男鞋龙头



张凤展
021-53519888-1932
Bluesky9272003@hotmail.com
执业证书编号: S0870511030001

基本数据 (Y12)

报告日股价 (元)	17.77
12mth A 股价格区间 (元)	16.40/28.6
总股本 (百万股)	400.98
无限售 A 股/总股本	20%
流通市值 (百万元)	1439
每股净资产 (元)	8.63
PBR (X)	2.11

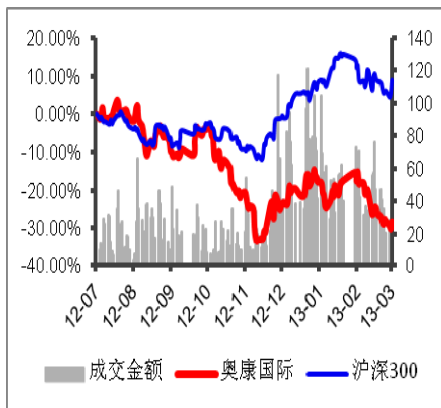
主要股东 (Y12Q3)

奥康投资有限公司	50.93%
王振滔	14.93%

收入结构 (Y12H)

男鞋	49%
女鞋	42%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ13-CT01

相关报告:

首次报告日期: 2013-03-20

主要观点:

行业需求平稳

根据Euromonitor的数据显示, 2012年, 中国男装鞋销售金额达到849亿元, 占成人鞋的41.6%,

2006-2011年, 居民鞋类消费支出年均复合增长率 14.1%, 随着居民可支配收入的持续增长以及社保体系的进一步完善, 国内对男装鞋的需求预计依然能够稳步增长。

从需求结构来看, 对中低档鞋类需求增长低于高档品, 同时另一方面对休闲鞋的需求增长高于正装鞋。

增加直营比例, 进行渠道创新

根据奥康国际的业务规划, 奥康国际未来的业务主要有四部分组成, 现有业务, 并购 (仅限于皮鞋皮具领域)、国际市场、和国际品牌运作 (主要是商场店), 在现有业务中将进一步加大直营比例, 并对渠道进行创新, 以多品牌集成店 (国际馆) 的模式来改善目前单一品牌店增长不利的局面, 通过增加单店经营面积来改善门店结构, 在内生性增长上则通过加大激励和改善产品结构来实现。

投资建议:

制鞋行业是一个相对成熟竞争激烈的行业, 行业增速相对稳定, 行业的机会更多来自于业内整合。奥康国际作为中低端男女鞋的有力竞争者, 有能力带动该领域的整合发展。鉴于2013年度的消费环境, 内生增长的推动较有难度。整体来看, 公司正处在转型期, 逐步向零售服务运营商转型。公司的转型将极大的改善公司的内部经营管理能力, 提升品牌控制力度。

根据公司目前的经营以及对明年形势的判断, 公司的EPS分别为: 1.34、1.64和2.02元/股。给予“跑赢大市”的评级。

风险提示: 内需进一步下滑拖累收入增长; 集合大店模式失败。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	2965.88	3480.38	3949.60	4562.39
年增长率 (%)	34.15%	17.35%	13.48%	15.52%
归属于母公司的净利润	457.40	536.29	655.85	810.35
年增长率 (%)	63.33%	17.25%	22.29%	23.56%
每股收益 (元)	1.141	1.337	1.636	2.021
PER (X)	15.58	13.29	10.86	8.79

注: 总股本为 400.98 百万股计算 数据来源: 天软, 上海证券

一、公司简介

奥康国际主要从事男女皮鞋及皮具产品的研发、生产、分销及零售业务。公司采取纵向一体化的经营模式，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，同时，采取OEM/ODM的模式，为国际知名皮鞋品牌生产皮鞋产品。

2011年度公司销售收入达到29亿，净利润4.57亿。

二、行业分析

(一)行业产业结构

波特五力模型

供应商的讨价还价能力

鞋类企业的供应商，主要涉及皮革制造企业，对于所处产业链结构来看，皮革制造企业对鞋类品牌商的议价能力较低。主要在于以下几个方面：

(1)皮革业生产企业以小型企业为主体，形成规模的大型企业较少，生产集中度较低，任何一家制革企业都不足以影响市场，也不可能做到垄断经营，也没有绝对的市场占有率。

(2)整体生产能力过剩，中国已成为世界公认的皮革生产大国，产量和出口量均居世界首位，且大部分中小型企业产品品种雷同，质量相近，形成了在同一水平线上的重复建设。对于鞋类品牌企业而言，转换成本低。

表 1: 奥康国际皮革占生产成本比重

	2011 年度	2010 年度	2009 年度
皮革占生产成本比重	48.75%	46.38%	48.51%

数据来源：招股说明书，上海证券

购买者的讨价还价能力

鞋类企业面对的购买者都是终端消费者，终端消费者更在意价格，同时对时尚潮流更加敏感。购买者的议价能力也取决于品牌企业自身的品牌能力，比如奢侈品企业，购买者的议价能力就相对较低，但是在中低端市场，消费者转换品牌非常容易，就奥康国际而言，企业的定位在中低端市场，这一市场消费者更看重性价比，议价能力相对较强。

新进入者威胁

作为一个成熟的传统行业，皮鞋行业进入门槛相对较低，皮鞋制造业的利润处于一个较低的水平。但是对于这一行业而言，已形成的品牌和渠道还是构成一定壁垒，行业虽然进入壁垒不高，但是要形成品牌认知，难度较大。以女鞋为例，百丽以其强大的品牌群落和渠道优势，基本占据了百货商场的女鞋专柜，在女鞋这一品类的市场占有率很高，从而对中高端女鞋品牌构成较高的进入壁垒。纵观男鞋产业，目前市场集中度较之女鞋相对分散，类似于百丽这样的行业巨头

还未出现。

替代品的威胁

鞋类作为一个大类，基本没有替代品，但是不同风格之间有替代威胁，比如休闲鞋的风行就挤占了正装鞋的空间。

行业内现有竞争者的竞争

目前，国内鞋类产量的 85% 为中低品，洋品牌占据中国的高端市场，压迫国产品牌只能在中和低市场勉力维持。

高端市场

市场容量小，主要被国际品牌占领，毛利率高，品牌、款式、舒适度是致胜关键，消费者对品牌、款式、用料和做工的关注度较高。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，开始按照中国人的脚型和喜好设计鞋的款式，在国内不断扩展营销网络，国际知名品牌皮鞋在国内消费量剧增。高端品牌除了LV、Dunhill、Hermès、Gucci 等奢侈品品牌外，还有Clarks、ECCO、GEOX等。

中端市场

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。

低端市场

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。

根据中国行业企业信息发布中心（CHIC）发布的消费品市场重点调查报告显示，2010 年我国男皮鞋市场销量领先的十大品牌依次为：森达、奥康、花花公子、富贵鸟、万里、红蜻蜓、金利来、骆驼、木林森、鳄鱼恤。十强的合计份额为34.96%，其中森达、奥康的市场份额超过5%，分别为5.89%和5.79%。

（二）行业成长空间

行业整体需求平稳，休闲鞋增速更快

根据Euromonitor的数据显示，2012年，中国男装鞋销售金额达到849亿元，占成人鞋的41.6%，

2006-2011 年，居民鞋类消费支出年均复合增长率 14.1%，随着居民可支配收入的持续增长以及社保体系的进一步完善，国内对男装鞋的需求预计依然能够稳步增长。

从需求结构来看，对中低档鞋类需求增长低于高档品，同时另一方面对休闲鞋的需求增长高于正装鞋。

根据BCG的预测，到2020年，中国的富裕消费者将达到2.8亿，占中国城市人口的30%以上。从消费阶层的增长速度来看，奥康国际所对应的消费群体中产阶级、新兴中产阶级在整体私人消费的占比将由2011年的30%逐步降低至2020年的26%。

图 1: 中国消费阶层

到2020年，富裕阶层将占中国消费总额的三分之一以上

定义 ¹	在家庭中占比 (%)		在私人消费中占比 (%)			
	2011	2020	2011	2020		
高净值人士	资产超过100万美元		0.1	0.3	3	7
非常富裕消费者	年均可支配收入在40,000美元至100万美元之间的城市家庭		3	8	9	15
中等富裕消费者	年均可支配收入在20,000美元至40,000美元之间的城市家庭		6	12	14	20
中产阶级	年均可支配收入在12,000美元至20,000美元之间的城市家庭		8	14	14	15
新兴中产阶级	年均可支配收入在8,000美元至12,000美元之间的城市家庭		12	13	16	11
低收入者和准中产阶级	年均可支配收入低于8,000美元的城市家庭		22	12	18	6
农村消费者	农村居民		49	41	25	25

来源: BCG消费者洞察智库; BCG中国城市收入数据库。
 注: 由于取用约数, 每栏的比例之和可能不等于100%。
¹可支配收入临界值以6.3的汇率(人民币兑美元)转化为2010年实际美元。

数据来源: BCG

从鞋的品类来看, 我们认为休闲鞋的增速将高于正装鞋。

随着国人的生活水平的提高, 消费者的生活态度发生重大的改变, 对待产品的需求也随之发生变化。追求个性、时尚、舒适已经成为国人消费的一种趋势, 因此时尚的、休闲的产品的比重将在未来三年里不断地攀升。

根据Euromonitor的数据, 国内的休闲鞋市场已经从2006年的306亿, 增长到2010年的413亿元, 其中休闲鞋占整个鞋类最大份额, 2011年度休闲鞋占比48.9%, 正装鞋占比12.6%, 运动鞋占比38.5%。预计2011-2015年休闲鞋市场的复合增长率为11.6%。

我国休闲皮鞋市场相对于运动鞋市场, 还处于欠成熟的发展状态目前国内品牌格局上不明朗, 特别是时尚休闲皮鞋运动休闲皮鞋和商务休闲皮鞋等品类, 尚未出现领导品牌, 消费者心智中的品牌阶梯还未建立。男装休闲鞋前15位大品牌的市场占有率从2009年的11.6%增加到2010年的15.1%。

从竞争格局来看,

第一集团军: 爱步、圣伽步、其乐、CD、健乐士、法国都彭, 以爱步、圣伽步、其乐为代表, 占有休闲鞋市场品牌数近10%的份额; 它们全部都来自国外, 垄断了中国高档休闲皮鞋消费市场。

终端形式主要以占领中国的一、二、三级市场的知名大型百货商场、机场百货、购物中心, 利用其品牌谈判能力, 占据有效地形, 成立专柜、专厅;

第二集团军: 爵根仕、暇步士、雅乐士、其乐大帝、斯·文、

迪宝阿志奥，以爵根仕、暇步士、雅乐士为代表，占有休闲鞋市场品牌数近10%，且表现不俗。

在第二集团军里，几乎是男士鞋的天下，尚未有专业休闲女鞋品牌在这时崭露头角，这个价格水平的鞋类产品被正装鞋让出了绝大部分空间（如哈森、百丽、富贵鸟、百思图的部分精品鞋和女靴；说明休闲女鞋在这个价位还有一定的发展空间）。

第三集团军（沙驰、策乐、路伴、奥卡索、天美意、波派）·整体看天美意、奥卡索、沙驰表现较为突出。这个价位的消费群体较少，属于“高不够，低不就”的价格区间，所以品牌间的竞争也相对冷清。

第四集团军（康龙、木林森、美国骆驼、欢腾、尊贵、豪行、吉祥鸟、安嘉英、火辣辣，以康龙、美国骆驼、吉祥鸟、火辣辣表现相对比较好。这个价位的消费群体众多，价格竞争激烈，市场比较复杂，品牌多且乱，没有什么比较突出的品牌。

（三）制鞋行业主要经营数据分析

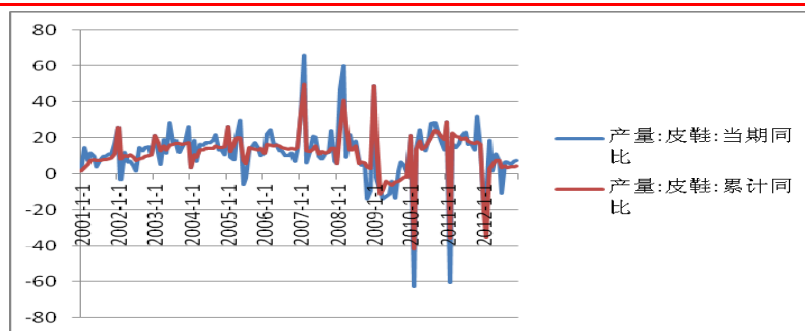
皮鞋制造行业的产销

从数据来看，2012年度整个皮鞋的产量增长速度不高，处于历史较低水平，2012年12月皮鞋产量同比增长7.5%，较11月略有增长，皮鞋制造行业的销售收入12月份同比增长7.19%，收入增长与上月相比基本持平。

从销量来看，2012年11月，全国皮鞋零售量同比增长12.55%，销量的增长大于产量的增长。

从对皮鞋销售量的数据进行区域划分以后，我们发现实际的数据和预想的结果有较大出入，根据市场的感受，以服装、百货为例，近几年销售增长较快的区域在二、三线城市，但是实际数据呈现的结果是，2012年度，一线城市的皮鞋零售量增长最为迅速，二线城市波动较大，三线城市的生长相对缓慢。从地域来看，东部和中部的皮鞋销量增长最快。

图 2：皮鞋产量



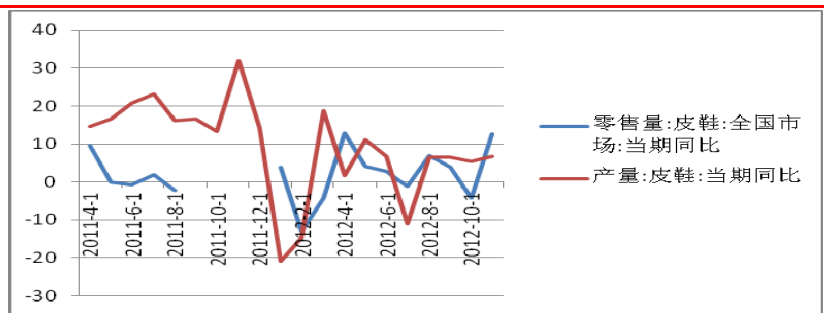
数据来源：大智慧，上海证券

图 3: 皮鞋销量



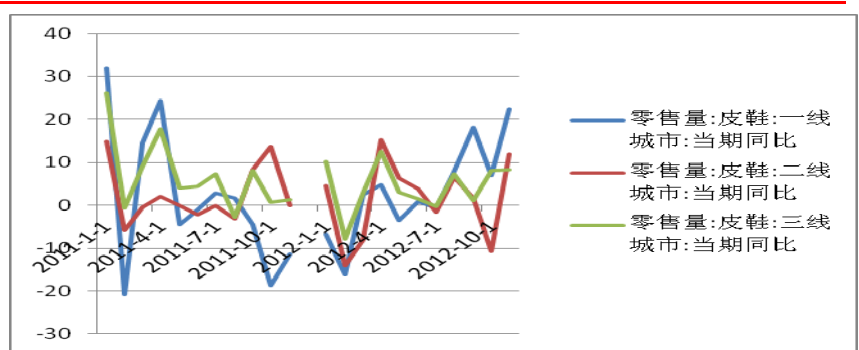
数据来源: 大智慧, 上海证券

图 4: 皮鞋产销对比



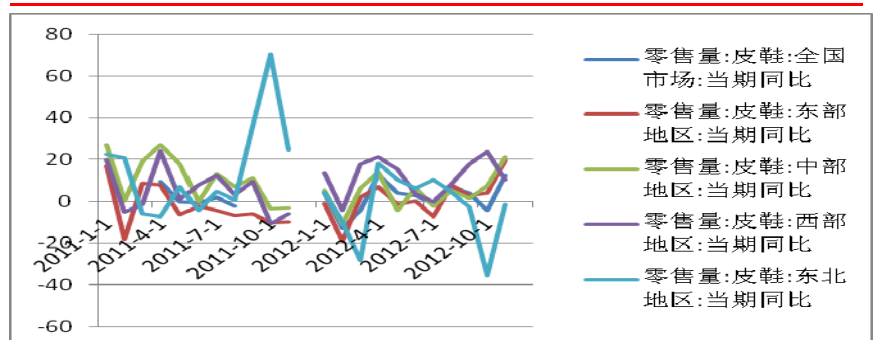
数据来源: 大智慧, 上海证券

图 5: 皮鞋零售量按城市划分



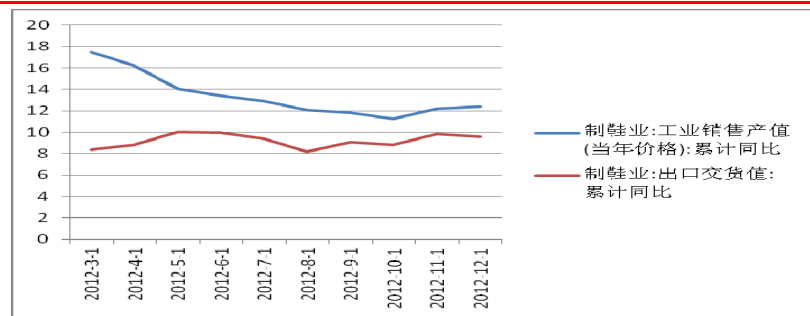
数据来源: 大智慧, 上海证券

图 6: 皮鞋销量



数据来源: 大智慧, 上海证券

图 7: 制鞋业工业销售产值及出口交货值同比增长

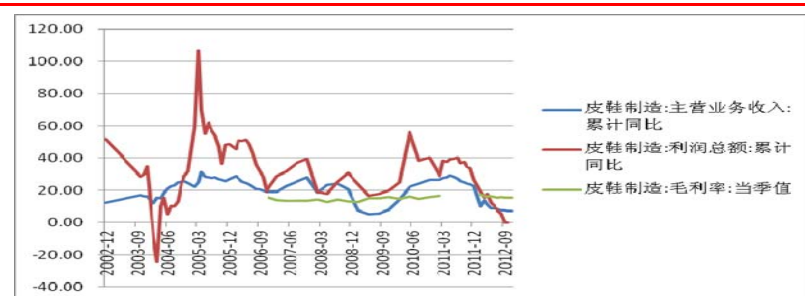


数据来源: 大智慧, 上海证券

对制鞋行业的财务数据分析后发现, 皮鞋制造行业的销售收入在经历了2010年的恢复之后, 2011年开始增速下滑, 2012年11月, 皮鞋制造行业的主营业务收入累计同比增长7.19%, 但整体行业毛利率保持稳定, 11月行业毛利率水平为15.52%, 由于收入增长的锐减, 行业利润总额同比增长也呈下滑态势, 利润总额11月同比增长-0.2%

从存货角度来看, 行业整体存货水平有所下降, 但是产成品的增长速度依然快于主营业务收入增长速度, 库存消化还需加强。

图 8: 制鞋业行业主要财务数据



数据来源: 大智慧, 上海证券

图 9: 制鞋行业存货数据



数据来源: 大智慧, 上海证券

三、公司分析

(一) 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司控股股东为奥康投资，实际控制人为董事长兼总经理王振滔。公司为家族控股，实际控制人及其关联方合计持有公司 75.82% 股份，除王振滔兄弟担任总裁及副总裁之外，其他岗位以职业经理人任职为主。

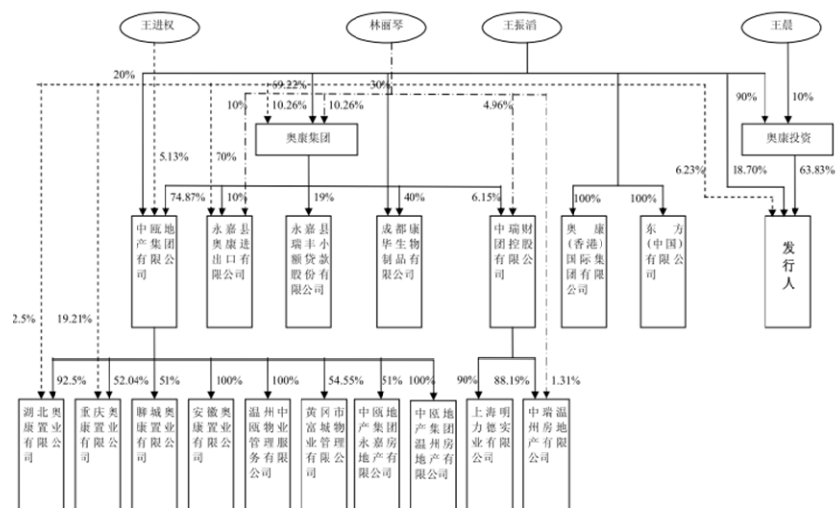
表 2: 股权结构

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)	股权性质	解禁日
奥康投资有限公司	20,423	50.93	限售流通 A 股	2015.4.26
王振滔	5,985	14.93	限售流通 A 股	2015.4.27
王进权	1,995	4.98	限售流通 A 股	2015.4.28
深圳市红岭创业投资企业(有限合伙)	1,067	2.66	限售流通 A 股	2013.4.29
潘长忠	998	2.49	限售流通 A 股	2013.4.30
缪彦枢	998	2.49	限售流通 A 股	2013.4.31
上海长霆创业投资中心(有限合伙)	533	1.33	限售流通 A 股	2013.4.32
全国社保基金六零一组合	472	1.18	限售流通 A 股	2013.4.33
大成价值增长证券投资基金	327	0.82	A 股流通股	
嘉实服务增值行业基金	261	0.65	A 股流通股	
合计	33,059	82.46	限售比例 79.81%	

数据来源: wind, 上海证券

公司实际控制人为董事长兼总经理王振滔先生除持有公司股份外，还从事多种其他业务，业务种类涉及生物制药，金融投资，房地产投资，从2011年度的财务数据来看，为公司实际控制人带来最主要收益的是股份公司奥康国际。

图 10: 实际控制人持股情况



数据来源: 招股说明书, 上海证券

表 3: 关联企业财务状况

单位: 万元

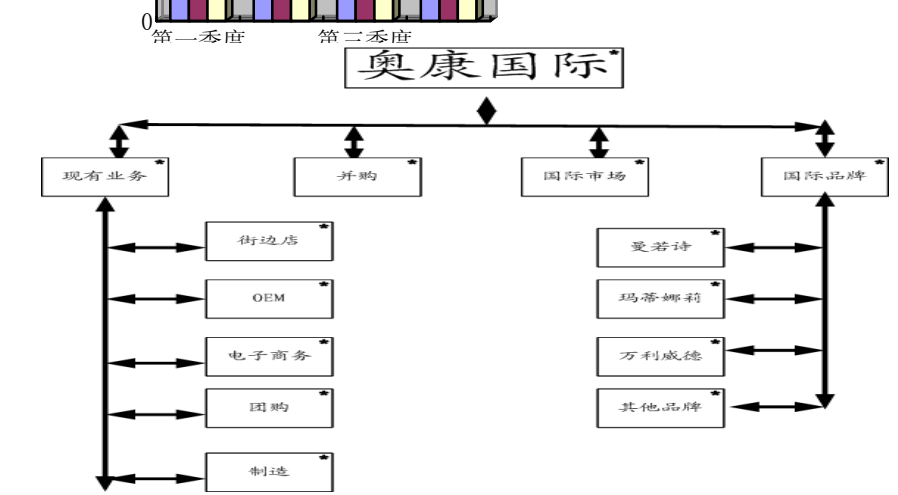
序号	名称	2011 年 12 月 31 日/2011 年度		
		总资产	净资产	净利润
1	奥康集团	148,823.43	21,464.53	-314.77
2	康华生物	11,000.63	-6,439.91	-1,643.53
3	中瓯地产	66,322.07	10,745.72	786.60
4	重庆奥康置业有限公司	60,905.81	2,035.04	-1,205.88
5	湖北奥康置业有限公司	10,963.73	7,572.32	239.06
6	聊城奥康置业有限公司	6,937.12	830.46	14.41
7	安徽奥康置业有限公司	10,135.80	2,301.91	-42.04
8	中瓯地产集团永嘉房地产有限公司	279,768.29	7,207.97	-3,198.21
9	中瓯地产集团温州房地产有限公司	59,643.28	10,763.78	-36.22
10	黄冈市富城物业管理有限公司	34.20	5.72	15.65
11	温州中瓯物业管理服务有限公司	149.80	120.50	37.08
12	奥康(香港)国际集团有限公司	474.98(港币)	-860.02(港币)	-87.36(港币)
13	东方(中国)有限公司	209.79(港币)	-4.86(港币)	-1.14(港币)
14	永嘉县瑞丰小额贷款股份有限公司	36,800.69	20,595.97	3,460.66
15	中瑞财团控股有限公司	16,820.26	8,550.84	-58.59
16	中瑞温州房地产有限公司	225,319.48	6,337.79	3,022.08
17	上海明力德实业有限公司	17,258.54	-2,748.29	-1,639.21

注: 以上数据均为该等公司单体报表; 奥康集团 2011 年财务数据经温州中源会计师事务所审计, 其他财务数据未经审计。

数据来源: 招股说明书, 上海证券

(二) 公司业务分析

根据奥康集团未来的业务主要有四部分组成, 现有业务(鞋服领域)、国际市场、和国际品牌运作。在现有业务中, 奥康、康龙、红火鸟这三大品牌在边店(零售)商务、团购和服装制造。



现有业务分析:

品牌结构

公司实施以中低档定位为核心的多品牌差异化策略, 对市场进行细分。

品牌阵营: 奥康为主品牌, “康龙”、“红火鸟”、“MiRie’s 曼若诗(原美丽佳人)”、“万利威德”品牌为辅。

主品牌“奥康”定位于中低档商务时尚男女鞋，以“舒适、柔软、轻便、新潮”的产品理念满足20-45岁的白领族和打拼族等商务人群的正式或非正式穿着需求，价格带定位于200-800元/双，主打产品300-500元/双。2009-2011年收入占比60-70%。

“康龙”定位于中低档休闲鞋，已经初具规模。作为主要品类延伸，以“休闲鞋服、皮具、饰品”等全系列产品满足20-30岁的都市男女休闲人群的穿着需求，价格带定位于200-800元/双，主打产品300-500元/双。2009-2011年收入占比由9%提高至12%。

“红火鸟”定位于中低档时尚鞋品，作为流行时尚的追随者，以“注重外观的中低价流行鞋品”满足18-35岁的年轻打拼族人群的穿着需求，主打产品价格带定位于200-300元/双。2009-2011年收入占比由3%提高至5%。

“MiRie's 曼若诗”定位于中高档时尚女鞋，以“时尚、前卫、舒适的中高档女鞋”满足20-35岁注重物有所值理念的时尚女性白领，主打产品价格定位于900-1900元/双。

“万利威德”定位于尊贵时尚，产品为纯正意大利血统的中高档仿生换气鞋，目标消费人群为30-45岁的注重物有所值理念的时尚白领和成功人士，主打产品价格定位于1200-3000元/双。“万利威德”品牌始创于1969年的意大利步行科技，公司2010年5月18日与万利威德公司签署“知识产权框架协议”，以4077万元的价格收购其在中国（包括港澳台）地区的所有专利和商标权利。

表 4: 各品牌情况

品牌销售收入	2011 (万元)	品牌门店数	销售收入占比	门店占比	单店收入 (万)	品牌上市时间
奥康	195600	3200 家左右	81.01%	65.04%	61	1988 年
康龙	41500	800 家左右	16.02%	16.26%	52	2001 年
红火鸟	14800	600 家左右	0.69%	12.20%	25	2004 年
曼若诗	5900	150 家左右	2.28%	3.05%	39	2002 年
	257800	4920 家				

数据来源：上海证券

表 5: 产品数据

产品名称	2012H		2011		2011 年 1-6 月		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
男鞋	78723	49.08%	144868	49.16%	64,379.91	48.50%	112,847.12	51.12%
女鞋	68314	42.59%	127940	43.42%	58,664.89	44.19%	96,227.33	43.59%
皮具	13371	8.34%	21874	7.42%	9,710.76	7.31%	11,694.48	5.30%
合计	160410		294683		132,755.55	100.00%	220,768.92	100.00%

数据来源：招股说明书，上海证券

公司主品牌“奥康”主打产品零售价 300-500 元，属于中档定位，以二三四线城市为主要市场。奥康皮鞋总体形象是男性化较强的

品牌，成熟稳重，循规蹈矩，但在时尚感和亲和力方面还需要加强。我国地域广阔，地区间居民收入水平和消费习惯差异较大，与国外企业相比，国内企业对本土消费习惯和渠道情况更熟悉，对这类市场的开发也更早，目前该定位的品牌以港台和国内品牌为主（如女鞋领域的百丽，男鞋领域的奥康和森达）。我们认为，该类定位的产品受国际品牌冲击较小，市场格局相对稳定，该类市场的竞争要素主要为营销网络、品牌知名度和产品性价比。奥康品牌目前店面数量较多，基本实现全国市场覆盖，未来门店扩张还有一定空间，但我们以为门店数量达到5000家后，增长受限。公司的目标是未来奥康品牌的门店数量达到5000家左右。

康龙品牌是公司第二大品牌，我们认为公司未来持续增长很大程度上将依靠该品牌的发展。一方面，时尚休闲鞋在未来的增速将高于正装鞋（预测2011-2015年复合增长11.6%），另一方面，康龙目前店面数量较少，覆盖区域较小，还有较大空间，在休闲鞋市场，目前康龙的市场占有率为2.6%左右。公司的目标是未来康龙和红火鸟的门店数量合计达到5000家。

红火鸟定位中低档时尚鞋品，从目前的发展来看，发展并不顺利，公司对该品牌的资源投入也没有前两个品牌高。

曼若诗品牌（前美丽佳人）是公司在中高端女鞋品牌的尝试，从2004年品牌创造到现在，发展不尽人意，中高端女鞋强敌林立，有百丽集团、达芙妮两大巨头在前，公司品牌竞争优势不足，原品牌名从美丽佳人换到曼若诗也是公司女鞋发展不利的结果。

万利威德品牌定位高端鞋品，由于公司2010年才获得该品牌国内商标权，且过去没有高档男鞋的运作经验，对于该品牌的发展我们认为在近几年在探索阶段。

销售渠道选择

从奥康国际的渠道布局来看，经销店铺是发展的重点，目前经销店铺的店铺数量占比在90%左右，2012年6月，经销店铺达到4373家，直营店铺547家。从经营的效果来看，公司直营店的经营效率不高，虽然直营系统销售收入持续增长，但是增长主要是通过店面扩张带来，直营商场店和独立店的单店收入并不理想，其中直营商场店和独立店的单店收入在2011年度都呈负增长。经销店的表现较为平稳，近几年经销店的单店提货额持续增长，都维持在15%以上。整体来看，公司在直营领域还处在拓展摸索的初期，直营独立店的发展还需经验积累，公司的经销店铺模式相对成熟，未来业绩的关键依然在经销店是否能快速拓展。

表 6: 店铺增长

项目	2012H		2011		2010年		2009年		2008年	
	店铺数 量	占 比	店铺数 量	占 比	店铺数 量	占 比	店铺数 量	占 比	店铺数 量	占 比
直营独立店			161	4%	73	1.89%	47	1.46%	9	0.36%
直营商场店			316	7%	301	7.78%	390	12.12%	358	14.25%
直营店合计	547	11%	477	11%	374	9.67%	437	13.58%	367	14.61%
经销店铺	4373	89%	4035	89%	3,495	90.33%	2,781	86.42%	2,145	85.39%
合计店铺数	4920	100%	4512	100%	3,869	100.00%	3,218	100.00%	2,512	100.00%
直营店铺增长率	29%		27%		-14%		19%			
经销店铺增长率	20%		15%		26%		30%			

数据来源: 公司公告, 上海证券

表 7: 销售区域分布

地区名称	2011		2010年		2009年		2008年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	151246	51.68%	100,246.50	45.41%	72,420.46	43.87%	36,693.29	34.04%
西部	38451	13.14%	29,892.05	13.54%	21,905.66	13.27%	11,236.45	10.43%
华中	36866	12.60%	27,593.65	12.50%	23,011.44	13.94%	8,800.03	8.16%
华南	15031	5.14%	15,879.12	7.19%	5,646.08	3.42%	6,928.16	6.43%
华北	9959	3.40%	11,392.38	5.16%	5,430.91	3.29%	3,264.11	3.03%
东北	7532	2.57%	4,905.69	2.22%	3,769.14	2.28%	3,692.38	3.43%
出口	33596	11.48%	30,859.54	13.98%	32,884.48	19.92%	37,166.06	34.48%
合计	292681		220,768.92	100.00%	165,068.17	100.00%	107,780.48	100.00%

数据来源: 招股说明书, 上海证券

表 8: 渠道销售收入

项目	2011		2010年		2009年		2008年	
	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率
直营独立店收入	29216	74%	16,826.16	135.48%	7,145.50	230.51%	2,161.96	
直营独立店单店收入	181	-21%	230.50	51.61%	152.03	-36.71%	240.22	
项目	2011		2010年		2009年		2008年	
	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率
直营商场店收入	20666	-3%	21,285.49	-7.14%	22,922.91	12.65%	20,348.70	
直营商场店单店收入	65	-8%	70.72	20.31%	58.78	3.41%	56.84	
	2011		2010年		2009年		2008年	
	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率
直营团购收入	13040	103%	6,428.30	10.28%	5,828.86	-30.49%	8,386.18	
项目	2011		2010年		2009年		2008年	
	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率
经销渠道收入	196163	35%	145,369.43	50.98%	96,286.41	142.43%	39,717.58	
经销商单店提货额	48.62	17%	41.59	20.13%	34.62	86.99%	18.52	

直营渠道收入合计	62922	41%	44540	24%	35897	16%	30897
品牌销售收入合计	259085	36%	189909	44%	132184	87%	70614
OEM/ODM	35596	15%	30,859.54	-6%	32,884.48	-12%	37,166.06
销售收入合计	294681	33%	220768.92	10%	200965.4	45%	138677.3
直营占比	21%		20%		18%		22%
品牌销售占比	88%		86%		66%		51%

数据来源：公司公告，上海证券

电子商务

公司的电子商务业务呈现快速发展的势头，公司对于电子商务的运营采取两种模式相结合的方式，一方面自建平台自建团队，另一方面又借助第三方平台和团队。从产品内容来看，为了避免线上线下打架的情况，公司的线上产品和线下产品完全分开，并不像目前大多数企业那样仅将电商作为去库存的渠道。2012年度，公司的电子商务业务大概有2亿左右的销售收入。

渠道扩张能力

渠道扩张是公司未来发展的重要一环，因此在渠道扩张上是否还有空间已经是有足够能力支持是必须要考虑的问题。

扩展空间：鞋类这一品类整体处于成熟阶段，鞋类生产的增长速度相对平稳，但是休闲鞋的增长速度略快，也是未来发展的主要方向。从单个品牌来看，奥康皮鞋市场渗透率较高，整体市场容量向上拓展空间有限，目前该品牌已有门店近3200家，离公司目标5000家店，还有56%的空间，从店类结构来看，由于公司以经销商店为主，直营店铺的发展还需努力。公司第二品牌康龙将是未来发展的重点，目前康龙和红火鸟店铺数量合计1400家左右，与公司目标5000家店还有较大的距离。

扩张能力：

资金：新开门店对公司的营运资金需求较高，根据公司招股说明书中的测算，新开一家自营标准店，所需要投入的租金费用大致为40万，店面设计装修费用为15万元，流动资金36万左右，那么新开一家门店所需要的资金投入大致为91万元。我们从公司2012年三季报的数据可以看出，公司拥有货币资金1.75亿，其他流动资产（为IPO所募资金）11.98亿，可用资金为13.73亿，这部分资金大致能支撑1500家新开（标准店）的费用。根据募投项目的测算，公司计划新开12家直营旗舰店，36家直营形象店，120家标准店、180家商场店，共需要资金8.7亿。（募投项目中计划购买店数为68家）

管理能力：但是按照募投计划，公司直营店数量将增加348家而且广泛分布在全国各地，终端销售人员将增加1,800名左右，直营店数量的大幅增加将给终端销售带来管理风险。从目前公司的直营能力来看，还需要加强。

设计：公司目前拥有两个研发中心，温州研发中心、东莞研发中心。温州研发中心下设奥康男鞋研发部、奥康女鞋研发部、康龙品牌研发部、美丽佳人研发部、红火鸟研发部、工艺部、功能鞋研发部、鞋样开发部、鞋楦研究室、中试车间等部门，主要负责奥康皮鞋和其

他自主品牌鞋的开发及鞋类技术的开发。东莞研发中心主要负责奥康女鞋与皮具的研发和产品设计。

目前公司拥有一支包括首席设计师 7 人、设计师 30 多人、50 多位技师等专业技术人员在内的 100 多人的研发设计团队，除奥康男女皮鞋分设首席设计师外，其他每个品牌均有一位首席设计师。

从研发支出来看，鞋类的研发支出比例相对较低，男装企业的研发支出占销售收入的比重大致在3%，鞋类的研发投入占比不足1%。

表 9：2011 年研发支出情况

2011 年数据	星期六	动感集团	奥康国际
研发支出	1205	145	2765
研发支出/销售收入	0.89%	0.24%	0.93%

数据来源：公司公告，上海证券

生产：在生产方面，为保持公司独特的竞争力和供应链快速反应能力，公司始终保留着重点和核心产品的生产能力，打造了一批较高素质的生产管理和技术人员，形成了一支适应公司高品质产品需求的熟练工人和技工队伍。奥康国际目前鞋类资产比例在41%左右。

未来公司在渠道扩张上的策略有所改变，鉴于目前经济形势以及消费习惯的改变，公司将改变过去以单品牌店面扩张的模式，进行渠道创新，以奥康国际馆的方式开多品牌集合店，逐步推动集成大店模式及通过与经销商联营来进行加盟转直营。12 月温州已经新开几家集成大店，稍小面积店有 3-5 个品牌，大店则 10-15 个品牌，与传统大店相比，具有更多体验和服务功能。同时 12 月加速对经销商调整，已经有 7、8 个区域经销商经营范围进行了不同程度的缩小，其中江西地区完全收回。乐观预计 2013 年度，公司新开国际馆 100 家左右。

内生性增长：

在未来的增长上，除了外延式的扩张外，公司将一下几个方面来进一步改善。内生性增长来看，公司将通过改善产品结构，增加皮具和小商品配饰品种来促进平效增长，另一方面加大对员工尤其是店长的激励力度，来调动员工积极性。在价格策略上，2012 年度受到经济形势的影响公司打折情况普遍，2013 年度公司将打折，尽量通过其他方式来促销。

时尚流水线：“时尚流水线”是奥康在营销过程中提出的新概念，其追求“24 小时研发，3 小时生产，24 小时物流，30 天下架”的超快运营。它以“快”为特色，将生产流水线的概念扩展至鞋服企业运营的整个生态链中。产品开发周期缩短，要求企业具有极强的市场敏感性，最快速度将时尚讯息提取出来并反映到产品当中。产品生产周期缩短，同时要保证产品质量，因此对产品生产提出了更高的要求。此外，还需强有力的物流系统支撑，大幅提升产品的流通速度。由于时尚流水线的模式涉及公司供应链的重塑，目前仅在实验摸索阶段，预计这一新的商业模式全部打造完成至少需要两到三年的时间。

(三) 同业对比分析及财务状况分析

在进行同业对比分析中，我们选取类似定位的男鞋企业动感集团作为主要比较对象。动感集团业务定位和公司类似，同样位于中低档男鞋的生产销售，和奥康一样同样有一部分OEM业务，渠道模式同样以经销为主。

动感集团是中国男装休闲鞋龙头企业之一，旗下拥有金迈王和公牛巨人两大自主品牌，并代理骆驼牌（非独家授权）、格雷夫和骆驼动感等三大品牌，其中金迈王、公牛巨人和骆驼牌分别位列男装休闲鞋行业第五、第六和第八大品牌，2010年三者市场份额合计为3.2%，已超过康龙（2.6%）。

金迈王：含商务型和时尚型产品，建议零售价 450-1100 元/双，针对 30-55 岁的中端及中高端收入人群。

公牛巨人：时尚轻便型产品，建议零售价 250-1000 元/双，针对 18-29 岁的年轻人群。

骆驼牌：商务型和户外型（登山鞋和透气鞋），建议零售价 400-700 元/双，针对 25-39 岁的中高端收入人群。

从收入来看，虽然国内休闲鞋市场规模较大，增速较快，但是单一品牌市场规模较小，排名第一的康龙2011年的销售规模也只有3.5亿左右。

动感集团旗下几个品牌，销售规模和店铺数量相对平均，以2011年五月数据来看，金迈王有491家，公牛巨人有581家，骆驼牌417家，格雷夫22家，骆驼动感51家。

从公司的发展历程来看，企业应收的快速发展主要来自于门店的迅猛扩张，但是在单店销售收入的增长上停滞不前，从经营的效率来看，动感集团的单店销售收入远远低于奥康集团，以2011年为例，奥康集团经销店的单店提货额为48.62万元，动感集团只有一半，24万元。

表 10: 动感集团店铺数量发展

	2012H	2011	2010	2009	2008
店铺数量	2190	2040	1336	782	518
增长	7%	53%	71%	51%	
单店销售	11	24	24	25	26

数据来源：公司公告，上海证券

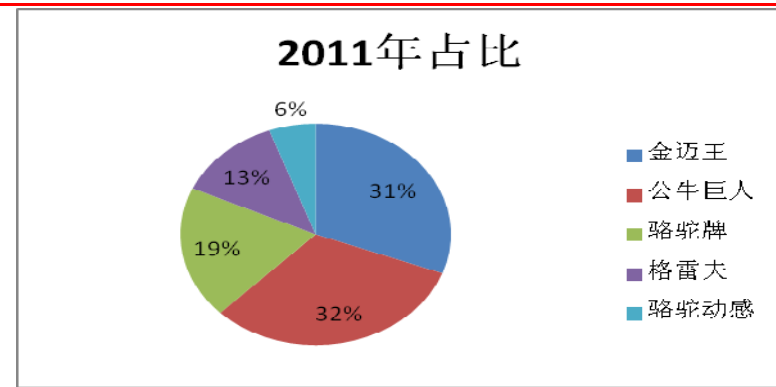
表: 11: 动感国际分品牌销售收入（单位：万元）

销售收入	2012H	2011	2010	2009	2008
金迈王	7660	14836	12048	6200	4054
公牛巨人	7275	15319	11857	9277	6788
骆驼牌	5739	9349	6883	3411	2556
格雷夫	2286	6084	1642	804	
骆驼动感	1022	2691			
贴牌	4803	12539	8185	4176	2784

合计	28785	60818	40615	23868	16182
品牌销售	23982	48279	32430	19692	13398
品牌销售占比	83%	79%	80%	83%	83%
品牌销售增长率		49%	65%	47%	

数据来源：公司公告，上海证券

图 11: 各品牌销售占比



数据来源：公司公告，上海证券

从盈利能力角度来看，女鞋公司如百丽、达芙妮直营占比相当高，从而毛利率水平整体较高，与公司最为相近的动感集团，毛利率水平和公司相近，整体发展趋势也相近，从数据来看，奥康集团的毛利率水平并未占优。从净利率对比，奥康国际的净利率水平较高，但相对于动感集团而言，净利率水平低大致3个百分点。净利率水平低的在于公司的销售管理费用相比动感集团高出近8个百分点。

表 12: 毛利率对比

毛利率	2011 年度	2010 年度	2009 年度	2008 年度
动感集团	34.52	31.34	27.7	15.14
百丽国际	57.2	55.72	53.34	51.68
达芙妮国际	61.14	57.38	54.99	52.7
星期六	52.35	49.09	49.32	44.9
奥康国际	34.58	32.65	29.34	

数据来源：大智慧，上海证券

表 13: 净利率对比

净利率	2011 年度	2010 年度	2009 年度	2008 年度
动感集团	18.49	17.31	13.63	2.91
百丽国际	14.7	14.45	12.82	11.26
达芙妮国际	10.88	8.99	6.75	9.32
星期六	7.39	9.09	13.57	13.4
奥康国际	15.43	12.68	12.14	

数据来源：大智慧，上海证券

表 14: ROE 对比

ROE	2011 年度	2010 年度	2009 年度	2008 年度
动感集团	30.41	N/A	44.62	8.57
百丽国际	22.88	20.36	17.16	15.46
达芙妮国际	24.6	21.74	18.26	27.9
星期六	6.55	7.08	13.28	34.23
奥康国际	48.18	55.38	N/A	

数据来源: 大智慧, 上海证券

从存货周转来看, 2011年度奥康国际的存货周转率略低, 而整体存货周转率有下降, 其他公司的存货周转率由于运营模式的差异, 并不具备可比性。

表 15: 存货周转率

存货周转率	2011 年度	2010 年度	2009 年度	2008 年度
动感集团	5.91	N/A	6.11	6.98
百丽国际	2.11	2.45	2.42	2.26
达芙妮国际	1.91	2.8	2.59	1.88
星期六	0.93	1.1	1.13	1.76
奥康国际	4.68	5.19	6.85	5.17

数据来源: 大智慧, 上海证券

四、盈利预测及估值定价分析

关键假设:

1、外延式扩张:

结合公司募集资金使用计划及对行业公司的判断, 我们假设 2012年度、2013、2014年度新开门店数量为588家、400家和380家。

表 16: 店铺数量预测

店铺数量	2014E	2013E	2012E	2012H	2011A
直营独立店	350	311	190		161
直营商场店	530	489	410		316
直营店合计	880	800	600	547	477
经销商店铺	5000	4700	4500	4373	4035
合计店铺数	5880	5500	5100	4920	4512

数据来源: wind, 上海证券

2、内生性增长假设:

表 17: 单店收入预测

项目	2014E 数额	2013E 数额	2012E 数额	2011 数额	2010年 数额
直营独立店单店收入	209	190	190	181	230.5
直营商场店单店收入	73.5	70	70	65	70.72

直营团购收入	15000	10000	7000	13040	6,428.30
经销商单店提货额	57.24	53	52	48.62	41.59

数据来源：公司公告，上海证券

3、毛利率预测：我们的毛利率假设基于销售模式进行，假设这几年直营和经销的毛利率水平保持相对稳定。

预测，2012-2014年度，公司的EPS分别为：1.34、1.64和2.02。

六、投资建议：

制鞋行业是一个相对成熟竞争激烈的行业，行业增速相对稳定，行业的机会更多来自于业内整合。奥康国际作为中低端男女鞋的有力竞争者，有能力带动该领域的整合发展。进入2013年度，公司的经营战略有进一步调整，在外延拓展方面，将进一步加大直营店的开店力度，扩大经营面积（由过去的单一品牌小店改编为品牌集合店即国际店），在内生增长方面，加大对员工的激励力度，改善产品结构带动内生性增长。鉴于2013年度的消费环境，内生增长的推动较有难度。整体来看，公司正处在转型期，逐步向零售服务运营商转型。公司的转型将极大的改善公司的内部经营管理能力，提升品牌控制力度。

根据公司目前的经营以及对明年形势的判断，公司的EPS分别为：1.34、1.64和2.02元/股。给予“跑赢大市”的评级。

风险提示：内需进一步下滑拖累收入增长；集合大店模式失败。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	2965.88	3480.38	3949.60	4562.39
年增长率（%）	34.15%	17.35%	13.48%	15.52%
归属于母公司的净利润	457.40	536.29	655.85	810.35
年增长率（%）	63.33%	17.25%	22.29%	23.56%
每股收益（元）	1.141	1.337	1.636	2.021
PER（X）	15.58	13.29	10.86	8.79

注：总股本为 400.98 百万股计算 数据来源：wind，上海证券

表：盈利预测
财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1666.85	2210.90	2965.88	3480.38	3949.60	4562.39
增长率 (%)	54.51%	32.64%	34.15%	17.35%	13.48%	15.52%
归属母公司股东净利润	200.40	280.05	457.40	536.29	655.85	810.35
增长率 (%)	363.04%	39.75%	63.33%	17.25%	22.29%	23.56%
每股收益 (EPS)	0.500	0.698	1.141	1.337	1.636	2.021
每股股利 (DPS)	0.000	0.000	0.000	0.401	0.491	0.606
每股经营现金流	-0.230	0.803	0.689	0.830	1.640	1.838
销售毛利率	29.07%	32.61%	34.56%	34.04%	35.52%	36.07%
销售净利率	12.02%	12.67%	15.42%	15.41%	16.61%	17.76%
净资产收益率 (ROE)	68.95%	38.86%	38.83%	17.81%	18.90%	20.07%
投入资本回报率 (ROIC)	30.13%	52.20%	60.60%	55.68%	54.86%	70.34%
市盈率 (P/E)	35.56	25.44	15.58	13.29	10.86	8.79
市净率 (P/B)	24.52	9.89	6.05	2.37	2.05	1.76
股息率 (分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.023	0.028	0.034

报表预测

利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1666.85	2210.90	2965.88	3480.38	3949.60	4562.39
减: 营业成本	1182.36	1489.98	1940.95	2295.64	2546.61	2916.72
营业税金及附加	11.36	14.63	18.58	21.80	24.74	28.58
营业费用	106.94	189.27	294.16	348.04	414.71	456.24
管理费用	75.80	114.76	167.46	198.38	233.03	260.06
财务费用	24.26	31.68	8.41	-19.73	-46.39	-57.87
资产减值损失	7.56	6.26	2.13	5.31	5.31	5.31
加: 投资收益	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	258.58	364.31	534.22	630.93	771.59	953.36
加: 其他非经营损益	-0.61	7.23	61.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	257.96	371.55	596.18	630.93	771.59	953.36
减: 所得税	57.57	91.50	138.78	94.64	115.74	143.00
净利润	200.40	280.05	457.40	536.29	655.85	810.35
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	200.40	280.05	457.40	536.29	655.85	810.35
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	208.81	367.75	458.05	1926.74	2431.66	2983.48
应收和预付款项	590.52	591.87	855.02	699.26	1237.03	998.36
存货	188.74	384.71	443.87	623.87	507.95	658.73
其他流动资产	0.12	20.93	54.23	54.23	54.23	54.23

长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	7.00	6.27	5.53	4.80
固定资产和在建工程	187.71	191.07	199.61	170.49	142.31	111.73
无形资产和开发支出	149.31	184.03	199.81	177.80	155.80	133.80
其他非流动资产	1.43	6.04	41.52	20.76	0.00	0.00
资产总计	1326.65	1746.40	2259.11	3679.42	4534.52	4945.14
短期借款	473.78	307.18	179.81	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	562.22	718.52	901.20	667.91	1063.92	907.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1036.00	1025.70	1081.01	667.91	1063.92	907.29
股本	106.66	319.98	319.98	400.98	400.98	400.98
资本公积	0.00	4.04	4.04	1381.04	1381.04	1381.04
留存收益	183.99	396.67	854.08	1229.48	1688.58	2255.83
归属母公司股东权						
益	290.65	720.70	1178.10	3011.51	3470.60	4037.85
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	290.65	720.70	1178.10	3011.51	3470.60	4037.85
负债和股东权益合计	1326.65	1746.40	2259.11	3679.42	4534.52	4945.14
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	-92.41	321.97	276.16	332.92	657.55	737.00
投资性现金净流量	-7.50	-270.78	-116.20	-3.60	-4.90	-3.00
筹资性现金净流量	247.22	18.66	-24.80	1139.36	-147.72	-182.19
现金流量净额	146.78	69.34	138.60	1468.69	504.92	551.82

财务分析和估值指标汇总

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收益率						
毛利率	29.07%	32.61%	34.56%	34.04%	35.52%	36.07%
三费/销售收入	12.42%	15.18%	15.85%	15.13%	15.23%	14.43%
EBIT/销售收入	16.78%	18.13%	20.45%	17.49%	18.29%	19.56%
EBITDA/销售收入	17.75%	19.31%	21.76%	19.53%	20.10%	20.68%
销售净利率	12.02%	12.67%	15.42%	15.41%	16.61%	17.76%
资产获利率						
ROE	68.95%	38.86%	38.83%	17.81%	18.90%	20.07%
ROA	21.08%	22.95%	26.84%	16.55%	15.93%	18.05%
ROIC	30.13%	52.20%	60.60%	55.68%	54.86%	70.34%
增长率						
销售收入增长率	54.51%	32.64%	34.15%	17.35%	13.48%	15.52%
EBIT 增长率	441.31%	43.27%	51.32%	0.40%	18.67%	23.51%
EBITDA 增长率	472.65%	44.31%	51.15%	5.32%	16.78%	18.85%
净利润增长率	363.04%	39.75%	63.33%	17.25%	22.29%	23.56%
总资产增长率	9.88%	31.64%	29.36%	62.87%	23.24%	9.06%
股东权益增长率	32.63%	147.96%	63.47%	155.62%	15.24%	16.34%

经营营运资本增长率	-52.53%	28.76%	59.94%	54.54%	4.10%	9.66%
资本结构						
资产负债率	78.09%	58.73%	47.85%	18.15%	23.46%	18.35%
投资资本/总资产	43.14%	39.07%	41.15%	30.43%	23.78%	22.24%
带息债务/总负债	45.73%	29.95%	16.63%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	0.95	1.33	1.68	4.95	3.98	5.17
速动比率	0.77	0.94	1.21	3.93	3.45	4.39
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	70.00%	70.00%	70.00%
资产管理效率						
总资产周转率	1.26	1.27	1.31	0.95	0.87	0.92
固定资产周转率	8.88	11.58	15.01	20.85	28.74	41.96
应收账款周转率	3.07	4.08	3.73	5.82	3.41	5.24
存货周转率	6.26	3.87	4.37	3.68	5.01	4.43

数据来源: wind, 上海证券

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。