

# 普拉达 (1913 HK)

## 估值偏高和未来增长面临压力

**概要。**维持下调评级至卖出，目标价亦下调至 21.17 港元，是基于 25 倍的 19 财年预测市盈率。我们相信 Prada 正在做数码化转型，亦努力让品牌更年轻化，及提升品牌在中国的影响力。然而，由于 1) 高于预期科技投入和行销费用，2) 下半年宏观经济的不确定性令奢侈品的需求变得疲弱和 3) 偏高的估值，18-21 财年的销售/净利润复合年增长率仅为 3%/7%，其目前估值为 30 倍 19 财年预测市盈率和 4.3 倍 PEG，公司并不吸引且股价有下行的风险。

- **19 财年核心净利润面临压力。**19 财年核心净利润面临压力。如果我们排除潜在的专利盒税收优惠（约 5000 万欧元），我们预测的 19 财年核心净利润可能同比下降 7% 至 1.91 亿欧元（19 财年上半年/下半年同比下降 4%/10%）。
- **19 财年上半年销售增长放缓。**19 财年上半年销售可能下降 1%（按报告汇率计算，会增长 1%），较 18 财年下半年低单位数有所放缓。按地区划分的销售增长：日本仍然是正增长的；欧洲相对较好，受惠于欧元贬值；但亚太和美国，因为消费者信心脆弱，表现令人相当失望。当中中国的表现略好一些，也许是因为公司将男装时装秀搬到上海，是首次在米兰以外举办的。
- **预计 19 财年的息税前利润会受地域组合，科技和行销相关费用上升所拖累。**我们预计 19 财年上半年息税前利润率将下降 1.1 个百分点至 9.3%，原因是：1) 香港和澳门销售疲软，因为这些利润率比较高的地区受到了 19 年 2 季度游行示威活动的严重影响（尤其是 6 月份），2) 额外的科技投资，公司在 19 财年 4 月与 Oracle 合作，安装云端的客户分析系统，以获得更即时的资料，更好的财务规划，产品分类和库存管理，以及 3) 额外的广告费（会在 19 财年增加约 4000 万欧元），包括任命几位品牌大使（如 Gigi Hadid、刘雯和蔡徐坤等）。
- **欧洲批发商的重组将在 19 财年下半年到 20 财年上半年拖累销售和利润增长。**为了更好地控制降价销售，普拉达采取了更严格的批发政策，这可能导致许多合作欧洲的批发商的关系终止。为此，我们预计 19 财年的特许经营销售额将减少 9%。
- **下调评级至卖出并下调目标价至 21.17 港元。**我们将评级下调至卖出，并将目标价下调至 21.17 港元，基于 25 倍 19 财年的预测市盈率。我们还将 19 财年/20 财年/21 财年的每股盈利预测下调 15%/16%/16%，考虑到 1) 销售增长放缓，2) 负面经营杠杆以及 3) 运营利润率上升。

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A  | FY18A  | FY19E | FY20E | FY21E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万欧元)     | 3,056  | 3,142  | 3,178 | 3,288 | 3,405 |
| 同比增长(%)        | (4.0)  | 2.8    | 1.1   | 3.5   | 3.6   |
| 净收入(百万欧元)      | 249    | 205    | 241   | 232   | 252   |
| 每股盈利(欧元)       | 0.097  | 0.080  | 0.094 | 0.091 | 0.098 |
| 每股盈利变动(%)      | (10.6) | (17.5) | 17.4  | (4.0) | 8.6   |
| 市盈率(倍)         | 27.6   | 35.0   | 29.8  | 31.0  | 28.5  |
| 市帐率(倍)         | 2.4    | 2.5    | 2.5   | 2.4   | 2.4   |
| 股息率(%)         | 2.8    | 2.1    | 2.5   | 2.4   | 2.6   |
| 权益收益率(%)       | 8.4    | 7.2    | 8.3   | 7.9   | 8.3   |
| 净负债/股东权益比率(%)  | 3.5    | 10.7   | 8.3   | 2.7   | 净现金   |

资料来源：公司及招银国际证券预测

### 卖出 (下调)

|         |            |
|---------|------------|
| 目标价     | HK\$21.17  |
| (此前目标价) | HK\$24.84) |
| 当前股价    | HK\$25.20  |
| 潜在升幅    | -16.0%     |

### 中国奢侈品行业

#### 胡永匡

(852) 3761 8776  
walterwoo@cmbi.com.hk

#### 公司数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 市值(百万港元)       | 64,482      |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 45.89       |
| 52 周内股价高/低(港元) | 39.45/20.75 |
| 总股本(百万)        | 2,558.8     |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|       |        |
|-------|--------|
| 普拉达家族 | 79.98% |
| 景顺    | 5.38%  |
| 自由流通  | 14.64% |

资料来源：港交所

#### 股价表现

|      | 绝对回报   | 相对回报   |
|------|--------|--------|
| 1-月  | 13.9%  | 6.1%   |
| 3-月  | 6.8%   | 11.0%  |
| 6-月  | 1.2%   | -12.1% |
| 12-月 | -31.0% | -31.7% |

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

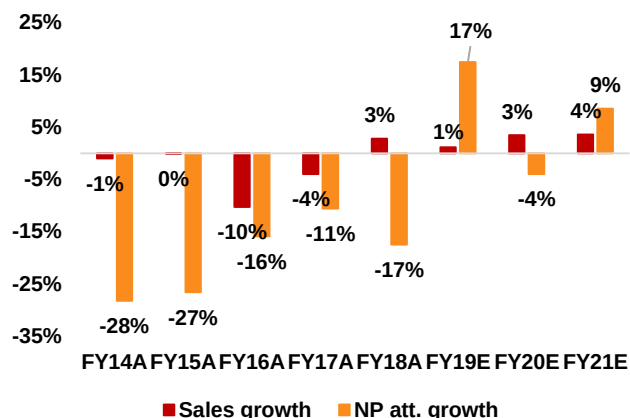
#### 审计师：德勤

#### 近期报告

1. 普拉达(1913 HK) - 利润受外汇和对品牌重启的投资所拖累 - 2019 年 3 月 19 日
2. 普拉达(1913 HK) - 18 年 4 季度的放缓令经营杠杆消失 - 2019 年 2 月 13 日

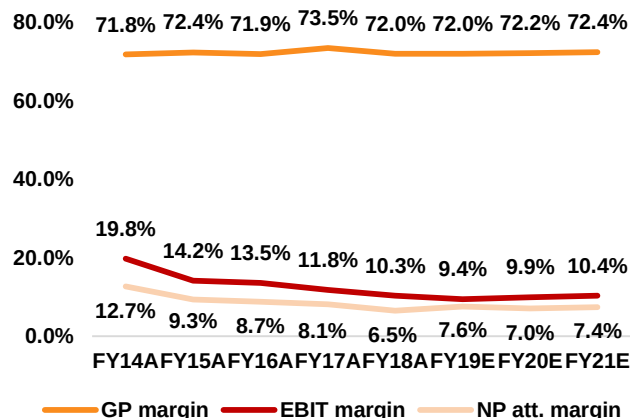
## 重要图表

图 1: 销售额/净利润增长



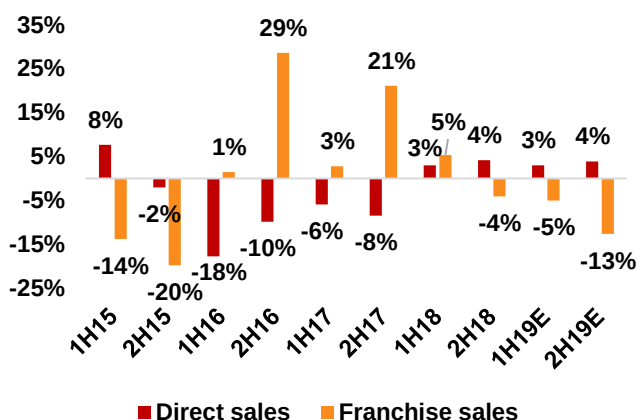
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 毛利率/经营利润率/净利润率



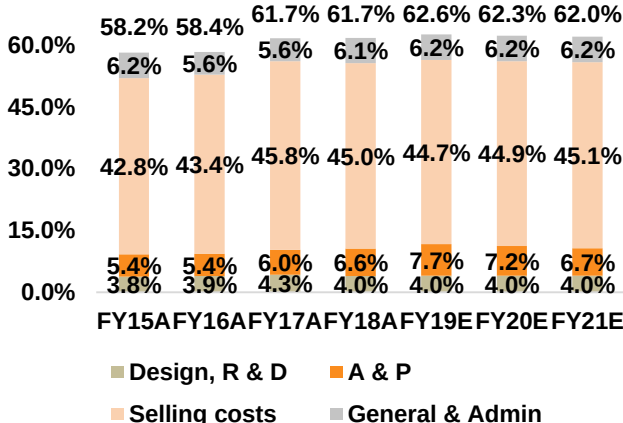
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 销售增长,按直接零售和特许经营



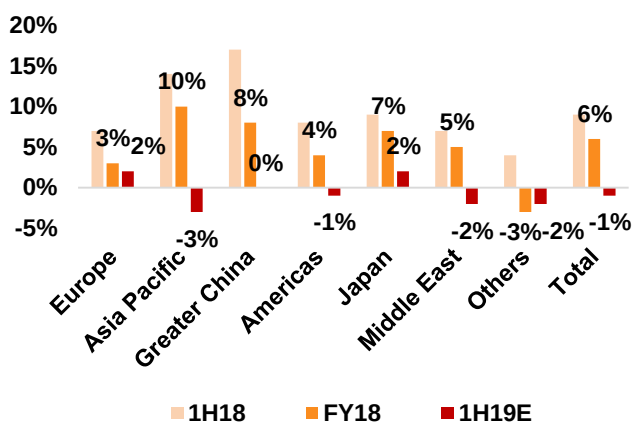
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 运营成本,按不同成本分类



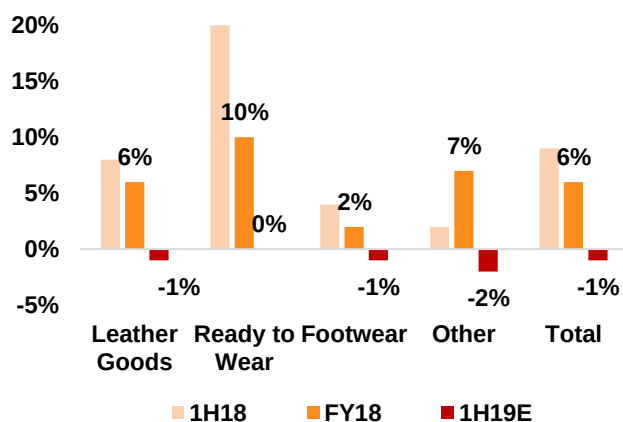
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 销售增长,按不同区域分类



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 6: 销售增长,按不同产品分类



资料来源: 公司及招银国际证券预测

## 盈利预测

图 7: 盈利预测

| (EUR mn)               | New   |       |       | Old   |       |       | Diff (%) |         |         |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|---------|---------|
|                        | FY19E | FY20E | FY21E | FY19E | FY20E | FY21E | FY19E    | FY20E   | FY21E   |
| Revenue                | 3,178 | 3,288 | 3,405 | 3,281 | 3,441 | 3,618 | -3.1%    | -4.5%   | -5.9%   |
| Gross profit           | 2,288 | 2,374 | 2,465 | 2,369 | 2,491 | 2,627 | -3.4%    | -4.7%   | -6.2%   |
| EBIT                   | 292   | 318   | 344   | 360   | 380   | 408   | -18.9%   | -16.2%  | -15.7%  |
| Reported Net profit    | 241   | 232   | 252   | 283   | 276   | 298   | -14.8%   | -16.2%  | -15.6%  |
| Diluted EPS (EUR)      | 0.094 | 0.091 | 0.098 | 0.111 | 0.108 | 0.116 | -14.8%   | -16.2%  | -15.6%  |
| Gross margin           | 72.0% | 72.2% | 72.4% | 72.2% | 72.4% | 72.6% | -0.2ppt  | -0.2ppt | -0.2ppt |
| EBIT margin            | 9.2%  | 9.7%  | 10.1% | 11.0% | 11.0% | 11.3% | -1.8ppt  | -1.4ppt | -1.2ppt |
| Net profit att. margin | 7.6%  | 7.0%  | 7.4%  | 8.6%  | 8.0%  | 8.2%  | -1ppt    | -1ppt   | -0.8ppt |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

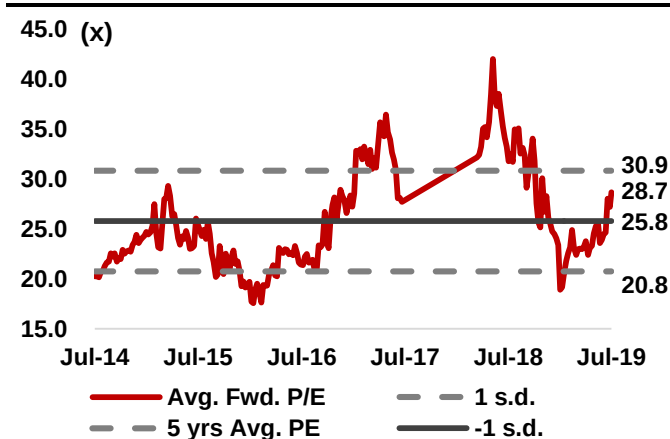
图 8: 招银国际与市场预测

| (EUR mn)               | CMBI  |       |       | Consensus |       |       | Diff (%) |         |         |
|------------------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|----------|---------|---------|
|                        | FY19E | FY20E | FY21E | FY19E     | FY20E | FY21E | FY19E    | FY20E   | FY21E   |
| Revenue                | 3,178 | 3,288 | 3,405 | 3,265     | 3,432 | 3,594 | -2.7%    | -4.2%   | -5.3%   |
| Gross profit           | 2,288 | 2,374 | 2,465 | 2,365     | 2,496 | 2,620 | -3.3%    | -4.9%   | -5.9%   |
| EBIT                   | 292   | 318   | 344   | 338       | 396   | 450   | -13.5%   | -19.6%  | -23.6%  |
| Net profit att.        | 241   | 232   | 252   | 266       | 268   | 307   | -9.4%    | -13.4%  | -18.1%  |
| Diluted EPS (EUR)      | 0.094 | 0.091 | 0.098 | 0.100     | 0.105 | 0.122 | -5.4%    | -13.7%  | -19.6%  |
| Gross margin           | 72.0% | 72.2% | 72.4% | 72.4%     | 72.7% | 72.9% | -0.4ppt  | -0.5ppt | -0.5ppt |
| EBIT margin            | 9.2%  | 9.7%  | 10.1% | 10.3%     | 11.5% | 12.5% | -1.2ppt  | -1.8ppt | -2.4ppt |
| Net profit att. margin | 7.6%  | 7.0%  | 7.4%  | 8.2%      | 7.8%  | 8.5%  | -0.6ppt  | -0.7ppt | -1.2ppt |

资料来源: 彭博及招银国际证券预测

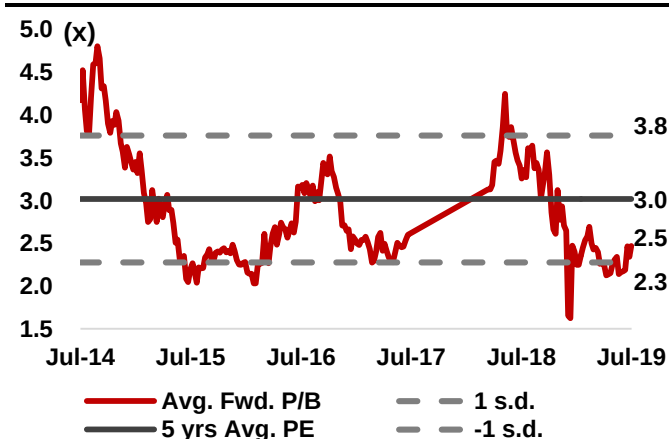
## 估值

图 9: 12 个月预测市盈率区间



资料来源: 彭博及招银国际证券预测

图 10: 12 个月预测市账盈率区间



资料来源: 彭博及招银国际证券预测

图 11: 同业估值对比

|                                          |           |        | 12m<br>TP | Price   | Up/<br>Down- | Mkt. Cap  | Year   | P/E (x) |      | P/B (x) |      | ROE<br>(%) | 3yrs<br>PEG (x) | Yield<br>(%) |
|------------------------------------------|-----------|--------|-----------|---------|--------------|-----------|--------|---------|------|---------|------|------------|-----------------|--------------|
| Company                                  | Ticker    | Rating | (LC)      | (LC)    | side         | (HK\$mn)  | End    | FY1E    | FY2E | FY1E    | FY2E | FY1E       | FY1E            | FY1E         |
| H shares Luxury, Jewellery, Watches      |           |        |           |         |              |           |        |         |      |         |      |            |                 |              |
| Prada                                    | 1913 HK   | SELL   | 21.17     | 25.20   | -16%         | 64,482    | Dec-18 | 29.8    | 31.0 | 2.5     | 2.4  | 8.4        | 4.3             | 2.5          |
| Samsonite                                | 1910 HK   | NR     | n/a       | 18.02   | n/a          | 25,787    | Dec-18 | 14.2    | 12.6 | 1.6     | 1.5  | 11.2       | 2.0             | 3.3          |
| Chow Tai Fook                            | 1929 HK   | NR     | n/a       | 8.38    | n/a          | 83,800    | Mar-19 | 16.2    | 14.6 | 2.7     | 2.5  | 14.3       | 1.3             | 4.8          |
| Luk Fook                                 | 590 HK    | NR     | n/a       | 24.10   | n/a          | 14,149    | Mar-19 | 9.2     | 8.4  | 1.2     | 1.1  | 14.5       | 1.5             | 4.7          |
| Chow Sang Sang                           | 116 HK    | NR     | n/a       | 11.32   | n/a          | 7,669     | Dec-18 | 7.0     | 6.5  | 0.7     | 0.6  | 9.9        | 0.9             | 5.6          |
| Emperor Watch                            | 887 HK    | NR     | n/a       | 0.21    | n/a          | 1,390     | Dec-18 | n/a     | n/a  | n/a     | n/a  | 6.0        | 0.0             | n/a          |
| Oriental Watch                           | 398 HK    | NR     | n/a       | 2.40    | n/a          | 1,369     | Mar-19 | n/a     | n/a  | n/a     | n/a  | 6.1        | 0.0             | n/a          |
| Hengdeli                                 | 3389 HK   | NR     | n/a       | 0.41    | n/a          | 1,912     | Dec-18 | n/a     | n/a  | n/a     | n/a  | 1.6        | 0.0             | n/a          |
| Avg.                                     |           |        |           |         |              |           |        | 15.3    | 14.6 | 1.7     | 1.6  | 9.0        | 1.2             | 4.2          |
| Med.                                     |           |        |           |         |              |           |        | 14.2    | 12.6 | 1.6     | 1.5  | 9.1        | 1.1             | 4.7          |
| A-shares Luxury, Jewellery, Watches      |           |        |           |         |              |           |        |         |      |         |      |            |                 |              |
| Lao Feng Xiang                           | 600612 CH | NR     | n/a       | 44.58   | n/a          | 21,668    | Dec-18 | 17.0    | 15.0 | 3.3     | 2.9  | 19.9       | 1.4             | 2.8          |
| Chow Tai Seng                            | 002867 CH | NR     | n/a       | 34.23   | n/a          | 18,901    | Dec-18 | 17.0    | 14.1 | 3.7     | 3.1  | 21.8       | 1.0             | 2.2          |
| Leysen Jewelry                           | 603900 CH | NR     | n/a       | 12.53   | n/a          | 4,834     | Dec-18 | 13.2    | 10.9 | 1.6     | 1.5  | 8.9        | 1.5             | n/a          |
| Guangdong Chj                            | 002345 CH | NR     | n/a       | 4.57    | n/a          | 4,688     | Dec-18 | 13.3    | 12.5 | 1.1     | 1.1  | 1.9        | 0.2             | 1.3          |
| Fiyta Holdings                           | 000026 CH | NR     | n/a       | 7.88    | n/a          | 3,722     | Dec-18 | 16.2    | 13.6 | 1.3     | 1.2  | 7.3        | 1.0             | n/a          |
| Zhejiang Ming                            | 002574 CH | NR     | n/a       | 6.11    | n/a          | 3,655     | Dec-18 | 29.8    | 26.6 | 1.0     | 1.0  | 3.0        | 2.0             | 1.3          |
| Eastern Gold Jade                        | 600086 CH | NR     | n/a       | 4.27    | n/a          | 6,532     | Dec-18 | n/a     | n/a  | n/a     | n/a  | (75.3)     | 0.0             | n/a          |
| Avg.                                     |           |        |           |         |              |           |        | 17.8    | 15.4 | 2.0     | 1.8  | (1.8)      | 1.0             | 1.9          |
| Med.                                     |           |        |           |         |              |           |        | 16.6    | 13.8 | 1.5     | 1.4  | 7.3        | 1.0             | 1.8          |
| International Luxury, Jewellery, Watches |           |        |           |         |              |           |        |         |      |         |      |            |                 |              |
| Prada                                    | 1913 HK   | SELL   | 21.17     | 25.20   | -16%         | 64,482    | Dec-18 | 29.8    | 31.0 | 2.5     | 2.4  | 8.4        | 4.3             | 2.5          |
| Samsonite                                | 1910 HK   | NR     | n/a       | 18.02   | n/a          | 25,787    | Dec-18 | 14.2    | 12.6 | 1.6     | 1.5  | 11.2       | 2.0             | 3.3          |
| LVMH                                     | MC FP     | NR     | n/a       | 380.95  | n/a          | 1,691,532 | Dec-18 | 26.1    | 23.9 | 5.3     | 4.7  | 20.7       | 2.8             | 1.8          |
| Kering                                   | KER FP    | NR     | n/a       | 526.30  | n/a          | 583,869   | Dec-18 | 20.4    | 17.6 | 5.8     | 5.0  | 34.0       | 14.4            | 2.2          |
| Hermes                                   | RMS FP    | NR     | n/a       | 641.60  | n/a          | 595,049   | Dec-18 | 44.5    | 40.5 | 10.2    | 8.7  | 26.6       | 6.2             | 0.9          |
| Richemont                                | CFR SW    | NR     | n/a       | 83.50   | n/a          | 378,923   | Mar-19 | 23.5    | 21.1 | 2.4     | 2.3  | 17.6       | (3.0)           | 2.6          |
| Tiffany & Co                             | TIF US    | NR     | n/a       | 93.60   | n/a          | 88,480    | Jan-19 | 18.9    | 17.4 | 3.3     | 3.1  | 17.8       | 2.6             | 2.5          |
| Moncler                                  | MONC IM   | NR     | n/a       | 38.52   | n/a          | 87,291    | Dec-18 | 26.3    | 24.4 | 7.2     | 6.0  | 33.4       | 3.3             | 1.2          |
| Burberry                                 | BRBY LN   | NR     | n/a       | 1946.00 | n/a          | 78,435    | Mar-19 | 23.1    | 20.8 | 5.3     | 4.8  | 23.6       | 3.7             | 2.3          |
| Ferragamo                                | SFER IM   | NR     | n/a       | 21.57   | n/a          | 31,985    | Dec-18 | 34.1    | 29.9 | 4.5     | 4.2  | 12.0       | 2.4             | 1.8          |
| Essilorluxottica                         | EL FP     | NR     | n/a       | 114.00  | n/a          | 436,651   | Dec-18 | 26.0    | 23.7 | 1.6     | 1.6  | 5.6        | 4.4             | 1.8          |
| Swatch                                   | UHR SW    | NR     | n/a       | 281.10  | n/a          | 120,962   | Dec-18 | 16.5    | 14.8 | 1.3     | 1.2  | 7.6        | 1.9             | 3.0          |
| Tod'S                                    | TOD IM    | NR     | n/a       | 41.88   | n/a          | 12,176    | Dec-18 | 36.6    | 30.6 | 1.2     | 1.2  | 4.4        | 11.7            | 2.4          |
| Hugo Boss                                | BOSS GY   | NR     | n/a       | 57.60   | n/a          | 35,624    | Dec-18 | 15.3    | 13.6 | 3.8     | 3.5  | 21.4       | 1.8             | 5.0          |
| Avg.                                     |           |        |           |         |              |           |        | 25.4    | 23.0 | 4.0     | 3.6  | 17.5       | 4.2             | 2.4          |
| Med.                                     |           |        |           |         |              |           |        | 24.8    | 22.4 | 3.5     | 3.3  | 17.7       | 3.0             | 2.4          |

资料来源: 彭博及招银国际证券预测

## 财务分析

### 利润表

| 年结:12月31日(百万欧元)        | FY17A   | FY18A   | FY19E   | FY20E   | FY21E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入                   | 3,056   | 3,142   | 3,178   | 3,288   | 3,405   |
| 直接销售                   | 2,444   | 2,532   | 2,619   | 2,714   | 2,811   |
| 特许经营销售                 | 565     | 566     | 515     | 530     | 548     |
| 特许权使用费                 | 48      | 44      | 43      | 44      | 45      |
| 销售成本                   | (811)   | (880)   | (890)   | (914)   | (940)   |
| 毛利                     | 2,246   | 2,263   | 2,288   | 2,374   | 2,465   |
| 其它收入                   | (8)     | (23)    | (8)     | (8)     | (8)     |
| 营运支出                   | (1,886) | (1,939) | (1,988) | (2,047) | (2,113) |
| 折旧和摊销                  | (221)   | (263)   | (307)   | (345)   | (351)   |
| 员工成本                   | (549)   | (572)   | (591)   | (601)   | (621)   |
| 销售及分销成本 (不包括员工成本折旧和摊销) | (867)   | (799)   | (826)   | (838)   | (869)   |
| 管理费用 (不包括员工成本折旧和摊销)    | (249)   | (305)   | (265)   | (262)   | (272)   |
| 其它运营费用                 | -       | -       | -       | -       | -       |
| 息税前收益                  | 352     | 301     | 292     | 318     | 344     |
| 融资成本净额                 | 2       | 1       | 1       | 1       | 3       |
| 合资及联营企业                | -       | -       | -       | -       | -       |
| 特殊项目                   | -       | -       | -       | -       | -       |
| 税前利润                   | 355     | 303     | 293     | 320     | 347     |
| 所得税                    | (105)   | (94)    | (50)    | (86)    | (94)    |
| 减: 非控制股东权益             | 0       | 3       | 2       | 2       | 2       |
| 净利润                    | 249     | 205     | 241     | 232     | 252     |

### 现金流量表

| 年结:12月31日(百万欧元) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 息税前利润           | 352   | 301   | 292   | 318   | 344   |
| 折旧和摊销           | 221   | 263   | 307   | 345   | 351   |
| 营运资金变动          | (26)  | (97)  | (7)   | (20)  | (22)  |
| 已缴纳所得税          | (27)  | (94)  | (50)  | (86)  | (94)  |
| 其它              | (73)  | (171) | (136) | (76)  | (65)  |
| 经营活动所得现金流       | 447   | 202   | 406   | 481   | 515   |
| 资本开支            | (212) | (229) | (206) | (203) | (207) |
| 联营公司            | -     | -     | -     | -     | -     |
| 利息收入            | -     | -     | -     | -     | -     |
| 其它              | 0     | 19    | 18    | 68    | 27    |
| 投资活动所得现金净额      | (212) | (209) | (188) | (135) | (180) |
| 股份发行            | -     | -     | -     | -     | -     |
| 净借贷             | 12    | (83)  | -     | -     | -     |
| 支付股息            | (308) | (192) | (154) | (181) | (174) |
| 其它              | 297   | (11)  | -     | -     | -     |
| 融资活动所得现金净额      | 0     | (286) | (154) | (181) | (174) |
| 现金增加净额          | 235   | (293) | 65    | 164   | 161   |
| 年初现金及现金等价物      | 722   | 893   | 600   | 665   | 829   |
| 汇兑              | (65)  | -     | -     | -     | -     |
| 年末现金及现金等价物      | 893   | 600   | 665   | 829   | 990   |

### 资产负债表

| 年结:12月31日(百万欧元) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非流动资产           | 2,775 | 2,917 | 2,859 | 2,764 | 2,667 |
| 固定资产            | 1,523 | 1,577 | 1,524 | 1,446 | 1,366 |
| 无形资产和商誉         | 921   | 920   | 911   | 896   | 884   |
| 预付租金            | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 合资及联营公司投资       | 8     | 100   | 100   | 100   | 100   |
| 其它非流动资产         | 320   | 320   | 325   | 321   | 318   |
| 流动资产            | 1,965 | 1,762 | 1,838 | 2,031 | 2,223 |
| 现金及现金等价物        | 893   | 600   | 665   | 829   | 990   |
| 存货              | 570   | 632   | 639   | 657   | 675   |
| 贸易和其他应收款        | 290   | 322   | 326   | 337   | 349   |
| 预付款             | 6     | 13    | 13    | 13    | 14    |
| 其它流动资产          | 206   | 195   | 195   | 195   | 195   |
| 流动负债            | 904   | 987   | 955   | 1,000 | 1,017 |
| 银行贷款            | 353   | 421   | 421   | 421   | 421   |
| 应付款             | 314   | 315   | 319   | 328   | 337   |
| 应计费用和其他应付款      | -     | -     | -     | -     | -     |
| 应付税款            | 68    | 85    | 50    | 86    | 94    |
| 其它流动负债          | 169   | 165   | 165   | 165   | 165   |
| 非流动负债           | 969   | 795   | 795   | 795   | 795   |
| 银行贷款            | 639   | 487   | 487   | 487   | 487   |
| 递延收入            | -     | -     | -     | -     | -     |
| 递延所得税           | 32    | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 其它              | 298   | 277   | 277   | 277   | 277   |
| 少数股东权益          | 22    | 19    | 21    | 22    | 24    |
| 净资产总额           | 2,845 | 2,878 | 2,926 | 2,977 | 3,055 |
| 股东权益            | 2,845 | 2,878 | 2,926 | 2,977 | 3,055 |

### 主要比率

| 年结:12月31日        | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售组合 (%)         |       |       |       |       |       |
| 直接销售             | 80.0  | 80.6  | 82.4  | 82.5  | 82.6  |
| 特许经营销售           | 18.5  | 18.0  | 16.2  | 16.1  | 16.1  |
| 特许权使用费           | 1.6   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.3   |
| 合计               | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率           |       |       |       |       |       |
| 毛利率              | 73.5  | 72.0  | 72.0  | 72.2  | 72.4  |
| 经营利润率            | 11.5  | 9.6   | 9.2   | 9.7   | 10.1  |
| 税前利润率            | 11.6  | 9.6   | 9.2   | 9.7   | 10.2  |
| 净利润率             | 8.1   | 6.5   | 7.6   | 7.0   | 7.4   |
| 有效税率             | 29.7  | 31.2  | 17.0  | 27.0  | 27.0  |
| 资产负债比率           |       |       |       |       |       |
| 流动比率 (X)         | 2.2   | 1.8   | 1.9   | 2.0   | 2.2   |
| 速动比率 (X)         | 2.2   | 1.8   | 1.9   | 2.0   | 2.2   |
| 现金比率 (X)         | 1.0   | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 1.0   |
| 平均库存周转天数         | 257   | 262   | 262   | 262   | 262   |
| 平均应收账款周转天数       | 35    | 37    | 37    | 37    | 37    |
| 平均应付账款天数         | 141   | 131   | 131   | 131   | 131   |
| 债务 / 股本比率 (%)    | 35    | 32    | 31    | 31    | 30    |
| 净负债 / 股东权益比率 (%) | 3     | 11    | 8     | 3     | 净现金   |
| 回报率 (%)          |       |       |       |       |       |
| 资本回报率            | 8.8   | 7.1   | 8.2   | 7.8   | 8.2   |
| 资产回报率            | 5.3   | 4.4   | 5.1   | 4.8   | 5.1   |
| 每股数据(欧元)         |       |       |       |       |       |
| 每股盈利 (欧元)        | 0.10  | 0.08  | 0.09  | 0.09  | 0.10  |
| 每股股息 (欧元)        | 0.08  | 0.06  | 0.07  | 0.07  | 0.07  |
| 每股帐面价值 (欧元)      | 1.11  | 1.12  | 1.14  | 1.16  | 1.19  |

资料来源: 公司及招银国际证券预测



## 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关于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。

### 招银国际证券投资评级

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 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               |

### 招银国际证券行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标  |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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年证券交易法规则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士。