

361度 (1361 HK, HK\$2.76, 未評級) — 派息令人失望，需要新的增長動力

- ❖ **361度財年淨利潤下降22%，派息率亦低於預期。**361度16財年業績令人相當失望，利潤按年下降22%，低於市場預期(與去年持平)，主要是由於其他收入(如利息收入，政府補貼，匯率兌換損失)下降，而且派息率亦都比預期的63%為低，只有56%，所以業績後股價下跌了6%。毛利率雖然有所上升，但卻因為人工成本，研發費用，折舊和稅率都比預期高(去年發行和贖回債券的損失不能抵銷中國的利潤)而抵銷掉，所以淨利潤率下降3.6百分點到8%。
- ❖ **銷售增長在17/18財年可能會加快但利潤仍然會被下調。**我們預計市場會上調17/18財年的銷售額約1.8%/1.1%，考慮到1)去年八月收購電商帶來的貢獻，2)國際業務的銷售增長(銷售點同比增長157%至1368，遍及巴西，美國，歐盟和臺灣)，3)童裝訂貨會17年3季度銷售加快，但仍然會下調17/18財年利潤約4.6%/1.2%，因為1)其他收入下降，2)人工成本，研發費用仍然有上升壓力，3)電商和國際業務的經營利潤率亦較低。
- ❖ **需要新的增長動力，國際業務、ONEWAY和收購新品牌。**去年關閉店舖約11.8%的情況下銷售增長12.6%，暗示了門店效率有顯著提升，相信部份是由於複合店的增加，但未來增長空間漸趨緩慢，所以公司需要新的增長動力，如1)在國內開始售賣361國際的產品，年底在65間一線城市門店發售，2)繼續發展ONEWAY，17財年門店會達到100間(截至16財年有58家店)，和3)收購新的品牌，管理層有提到他們正在積極尋求合併收購的機會。
- ❖ **估值不貴，但沒有估值重估的催化劑。**我們預計公司17/18財年利潤會增長45%/15%。現價估值約為13倍16財年及9倍17財年的市盈率，相對9倍平均歷史市盈率，和約5%的動態股息率，股價沒有下行的壓力，但我們認為亦沒有很多價值重估的空間。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬人民幣)	4,906	4,459	5,023
淨利潤(百萬人民幣)	398	518	403
每股收益(人民幣)	0.192	0.250	0.195
每股收益變動(%)	88.2	30.2	-22.2
市盈率(x)	11.4	8.9	12.8
市帳率(x)	0.91	0.87	0.97
股息率(%)	2.9	3.7	4.0
權益收益率(%)	8.2	10.1	7.6
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司

胡永匡

walterwoo@cmbi.com.hk

(852)-3761-8776

361度(1361 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$2.76
市值(港幣百萬)	5,707
過去3月平均交易(港幣百萬)	16.0
52周高/低(港幣)	3.400/1.969
發行股數(百萬)	2,068
主要股東	Ding Wuhao (71.2%)

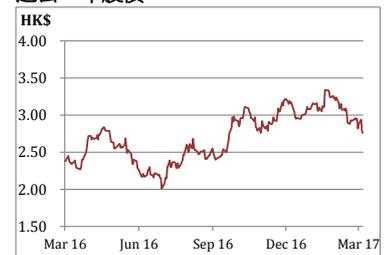
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-13.9%	-14.8%
3月	-12.5%	-17.6%
6月	16.3%	13.3%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16A
收入	3,906.3	4,458.7	5,022.7
鞋類	1,554.3	1,884.8	2,204.7
服裝	1,753.9	1,895.9	1,966.2
配飾	90.6	89.1	95.4
童裝	507.5	588.9	651.2
其他	-	-	105.2
銷售成本	(2,309.5)	(2,635.7)	(2,912.8)
毛利	1,596.8	1,823.0	2,109.9
其他收入	22.3	83.6	26.8
銷售費用	(769.2)	(712.9)	(794.2)
行政費用	(203.3)	(377.6)	(469.2)
其他收益	-	-	-
息稅前收益	646.6	816.1	873.3
淨融資成本	(14.7)	(27.0)	(111.0)
聯營公司	-	-	-
特殊收入	(24.5)	-	(55.1)
稅前利潤	607.5	789.2	707.3
所得稅	(202.3)	(259.5)	(286.6)
非控制股東權益	(7.6)	(12.0)	(18.1)
淨利潤	397.6	517.6	402.7

來源: 公司

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16A
非流動資產	1,310	1,432	1,456
物業、廠房及設備	1,051	1,174	1,208
無形資產和商譽	95	119	117
聯營公司的權益	-	-	-
合營公司的權益	18	18	7
其他金融資產	-	-	-
遞延稅項資產	50	29	23
購買物業、廠房及設備預付款項	97	92	102
流動資產	7,224	7,355	9,034
其他金融資產	-	-	-
存貨	570	552	541
貿易及其他應收賬款	2,548	2,895	2,889
受限制銀行結餘	1,976	1,622	2,723
現金及現金等價物	2,130	2,286	2,882
流動負債	2,013	1,930	2,343
銀行借款	15	15	76
預收款項	-	-	-
貿易及其他應付賬款	1,851	1,659	1,928
即期稅項	146	256	339
撥備	-	-	-
非流動負債	1,485	1,490	2,729
帶息借款	1,485	1,489	2,727
遞延稅項	0	0	2
撥備	-	-	-
資產淨額	5,037	5,366	5,418
-	-	-	-
非控股權益	72	84	114
權益股東應占總權益	4,965	5,283	5,303

來源: 公司

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14E	FY15A	FY16A
息稅前收益	647	816	873
折舊和攤銷	34	36	86
營運資金變動	425	(474)	321
稅務開支	(139)	(128)	(196)
其他	(55)	(4)	47
經營活動所得現金淨額	911	245	1,132
購置固定資產	(135)	(253)	(148)
聯營公司	21	0	19
其他	(1,551)	446	(1,031)
投資活動所得現金淨額	(1,665)	193	(1,159)
股份發行	-	-	-
淨銀行借貸	519	(1)	1,106
股息	(103)	(165)	(316)
其他	(29)	(114)	(186)
融資活動所得現金淨額	387	(281)	604
現金增加淨額	(367)	158	576
年初現金及現金等價物	2,494	2,130	2,286
匯兌	3	(2)	8
年末現金及現金等價物	2,130	2,286	2,871
抵押現金	-	-	-
年末資產負債表現金及現金等價物	2,130	2,286	2,871

來源: 公司

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
銷售組合 (%)			
鞋類	39.8	42.3	43.9
服裝	44.9	42.5	39.1
配飾	2.3	2.0	1.9
童裝	13.0	13.2	13.0
其他	-	-	2.1
總額	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	40.9	40.9	42.0
稅前利率	15.6	17.7	14.1
息稅前收益	10.2	11.6	8.0
核心淨利潤率	43.5	45.8	47.5
有效稅率	33.3	32.9	40.5

增長 (%)

收入	9.0	14.1	12.6
毛利	12.7	14.2	15.7
淨利潤率	27.7	32.1	21.5
淨利潤	88.2	30.2	(22.2)
核心淨利潤	29.3	20.0	16.9

資產負債比率

流動比率 (x)	3.8	3.9	3.6
平均應收賬款周轉天數	238.1	237.0	209.9
平均應付帳款周轉天數	292.6	229.8	241.6
平均存貨周轉天數	90.1	76.4	67.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	8.0	9.8	7.6
資產回報率	4.7	5.9	3.8

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.192	0.250	0.195
每股股息(人民幣)	0.080	0.103	0.110
每股賬面值(人民幣)	2.401	2.555	2.565

來源: 公司

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并無直接或間接關係。

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。