

## 波司登集团 (3998 HK) - 2015 财年下半年着重清理存货

- ❖ **2015 财年上半年盈利能力恶化。**波司登 2015 财年上半年(年结日: 3 月)的销售收入按年增长 1.4%至人民币 28.5 亿元。净利润按年下降 22.5%至人民币 2.5 亿元。净利润的大幅下降主要是由于公司盈利能力的削弱。2015 财年上半年, 公司毛利率按年下降 2 个百分点至 47.4%。这主要是由于毛利率较低的贴牌加工业务占比增大所导致的。贴牌加工业务的收入按年增长 54.8%至人民币 10.1 亿元, 同时占同期销售收入的 35.5%, 贴牌加工业务的毛利率则按年下降 2.9 个百分点至 17.1%。除此而外, 经营利润率则按年下降 1.4 个百分点至 10.8%。
- ❖ **羽绒服业务。**每年 4-9 月为羽绒服业务销售的低迷时期, 2015 财年上半年羽绒服业务的销售收入按年下降 19.2%至人民币 14.2 亿元, 占总销售收入的 49.8%。羽绒服业务的毛利率但按年上升 9.1 个百分点至 67.8%。这主要是由于波司登品牌产品的销售占比加大所引起的。由于部分门店的关闭会对销售带来负面的影响, 我们预测 2015 财年全年羽绒服的销售收入将按年下降 25.7%至人民币 45 亿元。公司在 2015 财年上半年一共关闭了 3,436 间羽绒服门店, 其中包括 304 间为自营店和 3,132 间加盟店。截至 2015 财年上半年, 羽绒服门店总数为 8,216 间。
- ❖ **非羽绒服业务。**2015 财年上半年, 非羽绒服业务的销售收入按年上升 5.1%至人民币 4.2 亿元, 占总销售收入的 14.7%。同期, 非羽绒服业务的毛利率则按年下降 5.2 个百分点至 51.0%。这主要是由于公司大力度清理存货导致的, 在 2015 财年上半年一共关闭了 114 间非羽绒服门店。
- ❖ **下调盈利预测。**我们将 2015 及 2016 财年的净利润预测分别降低 35.9%及 21.7%至人民币 4.9 亿元和 6.4 亿元。公司目前的股价相当于 2015 财年预测市盈率的 15.4 倍。新目标价为 1.2 港元, 是 2016 财年市盈率的 12 倍, 同时也是公司过去 5 年的平均市盈率。我们把波司登的评级上调至持有。

## 波司登集团 (3998 HK)

评级	持有
收市价	1.18 港元
目标价	1.2 港元
市值(港币百万)	9,449
过去 3 月平均交易(港币百万)	7.52
52 周高/低(港币)	1.66/1.09
发行股数(百万股)	8,007
主要股东	高德康 (64.4%)

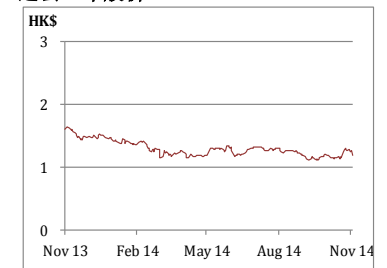
来源: 彭博

## 股价表现

	绝对	相对
1 月	2.6%	2.7%
3 月	-3.3%	-0.2%
6 月	-8.5%	-12.0%

来源: 彭博

## 过去一年股价



## 财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14	FY15E	FY16E
营业额(人民币百万元)	8,376	9,325	8,237	6,941	7,520
净利润(人民币百万元)	1,437	1,079	694	490	644
每股收益(人民币)	0.183	0.136	0.087	0.061	0.080
每股收益变动(%)	11.50	(25.89)	(36.03)	(29.49)	31.56
市盈率(x)	5.16	6.96	10.89	15.44	11.74
市帐率(x)	1.04	1.06	1.06	0.99	0.96
股息率(%)	14.4	10.7	4.8	3.2	5.3
权益收益率(%)	20.12	15.20	9.70	6.44	8.20
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	7	5	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

**利润表**

年结：3月31日（百万人民币）	FY 12	FY13	FY 14	FY 15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>8,376</b>	<b>9,325</b>	<b>8,237</b>	<b>6,941</b>	<b>7,520</b>
羽绒服业务	6,120	7,094	6,054	4,500	5,000
贴牌生产业务	909	955	881	1,021	1,000
非羽绒服业务	1,347	1,276	1,301	1,420	1,520
销售成本	(4,187)	(4,604)	(4,122)	(3,700)	(3,950)
<b>毛利</b>	<b>4,189</b>	<b>4,721</b>	<b>4,115</b>	<b>3,241</b>	<b>3,570</b>
其他收益	46	54	87	60	60
销售费用	(2,268)	(2,782)	(2,814)	(2,200)	(2,350)
行政费用	(337)	(459)	(460)	(420)	(440)
商誉减值损失	0	(89)	(55)	(70)	0
客户关系减值损失	0	(167)	0	0	0
其他费用	(8)	(6)	(9)	(5)	(8)
<b>营运利润</b>	<b>1,621</b>	<b>1,272</b>	<b>865</b>	<b>606</b>	<b>832</b>
融资成本	100	185	99	65	70
联营公司受益	0	0	18	20	15
<b>税前利润</b>	<b>1,722</b>	<b>1,457</b>	<b>982</b>	<b>691</b>	<b>917</b>
所得税	(271)	(404)	(280)	(190)	(260)
<b>税后利润</b>	<b>1,451</b>	<b>1,053</b>	<b>702</b>	<b>501</b>	<b>657</b>
非控制股东利益	(14)	26	(8)	(11)	(13)
<b>净利润</b>	<b>1,437</b>	<b>1,079</b>	<b>694</b>	<b>490</b>	<b>644</b>

来源：公司及招银国际研究部

**资产负债表**

年结：3月31日（百万人民币）	FY 12	FY13	FY 14	FY 15E	FY16E
<b>非流动资产</b>					
厂房和设备	735	1,013	991	850	810
无形资产	1,412	1,099	1,008	920	920
延迟税项	201	345	452	390	395
其他长期资产	169	84	450	342	100
<b>非流动资产总和</b>	<b>2,517</b>	<b>2,540</b>	<b>2,901</b>	<b>2,502</b>	<b>2,225</b>
<b>流动资产</b>					
现金及现金等价物	1,907	1,935	2,118	1,418	2,945
银行存款	1,334	1,646	616	720	750
应收贸易款项	1,340	1,698	2,243	3,580	2,700
预付账款	518	320	334	380	400
可供出售金融资产	2,223	2,103	2,503	2,400	2,362
持有至到期投资	0	0	0	0	0
存货	1,399	1,971	2,043	2,100	1,600
<b>流动资产总和</b>	<b>8,720</b>	<b>9,673</b>	<b>9,857</b>	<b>10,598</b>	<b>10,757</b>
<b>流动负债</b>					
短期银行借款	1,741	1,737	1,049	1,000	1,000
应付税项	215	267	197	280	300
应付贸易账款	1,330	1,619	1,559	2,000	1,900
关联方应付款项	1	12	3	1	1
<b>流动负债总和</b>	<b>3,287</b>	<b>3,635</b>	<b>2,807</b>	<b>3,281</b>	<b>3,201</b>
<b>非流动负债</b>					
长期银行贷款	0	919	2,211	1,500	1,150
衍生金融产品负债	14	10	12	10	11
长期应付贸易账款	330	179	182	250	280
延迟税项	255	184	169	260	275
<b>非流动负债总和</b>	<b>599</b>	<b>1,293</b>	<b>2,574</b>	<b>2,020</b>	<b>1,716</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>213</b>	<b>187</b>	<b>222</b>	<b>200</b>	<b>215</b>
<b>净资产总额</b>	<b>7,138</b>	<b>7,098</b>	<b>7,155</b>	<b>7,600</b>	<b>7,850</b>
<b>股东权益</b>	<b>7,138</b>	<b>7,098</b>	<b>7,155</b>	<b>7,600</b>	<b>7,850</b>

来源：公司及招银国际研究部

**现金流量表**

年结：3月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14	FY15 E	FY16 E
<b>营运利润</b>	<b>1,621</b>	<b>1,272</b>	<b>865</b>	<b>606</b>	<b>832</b>
折旧及分摊	108	200	280	340	365
营运资本变动	(52)	(480)	(665)	(850)	1,000
税务开支	(322)	(420)	(260)	(180)	(260)
其他	(40)	42	(370)	110	120
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,316</b>	<b>614</b>	<b>(150)</b>	<b>26</b>	<b>2,057</b>
购置固定资产	(1,401)	(1,000)	(1,250)	(800)	(650)
其他	841	281	1,200	1,000	750
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(560)</b>	<b>(719)</b>	<b>(50)</b>	<b>200</b>	<b>100</b>
股本的变化	0	0	0	0	0
银行贷款变动	1,011	915	604	(760)	(350)
股息	(1,298)	(804)	(357)	(250)	(350)
其他	0	0	91	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(288)</b>	<b>112</b>	<b>247</b>	<b>(1,010)</b>	<b>(700)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>468</b>	<b>7</b>	<b>138</b>	<b>(785)</b>	<b>1,457</b>
<b>年初现金及现金等价物</b>	<b>1,418</b>	<b>1,907</b>	<b>1,935</b>	<b>2,118</b>	<b>1,418</b>
<b>外汇差额</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>85</b>	<b>70</b>
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,907</b>	<b>1,935</b>	<b>2,118</b>	<b>1,418</b>	<b>2,945</b>

来源：公司及招银国际研究部

**主要比率**

年结：3月31日	FY12	FY13	FY14	FY15 E	FY16 E
<b>销售组合 (%)</b>					
羽绒服业务	73.1%	76.1%	73.5%	64.8%	66.5%
贴牌生产业务	10.9%	10.2%	10.7%	14.7%	13.3%
非羽绒服业务	16.1%	13.7%	15.8%	20.5%	20.2%
<b>总额</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	50.0%	50.6%	50.0%	46.7%	47.5%
销前收益率	19.4%	13.6%	10.5%	8.7%	11.1%
营业利润率	20.6%	15.6%	11.9%	9.9%	12.2%
净利润率	17.2%	11.6%	8.4%	7.1%	8.6%
有效税率	15.7%	27.8%	28.5%	27.5%	28.4%

**增长 (%)**

收入增长	19.0	11.3	(11.7)	(15.7)	8.3
毛利增长	26.9	12.7	(12.8)	(21.3)	10.2
息税前收益增长	18.2	(21.6)	(32.0)	(30.0)	37.4
净利润增长	12.5	(24.9)	(35.6)	(29.5)	31.6

**资产负债比率**

流动比率 (x)	2.7	2.7	3.5	3.2	3.4
速动比率 (x)	2.2	2.1	2.8	2.6	2.9
平均应收账款周转天数	54.1	59.4	87.3	153.1	152.4
平均应付账款周转天数	109.3	116.9	140.7	175.5	180.2
平均存货周转天数	113.9	133.6	177.7	204.3	170.9
总负债/权益比率	24.39%	37.42%	45.55%	32.89%	27.39%
净负债/权益比率	净现金	净现金	7.00%	5.00%	净现金

**回报率 (%)**

资本回报率	20.12	15.20	9.70	6.44	8.20
资产回报率	12.78	8.83	5.44	3.74	4.96

**每股数据**

每股利润(人民币)	0.183	0.136	0.087	0.061	0.080
每股股息(港币)	0.136	0.101	0.045	0.030	0.050
每股账面值(人民币)	0.91	0.89	0.89	0.95	0.98

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于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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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

本报告期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(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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 年证券交易法规则 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。