

九興控股 (1836 HK)

1 季度恢復增長，利潤率回升

❖ 九興控股是全球領先的鞋類產品開發及製造商。九興控股是全球領先的高品質鞋，類開發及製造商，年產量達 5300 萬雙，佔全球市場份額的 11%。客戶是高端休閒和時尚品牌，如 Alexander Wang, Bally, Givenchy, Marc Jacobs, Prada, Tory Burch, ASH, Deckers, UGG 以及運動和戶外品牌，如耐克，Under Armour, Timberland 和 The North Face。

❖ 17 年 1 季度銷售收入回升，體育運動增長仍然快速，時尚和休閒類開始穩定，零售分部亦回升。九興控股 17 年 1 季度的銷售額增長約為 10%（製造業增長率為 7%，主要是產量增長，平均售價小幅下滑，以及零售分部增長 15%），快於 17 財年管理層給予中單位數的目標，較 16 年上半年和下半年的銷售額下跌 9.6% 和 14.6% 有大幅回升，主要是由於 1) 體育類產品銷售增長超過 20%（耐可有中雙位數的上漲，加上 16 年下半年新增了另一個快速增長的頂級品牌客戶），2) 休閒和時尚類的銷售開始平穩（16 年銷售下降了 20%）。自從 16 年 4 季度以來，我們看到美國和中國對奢侈品，休閒和時裝的需求都有所回升，我們認為，這種積極的消費者情緒可能是由於資產價格升值而引發的，例如，美國股票（S&P 指數），中國房價達到新高。如果未來沒有重大的意外或挫折，勢頭可能會持續下去，亦符合九興控股客戶在 17 財年和 18 財年的銷售預測。

❖ 管理層在 17 財年給予的經營利潤率目標應該是可以實現的。經營利潤率從 15 財年的 7.1% 下降到 16 財年的 5.4%，我們認為在 17 財年是有可能回升到 6% 以上的，因為 1) 皮革價格平穩，年頭至今只上升 3%，我們預計 2017 年皮革價格只有單位數幅度的上漲，2) 越南生產的利潤率較高和佔比逐漸擴大，預計其海外生產貢獻將從 16 財年的 32% 上升至 18 財年的 40%，3) 進一步將員工數目減至 6 萬 5 千人（16 財年為 7 萬 1 千人和 15 財年為 8 萬 3 千人）。

❖ 零售分部情況轉好。零售分部也呈現強勁增長，最近兩季，16 財年 4 季度和 17 財年 1 季度的同店增長分別為 12% 和 9%，這對本集團而言是正面的，因為我們推測過去幾年零售分部每年虧損幾百萬美元，佔集團淨利潤的 1-3%，今年有望大幅減少。

❖ 估值不貴，但已經相對合理。目前現價的 17 財年市盈率為 16 倍，略高於 5 年平均水平，歷史幅度為 12 倍至 18 倍，建議投資者等待更好的買入點。我們認為未來進一步的催化劑可能為 1) 優於預期的客戶的銷售增長，2) 越南工廠的投產速度更快。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬人民幣)	1,663.1	1,769.9	1,550.9
淨利潤 (百萬人民幣)	120.2	120.2	81.2
每股收益 (人民幣)	0.152	0.153	0.103
每股收益變動 (%)	(1.9)	0.7	(32.7)
市盈率(x)	17.4	16.3	16.9
市帳率(x)	2.2	2.0	1.4
股息率 (%)	4.2	4.4	4.4
權益收益率 (%)	12.8	12.5	8.3
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

未評級

當前股價 HK\$13.54

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國鞋類行業

市值(百萬港元)	10,756
3 月平均流通量 (百萬港元)	8.47
52 周內股價高/低 (港元)	19.8/10.2
總股本 (百萬)	794.4

資料來源：彭博

股東結構

Cordwalner Bonaventure	31.0%
公司董事	10.0%
自由流通	59.0%

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.4%	7.4%
3-月	12.4%	6.9%
6-月	-5.4%	-7.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.stella.com.hk

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
收入	1,663.1	1,769.9	1,550.9
男裝鞋	529.7	559.3	507.7
女裝鞋	1,033.6	1,130.3	965.4
零售	99.8	80.3	77.8
銷售成本	(1,314.3)	(1,398.2)	(1,260.3)
毛利	348.8	371.7	290.6
銷售及行政費用	(220.5)	(257.9)	(241.2)
其他收益	-	-	-
息稅前收益	135.8	129.1	87.4
淨融資成本	(0.3)	(0.6)	(0.5)
聯營公司	0.4	0.3	1.4
特殊收入	-	-	-
稅前利潤	135.8	128.8	88.3
所得稅	(15.6)	(8.6)	(7.0)
非控制股東權益	-	-	-
淨利潤	120.2	120.2	81.2

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
非流動資產	393.6	435.0	459.7
物業、廠房及設備	356.6	375.3	378.1
無形資產和商譽	-	-	-
投資型房地產	-	-	-
聯營公司的權益	7.6	8.1	7.6
合營公司的權益	-	5.6	8.0
購買物業、廠房及設備預付款項	29.5	45.9	65.9
流動資產	792.8	808.2	712.8
其他金融資產	80.3	91.1	60.3
存貨	215.7	208.5	210.4
貿易及其他應收賬款	365.2	363.5	359.7
受限制銀行結餘	-	-	-
現金及現金等價物	131.6	145.1	82.5
流動負債	233.8	255.7	191.4
銀行借款	-	15.1	0.1
預收款項	-	-	-
貿易及其他應付賬款	176.6	186.2	139.4
即期稅項	56.8	53.6	51.9
撥備	0.4	0.8	0.0
非流動負債	-	3.2	3.2
帶息借款	-	3.2	3.2
遞延稅項	-	-	-
資產淨額	952.7	984.3	977.9
非控股權益	0.9	(0.8)	(1.1)
權益股東應占總權益	951.9	985.1	978.9

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
息稅前收益	135.8	129.1	87.4
折舊和攤銷	39.6	40.3	42.2
營運資金變動	(14.5)	(6.6)	(31.0)
稅務開支	(8.4)	(11.4)	(8.7)
其他	(93.8)	19.4	12.2
經營活動所得現金淨額	58.8	170.9	102.2
購置固定資產	(77.4)	(84.5)	(75.0)
聯營公司	-	(5.5)	-
其他	0.1	2.3	12.9
投資活動所得現金淨額	(77.3)	(87.8)	(62.1)
股份發行	-	-	-
淨銀行借貸	-	18.4	3.4
股息	(97.3)	(87.1)	(87.0)
其他	(0.3)	(0.6)	(18.9)
融資活動所得現金淨額	(97.6)	(69.4)	(102.5)
現金增加淨額	(116.2)	13.7	(62.4)
年初現金及現金等價物	248.7	131.6	145.1
匯兌	(0.9)	(0.1)	(0.2)
年末現金及現金等價物	131.6	145.1	82.5

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
銷售組合 (%)			
男裝鞋	31.9	31.6	32.7
女裝鞋	62.2	63.9	62.2
零售	5.9	4.5	5.1
總額	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	21.0	21.0	18.7
息稅前利潤率	8.2	7.3	5.6
稅前利潤率	8.2	7.3	5.7
淨利潤率	7.2	6.8	5.2
有效稅率	11.5	6.7	8.0

增長 (%)

收入	7.9	6.4	(12.4)
毛利	(1.2)	6.6	(21.8)
息稅前利潤	(1.1)	(4.9)	(32.3)
淨利潤	(2.1)	(0.0)	(32.4)

資產負債比率

流動比率 (x)	3.4	3.2	3.7
平均應收賬款周轉天數	50.8	50.5	56.0
平均應付帳款周轉天數	26.1	23.7	26.1
平均存貨周轉天數	54.6	55.4	60.8
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	12.6	12.2	8.3
資產回報率	10.1	9.7	6.9

每股數據

每股盈利 (美元)	0.152	0.153	0.103
每股股息 (美元)	0.110	0.110	0.080
每股賬面值 (美元)	1.200	1.240	1.230

來源: 公司及招銀國際研究部

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

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，并可能會受目標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，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。