

361度 (1361 HK, HK\$2.76, 未评级) — 派息令人失望, 需要新的增长动力

- ❖ **361度财年净利润下降22%，派息率亦低于预期。**361度16财年业绩令人相当失望，利润按年下降22%，低于市场预期(与去年持平)，主要是由于其他收入(如利息收入，政府补贴，汇率兑换损失)下降，而且派息率亦都比预期的63%为低，只有56%，所以业绩后股价下跌了6%。毛利率虽然有所上升，但却因为人工成本，研发费用，折旧和税率都比预期高(去年发行和赎回债券的损失不能抵销中国的利润)而抵销掉，所以净利润率下降3.6个百分点到8%。
- ❖ **销售增长在17/18财年可能会加快但利润仍然会被下调。**我们预计市场会上调17/18财年的销售额约1.8%/1.1%，考虑到1)去年八月收购电商带来的贡献，2)国际业务的销售增长(销售点同比增长157%至1368，遍及巴西，美国，欧盟和台湾)，3)童装订货会17年3季度销售加快，但仍然会下调17/18财年利润约4.6%/1.2%，因为1)其他收入下降，2)人工成本，研发费用仍然有上升压力，3)电商和国际业务的经营利润率亦较低。
- ❖ **需要新的增长动力，国际业务、ONEWAY和收购新品牌。**去年关闭店铺约11.8%的情况下销售增长12.6%，暗示了门店效率有显著提升，相信部份是由于复合店的增加，但未来增长空间渐趋缓慢，所以公司需要新的增长动力，如1)在国内开始售卖361国际的产品，年底在65间一线城市门店发售，2)继续发展ONEWAY，17财年门店会达到100间(截至16财年有58家店)，和3)收购新的品牌，管理层有提到他们正在积极寻求合并收购的机会。
- ❖ **估值不贵，但没有估值重估的催化剂。**我们预计公司17/18财年利润会增长45%/15%。现价估值约为13倍16财年及9倍17财年的市盈率，相对9倍平均历史市盈率，和约5%的动态股息率，股价没有下行的压力，但我们认为亦没有很多价值重估的空间。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	4,906	4,459	5,023
净利润(百万人民币)	398	518	403
每股收益(人民币)	0.192	0.250	0.195
每股收益变动(%)	88.2	30.2	-22.2
市盈率(x)	11.4	8.9	12.8
市帐率(x)	0.91	0.87	0.97
股息率(%)	2.9	3.7	4.0
权益收益率(%)	8.2	10.1	7.6
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司

胡永匡

walterwoo@cmbi.com.hk

(852)-3761-8776

361度(1361 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$2.76
市值(港币百万)	5,707
过去3月平均交易(港币百万)	16.0
52周高/低(港币)	3.400/1.969
发行股数(百万)	2,068
主要股东	Ding Wuhao (71.2%)

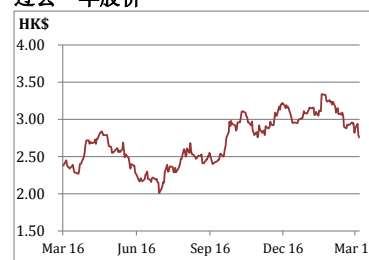
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-13.9%	-14.8%
3月	-12.5%	-17.6%
6月	16.3%	13.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 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

资产负债表

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
平均應付賬款周轉天數	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)	3.026	3.168	2.834

來源: 公司

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，并可能会受目标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风险。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 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。