

波司登集团 (3998 HK) - 中期销售收入下滑

- ❖ 销售收入下降了 8.8%，但净利润上升了 3.1%。截止 2014 财年上半年，波司登的销售收入按年下降了 8.8% 至人民币 28.09 亿元，但净利润上升了 3.1% 至人民币 3.3 亿元。公司毛利率上升了 3.8 个百分点至 49.4%，这主要是由于羽绒产品人民币 5 千 8 百万元的存货回拨导致的。羽绒服业务的自营店在 2014 财年上半年上升了 698 间至 3,795 间，自营店比例的上升也给经营费用带来了压力同时经营利润率也按年下降 1.6 个百分点至 12.2%。2014 财年上半年的净利润率按年上升 1.6 个百分点至 11.6%。这主要是由于旗下一个附属公司享有较低的税率。我们预测 2014 财年全年的毛利率，经营利润率及净利率分别为 52.4%，12.7% 和 10.9%。
- ❖ 各部门业务分析。羽绒服业务，原始设备加工业务及非羽绒服业务的销售收入分别在 2014 财年上半年按年下降 4.7%，12.9% 和 18.1%，达到人民币 17.6 亿元，人民币 6.5 亿元及人民币 4 亿元且分别占总销售收入的 62.5%，23.3% 和 14.2%。我们预测 2014 财年羽绒服业务，原始设备加工业务及非羽绒服业务将分别占总销售收入的 80.4%，9.0% 和 10.6%，达到人民币 75.9 亿元，人民币 8.5 亿元及人民币 10.0 亿元。毫无疑问，非羽绒服业务表现不佳。在 2014 财年上半年，杰西品牌业务的税后利润大约为人民币 500 万元，其他非羽绒服品牌业务均录得税后的亏损。我们不认为 2014 财年下半年的非羽绒服业务销售会有很大的改善。
- ❖ 存货压力依然很大。2014 财年上半年的平均存货周转天数为 300 天，按年上升 100 天。根据公司管理层的消息，47% 的存货库龄在一年以内，39% 的存货库龄在 1 至 2 年内，14% 的存货库龄在 2-3 年内。我们认为 2014 财年全年的存货周转天数将降低至 222 天。
- ❖ 降级为卖出。我们将 2014 和 2015 财年的净利润预测分别降低 32.5% 及 47.6% 至人民币 10.3 亿元和 10.5 亿元。同时我们预测 2016 财年的净利润为人民币 11.8 亿元。公司目前的股价分别相当于 2014 财年市盈率的 10 倍。我们把公司降级为卖出，目标价从 2.7 港元降至 1.22 港元是根据 2014 财年市盈率的 7.5 倍，同时也是公司过去 5 年的平均市盈率减去一个标准差。

波司登集团 (3998 HK)

评级	卖出
收市价	1.63 港元
目标价	1.22 港元
市值 (港币百万)	13,052
过去 3 月平均交易 (港币百万)	39.52
52 周高/低 (港币)	2.55/1.50
发行股数 (百万股)	8,007
主要股东	高德康 (64.3%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-9.4%	-11.6%
3 月	-3.2%	-6.1%
6 月	-21.6%	-26.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (人民币百万元)	8,376	9,325	9,450	10,080	10,900
净利润 (人民币百万元)	1,437	1,079	1,027	1,045	1,182
每股收益 (人民币)	0.183	0.136	0.128	0.131	0.148
每股收益变动 (%)	11.50	(25.89)	(5.37)	1.75	13.11
市盈率 (x)	7.04	9.50	10.04	9.87	8.72
市帐率 (x)	1.42	1.44	1.35	1.30	1.23
股息率 (%)	10.6	7.8	6.8	7.6	8.5
权益收益率 (%)	20.12	15.20	13.47	13.14	14.12
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结：3月31日（百万人民币）	FY 12	FY13	FY 14E	FY 15E	FY16E
收入	8,376	9,325	9,450	10,080	10,900
羽绒服业务	6,120	7,094	7,598	8,235	9,058
贴牌生产业务	909	955	851	827	774
非羽绒服业务	1,347	1,276	1,002	1,018	1,068
销售成本	(4,187)	(4,604)	(4,500)	(4,750)	(5,180)
毛利	4,189	4,721	4,950	5,330	5,720
其他收益	46	54	55	60	60
销售费用	(2,268)	(2,782)	(3,250)	(3,450)	(3,580)
行政费用	(337)	(459)	(550)	(645)	(720)
商誉减值损失	0	(89)	0	0	0
客户关系减值损失	0	(167)	0	0	0
其他费用	(8)	(6)	(2)	(5)	(8)
营运利润	1,621	1,272	1,203	1,290	1,472
融资成本	100	185	130	110	90
税前利润	1,722	1,457	1,333	1,400	1,562
所得税	(271)	(404)	(300)	(330)	(360)
税后利润	1,451	1,053	1,033	1,070	1,202
非控制股东利益	(14)	26	(6)	(25)	(20)
净利润	1,437	1,079	1,027	1,045	1,182

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：3月31日（百万人民币）	FY 12	FY13	FY 14E	FY 15E	FY16E
非流动资产					
厂房和设备	735	1,013	1,100	1,195	1,250
无形资产	1,412	1,099	1,300	1,410	1,495
延迟税项	201	345	350	325	140
其他长期资产	169	84	100	125	136
非流动资产总和	2,517	2,540	2,850	3,055	3,021
流动资产					
现金及现金等价物	1,907	1,935	1,037	1,182	1,321
银行存款	1,334	1,646	1,616	1,283	1,173
应收贸易款项	1,340	1,698	2,175	2,400	2,659
预付账款	518	320	690	750	785
可供出售金融资产	2,223	2,103	1,481	1,510	1,500
持有至到期投资	0	0	0	0	0
存货	1,399	1,971	2,746	3,115	3,400
流动资产总和	8,720	9,673	9,745	10,241	10,839
流动负债					
短期银行借款	1,741	1,737	1,510	1,550	1,520
应付税项	215	267	300	315	340
应付贸易账款	1,330	1,619	1,641	1,950	2,120
关联方应付款项	1	12	1	1	1
流动负债总和	3,287	3,635	3,452	3,816	3,981
非流动负债					
长期银行贷款	0	919	850	790	710
衍生金融产品负债	14	10	12	10	15
长期应付贸易账款	330	179	220	240	265
延迟税项	255	184	236	260	275
非流动负债总和	599	1,293	1,318	1,300	1,265
少数股东权益	213	187	200	230	242
净资产总额	7,138	7,098	7,626	7,950	8,372
股东权益	7,138	7,098	7,626	7,950	8,372

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：3月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14 E	FY15 E	FY16 E
营运利润	1,621	1,272	1,203	1,290	1,472
折旧及分摊	108	200	280	385	468
营运资本变动	(52)	(480)	(960)	(40)	(230)
税务开支	(322)	(420)	(330)	(350)	(365)
其他	(40)	42	97	110	120
经营活动所得现金净额	1,316	614	290	1,395	1,465
购置固定资产	(1,401)	(1,000)	(800)	(750)	(695)
其他	841	281	258	200	180
投资活动所得现金净额	(560)	(719)	(542)	(550)	(515)
股本的变化					
银行贷款变动	1,011	915	0	0	0
股息	(1,298)	(804)	(697)	(785)	(881)
其他	0	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	(288)	112	(697)	(785)	(881)
现金增加净额	468	7	(949)	60	69
年初现金及现金等价物	1,418	1,907	1,935	1,037	1,182
外汇差额	21	21	50	85	70
年末现金及现金等价物	1,907	1,935	1,037	1,182	1,321

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：3月31日	FY12	FY13	FY14 E	FY15 E	FY16 E
销售组合 (%)					
羽绒服业务	73.1%	76.1%	80.4%	81.7%	83.1%
贴牌生产业务	10.9%	10.2%	9.0%	8.2%	7.1%
非羽绒服业务	16.1%	13.7%	10.6%	10.1%	9.8%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	50.0%	50.6%	52.4%	52.9%	52.5%
销前收益率	19.4%	13.6%	12.7%	12.8%	13.5%
营业利润率	20.6%	15.6%	14.1%	13.9%	14.3%
净利润率	17.2%	11.6%	10.9%	10.4%	10.8%
有效税率	15.7%	27.8%	22.5%	23.6%	23.0%
增长 (%)					
收入增长	19.0	11.3	1.3	6.7	8.1
毛利增长	26.9	12.7	4.9	7.7	7.3
息税前收益增长	18.2	(21.6)	(5.4)	7.2	14.1
净利润增长	12.5	(24.9)	(4.8)	1.8	13.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.7	2.7	2.8	2.7	2.7
速动比率 (x)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9
平均应收账款周转天数	58.4	66.5	84.0	86.9	89.1
平均应付账款周转天数	115.9	128.3	133.1	149.8	149.4
平均存货周转天数	121.9	156.3	222.8	239.4	239.6
总负债/权益比率 (%)	24.39%	37.42%	30.95%	29.43%	26.64%
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	20.12	15.20	13.47	13.14	14.12
资产回报率	12.78	8.83	8.15	7.86	8.53
每股数据 (人民币)					
每股利润	0.183	0.136	0.128	0.131	0.148
每股股息	0.136	0.101	0.087	0.098	0.110
每股账面值	0.91	0.89	0.95	0.99	1.05

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的分析员，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

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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风险。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，请与我们联系。

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。