

中国鞋类行业 - 估值高抗跌性较差，但长期看好

- ❖ **9 月份股价表现逊于大盘。**百丽国际 (1880 HK, 未评级)、达芙妮 (210 HK, 买入)、九兴控股 (1836 HK, 未评级)、盈进集团 (1386 HK, 未评级)、利信达 (738 HK, 未评级) 9 月份股价下跌 17%-30%, 跌幅超过恒生指数的 15%。除了大盘环境恶化之外, 主要还有以下 2 个原因: 1) 估值普遍较高, 在弱市中抗跌性较差。9 月初, 百丽为 26 倍 2011 年市盈率, 达芙妮为 15 倍 2011 年市盈率, 九兴控股为 13 倍 2011 年市盈率; 2) 百丽管理层折价配售 (占总股本 2.846%) 影响投资者持股信心, 是导致百丽股价大跌的因素之一。
- ❖ **等待下月中旬催化剂。**国庆黄金周前未见反弹势头, 可见市场情绪仍然较弱。但我们认为, 由于即将到来的国庆黄金周及下半年较多的节日, 再加上秋冬新品上市时机, 鞋类销售情况不会太差。一般来说, 节假日销售为往常 3 倍左右。预计百丽和达芙妮下半年仍能保持稳定增长, 但增速会较上半年放缓; 九兴控股 78.8% 收益来自欧美市场, 受欧美经济前景不明朗影响较大。我们认为, 目前百丽、达芙妮、九兴控股 2011 年预测市盈率分别下调至 21 倍、12 倍和 10 倍, 股价已一定程度反映下半年盈利增长缓慢的预测, 不排除短期受外围影响仍有下行风险, 但风险有限。百丽和达芙妮将在下月中旬公布店铺和同店增长的季度数据, 这是短期内能否反弹的重要因素。我们保持预测不变, 百丽和达芙妮三季度同店增长将分别达至 15% 和 12%-13%。
- ❖ **长期看好。**展望未来, 中国女鞋市场依然增长稳定。根据 Euromonitor 的报告, 中国女鞋于 2010-2014 年复合增长率为 11.7%, 2012 年市场零售额有望接近 1500 亿元 (人民币·下同)。渠道和精细化管理将成为核心竞争力。百丽和达芙妮作为成熟的中高端以及大众市场领导者, 现有品牌能够保证增长, 精细化管理使利润增速大大超过收入增速, 百丽上半年收入增速 24.6%, 利润增速 29.0%, 达芙妮上半年收入增速 23.8%, 利润增速 34.9%。另外, 手头现金充裕, 百丽和达芙妮分别拥有 51 亿元和 21 亿元现金, 足够进行收购和开拓新业务。渠道方面, B2C 业务有爆发性增长的可能性, 百丽计划三年投资优购网 2 亿美金, 未来前景广阔。

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为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，请与我们联络。

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商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。