

## 跑贏大市

2005年3月30日

### 上調目標價

- **盈利增長基本符合預期** 2004年李寧銷售收入增長和淨利潤分別上升 47.2%和 42%，略低於我們先前預期 3.8%和 3.6%。
- **經銷店擴張速度超預期** 我們預期李甯未來三年快速增長的勢頭將持續，04年李寧三種形式經銷店總數上升 34%，達到 2887 間，超過我們先前預期的 2800 間。我們分別將 05 和 06 年的經銷店總數預測上調至 3500 間和 4100 間。
- **產品系列增加，單店銷售收入將上升** 李甯 04 年單店收入按年上升 11%左右，隨著李寧產品系列的完善，和持續向高端市場的邁進，我們預測李甯未來兩年之單店收入會有 17%左右的增速。
- **存貨周轉天數顯著改善至 110 天** 李寧的存貨周轉天數從 03 年的 143 天顯著改善至 110 天，說明公司運營效率提升和產品受歡迎程度上升。
- **受惠於 08 北京奧運接近，李寧之銷售收入和淨利未來兩年會繼續保持快速增長** 我們預測李甯未來兩年銷售收入和淨利年均複合增速分別為 39%和 27.5%。
- **上調 05、06 年每股盈利預測 1.2%和 5%，目標價上調至 4.0 港元，建議：跑贏大市** 我們分別上調 05 和 06 年每股盈利預測 1.2%和 5%，以 25 倍市盈率和 05 年預測每股收益為其定價，目標價為 4.0 港元，與現價相比有 11%的上升空間。建議：跑贏大市。

### 主要資料

行業	品牌消費品
股價	3.60
股票代碼	2331
已發行股數(百萬)	1046.1
市值(百萬港元)	3766
52 周高/低(港元)	4.275/1.95
每股淨資產(港元)	0.86 (04FSSL)
主要股東	李寧等 : 44.62%
	Tetrad : 14.64%

### 股價表現



資料來源：彭博資訊

### 盈利摘要

截止 12 月 31 日 財政年度	2002A	2003A	2004A	2005F	2006F
收入 (百万人民币)	958	1276	1878	2673	3645
变动 (%)	30.4	33.2	47.2	42.3	36.4
净利润 (百万人民币)	67	94	133	176	224
每股收益 (人民币)	0.06	0.09	0.13	0.17	0.21
变动 (%)	34.8	40.5	42.0	32.2	27.1
市盈率 @ 3.60 港元 (倍)	59.7	42.5	29.9	22.6	17.8
每股派息 (人民币)	不适用	不适用	0.04	0.06	0.08
息率 (%)	不适用	不适用	1.17	1.55	1.97

資料來源：公司資訊、第一上海預測

## 業績評論

人民币千元	2003	对比	2004	评论
销售收入	1276224		1878102	销售收入大幅上升47.2%，服装类增长64.4%
鞋类	443811		562889	贡献最为显著
服装类	658649		1083130	
配件	173764		232083	
销售成本	<u>(670305)</u>		<u>(1004578)</u>	
毛利	<b>605919</b>		<b>873524</b>	毛利率下降1个百分点至46.5%，落在管理层目标范围45-47%内
其他收益	8146		17399	
经销开支	<b>(335717)</b>		<b>(545985)</b>	经销开支占销售收入比重上升3个百分点至29%，主要由于广告费用和扩展经销渠道费用上升
行政开支	<b>(121049)</b>		<b>(168658)</b>	行政开支增长39.3%，小于销售收入增长，占总体销售收入比重略有下降
其他经营性开支	<u>(38190)</u>		<u>15163</u>	
经营利润	<b>119109</b>		<b>191443</b>	经营性利润上升60.7%
融资成本净额	<u>(4546)</u>		<u>821</u>	
除税和少数股东权益前利润	114563		192264	
税收	<b>(22029)</b>		<b>(57486)</b>	实际税率上升10.5个百分点至29.9%
除少数股东权益前利润	92534		134778	
少数股东权益	<u>1426</u>		<u>(1339)</u>	
净利润	<u><b>93960</b></u>		<u><b>133439</b></u>	净利润增加42%，纯利率为7.1%
派息	65772		46704	派息比例35%为市场预期之上限

資料來源：公司資訊、第一上海預測

## 倍率表

截止12月31日财政年度	2002A	2003A	2004	2005F	2006F
毛利率(%)	44.9	47.5	46.5	46.2	45.9
经营利润率(%)	10.8	9.3	10.2	9.5	8.8
净利率(%)	7.0	7.4	7.1	6.6	6.2
收入增长率(%)	30.4	33.2	47.2	42.3	36.4
经营利润增长率(%)	58.5	15.3	60.7	32.2	27.2
净利润增长率(%)	34.8	40.5	42.0	32.2	27.1
股权权益回报率(%)	31.0	24.2	13.2	15.7	17.7
平均存货周转天数(天)	141	143	110	102	106
平均应收帐款周转天数(天)	27	29	32	30	26
市盈率@3.60港元(倍)	59.7	42.5	29.9	22.6	17.8
股价每股净资产@3.60港元(倍)	16.2	9.3	3.7	3.3	2.9
息率(%)	不适用	不适用	1.2	1.5	2.0

資料來源：公司資訊、第一上海預測

## 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2002A	2003A	2004A	2005F	2006F
销售收入	958005	1276224	1878102	2672913	3645311
鞋类	349608	443811	562889	692353	830824
服装类	500131	658649	1083130	1678852	2434335
配件	108266	173764	232083	301708	380152
销售成本	(528148)	(670305)	(1004578)	(1438027)	(1972113)
毛利	<b>429857</b>	<b>605919</b>	<b>873524</b>	<b>1234886</b>	<b>1673198</b>
其他收益	7126	8146	17399	18000	18000
经销开支	(222581)	(335717)	(545985)	(775145)	(1057140)
行政开支	(104561)	(121049)	(168658)	(240562)	(328078)
其他经营性开支	(6494)	(38190)	15163	16000	16000
经营利润	<b>103347</b>	<b>119109</b>	<b>191443</b>	<b>253179</b>	<b>321980</b>
融资成本净额	(7392)	(4546)	821	1000	1000
除税和少数股东权益前利润	95955	114563	192264	254179	322980
税收	(28130)	(22029)	(57486)	(76254)	(96894)
除少数股东权益前利润	67825	92534	134778	177925	226086
少数股东权益	(936)	1426	(1339)	(1500)	(1800)
净利润	<b>66889</b>	<b>93960</b>	<b>133439</b>	<b>176425</b>	<b>224286</b>
每股收益（人民币）	0.064	0.090	0.128	0.169	0.214
每股收益（港元）	<b>0.060</b>	<b>0.085</b>	<b>0.120</b>	<b>0.159</b>	<b>0.202</b>
派息	23970	65772	46704	61749	78500
每股派息（人民币）	0.023	0.063	0.045	0.059	0.075
每股派息（港元）	0.022	0.059	0.042	0.056	0.071

資料來源：公司資訊、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專案。

©2005第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。