

# 睿智投資



## 波司登集團(3998 HK, HK\$2.27, 目標價HK\$2.72, 買入) - 不再僅僅是單一生產羽絨服的集團

- ❖ 中國領先的服裝集團同時還具有積極的擴張計畫。波司登是中國具有領先地位的服裝集團之一。最初以羽絨服聞名的波司登從 2011 年開始也擴張到了非羽絨服市場。2012 年, 倫敦旗艦店的開幕也可視為波司登集團將業務擴展到海外市場的第一步。
- ❖ 多品牌戰略是未來的發展戰略。在多品牌戰略的指導下, 每個品牌都可以突显出自己的特色以便吸引更多的消費者。多品牌戰略有助於減少季節因素。在這個新的發展戰略的指導下, 公司希望收購一到兩個有著良好增長潛力的非羽絨服品牌來擴大自己的品牌組合。
- ❖ 國際擴張以及不退貨政策。即使海外店的設立有助於提高公司的國際聲譽, 但是在未來收益不明朗的情況之下, 擴展海外業務的高昂費用應該要被納入考慮範圍之內。公司所鼓勵的不退貨政策有助於存貨的管理, 我們也預計更多的經銷商轉為不退貨政策下經營。
- ❖ 波司登集團的財務預測以及估值。我們預計公司 2013-15 財政年度的總營業額增長將會分別放慢至 10%/10.5%/11%, 由於稅率的急劇增加, 我們同時預計公司同期的淨利潤增長將會分別下降到-6.9%/6.1%/5.6%。然而, 公司的高派息比率對於投資者而言是非常具有吸引力的。公司目前的股價分別相等於 2013 及 2014 財年市盈率的 10.9 及 10.3 倍。因公司短期面對挑戰, 所以我們的目標價為港幣 2.72 是 2014 財年市盈率的 12.3 倍。我們的初始評級為買入。

### 波司登集團(3998 HK)

	買入
收市價	2.27 港元
目標價	2.72 港元
市值(港幣百萬)	18,176
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	34.85
52 周高/低(港幣)	2.68/1.72
發行股數(百萬股)	8,007
主要股東	高德康 (64.4%)

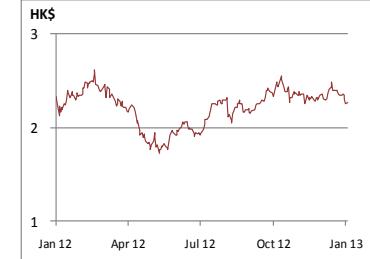
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-1.7%	-5.9%
3 月	-8.8%	-17.5%
6 月	14.6%	-5.1%

來源:彭博

### 過去一年股價



來源:彭博

### 財務資料

(截至 6 月 30 日)	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(人民幣百萬元)	7,038	8,376	9,214	10,181	11,301
淨利潤(人民幣百萬元)	1,276	1,437	1,338	1,419	1,499
每股收益(人民幣)	0.164	0.183	0.167	0.177	0.187
每股收益變動(%)	18.2.	11.52	(8.66)	6.09	5.63
市盈率(x)	11.61	9.9	10.9	10.3	9.7
市帳率(x)	2.15	1.99	2.02	1.97	1.94
股息率(%)	10.1	7.1	8.3	7.4	7.9
權益收益率(%)	18.6	20.1	18.6	19.2	20.0
淨財務杠桿率(%)	(42.1)	(21.0)	(17.3)	(17.6)	(14.8)

來源:公司及招銀國際研究部

**利潤表**

年結：3月31日（百萬港元）	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>
羽絨服業務	5,680	6,120	6,717	7,442	8,284
貼牌生產業務	769	909	1,106	1,150	1,209
非羽絨服業務	589	1,347	1,391	1,588	1,808
銷售成本	(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
銷售費用	(1,707)	(2,268)	(2,595)	(2,870)	(3,285)
行政費用	(207)	(337)	(474)	(550)	(605)
其他費用	(33)	(8)	(2)	(2)	(2)
<b>稅息前收益</b>	<b>1,372</b>	<b>1,621</b>	<b>1,743</b>	<b>1,864</b>	<b>1,969</b>
融資成本	129	100	70	70	70
稅前利潤	1,501	1,722	1,813	1,934	2,039
所得稅	(229)	(271)	(455)	(490)	(515)
<b>稅後利潤</b>	<b>1,272</b>	<b>1,451</b>	<b>1,358</b>	<b>1,444</b>	<b>1,524</b>
非控制股東利益	4	(14)	(20)	(25)	(25)
淨利潤	1,276	1,437	1,338	1,419	1,499
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,276</b>	<b>1,437</b>	<b>1,338</b>	<b>1,419</b>	<b>1,499</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結：3月31日（百萬港元）	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	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>

來源：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結：3月31日（百萬港元）	FY11	FY12	FY13 E	FY14 E	FY15 E
<b>稅息前收益</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>經營活動所得現金淨額</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>投資活動所得現金淨額</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>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(1,353)</b>	<b>(288)</b>	<b>(340)</b>	<b>(956)</b>	<b>(1,111)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(1,704)</b>	<b>468</b>	<b>(328)</b>	<b>179</b>	<b>(21)</b>
<b>年初現金及現金等價物</b>	<b>3,128</b>	<b>1,418</b>	<b>1,907</b>	<b>1,600</b>	<b>1,800</b>
<b>外匯差額</b>	<b>(6)</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>1,418</b>	<b>1,907</b>	<b>1,600</b>	<b>1,800</b>	<b>1,800</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結：3月31日	FY11	FY12	FY13 E	FY14 E	FY15 E
<b>銷售組合 (%)</b>					
羽絨服業務	80.7	73.1	72.9	73.1	73.3
貼牌生產業務	10.9	10.9	12.0	11.3	10.7
非羽絨服業務	8.4	16.1	15.1	15.6	16.0
<b>總額</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
銷前收益率	19.5	19.4	18.9	18.3	17.4
營業利润率	21.3	20.6	19.7	19.0	18.0
淨利潤率	18.1	17.2	14.5	13.9	13.3
有效稅率	15.2	15.7	25.1	25.3	25.3
<b>增長 (%)</b>					
收入增長	22.7	19.0	10.0	10.5	11.0
毛利增長	14.3	26.9	13.7	9.8	10.9
息稅前收益增長	13.8	18.2	7.5	7.0	5.6
淨利潤增長	18.4	12.5	(6.9)	6.1	5.6
<b>資產負債比率</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
平均應收賬款週轉天數	59.3	58.4	92.3	74.7	69.4
平均應付賬款週轉天數	115.1	115.9	117.3	107.7	98.9
平均存貨週轉天數	118.6	121.9	131.2	125.4	119.5
總負債/權益比率 (%)	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
淨負債/權益比率 (%)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	18.57	20.12	18.55	19.18	19.99
資產回報率	14.01	12.78	10.78	11.09	11.54
<b>每股數據(港币)</b>					
每股利潤	0.16	0.18	0.17	0.18	0.19
每股股息	0.19	0.14	0.16	0.14	0.15
每股賬面值	0.88	0.91	0.90	0.92	0.94

來源：公司及招銀國際研究部

## 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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。