

中國鞋類行業 - 估值高抗跌性較差，但長期看好

- ❖ **9 月份股價表現遜於大市。**百麗國際 (1880 HK, 未評級)、達芙妮 (210 HK, 買入)、九興控股 (1836 HK, 未評級)、盈進集團 (1386 HK, 未評級)、利信達 (738 HK, 未評級) 9 月份股價下跌 17%-30%，跌幅超過恒生指數的 15%。除了大市環境惡化之外，主要還有以下 2 個原因：1) 估值普遍較高，在弱市中抗跌性較差。9 月初，百麗為 26 倍 2011 年市盈率，達芙妮為 15 倍 2011 年市盈率，九興控股為 13 倍 2011 年市盈率；2) 百麗管理層折價配售 (占總股本 2.846%) 影響投資者持股信心，是導致百麗股價大跌的因素之一。
- ❖ **等待下月中旬催化劑。**國慶黃金周前未見反彈勢頭，可見市場情緒仍然較弱。但我們認為，由於即將到來的國慶黃金周及下半年較多的節日，再加上秋冬新品上市時機，鞋類銷售情況不會太差。一般來說，節假日銷售為往常 3 倍左右。預計百麗和達芙妮下半年仍能保持穩定增長，但增速會較上半年放緩；九興控股 78.8% 收益來自歐美市場，受歐美經濟前景不明朗影響較大。我們認為，目前百麗、達芙妮、九興控股 2011 年預測市盈率分別下調至 21 倍、12 倍和 10 倍，股價已一定程度反映下半年盈利增長緩慢的預測，不排除短期受週邊影響仍有下行風險，但風險有限。百麗和達芙妮將在下月中旬公佈店鋪和同店增長的季度資料，這是短期內能否反彈的重要因素。我們保持預測不變，百麗和達芙妮三季度同店增長將分別達至 15% 和 12%-13%。
- ❖ **長期看好。**展望未來，中國女鞋市場依然增長穩定。根據 Euromonitor 的報告，中國女鞋於 2010-2014 年複合增長率為 11.7%，2012 年市場零售額有望接近 1500 億元 (人民幣·下同)。管道和精細化管理將成為核心競爭力。百麗和達芙妮作為成熟的中高端以及大眾市場領導者，現有品牌能夠保證增長，精細化管理使利潤增速大大超過收入增速，百麗上半年收入增速 24.6%，利潤增速 29.0%，達芙妮上半年收入增速 23.8%，利潤增速 34.9%。另外，手頭現金充裕，百麗和達芙妮分別擁有 51 億元和 21 億元現金，足夠進行收購和開拓新業務。管道方面，B2C 業務有爆發性增長的可能性，百麗計畫三年投資優購網 2 億美金，未來前景廣闊。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。