

## 九兴控股 (1836 HK, HK\$19.82, 目标价: HK\$20.5, 持有) - 预测 2015 销售 维持平稳增长

- ❖ **2014 销售收入按年上升 7.7%。**公司 2014 年 4 季度以及 2014 全年销售收入分别按年增长了 6.2%和 7.7%达到 3.9 亿美元和 16.7 亿美元。我们预计 2014 全年的净利润将按年大幅增长 25.1%，这主要是由于 2013 年基数较低的原因。我们不认为公司销售收入在 2015 年会大幅提升，这主要是因为生产产能的持续整合以及零售市场气氛预计将不会很快回暖所导致的。我们预测 2015 及 2016 公司的销售收入将按年分别增长 7.5%和 8.1%。
- ❖ **制造业务。**2014 年，公司制造业务的销售收入按年增长了 9.5% 至 15.7 亿美元，其中总出货量和平均售价分别按年增长 4.5%和 4.6%至 5,300 万双和每双 29.6 美元，平均售价的增长主要是因为皮革制造费用的同步增长。2014 年 4 季度，公司制造业务的销售收入按年增长了 9.1% 至 3.7 亿美元，其中总出货量和平均售价分别按年增长 7.1%和 1.9%至 1,400 万双和每双 27.2 美元。我们预测 2015 年 1 季度的总出货量将为低单位数的按年增长，这主要是由于农历新年假期的原因。
- ❖ **零售业务。**2014 年第 4 季度和 2014 全年，零售业务销售收入分别按年下降 31.0%和 21.3%至 2,300 万美元和 9,300 万美元。零售业务表现欠佳主要是受到疲软的消费市场气氛，公司店铺整合以及同期购物商场减价优惠活动力度较大的影响。截止 2014 年底，公司店铺按年减少 67 间至 260 间店铺。我们认为公司旗下店铺资源整合基本结束，Stella Luna 仍然是公司今后重点发展的品牌。公司在天猫商城开设了品牌店，我们预测网络销售占比在 2015 年将提高至高单位数。What For 品牌产品将是网络销售重点。
- ❖ **维持持有评级。**我们预测 2014-2016 财年的净利润预测为 1.5 亿美元、1.7 亿美元及 1.8 亿美元。公司目前的股价分别相当于 2015 财年和 2016 财年每股预测盈利的 12.9 倍和 12.0 倍。我们的目标价 20.5 港元相当于 2015 财年 13.3 倍的市盈率。同时也是公司过去 4 年的平均市盈率减去 1 个标准偏差。我们仍然维持「持有」评级。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万美元)	1,550	1,541	1,660	1,785	1,930
净利润 (百万美元)	153	123	154	165	176
每股收益 (美元)	0.194	0.155	0.194	0.208	0.222
每股收益变动 (%)	7.20	(20.19)	25.15	7.30	6.97
市盈率(x)	13.79	17.28	13.81	12.87	12.03
市帐率(x)	2.31	2.27	2.06	1.88	1.75
股息率 (%)	5.0	4.6	4.8	5.0	5.3
权益收益率 (%)	16.7	13.1	15.0	14.6	14.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际证券预测

### 九兴控股 (1836 HK)

评级	持有
收市价	19.82 港元
目标价	20.5 港元
市值 (港币百万)	15,745
过去 3 月平均交易 (港币百万)	6.7
52 周高/低 (港币)	22.7/17.9
发行股数 (百万股)	794.4
主要股东	CordwalnerBonaventure Inc (31.0%)

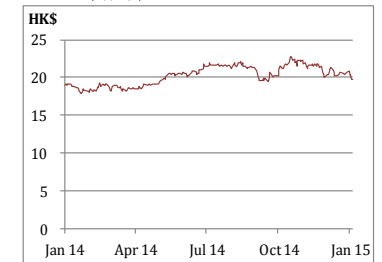
来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	-5.6%	-8.0%
3 月	-6.7%	-10.0%
6 月	-8.7%	-11.3%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

**利潤表**

年結：12月31日（百萬美元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
<b>銷售收入</b>	<b>1,550.0</b>	<b>1,541.5</b>	<b>1,660.1</b>	<b>1,785.3</b>	<b>1,930.4</b>
北美	816.9	763.0	813.4	871.2	945.9
歐洲	356.5	394.6	413.4	446.3	484.5
大中華	232.5	265.1	317.1	360.6	399.6
亞洲（除大中華外）	82.2	70.9	68.1	62.5	59.8
其他地區	62.0	47.8	48.1	44.6	40.5
銷售成本	(1,174.8)	(1,188.3)	(1,270.5)	(1,360.9)	(1,480.6)
<b>毛利</b>	<b>375.2</b>	<b>353.1</b>	<b>389.6</b>	<b>424.4</b>	<b>449.8</b>
其他收益	32.1	21.7	11.3	15.1	14.8
銷售費用	(118.8)	(116.9)	(119.0)	(130.0)	(139.5)
行政費用	(72.7)	(71.9)	(67.2)	(75.6)	(78.9)
研究與開發費用	(49.5)	(48.7)	(49.0)	(52.1)	(51.0)
<b>營運利潤</b>	<b>166.4</b>	<b>137.4</b>	<b>165.7</b>	<b>181.8</b>	<b>195.2</b>
融資成本	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.2)
關聯收益	0.8	0.2	0.6	1.1	1.2
<b>稅前利潤</b>	<b>167.0</b>	<b>137.3</b>	<b>166.0</b>	<b>182.5</b>	<b>196.2</b>
所得稅	(14.5)	(14.5)	(9.5)	(13.5)	(15.9)
<b>稅後利潤</b>	<b>152.6</b>	<b>122.8</b>	<b>156.5</b>	<b>169.0</b>	<b>180.3</b>
非控制股東利益	0.8	(0.2)	(3.0)	(4.3)	(4.1)
<b>淨利潤</b>	<b>153.4</b>	<b>122.7</b>	<b>153.5</b>	<b>164.7</b>	<b>176.2</b>

來源：公司及招銀國際證券預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百萬美元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
<b>流動資產</b>					
現金及現金等價物	252.0	248.7	263.8	258.2	266.7
存貨	179.2	177.8	195.0	215.0	225.0
應收貿易款項及其他應收賬款	304.0	324.1	350.0	375.0	397.0
應收聯營公司款項	62.9	43.9	46.0	50.0	51.0
其他	59.3	32.1	20.0	35.0	31.0
<b>流動資產總和</b>	<b>857.4</b>	<b>826.6</b>	<b>874.8</b>	<b>933.2</b>	<b>970.7</b>
<b>非流動資產</b>					
廠房和設備	247.9	313.0	360.0	420.0	470.0
于聯營公司的權益	7.6	7.9	8.2	9.0	9.3
商譽	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
預付租金	18.8	18.7	23.0	24.6	25.4
購置廠房及物業已付按金	27.3	20.4	19.5	20.0	15.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>非流動資產總和</b>	<b>301.6</b>	<b>360.0</b>	<b>410.7</b>	<b>473.6</b>	<b>519.7</b>
<b>總資產</b>	<b>1,158.9</b>	<b>1,186.6</b>	<b>1,285.5</b>	<b>1,406.8</b>	<b>1,490.4</b>
<b>流動負債</b>					
短期銀行借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
應付票據	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
應付貿易賬款及其他應付款項	201.2	201.9	205.0	210.0	208.0
稅項負債	41.0	49.8	53.0	62.0	68.0
其他	0.0	1.3	0.0	6.6	0.0
<b>流動負債總和</b>	<b>242.2</b>	<b>253.0</b>	<b>258.0</b>	<b>278.6</b>	<b>276.0</b>
<b>非流動負債</b>					
長期銀行貸款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>非流動負債總和</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>總負債</b>	<b>242.2</b>	<b>253.0</b>	<b>258.0</b>	<b>278.6</b>	<b>276.0</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>916.2</b>	<b>932.8</b>	<b>1,026.3</b>	<b>1,126.4</b>	<b>1,212.8</b>
<b>股東權益</b>	<b>916.2</b>	<b>932.8</b>	<b>1,026.3</b>	<b>1,126.4</b>	<b>1,212.8</b>

來源：公司及招銀國際證券預測

**現金流量表**

年結：12月31日（百萬美元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
<b>經營活動</b>					
稅息前收益	167.0	137.3	166.0	182.5	196.2
折舊及分攤	28.2	35.4	42.0	46.0	50.0
分占聯營公司業績	(0.8)	(0.2)	(0.6)	(1.1)	(1.2)
營運資本變動	(24.8)	17.0	(29.0)	(35.0)	(27.5)
存貨變動	(1.1)	(1.3)	(15.0)	(18.0)	(12.0)
應收帳及其他應收款項變動	(37.0)	(22.3)	(20.0)	(21.0)	(18.0)
應付帳及其他應付款項變動	16.2	(1.2)	4.0	3.0	(1.0)
其他營運資本變動	(2.9)	41.9	2.0	1.0	3.5
稅務開支	(8.8)	1.1	(8.0)	(12.0)	(14.0)
其他	(25.6)	(0.9)	(1.5)	(15.0)	(20.1)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>144.0</b>	<b>189.7</b>	<b>168.9</b>	<b>165.4</b>	<b>183.4</b>
<b>投資活動</b>					
購置固定資產	(89.3)	(97.2)	(73.0)	(80.0)	(75.0)
于一間聯營公司的投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	31.5	11.1	4.0	5.1	6.8
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(57.8)</b>	<b>(86.1)</b>	<b>(69.0)</b>	<b>(74.9)</b>	<b>(68.2)</b>
<b>融資活動</b>					
股票發行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
淨銀行借貸	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
已付股息	(100.3)	(107.5)	(87.0)	(99.0)	(110.0)
其他	1.5	(0.2)	1.1	1.6	2.4
<b>現金增加淨額</b>	<b>(12.7)</b>	<b>(4.2)</b>	<b>14.0</b>	<b>(6.9)</b>	<b>7.6</b>
年初現金及現金等價物	264.2	252.0	248.7	263.8	258.2
外匯差額	0.5	0.9	1.1	1.3	0.9
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>252.0</b>	<b>248.7</b>	<b>263.8</b>	<b>258.2</b>	<b>266.7</b>

來源：公司及招銀國際證券預測

**主要比率**

年結：12月31日（百萬美元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
<b>銷售組合</b>					
北美	52.7%	49.5%	49.0%	48.8%	49.0%
歐洲	23.0%	25.6%	24.9%	25.0%	25.1%
大中華	15.0%	17.2%	19.1%	20.2%	20.7%
亞洲（除大中華外）	5.3%	4.6%	4.1%	3.5%	3.1%
其他地區	4.0%	3.1%	2.9%	2.5%	2.1%
<b>總額</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100.0%</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	24.2%	22.9%	23.5%	23.8%	23.3%
營業利潤率	10.7%	8.9%	10.0%	10.2%	10.1%
稅前收益率	10.8%	8.9%	10.0%	10.2%	10.2%
淨利潤率	9.9%	8.0%	9.2%	9.2%	9.1%
有效稅率	8.7%	10.6%	5.7%	7.4%	8.1%
<b>增長 (%)</b>					
收入增長	3.7%	-0.6%	7.7%	7.5%	8.1%
毛利增長	6.5%	-5.9%	10.3%	8.9%	6.0%
營業利潤增長	6.4%	-17.4%	20.6%	9.7%	7.4%
淨利潤增長	7.6%	-20.0%	25.1%	7.3%	7.0%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	3.5	3.3	3.4	3.3	3.5
平均存貨周轉天數	56	55	56	58	55
平均應收賬款周轉天數	72	77	77	77	75
平均應付帳款周轉天數	63	62	59	56	51
淨負債/權益比率	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率</b>					
資本回報率	16.7%	13.1%	15.0%	14.6%	14.5%
資產回報率	13.2%	10.3%	11.9%	11.7%	11.8%
<b>每股數據</b>					
每股利潤（美元）	0.194	0.155	0.194	0.208	0.222
每股股息（港幣）	1.050	0.950	1.010	1.050	1.100
每股帳面值（美元）	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5

來源：公司及招銀國際證券預測

## 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士。