

九兴控股 (1836 HK)

1 季度恢复增长，利润率回升

- ❖ **九兴控股是全球领先的鞋类产品开发及制造商。**九兴控股是全球领先的高质量鞋，类开发及制造商，年产量达 5300 万双，占全球市场份额的 11%。客户是高端休闲和时尚品牌，如 Alexander Wang, Bally, Givenchy, Marc Jacobs, Prada, Tory Burch, ASH, Deckers, UGG 以及运动和户外品牌，如耐克，Under Armour, Timberland 和 The North Face。
- ❖ **17 年 1 季度销售收入回升，体育运动增长仍然快速，时尚和休闲类开始稳定，零售分部亦回升。**九兴控股 17 年 1 季度的销售额增长约为 10%（制造业增长率为 7%，主要是产量增长，平均售价小幅下滑，以及零售分部增长 15%），快于 17 财年管理层给予中单位数的目标，较 16 年上半年和下半年的销售额下跌 9.6% 和 14.6% 有大幅回升，主要是由于 1) 体育类产品销售增长超过 20%（耐克有中双位数的上涨，加上 16 年下半年新增了另一个快速增长的顶级品牌客户），2) 休闲和时尚类的销售开始平稳（16 年销售下降了 20%）。自从 16 年 4 季度以来，我们看到美国和中国对奢侈品，休闲和时装的需求都有所回升，我们认为，这种积极的消费者情绪可能是由于资产价格升值而引发的，例如，美国股票（S&P 指数），中国房价达到新高。如果未来没有重大的意外或挫折，势头可能会持续下去，亦符合九兴控股客户在 17 财年和 18 财年的销售预测。
- ❖ **管理层在 17 财年给予的经营利润率目标应该是可以实现的。**经营利润率从 15 财年的 7.1% 下降到 16 财年的 5.4%，我们认为在 17 财年是有望回升到 6% 以上的，因为 1) 皮革价格平稳，年头至今只上升 3%，我们预计 2017 年皮革价格只有单位数幅度的上涨，2) 越南生产的利润率较高和占比逐渐扩大，预计其海外生产贡献将从 16 财年的 32% 上升至 18 财年的 40%，3) 进一步将员工数目减至 6 万 5 千人（16 财年为 7 万 1 千人和 15 财年为 8 万 3 千人）。
- ❖ **零售分部情况转好。**零售分部也呈现强劲增长，最近两季，16 财年 4 季度和 17 财年 1 季度的同店增长分别为 12% 和 9%，这对本集团而言是正面的，因为我们推测过去几年零售分部每年亏损几百万美元，占集团净利润的 1-3%，今年有望大幅减少。
- ❖ **估值不贵，但已经相对合理。**目前现价的 17 财年市盈率为 16 倍，略高于 5 年平均水平，历史幅度为 12 倍至 18 倍，建议投资者等待更好的买入点。我们认为未来进一步的催化剂可能为 1) 优于预期的客户的销售增长，2) 越南工厂的投产速度更快。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万人民币)	1,663.1	1,769.9	1,550.9
净利润 (百万人民币)	120.2	120.2	81.2
每股收益 (人民币)	0.152	0.153	0.103
每股收益变动 (%)	(1.9)	0.7	(32.7)
市盈率(x)	17.4	16.3	16.9
市帐率(x)	2.2	2.0	1.4
股息率 (%)	4.2	4.4	4.4
权益收益率 (%)	12.8	12.5	8.3
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

未评级

当前股价 HK\$13.54

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国鞋类行业

市值(百万港元)	10,756
3 月平均流通量 (百万港元)	8.47
52 周内股价高/低 (港元)	19.8/10.2
总股本 (百万)	794.4

资料来源：彭博

股东结构

Cordwalner Bonaventure	31.0%
公司董事	10.0%
自由流通	59.0%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.4%	7.4%
3-月	12.4%	6.9%
6-月	-5.4%	-7.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.stella.com.hk

利潤表

年结: 12月31日 (百万元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
收入	1,663.1	1,769.9	1,550.9
男装鞋	529.7	559.3	507.7
女装鞋	1,033.6	1,130.3	965.4
零售	99.8	80.3	77.8
销售成本	(1,314.3)	(1,398.2)	(1,260.3)
毛利	348.8	371.7	290.6
其他收入	7.5	15.4	38.0
销售及行政费用	(220.5)	(257.9)	(241.2)
其他收益	-	-	-
息税前收益	135.8	129.1	87.4
净融资成本	(0.3)	(0.6)	(0.5)
联营公司	0.4	0.3	1.4
特殊收入	-	-	-
税前利润	135.8	128.8	88.3
所得税	(15.6)	(8.6)	(7.0)
非控制股东权益	-	-	-
净利润	120.2	120.2	81.2

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
非流动资产	393.6	435.0	459.7
物业、厂房及设备	356.6	375.3	378.1
无形资产和商誉	-	-	-
投资型房地产	-	-	-
联营公司的权益	7.6	8.1	7.6
合营公司的权益	-	5.6	8.0
购买物业、厂房及设备预付款项	29.5	45.9	65.9
流动资产	792.8	808.2	712.8
其他金融资产	80.3	91.1	60.3
存货	215.7	208.5	210.4
贸易及其他应收账款	365.2	363.5	359.7
受限制银行结余	-	-	-
现金及现金等价物	131.6	145.1	82.5
流动负债	233.8	255.7	191.4
银行借款	-	15.1	0.1
预收款项	-	-	-
贸易及其他应付账款	176.6	186.2	139.4
即期税项	56.8	53.6	51.9
拨备	0.4	0.8	0.0
非流动负债	-	3.2	3.2
带息借款	-	3.2	3.2
递延税项	-	-	-
资产净额	952.7	984.3	977.9
非控股权益	0.9	(0.8)	(1.1)
权益股东应占总权益	951.9	985.1	978.9

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
息税前收益	135.8	129.1	87.4
折旧和摊销	39.6	40.3	42.2
营运资金变动	(14.5)	(6.6)	(31.0)
税务开支	(8.4)	(11.4)	(8.7)
其他	(93.8)	19.4	12.2
经营活动所得现金净额	58.8	170.9	102.2
购置固定资产	(77.4)	(84.5)	(75.0)
联营公司	-	(5.5)	-
其他	0.1	2.3	12.9
投资活动所得现金净额	(77.3)	(87.8)	(62.1)
股份发行	-	-	-
净银行借贷	-	18.4	3.4
股息	(97.3)	(87.1)	(87.0)
其他	(0.3)	(0.6)	(18.9)
融资活动所得现金净额	(97.6)	(69.4)	(102.5)
现金增加净额	(116.2)	13.7	(62.4)
年初现金及现金等价物	248.7	131.6	145.1
汇兑	(0.9)	(0.1)	(0.2)
年末现金及现金等价物	131.6	145.1	82.5

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
销售组合 (%)			
男装鞋	31.9	31.6	32.7
女装鞋	62.2	63.9	62.2
零售	5.9	4.5	5.1
总额	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	21.0	21.0	18.7
息税前利润率	8.2	7.3	5.6
税前利润率	8.2	7.3	5.7
净利润率	7.2	6.8	5.2
有效税率	11.5	6.7	8.0

增长 (%)

收入	7.9	6.4	(12.4)
毛利	(1.2)	6.6	(21.8)
息税前利润	(1.1)	(4.9)	(32.3)
净利润	(2.1)	(0.0)	(32.4)

资产负债比率

流动比率 (x)	3.4	3.2	3.7
平均应收账款周转天数	50.8	50.5	56.0
平均应付帐款周转天数	26.1	23.7	26.1
平均存货周转天数	54.6	55.4	60.8
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

资本回报率	12.6	12.2	8.3
资产回报率	10.1	9.7	6.9

每股数据

每股盈利 (美元)	0.152	0.153	0.103
每股股息 (美元)	0.110	0.110	0.080
每股账面值 (美元)	1.200	1.240	1.230

来源: 公司及招银国际研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3个工作日内處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏慤道12號美國銀行中心18樓1803-04室 電話：(852) 3900 0888 傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公开发布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。