

中国：多元化零售

2015 年 04 月 10 日

**投资建议：**
**买入 (维持评级)**

 目标价隐含涨/跌幅：**13.2%**

 日期 **2015/04/09**

收盘价	<b>HK\$19.52</b>
十二个月目标价	<b>HK\$22.10</b>
前次目标价	<b>HK\$22.10</b>
香港恒生指数	<b>26,944.4</b>

**信息更新：**

- ▶ 昨天（4月9日）九兴公布2015年1季度最新销售数据，并于今天早些时候召开电话会议。
- ▶ 总营收同比增长**8.8%**，基本符合本中心预期。

**本中心观点：**

- ▶ 我们维持盈利预估和目标价不变，预计2014-17年每股收益年复合增长率为**12.7%**。
- ▶ 制造业务业绩稳健，将是公司未来的盈利动能。

**公司简介：** 九兴控股为全球休闲及时尚鞋业公司开发并生产鞋类产品。

股价相对香港恒生指数表现



市值	<b>US\$2,000.7 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>US\$0.7 百万元</b>
流通在外股数(百万股)	<b>794.4</b>
自由流通股数比例	<b>69.0%</b>
大股东；持股比率	<b>蒋氏家族, 31.0%</b>
净负债比率	<b>(16.2%)</b>
每股净值 (2015F)	<b>US\$1.27 元</b>
市净率 (2015F)	<b>1.98 倍</b>

简明损益表(US\$百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	1,663	1,768	1,920	2,105
营业利润	137	163	174	192
税后净利润*	121	147	158	173
每股收益(元)	0.15	0.19	0.20	0.22
每股收益年增长率 (%)	(2.1)	21.7	7.1	10.0
每股股利(元)	0.11	0.13	0.14	0.15
市盈率(倍)	16.5	13.6	12.7	11.6
股利收益率(%)	4.3	5.1	5.5	6.1
净资产收益率 (%)	12.8	15.0	15.2	15.8

\* 归属股东税后净利润

**报告分析师：**
**朱家杰 CFA**

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

## 九兴控股 (1836 HK)

### 2015 年 1 季度营收表现亮眼

**维持买入评级：** 2015 年 1 季度的亮眼业绩以及 2015 年 2 季度的最新财测与本中心预期相符。我们认为制造业务业绩稳健，将是公司未来的盈利动能。本中心目标价为 22.10 港元，系基于现金流折现估值（加权平均资本成本：**9.1%**）和市盈率估值（市盈率对增长比 1.1 倍）平均计算得出。

**产量增长推动鞋类制造业务营收上升：** 该分部营收同比增长 14.1%，主要受产量同比增长 11% 所拉动。产量增长系因欧洲客户进行库存回补以及基数较低（2014 年 1 季度同比下滑 9.9%）。由于 2014 年皮革价格上涨，平均售价同比提高 3.2%。九兴能够将大部分的原物料价格上涨影响转移至其品牌客户。由于未来几个季度的比较基数较为不利，我们假设 2015 年全年制造业务营收将增长 8%。

**非核心零售业务继续面临挑战：** 该分部营收同比下滑 27.7%，同店销售额同比下滑 20.6%。总营收下滑幅度扩大系由关闭门店所致。2015 年 1 季度门店总数同比减少 18.6%。销量下降依然是主要问题，因为九兴未参加百货商场的促销活动。但是，该数字与本中心预期的 2015 年零售业务营收同比下滑 25% 相符。

**预计 2015 年 2 季度销售业绩稳健：** 管理层预计鞋类出货量将同比呈双位数增长，而平均售价或将同比小幅下滑，符合本中心预期。

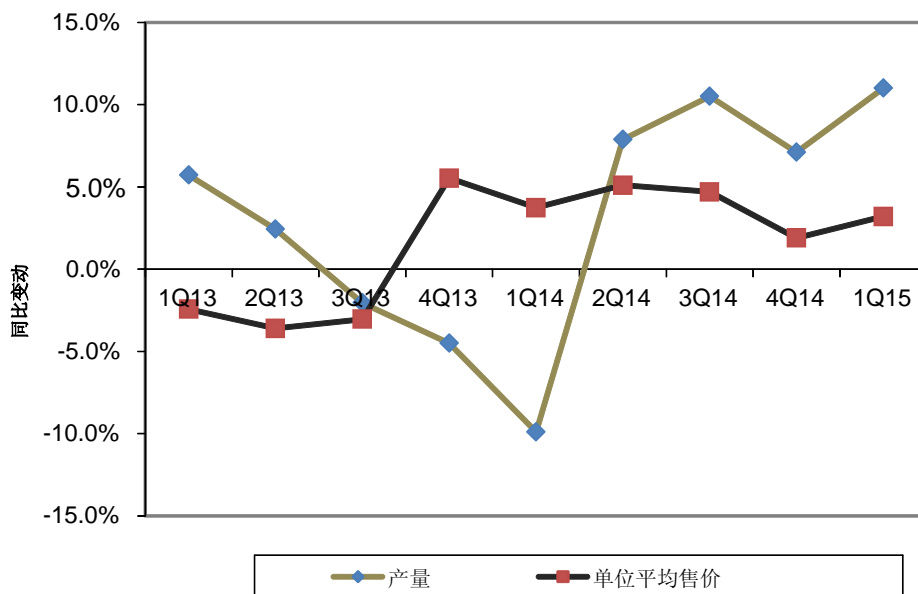
**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

#### 4月10日管理层电话会议摘要

- ▶ **制造业务表现亮眼主要因出货量实现同比增长：**对欧洲和北美的出货量分别同比增长22%/8%。欧洲客户，尤其是其乐（Clarks），当季需求强劲。
- ▶ **零售业务依然面临挑战。**2015年1季度零售业务表现受销量降低拖累，因为九兴未参加百货商场促销活动。因此，客流被分散至附近提供具有吸引力折扣的柜台。2015年1季度零售业务出现运营亏损，亏损水平与2014年1季度类似。
- ▶ **2015年1季度利润率同比提升：**由于2015年1季度核心制造业务表现强劲，管理层预计2015年1季度利润率将同比上升。这与本中心目前给出的2015年毛利率同比上升2.5个百分点的预估相符。
- ▶ **预计2015年2季度制造业务表现稳健：**管理层预计鞋类销量将同比呈双位数增长，而平均售价可能同比下滑。预计平均售价同比下降系因皮革价格下跌（年初至今已下跌5-6%）。
- ▶ **3月初的东莞工厂工人罢工事件已平息：**九兴提到，公司已与工人就社会福利待遇安排达成一致意见。东莞工厂生产活动已恢复正常。
- ▶ **2015年鞋类制造营收将主要由产量带动。**鉴于品牌客户进行库存回补以及美国零售需求改善，九兴预计2015年产量将同比呈双位数增长。与之相对，由于近期皮革价格疲弱，平均售价可能相对持平或小幅下滑。目前我们假设2015年鞋类制造业务营收将同比增长8%。

图 1：九兴鞋类产量和平均售价趋势



资料来源：公司资料，元大

## 资产负债表

年初至 12 月 (US\$ 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	278	174	221	222	218
存货	178	216	212	216	235
应收帐款及票据	213	251	235	253	276
其他流动资产	158	152	157	163	170
<b>流动资产</b>	<b>827</b>	<b>793</b>	<b>825</b>	<b>854</b>	<b>898</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	313	357	387	417	447
什项资产	47	37	37	37	37
<b>其他资产</b>	<b>360</b>	<b>394</b>	<b>424</b>	<b>454</b>	<b>484</b>
<b>资产总额</b>	<b>1,187</b>	<b>1,186</b>	<b>1,249</b>	<b>1,308</b>	<b>1,382</b>
应付帐款及票据	102	92	91	93	101
短期借款	50	57	57	57	57
什项负债	101	85	89	94	98
<b>流动负债</b>	<b>253</b>	<b>234</b>	<b>237</b>	<b>243</b>	<b>256</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	0	0	0	0	0
<b>长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债总额</b>	<b>253</b>	<b>234</b>	<b>237</b>	<b>243</b>	<b>256</b>
股本	10	10	10	10	10
资本公积	201	196	196	196	196
保留盈余	722	745	806	860	923
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>933</b>	<b>952</b>	<b>1,012</b>	<b>1,067</b>	<b>1,130</b>

资料来源: 公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (US\$ 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	123	121	147	158	173
折旧及摊提	35	40	46	52	60
本期营运资金变动	7	(96)	18	(22)	(36)
其他营业资产	(6)	(8)	(11)	(11)	(12)
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>160</b>	<b>56</b>	<b>200</b>	<b>177</b>	<b>186</b>
资本支出	(82)	(77)	(81)	(85)	(90)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	(4)	0	0	4	4
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(86)</b>	<b>(77)</b>	<b>(81)</b>	<b>(81)</b>	<b>(85)</b>
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	0	0	0	0	0
其他调整数	(108)	(98)	(77)	(133)	(144)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(108)</b>	<b>(98)</b>	<b>(77)</b>	<b>(133)</b>	<b>(144)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>(34)</b>	<b>(119)</b>	<b>42</b>	<b>(37)</b>	<b>(43)</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>74</b>	<b>(21)</b>	<b>119</b>	<b>96</b>	<b>100</b>

资料来源: 公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (US\$ 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>营业收入</b>	<b>1,541</b>	<b>1,663</b>	<b>1,768</b>	<b>1,920</b>	<b>2,105</b>
销货成本	(1,188)	(1,314)	(1,353)	(1,464)	(1,601)
<b>营业毛利</b>	<b>353</b>	<b>349</b>	<b>415</b>	<b>457</b>	<b>505</b>
营业费用	(237)	(220)	(261)	(292)	(323)
<b>营业利润</b>	<b>130</b>	<b>137</b>	<b>163</b>	<b>174</b>	<b>192</b>
利息收入	5	3	3	4	4
利息费用	0	0	0	0	0
利息收入净额	5	3	3	4	4
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	3	(4)	(5)	(5)	(6)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	138	136	162	173	191
所得税费用	(15)	(16)	(16)	(17)	(19)
<b>税后净利润</b>	<b>123</b>	<b>121</b>	<b>147</b>	<b>158</b>	<b>173</b>
税前息前折旧摊销前净利	166	177	209	227	252
每股收益 (US\$)	0.16	0.15	0.19	0.20	0.22
每股收益 - 调整员工分 红 (US\$)	0.16	0.15	0.19	0.20	0.22

资料来源: 公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	(0.6)	7.9	6.3	8.6	9.6
营业利润	(9.7)	5.2	19.0	6.7	10.3
税前息前折旧摊销前净	(3.5)	6.7	18.1	8.5	11.4
税后净利润	(19.7)	(2.0)	21.9	7.1	10.0
每股收益	(19.65)	(2.09)	21.68	7.05	9.97
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	22.9	21.0	23.5	23.8	24.0
营业利润率	8.5	8.2	9.2	9.1	9.1
税前息前 折旧摊销前净利率	10.8	10.6	11.8	11.8	12.0
税后净利润率	8.0	7.3	8.3	8.2	8.2
资产报酬率	10.5	10.1	12.0	12.2	12.8
净资产收益率	13.3	12.8	15.0	15.2	15.8
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	5.3	6.0	5.6	5.3	5.0
净现金(负债)权益比(%)	26.6	13.8	17.6	16.8	15.5
利息保障倍数 (倍)	(580.8)	399.3	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期债	2.8	2.4	2.9	3.1	3.4
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(674.9)	164.0	N.A.	N.A.	N.A.
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	3.2	1.0	3.5	3.1	3.3
流动比率 (倍)	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5
速动比率 (倍)	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
净负债 (US\$ 百万元)	(228)	(118)	(164)	(165)	(161)
每股净值 (US\$)	1.17	1.20	1.27	1.34	1.42
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	16.2	16.5	13.6	12.7	11.6
股价自由现金流量比	27.0	(93.3)	16.9	20.9	19.9
市净率	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
股价税前息前折旧摊销 前净利比	12.0	11.3	9.6	8.8	7.9
股价营收比	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源: 公司资料、元大

## 附录 A: 重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 九兴控股 (1836 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2012/05/14	19.02	21.90	21.90	买入	叶嘉雯
2	2012/08/16	19.70	20.50	20.50	持有	叶嘉雯
3	2012/09/04	18.66	21.90	21.90	持有-超越同业	叶嘉雯
4	2013/07/07	21.20	19.30	19.30	持有-落后同业	朱家杰
5	2013/08/15	19.32	17.80	17.80	持有-落后同业	朱家杰
6	2014/01/13	19.08	17.60	17.60	持有-落后同业	朱家杰
7	2014/03/23	18.42	17.30	17.30	持有-落后同业	朱家杰
8	2014/07/11	21.70	19.90	19.90	持有-落后同业	朱家杰
9	2014/10/17	21.75	19.90	19.90	持有-落后同业	朱家杰
10	2015/01/12	19.82	23.70	23.70	买入	朱家杰
11	2015/03/23	19.02	22.10	22.10	买入	朱家杰

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计:	413	100%

资料来源: 元大

### 投资评级说明

**买入:** 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业:** 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业:** 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出:** 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中:** 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼