

## 波司登集团 (3998 HK) - 董事们的同时离任

❖ **波司登集团董事离任。**2013 年 4 月 23 日，波司登集团宣布了董事会成员的调整。集团宣布王韵蕾离任执行董事；沈敬武离任非执行董事与薪酬委员会成员；蒋衡杰离任独立非执行董事，审计委员会，薪酬委员会和提名委员会成员。以上三名董事的离任将会于 2013 年 5 月 1 日生效。公司同时也在官方声明中指出以上离任的三名董事与公司董事会并无意见分歧同时关于他们的离任也无任何需要向股东披露的事宜。

❖ **新任命的董事。**由于管理层的改组，公司同时也宣布任命麦润权和芮劲松为集团新的执行董事，新的董事任命将由 2013 年 5 月 1 日起开始生效。在被任命为新的董事之前，麦润权已经是公司的首席财务官与公司秘书，而芮劲松则是波司登集团的副总裁，并是江苏波司登服装有限公司的总经理。由于两位新任命的执行董事都非常熟悉公司的业务，相信他们能提供有用的意见和建议。

❖ **我们预计公司业务不会受到很大的负面影响。**通过与管理层的沟通和我们自己的调查，王韵蕾作为公司首席执行官的秘书，其离任的原因是移民；沈敬武是由公司原来的私募基金投资者任命的非执行董事，但是此私募基金已经出售公司的股份；蒋衡杰离任的原因主要是希望专注于自己的事业。我们认为以上三位董事的离任不会对公司的基本运作构成负面的影响。同时，包括首席财务官和参与羽绒服业务的高管加入了董事会，可证明业务如常。

❖ **维持买入评级。**由于销售量的上升，我们预计公司 2013 财年羽绒服业务的销售收入增长将会达到中双位数。同时，我们预计杰西和摩高在 2013 财年的销售会有低双位数的增长。公司目前的股价分别相当于 2013 和 2014 财年市盈率的 10.1 倍和 9.5 倍。我们认为公司估值仍具吸引力。我们仍然维持港元 2.72 的目标价不变，公司现时的股价离我们的目标价还有 28.9% 的上升空间。维持买入评级。

### 波司登集团 (3998 HK)

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 评级                | 买入          |
| 收市价               | 2.11 港元     |
| 目标价               | 2.72 港元     |
| 市值 (港币百万)         | 16,895      |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 23.55       |
| 52 周高/低 (港币)      | 2.57/1.72   |
| 发行股数 (百万股)        | 8,007       |
| 主要股东              | 高德康 (64.4%) |

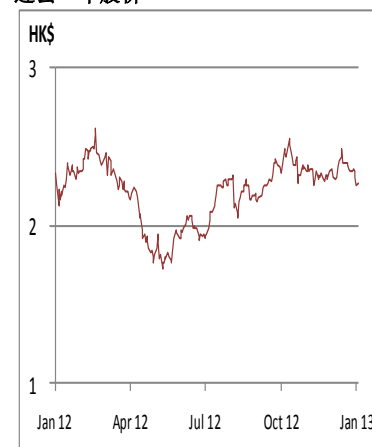
来源: 彭博

### 股价表现

|     | 绝对    | 相对    |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | -9.5% | -8.3% |
| 3 月 | -7.2% | 0.5%  |
| 6 月 | -8.8% | -9.2% |

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)        | 10.29 | 9.23  | 10.10  | 9.52   | 9.02   |
| 市帐率(x)        | 1.91  | 1.86  | 1.87   | 1.83   | 1.80   |
| 股息率 (%)       | 11.4  | 8.1   | 9.4    | 8.3    | 8.9    |
| 权益收益率 (%)     | 18.6  | 20.1  | 18.6   | 19.2   | 20.0   |
| 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（百万港元） | FY11         | FY12         | FY13 E       | FY14 E        | FY15 E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>      | <b>7,038</b> | <b>8,376</b> | <b>9,214</b> | <b>10,181</b> | <b>11,301</b> |
| 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)       |
| <b>毛利</b>      | <b>3,300</b> | <b>4,189</b> | <b>4,764</b> | <b>5,231</b>  | <b>5,801</b>  |
| 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)           |
| <b>利息前收益</b>   | <b>1,372</b> | <b>1,621</b> | <b>1,743</b> | <b>1,864</b>  | <b>1,969</b>  |
| 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)         |
| <b>税后利润</b>    | <b>1,272</b> | <b>1,451</b> | <b>1,358</b> | <b>1,444</b>  | <b>1,524</b>  |
| 非控制股东利益        | 4            | (14)         | (20)         | (25)          | (25)          |
| <b>净利润</b>     | <b>1,276</b> | <b>1,437</b> | <b>1,338</b> | <b>1,419</b>  | <b>1,499</b>  |
| <b>核心净利润</b>   | <b>1,276</b> | <b>1,437</b> | <b>1,338</b> | <b>1,419</b>  | <b>1,499</b>  |

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      |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>非流动资产</b>      |              |              |              |              |              |
| 厂房和设备             | 313          | 735          | 850          | 970          | 1,030        |
| 无形资产 <sup>2</sup> | 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          |
| <b>非流动资产总和</b>    | <b>1,025</b> | <b>2,517</b> | <b>2,681</b> | <b>2,935</b> | <b>3,053</b> |
| <b>流动资产</b>       |              |              |              |              |              |
| 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        |
| <b>流动资产总和</b>     | <b>8,087</b> | <b>8,720</b> | <b>9,730</b> | <b>9,865</b> | <b>9,932</b> |
| <b>流动负债</b>       |              |              |              |              |              |
| 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            |
| <b>流动负债总和</b>     | <b>1,979</b> | <b>3,287</b> | <b>3,431</b> | <b>3,561</b> | <b>3,641</b> |
| <b>非流动负债</b>      |              |              |              |              |              |
| 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          |
| <b>非流动负债总和</b>    | <b>166</b>   | <b>599</b>   | <b>1,555</b> | <b>1,609</b> | <b>1,614</b> |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>94</b>    | <b>213</b>   | <b>215</b>   | <b>230</b>   | <b>230</b>   |
| <b>净资产总额</b>      | <b>6,873</b> | <b>7,138</b> | <b>7,211</b> | <b>7,400</b> | <b>7,500</b> |
| <b>股东权益</b>       | <b>6,873</b> | <b>7,138</b> | <b>7,211</b> | <b>7,400</b> | <b>7,500</b> |

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         |
|-------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>利息前收益</b>      | <b>1,372</b>   | <b>1,621</b> | <b>1,743</b> | <b>1,864</b> | <b>1,969</b>   |
| 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            |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>49</b>      | <b>1,316</b> | <b>383</b>   | <b>1,816</b> | <b>1,816</b>   |
| 购置固定资产            | 328            | (1,401)      | (652)        | (939)        | (911)          |
| 其他                | (826)          | 841          | 281          | 258          | 185            |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(498)</b>   | <b>(560)</b> | <b>(371)</b> | <b>(681)</b> | <b>(726)</b>   |
| 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             | -            | -            | -            | -              |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>(1,353)</b> | <b>(288)</b> | <b>(340)</b> | <b>(956)</b> | <b>(1,111)</b> |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>(1,704)</b> | <b>468</b>   | <b>(328)</b> | <b>179</b>   | <b>(21)</b>    |
| 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             |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>1,418</b>   | <b>1,907</b> | <b>1,600</b> | <b>1,800</b> | <b>1,800</b>   |

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       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售组合 (%)</b>   |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>总额</b>         | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>增长 (%)</b>     |              |              |              |              |              |
| 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          |
| <b>资产负债比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 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 (%)      | 0.09         | 0.24         | 0.37         | 0.38         | 0.38         |
| 净负债/权益比率 (%)      | 净现金          | 净现金          | 净现金          | 净现金          | 净现金          |
| <b>回报率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| 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        |
| <b>每股数据 (港币)</b>  |              |              |              |              |              |
| 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法律责任。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。