

波司登集團 (3998 HK) - 中期銷售收入下滑

- ❖ 銷售收入下降了 8.8%，但淨利潤上升了 3.1%。截止 2014 財年上半年，波司登的銷售收入按年下降了 8.8% 至人民幣 28.09 億元，但淨利潤上升了 3.1% 至人民幣 3.3 億元。公司毛利率上升了 3.8 個百分點至 49.4%，這主要是由於羽絨產品人民幣 5 千 8 百萬元的存貨回撥導致的。羽絨服業務的自營店在 2014 財年上半年上升了 698 間至 3,795 間，自營店比例的上升也給經營費用帶來了壓力同時經營利潤率也按年下降 1.6 個百分點至 12.2%。2014 財年上半年的淨利潤率按年上升 1.6 個百分點至 11.6%。這主要是由於旗下一個附屬公司享有較低的稅率。我們預測 2014 財年全年的毛利率，經營利潤率及淨利率分別為 52.4%，12.7% 和 10.9%。
- ❖ 各部門業務分析。羽絨服業務，原始設備加工業務及非羽絨服業務的銷售收入分別在 2014 財年上半年按年下降 4.7%，12.9% 和 18.1%，達到人民幣 17.6 億元，人民幣 6.5 億元及人民幣 4 億元且分別占總銷售收入的 62.5%，23.3% 和 14.2%。我們預測 2014 財年羽絨服業務，原始設備加工業務及非羽絨服業務將分別占總銷售收入的 80.4%，9.0% 和 10.6%，達到人民幣 75.9 億元，人民幣 8.5 億元及人民幣 10.0 億元。毫無疑問，非羽絨服業務表現不佳。在 2014 財年上半年，傑西品牌業務的稅後利潤大約為人民幣 500 萬元，其他非羽絨服品牌業務均錄得稅後的虧損。我們不認為 2014 財年下半年的非羽絨服業務銷售會有很大的改善。
- ❖ 存貨壓力依然很大。2014 財年上半年的平均存貨周轉天數為 300 天，按年上升 100 天。根據公司管理層的消息，47% 的存貨庫齡在一年以內，39% 的存貨庫齡在 1 至 2 年內，14% 的存貨庫齡在 2-3 年內。我們認為 2014 財年全年的存貨周轉天數將降低至 222 天。
- ❖ 降級為賣出。我們將 2014 和 2015 財年的淨利潤預測分別降低 32.5% 及 47.6% 至人民幣 10.3 億元和 10.5 億元。同時我們預測 2016 財年的淨利潤為人民幣 11.8 億元。公司目前的股價分別相當於 2014 財年市盈率的 10 倍。我們把公司降級為賣出，目標價從 2.7 港元降至 1.22 港元是根據 2014 財年市盈率的 7.5 倍，同時也是公司過去 5 年的平均市盈率減去一個標準差。

波司登集團 (3998 HK)

評級	賣出
收市價	1.63 港元
目標價	1.22 港元
市值 (港幣百萬)	13,052
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	39.52
52 周高/低 (港幣)	2.55/1.50
發行股數 (百萬股)	8,007
主要股東	高德康 (64.3%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.4%	-11.6%
3 月	-3.2%	-6.1%
6 月	-21.6%	-26.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	8,376	9,325	9,450	10,080	10,900
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,437	1,079	1,027	1,045	1,182
每股收益 (人民幣)	0.183	0.136	0.128	0.131	0.148
每股收益變動 (%)	11.50	(25.89)	(5.37)	1.75	13.11
市盈率(x)	7.04	9.50	10.04	9.87	8.72
市帳率(x)	1.42	1.44	1.35	1.30	1.23
股息率 (%)	10.6	7.8	6.8	7.6	8.5
權益收益率 (%)	20.12	15.20	13.47	13.14	14.12
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：3月31日（百万人民币）	FY 12	FY13	FY 14E	FY 15E	FY16E
收入	8,376	9,325	9,450	10,080	10,900
羽绒服业务	6,120	7,094	7,598	8,235	9,058
贴牌生产业务	909	955	851	827	774
非羽绒服业务	1,347	1,276	1,002	1,018	1,068
销售成本	(4,187)	(4,604)	(4,500)	(4,750)	(5,180)
毛利	4,189	4,721	4,950	5,330	5,720
其他收益	46	54	55	60	60
销售费用	(2,268)	(2,782)	(3,250)	(3,450)	(3,580)
行政费用	(337)	(459)	(550)	(645)	(720)
商誉减值损失	0	(89)	0	0	0
客户关系减值损失	0	(167)	0	0	0
其他费用	(8)	(6)	(2)	(5)	(8)
营运利润	1,621	1,272	1,203	1,290	1,472
融资成本	100	185	130	110	90
税前利润	1,722	1,457	1,333	1,400	1,562
所得税	(271)	(404)	(300)	(330)	(360)
税后利润	1,451	1,053	1,033	1,070	1,202
非控制股东利益	(14)	26	(6)	(25)	(20)
净利润	1,437	1,079	1,027	1,045	1,182

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：3月31日（百万人民币）	FY 12	FY13	FY 14E	FY 15E	FY16E
非流动资产					
厂房和设备	735	1,013	1,100	1,195	1,250
无形资产	1,412	1,099	1,300	1,410	1,495
延迟税项	201	345	350	325	140
其他长期资产	169	84	100	125	136
非流动资产总和	2,517	2,540	2,850	3,055	3,021
流动资产					
现金及现金等价物	1,907	1,935	1,037	1,182	1,321
银行存款	1,334	1,646	1,616	1,283	1,173
应收贸易款项	1,340	1,698	2,175	2,400	2,659
预付账款	518	320	690	750	785
可供出售金融资产	2,223	2,103	1,481	1,510	1,500
持有至到期投资	0	0	0	0	0
存货	1,399	1,971	2,746	3,115	3,400
流动资产总和	8,720	9,673	9,745	10,241	10,839
流动负债					
短期银行借款	1,741	1,737	1,510	1,550	1,520
应付税项	215	267	300	315	340
应付贸易账款	1,330	1,619	1,641	1,950	2,120
关联方应付款项	1	12	1	1	1
流动负债总和	3,287	3,635	3,452	3,816	3,981
非流动负债					
长期银行贷款	0	919	850	790	710
衍生金融产品负债	14	10	12	10	15
长期应付贸易账款	330	179	220	240	265
延迟税项	255	184	236	260	275
非流动负债总和	599	1,293	1,318	1,300	1,265
少数股东权益	213	187	200	230	242
净资产总额	7,138	7,098	7,626	7,950	8,372
股东权益	7,138	7,098	7,626	7,950	8,372

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：3月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14 E	FY15 E	FY16 E
營運利潤	1,621	1,272	1,203	1,290	1,472
折旧及分攤	108	200	280	385	468
營運資本變動	(52)	(480)	(960)	(40)	(230)
稅務開支	(322)	(420)	(330)	(350)	(365)
其他	(40)	42	97	110	120
經營活動所得現金淨額	1,316	614	290	1,395	1,465
購置固定資產	(1,401)	(1,000)	(800)	(750)	(695)
其他	841	281	258	200	180
投資活動所得現金淨額	(560)	(719)	(542)	(550)	(515)
股本的變化					
銀行貸款變動	1,011	915	0	0	0
股息	(1,298)	(804)	(697)	(785)	(881)
其他	0	0	0	0	0
融資活動所得現金淨額	(288)	112	(697)	(785)	(881)
現金增加淨額	468	7	(949)	60	69
年初現金及現金等价物	1,418	1,907	1,935	1,037	1,182
外匯差額	21	21	50	85	70
年末現金及現金等价物	1,907	1,935	1,037	1,182	1,321

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：3月31日	FY12	FY13	FY14 E	FY15 E	FY16 E
銷售組合 (%)					
羽絨服業務	73.1%	76.1%	80.4%	81.7%	83.1%
貼牌生產業務	10.9%	10.2%	9.0%	8.2%	7.1%
非羽絨服業務	16.1%	13.7%	10.6%	10.1%	9.8%
總額	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	50.0%	50.6%	52.4%	52.9%	52.5%
銷前收益率	19.4%	13.6%	12.7%	12.8%	13.5%
營業利潤率	20.6%	15.6%	14.1%	13.9%	14.3%
淨利潤率	17.2%	11.6%	10.9%	10.4%	10.8%
有效稅率	15.7%	27.8%	22.5%	23.6%	23.0%
增長 (%)					
收入增長	19.0	11.3	1.3	6.7	8.1
毛利增長	26.9	12.7	4.9	7.7	7.3
息稅前收益增長	18.2	(21.6)	(5.4)	7.2	14.1
淨利潤增長	12.5	(24.9)	(4.8)	1.8	13.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.7	2.7	2.8	2.7	2.7
速動比率 (x)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9
平均應收賬款周轉天數	58.4	66.5	84.0	86.9	89.1
平均應付賬款周轉天數	115.9	128.3	133.1	149.8	149.4
平均存貨周轉天數	121.9	156.3	222.8	239.4	239.6
總負債/ 權益比率 (%)	24.39%	37.42%	30.95%	29.43%	26.64%
淨負債/ 權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	20.12	15.20	13.47	13.14	14.12
資產回報率	12.78	8.83	8.15	7.86	8.53
每股數據 (人民币)					
每股利潤	0.183	0.136	0.128	0.131	0.148
每股股息	0.136	0.101	0.087	0.098	0.110
每股賬面值	0.91	0.89	0.95	0.99	1.05

來源：公司及招銀國際研究部

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: 香港中環夏慤道 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。而過去的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，並可能會受標的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。接收本報告之行爲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。