

睿智投資

浩沙國際 (2200HK, HK\$1.70, 未評級) 室內運動行業領先者

- ❖ **室內運動行業領先者。**公司著眼於室內運動服飾細分市場。2011上半年，四大產品泳裝、健身服、運動內衣和配件收入佔比分別為45.3%、25.8%、22.7%和6.2%。根據弗若斯特沙利文資料，以2010年銷售額計，浩沙穩居三大細分市場第一位，泳裝、健身服和運動內衣市場份額分別為6.1%、4.6%和31.1%（第二名佔比分別為2.6%、2.1%和4.9%）。2010–2015年，室內運動服飾市場（包括泳裝、健身服和運動內衣板塊）的年複合增長率預計將達到24.0%。2015年市場規模達至人民幣100億元左右。我們認為，相比傳統運動服行業，室內運動服目前正處在快速增長及溫和競爭時期。
- ❖ **定位高端，毛利率有望維持60%左右。**公司定位高端，泳裝、健身服和運動內衣平均零售價為每套人民幣300–400元、260元和260元左右。未來定價趨勢會隨產品組合來調整。原材料（化纖等）會受油價影響，一定程度會由價格上漲來抵消。2011上半年，整體毛利率高達63.9%。預計2011及未來兩年能保持在60%左右。另外，目前公司處在品牌塑造階段，銷售和廣告支出估計會逐年加大，我們預期廣告及推廣開支佔總營業額將由5–7%增至9%。
- ❖ **估計未來三年將處在門店擴張階段。**截至2011年6月底，門店數目為976間，全部為分銷商加盟店。估計2011年底，門店數目將達至1200間以上，2012年底有望達至1800間。我們估計，公司將進一步下沉渠道，向二三線城市拓展。未來三年將是門店快速拓展時期，每年將以400–500間速度快速擴張。
- ❖ **2012春夏訂貨會同比增長81%。**公司每年在北京舉辦兩次訂貨會。最近2012春夏產品訂貨會錄得訂單金額同比大增81%。其中訂單銷量同比大增44%。我們認為，主要歸功於門店數量快速增加所致。
- ❖ **公司處於室內運動服飾細分行業，行業市場規模雖不大，但目前正處於快速增長且溫和競爭階段。**公司作為行業領導者，在本土品牌中具有先發優勢。隨著中國消費能力提升以及健康生活理念的提倡，未來兩至三年，公司的成長性值得期待。同時，我們也擔心未來國外品牌進入帶來的競爭壓力。雖然公司市值較小，但目前6.3倍2012年市盈率相較體育運動行業8.6倍的平均水平折讓22%。建議關注。

財務資料

(截至6月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額(百萬人民幣)	159	348	696	882	1,053
淨利潤(百萬人民幣)	29	116	269	335	369
每股收益(人民幣)	n.a	n.a	0.220	0.205	0.230
每股收益變動(%)	n.a	n.a	n.a	(6.8)	12.2
市盈率(x)	n.a	n.a	6.3	6.7	6.0
市帳率(x)	n.a	n.a	2.0	1.7	1.4
股息率(%)	n.a	n.a	8.8	4.6	5.0
權益收益率(%)	27.0	55.6	42.0	28.5	25.2
淨財務杠桿率(%)	132.7	31.0	n.a	n.a	n.a

來源: 公司及彭博

浩沙國際 (2200 HK)

評級	未評級
收市價	1.70 港元
目標價	不適合
市值(港幣百萬)	2,720
過去3月平均交易(港幣百萬)	1.74
52周高/低(港幣)	1.74 / 1.28
發行股數(百萬)	1,600
主要股東	施氏家族 (61.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對值	相對值
1個月	8.3%	5.7%
3個月	N.A	N.A
6個月	N.A	N.A

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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。接收本報告之行為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。