

## 中國利郎 (1234 HK)

### 復甦才剛剛開始

- ❖ 由於銷售暢旺和優惠的稅率，下半年公司出現了強勁的復甦，雖然利潤率和費用看起來可能“不好”，但事實上，這並不值得擔憂。利郎 17 財年的銷售/淨利潤同比上升 1.2%/ 13.2%，比市場預期高出 3.1%/ 3.8%，原因是 1) 受寒冷冬和早冬的利好（羽絨服的庫存基本上售清），銷售增長加快，17 財年 4 季度同店銷售增長達到約 10%，2) 新推出的 LILANZ 時尚休閒“輕商務”系列（2017 財年有 89 家門店，佔總銷售額的 5%）快速擴張，3) 更優惠的稅率（兩家子公司被認定為“高新科技”的企業）。另一方面，雖然稅前利潤可能看起來不那麼強（按年下降 2.5%），但我們認為 1) 這都是偏向一次性的（如清理“L2”品牌的庫存和毛利率略低“輕商務”系列銷售快速增長，其實只看 LILANZ 品牌的毛利率，全年來說都是保持穩定），以及 2) 對未來的投資增加（例如門店整改的廣告費用，去年將大約 400 家門店升級為最新的第 6 代，和“輕商務”系列初期的品牌建立成本等）。而受惠於新的稅務優惠，令公司有更多本錢去投資和建立品牌，17 財年下半年淨利潤增長大幅加速至 24.0%（17 年上半年只為 2.0%）。
- ❖ 18 財年的增長指引非常快速，但我們認為仍然過於保守，強勁勢頭更有望持續到 19 財年。對於訂貨會，銷售增長應該可保持快速。管理層預計 2018 秋季的訂貨會會錄得“不低於兩位數”低增長，我們認為這是一個過於保守的目標，因為 1) 補充庫存的需求巨大，17 財年 4 季度的售清率接近 100%，2) 配件和鞋類產品的需求繼續增加（是為了給面積大的門店提供更廣泛和全面的產品），3) 經銷商更樂觀的情緒（在 17 財年，同店銷售增長和零售終端折扣率的改善都有令分銷商的盈利能力增強）。同店銷售增長正在加速。我們完全同意 18 財年管理層的指引：1) 同店銷售增長率“不低於高單位數”（17 財年為中單位數），因為會有更多商店由更優質的一級分銷商所管理的，2) 最少淨增加 200 間門店，約 8% 的增長（遠遠快於 17 財年僅有的 10 家新開店或 0.4% 的增長），主要增加的都是“輕商務”系列，約增加 150 家（而 LILANZ 約為 50 家），當中約 70% 將會在商場開業。加上平均門店面積的中單位數增長（現在更偏向於開大面積的店舖），我們認為，2018 年整體零售終端增長可能非常強勁，並很可能傳導到 2018 年冬季訂貨會以及 2019 年。對於 18 財年，我們認為毛利率有可能下降 0.5%（主要是被低毛利率的“輕商務”系列的擴張所稀釋），然而，廣告費用應該可以有所節省（支持分銷商進入商場的補貼仍會存在，但商店整改的需求應會大幅減少），和勞動力成本也可以節省（雖然公司可能會僱用更多的電商人材，但新系列的團隊建設已經在 17 財年完成），因此總體來說，我們預測經營利潤率仍然可以上升 0.5%。
- ❖ 現價值和股息率都很吸引，尤其是在行業復甦的時候。我們預測 18 財年的銷售額增長為 16%，淨利潤增長為 19%，因此，公司目前現價只有 11 倍的 18 財年預測市盈率和 7% 的股息率，低於 H 股和 A 股的行業平均值 14 倍和 22 倍，尤其是公司的業績才剛剛復甦，是毫無疑問的被深度低估。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬人民幣)	2,689	2,412	2,441
淨利潤 (百萬人民幣)	625	540	611
每股收益 (人民幣)	0.518	0.447	0.507
每股收益變動 (%)	12.4	(13.8)	13.6
市盈率(x)	12.6	15.6	12.9
市帳率(x)	2.7	2.7	2.4
股息率 (%)	10.7	6.3	5.7
權益收益率 (%)	22.3	18.2	19.9
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

#### 未評級

當前股價 HK\$7.76

#### 胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

香港/中國服裝行業

市值(百萬港元)	9,217
3月平均流通量(百萬港元)	5.43
52周內股價高/低(港元)	7.94/4.561
總股本(百萬)	1,204.8

資料來源：彭博

#### 股東結構

王氏家族	61.52%
Value Partners	6.04%
自由流通	32.44%

資料來源：HKEx

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.5%	10.6%
3-月	25.9%	16.5%
6-月	22.7%	11.6%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：[www.lilanz.com](http://www.lilanz.com)

❖ 我們認為 LILANZ 的新時尚休閒"輕商務"系列的發展策略是有效的。公司起用了來自 Armani Exchange 的設計師，旨在為 20 至 30 歲的顧客提供整潔，簡約，時尚的男裝，並計劃在 20 財年之前擁有 500 家門店。我們認為公司攻打在 1-2 城市和在線上的發展策略是可以令人信服的，因為 1) 它是由那些質素更好的一級分銷商所管理的，2) 與 L2 不同，它的市場定位更為大眾化，平均售價較 LILANZ 低約 20%，3) 性價比非常高，其零售價格僅為出廠價的 3 倍，而 LILANZ 的產品是為 4 倍，4) 集中在 1-2 線城市的購物中心中開設商店，6) 價格較為適合電商銷售（將 18 財年於下半年開始）。

圖 1: 訂貨會銷售增長

Trade fair results	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
<b>LILANZ</b>									
Spring Summer		27.0%	28.5%	-9.0%	-ve LSD	+ve HSD	+ve LDD	-ve HSD	21.0%
Fall	25.0%	28.0%	16.0%	-26.0%	+ve MSD	+ve LDD	-ve HSD	+ve HSD	
Winter	33.0%	34.0%	11.5%	-16.0%	+ve HSD	15% - 17%	-ve 5% - 7%	+ve LDD	
Actual sales growth	0.0%	28.2%	0.3%	-19.2%	5.2%	11.4%	-8.7%	7.9%	

資料來源：公司及招銀國際研究

圖 2: 同業比較

Company	Ticker	Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)		Yield (%)		YTD performance (%)
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY0	FY1	
<b>H-shares Apparel</b>																			
China Lilang Ltd	1234 HK	7.76	9,288	31/12/2017	12.3	11.2	10.0	9.1	18.0	12.9	2.4	2.1	2.0	1.8	19.9	6.3	23.0		
Giordano International Ltd	709 HK	3.95	6,203	31/12/2016	13.1	12.5	11.4	14.4	14.4	9.5	2.2	2.3	2.2	2.7	16.9	8.0	(5.0)		
I.T Ltd	999 HK	3.64	4,353	28/2/2017	13.1	10.0	8.6	10.6	40.4	16.2	1.4	1.3	1.2	1.1	11.3	4.7	9.3		
Jnby Design Ltd	3306 HK	16.30	8,456	30/6/2017	18.5	15.5	12.7	n/a	30.0	21.7	5.4	4.7	4.1	n/a	42.9	4.0	71.6		
Bosideng Intl Hldgs Ltd	3998 HK	0.68	7,264	31/3/2017	14.0	n/a	n/a	18.7	0.0	0.0	0.6	n/a	n/a	1.0	4.8	n/a	0.0		
Koradior Holdings Ltd	3709 HK	8.20	3,988	31/12/2016	14.8	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	3.2	n/a	n/a	n/a	23.5	n/a	(3.2)		
Cosmo Lady China Holdings Co	2298 HK	3.61	7,749	31/12/2016	26.6	19.0	16.0	n/a	28.0	18.9	1.9	1.9	1.8	n/a	7.2	2.0	27.6		
Esprit Holdings Ltd	330 HK	3.07	5,794	30/6/2017	n/a	n/a	20.1	n/a	(443.3)	(248.5)	0.5	0.5	0.5	1.1	(8.6)	1.6	(26.6)		
Shanghai La Chapelle Fashi-H	6116 HK	8.12	8,444	31/12/2016	6.1	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.9	n/a	n/a	n/a	15.8	n/a	(13.9)		
Bauhaus Intl Holdings Ltd	483 HK	1.70	625	31/3/2017	8.1	n/a	n/a	7.7	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.0	10.8	n/a	1.8		
<b>Average</b>					<b>14.1</b>	<b>13.6</b>	<b>13.1</b>	<b>12.1</b>	<b>(31.2)</b>	<b>(16.9)</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>14.5</b>	<b>4.4</b>	<b>8.5</b>		
<b>Median</b>					<b>13.1</b>	<b>12.5</b>	<b>12.1</b>	<b>10.6</b>	<b>7.2</b>	<b>4.7</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.1</b>	<b>13.6</b>	<b>4.3</b>	<b>0.9</b>		

Company	Ticker	Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)		Yield (%)		YTD performance (%)
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY0	FY1	
<b>A-shares Apparel</b>																			
Ningbo Peacebird Fashion C-A	603877 CH	29.69	17,696	31/12/2016	29.1	30.7	21.9	n/a	0.1	40.0	6.2	4.4	3.8	n/a	22.6	0.8	9.5		
Joeone Co Ltd -A	601566 CH	15.10	10,753	31/12/2016	19.0	17.9	15.5	21.1	20.2	15.5	2.0	1.9	1.8	2.2	10.6	4.2	6.3		
Fujian Septwolves Industry-A	002029 CH	9.07	8,494	31/12/2016	23.4	21.3	18.1	24.3	28.6	17.3	1.3	1.3	1.2	1.7	5.6	0.2	9.8		
Heilan Home Co Ltd -A	600398 CH	12.20	67,927	31/12/2016	17.2	16.4	14.7	16.5	12.6	11.3	5.3	2.6	2.4	4.3	32.7	4.2	25.8		
Lancy Co Ltd-A	002612 CH	12.39	6,142	31/12/2016	27.0	24.3	19.7	66.7	31.2	23.5	1.9	1.9	1.7	3.3	7.4	0.8	10.6		
Shenzhen Huijie Group Co L-A	002763 CH	12.69	6,114	31/12/2016	19.8	19.5	15.8	n/a	38.2	23.9	2.8	2.6	2.3	n/a	14.8	3.2	(7.3)		
Shenzhen Ellassay Fashion -A	603808 CH	21.29	8,899	31/12/2016	24.0	24.4	18.9	n/a	45.9	29.1	3.7	3.5	3.1	n/a	17.3	1.2	(7.4)		
Guangdong Bobaolon Co Ltd-A	002776 CH	15.96	4,756	31/12/2016	26.7	20.1	16.3	n/a	52.7	23.2	1.8	n/a	n/a	n/a	9.0	n/a	(17.4)		
<b>Average</b>					<b>23.3</b>	<b>21.8</b>	<b>17.6</b>	<b>32.2</b>	<b>28.7</b>	<b>23.0</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>	<b>15.0</b>	<b>2.1</b>	<b>3.7</b>		
<b>Median</b>					<b>23.7</b>	<b>20.7</b>	<b>17.2</b>	<b>22.7</b>	<b>29.9</b>	<b>23.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	<b>12.7</b>	<b>1.2</b>	<b>7.9</b>		

Company	Ticker	Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)		Yield (%)		YTD performance (%)
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY0	FY1	
<b>International Apparel</b>																			
Hugo Boss Ag -Ord	BOSS GR	72.04	49,329	31/12/2016	20.0	20.4	19.2	19.6	41.5	6.4	5.8	5.3	4.9	7.5	29.7	3.8	1.6		
Ted Baker Plc	TED LN	3040.0	14,699	28/1/2017	27.1	24.0	21.5	28.0	24.3	11.8	6.5	n/a	n/a	6.9	25.2	2.0	12.1		
Next Plc	NXT LN	4799.00	74,859	28/1/2017	11.2	11.7	11.8	14.2	(3.4)	(0.8)	16.4	12.3	9.8	26.2	199.4	7.1	7.1		
Hennes & Mauritz Ab-B Shs	HMB SS	135.76	214,066	30/11/2017	13.9	14.8	14.5	24.6	(1.5)	2.2	3.8	3.7	3.7	8.5	26.8	6.8	(19.8)		
Industria De Diseno Textil	ITX SM	24.22	734,210	31/1/2017	22.9	22.4	20.8	30.3	20.7	7.8	6.0	5.4	5.0	7.7	27.0	3.0	(16.6)		
Ovs Spa	OVS IM	5.36	11,823	31/1/2017	27.5	11.8	10.0	n/a	51.5	18.0	1.5	1.3	1.2	n/a	5.4	2.9	(3.6)		
Pvh Corp	PVH US	143.00	86,187	29/1/2017	20.1	18.3	16.1	15.2	15.4	13.6	2.1	2.1	2.0	2.0	10.6	0.1	4.2		
Vf Corp	VFC US	73.43	228,211	30/12/2017	23.3	21.5	19.8	20.9	122.9	8.3	7.8	7.9	7.9	5.5	14.2	2.6	(0.8)		
Marks & Spencer Group Plc	MKS LN	286.60	50,625	1/4/2017	25.2	10.3	10.5	21.7	312.8	(2.1)	1.6	1.5	1.5	2.3	6.1	6.5	(9.0)		
<b>Average</b>					<b>21.2</b>	<b>17.2</b>	<b>16.0</b>	<b>21.8</b>	<b>64.9</b>	<b>7.2</b>	<b>5.7</b>	<b>5.0</b>	<b>4.5</b>	<b>8.3</b>	<b>38.3</b>	<b>3.9</b>	<b>(2.8)</b>		
<b>Median</b>					<b>22.9</b>	<b>18.3</b>	<b>16.1</b>	<b>21.3</b>	<b>24.3</b>	<b>7.8</b>	<b>5.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.3</b>	<b>7.2</b>	<b>25.2</b>	<b>3.0</b>	<b>(0.8)</b>		

資料來源：彭博、公司及招銀國際研究

## 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	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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，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，本公司及其僱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，任何機構或個人于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。