

特步國際 (1368 HK)

重大併購落實消除市場疑慮

❖ 以 2.6 億美元收購 “K-Swiss” 和 “Palladium”。特步宣佈以 2.6 億美元（約 17.5 億元人民幣）從韓國領先的 E-land 集團手中收購 E-land Footwear USA。目標集團擁有三個主要品牌（“K-Swiss”，“Palladium”及“Supra”）及兩個子品牌（“PLDM”及“KR3W”）。該交易是以現金（主要是之前配股籌集的離岸現金）支付，預計將於 2019 年 7 月完成。在 17/18 財年，目標集團的銷售約為 2.06 億美元/2.10 億美元，淨虧損約為 3,300 萬美元/ 1,500 萬美元。截至 2018 年 12 月，淨資產價值約為 7,800 萬美元。

❖ 收購價隱含的估值合理。由於 18 財年沒有盈利，所以市盈率或 EV / EBITDA 並不適用，但我們認為市銷率並不高，只是相當於 1.2 倍的 18 財年市銷率（或 1.4 倍，如果不包括 “Supra” 和 “KR3W” 品牌），跟特步的 1.3 倍相近，較其他中國/國際品牌平均的 2.3 倍 / 2.2 倍折讓約 40%。值得注意的是，儘管收購的估值是高於 2013 年私有化的估值（2012 年市銷率為 0.8 倍，基於 1.7 億美元）但我們仍覺得合理，因為：1）10-12 財年淨虧損平均每年高達 5,800 萬美元，相比之下，18 財年的虧損僅為 1,500 萬美元 2）E-land 集團也額外融資了約 1 億美元，並以約 7,000 萬美元收購了 “Supra” 和 “KR3W”，加上利息支出等等，實際上其總投資額會提高到約 3.6 億美元。由於目標集團現在既無債務又無減值空間，所以我們認為特步目前這個收購價並不昂貴。

❖ 我們認為成長空間充足。我們相信特步是一個更適合的股東，並更能夠實現品牌的全部潛力，因為：1）E-land 之前在產品研發，管道升級和行銷方面的投放是有限的，尤其是當它也是 New Balance 在中國的大型零售合作夥伴時，資源投放會有所傾斜，2）E-land 在 2010-2015 期間過度擴張，導致管理不善和缺乏重點，3）高端體育時尚的 “K-Swiss” 和中端時尚的 “Palladium” 是非常適合特步的品牌組合。兩者都是針對目前 “Saucony” 專業跑步，“Merrell” 高端戶外運動和 “Xtep” 大眾市場運動以外的客戶群體。

❖ 有利於增加淨利潤嗎？管理層預期 19/20 財年的對淨利潤的拖累會相當少。之前為了收購而做的新股融資配售是主要的負面因素，但我們相信目前股價應該已經反映。除此之外，未來每股盈利的負面拖累應該比較有限，因為我們預計目標集團在 19 財年可達致收支平衡且在 20 財年產生少許利潤，原因如下：1）成本優化，如將 K-Swiss 總部從美國轉移到亞洲（僅保留批發單位），並進一步利用特步的研發，採購和生產的基礎設施，2）不再出現因為 “Supra” 的減值，17/18 財年的相關減值損失約為 1,130 萬美元/980 萬美元（18 財年經調整後的 EBITDA 已經是賺錢的），3）兩個核心品牌的業績回暖，18 財年銷售同比增長約 11%（“Palladium” 的中國增長強勁，同比增長約 30-40%），管理層認為基本面已經在 17 財年觸底，4）未來有機會賣掉 “Supra” 和 “KR3W” 品牌所回籠的現金。

❖ 維持買入評級，目標價 6.52 港元（上漲空間為 40%）。我們維持買入評級和目標價，基於 17 倍 19 財年市盈率或 1.0 倍 PEG。公司目前的估值是 12 倍 19 財年的市盈率，比李寧/安踏的 25 倍 / 31 倍折讓約 57%。特步的估值並不高。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	5,113	6,383	7,615	8,700	9,628
淨利潤 (百萬人民幣)	408	657	800	928	1,059
每股收益 (人民幣)	0.184	0.295	0.330	0.373	0.425
每股收益變動 (%)	(22.6)	60.6	11.8	13.0	14.1
市盈率 (x)	21.5	13.6	12.2	10.8	9.5
市帳率 (x)	1.6	1.7	1.5	1.4	1.3
股息率 (%)	4.7	4.4	4.9	5.6	6.3
權益收益率 (%)	7.7	12.3	11.7	12.8	13.7
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$6.52
(前目標價)	HK\$6.52)
潛在升幅	+39.8%
當前股價	HK\$4.67

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國服裝業

市值(百萬港元)	11,650
3 月平均流通量(百萬港元)	74.41
52 周內股價高/低(港元)	6.74/3.82
總股本(百萬)	2,243.4

資料來源：彭博

股東結構

丁水波家族	56.92%
摩根大通	5.19%
鄧普頓投資	3.12%
員工激勵計劃	4.01%
自由流通	30.76%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-15.6%	-16.5%
3-月	-6.0%	-12.4%
6-月	9.4%	-7.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.xtep.com.hk

- ❖ **特步的估值並不高。**未來三年（18 到 21 財年），我們預計安踏/李寧的淨利潤複合年增長率為 21%/ 28%，其 PEG 分別為 1.2 倍/1.2 倍。因此，基於 17% 的淨利潤年複合增長率，特步目前的估值為 12 倍 19 財年市盈率，即約 0.7 倍 PEG，是比較吸引的。
- ❖ **相當有歷史和傳承的品牌。**K-Swiss 是一家美國的運動鞋品牌，成立於 1966 年（已有 53 年歷史），在網球和運動時尚方面有着悠久的歷史。Palladium 是一家法國鞋品牌，成立於 1947 年（已有 71 年歷史），以其軍用和航空用的保護性而舒適的靴子聞名於世，目前的定位是街頭服飾。
- ❖ **集中發展“K-Swiss”的直營零售，繼續與 E-land 在中國的“Palladium”合作，並在美國尋找合適的批發業務合作夥伴。**首先，特步會在美國尋找合適的批發業務合作夥伴，去管理目標集團的國際業務，而公司本身將專注於大中華地區。其次，特步會將把資源投放在“K-Swiss”品牌，未來會推出更多的直營零售店，並將與 E-land 成立合資公司去營運“Palladium”，其中目前由 E-land 經營的零售店將被注入。值得注意的是，如果 E-land 達不到某些財務目標，特步是有權終止其合作關係。在 19-20 財年，未來的資本支出或會調整為每個年 2 億元人民幣（相對我們目前在 19-21 財年平均 9,800 萬元人民幣的預測）。
- ❖ **特步在 19 年 4 月的運營資料依然強勁。**19 年 4 月的銷售增長趨勢與 19 年 1 季度相似（低雙位數的同店銷售增長率 and 低 20% 零售流水增長），而 19 年 1 季度產品的銷售率高達 60% 以上。

圖 1: “K-Swiss”的門店形象



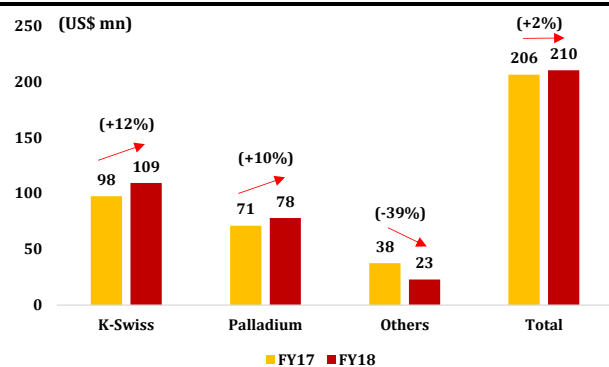
資料來源：公司數據，招銀國際研究

圖 2: “Palladium”的門店形象



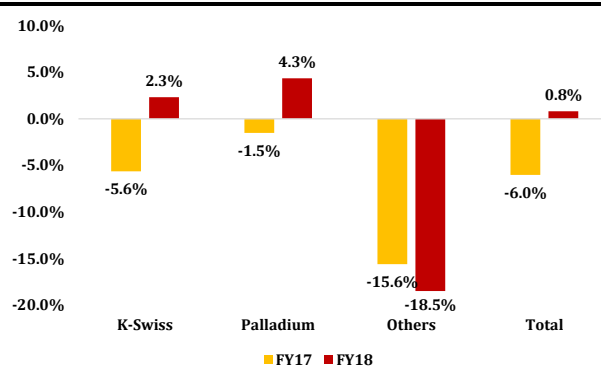
資料來源：公司數據，招銀國際研究

圖 3: 目標集團按品牌劃分的銷售/增長



資料來源：公司數據，招銀國際研究預測

圖 4: 目標集團按品牌劃分的經調整 EBITDA 利潤率



資料來源：公司數據，招銀國際研究預測

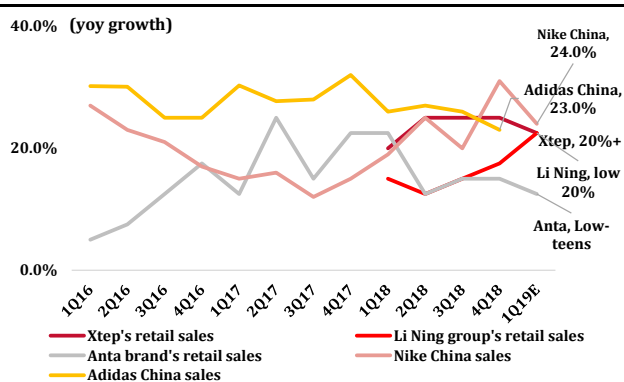
圖 5: 目標集團財務數字

	For the year ended 31 December	
	2017 (US\$'000) (audited) ¹	2018 (US\$'000) (unaudited) ³
Revenue	206,066	210,006
Adjusted EBITDA ²	(12,422)	1,668
Net profits before taxation	(32,586)	(14,324)
Net profits after taxation	(32,519)	(14,850)

As at 31 December 2018, the unaudited net asset value of the Target Group was approximately US\$77,836,000 (RMB523,836,280).

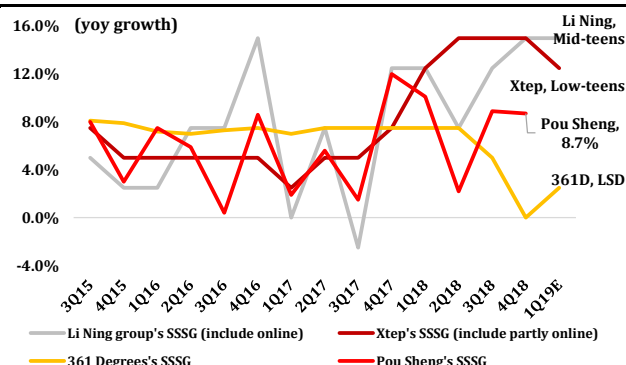
資料來源：公司數據，招銀國際研究

圖 6: 特步的 19 年 1 季度零售流水增長仍然很快



資料來源：公司數據，招銀國際研究預測

圖 7: 特步的 19 年 1 季度同店銷售增長略有放緩



資料來源：公司數據，招銀國際研究預測

圖 8: 領先品牌的終端零售流水

Operating numbers	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E
Nike China sales	17.0%	20.0%	30.0%	24.0%	27.0%	23.0%	21.0%	17.0%	15.0%	16.0%	12.0%	15.0%	19.0%	25.0%	20.0%	31.0%	24.0%
Adidas China sales	21.0%	19.0%	15.1%	15.6%	30.2%	30.1%	25.0%	25.0%	30.3%	27.7%	28.0%	32.0%	26.0%	27.0%	26.0%	23.0%	
Anta brand's SSSG	+ve HSD	+ve HSD	+ve HSD	+ve MSD													
Anta brand's retail sales					+ve MSD	+ve HSD	+ve LDD	+ve HDD	+ve Low-teens	+ve 20%-30%	+ve Mid-teens	+ve 20%-25%	+ve 20%-25%	+ve Low-teens	+ve Mid-teens	+ve Mid-teens	+ve Low-teens
Core brand					Flat	Flat	+ve MSD	+ve HSD	+ve LSD	+ve Mid-teens	+ve MSD	+ve Mid-teens	+ve Mid-teens	+ve HSD	+ve Low-teens	+ve HSD	+ve HSD
Kids					50% - 60%	over 30%	over 30%	over 30%	over 30%	+ve 25%-30%	over 30%	over 40%	over 40%	over 25%	Over 25%	Over 25%	Over 20%
Online					50 - 100%	60%	over 50%	over 100%	over 50%	over 50%	over 50%	over 40%	over 40%	over 25%	Over 20%	Over 25%	+ve Mid-teens
Non-Anta brands (FILA/ Descente/ Kolon/ Sprandi/ King Kow)					over 50%	over 50%	over 50%	over 50%	+ve 40%-50%	+ve 50%-60%	+ve 40%-50%	+ve 85%-90%	+ve 80%-85%	+ve 90%-95%	+ve 90%-95%	+ve 80%-85%	+ve 65%-70%
Li Ning group's SSSG	+ve MSD	+ve Low-teens	+ve MSD	+ve LSD	+ve LSD	+ve HSD	+ve HSD	Mid-teens	Flat	+ve HSD	-ve LSD	+ve Low-teens	+ve Low-teens	+ve HSD	+ve Low-teens	+ve Mid-teens	+ve Mid-teens
Direct retail			+ve MSD	+ve MSD	Flat	+ve MSD	+ve LSD	+ve HSD	-ve MSD	Flat	-ve MSD	+ve Low-teens	+ve Low-teens	+ve HSD	+ve HSD	+ve MSD	+ve HSD
Wholesales			+ve LSD	-ve LSD	Flat	+ve MSD	+ve LSD	+ve LSD	-ve MSD	+ve LSD	-ve MSD	+ve HSD	+ve MSD	+ve LSD	+ve HSD	+ve MSD	+ve Low-teens
E- Commerce			Doubled	High-60%	Low-60%	Low-70%	Mid-80%	Mid-90%	Mid-60%	Mid-90%	Low 30%-40%	+ve High-teens	High 30%-40%	Mid-30%	High 30%-40%	Mid-50%	High 30%-40%
Li Ning group's retail sales													+ve Mid-teens	+ve Low-teens	+ve Mid-teens	+ve High-teens	Low 20%-25%
Direct retail													Low 20%-30%	+ve Mid-teens	+ve Mid-teens	+ve HSD	+ve Low-teens
Wholesales													+ve MSD	+ve MSD	+ve Low-teens	+ve Low-teens	Low 20%-25%
E- Commerce													High 30%-40%	High 30%-40%	Low 30%-40%	Mid-50%	Low 40%-50%
Xtep's SSSG	+ve MSD	+ve HSD	+ve HSD	+ve MSD	+ve MSD	+ve MSD	+ve MSD	+ve MSD	+ve LSD	+ve MSD	+ve MSD	+ve HSD	+ve Low-teens	+ve Low-teens	+ve Mid-teens	+ve Mid-teens	+ve Low-teens
Xtep's retail sales																	Over 20%
361 Degrees' SSSG	6.3%	7.2%	8.1%	7.9%	7.2%	7.0%	7.3%	7.5%	7.0%	+ve HSD	+ve HSD	+ve HSD	+ve HSD	+ve HSD	+ve MSD	Flat	+ve LSD
Pou Sheng's SSSG	14.0%	11.0%	8.0%	3.0%	7.5%	5.9%	0.4%	8.6%	1.9%	5.6%	1.5%	12.0%	10.1%	2.2%	8.9%	8.7%	

資料來源：公司數據，招銀國際研究預測，*耐克的年末是 5 月（例如，4Q18 公歷年= 2Q19 財年= 18 財年 9 月至 11 月）

圖 9: 同行估值表

		Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EV/EBITDA (x)			PBR (x)				PSR (x)				ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)
Company	Ticker	HK\$	HK\$ mn	End	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY1	FY1
H shares sportswear																							
Xtep International Holdings	1368 HK	4.67	11,650	Dec-18	13.6	12.2	10.8	12.3	7.7	6.8	6.0	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	0.0	1.2	12.3	0.9	5.0	9.9
Li Ning Co Ltd	2331 HK	14.48	33,379	Dec-18	41.9	30.9	24.3	n/a	21.1	16.4	13.4	4.6	4.5	3.9	2.3	2.9	2.3	2.0	1.2	13.1	1.2	1.0	72.4
Anta Sports Products Ltd	2020 HK	56.20	150,909	Dec-18	31.6	25.2	20.8	21.3	20.1	16.8	13.9	8.2	6.7	5.5	5.1	5.4	4.4	3.7	3.9	27.8	1.2	1.5	49.7
361 Degrees International	1361 HK	1.78	3,680	Dec-18	10.4	8.0	7.1	10.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6	0.5	0.9	5.3	0.5	5.5	9.2
Pou Sheng Intl Holdings Ltd	3813 HK	1.85	9,909	Dec-18	15.3	14.2	11.5	33.9	7.8	7.3	6.3	1.2	1.1	1.1	1.1	0.4	0.3	0.3	0.4	8.2	0.9	1.8	22.5
China Dongxiang Group Co	3818 HK	1.16	6,828	Mar-19	17.9	8.8	9.1	10.6	31.1	11.3	10.0	0.6	0.6	0.6	0.7	3.4	3.2	2.9	4.7	3.3	0.3	7.8	(3.3)
Average					21.8	16.5	13.9	17.7	14.7	9.8	8.3	2.8	2.5	2.1	1.9	2.3	2.0	1.6	2.1	11.7	0.8	3.8	26.7
Median					16.6	13.2	11.1	12.3	14.0	9.3	8.1	1.5	1.3	1.2	1.2	2.0	1.7	1.3	1.2	10.3	0.9	3.4	16.2
		Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EV/EBITDA (x)			PBR (x)				PSR (x)				ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)
Company	Ticker	HK\$	HK\$ mn	End	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY1	FY1
International Sports Brands																							
Nike Inc -Cl B	NKE US	85.27	1,051,237	May-18	33.3	33.3	28.3	26.3	24.2	23.5	20.5	15.0	16.3	14.3	7.9	3.5	3.4	3.2	2.8	44.6	0.7	1.0	15.0
Adidas Ag	ADS GY	228.90	402,076	Dec-18	27.1	23.9	21.2	24.9	15.6	13.8	12.5	7.1	6.4	5.7	4.3	2.1	1.9	1.8	1.3	27.4	2.3	1.6	25.5
Puma Se	PUM GY	548.00	72,441	Dec-18	38.2	33.0	26.8	50.8	n/a	14.8	12.5	4.8	4.4	4.0	2.5	1.7	1.6	1.4	1.1	12.2	1.5	0.8	28.3
Under Armour Inc-Class A	UAA US	22.82	75,698	Dec-18	80.6	68.3	48.0	82.7	48.2	25.7	21.0	5.0	4.6	4.2	6.9	2.0	1.8	1.7	3.8	0.3	(0.2)	0.0	29.1
Lululemon Athletica Inc	LULU US	176.55	180,399	Feb-19	46.3	38.4	32.5	33.6	26.7	22.8	19.8	16.0	13.0	10.9	8.7	7.1	6.1	5.3	4.7	31.8	2.0	0.0	45.2
Skechers Usa Inc-Cl A	SKX US	31.40	38,751	Dec-18	16.3	15.4	13.6	17.8	n/a	9.2	8.5	2.4	2.1	1.9	2.7	1.0	1.0	0.9	1.2	14.6	1.6	0.0	37.2
Vf Corp	VFC US	93.89	291,342	Mar-19	24.3	25.0	22.1	21.0	18.9	17.9	16.3	8.6	8.5	8.2	5.5	2.7	2.7	2.5	2.4	n/a	0.5	1.9	31.6
Columbia Sportswear Co	COLM US	99.22	53,156	Dec-18	22.7	21.8	19.8	21.9	13.7	13.8	12.6	3.9	3.6	3.2	2.8	2.4	2.3	2.1	1.8	17.6	1.6	1.0	18.0
Wolverine World Wide Inc	WWW US	37.04	26,150	Dec-18	17.0	16.0	14.7	15.4	13.3	12.0	11.3	3.4	2.9	2.5	2.7	1.6	1.4	1.4	1.0	20.3	2.6	1.0	16.1
Amer Sports Oyj	AMEAS FH	40.00	40,849	Dec-18	37.7	26.2	23.1	29.6	19.2	15.6	14.6	5.0	4.3	3.9	3.3	1.7	1.6	1.5	1.2	5.3	0.4	2.0	4.2
Mizuno Corp	8022 JP	2558.00	4,782	Mar-18	14.6	12.6	11.4	40.3	7.3	7.2	6.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4	4.8	1.3	2.0	9.7
Asics Corp	7936 JP	1365.00	18,230	Dec-18	n/a	37.2	24.1	n/a	11.5	12.1	9.2	1.6	1.5	1.4	2.1	0.7	0.7	0.6	1.0	(11.1)	(0.2)	1.8	(2.8)
Average					32.5	29.2	23.8	33.1	19.9	15.7	13.8	6.1	5.7	5.1	4.2	2.2	2.1	1.9	1.9	15.3	1.2	1.1	21.4
Median					27.1	25.6	22.6	26.3	17.3	14.3	12.6	4.9	4.4	3.9	3.0	1.8	1.7	1.6	1.3	14.6	1.4	1.0	21.7

資料來源：彭博，招銀國際研究預測

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	5,113	6,383	7,615	8,700	9,628
鞋類	3,258	3,925	4,629	5,253	5,809
服裝	1,759	2,327	2,839	3,293	3,655
配飾	96	131	147	154	164
銷售成本	(2,869)	(3,555)	(4,228)	(4,830)	(5,342)
毛利	2,244	2,828	3,386	3,870	4,286
其他收入	158	196	202	223	237
銷售費用	(911)	(1,357)	(1,580)	(1,812)	(1,990)
行政費用	(767)	(622)	(744)	(833)	(894)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	725	1,044	1,265	1,447	1,639
淨融資成本	(54)	(68)	(76)	(68)	(66)
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	671	976	1,189	1,379	1,574
所得稅	(224)	(306)	(380)	(441)	(504)
非控制股東權益	(38)	(13)	(8)	(10)	(11)
淨利潤	408	657	800	928	1,059

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY17E	FY18E	FY18E	FY18E	FY18E
非流動資產	1,052	1,139	1,162	1,190	1,221
物業、廠房及設備	646	641	660	685	714
無形資產和商譽	8	8	6	4	3
土地使用權	-	60	66	70	74
投資型房地產	40	37	37	37	37
聯營公司的權益	-	114	114	114	114
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	92	-	-	-	-
遞延稅項資產	-	-	-	-	-
購買物業、廠房及設備預付款項	267	279	279	279	279
流動資產	7,882	8,060	9,899	10,578	11,272
其他金融資產	1	0	0	0	0
存貨	718	836	962	1,059	1,171
貿易及其他應收帳款	2,379	2,843	3,330	3,733	4,131
受限制銀行結餘	952	1,185	1,185	1,185	1,185
現金及現金等價物	3,832	3,196	4,422	4,601	4,785
流動負債	2,489	3,278	3,611	3,906	4,158
銀行借款	831	1,483	1,483	1,483	1,483
預收款項	565	861	1,028	1,174	1,299
貿易及其他應付帳款	1,028	879	1,045	1,194	1,321
即期稅項	66	54	54	54	54
撥備	-	1	1	1	1
非流動負債	1,116	590	590	590	590
帶息借款	1,019	461	461	461	461
遞延稅項	97	107	107	107	107
撥備	-	22	22	22	22
其他	-	-	-	-	-
資產淨額	5,329	5,331	6,861	7,273	7,745
-	-	-	-	-	-
非控股權益	-	-	8	18	29
權益股東應占總權益	5,329	5,331	6,852	7,255	7,716

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY17E	FY18E	FY18E	FY18E	FY18E
息稅前收益	725	1,044	1,265	1,447	1,639
折舊和攤銷	(48)	(60)	(63)	(71)	(79)
營運資金變動	(119)	(513)	(280)	(205)	(259)
稅務開支	(309)	(380)	(441)	(504)	(555)
其他	309	64	112	136	143
經營活動所得現金淨額	558	154	592	804	890
購置固定資產	(123)	(72)	(86)	(99)	(109)
聯營公司	(1)	-	-	-	-
其他	399	(209)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	275	(281)	(86)	(99)	(109)
股份發行	7	59	1,164	-	-
淨銀行借貸	421	(10)	-	-	-
股息	(271)	(459)	(443)	(526)	(597)
其他	(3)	(100)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	154	(511)	721	(526)	(597)
現金增加淨額	987	(637)	1,227	179	183
年初現金及現金等價物	2,847	3,832	3,196	4,422	4,601
匯兌	(1)	1	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,832	3,196	4,422	4,601	4,785

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結:12月31日	FY17E	FY18E	FY18E	FY18E	FY18E
銷售組合 (%)					
鞋類	63.7	61.5	60.8	60.4	60.3
服裝	34.4	36.5	37.3	37.9	38.0
配飾	1.9	2.0	1.9	1.7	1.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.9	44.3	44.5	44.5	44.5
稅前利率	13.1	15.3	15.6	15.9	16.3
息稅前收益	8.0	10.3	10.5	10.7	11.0
核心淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	33.5	31.4	32.0	32.0	32.0
增長 (%)					
收入	(5.2)	24.8	19.3	14.3	10.7
毛利	(3.7)	26.0	19.7	14.3	10.8
淨利潤率	(21.0)	44.1	21.1	14.4	13.3
淨利潤	(22.7)	60.9	21.9	16.0	14.1
核心淨利潤	15.7	16.9	19.5	-	-
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.9	2.2	2.5	2.4	2.4
平均應收賬款周轉天數	128.9	120.9	118.0	115.0	115.0
平均應付帳款周轉天數	130.8	90.2	90.2	90.2	90.2
平均存貨周轉天數	91.3	85.8	83.0	80.0	80.0
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	7.7	12.3	11.7	12.8	13.7
資產回報率	4.6	7.1	7.2	7.9	8.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.184	0.295	0.330	0.373	0.425
每股股息(人民幣)	0.186	0.176	0.198	0.224	0.255
每股賬面值(人民幣)	2.397	2.398	2.750	2.911	3.097

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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。