

睿智投資

李寧 (2331 HK, 7.78 港元, 未評級) 業績符合預期, 但清貨成效低於預期

- ❖ **淨利潤同比下跌 65.2%至 89.3 億元。**營業額 89.3 億元 (人民幣·下同), 同比下跌 5.8%。毛利率下跌 1.2 個百分點至 46.1%, 主要受零售層面折扣率提升以及生產成本上升所拖累。淨利潤為 3.86 億元, 同比大跌 65.2%。末期不派息。
- ❖ **訂單和同店銷售尚未好轉。**李寧 2012 年三季度訂單同比下降中單位數。首三季訂單亦是溫和下降的趨勢。我們預計四季度訂單也將持續負增長。同店銷售方面, 由於零售折扣的增加, 今年第一季度同店銷售出現輕微的下降。管理層預期全年同店銷售將會出現低單位數的下降。
- ❖ **清貨仍在進行中。**管理層表示, 今年首要任務仍然是清理庫存。平均存貨周轉天數上升 21 天至 73 天, 在市場預期範圍內。截至 2011 年底, 公司有 269 間工廠店和 358 間折扣店。2012 年預計新增 200 間店, 包括 100 間工廠店和 100 間折扣店, 清貨管道零售折扣在 50%左右。管理層預期, 存貨將在 2012 年底恢復正常。我們認為這是比較樂觀的看法。
- ❖ **毛利率有望維持, 但推廣費用加大。**管理層預期, 服裝依靠原材料成本下降來控制, 鞋類主要依靠新產品技術創新來實現, 預計今年毛利率上漲 1.5 個百分點。但是, 今年推廣費用占比將高於 2011 年。主要因為奧運年的廣告管道開支上升、對零售商的支持力度加大以及為體育資源的長期積累投資。同時, 公司因策略改變減少了部分總部和李寧品牌的員工, 預計今年能節約占營業額的 0.5 個百分點, 明年有望提升至 1 個百分點。
- ❖ **由於李寧早先發佈了盈利預警, 業績符合市場預期。**從目前情況看, 庫存壓力仍然很大, 自去年開始的清庫存成效略低於我們的預期, 也導致公司新的訂單難以提升, 新技術產品將於四季度上市, 我們也會持續關注四季度訂單情況。目前 16 倍估值並不低。

財務資料

(截至 12 月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬人民幣)	9,479	8,929	8,972	9,611	10,523
淨利潤 (百萬人民幣)	1,108	386	411	541	733
每股收益 (人民幣)	1.058	0.367	0.392	0.506	0.62
每股收益變動 (%)	16.6	(65.3)	6.8	29.1	22.1
市盈率(x)	6.0	17.2	16.1	12.5	10.2
市帳率(x)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
股息率 (%)	6.7	1.8	2.1	2.7	3.8
權益收益率 (%)	36.7	11.3	11.0	12.6	15.3
淨財務杠桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及彭博

李寧 (2331 HK)

評級	未評級
收市價	7.78 港元
目標價	不適用
市值(港幣百萬)	8,215
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	56.84
52 周高/低(港幣)	15.7/5.96
發行股數(百萬)	1,050
主要股東	李寧 (30.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對值	相對值
1 個月	-17.5%	-14.6%
3 個月	14.0%	7.3%
6 個月	7.9%	-3.9%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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 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。接收本報告之行為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。