

## 九興控股 (1836 HK, HK\$19.82, 目標價: HK\$20.5, 持有) - 預測2015銷售維持平穩增長

- ❖ **2014 銷售收入按年上升 7.7%**。公司 2014 年 4 季度以及 2014 全年銷售收入分別按年增長了 6.2% 和 7.7% 達到 3.9 億美元和 16.7 億美元。我們預計 2014 全年的淨利潤將按年大幅增長 25.1%，這主要是由於 2013 年基數較低的原因。我們不認為公司銷售收入在 2015 年會大幅提升，這主要是因為生產產能的持續整合以及零售市場氣氛預計將不會很快回暖所導致的。我們預測 2015 及 2016 公司的銷售收入將按年分別增長 7.5% 和 8.1%。
- ❖ **製造業務**。2014 年，公司製造業務的銷售收入按年增長了 9.5% 至 15.7 億美元，其中總出貨量和平均售價分別按年增長 4.5% 和 4.6% 至 5,300 萬雙和每雙 29.6 美元，平均售價的增長主要是因為皮革製造費用的同步增長。2014 年 4 季度，公司製造業務的銷售收入按年增長了 9.1% 至 3.7 億美元，其中總出貨量和平均售價分別按年增長 7.1% 和 1.9% 至 1,400 萬雙和每雙 27.2 美元。我們預測 2015 年 1 季度的總出貨量將為低單位數的按年增長，這主要是由於農曆新年假期的原因。
- ❖ **零售業務**。2014 年第 4 季度和 2014 全年，零售業務銷售收入分別按年下降 31.0% 和 21.3% 至 2,300 萬美元和 9,300 萬美元。零售業務表現欠佳主要是受到疲軟的消費市場氣氛，公司店鋪整合以及同期購物商場減價優惠活動力度較大的影響。截止 2014 年底，公司店鋪按年減少 67 間至 260 間店鋪。我們認為公司旗下店鋪資源整合基本結束，Stella Luna 仍然是公司今後重點發展的品牌。公司在天貓商城開設了品牌店，我們預測網路銷售占比在 2015 年將提高至高單位數。What For 品牌產品將是網路銷售重點。
- ❖ **維持持有評級**。我們預測 2014-2016 財年的淨利潤預測為 1.5 億美元、1.7 億美元及 1.8 億美元。公司目前的股價分別相當於 2015 財年和 2016 財年每股預測盈利的 12.9 倍和 12.0 倍。我們的目標價 20.5 港元相當於 2015 財年 13.3 倍的市盈率。同時也是公司過去 4 年的平均市盈率減去 1 個標準差。我們仍然維持「持有」評級。

### 九興控股 (1836 HK)

評級	持有
收市價	19.82 港元
目標價	20.5 港元
市值 (港幣百萬)	15,745
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	6.7
52 周高/低 (港幣)	22.7/17.9
發行股數 (百萬股)	794.4
主要股東	CordwalnerBonaventure Inc (31.0%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.6%	-8.0%
3 月	-6.7%	-10.0%
6 月	-8.7%	-11.3%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬美元)	1,550	1,541	1,660	1,785	1,930
淨利潤 (百萬美元)	153	123	154	165	176
每股收益 (美元)	0.194	0.155	0.194	0.208	0.222
每股收益變動 (%)	7.20	(20.19)	25.15	7.30	6.97
市盈率(x)	13.79	17.28	13.81	12.87	12.03
市帳率(x)	2.31	2.27	2.06	1.88	1.75
股息率 (%)	5.0	4.6	4.8	5.0	5.3
權益收益率 (%)	16.7	13.1	15.0	14.6	14.5
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際證券預測

**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)
研究与开发費用	(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>					
厂房和设备	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
购置厂房及物業已付按金	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（港币）	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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，本公司及其雇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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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士。