

持有

2015年03月24日

库存清理进度理想，同店增速略有回调但仍期待进一步复苏信号，调升评级至持有

►2014年销售额同比下滑2.7%，净利润则同比倒退47.8%：公司14年的销售额同比下滑2.7%至26.2亿港元。期内受大力清库影响，集团的毛利率水平同比下滑1.4个百分点至74.1%。股东应占溢利则同比倒退47.8%至1.6亿港元。每股盈利为9.3港仙。派息率仍维持在73%。

►业绩回顾：1)2012年或更早期的库存的90%已清理完毕，存货周转天数由2013年的428天下降到2014年底的343天。2)期内门店净减少52间至399间，其中新增47间，关闭99间，公司认为总门店数量维持在400间为理想水平。3)随着门店的调整，公司的经营面积同比下降9%至49万平方尺，而每平方尺销售额同比提升6%至5036港元。4)下半年的同店增速较上半年有所回调，由上半年3.0%的倒退改善至下半年3.0%的增长，下半年内地、香港及欧洲的同店增速分别为2.6%、2.0%及16.3%。

►2015年展望：1)近期采购的春秋季节新装数量较过去季度大幅减少，我们预计在库存清理理想的情况下正价产品的销售将逐渐恢复（目前85%的门店为正价门店，15%的门店为奥特莱斯店），预计下半年的毛利率水平将较上半年有明显改善。2)公司将各品牌分摊的购买力整合为一，加强采购端的议价能力，节省成本，提升产品的定价空间，我们相信集团整体的毛利率可以维持在74%-75%之间。3)预计欧洲业务将于今年内有正面盈利贡献。4)公司将持续对库存进行管控，预计今年的存货周转天数将较去年底的343天有进一步的下降。

►目标价1.30港元，调升评级至持有：我们由公司的库存清理进度及去年下半年同店增速的回调情况可见公司的营运效率在逐渐改善。我们预计2015年的上半年仍将是阵痛调整期，改善效果将于下半年逐步显现，但仍期待更明显的业绩复苏信号。我们预计15年公司的销售额及净利润都将同比有单位数的增长，我们以15年13倍的市盈率给予公司目标价1.3港元，较前日收市价有13.3%的下滑空间，调升评级至持有。

程成

852-25321960

Tracy.cheng@firstshanghai.com.hk

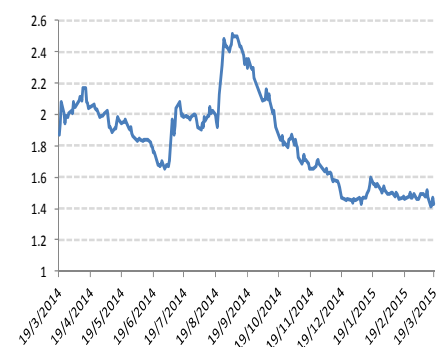
主要资料

行业	男装零售
股价	1.5 港元
目标价	1.30 港元 (-13.3%)
股票代码	0891 HK
已发行股本	17.47 亿股
总市值	26.2 亿港元
52 周高/低	2.56 港元/1.39 港元
每股净现值	1.94 港元
主要股东	经纶控股有限公司 (35.29%)

表：盈利摘要

截止12月30日财政年度	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
收入 (百万港元)	2,695.9	2,623.6	2,680.7	2,883.3	3,140.4
变动 (%)	-3.7%	-2.7%	2.2%	7.6%	8.9%
经营利润 (百万港元)	363.0	172.8	192.3	210.2	230.4
变动 (%)	-37.8%	-52.4%	11.3%	9.3%	9.6%
净利润 (百万港元)	308.2	160.9	171.2	182.7	196.9
变动 (%)	-42.9%	-47.8%	6.4%	6.7%	7.8%
每股收益 (港仙)	17.8	9.3	9.9	10.5	11.3
市盈率 (倍)	8.4	16.2	15.2	14.3	13.2
每股派息 (港仙)	13.0	6.7	6.9	7.4	7.9
息率 (%)	8.7%	4.5%	4.6%	4.9%	5.3%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


资料来源: 彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<港元><百万>, 财务年度截至<12月30日>						<港元><百万>, 财务年度截至<12月30日>					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测		2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	2,695.9	2,623.6	2,680.7	2,883.3	3,140.4	盈利能力					
毛利	2,036.1	1,942.9	1,991.0	2,145.0	2,356.4	毛利率(%)	75.5%	74.1%	74.3%	74.4%	75.0%
其他业务收入	70.4	98.9	77.7	86.5	100.5	EBITDA 利率(%)	20.0%	12.1%	12.0%	12.1%	11.9%
销售及管理费用	(1,795.1)	(1,836.2)	(1,889.9)	(2,041.4)	(2,229.7)	净利率(%)	11.4%	6.1%	6.4%	6.3%	6.3%
其他收益净额	47.6	(32.8)	13.4	20.2	3.1	营运表现					
营运收入	363.0	172.8	192.3	210.2	230.4	SG&A/收入(%)	66.6%	70.0%	70.5%	70.8%	71.0%
净财务收入(开支)	(9.7)	3.6	0.6	(4.5)	(6.0)	实际税率(%)	16.6%	12.7%	17.0%	17.0%	18.0%
联营公司	16.2	7.8	13.4	14.4	15.7	股息支付率(%)	73.0%	72.7%	70.0%	70.0%	70.0%
税前盈利	369.4	184.2	206.3	220.1	240.1	库存周转	373.0	347.8	320.0	320.0	300.0
所得税	(61.2)	(23.3)	(35.1)	(37.4)	(43.2)	应付账款天数	47.4	35.9	40.0	40.0	40.0
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款天数	24.5	24.6	26.0	26.0	26.0
净利润	308.2	160.9	171.2	182.7	196.9	财务状况					
折旧及摊销	175.4	144.7	130.1	137.6	142.6	负债/股本	0.78	0.51	0.48	0.48	0.50
EBITDA	538.4	317.4	322.4	347.9	372.9	收入/总资产	0.44	0.51	0.53	0.56	0.59
增长						ROA	0.05	0.03	0.03	0.04	0.04
总收入(%)	-3.7%	-2.7%	2.2%	7.6%	8.9%	ROE	0.09	0.05	0.05	0.05	0.06
EBIT(%)	-37.8%	-52.4%	11.3%	9.3%	9.6%						
EBITDA(%)	-29.5%	-41.0%	1.6%	7.9%	7.2%						
净利润(%)	-42.9%	-47.8%	6.4%	6.7%	7.8%						
资产负债表						现金流量表					
<港元><百万>, 财务年度截至<12月30日>						<港元><百万>, 财务年度截至<12月30日>					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测		2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	1,337.5	522.7	497.4	462.3	705.4	税前盈利	369.4	184.2	206.3	220.1	240.1
应收账款	174.1	180.0	201.9	208.9	238.5	折旧及摊销	175.4	144.7	130.1	137.6	142.6
存货	684.7	612.5	596.7	698.0	590.8	营运资金变化	(180.6)	(54.9)	170.9	(111.5)	184.4
其他流动资产	121.4	110.9	88.7	71.0	56.8	其他	(132.3)	(60.0)	(45.5)	(47.4)	(52.5)
总流动资产	2,337.8	1,441.6	1,400.3	1,455.8	1,607.2	营运现金流	227.9	153.1	401.0	150.6	476.4
固定资产	278.6	237.0	238.5	252.6	261.7	资本开支	(96.2)	(130.0)	(130.0)	(150.0)	(150.0)
无形资产	3,080.8	3,054.5	3,052.8	3,051.2	3,049.5	其他投资活动	38.8	(26.5)	(242.0)	9.9	9.2
其他	206.1	200.6	206.7	206.7	206.7	投资活动现金流	(141.8)	(156.5)	(372.0)	(140.1)	(140.8)
总资产	6,116.1	5,143.2	5,101.8	5,169.6	5,328.4	负债变化	540.0	(680.2)	74.8	82.3	45.2
短期负债	1,428.1	747.9	822.7	905.0	950.2	股本变化	21.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款、应付票据	491.7	365.7	521.0	497.6	587.7	股息	(354.5)	(116.9)	(119.9)	(127.9)	(137.8)
其他	61.5	27.4	30.1	33.1	36.4	其他融资活动	0.0	9.2	(9.2)	0.0	0.0
总短期负债	1,981.3	1,141.0	1,373.9	1,435.7	1,574.3	融资活动现金流	206.6	(690.1)	(54.3)	(45.6)	(92.6)
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	现金变化	292.7	(693.5)	(25.3)	(35.0)	243.1
其他负债	375.9	353.1	279.9	231.1	192.2	期初持有现金	999.1	1,319.3	522.7	497.4	462.3
总负债	2,676.5	1,746.6	1,653.8	1,666.8	1,766.6	期末持有现金	1,319.3	522.7	497.4	462.3	705.4
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
股东权益	3,439.6	3,396.6	3,448.0	3,502.8	3,561.9						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。