

持有

2014年10月31日

提升派息率及供应链调整为短期亮点，但女鞋业务基本面仍较疲弱，维持持有评级

- 中期销售额同比增 10.9%，净利润同比增 7.6%：**公司中期销售额同比增 10.9%至 186 亿元人民币。毛利率同比增 0.6 个百分点至 56.3%。股东应占溢利同比增 7.6%，至 20.8 亿元人民币。中期派息为每股 0.15 元人民币，同时加派每股 0.25 元的特别股息，中期派息率为 160%。
- 女鞋业务进入低速增长，运动品业务销售态势良好：**女鞋类一、二季度的同店增速分别为-1.8%及-2.8%，销售态势较同业差，若剔除收购 SKAP 的影响，女鞋的销售增速为 4%。但最新 9、10 月的销售情况仍不理想，我们预计下半年女鞋 22%的经营利润率水平较难维持。运动品销售态势则表现较好，主要是基于前两年的库存消化，及消费者对于运动服饰的刚性需求增加。我们预计全年运动品业务仍可保持双位数的增长态势。
- 调整首单订货会至货品上架时间，提升货品运作效率：**以往，公司首单订货会至地方性货品上架时间过短导致生产环节的准备不够充分，影响产品质量，同时，也是基于劳工流动性高及工作时间缩短的考量，公司将提早首批订单的订货会时间，以此改善供应链的运作效率。我们相信此次调整有助生产效率的提升，但另一方面，对于原材料的配备及补单的货量调整与首单调整的配合度仍持观望态度。
- 提升派息率保障股东利益，考虑转变资本结构：**由于公司已由高速增长进入低速增长期，为保障股东利益，公司决定将派息率由原来的 30%提升至 60%。另一方面，公司也将考虑转变资本结构，若未来有较大规模的收购项目，将考虑融资方案。
- 目标价 9.0 港元，维持持有评级：**我们相信供应链的调整及提升派息率为公司的短期亮点，但女鞋基本面未见好转迹象。线上销售的贡献仍较小，去年的线上销售为 10 亿元，预计今年将有 30%-40%的增幅。我们以 15 财年 13 倍的市盈率及 16 财年 12 倍市盈率给予公司 12 个月的目标价 9.0 港元，较前日收市价有 8.2%的下降空间，维持持有评级。

程成

852-25321960
Tracy.cheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

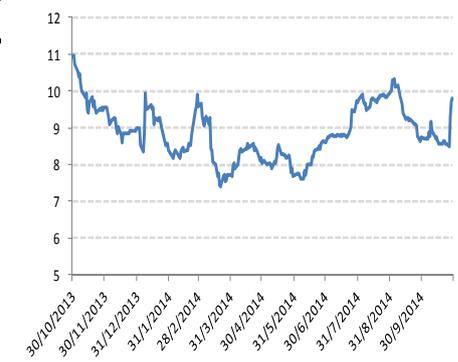
行业	鞋类
股价	9.8 港元
目标价	9.0 港元 (-8.2%)
股票代码	1880
已发行股本	84.34 亿股
市值	824.87 亿港元
52 周高/低	11.08/7.25 港元
每股净现值	3.05 元人民币
主要股东	Profit Leader Holdings (31.15%)

盈利摘要

截止2月28日财政年度	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
收入 (百万人民币)	36794	39816	43489	47866
变动 (%)	<i>n.a</i>	8.2	9.2	10.1
净利润 (百万人民币)	4402	4573	4885	5329
基本每股收益 (人民币)	0.52	0.54	0.58	0.63
变动 (%)	<i>n.a</i>	3.9	6.8	9.1
市盈率 (倍)	15	14	13	12
每股派息 (人民币)	0.20	0.87	0.35	0.38
息率 (%)	2.61	11.24	4.50	4.91

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<2月28日>

	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	36,794	39,816	43,489	47,866
毛利	21,112	22,577	24,761	27,330
其他业务收入	389	239	261	287
销售及管理费用	(15,820)	(17,001)	(18,809)	(20,750)
其他收入	(15)	0	0	0
营运收入	5,666	5,815	6,213	6,868
净财务收入(开支)	362	330	350	294
联营公司	5	5	5	5
税前盈利	6,032	6,149	6,568	7,166
所得税	(1,653)	(1,599)	(1,708)	(1,863)
少数股东应占利润	(23)	(23)	(24)	(27)
净利润	4,402	4,573	4,885	5,329
折旧及摊销	973	1,349	1,639	1,933
EBITDA	6,639	7,164	7,852	8,800
增长				
总收入 (%)	n. a	8.2%	9.2%	10.1%
EBIT (%)	n. a	2.6%	6.9%	10.5%
EBITDA (%)	n. a	7.9%	9.6%	12.1%
净利润 (%)	n. a	3.9%	6.8%	9.1%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<2月28日>

	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	2,825	1,568	1,477	1,593
应收账款	4,402	5,184	5,305	6,238
存货	6,571	7,795	8,490	9,367
其他流动资产	6,899	7,580	8,330	9,154
总流动资产	20,696	22,127	23,601	26,353
固定资产	3,691	3,947	3,917	3,602
无形资产	3,469	3,582	3,890	4,590
其他	4,537	4,438	4,383	4,329
总资产	32,394	34,096	35,794	38,876
应付帐款、应付票据	2,280	4,044	2,869	4,723
短期银行贷款	2,360	3,100	4,500	3,500
其他应付帐款	1,197	1,311	1,311	1,311
总短期负债	5,837	8,455	8,681	9,535
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	222	239	257	276
总负债	6,059	8,694	8,937	9,810
少数股东权益	146	123	99	73
股东权益	26,335	25,402	26,856	29,065

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

<人民币> <百万>, 财务年度截至<2月28日>

	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
盈利能力				
毛利率 (%)	57.4%	56.7%	56.9%	57.1%
EBIT 利率 (%)	15.4%	14.6%	14.3%	14.3%
EBITDA 利率 (%)	18.0%	18.0%	18.1%	18.4%
净利率 (%)	12.0%	11.5%	11.2%	11.1%
营运表现				
SG&A/收入 (%)	43.0%	42.7%	43.3%	43.4%
实际税率 (%)	27.4%	26.0%	26.0%	26.0%
股息支付率 (%)	32.9%	160.0%	60.0%	60.0%
库存周转	161	152	159	159
应付账款天数	23	33	33	33
应收账款天数	32	33	33	33
财务状况				
净负债/股本	0.19	0.25	0.25	0.25
收入/总资产	1.14	1.17	1.21	1.23
总资产/股本	1.23	1.34	1.33	1.34
盈利对利息倍数	15.67	17.64	17.73	23.38

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<2月28日>

	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
EBITDA	6,639	7,164	7,852	8,800
经营现金净额	6,973	7,360	6,337	9,247
所得税	(1,374)	(402)	(396)	(552)
营运现金流	5,600	5,357	4,541	7,295
资本开支	(1,306)	(1,700)	(1,900)	(2,300)
其他投资活动	(1,521)	(679)	(750)	(825)
投资活动现金流	(2,827)	(2,379)	(2,650)	(3,125)
负债变化	(1,955)	740	1,400	(1,000)
股本变化	0	0	0	0
股息	(1,349)	(5,839)	(3,367)	(3,037)
其他融资活动	2,293	0	0	0
融资活动现金流	(1,012)	(5,099)	(1,967)	(4,037)
现金变化	1,761	(2,121)	(76)	133
期初持有现金	1,950	3,705	1,568	1,477
期末持有现金	3,705	1,568	1,477	1,593

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、资料、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,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕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。第一上海或其关连人仕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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。