

中国：多元化零售

2015年05月28日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**18.2%**

 日期 **2015/05/27**

收盘价	HK\$10.82
十二个月目标价	HK\$12.80
前次目标价	HK\$11.30
香港恒生指数	28,081.2

信息更新：

- ▶ 百丽 2015 财年净利润较本中心/市场预期分别高 6.6%/5.9%，系因利润率好转。
- ▶ 公司预计 2016 财年 1 季度鞋类和运动服饰产品需求将表现分化。

本中心观点：

- ▶ 我们将 2016/17 财年每股收益分别上调 6.3/1.3%，以反映本中心营业利润率假设的上调。
- ▶ 我们重申买入评级，系因我们认为潜在的服装业务并购将利好股价。

公司简介： 百丽为大中华区主要女鞋品牌商和零售商。旗下最畅销品牌包括百丽、天美意和思加图。该公司还在中国经销国际运动服饰品牌。

股价相对香港恒生指数表现



市值	RMB73,003.7 百万元
六个月平均日成交量	RMB85.2 百万元
流通在外股数(百万股)	8,434.2
自由流通股数比例	60.8%
大股东；持股比例	邓氏家族, 20.9%
净负债比率	(22.8%)
每股净值 (2015A)	RMB2.95 元
市净率 (2015A)	2.87 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 02 月	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	40,008	43,728	47,259	51,554
营业利润	6,215	6,375	6,656	7,234
税后净利润*	4,764	4,910	5,121	5,536
每股收益(元)	0.58	0.59	0.62	0.67
每股收益年增长率 (%)	10.4	3.1	4.3	8.1
每股股利(元)	0.59	0.20	0.23	0.23
市盈率(倍)	15.0	14.6	14.0	12.9
股利收益率(%)	6.8	2.3	2.6	2.6
净资产收益率 (%)	18.5	19.2	19.2	19.9

* 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

百丽国际 (1880 HK)

2015 财年业绩超出预期

重申买入评级： 虽然鞋类业务环境可能继续面临挑战，但是我们认为强劲的运动服饰业务将在一定程度上缓解其影响。我们认为，潜在的服装业务并购或成为潜在股价利好因素。

2015 财年下半年业绩表现好转： 2015 财年下半年净利润同比增长 8.7%，高于上半年 7.6% 的同比增速，这可归因于有效税率降低和利润率同比基本保持稳定。2015 财年下半年，运动服饰和服装业务销售额同比增长 17.6%，毛利率同比增加 3.6 个百分点。相比之下，百丽鞋类业务销售额同比增速低至 0.7%。

最新销售表现分化： 管理层透露，2016 财年 1 季度鞋类业务同店销售额负增长，而运动服饰业务同店销售额同比实现双位数正增长。最新销售表现似乎与 2015 财年趋势类似。

管理层谨慎对待未来线上业务的贡献： 2015 财年线上平台销售额占比为 3-4%，管理层认为线上平台需求不太可能再有上升。管理层还否认公司与阿里巴巴线上平台签订了任何战略合作协议。

调整盈利预估以反映利润率假设的上调： 我们将 2016-18 财年营业利润率假设上调 0.3-0.5 个百分点。本中心目标价 12.80 港元（前次为 11.30 港元）系基于现金流折现估值（加权平均资本成本：10%）和市盈率估值（2016 财年预期市盈率 17 倍）平均计算得出，隐含 2016 财年预期市盈率 17.1 倍。我们预计 2014-18 财年公司每股收益年复合增长率为 5.1%。

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。

2015年5月27日分析师会议重点摘要

2016财年1季度（2015年3-5月）经营表现分化

鞋类业务同店销售额呈负增长，而运动服饰同店销售额呈同比两位数增长。最新的销售表现似乎与2015财年的趋势相似。详细数据将于6月第二周公布。

鞋类业务的营业利润率无大幅下滑空间

鞋类业务的营业利润率收窄0.7个百分点至22.1%，主要因产品需求疲弱（2015财年该业务销售额同比增长3.2%）。但管理层认为尽管同店销售额可能出现负增长，得益于经营成本控制到位以及不进行大规模降价促销，2016财年营业利润仍将略低于2015财年。

运动服饰业务利润率仍有提升空间

继2014财年旧库存全部清理完毕后，大部分运动服饰销售额来自新产品。因此，利润率将有进一步提升空间。

管理层对电子商务看法谨慎

百丽澄清其自有鞋类品牌天美意（Teenmix）近期参加天猫商城组织的促销活动，未来此类合作将延续，但公司并未与多个阿里巴巴线上平台达成“战略合作协议”。电子商务仍将是百丽的分销渠道之一。然而，高级管理层对于向电商投入大量财物资源仍持谨慎看法。事实上，2015财年百丽自身的线上平台净亏损人民币1,000万以上。我们认为百丽将继续通过自有平台及与其他线上平台运营商合作，来扩大线上业务。

未来经营重心将更侧重服装业务

由于鞋类业务的经营环境严峻，百丽或将加大对服装业务的投资。2015财年服装业务约贡献总销售额的0.5%。百丽可能在该领域开展并购，这有望加快服装业务发展。

股利分配率将稳定在60%左右

不包括中期特别股利，2015财年股利分配率为59%。短期内公司将维持该股利分配率。百丽似乎希望持有更多现金用于并购。截至今年2月末，百丽净现金余额为人民币57.3亿元。

图1：我们将2016-17财年每股收益预估上调1.3-6.3%

每股收益（人民币）	调整前	调整后	差异
FY2016F	0.56	0.59	6.3%
FY2017F	0.61	0.62	1.3%

资料来源：元大预估

资产负债表

年初至 02 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金与短期投资	9,724	8,386	8,690	8,241	7,940
存货	6,571	6,349	7,665	8,496	9,317
应收帐款及票据	4,402	5,999	4,972	5,393	5,865
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产	20,696	20,734	21,327	22,130	23,122
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,691	4,141	4,741	5,341	5,941
什项资产	8,006	7,661	7,724	7,794	7,871
其他资产	11,698	11,802	12,466	13,135	13,812
资产总额	32,394	32,536	33,792	35,265	36,934
应付帐款及票据	2,280	2,894	2,899	3,187	3,499
短期借款	2,360	2,658	2,658	2,658	2,658
什项负债	1,197	1,611	1,805	1,883	2,036
流动负债	5,837	7,163	7,362	7,728	8,193
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	222	252	297	350	413
长期负债	222	252	297	350	413
负债总额	6,059	7,414	7,659	8,078	8,606
股本	83	83	83	83	83
资本公积	10,198	10,198	10,198	10,198	10,198
保留盈余	15,908	14,642	15,624	16,648	17,755
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	26,189	24,923	25,905	26,929	28,036

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 02 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期净利润	4,402	4,764	4,910	5,121	5,536
折旧及摊提	1,100	1,085	1,008	1,057	1,109
本期营运资金变动	(438)	(347)	(89)	(887)	(829)
其他营业资产	(2,617)	(1,879)	(1,842)	(1,650)	(3,000)
营运活动之现金流量	2,447	3,622	3,986	3,641	2,817
资本支出	(1,768)	(1,500)	(1,575)	(1,654)	(1,736)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	(2,042)	0	0	0	0
投资活动之现金流量	(3,810)	(1,500)	(1,575)	(1,654)	(1,736)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	230	298	0	0	0
其他调整数	(1,355)	(5,073)	1,975	(4,080)	(4,376)
融资活动之现金流量	(1,125)	(4,775)	1,975	(4,080)	(4,376)
本期产生现金流量	(2,488)	(2,652)	4,386	(2,093)	(3,296)
自由现金流量	(1,363)	2,122	2,411	1,988	1,080

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 02 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	36,794	40,008	43,728	47,259	51,554
销货成本	(15,682)	(16,998)	(19,102)	(20,910)	(22,970)
营业毛利	21,112	23,010	24,627	26,349	28,584
营业费用	(15,820)	(17,217)	(18,716)	(20,203)	(21,911)
营业利润	5,681	6,215	6,375	6,656	7,234
利息收入	370	465	342	339	324
利息费用	(33)	(36)	(33)	(27)	(27)
利息收入净额	337	429	308	312	297
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	15	(43)	2	5	8
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	6,032	6,601	6,686	6,973	7,539
所得税费用	(1,653)	(1,851)	(1,805)	(1,883)	(2,036)
税后净利润	4,402	4,764	4,910	5,121	5,536
税前息前折旧摊销前净利	6,780	7,300	7,383	7,713	8,344
每股收益 (RMB)	0.52	0.58	0.59	0.62	0.67
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.52	0.58	0.59	0.62	0.67

资料来源：公司资料、元大

*归属于股东净利润

主要财务报表分析

年初至 02 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成长率 (%)					
营业收入	N.A.	8.7	9.3	8.1	9.1
营业利润	N.A.	9.4	2.6	4.4	8.7
税前息前折旧摊销前净	N.A.	7.7	1.1	4.5	8.2
税后净利润	N.A.	8.2	3.1	4.3	8.1
每股收益	N.A.	10.43	3.06	4.29	8.12
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	57.4	57.5	56.3	55.8	55.4
营业利润率	15.4	15.5	14.6	14.1	14.0
税前息前折旧摊销前净利率	18.4	18.2	16.9	16.3	16.2
税后净利润率	12.0	11.9	11.2	10.8	10.7
资产报酬率	13.3	14.6	14.7	14.7	15.2
净资产收益率	16.9	18.5	19.2	19.2	19.9
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	9.0	10.6	10.2	9.8	9.4
净现金(负债)权益比 (%)	28.0	22.8	23.1	20.5	18.6
利息保障倍数 (倍)	182.2	183.4	202.2	263.3	284.6
利息及短期债	2.5	2.5	2.5	2.6	2.8
现金流量对利息保障倍数 (倍)	73.5	100.1	120.0	137.0	106.0
现金流量对利息及短期债保障倍数(倍)	1.0	1.3	1.5	1.4	1.0
流动比率 (倍)	3.5	2.9	2.9	2.9	2.8
速动比率 (倍)	2.4	2.0	1.9	1.8	1.7
净负债 (RMB 百万元)	(7,363)	(5,728)	(6,032)	(5,583)	(5,281)
每股净值 (RMB)	3.11	2.95	3.07	3.19	3.32
评价指标 (倍)					
市盈率	16.6	15.0	14.6	14.0	12.9
股价自由现金流量比	(53.6)	33.7	29.7	36.0	66.3
市净率	2.8	2.9	2.8	2.7	2.6
股价税前息前折旧摊销前净利比	10.8	9.8	9.7	9.3	8.6
股价营收比	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4

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之分析师，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。

百丽国际 (1880 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	2013/05/14	12.68	14.10	14.10	持有-超越同业	朱家杰
2	2013/08/25	10.42	13.20	13.20	持有-超越同业	朱家杰
3	2013/11/21	9.50	10.90	10.90	持有-超越同业	朱家杰
4	2014/05/27	8.06	8.80	8.80	持有-超越同业	朱家杰
5	2014/09/12	9.66	11.30	11.30	买入	朱家杰
6	2014/09/15	9.40	11.30	11.30	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	183	44%
持有-超越同业	107	26%
持有-落后同业	52	12%
卖出	9	2%
评估中	59	14%
限制评级	8	2%
总计:	418	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约。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