

時富證券研究部 (852) 2287 8888
research@cash.com.hk
2008年9月4日

維持買入評級

收市價 (港元)	2.23
6 月內目標價 (港元)	2.60
52 周高/低位 (港元)	3.92/1.76
一月內日均交易量 (股)	4,977,690

股價表現 (%)	1 個月	3 個月	12 個月
股價絕對變動	-17.84	-41.16	N/a
相對恒指	-9.81	-25.63	N/a

主要資料

市值 (百萬港元)	4,906
已發行 H 股 (百萬股)	2,200
流通率 (%)	100%
FY08F 市盈率 (x)	9.0
FY08F 市賬率 (x)	1.9
FY08F 股本回報率 (%)	18.3
FY08F 運營利潤率 (%)	20.2
主要股東 (%)	群成投資

特步國際 (01368.HK)

收益大幅增長 毛利穩中有升

特步國際近日公佈2008年上半年業績，期內公司收入增長174.3%至14.08億元人民幣，毛利率上升4.6百分點至36.8%。權益持有人應占溢利增長214.1%至2.55億元人民幣。特步品牌零售店同店銷售增長45.4%，公司每股基本盈利增長190.0%至0.16元人民幣。公司宣派中期股息每股普通股5.0港仙。

公司收益大幅增長。期內受益於公司的品牌推廣和零售網路的擴張，公司的鞋履及服裝產品的收益均錄得迅速增長，其中來自鞋履及服裝的收益分別較去年同期顯著上升 86.3% 及 414.0%。在收益大增的同時，公司產品的整體毛利率亦由去年同期的 32.2% 增加至 36.8%，這主要受惠于公司致力發展毛利率較其原設備製造商銷售為高的品牌業務的策略所致。

毛利率穩中有升。期內公司產品零售價有所提升，其中鞋履產品的平均售價上升 6.1 元或 8.9%，而服裝產品品牌的增幅最為顯著，上升 6.2 元或 16.1%。此外，隨著銷售擴大，公司議價能力得以提高，從而達至更佳的規模經濟效益，並降低原材料成本。期內鞋履及服裝產品的成本只分別上升 7.2% 及 13.3%。收益於提價和規模效應，公司鞋履產品毛利率較去年的 30.9% 上升至 36.1%，主要是由於公司增加特步品牌鞋履產品的銷售所致。服裝產品在較高毛利率的迪斯尼運動及柯林品牌銷售增長帶動下，毛利率也由去年同期的 32.2% 上升至 36.8%。

表 1：公司產品比例及對應毛利率

	2008			2007		
	百萬人民幣	產品占比	毛利率	百萬人民幣	產品占比	毛利率
鞋履	703.57	50.0%	36.1%	377.57	73.6%	30.9
服裝	686.68	48.8%	37.4%	133.60	26.0%	35.7
配飾產品	17.95	1.2%	35.4%	2.19	0.4%	32.4

資料來源：公司資料、時富證券

零售渠道拓展穩健。期內公司特步、迪士尼、柯林三個品牌零售店鋪合計達 5115 間，淨增加 468 間或 10.1%，其中安踏品牌店鋪達 4733 間，淨增加 353 間或 8.1%。目前公司分銷商及第三方零售商經營的特步、迪斯尼運動及柯林品牌的零售網路遍及全中國 31 個省、自治區及直轄市。

銷售網路建設有序。在銷售網路拓展計劃方面，公司計劃 08 年開設合共 1100 家零售店，將銷售樓面面積合共擴大約 100,000 平方米，以提升零售店店鋪平均銷售面積及整體盈利能力。公司將物色策略性及黃金地段作為旗艦店的選址，售賣旗下特步品牌產品。目前，公司共有三家旗艦店分別位於長沙（店鋪面積約 3,000 平方米）、武漢（店鋪面積約 2,000 平方米）及合肥（店鋪面積約 2,000 平方米）。公司目前的計劃是要於二零零八年物色約 10 個策略性地點開設旗艦店，我們認為黃金地段旗艦店的開設，有望進一步提高公司的品牌形象。

表 2：公司產品比例及對應毛利率

	2008			2007			變動
	銷售收入/千元	零售店數	單店收入/元	銷售收入/千元	零售店數	單店收入/元	
東部地區	502,667	1,740	288,889	189,018	934	202,483	42.7%
南部地區	389,733	1,122	347,355	105,396	525	200,563	73.2%
西部地區	187,873	799	235,136	65,792	361	182,250	29.0%
北部地區	227,876	895	254,610	78,694	403	195,270	30.4%
合計	1,308,149	4,556	287,127	438,900	2,223	197,436	45.40%

資料來源：公司資料、時富證券

零售渠道拓展穩健。期內公司特步、迪士尼、柯林三個品牌零售店鋪合計達 5115 間，淨增加 468 間或 10.1%，其中安踏品牌店鋪達 4733 間，淨增加 353 間或 8.1%。目前公司分銷商及第三方零售商經營的特步、迪斯尼運動及柯林品牌的零售網路遍及全中國 31 個省、自治區及直轄市。

維持公司買入評級，目標價 2.60 港元。我們預計 08 年公司收益及純利有望分別增長 96%和 114%至 26.76 億元人民幣及 4.75 億元人民幣，公司股價現價相等於 08 年度預期市盈率 9.0 倍。我們給予公司買入評級以及未來 6 個月 2.60 港元的目標價，相等於 08 年度 12 倍預期市盈率。

主要財務資料

年結 31/12	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
營業額(百萬元人民幣)	483.6	1364.9	2675.6	3940.6	5012.0
淨利潤(百萬元人民幣)	50.1	221.9	474.8	766.7	965.6
每股盈利(人民幣)	0.03	0.15	0.22	0.35	0.44
每股盈利增幅(%)	-	343.1	42.8	61.5	25.9
市盈率(倍)	57.2	12.9	9.0	5.6	4.4
市賬率(倍)	3.5	17.5	1.9	1.7	1.6
股本回報率(%)	3.5	79.3	18.3	25.4	28.1
息率(%)	0.0	2.6	2.9	4.7	5.9

資料來源：公司資料及時富證券預測

特步國際 (01368 HK 買入, 目標價: 2.60 港元)

損益預測 (百萬元人民幣)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F	資產負債表 (百萬元人民幣)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
收入	483.56	1364.95	2675.57	3940.59	5012.03	流動資產	414.92	774.89	3206.59	3687.58	4240.72
銷售成本	(347.47)	(921.80)	(1739.12)	(2504.34)	(3080.34)	現金及現金等價物	22.22	215.02	2106.04	2421.95	2785.24
毛利	136.09	443.14	936.45	1436.25	1931.70	應收賬款	187.96	234.38	485.06	557.82	641.49
經銷成本	(56.15)	(119.41)	(274.65)	(400.99)	(521.29)	存貨	151.36	193.51	372.52	428.40	492.66
行政開支	(17.65)	(42.15)	(96.95)	(116.34)	(122.15)	其他	53.38	131.98	242.97	279.42	321.33
其他收入	(5.26)	(12.21)	(25.64)	(30.77)	(23.23)	非流動資產	-	128.64	124.78	143.49	165.02
經營利潤	57.02	269.37	539.21	888.15	1265.02	物業、機器及設備	-	96.59	102.42	117.78	135.45
融資收入	0.00	0.00	20.78	13.85	5.53	預付土地租金	-	21.76	22.10	25.41	29.22
融資費用	(6.95)	(14.18)	(6.63)	0.00	0.00	其他	-	10.29	0.26	0.30	0.34
融資收入淨額	(6.95)	(14.18)	14.15	13.85	5.53	總資產	414.92	903.53	3331.37	3831.08	4405.74
稅前利潤	50.07	255.19	553.36	902.00	1270.55	流動負債	335.04	405.81	733.42	806.77	969.95
所得稅	(0.00)	(33.31)	(78.58)	(135.30)	(304.93)	應付賬款	95.57	55.86	362.00	398.20	478.75
純利	50.07	221.88	474.79	766.70	965.62	應計費用	30.80	41.10	88.57	97.43	117.14
母公司權益持有人	50.07	221.88	474.79	766.70	965.62	其他	208.66	308.85	282.85	311.14	374.07
少數股東權益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	非流動負債	-	217.92	0.00	0.00	0.00
每股盈利 (人民幣)	0.03	0.15	0.22	0.35	0.44	優先股	-	216.60	0.00	0.00	0.00
派息	0.00	129.46	142.44	230.01	289.69	其他	-	1.32	0.00	0.00	0.00
						總負債	335.04	623.73	733.42	806.77	969.95
						股東資金	1399.49	279.80	2597.95	2857.74	3143.52
						少數股東權益	17.59	0.00	0.00	0.00	0.00
						總權益	1417.08	279.80	2597.95	3024.31	3435.78
主要比率	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F						
營業額增幅 (%)	62.57	182.27	96.02	47.28	27.19						
息稅前盈利增幅 (%)	450.97	372.41	100.18	64.71	42.43						
每股盈利增幅 (%)	-	343.11	42.83	61.48	25.94						
息稅前盈利率 (%)	11.79	19.73	20.15	22.54	25.24						
淨利潤率 (%)	10.35	16.26	17.75	19.46	19.27						
股本回報率 (%)	3.53	79.30	18.28	25.35	28.10						
資產回報率 (%)	12.07	24.56	14.25	20.01	21.92						
市賬率 (倍)	3.51	17.53	1.89	1.72	1.56						
市盈率 (倍)	57.22	12.91	9.04	5.60	4.45						

投資評級說明

股票

買入	預期未來 6 個月股價表現強於相關指數 15%以上
增持	預期未來 6 個月股價表現強於相關指數 5-15%
持有	預期未來 6 個月股價表現強于或弱於相關指數 5%之內
減持	預期未來 6 個月股價表現弱於相關指數 5-15%
沽出	預期未來 6 個月股價表現弱於相關指數 15%以上

行業

優於大市	預期行業內大部分股份的基本因素/估值將會于未來 6 個月持續改善
與大市同步	預期行業內大部分股份的基本因素/估值將會于未來 6 個月保持不變
遜於大市	預期行業內大部分股份的基本因素/估值將會于未來 6 個月持續惡化
選擇性	預期行業內股份的基本因素/估值將會于未來 6 個月逐漸分歧

電話: (852) 2287 8788 傳真: (852) 2287 8000

上述資料均由時富證券有限公司（「時富證券」）提供及分發。時富證券乃根據證券及期貨條例註冊之持牌法團。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見並不對任何產品買賣有明示或暗示的建議、招攬、推介或表述。此述資料均為從相信為準確的來源搜集，但時富證券或其聯屬公司（「時富」）對任何直接或間接因信賴或參考有關內容所導致的損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法權內交易。客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。