

波司登集團 (3998 HK) - 董事們的同時離任

❖ **波司登集團董事離任。**2013 年 4 月 23 日，波司登集團宣佈了董事會成員的調整。集團宣佈王韻蕾離任執行董事；沈敬武離任非執行董事與薪酬委員會成員；蔣衡傑離任獨立非執行董事，審計委員會，薪酬委員會和提名委員會成員。以上三名董事的離任將會於 2013 年 5 月 1 日生效。公司同時也在官方聲明中指出以上離任的三名董事與公司董事會並無意見分歧同時關於他們的離任也無任何需要向股東披露的事宜。

❖ **新任命的董事。**由於管理層的改組，公司同時也宣佈任命麥潤權和芮勁松為集團新的執行董事，新的董事任命將由 2013 年 5 月 1 日起開始生效。在被任命為新的董事之前，麥潤權已經是公司的首席財務官與公司秘書，而芮勁松則是波司登集團的副總裁，並是江蘇波司登服裝有限公司的總經理。由於兩位新任命的執行董事都非常熟悉公司的業務，相信他們能提供有用的意見和建議。

❖ **我們預計公司業務不會受到很大的負面影響。**通過與管理層的溝通和我們自己的調查，王韻蕾作為公司首席執行官的秘書，其離任的原因是移民；沈敬武是由公司原來的私募基金投資者任命的非執行董事，但是此私募基金已經出售公司的股份；蔣衡傑離任的原因主要是希望專注於自己的事業。我們認為以上三位董事的離任不會對公司的基本運作構成負面的影響。同時，包括首席財務官和參與羽絨服業務的高管加入了董事會，可證明業務如常。

❖ **維持買入評級。**由於銷售量的上升，我們預計公司 2013 財年羽絨服業務的銷售收入增長將會達到中雙位數。同時，我們預計傑西和摩高在 2013 財年的銷售會有低雙位數的增長。公司目前的股價分別相當於 2013 和 2014 財年市盈率的 10.1 倍和 9.5 倍。我們認為公司估值仍具吸引力。我們仍然維持港元 2.72 的目標價不變，公司現時的股價離我們的目標價還有 28.9% 的上升空間。維持買入評級。

波司登集團 (3998 HK)

評級	買入
收市價	2.11 港元
目標價	2.72 港元
市值 (港幣百萬)	16,895
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	23.55
52 周高/低 (港幣)	2.57/1.72
發行股數 (百萬股)	8,007
主要股東	高德康 (64.4%)

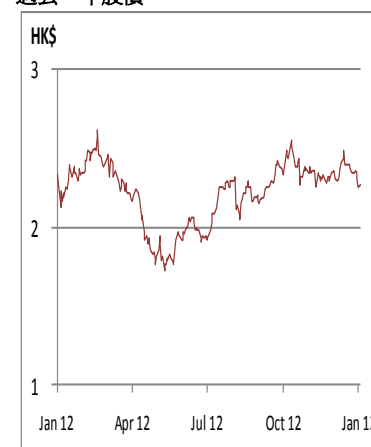
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.5%	-8.3%
3 月	-7.2%	0.5%
6 月	-8.8%	-9.2%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 6 月 30 日)	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (人民幣百萬元)	7,038	8,376	9,214	10,181	11,301
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,276	1,437	1,338	1,419	1,499
每股收益 (人民幣)	0.164	0.183	0.167	0.177	0.187
每股收益變動 (%)	18.2	11.52	(8.66)	6.09	5.63
市盈率 (x)	10.29	9.23	10.10	9.52	9.02
市帳率 (x)	1.91	1.86	1.87	1.83	1.80
股息率 (%)	11.4	8.1	9.4	8.3	8.9
權益收益率 (%)	18.6	20.1	18.6	19.2	20.0
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

利潤表

年結：3月31日（百萬港元）	FY11	FY12	FY13 E	FY14 E	FY15 E
收入	7,038	8,376	9,214	10,181	11,301
羽絨服業務	5,680	6,120	6,717	7,442	8,284
貼牌生產業務	769	909	1,106	1,150	1,209
非羽絨服業務	589	1,347	1,391	1,588	1,808
銷售成本	(3,738)	(4,187)	(4,450)	(4,950)	(5,500)
毛利	3,300	4,189	4,764	5,231	5,801
其他收益	20	46	50	55	60
銷售費用	(1,707)	(2,268)	(2,595)	(2,870)	(3,285)
行政費用	(207)	(337)	(474)	(550)	(605)
其他費用	(33)	(8)	(2)	(2)	(2)
稅息前收益	1,372	1,621	1,743	1,864	1,969
融資成本	129	100	70	70	70
稅前利潤	1,501	1,722	1,813	1,934	2,039
所得稅	(229)	(271)	(455)	(490)	(515)
稅後利潤	1,272	1,451	1,358	1,444	1,524
非控制股東利益	4	(14)	(20)	(25)	(25)
淨利潤	1,276	1,437	1,338	1,419	1,499
核心淨利潤	1,276	1,437	1,338	1,419	1,499

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：3月31日（百萬港元）	FY 11	FY 12	FY 13 E	FY 14 E	FY 15 E
非流動資產					
廠房和設備	313	735	850	970	1,030
無形資產 ²	509	1,412	1,400	1,500	1,550
遞延稅項	171	201	241	265	273
其他長期資產	31	169	190	200	200
非流動資產總和	1,025	2,517	2,681	2,935	3,053
流動資產					
現金及現金等價物	1,418	1,907	1,600	1,800	1,800
銀行存款	2,061	1,334	2,300	2,300	2,161
應收貿易款項	1,144	1,340	2,329	2,084	2,150
預付賬款	731	518	610	690	730
可供出售金融資產	1,519	2,223	1,291	1,291	1,291
持有至到期投資	-	-	-	-	-
存貨	1,215	1,399	1,600	1,700	1,800
流動資產總和	8,087	8,720	9,730	9,865	9,932
流動負債					
短期銀行借款	587	1,741	1,700	1,800	1,850
應付稅項	199	215	300	300	300
應付貿易賬款	1,179	1,330	1,430	1,460	1,490
关联方應付款項	14	1	1	1	1
流動負債總和	1,979	3,287	3,431	3,561	3,641
非流動負債					
長期銀行貸款	-	-	951	1,000	1,000
衍生金融產品負債	-	14	12	12	12
長期應付貿易賬款	-	330	307	307	307
遞延稅項	166	255	285	290	295
非流動負債總和	166	599	1,555	1,609	1,614
少數股東權益	94	213	215	230	230
淨資產總額	6,873	7,138	7,211	7,400	7,500
股東權益	6,873	7,138	7,211	7,400	7,500

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：3月31日（百萬港元）	FY11	FY12	FY13 E	FY14 E	FY15 E
稅息前收益	1,372	1,621	1,743	1,864	1,969
折舊及分攤	61	108	200	210	220
營運資本變動	(1,108)	(52)	(1,182)	95	(176)
稅務開支	(267)	(322)	(420)	(450)	(457)
其他	(9)	(40)	42	97	260
經營活動所得現金淨額	49	1,316	383	1,816	1,816
購置固定資產	328	(1,401)	(652)	(939)	(911)
其他	(826)	841	281	258	185
投資活動所得現金淨額	(498)	(560)	(371)	(681)	(726)
股本的變化	-	-	-	-	-
銀行貸款變動	(164)	1,011	910	149	50
股息	(1,189)	(1,298)	(1,250)	(1,105)	(1,161)
其他	98	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(1,353)	(288)	(340)	(956)	(1,111)
現金增加淨額	(1,704)	468	(328)	179	(21)
年初現金及現金等价物	3,128	1,418	1,907	1,600	1,800
外匯差額	(6)	21	21	21	21
年末現金及現金等价物	1,418	1,907	1,600	1,800	1,800

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 E	FY14 E	FY15 E
銷售組合 (%)					
羽絨服業務	80.7	73.1	72.9	73.1	73.3
貼牌生產業務	10.9	10.9	12.0	11.3	10.7
非羽絨服業務	8.4	16.1	15.1	15.6	16.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	46.9	50.0	51.7	51.4	51.3
銷前收益率	19.5	19.4	18.9	18.3	17.4
營業利潤率	21.3	20.6	19.7	19.0	18.0
淨利潤率	18.1	17.2	14.5	13.9	13.3
有效稅率	15.2	15.7	25.1	25.3	25.3
增長 (%)					
收入增長	22.7	19.0	10.0	10.5	11.0
毛利增長	14.3	26.9	13.7	9.8	10.9
息稅前收益增長	13.8	18.2	7.5	7.0	5.6
淨利潤增長	18.4	12.5	(6.9)	6.1	5.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	4.1	2.7	2.8	2.8	2.7
速動比率 (x)	3.5	2.2	2.4	2.3	2.2
平均應收賬款周轉天數	59.3	58.4	92.3	74.7	69.4
平均應付賬款周轉天數	115.1	115.9	117.3	107.7	98.9
平均存貨周轉天數	118.6	121.9	131.2	125.4	119.5
總負債/權益比率 (%)	0.09	0.24	0.37	0.38	0.38
淨負債/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	18.57	20.12	18.55	19.18	19.99
資產回報率	14.01	12.78	10.78	11.09	11.54
每股數據 (港幣)					
每股利潤	0.16	0.18	0.17	0.18	0.19
每股股息	0.19	0.14	0.16	0.14	0.15
每股賬面值	0.88	0.91	0.90	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) 他們的新酬在過往、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: 香港中環夏愨道 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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。