

### 九兴控股 (1836 HK, 18.06 港元, 目标价 20.59 港元, 买入) 业绩符合预期, 零售业务初现亮点

- ❖ **净利润同比增长 17.8% 至 1.43 亿美元。**九兴控股公布 2011 年业绩。营业额 14.95 亿美元, 同比增长 15.5%。毛利率上升 1.7 个百分点至 23.6%, 主要归功于制造业务产品组合的调整。净利润 1.43 亿美元, 同比增长 17.8%。每股收益 0.18 美元, 折合 1.41 港元, 每股派息 0.98 港元。
- ❖ **OEM 业务出货量下滑。**2011 年 OEM 业务出货量为 5260 万双, 同比下滑 1.3%。但是, 平均售价上涨 16.8% 至 27.1 美元。主要受生产设施转移及欧美经济不稳定所致。我们估计未来 OEM 产品附加值仍会不断增加。虽然 OEM 业务大中华地区占比由 7.6% 上升至 10.9%, 但是欧美地区仍占据 78.4% 的最大份额, 产品出货量仍会随欧美经济前景不明朗而受到明显的波动。
- ❖ **零售板块初现亮点, 但短期盈利贡献不大。**2011 年, 零售业务板块营业额大幅增长 50.6% 至 9610 万美元, 高于我们预期的 8%。营业额占比由 2010 年 5% 上升至 7%, 主要得益于全年同店销售增长了 35%, 但是较高的开支拖累经营利润率下降了 1.5 个百分点至 18.2%。2012 年第一季度, 估计同店销售下滑至 10%-12%。截至 2011 年底, 中国区 Stella Luna 和 What For 门店数量分别为 194 家和 182 家, 同比增长 33.8% 和 27.2%。根据管理层指引, 2012 年门店扩张速度为 10%, 并将新开 10 间 JKJY 和 6 间 PIERRE BALMAIN 门店, 并且全年同店销售增长目标为 15% 左右。估计 2012 年零售业务增长将放缓。
- ❖ **我们维持之前的观点。**比重较大的 OEM 业务受欧美经济环境影响很大, 同时生产设施调整短期内也会对公司出货量产生影响。我们预计 OEM 业务全年保持 12%-13% 增速, 但产品附加值会不断升高, 毛利率有望维持。零售业务方面, 未来增长空间很大, 但 2012 年扩张和单店会有所放缓, 我们调低对零售业务的预估, 但对总体影响不大。我们维持 2012 年营业额 17.39 亿美元的预测, 但由于有效税率预期提升, 下调 2012 年净利润 6% 至 1.68 亿美元。维持买入评级, 目标价 20.59 港元, 相当于 0.7 倍 PEG。

#### 财务资料

| (截至 12 月底) | FY09A  | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 (百万美元) | 1,009  | 1,294 | 1,495 | 1,739 | 2,006 |
| 净利润 (百万美元) | 102    | 121   | 143   | 168   | 205   |
| 每股收益 (美元)  | 0.13   | 0.15  | 0.18  | 0.21  | 0.26  |
| 每股收益变动 (%) | (39.7) | 18.8  | 18.0  | 17.4  | 22.5  |
| 市盈率(x)     | 18.2   | 15.3  | 13.0  | 11.0  | 9.0   |
| 市帐率(x)     | 2.4    | 2.3   | 2.1   | 2.0   | 1.8   |
| 股息率 (%)    | 4.4    | 4.6   | 5.4   | 6.3   | 7.8   |
| 权益收益率 (%)  | 14.1   | 15.3  | 17.2  | 19.4  | 21.9  |
| 净财务杠杆率 (%) | 净现金    | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

来源: 公司及招銀国际证券

#### 九兴控股 (1836 HK)

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 评级                | 买入                        |
| 收市价               | 18.06 港元                  |
| 目标价               | 20.59 港元                  |
| 市值 (港币百万)         | 14,346                    |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 4.4                       |
| 52 周高/低 (港币)      | 22.2/15.62                |
| 发行股数 (百万)         | 794                       |
| 主要股东              | Cordwalner Bonave (31.0%) |

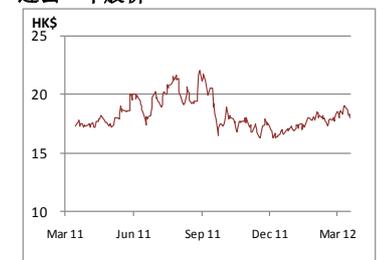
来源: 彭博

#### 股价表现

|      | 绝对值   | 相对值    |
|------|-------|--------|
| 1 个月 | 4.3%  | 7.2%   |
| 3 个月 | 8.9%  | -2.9%  |
| 6 个月 | -1.3% | -15.4% |

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博



招商銀行全資附屬機構  
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

## 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关于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法律责任。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。