

中国：纺织品、成衣与奢侈品

2015年03月18日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**26.7%**

 日期 **2015/03/17**

| | |
|---------|-----------------|
| 收盘价 | HK\$1.42 |
| 十二个月目标价 | HK\$1.80 |
| 前次目标价 | HK\$2.30 |
| 香港恒生指数 | 23,901.5 |

信息更新：

- ▶ 3月17日盘后，利邦公布2014年业绩。
- ▶ 2014年净利润较本中心预期低14%，主要因营业利润率低于预期，汇损扩大。

本中心观点：

- ▶ 我们将2015/16年每股收益预估下调19.6%/18.0%，因为我们调低利润率假设。
- ▶ 重申买入评级，系因公司估值不高，2015年盈利有望复苏。

公司简介： 利邦控股是领先的高端、奢侈男装品牌零售商。公司销售六大国际品牌男装。

股价相对香港恒生指数表现



| | |
|--------------|------------------------|
| 市值 | HK\$2,480.1 百万元 |
| 六个月平均日成交量 | HK\$3.1 百万元 |
| 流通在外股数(百万股) | 1,746.5 |
| 自由流通股数比例 | 61.4% |
| 大股东：持股比率 | 冯氏集团, 38.6% |
| 净负债比率 | (1.2%) |
| 每股净值 (2015F) | HK\$2.08 元 |
| 市净率 (2015F) | 0.68 倍 |

简明损益表(HK\$百万元)

| 年初至12月 | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,624 | 2,605 | 2,699 | 2,814 |
| 营业利润 | 206 | 283 | 346 | 391 |
| 税后净利润* | 161 | 233 | 288 | 326 |
| 每股收益(元) | 0.09 | 0.13 | 0.16 | 0.19 |
| 每股收益年增长率(%) | (48.1) | 45.0 | 23.3 | 13.4 |
| 每股股利(元) | 0.07 | 0.10 | 0.12 | 0.14 |
| 市盈率(倍) | 15.4 | 10.6 | 8.6 | 7.6 |
| 股利收益率(%) | 4.7 | 6.9 | 8.5 | 9.6 |
| 净资产收益率(%) | 4.7 | 6.6 | 7.6 | 8.0 |

* 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

利邦有限公司 (891 HK)

业务显现企稳迹象

重申买入评级： 我们认为利邦2014年业绩不佳已基本反映于股价，因为过去12个月公司股价已下跌22%。我们预计2015年公司业绩将有所改善，系因1) 降价促销活动有限；2) 2014年关闭业绩不佳的门店后，成本控制得以改善。2015年预期股利收益率6.9%具有吸引力，应可为股价提供支撑。

2014年盈利不佳系因销售额和利润率均同比下滑： 2014年下半年利邦净利润同比下滑48.3%（2014年上半年同比下滑47.3%）。2014年销售额同比下降2.7%，因为门店数净减少且同店销售额下滑。受去杠杆影响，公司营业利润率同比减少3.8个百分点。

2014年下半年销售额和存货状况出现好转迹象： 在大规模的促销活动之后，利邦存货周转天数降至343天，低于2013年的428天。此外，得益于促销期间的强劲需求，2014年下半年核心的中国和港澳市场同店销售额重现正增长。

调降每股收益预估系因下调营业利润率假设： 我们预计港元将持续走强，至少在未来两年内，中国和香港消费者信心将保持疲弱。目前我们将2015/16年营业利润率假设下调2个百分点。相应地，我们将目标价下调至1.8港元，本中心目标价系基于现金流折现估值（加权平均资本成本10.5%）和市盈率（市盈率对增长比0.4倍）估值混合平均计算得出，对应2015/16年预期市盈率13.5/10.9倍，我们预计2014-17年每股收益年复合增长率为26.2%。

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。

3月17日分析师会议摘要

- ▶ **核心中国市场业务出现好转迹象:** 管理层认为中国 1-2 月业务表现良好, 虽然同期其他市场的业务状况依然存在困难。管理层认为 2015 年公司同店销售额将实现正增长。
- ▶ **毛利率有望小幅提升:** 由于存货可控, 公司预计 2015 年不会有大规模的产品促销活动。因此, 较之于 2014 年的 74.1%, 2015 年公司毛利率将在 75%左右。
- ▶ **目前门店规模 (399 家) 最合适:** 显而易见, 2015 年公司将继续新增/关闭门店, 但目前门店网络显著扩张的机会有限。
- ▶ **随着 2014 年总门店数下降, 利邦将减少 2015 年春秋两季的订单。** 公司将尽力避免重复过去存货过量的错误。
- ▶ **2015 年存货状况将继续改善:** 鉴于产品订单减少以及产品规划更细致, 公司认为其存货周转情况将继续改善。

图 1: 我们将 2015-16 年每股收益预估下调 18.0-19.6%

| 每股收益 (港元) | 调整前 | 调整后 | 差异 |
|-----------|------|------|--------|
| FY2015F | 0.17 | 0.13 | -19.6% |
| FY2016F | 0.20 | 0.16 | -18.0% |

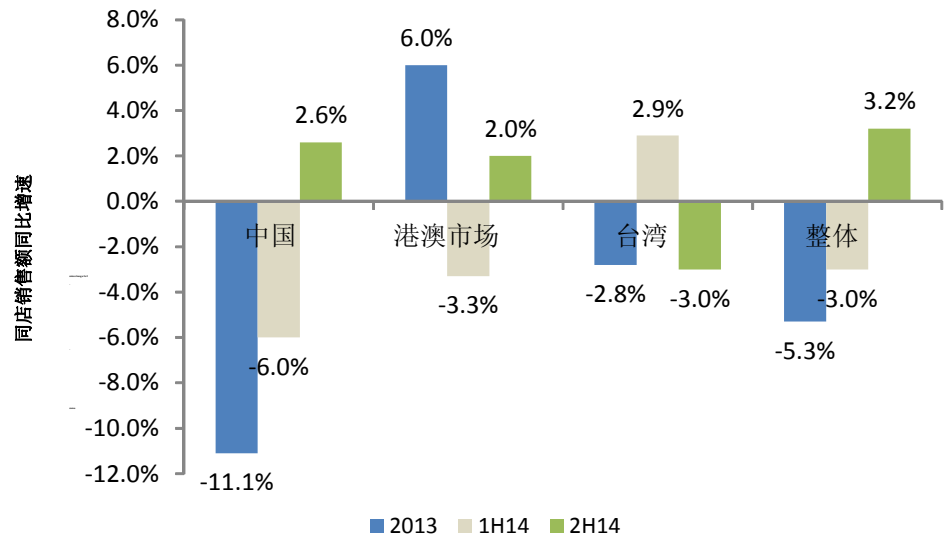
资料来源: 元大预估

图 2：利邦 2014 年业绩分析

| 截至 12 月 (港元百万) | 2013 | 2014 | 同比变动 | 本中心观点 |
|----------------|--------|--------|------|--------------------------------|
| 营收 | | | | |
| 香港及澳门 | 871 | 841 | -3% | 受 2014 年上半年门店数净减少以及同店销售额负增长的影响 |
| 中国大陆 | 1,345 | 1,288 | -4% | 同上 |
| 台湾 | 191 | 197 | 3% | |
| 欧洲 | 289 | 298 | 3% | |
| 总计 | 2,696 | 2,624 | -3% | 受核心香港及中国市场销售额下滑的拖累 |
| 毛利润 | 2,036 | 1,943 | -5% | 由降价促销所致 |
| 销售营销费用 | -1,286 | -1,329 | 3% | 由中国市场人力成本增加所致 |
| 管理费用 | -509 | -507 | 0% | 成本管控到位 |
| 营业利润 (息税前利润) | 311 | 206 | -34% | 去杠杆影响 |
| 财务收入 | 20 | 37 | 82% | 人民币存款收益提高 |
| 财务成本 | -30 | -33 | 11% | |
| 税前利润 | 369 | 184 | -50% | 因营业利润下滑 |
| 所得税 | -61 | -23 | -62% | 非应税收入增加 |
| 归属股东净利润 | 308 | 161 | -48% | |
| 每股收益 (港元) | 0.18 | 0.09 | -48% | 与净利润降幅相同 |
| 每股股利 (港元) | 0.13 | 0.07 | -48% | |
| 股利分配率 (%) | 73% | 72% | -1% | |
| 利润率 | | | | |
| 毛利率 | 76% | 74% | | |
| 营业利润率 | 12% | 8% | | |
| 净利率 | 11% | 6% | | |

资料来源：公司资料，元大

图 3:2014 年下半年中国、香港及澳门市场的同店销售额重现正增长



资料来源: 公司资料, 元大

图 4:12 个月预期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 元大

图 5:12 个月预期市净率区间



资料来源: 公司资料, 元大

资产负债表

| 年初至 12 月 (HK\$ 百万元) | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金与短期投资 | 1,337 | 523 | 745 | 935 | 1,205 |
| 存货 | 685 | 612 | 605 | 617 | 623 |
| 应收帐款及票据 | 174 | 180 | 178 | 222 | 231 |
| 其他流动资产 | 142 | 126 | 81 | 83 | 86 |
| 流动资产 | 2,338 | 1,442 | 1,610 | 1,857 | 2,145 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 279 | 237 | 359 | 399 | 439 |
| 什项资产 | 3,500 | 3,465 | 3,505 | 3,519 | 3,535 |
| 其他资产 | 3,778 | 3,702 | 3,863 | 3,918 | 3,974 |
| 资产总额 | 6,116 | 5,143 | 5,473 | 5,775 | 6,119 |
| 应付帐款及票据 | 492 | 366 | 515 | 532 | 554 |
| 短期借款 | 1,428 | 748 | 700 | 700 | 700 |
| 什项负债 | 61 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 流动负债 | 1,981 | 1,141 | 1,242 | 1,260 | 1,281 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债及准备 | 695 | 606 | 601 | 597 | 592 |
| 长期负债 | 695 | 606 | 601 | 597 | 592 |
| 负债总额 | 2,677 | 1,747 | 1,843 | 1,856 | 1,874 |
| 股本 | 173 | 175 | 175 | 175 | 175 |
| 资本公积 | 2,198 | 2,377 | 2,377 | 2,377 | 2,377 |
| 保留盈余 | 1,068 | 845 | 1,078 | 1,366 | 1,692 |
| 换算调整数 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 3,440 | 3,397 | 3,630 | 3,917 | 4,244 |

资料来源: 公司资料、元大

现金流量表

| 年初至 12 月 (HK\$ 百万元) | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 本期净利润 | 308 | 161 | 233 | 288 | 326 |
| 折旧及摊提 | 178 | 165 | 182 | 200 | 220 |
| 本期营运资金变动 | (145) | (79) | 203 | (40) | 3 |
| 其他营业资产 | (91) | (61) | (23) | (51) | (63) |
| 营运活动之现金流量 | 250 | 186 | 595 | 396 | 486 |
| 资本支出 | (96) | (90) | (95) | (99) | (104) |
| 本期长期投资变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变动 | (46) | 37 | 17 | 20 | 0 |
| 投资活动之现金流量 | (142) | (53) | (78) | (79) | (104) |
| 股本变动 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期负债变动 | 540 | (234) | (233) | (232) | (231) |
| 其他调整数 | (354) | (740) | 25 | 82 | 70 |
| 融资活动之现金流量 | 207 | (974) | (208) | (150) | (161) |
| 本期产生现金流量 | 315 | (842) | 309 | 167 | 221 |
| 自由现金流量 | 108 | 133 | 517 | 317 | 382 |

资料来源: 公司资料、元大

损益表

| 年初至 12 月 (HK\$ 百万元) | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2,696 | 2,624 | 2,605 | 2,699 | 2,814 |
| 销货成本 | (660) | (681) | (650) | (672) | (699) |
| 营业毛利 | 2,036 | 1,943 | 1,955 | 2,027 | 2,114 |
| 营业费用 | (1,795) | (1,836) | (1,781) | (1,800) | (1,855) |
| 营业利润 | 311 | 206 | 283 | 346 | 391 |
| 利息收入 | 20 | 37 | 17 | 20 | 0 |
| 利息费用 | (30) | (33) | (23) | (23) | 0 |
| 利息收入净额 | (10) | 4 | (7) | (3) | 0 |
| 投资利益(损失)净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他业外收入(支出)净额 | 68 | (25) | 8 | 8 | 7 |
| 非常项目净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前净利润 | 369 | 184 | 284 | 351 | 398 |
| 所得税费用 | (61) | (23) | (51) | (63) | (72) |
| 税后净利润 | 308 | 161 | 233 | 288 | 326 |
| 税前息前折旧摊销前净利 | 489 | 371 | 464 | 546 | 610 |
| 每股收益 (HK\$) | 0.18 | 0.09 | 0.13 | 0.16 | 0.19 |
| 每股收益 - 调整员工分 红 (HK\$) | 0.18 | 0.09 | 0.13 | 0.16 | 0.19 |

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 |
|------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 年成长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | (3.7) | (2.7) | (0.7) | 3.6 | 4.3 |
| 营业利润 | (41.5) | (34.0) | 37.7 | 22.3 | 13.0 |
| 税前息前折旧摊销前净 | (31.4) | (24.3) | 25.4 | 17.5 | 11.9 |
| 税后净利润 | (42.9) | (47.8) | 45.0 | 23.3 | 13.4 |
| 每股收益 | (43.62) | (48.09) | 44.99 | 23.30 | 13.44 |
| 获利能力分析 (%) | | | | | |
| 营业毛利率 | 75.5 | 74.1 | 75.0 | 75.1 | 75.1 |
| 营业利润率 | 11.6 | 7.8 | 10.9 | 12.8 | 13.9 |
| 税前息前 折旧摊销前净利率 | 18.1 | 14.1 | 17.8 | 20.2 | 21.7 |
| 税后净利润率 | 11.4 | 6.1 | 9.0 | 10.7 | 11.6 |
| 资产报酬率 | 5.2 | 2.9 | 4.4 | 5.1 | 5.5 |
| 净资产收益率 | 8.9 | 4.7 | 6.6 | 7.6 | 8.0 |
| 稳定/偿债能力分析 | | | | | |
| 负债权益比 (%) | 41.5 | 22.0 | 19.3 | 17.9 | 16.5 |
| 净现金(负债)权益比(%) | (2.6) | (6.6) | 1.2 | 6.0 | 11.9 |
| 利息保障倍数 (倍) | 13.4 | 6.6 | 13.2 | 16.3 | N.A. |
| 利息及短期债 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 现金流量对利息 保障倍数 (倍) | 8.4 | 5.6 | 25.5 | 17.2 | N.A. |
| 现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍) | 0.2 | 0.2 | 0.8 | 0.5 | 0.7 |
| 流动比率 (倍) | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.7 |
| 速动比率 (倍) | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| 净负债 (HK\$ 百万元) | 91 | 225 | (45) | (235) | (505) |
| 每股净值 (HK\$) | 1.97 | 1.94 | 2.08 | 2.24 | 2.43 |
| 评价指标 (倍) | | | | | |
| 市盈率 | 8.0 | 15.4 | 10.6 | 8.6 | 7.6 |
| 股价自由现金流量比 | 22.8 | 18.7 | 4.8 | 7.8 | 6.5 |
| 市净率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 股价税前息前折旧摊销 前净利比 | 5.0 | 6.7 | 5.3 | 4.5 | 4.1 |
| 股价营收比 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |

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。

利邦有限公司 (891 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 | 2012/12/20 | 5.10 | 5.00 | 5.00 | 持有-落后同业 | 朱家杰 |
| 2 | 2012/12/21 | 5.07 | 4.80 | 4.80 | 持有-落后同业 | 朱家杰 |
| 3 | 2013/03/13 | 4.29 | 4.56 | 4.56 | 持有-落后同业 | 朱家杰 |
| 4 | 2013/04/24 | 3.51 | 3.10 | 3.10 | 持有-落后同业 | 朱家杰 |
| 5 | 2013/05/16 | 3.24 | 2.80 | 2.80 | 持有-落后同业 | 朱家杰 |
| 6 | 2013/10/06 | 2.56 | 2.40 | 2.40 | 持有-落后同业 | 朱家杰 |
| 7 | 2014/03/16 | 1.90 | 2.30 | 2.30 | 买入 | 朱家杰 |
| 8 | 2014/06/15 | 1.84 | 1.70 | 1.70 | 持有-落后同业 | 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 | 202 | 49% |
| 持有-超越同业 | 104 | 25% |
| 持有-落后同业 | 44 | 11% |
| 卖出 | 9 | 2% |
| 评估中 | 46 | 11% |
| 限制评级 | 6 | 1% |
| 总计: | 411 | 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