

九興控股 (1836 HK, HK\$ 20.75, 未評級) 值得期待的零售業務

- ❖ **上半年 OEM 業務穩定增長。**上半年，公司收入達到 6.68 億美元(美元，下同)，按年增長 22.7%。收入增長主要源於 OEM 業務流程的優化和中國內地產能的新增。其中 OEM 業務收入為 6.44 億美元，按年增長 24.7%。同期銷量為 2,600 萬雙鞋履，按年增長 7.0%。平均售價為每雙鞋履 24.8 美元，按年增長 16.7%。可見，OEM 業務增長主要受益於平均售價的顯著增長。
- ❖ **廣西和湖南新增產能。**預計公司產能每年將保持 10% 的速度增長。因此，4-5 年後，廣西工廠年均產能將達至 7,000 萬雙鞋履。另外，將生產線轉移到中國內地，可以一定程度降低勞動力成本，有利於毛利率的穩定和提升。
- ❖ **值得期待的零售業務。**上半年，零售業務收入達到 4,170 萬美元，按年上漲 58.6%，約占公司全部收入 6%。上半年，公司新增 15 家 Stella Luna 和 13 家 What for 店鋪。截至到 6 月止，Stella Luna 和 What for 店鋪分別達到 160 和 156 家。公司管理層表示，2014 年零售業務占比將達到 20%。我們對公司自有品牌擴張緩慢表示擔憂，但同時同店銷售按年大增 37.1%，這說明單店店效仍然保持健康水準。另外，5 月份與 *Pierre Balmain* 鞋履產品簽訂的合資協定也有利於進一步開拓零售網路。
- ❖ **估值不高。**短期內，九興控股仍然是一個增長穩定但增速緩慢的公司。同時經營風險也相對較低。隨著自有品牌適度的網路擴張以及潛在的並購機會，零售業務有可能成為未來的增長潛力。根據彭博，2011、2012 和 2013 年淨利潤將有望分別達到 1.47 億美元、1.70 億美元和 1.78 億美元。我們認為，公司目前價格相當於 14.4 倍的 2012 年市盈率，相對中國鞋類零售商達芙妮國際(210 HK)18.0 倍 2012 市盈率和百麗國際(1880 HK)27.4 倍 2012 年市盈率來說，估值並不算高。

九興控股 (1836 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$20.75
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	16,483
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	6.0
52 週高/低 (港幣)	20.8/14
發行股數 (百萬股)	794
主要股東	Cordwalner Bonave (31%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	18.1%	17.4%
3 月	12.9%	24.0%
6 月	21.2%	32.3%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬美元)	1,009	1,294	1,511	1,705	1,747
淨利潤 (百萬美元)	102	116	147	170	178
每股收益 (美元)	0.129	0.154	0.185	0.213	0.225
每股收益變動 (%)	(18.2)	13.5	20.1	15.1	5.6
市盈率(x)	20.8	18.2	15.3	14.4	12.5
市帳率(x)	2.7	2.6	2.7	2.6	2.4
股息率 (%)	4.6	4	4.8	5.5	5.8
權益收益率 (%)	13.4	15.4	18.4	18.7	20.1
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及彭博

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。