

**買入**

2008年10月30日

**09年增長比較確定，重申買入評級，但下調目標價格**

- **三季度業績出眾，09年增長依然強勁：**李寧公司三季度的業績情況十分良好，同店增長率高達 32.2%，特別是奧運期間更是達到 44%，十一期間達到 30.3%。公司預計 09 年整個運動品行業的增長速度將會超過 21%，而公司的同店增長率將會超過 15%。
- **明年毛利率還將維持在 46%-48%，但應該更偏上限：**公司預計今年的毛利率將會接近 48%，但是目前看石油價格持續走低，而鞋子成本中石化產品佔據 60%的比重，將會導致明年成本壓力較小。公司表示如果成本下降，將會在原有價格的鞋子中加入更多的科技產品和使用更好的材料，但毛利率還將維持在這個區間。
- **零售端的庫銷比持續改善：**公司表示根據其跟蹤的資料，今年上半年其分銷商的庫銷比同比改善 18%，而最近幾個月得意於同店銷售的大幅增加，庫銷比持續改善。
- **中期報表顯示貸款現金同時增加是爲了保證公司的流動性：**中期業績顯示現金和銀行借款分別同時增加近 6 億及 5 億，公司表示這是因爲其去年就意識到信貸可能收縮，因此借來一部分款項並存入銀行，雖然會有每年幾百萬的利息損失，但是可以確保公司的流動性不出任何問題。
- **2007-2010 年收入及利潤的年均複合增長率下調至 34.2%及 40.9%：**雖然我們對公司的發展持樂觀態度，並且認爲其目前的財務狀況非常健康，能夠度過此次經濟困難，但是對於短期盈利的不確定性也作了重新估計，最終下調 2007-2010 年收入及利潤年均複合增長率至 34.2%及 40.9%。
- **目標價大幅下調至 13.0 港元，維持買入評級：**我們大幅削減公司的目標價至 13.0 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 15 倍。我們認爲從長期看，10 倍預測市盈率是買入點。

★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
股價	9.9 港元
目標價	13.0 港元 (+31.5%)
股票代碼	2331
已發行股本	10.3 億股
市值	102.0 億港元
52 周高/低	8.8—31.0 港元
每股淨現值	1.6 元人民幣
主要股東	李寧 35.6%

**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)	3181	4349	6766	8619	10512
变动 (%)	30	37	56	27	22
净利润 (百万人民币)	294	474	788	1059	1325
每股收益 (人民币)	0.28	0.46	0.76	1.02	1.28
变动 (%)	57	61	66	34	25
市盈率@9.9港元 (倍)	30.6	19.0	11.4	8.5	6.8
每股派息 (人民币)	0.11	0.23	0.30	0.41	0.51
息率 (%)	1.16	2.33	3.11	4.18	5.23

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：彭博

# 附錄 1：主要財務報表

<b>損益表</b>					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>收入</b>	3,180.5	4,348.7	6,765.8	8,618.8	10,511.7
毛利	1,507.3	2,082.8	3,342.3	4,282.2	5,245.4
其他业务收入	29.7	31.0	40.0	45.0	45.0
销售及管理费用	(1,135.6)	(1,504.0)	(2,347.9)	(2,938.3)	(3,552.5)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运收入</b>	401.4	609.9	1,034.3	1,388.9	1,737.8
财务开支	(1.4)	8.7	(10.9)	(13.6)	(17.0)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>税前盈利</b>	400.0	618.5	1,023.5	1,375.3	1,720.9
所得税	(106.1)	(144.5)	(235.4)	(316.3)	(395.8)
少数股东应占利润	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
<b>净利润</b>	293.7	473.6	787.9	1,058.8	1,324.9
折旧及摊销	27.3	57.8	63.6	69.9	76.9
<b>EBITDA</b>	428.7	667.7	1,097.9	1,458.8	1,814.8
<b>增长</b>					
总收入 (%)	29.8%	36.7%	55.6%	27.4%	22.0%
EBITDA (%)	45.9%	55.7%	64.4%	32.9%	24.4%
每股收益 (%)	40.0%	57.2%	60.8%	66.4%	34.4%

<b>资产负债表</b>					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	838.9	849.9	1,743.9	1,688.6	2,360.6
应收账款	579.1	684.7	1,082.5	1,163.5	1,471.6
存货	350.5	513.9	628.8	819.1	941.2
其他流动资产	120.3	125.2	142.3	163.5	184.9
<b>总流动资产</b>	1,888.8	2,173.8	3,597.6	3,834.7	4,958.3
<b>固定资产</b>	156.9	340.0	374.0	411.4	452.6
无形资产	81.6	87.8	87.8	87.8	87.8
长期投资及其他	25.6	83.0	85.9	88.9	92.1
<b>总资产</b>	2,152.8	2,684.7	4,145.4	4,422.9	5,590.9
短期负债					
应付帐款	424.5	490.4	879.6	1,120.4	1,366.5
短期银行贷款	0.0	100.0	600.0	0.0	0.0
其他短期负债	253.0	373.8	504.2	644.4	787.3
<b>总短期负债</b>	688.5	964.2	1,983.8	1,764.9	2,153.8
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
<b>总负债</b>	748.2	970.2	1,991.8	1,774.9	2,165.8
少数股东权益	17.6	18.0	18.2	0.0	0.0
<b>股东权益</b>	1,387.0	1,696.5	2,135.4	2,648.1	3,425.1
每股账面值	1.3	1.6	2.1	2.6	3.3
营运资金	1,200.3	1,209.6	1,613.8	2,069.9	2,804.5

<b>财务分析</b>					
	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 (%)	47.4%	47.9%	49.4%	49.7%	49.9%
EBITDA 利率 (%)	13.5%	15.4%	16.2%	16.9%	17.3%
净利率 (%)	9.2%	10.9%	11.6%	12.3%	12.6%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	35.7%	34.6%	34.7%	34.1%	33.8%
实际税率 (%)	26.5%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
股息支付率 (%)	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转	69.9	68.8	59.7	59.7	59.7
应付账款天数	69.7	73.0	69.5	71.1	72.0
应收账款天数	54.6	53.1	47.7	47.6	45.8
<b>财务状况</b>					
负债/资产	-0.35	-0.36	-0.49	-0.41	-0.40
收入/总资产	1.48	1.62	1.63	1.95	1.88
总资产/股本	1.55	1.58	1.94	1.67	1.63
盈利对利息倍数	294.04	-70.20	95.24	102.31	102.41

<b>现金流量表</b>					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>EBITDA</b>	428.68	667.66	1,097.93	1,458.84	1,814.79
调整项	49.36	36.55	44.20	(45.52)	5.83
营运资金变化	(82.67)	(73.85)	(6.46)	79.32	(71.62)
所得税	(101.98)	(125.75)	(204.80)	(275.20)	(344.35)
<b>营运现金流</b>	293.39	504.61	930.87	1,217.44	1,404.64
资本开支	(105.19)	(301.00)	(298.70)	(248.70)	(198.70)
其他投资活动	17.73	18.73	2.14	(0.58)	(3.97)
<b>投资活动现金流</b>	(87.46)	(282.27)	(296.56)	(249.28)	(202.67)
负债变化	0.00	100.00	500.00	(600.00)	0.00
股本变化	15.77	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	(88.27)	(236.43)	(315.15)	(423.52)	(529.95)
其他融资活动	(6.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>融资活动现金流</b>	(78.87)	(136.43)	184.85	(1,023.52)	(529.95)
<b>现金变化</b>	236.46	85.91	819.16	(55.36)	672.02
期初持有现金	602.41	838.87	924.77	1,743.93	1,688.58
期末持有现金	838.87	924.77	1,743.93	1,688.58	2,360.60

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。