

浩沙国际 (2200HK, HK\$1.70, 未评级) 室内运动行业领先者

- ❖ **室内运动行业领先者。**公司着眼于室内运动服饰细分市场。2011 上半年，四大产品泳装、健身服、运动内衣和配件收入占比分别为 45.3%、25.8%、22.7%和 6.2%。根据弗若斯特沙利文资料，以 2010 年销售额计，浩沙稳居三大细分市场第一位，泳装、健身服和运动内衣市场份额分别为 6.1%、4.6%和 31.1%（第二名占比分别为 2.6%、2.1%和 4.9%）。2010-2015 年，室内运动服饰市场（包括泳装、健身服和运动内衣板块）的年复合增长率预计将达到 24.0%。2015 年市场规模达至人民币 100 亿元左右。我们认为，相比传统运动服行业，室内运动服目前正处在快速增长及温和竞争时期。
- ❖ **定位高端，毛利率有望维持 60%左右。**公司定位高端，泳装、健身服和运动内衣平均零售价为每套人民币 300-400 元、260 元和 260 元左右。未来定价趋势会随产品组合来调整。原材料（化纤等）会受油价影响，一定程度会由价格上涨来抵消。2011 上半年，整体毛利率高达 63.9%。预计 2011 及未来两年能保持在 60%左右。另外，目前公司处在品牌塑造阶段，销售和广告支出估计会逐年加大，我们预期广告及推广开支占总营业额将由 5-7%增至 9%。
- ❖ **估计未来三年将处在门店扩张阶段。**截至 2011 年 6 月底，门店数目为 976 间，全部为分销商加盟店。估计 2011 年底，门店数目将达至 1200 间以上，2012 年底有望达至 1800 间。我们估计，公司将进一步下沉渠道，向二三线城市拓展。未来三年将是门店快速拓展时期，每年将以 400-500 间速度快速扩张。
- ❖ **2012 春夏订货会同比增长 81%。**公司每年在北京举办两次订货会。最近 2012 春夏产品订货会录得订单金额同比大增 81%。其中订单销量同比大增 44%。我们认为，主要归功于门店数量快速增加所致。
- ❖ **公司处于室内运动服饰细分行业，行业市场规模虽不大，但目前正处于快速增长且温和竞争阶段。**公司作为行业领导者，在本土品牌中具有先发优势。随着中国消费能力提升以及健康生活理念的提倡，未来两至三年，公司的成长性值得期待。同时，我们也担心未来国外品牌进入带来的竞争压力。虽然公司市值较小，但目前 6.3 倍 2012 年市盈率相较体育运动行业 8.6 倍的平均水平折让 22%。建议关注。

财务资料

(截至 6 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	159	348	696	882	1,053
净利润 (百万人民币)	29	116	269	335	369
每股收益 (人民币)	n.a	n.a	0.220	0.205	0.230
每股收益变动 (%)	n.a	n.a	n.a	(6.8)	12.2
市盈率(x)	n.a	n.a	6.3	6.7	6.0
市帐率(x)	n.a	n.a	2.0	1.7	1.4
股息率 (%)	n.a	n.a	8.8	4.6	5.0
权益收益率 (%)	27.0	55.6	42.0	28.5	25.2
净财务杠杆率 (%)	132.7	31.0	n.a	n.a	n.a

来源: 公司及彭博

浩沙国际 (2200 HK)

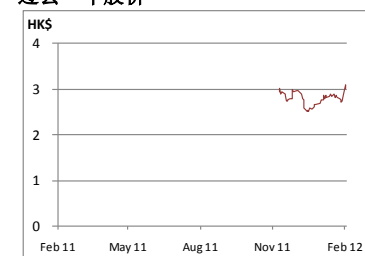
评级	未评级
收市价	1.70 港元
目标价	不适合
市值 (港币百万)	2,720
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1.74
52 周高/低 (港币)	1.74 / 1.28
发行股数 (百万)	1,600
主要股东	施氏家族 (61.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对值	相对值
1 个月	8.3%	5.7%
3 个月	N.A	N.A
6 个月	N.A	N.A

来源: 彭博

过去一年股价


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 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。