

XTEP INTERNATIONAL(1368.HK)

Recent sharp rally lead to ST pressure, upgrade to "Neutral"

Neutral

(Previous: Sell)

Target Price: HK\$ 4.00

Current price: HK\$3.89

China Merchants Securities (HK)
Ivy Zhao
0755-25310166
ivyzhao@cmschina.com.cn

25 Aug 2013

Xtep announced 1H2013 results. Highlights: as at 30th June, 2013, 1) net cash increased 6.1% from the end of 2012; 2) inventory decreased by about RMB100mn from the end of 2012, while inventory to sale ratio improved to 5.1x; 3) the No. of Xtep stores decreased only by 75 to a total of 7,435. The net closure was the smallest in the industry. We think the outstanding results were mainly due to 1) effective internal execution; 2) certain degree of self-production, to the benefit of flexible deployment of production plans; and 3) clear market positioning, increasing brand awareness from entertainment marketing and enhanced professional sportswear image from marathon event campaigns.

1H2013 results in line with expectation. Total revenue decreased 19.5% to RMB2.1bn. GP margin remained relatively stable, only dropping 0.7pct to 40.2%, mainly due to the decrease in wholesale discount from 60% off down to 62% off. NP margin dropped 1.7pct to 16.2% due to the increase of effective tax rate, which was mainly due to 1) the expiry of preferential tax exemption of subsidiaries; 2) underprovision of income tax from the past period; 3) the withholding tax rate of 2.5% for dividends. Basic EPS was RMB0.16. The company proposed interim dividend of HK\$0.10 per share, equivalent to a 50.8% dividend payout ratio.

Retails are slowly improving. The company's sales order from 1Q14 Trade Fair recorded high single digit decrease from a year earlier, which was better than 4Q13. SSSG was flat in 2Q13 and July as in 1Q13, implying no more deterioration in retails. Average discount rate was 30% off, with 10% off for new products and up to 50% off for off-season products. Inventory improved continuously, with inventory to sale ratio dropping to 5.1x (1Q13: 5.5x). If the ratio reaches 4.5-5x in 4Q13, and SSSG turns to positive in 4Q13-1Q14, we will see an inflection point for sales order to take place in 3Q14 Trade Fair.

Recent sharp rally may lead to short-term pressure, upgrade to "Neutral". We expect 2013-2015E EPS to be RMB0.27, RMB0.27 and RMB0.29. As at 30th June, 2013, the company holds cash and cash equivalents of RMB2.8bn, with net cash per share of RMB1.28. Based on 5-yr average P/E of 6.5x and 2013E EPS of RMB0.27, we derived share price (excluding net cash per share) of HK\$2.19. By adding back HK\$1.81 of 2013E net cash per share, we have 1-yr TP of HK\$4.00. Maintain "Neutral" rating.

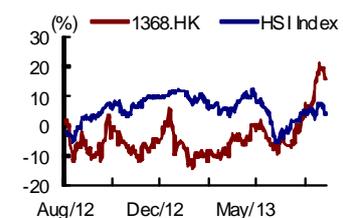
Key data

HSI Index	21895.40
HSCEI Index	9967.77
S/O(mn)	2176.32
S/O (HK\$(mn))	2176.54
Mkt cap (HK\$) (mn)	8489
BVPS(HKD)	1.96

Major shareholder	Holding (%)
Quncheng	60
Free float	39
Industry	Sportswear

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	13	28	15
Relative	13	32	9



Source: Bloomberg

Financials

RMB mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	5,540	5,550	4,483	4,606	5,011
Growth (%)	24.3%	0.2%	-19.2%	2.7%	8.8%
Gross margin	40.8%	40.7%	40.0%	40.2%	40.3%
Net income	965	807	579	608	666
Growth (%)	18.6%	-16.4%	-28.2%	5.0%	9.5%
Basic EPS (RMB)	0.44	0.37	0.27	0.27	0.29
Growth (%)	18.6%	-16.4%	-28.2%	2.0%	8.0%
DPS (RMB)	0.21	0.23	0.13	0.14	0.15
P/E (x)	7.09	8.48	11.81	11.57	10.71

Source: Company data, CMS (HK) estimate

Related research

- 1.Slow growth in both sales order & SSS, rating cut-20120323
- 2.Slash 2012-2014 earning estimation, reiterate "Underperform"-20120821
- 3.2013 adjustment year, expect sharp decline in sales & profit-20130319

特步国际(1368.HK)

业绩有亮点，但股价涨幅过高短期有压力，调高至“中性”

特步国际(“特步”或“公司”)公布中期业绩，业绩基本符合预期。业绩亮点：截止2013年6月30日1)公司净现金水平比2012年底增长6.1%，每股净现金为1.28元；2)存货总额比2012年底下降约1亿元，零售库销比改善至5.1x；3)特步零售网点7435间，净减少75间，是业内净关店数目最少的一家公司。业绩表现出色主要是因为1)有效的内部执行力；2)一定比例的自产，利于生产计划的灵活调配；及3)清晰的市场定位，以娱乐营销提升品牌知名度，马拉松赛事强化专业运动形象。

中期业绩符合预期。2013年中期，公司总收入同比下降19.5%至21.0亿元。毛利率维持稳定，同比仅下降0.7个百分点至40.2%，主要是因为批发折扣从4折调低至38折。净利润率同比下降1.7个百分点至16.2%，受有效税率大幅上升至28.6%。税率上升是由于1)子公司的优惠税期结束；2)过往期间内所得税额拨备不足；3)派发股息需缴的预扣税2.5%。每股基本利润0.16元。公司建议派发每股中期股息0.10港元，相当于50.8%的股息派发率。

零售情况在缓慢改善中。1Q2014订货会订单额同比下降高单位数，下降幅度有缩小。2Q2013与7月份的同店销售均录得无增长，与1Q2013的情况一样，反映公司的零售终端没有继续恶化，并维持在稳定的状态。2Q2013的平均零售折扣率为7折，新品上架9折，旧品最低打至5折；库存情况有改善，库销比降至5.1x(1Q2013: 5.5x)。如果零售终端的库销比于4Q2013降至4.5-5x，同店销售于4Q2013-1Q2014稳定并录得正增长，那么公司有望于3Q2014订货会录得订单额同比正增长。

股价涨幅过高，短期有压力，上调至“中性”。根据公司目前业务改善情况，我们预计公司2013-2015年每股基本盈利分别为0.27元、0.27元和0.29元。截止2013年6月30日，公司持有现金及现金等价物28.0亿元，每股净现金约为1.28元。基于5年平均市盈率6.5x和2013E每股基本盈利0.27元，得出不含每股净现金价格2.19港元。加上2013E每股净现金1.81港元，得出一目标价4.00港元，调高至“中性”。

盈利预测及估值

人民币百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	5,540	5,550	4,483	4,606	5,011
同比增长	24.3%	0.2%	-19.2%	2.7%	8.8%
毛利率	40.8%	40.7%	40.0%	40.2%	40.3%
净利润	965	807	579	608	666
同比增长	18.6%	-16.4%	-28.2%	5.0%	9.5%
每股盈利(元)	0.44	0.37	0.27	0.27	0.29
同比增长	18.6%	-16.4%	-28.2%	2.0%	8.0%
每股股利(元)	0.21	0.23	0.13	0.14	0.15
市盈率(X)	7.09	8.48	11.81	11.57	10.71

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

中性

(上次：卖出)

目标价：HK\$ 4.00

现价：HK\$3.89

招商证券(香港)研究部
赵晓
0755-25310166
ivyzhao@cmschina.com.cn

2013年8月25日

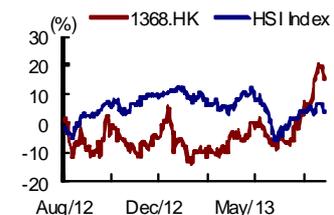
基础数据

恒生指数	21895.40
H股指数	9967.77
总股数(万股)	217632
港股股数(万股)	217654
港股市值(港元百万)	8489
每股净资产(港元)	1.96

主要股东	持股(%)
群成投资有限公司	60
自由流通股	39
行业	体育用品

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	28	15
相对恒指表现	13	32	9



资料来源：彭博

相关报告

1. 订货会订单额和同店销售增长继续放缓，下调投资评级-20120323
2. 大幅下调2012-2014年盈利预测，维持“逊于大市”-20120821
3. 2013年调整年，销售和利润同比大幅下降-20130319

2013 年中期业绩回顾

1. 销售盈利符合预期

销售同比下降 19.5%至 21.0 亿元。按产品种类划分，特步产品同比下降 21.2%至 20.4 亿元，略大于上半年订单指引情况(订单指引: 1Q2013 同比下降 15-20%; 2Q2013 同比下降 15-20%; 平均 1H2013 同比下降 20%左右); 其他产品(包括海外销售和特步儿童产品系列)同比大幅增长 176.6%至 6140 万元，主要因为公司加大对特步儿童产品的宣传力度，带动了产品销售，提升了市场肯定度。其他产品的销售贡献从 2012 年中期的 0.9%上升至 2.9%。

毛利率基本维持稳定，同比仅下降 0.7 个百分点至 40.2%。下降的主要原因是公司“让利”给经销商，将批发折扣从 4 折调低至 38 折。

费用方面，广告营销费用占比同比下降 2.4 个百分点至 9.0%。下降不是因为公司减少市场营销活动，而是将资源集中至下半年的十二届全运会赞助活动上，因此下半年的广告营销费用较上半年会有一定幅度的提升。研发设计费用占比微增 0.7 个百分点至 2.3%，主要用于强化产品性能及设计方面。

净利润率同比下降 1.7 个百分点至 16.2%，主要因为有效税率从 2012 年中期的 22.7%大幅上升至 28.6%。税率上升是由于 1)子公司的优惠税期结束，将企业所得税从 2012 上半年的 20.5%拉高至 24.7%; 2)过往期间内所得税额拨备不足，产生 660 万元的税费，增加有效税率 1.4 个百分点; 3)派发股息需缴的预扣税 2.5%。正常情况下，公司的有效税率为 26-27%。

图:所得税率项目分析

所得税	1H2012	1H2013	(+/-)
企业所得税	124	118	-6.4%
过往期间拨备不足/(超额拨备)	0	7	6.9%
递延税项	14	12	-2.0%
总计	138	136	-1.5%
有效税率	1H2012	1H2013	(+/-)
企业所得税	20.5%	24.7%	4.2%
过往期间拨备不足/(超额拨备)	-0.1%	1.4%	1.5%
递延税项	2.3%	2.5%	0.2%
总计	28.6%	22.7%	5.9%

资料来源: 公司资料

2013 上半年，公司录得每股基本利润 0.16 元，建议派发每股中期股息 0.10 港元，相当于 50.8% 的股息派发率。

图：2013 年中期业绩情况

人民币 百万元	1H2012	1H2013	(+/-)	备注
营业收入	2607	2098	-19.5%	特步产品同比下降 21.2%；其他产品同比大幅增长 176.6%。
营业成本	(1540)	(1255)	-18.5%	
毛利	1068	843	-21.0%	毛利率下降至 40.2%，因为批发折扣从 4 折调至 38 折
其它收入	23	56	144.0%	
经销成本	(346)	(231)	-33.4%	广告营销费用占比下降至 9.0%，因为资源主要集中在下半年的十二届全运会赞助活动上
行政开支	(150)	(192)	28.1%	研发设计费用占比微增至 2.3%，用于强化产品性能及设计方面
营业利润	594	476	-19.9%	
财务费用	605	476	-21.3%	
除税前利润	616	477	-22.6%	
所得税	(138)	(136)	-1.1%	有效税率上升至 28.6%，因为 1) 子公司的优惠税期结束；2) 过往期间内所得税额拨备不足；3) 派发股息需缴 2.5% 预扣税
除税后溢利	479	341	-28.7%	净利润率下降至 16.2%，因为有效税率的提升
股息	235	173	-26.3%	50.8% 的股息派发率
每股基本盈利(元)	0.22	0.16	-28.7%	

资料来源：公司资料，招商证券(香港)

2. 有效的营运资金管理：维持稳定的周转天数，同时稳步提升现金总量。

截止 2013 年 6 月 30 日，存货总额同比下降约 1 亿元，但存货周转天数因销售规模缩小的原因，从 82 日增加至 86 日。应收账款方面，因为需要支持零售终端，经销商的信用期限得到延长，其周转天数从 74 日增加至 96 日。但同时，公司也相应地延长了应付账款期限，使得整体的营运资金周转天数基本维持与去年同期一致的水平。

公司有效的营运资金管理策略，提升了整体现金水平。截止 2013 年 6 月 30 日，公司拥有现金及现金等价物 41.1 亿元，扣除负债后的净现金水平为 28.0 亿元，比 2012 年底增长 6.1%。每股净现金为 1.28 元。

图:稳定增加现金总量

人民币 百万元	1H2012	2012	1H2013
定期存款			60
已抵押银行存款	517	557	498
现金及现金等价物	2765	3123	3561
总现金	3282	3680	4119
短期借贷	475	511	972
长期借贷	299	535	351
总负债	774	1045	1323
净现金	2508	2635	2796
每股净现金(元)	1.15	1.21	1.28
增长率(%)		5.0%	6.1%

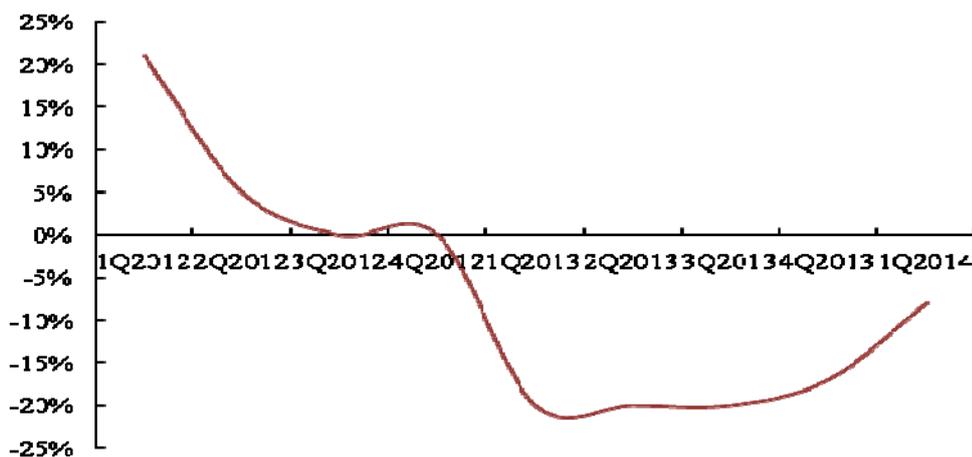
资料来源: 公司资料

零售情况在缓慢改善中

1. 2014 年一季度订单额同比下降幅度缩小

公布中期业绩的同时, 公司公布 2014 年第一季度订货会订单的情况, 同比下降高单位数, 下降幅度有缩小, 主要是量的下降。如果市场不再继续恶化, 并呈现持续改善态势的话, 公司保守估计 2014 年第三季度可能会录得订单额同比正增长。

图:订货会订单额同比情况



订单额同比下跌幅度收窄。主要是产品销量下跌带动的。

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

2. 关店数目少, 网络规模基本维持稳定

截止 2013 年 6 月 30 日, 公司共有特步品牌店铺 7435 间, 比 2012 年底减少 75 间, 是同行中关闭店铺最少的一家。此外, 特步儿童的销售

网点扩张至 150 个，海外市场还有约 200 个销售点。公司表示不关闭店铺，主要是没有这方面的需求。近一两年来，由于其他体育品牌的大幅关店，不少经销商需要重新选择品牌代理，特步则是其中一个。虽然市场不好，但要求成为特步经销商的人数却没有大幅降低。预计 2013 年底特步品牌零售店数可维持于 7300 左右。

3. 同店销售无增长，库销比有改善

2013 年二季度的同店销售同比为无增长，与第一季度的情况一样。7 月份的同店销售情况与二季度一样。反映了公司的零售终端没有再继续恶化，并维持在稳定的状态。二季度的平均零售折扣率为 7 折，新品上架 9 折，旧品最低打至 5 折；库存情况比一季度有改善，其库销比降至 5.1x (1Q2013: 5.5x)。如果公司 2014 年第三季度的订单额同比会呈现正增长，那么零售终端的库销比需于四季度降至 4.5-5x，同店销售于四季度末或 2014 年的一季度初稳定并录得正增长。

强化明确定位，顺应需求灵活改变

1. 提升自产比例，尤其是服装产品的自产比例。安徽工业园共有两期工程，目前第一期已竣工，但自产贡献低。安徽工业园的生产重点是服装产品。目前服装自产比例小，2013 上半年的自产比例为总量的 17%。未来公司希望把整体的自产比例控制于 50-60%。
2. 一年四次订货会模式暂无考虑改变，但调整订货会的策略。订货会中的产品需通过更多的审核及检验过程，才能最终制定。订货会前增加商品培训课程，提高订货效率。加强订货的精细化，原来公司仅邀请经销商参与订货会，现在订货要求一定要店长或买手参与，提高订货的准确度。
3. 根据销售情况灵活生产。公司的生产模式是“以销定产”，即有多少订单，生产多少的商品。现在公司采用灵活生产策略，某些款式预留一部分产能不生产，备存材料。然后根据零售店铺的实际销售情况，再安排生产计划。这样既保证了销售，又降低了存货的风险。
4. DRP 系统覆盖率进一步提升至 80%。
5. 强化及明确其运动时尚的品牌和市场定位：1) 继续实施娱乐营销策略，采用明星作为其品牌代言人以及冠名国内知名电视台及娱乐节目；2) 继续和增加赞助马拉松赛跑赛事和足球队，强化其专业运动形象。

盈利预测

1. 销售收入符合预期，略调2014年收入情况，假设2014年第三季度订货会订单额录得正增长，2014全年收入有低单位数的增长。
2. 微调毛利水平。高毛利率的鞋产品销售占比有逐渐增加的趋势，收益于公司近两年来持续推行及赞助马拉松比赛。其“爱特步，爱跑步”的宣传口号深入人心。
3. 调高其他收入总额，主要是来自于可出售金融资产收益部分。因此经营利润、净利润及每股基本收益也随之增加。

图:订货会订单额同比情况

人民币 百万元	2013E			2014E			2015E		
	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
营业收入	4,510	4,483	-0.6%	4,578	4,606	0.6%	5,074	5,011	-1.2%
营业成本	(2,740)	(2,688)	-1.9%	(2,777)	(2,755)	-0.8%	(3,077)	(2,990)	-2.8%
毛利	1,770	1,795	1.4%	1,801	1,851	2.8%	1,997	2,021	1.2%
其它收入	17	67	299.4%	18	68	285.0%	18	73	304.5%
经销成本	(627)	(623)	-0.6%	(636)	(640)	0.6%	(705)	(696)	-1.2%
行政开支	(382)	(394)	2.9%	(388)	(404)	4.2%	(430)	(440)	2.3%
营业利润	778	846	8.8%	794	874	10.1%	880	958	8.9%
财务费用	736	805	9.3%	742	822	10.8%	822	900	9.4%
除税前利润	736	805	9.3%	742	822	10.8%	822	900	9.4%
所得税	(216)	(225)	4.3%	(218)	(214)	-1.9%	(241)	(234)	-3.1%
除税后溢利	520	579	11.4%	524	608	16.0%	581	666	14.6%
股息	260	290	11.4%	262	304	16.0%	290	333	14.6%
每股基本盈利(元)	0.23	0.27	14.6%	0.23	0.27	17.6%	0.25	0.29	15.4%

资料来源：招商证券(香港)预测

根据公司目前业务改善情况，如果下半年零售情况没有再进一步恶化，公司2014年第三季度订货会有望录得订单同比正增长。我们预计公司2013-2015年销售分别为44.8亿元、46.1亿元和50.1亿元；2013-2015年每股基本盈利为0.27元、0.27元和0.29元。截止2013年6月30日，公司持有现金及现金等价物28.0亿元，每股净现金约为1.28元。基于5年平均市盈率6.5x和2013E每股基本盈利0.27元，得出不含每股净现金价格2.19港元。加上2013E每股净现金1.81港元，得出一年目标价4.00港元，给予“中性”评级。

附：財務預測表

資產負債表

單位：百萬元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流動資產	5,000	5,836	6,147	6,630	7,169
存貨	672	583	471	444	446
應收款項	1,205	1,036	829	780	782
其它應收款	533	421	370	389	406
現金	2,590	3,680	4,476	5,017	5,535
其他	0	116	0	0	0
非流動資產	495	663	949	1,100	1,303
固定資產	257	387	604	760	968
預付土地租金	230	225	226	221	216
無形資產	0	0	60	60	60
其他	6	50	119	119	119
資產總計	5,495	6,499	7,096	7,730	8,472
流動負債	1,400	1,437	1,217	1,236	1,290
應付賬款	499	483	391	398	429
其他應付賬款	227	287	208	226	239
短期借款	492	511	500	500	500
其他	182	156	118	112	122
長期負債	184	783	401	417	409
遞延稅款	69	133	101	117	109
其他	184	783	516	532	524
負債合計	1,584	2,220	1,618	1,653	1,700
股本	19	19	19	19	19
儲備	3,888	4,255	5,459	6,058	6,753
母公司所有者權益	3,907	4,274	5,478	6,077	6,772
負債及權益合計	5,491	6,494	7,096	7,730	8,472

現金流量表

單位：百萬元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
經營活動現金流	204	1,620	1,051	915	924
淨利潤	1,211	1,106	805	822	900
折舊攤銷	29	39	42	53	66
財務費用	5	14	(41)	(52)	(58)
投資收益	43	8	0	0	0
營運資金變動	(955)	414	199	82	23
其它	(129)	40	47	10	(6)
投資活動現金流	(613)	(76)	(146)	(203)	(219)
資本支出	(206)	(41)	(203)	(203)	(219)
其他投資	(407)	(36)	57	0	0
籌資活動現金流	48	100	(675)	(182)	(199)
借款變動	492	553	(245)	0	0
股利支出	(450)	(454)	(429)	(182)	(199)
其他	6	0	0	0	0
現金淨增加額	(361)	1,643	230	530	506

資料來源：公司報表、招商證券(香港)

利潤表

單位：百萬元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
營業收入	5,540	5,550	4,483	4,606	5,011
營業成本	(3,282)	(3,293)	(2,688)	(2,755)	(2,990)
毛利	2,258	2,258	1,795	1,851	2,021
其它收入	16	68	67	68	73
經銷成本	(734)	(739)	(623)	(640)	(696)
行政開支	(321)	(455)	(394)	(404)	(440)
其他經營費用	0	0	0	0	0
營業利潤	1,219	1,131	846	874	958
財務費用	(8)	(25)	(41)	(52)	(58)
除稅前利潤	1,211	1,106	805	822	900
所得稅	(246)	(299)	(225)	(214)	(234)
除稅後溢利	965	807	579	608	666
股息	450	491	290	304	333
每股基本盈利(元)	0.44	0.37	0.27	0.27	0.29
每股攤薄盈利(元)	0.44	0.37	0.27	0.27	0.29

主要財務比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成長率					
營業收入	24%	0%	-19%	3%	9%
營業利潤	25%	-7%	-25%	3%	10%
淨利潤	19%	-16%	-28%	5%	10%
獲利能力					
毛利率	41%	41%	40%	40%	40%
淨利率	17%	15%	13%	13%	13%
ROE	25%	19%	11%	10%	10%
ROIC	22%	17%	10%	10%	10%
償債能力					
資產負債率	9%	8%	7%	6%	6%
流動比率	3.57	4.06	5.05	5.37	5.56
速動比率	3.09	3.66	4.66	5.01	5.21
營運能力					
資產周轉率	1.13	0.93	0.66	0.62	0.62
存貨周轉率	7.63	7.60	7.60	7.45	7.30
應收帳款周轉率	7.16	7.16	7.16	7.02	6.89
應付帳款周轉率	5.00	5.00	5.00	4.93	4.87
每股資料(元)					
每股收益	0.44	0.37	0.27	0.27	0.29
每股淨資產	1.79	1.96	2.52	2.72	2.98
每股股利	0.21	0.23	0.13	0.14	0.15
估值比率					
PE	7.1	8.5	11.8	11.6	10.7
PB	1.8	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.65	4.11	4.38	3.82	3.04

投資評級定義和免責條款

投資評級	定義
買入	預期股價在未來12個月較市場指數上升10%以上
中性	預期股價在未來12個月較市場指數上升或下跌10%或以內
賣出	預期股價在未來12個月較市場指數下跌10%以上

免責條款:

本報告由招商證券(香港)有限公司提供。招商證券(香港)現持有香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)所發的營業牌照,并由 SFC 按照《證券及期貨條例》進行監管。招商證券(香港)目前的经营範圍包括第 1 類(證券交易)、第 2 類(期貨合約交易)、第 4 類(就證券提供意見)、第 6 類(就機構融資提供意見)和第 9 類(提供資產管理)。本報告中的內容和意見僅供參考,其並不構成對所述證券或相關金融工具的建议、出價、詢價、邀請、廣告及推荐等。

本報告的信息來源於招商證券(香港)認為可靠的公開資料,但我公司對這些信息的準確性、有效性和完整性均不作任何保證。招商證券(香港)可隨時更改報告中的內容、意見和估計等,且並不承諾提供任何有關變更的通知。我公司及其僱員對使用本報告及其內容所引發的任何直接或間接損失概不負責。投資者須按照自己的判斷決定是否使用本報告所載的內容和信息並自行承擔相關的風險,且投資者應按其本身的投資目標及財務狀況而非本報告作出自己的投資決策。

招商證券(香港)或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易,還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告版權歸招商證券(香港)所有,未經書面許可任何機構和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商證券(香港)有限公司
香港中環交易廣場一期 48 樓
公司網址: <http://www.newone.com.hk>
電話: (852) 31896888 傳真: (852) 31010828