

**匹克体育 (1968 HK, HK\$ 4.05, 目标价 5.14, 买入) 中期业绩同增 22.1%**

- ❖ **上半年业绩同增 22%。**匹克发布 2011 年上半年业绩。营业收入按年增 24.7% 至 22.6 亿元（人民币·下同）。其中鞋服销量分别增长 14.6% 和 11.1%，平均售价分别上涨 7.2% 和 14.4%，主要由于原材料、工资成本上涨以及公司逐步提升毛利率的基本策略所致。净利润增 22.1% 至 4.2 亿元。毛利率上升 2.2% 至 39.9%，经营利润率和净利润率分别下降 0.4% 至 22.9% 和 18.8%，主要由于推广费用、研发费用以及有效税率的提升所致。
- ❖ **销售及产能仍在增速。**2012 年第一季订单增长 20.2%，2011 年前两季同店销售增长分别为 12.7% 和 12.2%，预计第三季同店增长仍然会录得双位数增长。至 2011 年中，新增零售店铺 395 间至 7619 间，平均单店面积增长至 78.2 平方米。我们预计，公司未来会坚持“开大店”政策，2011 年平均单店零售面积将增长至 82 平方米，净增店铺 500 间。下半年资本支出 8000 万元，主要用于福建惠安和江西上高的产能扩建。另外，山东菏泽项目将于 2012 年动工，预计资本支出 10 亿元，最少需要三年完工。
- ❖ **库存和经营现金流暂时受压仍可受控。**上半年平均存货周转天数激增 12 天至 50 天，主要由于受四五月份天气影响，部分分销商要求延迟发货，导致销售滞后现象。存货和应收账款增多也导致公司经营现金流大幅下降 72% 至 1.3 亿元。管理层表示 7,8 月份，存货现象虽未完全解决，但已有所缓解。我们认为，此存货延迟问题为短期暂时问题，预计下半年会有所改善，同时应收账款天数也缩短了 3 天至 60 天。公司管理层不认同回购货品政策，表示匹克在任何时候都不会从分销商手里回购货品。
- ❖ **派息率由 37% 下降至 12%。**由于对未来经济环境不确定因素加大以及海外扩张、产能增加的需要，公司派发中期每股派息 3 分，派息率由 37% 下降至 12%。管理层也无明确未来派息率方向，表示会根据未来变化做适当调整。我们认为，由于公司不断加大品牌建设投资和海外市场拓展，山东菏泽未来 3 年需要 10 亿元资本开支，国家宏观调控的不确定性依旧存在，目前公司坚持现时的派息率可能性较大，一方面可以对长远发展做出支持，另一方面，短期内不利于投资者信心的恢复。
- ❖ **估值。**公司毛利率持续上升，显示了成本控制能力，随着售价提升、自有产能扩张以及原材料价格回稳趋势，毛利率仍有提升空间。但库存问题依旧是市场的担忧。我们下调了 2011-13 年每股盈利预测 3%、5% 和 6% 至 0.48、0.53 和 0.63 元人民币。由于行业估值下降，我们下调匹克目标价至 5.14 港元，相当于 7.9 倍 2012 年市盈率，这是行业平均市盈率水平

**财务资料**

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(人民币百万)	3,095	4,250	5,271	6,283	7,472
净利润(人民币百万)	628	822	998	1120	1324
每股收益(人民币)	0.36	0.39	0.48	0.53	0.63
每股收益变动(%)	44.1	8.5	21.4	12.2	18.2
市盈率(x)	9.2	8.5	7.0	6.2	5.3
市帐率(x)	1.9	2.0	1.6	1.3	1.1
股息率(%)	3.5	4.2	1.4	1.6	1.9
权益收益率(%)	33.3	25.4	25.8	23.6	22.7
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

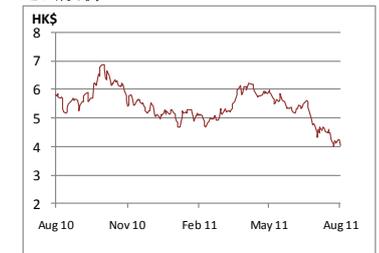
**匹克体育 (1968 HK)**

评级	买入
收市价	HK\$4.05*
目标价	HK\$5.14
市值(港币百万)	8,497
过去 3 月平均交易(港币百万)	15.4
52 周高/低(港币)	6.95/3.65
发行股数(百万股)	2,098
主要股东	许景南(35.6%)

来源: HKE, 彭博  
\*为 8 月 17 日收市价**股价表现**

	绝对	相对
1 月	-9.2%	-2.4%
3 月	-31.5%	-21.8%
6 月	-20.7%	-9.5%

来源: 彭博

**过去股价**

来源: 彭博

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。