

江南布衣 (3306 HK)

疫情影响还没结束和缺乏催化剂

下调评级至持有，并将目标价下调至 8.89 港元，基于的 10 倍 21 财年(6 月结)市盈率(预期未来有负增长，所以从 20 财年的 13 倍下调)。我们认为由于疫情影响还没结束，以及短期缺乏催化剂，目前风险回报不算吸引。

- **20 财年上半年销售和净利润均符合预期，但股息却低于预期。**江南布衣的销售/利润同比增长 5%/13%至 21.35 亿/4.3 亿人民币，与公司的个位数/双位数增长目标相若。不过，取消中期派息令人始料不及(过往约占全年派息的 40%，按现价计算，上半年股息率约为 3-4%)，这可能是代表公司的现金流不稳。但管理层在业绩后电话会议中，重申了会维持 75% 的全年派息率。
- **目前 20 财年上半年销售和利润均符合预期，但股息却低于预期。**江南布衣的销售/利润同比增长 5%/13%至 21.35 亿/4.3 亿人民币，与公司的目标个位数/双位数百分比增长相若。不过取消中期派息令人始料不及(过往约占全年派息的 40%，按现价计算，上半年股息收益率为 3-4%)，可能代表公司现金流不稳。但管理层在业绩后电话会议中，重申了会维持 75% 的全年派息率。
- **暖冬导致整体增长放缓，童装是唯一亮点。**按品牌来说，女装增长放缓(20 财年上半年 JNBY/less 增长 5%/7%，而 19 财年下半年为 11%/16%)，男装未见起色(CROQUIS 在 20 财年上半年下跌 6%，而 19 财年下半年增长 1%，而且 SAMO 和 REVERB 在 FY20E 之前关闭)，童装增长保持快速(jnby by JNBY / Pomme de Terre 20 财年上半年增长为 16%/13%，而 19 财年下半年为 6%/13%)。按管道来说，所有主要管道均出现放缓(20 财年上半年自营/批发/电商的增长为 4%/3%/23%，而 19 财年下半年为 6%/8%/38%)。
- **应对危机的措施：1) 保留现金，2) 与分销商和员工共渡时艰，3) 进一步利用其在线管道。**管理层认为疫情爆发是坏于预期的，并且会严重损害消费行业。他们认为，他们是有实力去应对这挑战的，因为：1) 手头上净现金充裕(约 7.4 亿元人民币，而且不派发中期股息)，2) 他们已为其员工购买了足够的医疗保险，3) 他们出台了些协助分销商的政策(例如将其 20 年春季产品的可退货率一次性提高到 100%)，以及 4) 利用其多种管道来推动疫症期间的销售增长(例如，微信的小程序或不止盒子，或者针对粉丝的促销等等)。我们认为可能带来一些短期利空，但长期应有助保持品牌价值。
- **公司并没明确的业绩指引，但由于疫症的关系，我们下调 20 财年的销售和利润分别下降 16%/41%。**由于目前疫情还不能说是受到控制，因此管理层认为要给明确的业绩指引还是太早。但是如果我们假设对销售有严重打击的时间为大约 2 个月(直营销销售很差加上经销商的产品退货)，则会令 20 财年销售下调 16%。此外，考虑到固定成本后(经营成本当中大多数是固定的)，我们下调 20 财年净利润 41%。
- **下调评级至持有，下调目标价至 8.89 港元。**我们将评级下调至持有并下调目标价至 8.89 港元，基于 10 倍的 21 财年(6 月结)市盈率(由于未来应会有负增长，从 13 倍的 20 财年市盈率下调)。由于短期缺乏催化剂，我们认为公司目前不算吸引力，尽管现价的估值为 9 倍市盈率和有 7% 的股息率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	2,864	3,358	3,213	3,512	3,927
同比增长(%)	22.8	17.3	(4.3)	9.3	11.8
净利润(百万人民币)	410	485	312	395	455
每股收益(人民币)	0.932	1.092	0.707	0.889	1.020
每股收益变动(%)	15.7	17.2	(35.3)	25.8	14.7
市盈率(x)	9.0	7.7	11.8	9.4	8.2
市帐率(x)	2.8	2.6	2.6	2.4	2.2
股息率(%)	9.5	9.2	5.9	7.4	8.5
权益收益率(%)	32.2	35.9	21.9	26.2	27.4
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有(下调)

目标价	HK\$8.89
(此前目标价)	HK\$15.52)
潜在升幅	+6.4%
当前股价	HK\$8.36

中国服装行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	4,337
3 月平均流通量(百万港元)	9.28
52 周内股价高/低(港元)	17.32/8.09
总股本(百万)	518.8

数据源：彭博

股东结构

吴健先生家族	53.89%
富达国际	2.37%
先锋集团	1.35%
富兰克林资源	1.31%
自由流通	39.48%

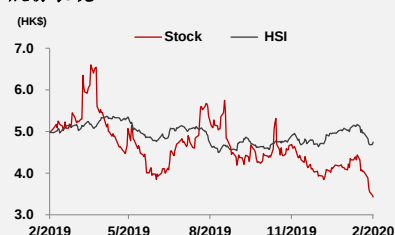
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-18.4%	-14.5%
3-月	-25.2%	-24.6%
6-月	-35.7%	-38.1%
12-月	-36.1%	-31.1%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：安永

近期报告

1. 江南布衣 (3306 HK) - 行业艰难和保守的指引 - 2019 年 8 月 28 日
2. 江南布衣 (3306 HK) - 对下半年 19 年保持乐观 - 2019 年 2 月 28 日

财务分析

利润表

年结:6月30日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	2,332	2,864	3,358	3,213	3,512
自营	1,144	1,401	1,489	1,392	1,478
分销商	1,002	1,197	1,470	1,382	1,486
线上	187	266	393	433	541
其他	0	0	5	7	8
销售成本	(858)	(1,038)	(1,302)	(1,316)	(1,395)
毛利	1,475	1,826	2,056	1,897	2,117
其它收入	42	18	61	56	40
营运支出	(1,057)	(1,288)	(1,472)	(1,504)	(1,597)
折旧和摊销	(4)	(5)	(7)	(10)	(12)
员工成本	(136)	(167)	(200)	(219)	(231)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(794)	(957)	(1,075)	(1,121)	(1,199)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(123)	(159)	(191)	(154)	(155)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	460	556	645	449	560
融资成本净额	9	13	18	(3)	(4)
合资及联营企业	-	(0)	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	468	569	663	446	556
所得税	(137)	(159)	(179)	(134)	(161)
减: 非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	332	410	485	312	395

现金流量表

年结:6月30日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前利润	460	556	645	449	560
折旧和摊销	34	38	48	82	102
营运资金变动	(137)	(140)	(281)	(86)	(23)
已缴纳所得税	(157)	(179)	(202)	(134)	(161)
其它	91	104	126	15	14
经营活动所得现金流	291	379	336	327	493
资本开支	(54)	(116)	(160)	(153)	(167)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	5	11	21	-	-
其它	(338)	(44)	71	-	-
投资活动所得现金净额	(387)	(149)	(67)	(153)	(167)
股份发行	648	(31)	(48)	-	-
净借贷	-	-	-	-	-
支付股息	(230)	(348)	(342)	(291)	(245)
其它	(1)	-	0	(18)	(18)
融资活动所得现金净额	417	(379)	(390)	(309)	(263)
现金增加净额	320	(149)	(122)	(136)	62
年初现金及现金等价物	168	494	333	216	81
汇兑	7	(12)	5	-	-
年末现金及现金等价物	494	333	216	81	143

资产负债表

年结:6月30日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	209	318	456	526	591
固定资产	59	142	279	352	419
无形资产和商誉	7	9	12	10	8
预付租金	6	9	10	10	10
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	138	159	154	154	153
流动资产	1,716	1,804	1,829	1,754	1,909
现金及现金等价物	494	333	216	81	143
存货	570	764	860	937	994
贸易和其他应收款	83	95	115	110	121
预付款	224	231	288	275	301
其它流动资产	345	382	350	350	350
流动负债	654	823	861	835	905
银行贷款	-	-	-	-	-
应付款	151	204	202	204	216
应计费用和其他应付款	461	576	645	617	675
应付税款	-	-	-	-	-
其它流动负债	43	43	14	14	14
非流动负债	13	11	13	13	13
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	13	11	13	13	13
其它	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产总额	1,257	1,288	1,411	1,432	1,581
股东权益	1,257	1,288	1,411	1,432	1,581

主要比率

年结:6月30日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
自营	49.0	48.9	44.4	43.3	42.1
分销商	42.9	41.8	43.8	43.0	42.3
线上	8.0	9.3	11.7	13.5	15.4
其他	-	-	0.2	0.2	0.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	63.2	63.7	61.2	59.0	60.3
经营利润率	19.7	19.4	19.2	14.0	16.0
税前利率	20.1	19.9	19.8	13.9	15.8
净利润率	14.2	14.3	14.4	9.7	11.2
有效税率	29.2	27.9	26.9	30.0	29.0
资产负债比率					
流动比率(X)	2.6	2.2	2.1	2.1	2.1
速动比率(X)	1.8	1.3	1.1	1.0	1.0
现金比率(X)	0.8	0.4	0.3	0.1	0.2
平均库存周转天数	242	268	241	260	260
平均应收款周转天数	13	12	13	13	13
平均应付帐款天数	64	72	57	57	57
债务/股本比率(%)	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
净负债/股东权益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率(%)					
资本回报率	26.4	31.9	34.4	21.8	25.0
资产回报率	17.2	19.3	21.2	13.7	15.8
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.79	0.94	0.61	0.76	0.88
每股股息(人民币)	0.44	0.67	0.66	0.43	0.54
每股账面价值(人民币)	2.42	2.48	2.72	2.76	3.03

资料来源: 公司及招銀国际证券预测

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关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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證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，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。