

中国动向(集团)有限公司

1 月份同店销售增长，维持优于大市的评级

近期中国动向(集团)有限公司(中国动向，公司)公布了 2009 年 1 月同店销售情况。公司数据显示，1 月份公司的同店销售同比增长率为 58%。但是由于 09 年春节较往年提前，因此为了使数据更具有可比性，公司对 08 年与 09 年的春节假期和假期前三个星期销售数据进行了比较。在此期间内，公司同店销售的同比增长率为 19%，与 08 年 12 月同店销售的同比增长率相若。在经济下行周期，消费能力逐渐减弱的宏观经济大形势下，公司的零售网点销售并未呈现明显的下滑趋势。

第三季度订货会将初现日本设计师研发实力 公司 09 年“第三季度”的服装订货会在 3 月 10 日左右举行。在此次订货会上，公司将向分销商推出一系列由日本设计师设计研发的服饰，借此展示日本设计团队的强大设计及开发能力。公司希望通过 2-3 年中国和日本设计团队的不断交流和磨合，最终提升公司整体管理和研发设计能力。目前，公司高速成长的溢价均来自低成本和“洋品牌”所带来的品牌溢价。但是长期而言，公司需要通过不断完善研发设计团队的实力，以及配合准确有效的市场营销策略，才能为旗下产品提升其“品牌溢价”的空间，从而拉动公司未来的成长溢价。

维持公司“优于大市”评级 目前经济增长放缓及消费力下降，直接影响消费品的销售情况，但是基于公司较清晰的品牌定位，准确的市场细分能力，良好的业务前景，及较低的估值水平，另加上“洋基因”的品牌溢价，使得公司享有高出行业的溢价水平。基于 0.65 倍的 PEG 或 17 倍的 PE 给予公司 2.83 港元的目标价。我们预计的 EPS 未来 3 年复合增长率为 22.3%。现价较目标价有 14.2% 的上升空间，维持优于大市的评级。

盈利预测及估值

人民币(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	1,711	2,899	3,693	4,416
同比增长(%)	99.2%	69.4%	27.4%	19.6%
毛利润	1,001	1,710	2,179	2,605
净利润	734	1,074	1,355	1,607
同比增长(%)	139.4%	46.5%	26.1%	18.6%
每股收益	0.16	0.19	0.24	0.28
同比增长(%)	123.9%	19.1%	26.1%	18.6%
每股股息	0.10	0.11	0.14	0.17
市盈率(倍)	13.7	11.5	9.1	7.7
市净率(倍)	1.71	2.04	2.01	1.99

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

优于大市

(上次：优于大市)

目标价：HK\$2.83

现价：HK\$2.48

2009 年 2 月 17 日

彭博：3818.HK

路透：03818.HK

股本数据

已发行股数(百万股)	5665.80M
市值(港元百万)	13881.21
52 周高/低(港元)	4.82/1.70
平均成交额(港元百万)	41.09
主要股东	持股(%)
陈义红	51.98%
自由流通量(%)	43.49%
行业	纺织服装

招商证券(香港)研究部

赵晓

(86)-755-82944682

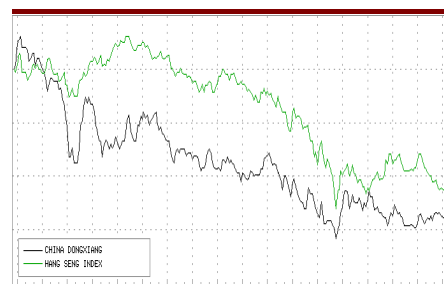
zhaox@cmschina.com.cn

石钰

(852)-31896121

shiyu@cmschina.com.cn

股价表现与指数走势



资料来源：Bloomberg

收购 PHENIX 品牌——醉翁之意不在酒

公司于 2008 年 4 月 25 日以 1 日元(约 0.0769 港元)价格收购了日本 Phenix 公司。在将中国与日本业务整合的过程中,公司剥离了 Phenix 一些与动向无关的业务,并裁减了一百多名员工。对于公司而言,此次收购中最有价值的当属日本公司的设计研发团体以及保留完好的设计研发资料。公司计划于 09 年在日本建立动向集团的日本设计中心,通过陆续派送及交换中日员工,在 2-3 年内整合及提升公司整体的设计研发力量。09 年第三季度中,公司计划推出 Phenix 系列产品以及部分由日本团队设计研发的服饰,向分销商及消费者展示公司收购日本业务后所带来的初步成效。

分级制度——确保订货额的真实增长

与其它运动品牌公司一样,中国动向每年举行四次订货会,向分销商展示公司最新的研发设计成果。分销商会根据自己零售网点的面积以及区域消费特性,决定每季度的订货数量。在以往的报告中,我们不断有强调订货会对运动品牌公司的重要性,及订单额对未来半年销售额增长的指导性。那么在当前国内消费力日益减弱的情况下,订货会订单额会否受到品牌公司的操控(例如:公司为了保证其销售增长,对分销商设立最低的采购总额),使得其指导性失去效力呢?

我们就此问题与公司进行沟通,并了解公司于2007年已开始对其旗下的分销商实施了一套分级制度。即按照分销商的销售表现将分销商分为四个等级:A1、A2、B及C级。不同级别的分销商在订货会采购商品时享有不同的优惠折扣,A1级别分销商享有最高的折扣,而C级别分销商享有最低折扣。值得注意的是在订货会上中国动向不会对分销商制定最低采购额,因此分销商在订货会上所拟定的采购额完全是分销商根据自身销售网点的销售状况而订。并且公司每半年会对分销商的级别进行一次审核,其审核的标准包括对分销商销售收益、贸易应收款项纪录以及履行预售订单比率等考核。如果分销商错误估计自己的销售状况,导致大量的存货积压,这将会影响分销商每半年级别审核放的结果。分销商一旦被降级,就意味着采购商品的折扣率会有所下降,利润收入的空间将会大大被压缩。在此分级制度的管理下,中国动向分销商的采购额可以较为真实的反映了目前消费者市场的情况。据了解,公司1月份零售网点的库销比为4.5,处于一个相对较为健康的水平。

盈利预测

1、销售额增长趋势

我们比较了李宁、安踏、特步和中国动向四家品牌运动公司的订货会情况，发现四家公司中，中国动向订单额增长幅度较稳定，且比率较低，可信度较高。我们根据公司所提供 08 年订货会情况，预计公司 08 年销售总额增长率约为 69.4%。

订货会订单总额

同比增长(%)	08 上半年	08 年第三季度	08 年第四季度	09 年第一季度	09 年第二季度
中国动向	74%	>50%	>50%	>30%	31%
李宁	71%	60%	68%	42%	32%
安踏	50%	87%	45%	>30%	50%
特步	147%	-	-	40%	30%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

2、价格及销量的基本假设

从 08 年 11 月起，国内消费力有逐渐减弱的趋势，虽然春节期间仍可见百货商场和超市人头涌动的现象，但是从各大商强力度的促销活动，我们相信部分零售网点存在较为严重的存货积压问题。Kappa 的“洋基因”为其分销网点带来一定的客流量，但是由于 Kappa 的鞋与服装的平均零售价格（分别为 360 元以及 270 元）远高于中国本土品牌，与耐克、阿迪达斯大致相当。我们认为公司为了保持零售网点一定的客流量，未来产品价格增幅的空间不大。我们保守估计 2009-2010 年服装和鞋类的平均销售价格增幅约为 5%。公司 09 年毛利率有望保持，而净利润率会因广告及研发费用的提高而受到一定程度的挤压。

价格及销量的基本假设

(%)	2008E	2009E	2010E
服装平均销售单价	8.0%	5.0%	5.0%
鞋类平均销售单价	10.0%	5.0%	5.0%
服装销售总量	60.0%	23.0%	15.0%
鞋类销售总量	50.0%	16.0%	10.0%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

3、零售网点扩张趋势

公司 07 年底共有零售网点 1979 间，受“北京奥运会”影响，我们预计公司 08 年零售网点总数有望超过 2800 个。因考虑到当下经济情况，我们略为下调了关于 2009-2010 年的店铺扩张总数的假设。值得关注的是公司预计 09 年内将会开设 10-20 间 Phenix 的销售网点。目前北京已

有一间用以实验性的试探产品市场情况的 Phenix 店铺。Phenix 品牌店铺的选址和货物架的打样现正在进行当中。

零售网点的基本假设

零售网点数目	2006	2007	2008E	2009E	2010E
中国零售店数目	1,143	1,979	2,805	3,317	3,630
+ / -	706	836	826	512	313
Kappa	1,138	1,945	2,795	3,287	3,595
+ / -	701	807	850	800	800
Rukka	5	32			
+ / -					
Phenix				15	30
+ / -				15	15
旗舰店		2	10	15	20
+ / -			8	5	5

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

4、充裕的现金流

公司目前持有超过56 亿的现金，08年资产负债率为零，流动比率高达1094%。如果按照每一股计算，每股为1元人民币。低负债率及高流动比率在动荡的经济背景下为公司提供了良好的财力支撑。

维持优于大市评级

我们维持对公司优于大市的评级，虽然目前经济增长放缓以及消费力下降，将影响消费品的销售情况，但是公司具有较清晰的品牌定位，准确的市场细分能力，良好的业务前景，及较低的估值水平。而公司的“洋基因”使得公司享有一定的高出行业的溢价水平。基于0.65倍的PEG或17倍的PE给予公司2.83 港元的目标价。我们预计的EPS 未来3 年复合增长率为22.3%。目标价格较现价有14.2%的上升空间，维持优于大市的评级。

附表一：行业估值表

公司名称	股价	每股收益 (元)			市盈率(倍)			增长	PEG
	(港元)	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	(09-10)	2009
宝姿	7.78	0.87	0.95	1.08	7.89	7.22	6.36	0.14	0.53
百丽国际	3.42	0.31	0.35	0.43	9.76	8.71	7.01	0.24	0.36
思捷环球	41.85	5.21	5.49	6.22	7.08	6.73	5.94	0.13	0.51
李宁	10.96	0.68	0.87	1.07	14.16	11.07	9.00	0.23	0.48
安踏体育	3.79	0.34	0.41	0.50	9.90	8.19	6.66	0.23	0.36
中国动向	2.46	0.18	0.23	0.27	12.07	9.57	8.10	0.18	0.53
特步	1.62	0.17	0.21	0.25	8.40	6.76	5.61	0.21	0.33
裕元集团	14.30	0.25	0.27	0.29	7.28	6.72	49.83	0.05	1.31
平均	10.77	1.00	1.10	1.26	9.57	8.12	12.31	0.18	0.44

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

附表二：资产负债表

人民币(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	5,815	6,266	6,497	6,733
现金	5,341	5,774	5,876	6,001
应收票据	47	72	96	112
应收账款	138	234	299	357
存货	88	147	188	225
其他	202	38	38	38
非流动资产	408	402	398	388
固定资产	94	96	101	99
资产总计	408	402	398	388
流动负债	315	573	703	856
应付帐款	178	297	379	453
非流动负债	6	10	13	15
负债合计	315	573	703	856
股东权益合计	5,902	6,086	6,180	6,250

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

附表三：利润表

人民币(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
收入	1,711	2,899	3,693	4,416
减：销售成本	(710)	(1,188)	(1,514)	(1,810)
毛利	1,001	1,710	2,179	2,605
减：销售及营销费用	(210)	(365)	(465)	(556)
管理费用	(86)	(141)	(175)	(205)
经营性利润	705	1,204	1,539	1,844
财政收入（费用）	47	72	70	65
税前利润	771	1,310	1,653	1,960
减：所得税	(38)	(236)	(297)	(353)
净利润	734	1,074	1,355	1,607
股息	442	645	813	964
每股盈利	0.16	0.19	0.24	0.28

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

附表四：财务比率

成长能力	2007	2008E	2009E	2010E
收入	99.2%	69.4%	27.4%	19.6%
经营业务利润	87.9%	70.9%	27.8%	19.8%
净利润	139.4%	46.5%	26.1%	18.6%
获利能力	2007	2008E	2009E	2010E
毛利率	58.5%	59.0%	59.0%	59.0%
净利率	42.9%	37.1%	36.7%	36.4%
ROE	23.6%	17.9%	22.1%	25.9%
ROCE	223.2%	140.8%	113.6%	92.7%
偿债能力	2007	2008E	2009E	2010E
流动比率	1844.9%	1094.4%	924.8%	786.5%
速动比率	1792.7%	1039.7%	875.1%	737.3%
营运能力	2007	2008E	2009E	2010E
库存周转天数	45	36	40	42
应收账款周转天数	24	23	26	27
应付账款周转天数	75	73	81	84
每股资料（元）	2007	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.16	0.19	0.24	0.28
每股净资产	1.28	1.07	1.09	1.10
每股股利	0.10	0.11	0.14	0.17
估值比率	2007	2008E	2009E	2010E
PE	13.8	11.6	9.2	7.7
PB	1.7	2.0	2.0	2.0
P/S	5.9	4.3	3.4	2.8
P/EBIT	13.9	10.0	7.9	6.6

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责条款：

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构在过去 12 个月内为本报告中所提到的公司提供投资银行业务服务(包括但不限于配售代理、保荐人、牵头经办人、独立财务顾问等)，并可能在未来继续提供相关投资银行业务服务或其他规管活动的服务。招商证券(香港)或关联机构亦可能持有本报告中所提到公司的证券头寸并进行交易。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明：本人未持有该公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址：<http://www.newone.com.hk>
电话：(852) 31896888 传真：(852) 31010828