

**波司登集團 (3998 HK) - 對 2014 年的展望保持樂觀**

- ❖ 銷售收入增加了 11.3%，但淨利潤下降了 24.9%。截止於 2013 年 3 月 31 日，波司登的銷售收入上升了 11.3% 至人民幣 93.3 億元，但淨利潤卻下降了 24.9% 至人民幣 10.8 億元。我們之前預測的 2013 財年的淨利潤為人民幣 13.9 億元，與實際結果相差約為人民幣 3.1 億元，誤差主要是 13 財年高於預期的有效稅率以及商譽和客戶關係的減值損失所造成的。2013 財年的有效稅率上升了 12.1 個百分點至 27.8%。我們預期有效稅率在 2014 財年將會下降至 25.2%。商譽和客戶關係的減值損失分別為人民幣 8900 萬元及人民幣 1.67 億元。平均庫存天數在 13 財年增加至 134 天，這主要是由於公司在 2013 年年初為 2014 財年生產了 197 萬件基本款的羽絨服。2013 財年的毛利率輕微上升至 50.6%。
- ❖ 羽絨服業務仍是主要銷售收入來源。羽絨服業務的銷量及平均售價在 2013 財年分別增加了 9.6% 和 5.6%。在 2013 財年，羽絨服業務收入占公司總收入的 76.1%，分部收入增長 15.9% 至人民幣 70.9 億元。公司在 2013 財年實施了單品牌門店的經營策略，旨在突出旗下各羽絨服品牌的特點來滿足不同階層的客戶需求。我們對波司登羽絨服業務的前景保持樂觀，並預測其業務收入占比在 2014 財年將會增加到 78.2%。
- ❖ 非羽絨服裝業務的整合。在 2013 財年，非羽絨服業務收入同比下降了 5.2% 至人民幣 12.8 億元。由於公司關閉了一些經營狀況不佳的店鋪，非羽絨服業務在 2013 財年的銷售貢獻占比也下降至 13.7%。在 2013 財年，公司關閉的波司登男裝、傑西和摩高表現欠佳的店鋪數量分別為 146 間、23 間和 37 間。我們相信公司在未來將會繼續整合非羽絨服業務，以符合其非季節性的發展戰略。
- ❖ 維持買入評級。我們預計 2014 和 2015 財年的淨利潤將分別增加 41.1% 及 31.1% 至人民幣 15.2 億元和 19.9 億元。公司目前的股價分別相當於 2014 財年市盈率的 6.9 倍。我們仍維持買入評級，目標價 2.7 港元是根據 2014 財年市盈率的 11.1 倍，這也是波司登過去五年的平均市盈率

**財務資料**

(截至 3 月 31 日)	FY11	FY12	FY13	FY14E	FY15E
營業額 (人民幣百萬元)	7,038	8,376	9,325	10,504	12,312
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,276	1,437	1,079	1,522	1,995
每股收益 (人民幣)	0.164	0.183	0.136	0.190	0.249
每股收益變動 (%)	18.4	11.36	(25.89)	40.19	31.08
市盈率(x)	7.98	7.17	9.67	6.90	5.26
市帳率(x)	1.48	1.44	1.47	1.42	1.40
股息率 (%)	14.7	10.4	7.7	10.7	12.9
權益收益率 (%)	18.57	20.12	15.20	20.56	26.60
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

**波司登集團 (3998 HK)**

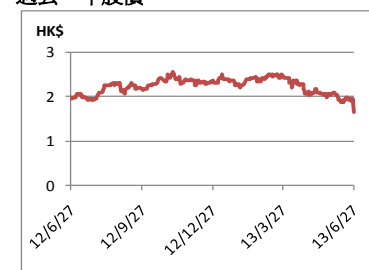
評級	買入
收市價	1.66 港元
目標價	2.7 港元
市值 (港幣百萬)	13,292
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	21.2
52 周高/低 (港幣)	2.57/1.65
發行股數 (百萬股)	8,007
主要股東	高德康 (64.3%)

來源：彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	-17.8%	-7.8%
3 月	-31.1%	-24.9%
6 月	-29.7%	-22.2%

來源：彭博

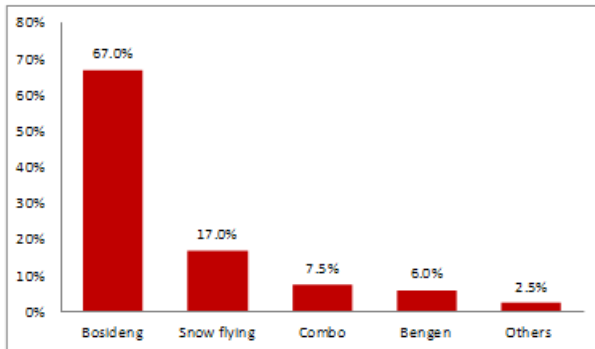
**過去一年股價**


來源：彭博

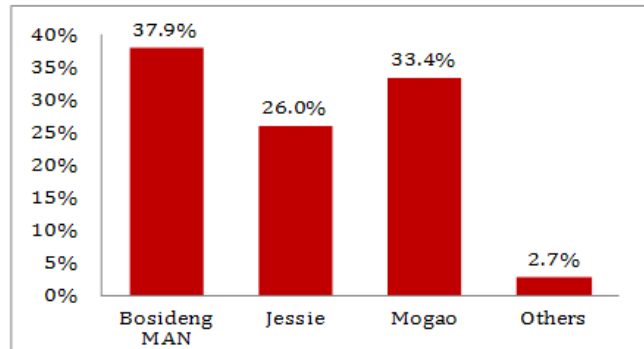
**圖表 1：2013 財年盈利表現**

	FY12 (人民幣 百萬)	FY13 (人民幣 百萬)	Growth (%)	FY13 E (人民幣 百萬)	差值 (%)	备注
<b>收入</b>	8376.0	9324.5	11.3%	9214.0	-1.2%	
羽絨服業務	6120.0	7093.7	15.9%	7096.0	0.0%	
貼牌生產業務	909.0	954.9	5.0%	951.1	-0.4%	
非羽絨服業務	1347.0	1275.9	-5.3%	1277.5	0.1%	
銷售成本	(4187.4)	(4604.0)	9.9%	(4450.0)	-3.3%	
<b>毛利</b>	4188.6	4720.5	12.7%	4764.0	0.9%	2013財年毛利率上升至50.6%
其他收益	46.3	54.4	17.4%	50.0	-8.0%	
銷售費用	(2268.1)	(2782.4)	22.7%	(2595.0)	-6.7%	單品牌店經營策略的實施
行政費用	(337.4)	(459.1)	36.1%	(474.0)	3.2%	
商譽減值損失	0.0	(89.3)	N/A	0.0	N/A	
客戶關係減值損失	0.0	(166.8)	N/A	0.0	N/A	非羽絨服業務表現不理想
其他費用	(8.0)	(5.7)	-29.0%	(2.0)	-64.9%	
<b>營運利潤</b>	1621.3	1271.7	-21.6%	1743.0	37.1%	
融資成本	100.3	185.2	84.8%	70.0	-62.2%	
稅前利潤	1721.6	1456.9	-15.4%	1813.0	24.4%	
所得稅	(271.0)	(404.3)	49.2%	(455.0)	12.5%	有效稅率從2012財年的15.7%增至2013財年的27.8%
<b>稅後利潤</b>	1450.6	1052.6	-27.4%	1358.0	29.0%	
非控制股東利益	(14.1)	26.0	-284.6%	(20.0)	-176.8%	
淨利潤	1436.5	1078.7	-24.9%	1338.0	24.0%	

資料來源：公司及招銀國際預測

**圖表 2：羽絨服收入按品牌細分**


資料來源：公司

**圖表 3：非羽絨服收入按品牌細分**


資料來源：公司

**圖表 4：盈利修正**

	銷售收入 (人民幣 百萬)			淨利潤 (人民幣 百萬)		
	過去預測	最新預測	變動	過去預測	最新預測	變動
FY14 E	10,181	10,504	3.2%	1,419	1,522	7.3%
FY15 E	11,301	12,312	8.9%	1,499	1,995	33.1%

**利潤表**

年結：3月31日（百万人民币）	FY11	FY12	FY13	FY14 E	FY15 E
收入	<b>7,038</b>	<b>8,376</b>	<b>9,325</b>	<b>10,504</b>	<b>12,312</b>
羽绒服业务	5,680	6,120	7,094	8,214	9,025
贴牌生产业务	769	909	955	1,187	1,317
非羽绒服业务	589	1,347	1,276	1,103	1,970
销售成本	(3,738)	(4,187)	(4,604)	(5,140)	(5,850)
毛利	<b>3,300</b>	<b>4,189</b>	<b>4,721</b>	<b>5,364</b>	<b>6,462</b>
其他收益	20	46	54	55	60
销售费用	(1,707)	(2,268)	(2,782)	(2,870)	(3,285)
行政费用	(207)	(337)	(459)	(550)	(605)
商誉减值损失	-	-	(89)	-	-
客户关系减值损失	-	-	(167)	-	-
其他费用	(33)	(8)	(6)	(2)	(2)
营运利润	<b>1,372</b>	<b>1,621</b>	<b>1,272</b>	<b>1,997</b>	<b>2,630</b>
融资成本	129	100	185	70	70
税前利润	1,501	1,722	1,457	2,067	2,700
所得税	(229)	(271)	(404)	(520)	(680)
税后利润	<b>1,272</b>	<b>1,451</b>	<b>1,053</b>	<b>1,547</b>	<b>2,020</b>
非控制股东利益	4	(14)	(20)	(25)	(25)
净利润	<b>1,276</b>	<b>1,437</b>	<b>1,079</b>	<b>1,522</b>	<b>1,995</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結：3月31日（百万人民币）	FY 11	FY 12	FY13	FY 14E	FY 15E
非流动资产					
厂房和设备	313	735	1,013	1,050	1,030
无形资产	509	1,412	1,099	1,500	1,550
延迟税项	171	201	345	265	273
其他长期资产	31	169	84	200	200
非流动资产总和	<b>1,025</b>	<b>2,517</b>	<b>2,540</b>	<b>3,015</b>	<b>3,053</b>
流动资产					
现金及现金等价物	1,418	1,907	1,935	1,554	1,733
银行存款	2,061	1,334	1,646	2,235	2,147
应收贸易款项	1,144	1,340	1,698	2,084	2,150
预付账款	731	518	320	690	730
可供出售金融资产	1,519	2,223	2,103	1,431	1,291
持有至到期投资	-	-	-	-	-
存货	1,215	1,399	1,971	1,700	1,800
流动资产总和	<b>8,087</b>	<b>8,720</b>	<b>9,673</b>	<b>9,694</b>	<b>9,851</b>
流动负债					
短期银行借款	587	1,741	1,737	1,800	1,850
应付税项	199	215	267	300	300
应付贸易账款	1,179	1,330	1,619	1,450	1,490
关联方应付款项	14	1	12	1	1
流动负债总和	<b>1,979</b>	<b>3,287</b>	<b>3,635</b>	<b>3,551</b>	<b>3,641</b>
非流动负债					
长期银行贷款	-	-	919	919	919
衍生金融产品负债	-	14	10	12	12
长期应付贸易账款	-	330	179	307	307
延迟税项	166	255	184	290	295
非流动负债总和	<b>166</b>	<b>599</b>	<b>1,293</b>	<b>1,528</b>	<b>1,533</b>
少数股东权益	<b>94</b>	<b>213</b>	<b>187</b>	<b>230</b>	<b>230</b>
净资产总额	<b>6,873</b>	<b>7,138</b>	<b>7,098</b>	<b>7,400</b>	<b>7,500</b>
股东权益	<b>6,873</b>	<b>7,138</b>	<b>7,098</b>	<b>7,400</b>	<b>7,500</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結：3月31日（百万人民币）	FY11	FY12	FY13 E	FY14 E	FY15 E
营运利润	1,372	1,621	1,272	1,997	2,630
折旧及分摊	61	108	200	280	350
营运资本变动	(1,108)	(52)	(480)	(636)	(266)
税务开支	(267)	(322)	(420)	(450)	(457)
其他	(9)	(40)	42	97	150
经营活动所得现金净额	49	1,316	614	1,288	2,407
购置固定资产	328	(1,401)	(1,000)	(900)	(950)
其他	(826)	841	281	258	185
投资活动所得现金净额	(498)	(560)	(719)	(642)	(765)
股本的变化	-	-	-	-	-
银行贷款变动	(164)	1,011	915	63	50
股息	(1,189)	(1,298)	(804)	(1,111)	(1,534)
其他	98	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(1,353)	(288)	112	(1,048)	(1,484)
现金增加净额	(1,704)	468	7	(402)	158
年初现金及现金等价物	3,128	1,418	1,907	1,935	1,554
外汇差额	(6)	21	21	21	21
年末现金及现金等价物	1,418	1,907	1,935	1,554	1,733

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結：3月31日	FY11	FY12	FY13	FY14 E	FY15 E
<b>销售组合 (%)</b>					
羽绒服业务	80.7	73.1	76.1	78.2	73.3
贴牌生产业务	10.9	10.9	10.2	11.3	10.7
非羽绒服业务	8.4	16.1	13.7	10.6	16.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.1	100.0
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	46.9	50.0	50.6	51.1	52.5
销前收益率	19.5	19.4	13.6	19.0	21.4
营业利润率	21.3	20.6	15.6	19.7	21.9
净利润率	18.1	17.2	11.6	14.5	16.2
有效税率	15.2	15.7	27.8	25.2	25.2
<b>增长 (%)</b>					
收入增长	22.7	19.0	10.0	12.6	17.2
毛利增长	14.3	26.9	13.7	13.6	20.5
息税前收益增长	13.8	18.2	7.5	57.0	31.7
净利润增长	18.4	12.5	(6.9)	41.1	31.1
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	4.1	2.7	2.7	2.7	2.7
速动比率 (x)	3.5	2.2	2.1	2.3	2.2
平均应收账款周转天数	59.3	58.4	66.5	72.4	63.7
平均应付账款周转天数	115.1	115.9	128.3	103.0	93.0
平均存货周转天数	118.6	121.9	156.3	120.7	112.3
总负债/权益比率 (%)	0.09	0.24	0.37	0.37	0.37
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	18.57	20.12	15.20	20.57	26.60
资产回报率	14.01	12.78	8.83	11.98	15.46
<b>每股数据 (人民币)</b>					
每股利润	0.16	0.18	0.14	0.19	0.25
每股股息	0.19	0.14	0.10	0.14	0.17
每股账面值	0.88	0.91	0.89	0.92	0.94

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(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士。