

波司登集团 (3998 HK, HK\$2.27, 目标价 HK\$2.72, 买入) - 不再仅仅是单一生产羽绒服的集团

- ❖ **中国领先的服装集团同时还具有积极的扩张计划。**波司登是中国具有领先地位的服装集团之一。最初以羽绒服闻名的波司登从 2011 年开始也扩张到了非羽绒服市场。2012 年, 伦敦旗舰店的开幕也可视为波司登集团将业务扩展到海外市场的第一步。
- ❖ **多品牌战略是未来的发展战略。**在多品牌战略的指导下, 每个品牌都可以突出自己的特色以便吸引更多的消费者。多品牌战略有助于减少季节因素。在这个新的发展战略的指导下, 公司希望收购一到两个有着良好增长潜力的非羽绒服品牌来扩大自己的品牌组合。
- ❖ **国际扩张以及不退货政策。**即使海外店的设立有助于提高公司的国际声誉, 但是在未来收益不明朗的情况之下, 扩展海外业务的高昂费用应该要被纳入考虑范围之内。公司所鼓励的不退货政策有助于存货的管理, 我们也预计更多的经销商转为不退货政策下经营。
- ❖ **波司登集团的财务预测以及估值。**我们预计公司 2013-15 财政年度的总营业额增长将会分别放慢至 10%/10.5%/11%, 由于税率的急剧增加, 我们同时预计公司同期的净利润增长将会分别下降到-6.9%/6.1%/5.6%。然而, 公司的高派息比率对于投资者而言是非常具有吸引力的。公司目前的股价分别相等于 2013 及 2014 财年市盈率的 10.9 及 10.3 倍。因公司短期面对挑战, 所以我们的目标价为港币 2.72 是 2014 财年市盈率的 12.3 倍。我们的初始评级为买入。

波司登集团 (3998 HK)

评级	买入
收市价	2.27 港元
目标价	2.72 港元
市值 (港币百万)	18,176
过去 3 月平均交易 (港币百万)	34.85
52 周高/低 (港币)	2.68/1.72
发行股数 (百万股)	8,007
主要股东	高德康 (64.4%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.7%	-5.9%
3 月	-8.8%	-17.5%
6 月	14.6%	-5.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 6 月 30 日)	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (人民币百万元)	7,038	8,376	9,214	10,181	11,301
净利润 (人民币百万元)	1,276	1,437	1,338	1,419	1,499
每股收益 (人民币)	0.164	0.183	0.167	0.177	0.187
每股收益变动 (%)	18.2	11.52	(8.66)	6.09	5.63
市盈率(x)	11.61	9.9	10.9	10.3	9.7
市帐率(x)	2.15	1.99	2.02	1.97	1.94
股息率 (%)	10.1	7.1	8.3	7.4	7.9
权益收益率 (%)	18.6	20.1	18.6	19.2	20.0
净财务杠杆率 (%)	(42.1)	(21.0)	(17.3)	(17.6)	(14.8)

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结：3月31日（百万港元）	FY11	FY12	FY13 E	FY14 E	FY15 E
收入	7,038	8,376	9,214	10,181	11,301
羽绒服业务	5,680	6,120	6,717	7,442	8,284
贴牌生产业务	769	909	1,106	1,150	1,209
非羽绒服业务	589	1,347	1,391	1,588	1,808
销售成本	(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
销售费用	(1,707)	(2,268)	(2,595)	(2,870)	(3,285)
行政费用	(207)	(337)	(474)	(550)	(605)
其他费用	(33)	(8)	(2)	(2)	(2)
税息前收益	1,372	1,621	1,743	1,864	1,969
融资成本	129	100	70	70	70
税前利润	1,501	1,722	1,813	1,934	2,039
所得税	(229)	(271)	(455)	(490)	(515)
税后利润	1,272	1,451	1,358	1,444	1,524
非控制股东利益	4	(14)	(20)	(25)	(25)
净利润	1,276	1,437	1,338	1,419	1,499
核心净利润	1,276	1,437	1,338	1,419	1,499

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：3月31日（百万港元）	FY 11	FY 12	FY 13 E	FY 14 E	FY 15 E
非流动资产					
厂房和设备	313	735	850	970	1,030
无形资产	509	1,412	1,400	1,500	1,550
延迟税项	171	201	241	265	273
其他长期资产	31	169	190	200	200
非流动资产总和	1,025	2,517	2,681	2,935	3,053
流动资产					
现金及现金等价物	1,418	1,907	1,600	1,800	1,800
银行存款	2,061	1,334	2,300	2,300	2,161
应收贸易款项	1,144	1,340	2,329	2,084	2,150
预付账款	731	518	610	690	730
可供出售金融资产	1,519	2,223	1,291	1,291	1,291
持有至到期投资	-	-	-	-	-
存货	1,215	1,399	1,600	1,700	1,800
流动资产总和	8,087	8,720	9,730	9,865	9,932
流动负债					
短期银行借款	587	1,741	1,700	1,800	1,850
应付税项	199	215	300	300	300
应付贸易账款	1,179	1,330	1,430	1,460	1,490
关联方应付款项	14	1	1	1	1
流动负债总和	1,979	3,287	3,431	3,561	3,641
非流动负债					
长期银行贷款	-	-	951	1,000	1,000
衍生金融产品负债	-	14	12	12	12
长期应付贸易账款	-	330	307	307	307
延迟税项	166	255	285	290	295
非流动负债总和	166	599	1,555	1,609	1,614
少数股东权益	94	213	215	230	230
净资产总额	6,873	7,138	7,211	7,400	7,500
股东权益	6,873	7,138	7,211	7,400	7,500

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：3月31日（百万港元）	FY11	FY12	FY13 E	FY14 E	FY15 E
利息前收益	1,372	1,621	1,743	1,864	1,969
折旧及分摊	61	108	200	210	220
营运资本变动	(1,108)	(52)	(1,182)	95	(176)
税务开支	(267)	(322)	(420)	(450)	(457)
其他	(9)	(40)	42	97	260
经营活动所得现金净额	49	1,316	383	1,816	1,816
购置固定资产	328	(1,401)	(652)	(939)	(911)
其他	(826)	841	281	258	185
投资活动所得现金净额	(498)	(560)	(371)	(681)	(726)
股本的变化	-	-	-	-	-
银行贷款变动	(164)	1,011	910	149	50
股息	(1,189)	(1,298)	(1,250)	(1,105)	(1,161)
其他	98	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(1,353)	(288)	(340)	(956)	(1,111)
现金增加净额	(1,704)	468	(328)	179	(21)
年初现金及现金等价物	3,128	1,418	1,907	1,600	1,800
外汇差额	(6)	21	21	21	21
年末现金及现金等价物	1,418	1,907	1,600	1,800	1,800

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：3月31日	FY11	FY12	FY13 E	FY14 E	FY15 E
销售组合 (%)					
羽绒服业务	80.7	73.1	72.9	73.1	73.3
贴牌生产业务	10.9	10.9	12.0	11.3	10.7
非羽绒服业务	8.4	16.1	15.1	15.6	16.0
总额	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
销前收益率	19.5	19.4	18.9	18.3	17.4
营业利润率	21.3	20.6	19.7	19.0	18.0
净利润率	18.1	17.2	14.5	13.9	13.3
有效税率	15.2	15.7	25.1	25.3	25.3
增长 (%)					
收入增长	22.7	19.0	10.0	10.5	11.0
毛利增长	14.3	26.9	13.7	9.8	10.9
息税前收益增长	13.8	18.2	7.5	7.0	5.6
净利润增长	18.4	12.5	(6.9)	6.1	5.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	4.1	2.7	2.8	2.8	2.7
速动比率 (x)	3.5	2.2	2.4	2.3	2.2
平均应收账款周转天数	59.3	58.4	92.3	74.7	69.4
平均应付账款周转天数	115.1	115.9	117.3	107.7	98.9
平均存货周转天数	118.6	121.9	131.2	125.4	119.5
总负债/权益比率 (%)	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
净负债/权益比率 (%)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
回报率 (%)					
资本回报率	18.57	20.12	18.55	19.18	19.99
资产回报率	14.01	12.78	10.78	11.09	11.54
每股数据 (港币)					
每股利润	0.16	0.18	0.17	0.18	0.19
每股股息	0.19	0.14	0.16	0.14	0.15
每股账面值	0.88	0.91	0.90	0.92	0.94

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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上责任。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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士。