

中国：纺织品、成衣与奢侈品

2015 年 06 月 23 日

投资建议：
卖出 (调降评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**(32.5)%**

 日期 **2015/06/22**

收盘价	HK\$1.63
十二个月目标价	HK\$1.10
前次目标价	HK\$2.10
香港恒生指数	27,080.9

信息更新：

- ▶ 昨天（6 月 22 日）盘后利邦发布盈利预警。
- ▶ 一次性重组成本将导致 2015 年上半年出现营业损失，2015 全年净利润将同比下滑。

本中心观点：

- ▶ 我们将 2015-17 年每股收益预估下调 59/44/35%，以反映最新的盈利预警及平淡的经营前景。
- ▶ 我们将评级调降至卖出，新目标价隐含 33% 的下跌空间。

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\$2,445.1 百万元
六个月平均日成交量	HK\$4.0 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；持股比例	冯氏集团, 38.6%
净负债比率	3.0%
每股净值 (2015F)	HK\$1.99
市净率 (2015F)	0.82 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	2,496	2,526	2,587
营业利润	206	95	161	234
税后净利润*	161	78	133	194
每股收益(元)	0.09	0.04	0.08	0.11
每股收益年增长率 (%)	(48.1)	(51.6)	69.5	45.9
每股股利(元)	0.07	0.03	0.06	0.08
市盈率 (倍)	17.6	36.3	21.4	14.7
股利收益率(%)	4.1	2.0	3.4	5.0
净资产收益率 (%)	4.7	2.3	3.7	5.2

* 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)

下行风险较高，前景平淡

评级调降至卖出，新目标价隐含 33% 绝对下跌空间。我们认为未来 12 个月利邦股价将走弱，系因 1) 未来财务表现不佳，2014-17 年每股收益年复合增长率仅为 6.1%；及 2) 基本面不足以支撑偏高的估值（本中心调整后每股收益预估对应 2016 年预期市盈率 21.4 倍）。我们注意到国际品牌，例如 Burberry 和 Hugo Boss 的市盈率约为 17-19 倍。

关店及裁员推高重组成本。以上成本将在全年陆续确认，且均为现金支出，将影响公司盈利及财务状况。不过 2015 年重组成本预计将低于 1 亿港元。2016 年不会再认列此类成本。

下调盈利预估，以反映一次性重组成本和平淡的经营表现/前景。本中心调整后的财务预估模型中，我们假设 2015 年重组成本为 9,000 万港元。另外，我们将 2015/16/17 年销售额预估下调 4%/6%/8%，以反映持续低迷的产品需求。我们相应将目标价从 2.10 港元下调至 1.10 港元，系基于现金流折现估值（加权平均资本成本：10.7%）和市盈率估值（2016 年预估每股收益 10 倍），平均计算而得，对应 2016 年预估每股收益 14.5 倍。

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6月22日管理层电话会议重点摘要

与关店及精简业务结构相关的重组成本。这两项举措导致公司需以现金支付裁员补偿，相关成本将在全年陆续确认。不过2015年重组成本预计将低于1亿港元。2016年利邦不会再认列此类成本。

2015年上半年利邦可能认列营业损失

即使不考虑上述重组成本，2015年上半年仍将出现营业损失
鉴于消费者需求不振，利邦采取降价措施。然而，产品需求依然低迷，从而导致2015年上半年营收面临下滑压力。加上经营去杠杆，2015年上半年利邦可能认列营业损失。

2015全年可能盈利，尽管盈利将同比下滑

根据公司公告，2015年下半年利邦将转盈，主要得益于更高效的业务结构及更低的产品成本。

资产负债情况依然稳健

截至2014年12月，利邦净负债率为7%。管理层表示公司继续维持低负债率水平。另外，存货水平处于可控范围内，存货周转天数已自2014年12月的高位343天回落。

股票估值与投资建议

我们将 2015-17 年每股收益预估下调 35-50%，主要反映销售额/利润率假设下调。我们注意到本中心调整后 2015/16/17 年每股收益较 Bloomberg 市场预期低 56/37/21%。

图 1：我们将 2015-17 财年每股收益预估下调 35-59%

每股收益（港元）	调整前	调整后	百分比变动
FY2015F	0.11	0.04	-59%
FY2016F	0.14	0.08	-44%
FY2017F	0.17	0.11	-35%

资料来源：元大预估

图 2：利邦营业利润率/净利率假设变动

(%)	调整前	调整后
FY2015F - 营业利润率	9.0	3.8
FY2016F - 营业利润率	10.6	6.4
FY2017F - 营业利润率	12.6	9.1
FY2015F - 净利率	7.4	3.1
FY2016F - 净利率	8.8	5.3
FY2017F - 净利率	10.6	7.5

资料来源：元大预估

估值

本中心调整后目标价为 1.10 港元（四舍五入），系基于现金流折现估值（目标价 1.42 港元）和市盈率估值（目标价 0.76 港元）平均计算得出。本中心目标价隐含 2015/16 年预期市盈率 24.5 倍/14.5 倍。

- ▶ 本中心现金流折现估值系基于加权平均资本成本 10.7%，得出相应目标价为 1.42 港元。
- ▶ 我们采用 2016 年目标市盈率 10 倍，系因我们认为服装品牌拥有者应享有两位数市盈率倍数。本中心预估 2014-17 年每股收益年复合增长率为 6.1%。我们得到市盈率估值目标价 0.76 港元。

调降评级

我们将该股评级从买入下调至卖出，因为本中心盈利预估和目标价调整后，该股价面临 33% 的绝对下跌空间。另外，公司最新的盈利预警严重打压投资者对该股的投资热情。

风险

本中心盈利预估与评级的主要投资风险为 1) 中国反腐行动戛然而止及 2) 盈利复苏快于预期。

我们将该股评级从买入下调至卖出

图 3：12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 4：12 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	595	641	787
存货	685	612	640	628	614
应收帐款及票据	174	180	171	208	213
其他流动资产	142	126	78	79	80
流动资产	2,338	1,442	1,484	1,556	1,693
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	5,347	5,474	5,667
应付帐款及票据	492	366	544	542	546
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	1,271	1,269	1,273
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	1,872	1,866	1,865
股本	173	175	175	175	175
资本公积	2,198	2,177	2,377	2,377	2,377
保留盈余	1,068	1,045	923	1,056	1,250
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	3,440	3,397	3,475	3,608	3,802

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	78	133	194
折旧及摊提	178	165	182	200	220
本期营运资金变动	(145)	(79)	208	(28)	12
其他营业资产	(91)	(69)	(23)	(17)	(29)
营运活动之现金流量	250	178	445	288	396
资本支出	(96)	(133)	(95)	(99)	(104)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	(46)	38	15	16	18
投资活动之现金流量	(142)	(95)	(79)	(83)	(86)
股本变动	21	23	0	0	0
本期负债变动	540	(715)	(233)	(232)	(231)
其他调整数	(354)	(189)	142	67	52
融资活动之现金流量	207	(881)	(91)	(165)	(179)
本期产生现金流量	315	(797)	274	40	131
自由现金流量	108	84	366	205	310

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	2,496	2,526	2,587
销货成本	(660)	(681)	(687)	(684)	(689)
营业毛利	2,036	1,943	1,809	1,842	1,898
营业费用	(1,795)	(1,836)	(1,818)	(1,790)	(1,778)
营业利润	311	206	95	161	234
利息收入	20	37	15	16	18
利息费用	(30)	(33)	(23)	(23)	(23)
利息收入净额	(10)	4	(8)	(7)	(5)
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	96	162	236
所得税费用	(61)	(23)	(17)	(29)	(43)
税后净利润	308	161	78	133	194
税前息前折旧摊销前净利	489	371	277	361	454
每股收益 (HK\$)	0.18	0.09	0.04	0.08	0.11
每股收益 - 调整员工分 红 (HK\$)	0.18	0.09	0.04	0.08	0.11

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)	(4.9)	1.2	2.4
营业利润	(41.5)	(34.0)	(53.6)	68.8	45.5
税前息前折旧摊销前净	(31.4)	(24.3)	(25.3)	30.3	25.9
税后净利润	(42.9)	(47.8)	(51.3)	69.5	45.9
每股收益	(43.36)	(48.05)	(51.55)	69.46	45.90
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	75.5	74.1	72.5	72.9	73.4
营业利润率	11.6	7.8	3.8	6.4	9.1
税前息前 折旧摊销前净利率	18.1	14.1	11.1	14.3	17.5
税后净利润率	11.4	6.1	3.1	5.3	7.5
资产报酬率	5.2	2.9	1.5	2.5	3.5
净资产收益率	8.9	4.7	2.3	3.7	5.2
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	41.5	22.0	20.1	19.4	18.4
净现金(负债)权益比(%)	(2.6)	(6.6)	(3.0)	(1.6)	2.3
利息保障倍数 (倍)	13.4	6.6	5.1	8.0	11.3
利息及短期债	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	8.4	5.4	19.1	12.5	17.2
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.2	0.2	0.6	0.4	0.5
流动比率 (倍)	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率 (倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
净负债 (HK\$ 百万元)	91	225	105	59	(87)
每股净值 (HK\$)	1.99	1.94	1.99	2.07	2.18
评价指标 (倍)					
市盈率	9.1	17.6	36.3	21.4	14.7
股价自由现金流量比	26.1	33.8	7.8	13.9	9.2
市净率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
股价税前息前折旧摊销 前净利比	5.8	7.6	10.3	7.9	6.3
股价营收比	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1

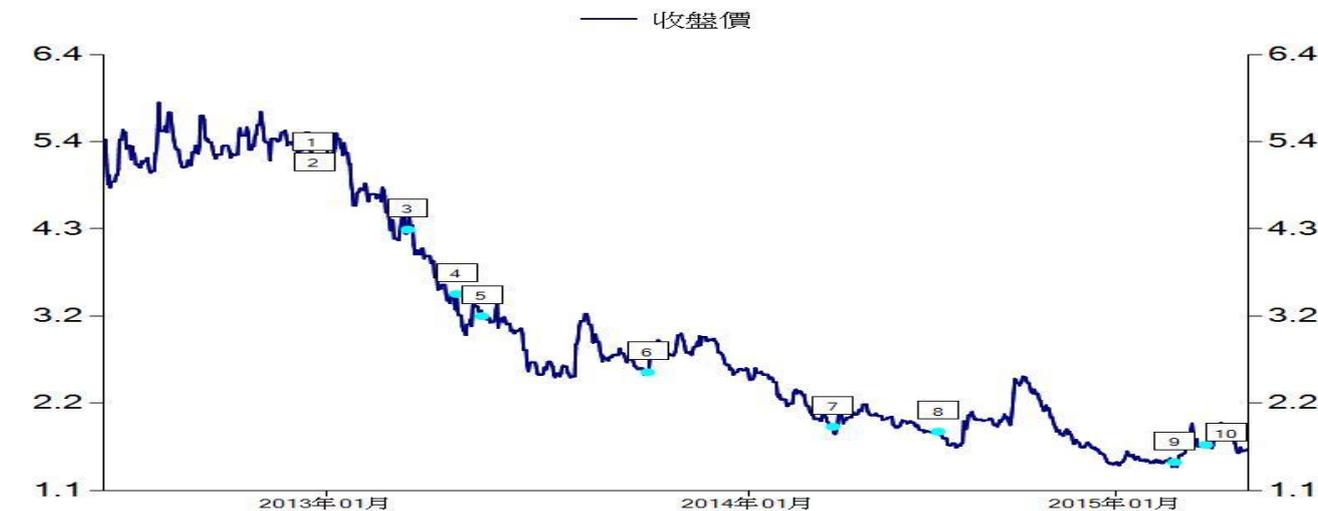
资料来源: 公司资料、元大

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。

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
9	2015/03/18	1.42	1.80	1.80	买入	朱家杰
10	2015/04/29	1.70	2.10	2.10	买入	朱家杰
11	2015/06/23	1.63	1.10	1.10	卖出	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	179	42%
持有-超越同业	113	27%
持有-落后同业	59	14%
卖出	9	2%
评估中	58	14%
限制评级	4	1%
总计:	422	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