

**買入**

2008年08月27日

**08 中期業績基本符合預期，微降目標價格至 31.5 港元**

- **08 年中期業績基本符合預期：**公司 08 年上半年實現銷售收入 6.9 億元，同比增長 19.9%，淨利潤達到 1.8 億元，同比增長 28.4%。業績增長情況基本符合預期。
- **門店數量下降 12 間至 348 間：**門店數量相比 07 年下降 12 間至 348 間，其中寶姿門店 313 間，寶馬門店 35 間。公司表示上半年門店減少的原因是關閉了許多不夠好的門店，例如寶姿品牌開設約 60 間門店，並關閉了 70 間門店。
- **上半年同店增長率 30%，依然保持強勁：**08 年上半年公司的同店增長率繼續保持強勁，達到 30%，主要是因為其產品單價提升了約 20%所致。公司表示 7、8 月份的同店資料有所下降，有一部分原因是奧運會。
- **綜合毛利率提升 5.4 個百分點至 77.0%：**公司綜合毛利率繼續提升，從 07 年的 71.6% 提升到 08 年中期的 77.0%。零售業務的毛利率從 07 年的 81.5% 提升到 08 年中期的 84.1%，OEM 及其它業務毛利率則明顯下降，分別下降 2.1 和 6.9 個百分點。
- **稅率調整拉低了稅後利潤增長幅度：**2007 年公司有一部分出口退稅，因此導致全年的納稅呈現負值，但是到今年就沒有退稅，因此導致其稅率水準恢復到正常水準，最終導致稅後利潤增長僅為 28.4%。
- **微降目標價至 31.5 港元，重申買入評級：**基於對其 2007-2010 年收入及每股收益的年均複合增長率分別為 22% 及 25% 的預測，我們微降寶姿目標價格至 31.5 港元，此價格相當於 09 年每股收益的 25 倍。

★1 港元=0.88 人民幣

李嶽

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

**主要資料**

行業	服裝零售
股價	19.4 港元
目標價	31.5 港元 (+62.1%)
股票代碼	0589
已發行股本	5.6 億股
市值	108.7 億港元
52 周高/低	15.6—31.5 港元
07 年每股淨現值	1.60 元人民幣
主要股東	CFS International (40.3%)

**盈利摘要**

截止12月31日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入(百万人民币)	1055	1356	1627	2010	2458
变动(%)	24	28	20	24	22
净利润(百万人民币)	254	393	475	618	774
每股收益(人民币)	0.45	0.70	0.85	1.11	1.39
变动(%)	52	55	21	30	25
市盈率@19.4港元(倍)	37.6	24.3	20.1	15.4	12.3
每股派息(人民币)	0.27	0.93	0.51	0.66	0.83
息率(%)	1.61	5.44	2.99	3.89	4.87

來源: 公司資料, 第一上海預測

**股價表現**


來源: 彭博

## 08 中期業績基本符合預期

### 08 年中期業績基本符合預期

公司 08 年上半年實現銷售收入 6.9 億元，同比增長 19.9%，淨利潤達到 1.8 億元，同比增長 28.4%。業績增長情況基本符合預期。

圖表 1：寶姿 08 年中期業績情況概覽

百万人民币	2007中期	2008中期	变动	2008年全年 (之前预测)	全年增长率 (之前预测)
收入	578	693	19.9%	1729	27.6%
毛利	414	534	29.0%	1264	30.5%
毛利率	71.6%	77.0%			
经营利润	145	191	31.9%	502	35.0%
经营利润率	25.0%	27.5%			
净利润	143	183	28.4%	474	20.8%
净利润率	24.7%	26.5%			

資料來源：公司資料

### 零售業務同店增長率依然保持強勁，達到 30%

上半年雖然經濟環境並不理想，但是寶姿公司零售業務繼續保持強勁增長，整體增長 28.9%。

同店增長率（寶姿和寶馬門店）達到了 30%，其中價格上漲大概 20%，依然保持強勁。

另外，門店數量相比 07 年下降 12 間至 348 間，其中寶姿門店 313 間，寶馬門店 35 間。公司表示上半年門店減少的原因是關閉了許多不夠好的門店，例如寶姿品牌開設約 60 間門店，並關閉了 70 間門店。

公司表示下半年會繼續淨增 5%-6%的門店。

### 零售毛利率大幅提升 2.6 個百分點，促使整體毛利率提升 5.4 個百分點

得益於零售價格大幅提升，公司零售業務毛利率大幅提升 2.6 個百分點至 84.1%，公司表示下半年的產品單價還會相比 07 年下半年繼續大幅增長，因此我們預期公司 08 年零售毛利率能保持在 84.0%的水準。

零售業務貢獻比重的和毛利率不斷提升共同促使整體毛利率大幅提升，同比提升了 5.4 個百分點至 77.0%。

圖表 2：寶姿 08 年中期各業務毛利率

	2004中期	2005中期	2006中期	2007中期	2008中期
零售毛利率	77.8%	78.1%	81.7%	81.5%	84.1%
OEM毛利率	15.5%	17.6%	19.2%	14.9%	12.8%
其他业务毛利率	37.7%	54.1%	41.8%	53.6%	46.7%

資料來源：公司資料

### OEM 以及 ODM 業務拖累了整體表現

OEM 以及 ODM 業務對於匯率、勞工成本極其敏感，因此在今年上半年人民幣升值、勞工成本上升的環境下表現不佳。OEM 業務收入同比下降 29.3%至 50.2 百萬元，毛利率也下降了 2.1 個百分點至 12.8%。ODM 及其他業務收入下降 1.8%至 34.7 百萬元，毛利率下降 6.9 個百分點至 46.7%。公司表示下半年的收入和毛利率情況還是不容樂觀。

### 所得稅調整拉低了其淨利潤的增長率

2007 年公司有一部分出口退稅，因此導致全年的納稅呈現負值，但是到今年就沒有退稅，因此導致其稅率水準恢復到正常水準（9%）。

另外，進入到 08 年之後，新的稅率開始實施，這將使其應用稅率在 5 年內上升到 25%。

總的來說由於稅收調整，公司淨利潤之增長了 28.4%，低於稅前收入的增幅。

### 品牌推廣持續進行

公司對於品牌的持續塑造是推動公司業績穩定成長的核心因素，公司在上半年繼續加大對品牌的宣傳力度。例如其在今年 2 月在紐約時裝周上舉辦了 PORTS 1961 系列的秋冬季時裝秀，位處紐約 Bryant 公園內，全球頂級時裝雜誌和社會名流都紛紛參加，相信此舉對其品牌樹立有著巨大幫助。

### Vivienne Tam 以及 Giorgio Armani 或將成為未來增長動力

公司宣佈與 Vivienne 品牌成立合資公司，在國內經營 Vivienne 品牌，所採用的運營模式和寶姿相同。

另外，公司在 07 財年成為了 Giorgio Armani 品牌的國內分銷商，其希望在今年開設 2 間門店進行嘗試。

### 目標價格下調至 31.5 港元，維持買入評級

我們認為公司的經營情況非常理想，並沒有出現惡化，因此我們依然堅持看好

公司的發展。

但是由於整個市場的估值水準有所下降，因此我們按照 25 倍預測市盈率來為其估值。

在我們的公司分級邏輯中，寶姿是可以持有十年的公司，因此我們按照 09 年的利潤作為估值基數，最終將其目標價格下調至 31.5 港元，並維持買入評級。

# 附錄 1：主要財務報表

## 損益表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>收入</b>	1,054.9	1,355.5	1,626.6	2,009.8	2,457.9
毛利	733.6	968.8	1,230.0	1,546.6	1,919.0
其他业务收入	15.4	15.6	16.0	21.0	22.0
销售及管理费用	(431.2)	(561.2)	(694.6)	(848.1)	(1,024.9)
其他开支	(37.9)	(51.0)	(50.5)	(59.0)	(68.7)
<b>营运收入</b>	280.0	372.2	500.9	660.5	847.4
财务开支	3.2	5.7	21.0	25.2	30.2
联营公司					
<b>税前盈利</b>	283.2	377.9	521.9	685.7	877.6
所得税	(29.2)	15.5	(47.0)	(68.6)	(105.3)
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
<b>净利润</b>	254.0	393.5	474.9	618.1	774.3
折旧及摊销	37.7	36.0	44.0	50.6	55.2
<b>EBITDA</b>	317.7	408.2	544.9	711.1	902.6
<b>增长</b>					
总收入 (%)	24.0%	28.5%	20.0%	23.6%	22.3%
EBITDA (%)	46.0%	28.5%	33.5%	30.5%	26.9%
每股收益 (%)	52.0%	54.9%	20.7%	30.2%	25.3%

## 资产负债表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	312.3	221.5	423.2	560.6	730.1
应收账款	224.8	310.7	325.3	381.9	467.0
存货	330.2	349.2	388.7	453.9	528.1
其他流动资产	100.3	230.0	159.4	194.9	238.4
<b>总流动资产</b>	967.5	1,111.4	1,296.6	1,591.2	1,963.6
<b>固定资产</b>	154.4	163.6	200.0	220.0	240.0
无形资产	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	18.0	11.6	14.6	16.2	18.3
<b>总资产</b>	1,139.7	1,286.6	1,511.2	1,827.4	2,221.9
短期负债					
应付帐款	208.8	182.9	244.0	301.5	368.7
应付税项	17.5	1.2	31.3	41.1	52.7
应付股息	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
<b>总短期负债</b>	226.2	184.1	275.3	342.6	421.3
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>总负债</b>	226.2	184.1	275.3	342.6	421.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
<b>股东权益</b>	913.5	1,102.5	1,235.9	1,484.8	1,799.6
每股账面值	1.4	1.6	1.4	2.2	0.0
营运资金	741.3	927.3	1,021.3	1,248.6	1,542.3

## 财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	69.5%	71.5%	75.6%	77.0%	78.1%
EBITDA 利率 (%)	30.1%	30.1%	33.5%	35.4%	36.7%
净利率 (%)	24.1%	29.0%	29.2%	30.8%	31.5%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	40.9%	41.4%	42.7%	42.2%	41.7%
实际税率 (%)	10.3%	-4.1%	9.0%	10.0%	12.0%
股息支付率 (%)	60.0%	93.8%	60.0%	60.0%	60.0%
库存周转	327.4	316.2	334.9	327.5	328.0
应付账款天数	59.7	52.0	47.2	49.1	0.0
应收账款天数	65.2	71.1	70.4	62.2	0.0
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	-0.81	-0.84	-0.83	-0.84	-0.86
收入/总资产	0.93	1.05	1.08	1.10	1.11
总资产/股本	1.25	1.17	1.22	1.23	1.23
盈利对利息倍数	-87.26	-64.99	-23.85	-26.21	-28.02

## 现金流量表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
经营业务现金净额	246.6	279.4	569.1	668.1	837.4
退税	9.4	11.0	12.0	13.0	14.0
所得税	(34.7)	15.5	(47.0)	(68.6)	(105.3)
<b>营运现金流</b>	221.3	306.0	534.1	612.5	746.1
资本开支	(51.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)
其他	34.8	(124.8)	75.6	(29.3)	(37.0)
<b>投资活动现金流</b>	(16.2)	(199.8)	0.6	(104.3)	(112.0)
负债变化	(1.0)	0.0	0.0	1.0	2.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(120.5)	(369.0)	(284.9)	(370.9)	(464.6)
其他融资活动	13.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	(106.8)	(120.9)	(333.0)	(370.9)	(464.6)
<b>现金变化</b>	98.3	(14.7)	201.6	137.4	169.5
期初持有现金	216.1	236.3	221.5	423.2	560.6
期末持有现金	312.3	221.5	423.2	560.6	730.1

資料來源：公司資料、第一上海預測

### 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。