

高鑫零售 (6808 HK, HK\$8.49, 持有) - 内外兼修的优秀零售商

- ❖ **国内最大的大卖场运营商。**以销售额计高鑫零售是国内最大的大卖场运营商，旗下有大润发和欧尚两个品牌的卖场。公司市占率由 2008 年的 8.5% 升至 2011 年的 12.8%。截止 2011 年底，公司拥有 230 家门店(32% 自持物业，68% 租赁)，覆盖 24 个省区。2011 年全年新开大卖场 46 家，其中约两成以自有物业经营，公司持续致力于门店优化，产品组合升级调整和推进农超对接、产地直采，在一二线城市和三至五线城市的门店占比分别为 30% 和 70%。
- ❖ **产品组合改善及规模经济推高毛利率，但营运开支高企。**2011 年营业额同比增长 21.2% 至 680.8 亿元(人民币，下同)，毛利率提高 0.9 个百分点至 20.4%。但由于新开店加速和员工开支上升，运营开支增速高于收入增速，经营利润仅增长 17.5% 至 29.1 亿元，经营利润率微降 0.1 个百分点至 4.3%。股东应占盈利为 16 亿元，较上财年大幅上升 55.2%。公司毛利率在国内大卖场经营者中属较高水平，主要受益于租金收入和一站式购物模式。2011 年门店运营成本 and 行政费用分别上升 30.6% 和 25%，高于收入增速。我们预计 2012-2014 年期间费用率将维持在 16.8% 左右。
- ❖ **内外兼修，具有良好成长性。**2011 年同店销售额增长 8.8%，公司通过产品优化和推动供应链提效，获得良好的内生增长能力。全年卖场数量增长 25%，公司目前已物色并确定了 153 家卖场，但部分位于三至五线城市，其中 80 家正在兴建，未来项目储备充足，可以支撑良好的外部增长。另外，较高的自有物业占比还可抵消部分未来租金上涨的风险。展望未来，近年新开门店有望逐步进入盈利期。短期来看虽然新开店增速和员工成本上升对营运开支造成压力，但不改公司长期向好趋势。我们预计 2012-2014 年盈利复合增长率能达到 25.2%。
- ❖ **公司在内地大卖场经营者中，战略鲜明、管理有效，旗下大卖场培育期相对较短，盈利能力较强，具有优秀的内生和外部增长能力。**目前股价对应 2012/2013 年 31.1/26.5 倍市盈率，虽然近期股价大幅下跌，但与同业相比仍享有较高估值溢价。我们首次给予高鑫零售“持有”评级，目标价 8.71 港元，对应 1.2 倍 PEG 以及 2012/2013 年 30.2/25.8 倍市盈率。

高鑫零售 (6808 HK)

评级	持有
收市价	HK\$8.95
目标价	HK\$8.71
市值 (港币百万)	85,380
过去 3 月平均交易 (港币百万)	110
52 周高/低 (港币)	12.06/7.20
发行股数 (百万股)	9,540
主要股东	Mulliez 家族(60.7%)

来源: HKEx, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-10.4%	-14.5%
3 月	-19.1%	-13.5%
6 月	-12.6%	-17.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	56,168	68,084	81,332	98,953	119,677
净利润 (人民币百万元)	1,031	1,600	2,233	2,622	3,140
每股收益 (人民币)	0.19	0.20	0.23	0.27	0.33
每股收益变动 (%)	27.1	9.3	14.2	17.4	19.8
市盈率(x)	40.4	35.4	31.1	26.5	22.1
市帐率(x)	9.5	3.7	4.0	3.5	3.0
股息率 (%)	N/A	1.1	1.3	1.6	1.8
权益收益率 (%)	24.5	16.4	13.7	14.0	14.6
净财务杠杆率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

来源: 公司及招银国际研究部

损益表

年结: 12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额	56,168	68,084	81,332	98,953	119,677
- 销售收入	54,924	66,540	79,510	96,839	117,246
- 租金收入	1,244	1,544	1,822	2,113	2,430
销售成本	(45,200)	(54,227)	(64,822)	(78,865)	(95,382)
毛利	10,968	13,857	16,510	20,087	24,294
运营成本	(7,289)	(9,516)	(11,467)	(14,047)	(16,997)
管理费用	(1,479)	(1,849)	(2,182)	(2,618)	(3,116)
其他收入	274	414	462	484	513
息税前利润	2,474	2,906	3,323	3,906	4,695
财务费用	(83)	(90)	(13)	(19)	(39)
税前利润	2,391	2,816	3,311	3,888	4,656
所得税	(777)	(831)	(960)	(1,127)	(1,350)
少数股东权益	(583)	(385)	(118)	(138)	(165)
净利润	1,031	1,600	2,233	2,622	3,140

来源: 公司, 招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	15,651	19,754	24,814	30,386	36,494
固定资产	14,814	19,015	24,045	29,590	35,670
递延税资产	168	197	227	254	282
无形资产	109	109	109	109	109
贸易及其他应收款	560	433	433	433	433
流动资产	14,202	21,592	22,865	25,790	29,773
存货	7,383	10,259	12,200	14,843	17,951
贸易及其他应收款	3,307	3,749	4,453	5,492	6,642
受限存款	50	67	67	67	67
现金及等价物	3,462	7,517	6,145	5,389	5,113
流动负债	22,695	25,699	29,753	35,470	42,128
银行贷款及透支	2,401	199	199	318	573
贸易及其他应付款	20,050	25,162	29,170	34,701	41,014
应缴税款	244	338	384	451	540
非流动负债	338	130	130	230	430
银行贷款	181	-	-	100	300
其他金融负债	87	85	85	85	85
递延税负债	70	45	45	45	45
少数股东权益	2,417	378	423	483	574
净资产	4,403	15,139	17,372	19,994	23,135
股东权益	4,403	15,139	17,372	19,994	23,135

来源: 公司, 招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
税前利润	2,391	2,816	3,311	3,888	4,656
折旧和摊销	1,185	1,530	1,836	2,093	2,344
财务费用	83	90	13	19	39
利息收入	(50)	(92)	(80)	(65)	(60)
其他	5	28	15	15	15
经营利润	3,614	4,372	5,094	5,949	6,995
存货变动	(2,237)	(2,876)	(1,941)	(2,643)	(3,109)
贸易及其他应收款变动	(427)	(658)	(704)	(1,039)	(1,150)
贸易及其他应付款变动	4,551	5,717	4,008	5,531	6,314
受限存款	81	-	-	-	-
已缴税款	(684)	(791)	(914)	(1,060)	(1,261)
经营活动净现金流	4,898	5,764	5,543	6,738	7,788
利息收入	50	92	80	65	60
固定资产购置	(3,807)	(5,358)	(5,840)	(6,424)	(7,002)
其他	14	3	-	-	-
投资活动净现金流	(3,743)	(5,263)	(5,760)	(6,359)	(6,942)
股息支付	(495)	(1,837)	(1,143)	(1,335)	(1,537)
股权融资	127	7,816	-	-	-
银行贷款净额变动	(195)	(2,157)	-	219	455
已付利息	(83)	(90)	(13)	(19)	(39)
其他	42.0	(2.0)	-	-	-
融资活动净现金流	(604)	3,730	(1,155)	(1,135)	(1,122)
净现金流	551	4,231	(1,372)	(756)	(276)
期初现金	2,685	3,281	7,517	6,145	5,389
汇率影响	45	5	-	-	-
期末现金	3,281	7,517	6,145	5,389	5,113

来源：公司，招银国际研究部

主要财务比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入构成 (%)					
- 销售收入	97.8	97.7	97.8	97.9	98.0
- 租金收入	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0
盈亏比率 (%)					
毛利率	19.5	20.4	20.3	20.3	20.3
经营利润率	4.4	4.3	4.1	3.9	3.9
净利润率	1.8	2.4	2.7	2.6	2.6
有效税率	32.5	29.5	29.0	29.0	29.0
成长性 (%)					
营业额增速	23.7	21.2	19.5	21.7	20.9
毛利增速	27.8	26.3	19.1	21.7	20.9
息税前利润增速	26.7	17.5	14.4	17.5	20.2
净利润增速	27.1	55.2	39.6	17.4	19.8
资产负债表比率					
流动比率 (倍)	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率 (倍)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
应收账款周转天数	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
应付帐款周转天数	89.8	96.3	96.3	96.3	96.3
存货周转天数	50.6	59.4	63.2	62.6	62.7
总负债 / 权益比率 (%)	60.6	1.9	1.6	2.5	4.1
净负债 / 权益比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
回报率指标 (%)					
权益回报率	24.5	16.4	13.7	14.0	14.6
总资产回报率	3.9	4.5	5.0	5.0	6.0
每股数据					
每股收益 (人民币)	0.188	0.205	0.234	0.275	0.329
每股净资产 (人民币)	0.801	1.939	1.821	2.096	2.425
每股股息 (港元)	-	0.100	0.120	0.140	0.161

来源: 公司, 招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。