

高鑫零售 (6808 HK, HK\$10.22, 未评级) - 内外兼修的优秀零售商

❖ **2011年盈利大幅增长55.2%至人民币16亿元。**以销售额计高鑫零售是国内最大的超市/大卖场运营商，旗下有大润发和欧尚两个品牌的卖场，在一二线城市和三至五线城市的门店占比分别为30%和70%。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，导致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%。

❖ **产品组合改善及规模经济推高毛利率，但营运开支高企。**2011年全年新开大卖场46家，其中约两成以自有物业经营，新进入河南、云南和内蒙古三个省区，旗下卖场已覆盖全国24个省区。截止2011年底，公司在全国拥有230家综合大卖场，其中32%为自有物业，68%为租赁门店。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，毛利率同比上升至20.4%，在国内大卖场经营者中属较高水平。2011年门店运营成本和行政费用分别上升30.6%和25%，高于收入增速。我们预计今年公司依然面临员工开支的提升压力。

❖ **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。

❖ **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。**2008-2011年销售额和税后利润年均复合增长率分别达到22%和25%。目前市值对应2011年1.16倍市销率，对应2012/2013年32.7/26.3倍市盈率，与同业相比享有较高估值溢价。

高鑫零售 (6808 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$10.22
目标价	N/A
市值(港币百万)	97,496
过去3个月平均交易(港币百万)	60.5
52周高/低(港币)	12.06/7.2
发行股数(百万股)	9,540
主要股东	吉鑫控股(51.0%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-1.9%	-0.7%
3月	7.5%	11.1%
6月	-2.9%	-4.4%

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	83,363	101,599	118,840
净利润(人民币百万元)	1,031	1,600	2,365	2,945	3,378
每股收益(人民币)	0.19	0.20	0.25	0.32	0.37
每股收益变动(%)	26.7	5.3	27.0	24.0	17.1
市盈率(x)	43.7	41.5	32.7	26.3	22.5
市帐率(x)	N/A	5.2	5.0	4.4	3.8
股息率(%)	N/A	1.0	1.1	1.4	1.5
权益收益率(%)	24.5	16.4	15.5	17.3	17.0
净财务杠杆率(%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

来源: 公司及彭博

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作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，请与我们联系。

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。

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。