

## 九兴控股 (1836 HK)

### 1 季度恢复增长，利润率回升

❖ 九兴控股是全球领先的鞋类产品开发及制造商。九兴控股是全球领先的高质量鞋，类开发及制造商，年产量达 5300 万双，占全球市场份额的 11%。客户是高端休闲和时尚品牌，如 Alexander Wang, Bally, Givenchy, Marc Jacobs, Prada, Tory Burch, ASH, Deckers, UGG 以及运动和户外品牌，如耐克，Under Armour, Timberland 和 The North Face。

❖ 17 年 1 季度销售收入回升，体育运动增长仍然快速，时尚和休闲类开始稳定，零售分部亦回升。九兴控股 17 年 1 季度的销售额增长约为 10%（制造业增长率为 7%，主要是产量增长，平均售价小幅下滑，以及零售分部增长 15%），快于 17 财年管理层给予中单位数的目标，较 16 年上半年和下半年的销售额下跌 9.6% 和 14.6% 有大幅回升，主要是由于 1) 体育类产品销售增长超过 20%（耐克有中双位数的上涨，加上 16 年下半年新增了另一个快速增长的顶级品牌客户），2) 休闲和时尚类的销售开始平稳（16 年销售下降了 20%）。自从 16 年 4 季度以来，我们看到美国和中国对奢侈品，休闲和时装的需求都有所回升，我们认为，这种积极的消费者情绪可能是由于资产价格升值而引发的，例如，美国股票（S&P 指数），中国房价达到新高。如果未来没有重大的意外或挫折，势头可能会持续下去，亦符合九兴控股客户在 17 财年和 18 财年的销售预测。

❖ 管理层在 17 财年给予的经营利润率目标应该是可以实现的。经营利润率从 15 财年的 7.1% 下降到 16 财年的 5.4%，我们认为在 17 财年是有望回升到 6% 以上的，因为 1) 皮革价格平稳，年头至今只上升 3%，我们预计 2017 年皮革价格只有单位数幅度的上涨，2) 越南生产的利润率较高和占比逐渐扩大，预计其海外生产贡献将从 16 财年的 32% 上升至 18 财年的 40%，3) 进一步将员工数目减至 6 万 5 千人（16 财年为 7 万 1 千人和 15 财年为 8 万 3 千人）。

❖ 零售分部情况转好。零售分部也呈现强劲增长，最近两季，16 财年 4 季度和 17 财年 1 季度的同店增长分别为 12% 和 9%，这对本集团而言是正面的，因为我们推测过去几年零售分部每年亏损几百万美元，占集团净利润的 1-3%，今年有望大幅减少。

❖ 估值不贵，但已经相对合理。目前现价的 17 财年市盈率为 16 倍，略高于 5 年平均水平，历史幅度为 12 倍至 18 倍，建议投资者等待更好的买入点。我们认为未来进一步的催化剂可能为 1) 优于预期的客户的销售增长，2) 越南工厂的投产速度更快。

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY14A   | FY15A   | FY16A   |
|----------------|---------|---------|---------|
| 营业额 (百万人民币)    | 1,663.1 | 1,769.9 | 1,550.9 |
| 净利润 (百万人民币)    | 120.2   | 120.2   | 81.2    |
| 每股收益 (人民币)     | 0.152   | 0.153   | 0.103   |
| 每股收益变动 (%)     | (1.9)   | 0.7     | (32.7)  |
| 市盈率(x)         | 17.4    | 16.3    | 16.9    |
| 市帐率(x)         | 2.2     | 2.0     | 1.4     |
| 股息率 (%)        | 4.2     | 4.4     | 4.4     |
| 权益收益率 (%)      | 12.8    | 12.5    | 8.3     |
| 财务杠杆(x)        | 净现金     | 净现金     | 净现金     |

资料来源：公司及招银国际研究预测

#### 未评级

当前股价 HK\$13.54

#### 胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 中国鞋类行业

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 市值(百万港元)        | 10,756    |
| 3 月平均流通量 (百万港元) | 8.47      |
| 52 周内股价高/低 (港元) | 19.8/10.2 |
| 总股本 (百万)        | 794.4     |

资料来源：彭博

#### 股东结构

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

资料来源：HKEx

#### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 6.4%  | 7.4%  |
| 3-月 | 12.4% | 6.9%  |
| 6-月 | -5.4% | -7.5% |

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

#### 审计师：德勤

公司网站：[www.stella.com.hk](http://www.stella.com.hk)

**利潤表**

| 年結: 12月31日 (百萬元美元) | FY14A          | FY15A          | FY16A          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b>          | <b>1,663.1</b> | <b>1,769.9</b> | <b>1,550.9</b> |
| 男装鞋                | 529.7          | 559.3          | 507.7          |
| 女装鞋                | 1,033.6        | 1,130.3        | 965.4          |
| 零售                 | 99.8           | 80.3           | 77.8           |
| 销售成本               | (1,314.3)      | (1,398.2)      | (1,260.3)      |
| <b>毛利</b>          | <b>348.8</b>   | <b>371.7</b>   | <b>290.6</b>   |
| 其他收入               | 7.5            | 15.4           | 38.0           |
| 销售及行政费用            | (220.5)        | (257.9)        | (241.2)        |
| 其他收益               | -              | -              | -              |
| <b>息税前收益</b>       | <b>135.8</b>   | <b>129.1</b>   | <b>87.4</b>    |
| 净融资成本              | (0.3)          | (0.6)          | (0.5)          |
| 联营公司               | 0.4            | 0.3            | 1.4            |
| 特殊收入               | -              | -              | -              |
| <b>税前利润</b>        | <b>135.8</b>   | <b>128.8</b>   | <b>88.3</b>    |
| 所得税                | (15.6)         | (8.6)          | (7.0)          |
| 非控制股东权益            | -              | -              | -              |
| <b>净利润</b>         | <b>120.2</b>   | <b>120.2</b>   | <b>81.2</b>    |

来源: 公司及招银国际研究部

**资产负债表**

| 年結: 12月31日 (百萬元美元) | FY14A        | FY15A        | FY16A        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>非流动资产</b>       | <b>393.6</b> | <b>435.0</b> | <b>459.7</b> |
| 物业、厂房及设备           | 356.6        | 375.3        | 378.1        |
| 无形资产和商誉            | -            | -            | -            |
| 投资型房地产             | -            | -            | -            |
| 联营公司的权益            | 7.6          | 8.1          | 7.6          |
| 合营公司的权益            | -            | 5.6          | 8.0          |
| 购买物业、厂房及设备预付款项     | 29.5         | 45.9         | 65.9         |
| <b>流动资产</b>        | <b>792.8</b> | <b>808.2</b> | <b>712.8</b> |
| 其他金融资产             | 80.3         | 91.1         | 60.3         |
| 存货                 | 215.7        | 208.5        | 210.4        |
| 贸易及其他应收账款          | 365.2        | 363.5        | 359.7        |
| 受限制银行结余            | -            | -            | -            |
| 现金及现金等价物           | 131.6        | 145.1        | 82.5         |
| <b>流动负债</b>        | <b>233.8</b> | <b>255.7</b> | <b>191.4</b> |
| 银行借款               | -            | 15.1         | 0.1          |
| 预收款项               | -            | -            | -            |
| 贸易及其他应付账款          | 176.6        | 186.2        | 139.4        |
| 即期税项               | 56.8         | 53.6         | 51.9         |
| 拨备                 | 0.4          | 0.8          | 0.0          |
| <b>非流动负债</b>       | <b>-</b>     | <b>3.2</b>   | <b>3.2</b>   |
| 带息借款               | -            | 3.2          | 3.2          |
| 递延税项               | -            | -            | -            |
| <b>资产净额</b>        | <b>952.7</b> | <b>984.3</b> | <b>977.9</b> |
| <b>非控股权益</b>       | <b>0.9</b>   | <b>(0.8)</b> | <b>(1.1)</b> |
| <b>权益股东应占总权益</b>   | <b>951.9</b> | <b>985.1</b> | <b>978.9</b> |

来源: 公司及招银国际研究部

**现金流量表**

| 年结: 12月31日 (百万元美元) | FY14A          | FY15A         | FY16A          |
|--------------------|----------------|---------------|----------------|
| 息税前收益              | 135.8          | 129.1         | 87.4           |
| 折旧和摊销              | 39.6           | 40.3          | 42.2           |
| 营运资金变动             | (14.5)         | (6.6)         | (31.0)         |
| 税务开支               | (8.4)          | (11.4)        | (8.7)          |
| 其他                 | (93.8)         | 19.4          | 12.2           |
| <b>经营活动所得现金净额</b>  | <b>58.8</b>    | <b>170.9</b>  | <b>102.2</b>   |
| 购置固定资产             | (77.4)         | (84.5)        | (75.0)         |
| 联营公司               | -              | (5.5)         | -              |
| 其他                 | 0.1            | 2.3           | 12.9           |
| <b>投资活动所得现金净额</b>  | <b>(77.3)</b>  | <b>(87.8)</b> | <b>(62.1)</b>  |
| 股份发行               | -              | -             | -              |
| 净银行借贷              | -              | 18.4          | 3.4            |
| 股息                 | (97.3)         | (87.1)        | (87.0)         |
| 其他                 | (0.3)          | (0.6)         | (18.9)         |
| <b>融资活动所得现金净额</b>  | <b>(97.6)</b>  | <b>(69.4)</b> | <b>(102.5)</b> |
| <b>现金增加净额</b>      | <b>(116.2)</b> | <b>13.7</b>   | <b>(62.4)</b>  |
| 年初现金及现金等价物         | 248.7          | 131.6         | 145.1          |
| 汇兑                 | (0.9)          | (0.1)         | (0.2)          |
| <b>年末现金及现金等价物</b>  | <b>131.6</b>   | <b>145.1</b>  | <b>82.5</b>    |

来源: 公司及招银国际研究部

**主要比率**

| 年结: 12月31日      | FY14A        | FY15A        | FY16A        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售组合 (%)</b> |              |              |              |
| 男装鞋             | 31.9         | 31.6         | 32.7         |
| 女装鞋             | 62.2         | 63.9         | 62.2         |
| 零售              | 5.9          | 4.5          | 5.1          |
| <b>总额</b>       | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |

**盈利能力比率 (%)**

|        |      |      |      |
|--------|------|------|------|
| 毛利率    | 21.0 | 21.0 | 18.7 |
| 息税前利润率 | 8.2  | 7.3  | 5.6  |
| 税前利润率  | 8.2  | 7.3  | 5.7  |
| 净利润率   | 7.2  | 6.8  | 5.2  |
| 有效税率   | 11.5 | 6.7  | 8.0  |

**增长 (%)**

|       |       |       |        |
|-------|-------|-------|--------|
| 收入    | 7.9   | 6.4   | (12.4) |
| 毛利    | (1.2) | 6.6   | (21.8) |
| 息税前利润 | (1.1) | (4.9) | (32.3) |
| 净利润   | (2.1) | (0.0) | (32.4) |

**资产负债比率**

|                |      |      |      |
|----------------|------|------|------|
| 流动比率 (x)       | 3.4  | 3.2  | 3.7  |
| 平均应收账款周转天数     | 50.8 | 50.5 | 56.0 |
| 平均应付账款周转天数     | 26.1 | 23.7 | 26.1 |
| 平均存货周转天数       | 54.6 | 55.4 | 60.8 |
| 净负债/ 总权益比率 (%) | 净现金  | 净现金  | 净现金  |

**回报率 (%)**

|       |      |      |     |
|-------|------|------|-----|
| 资本回报率 | 12.6 | 12.2 | 8.3 |
| 资产回报率 | 10.1 | 9.7  | 6.9 |

**每股数据**

|            |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|
| 每股盈利 (美元)  | 0.152 | 0.153 | 0.103 |
| 每股股息 (美元)  | 0.110 | 0.110 | 0.080 |
| 每股账面值 (美元) | 1.200 | 1.240 | 1.230 |

来源: 公司及招银国际研究部

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

|     |                               |
|-----|-------------------------------|
| 买入  | ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | ：招银国际并未给予投资评级                 |

### 招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

### 重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。