

九兴控股 (1836 HK, 17.44 港元, 买入, 目标价 20.59 港元) 2011 年末 经审核总收入同比增长 15.2%

- ❖ **OEM 业务收入四季度同比增 8.0%**。2011 年四季度, OEM 业务收入约为 3.23 亿美元, 同比增长 8.0%, 主要得益于平均售价上涨 15.9% 至 22.7 美元。但是, 销量延续三季度下降趋势, 同比下降 6.8%, 主要由于生产设施转移内地以及工人超时工作减少导致的产品缺货所致。2011 全年未经审核总收入约为 14.23 亿美元, 同比增长 15.2%, 基本符合我们的预期(我们预期为 14.22 亿美元)。生产设施转移至中国内地短期内将影响产能, 但长期来看, 可以享受低成本和充足的劳动力资源。
- ❖ **零售业务增长较快**。2011 年四季度, 中国区零售业务为 3180 万美元, 同比增长 38.9%。2011 全年未经审核零售业务收入为 9500 万美元, 比我们预期高 8%。同时, 零售业务主要得益于较快的同店增长。2011 年四季度以及全年同店增长分别为 22.2% 和 35.2%。我们认为这对于公司的零售业务来说, 是一个正面的信号。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%。我们估计, 得益于低基数效应和不断提高的品牌知名度, 2012 年同店增长将会保持在 30% 以上。但是, 零售业务的发展速度仍然缓慢。如果按照目前速度测算, 与公司管理层的目标(2014 年零售业务占总收入比重为 20%) 仍有一定距离。公司表示将会继续探索自创品牌和成立合资公司的方式来拓展零售业务。
- ❖ **毛利率有望保持稳步上升**。管理层表示, 2011 年四季度零售业务毛利率有缓慢增长。我们认为, 毛利率在未来两年有望稳步上升至 22%-24% 的水平, 基于以下原因: (1) OEM 业务附加值逐步增高, 产品组合逐步调整; (2) 开发自创品牌。例如全新发布男鞋品牌 JKJY, 预计 2012 年第一季度在北京三里屯开设第一家 JKJY 店铺; (3) 毛利率较高的零售业务比重不断加大。
- ❖ 由于北美和欧洲经济环境尚不明朗以及生产设施处在调整过渡期, 我们估计, 2012 年 OEM 销量难以取得大幅增长。由于平均售价尚存上涨空间, 预计 2012 年 OEM 收入保持在 10% 左右的增长。未来两年, 零售业务仍然具有较大的增长潜力。维持买入评级, 目标价为 20.59 港元。

財務資料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬美元)	1,009	1,294	1,493	1,742	2,063
淨利潤 (百萬美元)	102	121	148	179	222
每股收益 (美元)	0.13	0.15	0.19	0.23	0.28
每股收益變動 (%)	(39.7)	18.8	22.0	21.0	24.2
市盈率(x)	17.4	14.7	12.0	9.9	8.0
市帳率(x)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
股息率 (%)	4.6	4.8	5.8	7.1	8.8
權益收益率 (%)	14.1	15.3	17.7	20.5	23.3
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際證券

九兴控股 (1836 HK)

評級	买入
收市價	17.44 港元
目標價	20.59 港元
市值(港幣百萬)	13,854
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	4.86
52 周高/低(港幣)	22.2/15.62
發行股數(百萬)	794
主要股東	Cordwalner Bonave (31.0%)

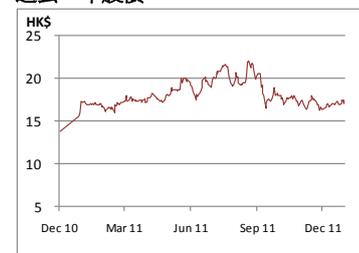
來源: 彭博

股價表現

	絕對值	相對值
1 個月	6.3%	1.6%
3 個月	-3.0%	-6.6%
6 個月	-13.7%	-1.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 招銀國際證券



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

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。接收本報告之行為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士。