

匹克體育 (1968 HK, HK\$ 4.05, 目標價 5.14, 買入) 中期業績同增 22.1%

- ❖ **上半年業績同增 22%。**匹克發佈 2011 年上半年業績。營業收入按年增 24.7%至 22.6 億元(人民幣·下同)。其中鞋服銷量分別增長 14.6%和 11.1%，平均售價分別上漲 7.2%和 14.4%，主要由於原材料、工資成本上漲以及公司逐步提升毛利率的基本策略所致。淨利潤增 22.1%至 4.2 億元。毛利率上升 2.2%至 39.9%，經營利潤率和淨利潤率分別下降 0.4%至 22.9%和 18.8%，主要由於推廣費用、研發費用以及有效稅率的提升所致。
- ❖ **銷售及產能仍在增速。**2012 年第一季訂單增長 20.2%，2011 年前兩季同店銷售增長分別為 12.7%和 12.2%，預計第三季同店增長仍然會錄得雙位數增長。至 2011 年中，新增零售店鋪 395 間至 7619 間，平均單店面積增長至 78.2 平方米。我們預計，公司未來會堅持“開大店”政策，2011 年平均單店零售面積將增長至 82 平方米，淨增店鋪 500 間。下半年資本支出 8000 萬元，主要用於福建惠安和江西上高的產能擴建。另外，山東菏澤項目將於 2012 年動工，預計資本支出 10 億元，最少需要三年完工。
- ❖ **庫存和經營現金流暫時受壓仍可受控。**上半年平均存貨周轉天數激增 12 天至 50 天，主要由於受四五月份天氣影響，部分分銷商要求延遲發貨，導致銷售滯後現象。存貨和應收賬款增多也導致公司經營現金流大幅下降 72%至 1.3 億元。管理層表示 7, 8 月份，存貨現象雖未完全解決，但已有所緩解。我們認為，此存貨延遲問題為短期暫時問題，預計下半年會有所改善，同時應收賬款天數也縮短了 3 天至 60 天。公司管理層不認同回購貨品政策，表示匹克在任何時候都不會從分銷商手裡回購貨品。
- ❖ **派息率由 37%下降至 12%。**由於對未來經濟環境不確定因素加大以及海外擴張、產能增加的需要，公司派發中期每股派息 3 分，派息率由 37%下降至 12%。管理層也無明確未來派息率方向，表示會根據未來變化做適當調整。我們認為，由於公司不斷加大品牌建設投資和海外市場拓展，山東菏澤未來 3 年需要 10 億元資本開支，國家宏觀調控的不確定性依舊存在，目前公司堅持現時的派息率可能性較大，一方面可以對長遠發展做出支持，另一方面，短期內不利於投資者信心的恢復。
- ❖ **估值。**公司毛利率持續上升，顯示了成本控制能力，隨著售價提升、自有產能擴張以及原材料價格回穩趨勢，毛利率仍有提升空間。但庫存問題依舊是市場的擔憂。我們下調了 2011-13 年每股盈利預測 3%、5%和 6%至 0.48、0.53 和 0.63 元人民幣。由於行業估值下降，我們下調匹克目標價至 5.14 港元，相當於 7.9 倍 2012 年市盈率，這是行業平均市盈率水準

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (人民幣百萬)	3,095	4,250	5,271	6,283	7,472
淨利潤 (人民幣百萬)	628	822	998	1120	1324
每股收益 (人民幣)	0.36	0.39	0.48	0.53	0.63
每股收益變動 (%)	44.1	8.5	21.4	12.2	18.2
市盈率(x)	9.2	8.5	7.0	6.2	5.3
市帳率(x)	1.9	2.0	1.6	1.3	1.1
股息率 (%)	3.5	4.2	1.4	1.6	1.9
權益收益率 (%)	33.3	25.4	25.8	23.6	22.7
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

匹克體育 (1968 HK)

評級	買入
收市價	HK\$4.05*
目標價	HK\$5.14
市值 (港幣百萬)	8,497
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	15.4
52 周高/低 (港幣)	6.95/3.65
發行股數 (百萬股)	2,098
主要股東	許景南(35.6%)

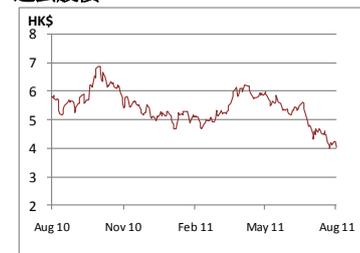
來源: HKE, 彭博

*為 8 月 17 日收市價

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.2%	-2.4%
3 月	-31.5%	-21.8%
6 月	-20.7%	-9.5%

來源: 彭博

過去股價


來源: 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: 香港中環夏愨道 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。