

華地國際 (1700 HK, HK\$2.50, 目標價: HK\$3.45, 買入) - 2014 內地百貨業經營環境面臨挑戰

- ❖ 百貨業務總銷售額按年下降2.5%。2014全年，百貨商場業務總銷售額按年下降2.5%至人民幣82.6億元，總銷售額的統計則剔除了鎮江商業城以及鎮江恒盛購物廣場這兩個聯合公司的銷售額。除此而外，2014年的同店銷售也按年錄得1.8%的下降。我們認為2014百貨商場業務表現不佳主要是由於以下幾個原因引起的：1. 百貨商場的重新裝修；2. 2014公司沒有新開的百貨商場；3. 中國內地經濟較為疲軟。我們預測公司2015年百貨商場業務總銷售額將按年增長6.0%至人民幣88億元。
- ❖ 2014 年超市業務總銷售額增長表現突出。2014 全年，公司錄得超市業務總銷售額按年增長 4.6%至人民幣 27.9 億元，同時同店銷售錄得按年增長 0.2%。公司預計在 2015 年開設 5 間新超市，我們預測超市業務的總銷售額在 2015 年將按年增長 9.4%至人民幣 30.5 億元。
- ❖ 維持買入評級。我們預測 2014-16 財年的淨利潤分別為人民幣 6.7 億元、人民幣 7.8 億元及人民幣 8.7 億元。公司目前的股價相當於 2015 財年和 2016 財年預測市盈率的 6.3 倍和 5.6 倍。我們的目標價為港幣 3.45 元，相當於 2015 財年預測市盈率的 8.7 倍，同時也是公司過去 3 年的平均市盈率。維持買入評級。

華地國際 (1700 HK)

評級	買入
收市價	2.50 港元
目標價	3.45 港元
市值 (港幣百萬)	6,120
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	2.65
52 周高/低 (港幣)	4.1/2.4
發行股數 (百萬股)	2,448.1
主要股東	陳建強 (58.92%)

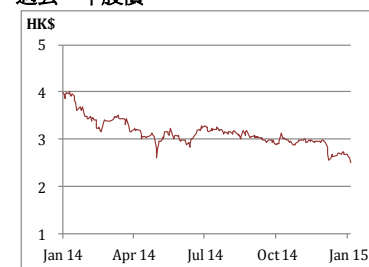
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-6.4%	-11.3%
3 月	-15.5%	-19.3%
6 月	-20.9%	-23.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	3,807	4,162	4,199	4,559	4,840
淨利潤 (人民幣百萬元)	651	730	674	775	875
每股收益 (人民幣)	0.261	0.292	0.270	0.317	0.357
每股收益變動 (%)	N/A	12.15	(7.74)	17.46	12.88
市盈率 (x)	7.68	6.85	7.42	6.32	5.60
市帳率 (x)	1.12	1.04	1.01	0.95	0.90
股息率 (%)	6.4	7.4	6.4	6.4	8.3
權益收益率 (%)	14.5	15.2	13.7	15.0	16.0
淨財務杠杆率 (%)	Net cash	38.6	12.1	20.1	28.7

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
收入	3,807	4,162	4,199	4,559	4,840
特许专营销售	1,249	1,387	1,307	1,414	1,568
直接销售	2,455	2,657	2,785	3,050	3,162
租金收入	88	106	94	84	99
提供餐饮服务	15	13	13	12	11
其他收入及收益	566	709	814	955	1,100
购买存货及存货变动	(2,112)	(2,310)	(2,400)	(2,600)	(2,720)
员工成本	(483)	(573)	(600)	(670)	(735)
折旧及摊销	(254)	(317)	(340)	(380)	(440)
租金开支	(68)	(81)	(90)	(105)	(120)
其他开支	(489)	(494)	(580)	(610)	(630)
经营利润	967	1,095	1,003	1,149	1,295
融资成本	(44)	(56)	(44)	(46)	(49)
分占合营企业亏损	(2)	(4)	(2)	(1)	(2)
税前利润	922	1,035	957	1,102	1,244
所得税开支	(266)	(299)	(275)	(317)	(358)
年度溢利	656	737	682	785	886
非控股权益	(5)	(6)	(8)	(10)	(11)
净利润	651	730	674	775	875

來源：公司及招銀國際證券預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产					
厂房和设备	5,805	6,132	6,862	7,885	9,050
预付土地出让金	890	899	966	998	1,100
其他无形资产	44	41	45	46	46
商誉	184	206	207	207	207
合营企业的投资	261	257	260	260	260
可供出售投资	109	146	140	140	140
长期预付款项	166	182	198	210	225
延迟税项资产	55	50	56	62	68
受限资金	0	154	160	175	180
长期定期存款	0	121	0	0	0
其他	0	45	0	0	0
非流动资产总额	7,515	8,235	8,893	9,983	11,276
流动资产					
存货	314	383	435	492	565
应收贸易款项	9	13	15	19	23
预付款项，按金及其他应收款项	264	283	330	410	495
结构性存款	710	1,887	200	100	0
受限资金	0	400	420	435	450
现金及现金等价物	1,539	892	2,520	2,175	1,693
持有待售资产	31	25	25	0	0
其他	0	14	0	0	0
流动资产总额	2,867	3,897	3,945	3,631	3,226
总资产	10,382	12,132	12,838	13,613	14,501
流动负债					
短期借款	794	941	960	995	1,002
短期融资券	0	930	0	0	0
应付贸易款项	1,111	1,163	1,400	1,510	1,631
其他应付款项及应计费用	2,263	2,229	2,340	2,611	2,954
衍生金融工具	1	0	0	0	0
应付税项	81	78	0	1	0
待售资产相关负债	3	3	3	0	0
流动负债总额	4,253	5,344	4,703	5,117	5,587
非流动负债					
长期借款	655	992	998	998	998
长期应付款项	291	300	306	311	320
延迟税项负债	472	469	499	530	585
非流动负债总额	1,418	1,762	1,803	1,839	1,903
非控股权益	232	230	240	261	281
净资产总额	4,711	5,026	6,332	6,657	7,011
股东权益	4,711	5,026	6,332	6,657	7,011

來源：公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結：12月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
经营活动					
经营利润	967	1,095	1,003	1,149	1,295
折旧及分摊	254	317	340	380	440
营运资本变动	425	40	178	235	310
存货变动	143	(68)	(52)	(50)	(65)
应收帐及其他应收款项变动	(3)	18	(50)	(80)	(85)
应付账及其他应付款项变动	285	90	280	365	460
税务开支	(255)	(304)	(320)	(350)	(410)
其他	(65)	(145)	10	(20)	(40)
经营活动所得现金净额	1,327	1,003	1,211	1,394	1,595
投资活动					
资本开支	(856)	(2,121)	(678)	(180)	(150)
其他	(580)	(293)	(1,833)	1,787	(1,200)
投资活动所得现金净额	(1,436)	(2,414)	(2,511)	1,607	(1,350)
融资活动					
银行贷款变动	508	539	(917)	35	7
股息	(293)	(450)	(380)	(424)	(520)
利息开支	(52)	(51)	(42)	(41)	(39)
发行短期融资券	0	896	0	0	0
其他	(5)	(7)	0	0	0
融资活动所得现金净额	158	928	(1,339)	(430)	(552)
现金增加净额	(928)	(579)	1,479	(386)	(517)
年初现金及现金等价物	1,946	1,026	442	1,940	1,565
外汇差额	8	(6)	20	11	15
年末现金及现金等价物	1,026	442	1,940	1,565	1,063

來源：公司及招銀國際證券預測

主要比率

年結：12月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合					
特许专营销售	32.8%	33.3%	31.1%	31.0%	32.4%
直接销售	64.5%	63.8%	66.3%	66.9%	65.3%
租金收入	2.3%	2.5%	2.2%	1.8%	2.0%
提供餐饮服务	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
营业利润率	9.8%	9.8%	9.0%	9.7%	10.1%
税前收益率	24.2%	24.9%	22.8%	24.2%	25.7%
净利润率	17.1%	17.5%	16.0%	17.0%	18.1%
有效税率	28.8%	28.8%	28.7%	28.8%	28.8%
增长					
销售所得款增长	13.4%	12.9%	-0.4%	6.9%	8.2%
收入增长	5.7%	9.3%	0.9%	8.6%	6.2%
营业利润增长	16.1%	13.2%	-8.4%	14.6%	12.7%
净利润增长	12.2%	12.1%	-7.7%	15.0%	12.9%
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
总负债/ 权益比率	30.7	57.0	37.9	36.7	34.8
净负债/ 权益比率	净现金	38.6	12.1	20.1	28.7
回报率					
资本回报率	14.5%	15.2%	13.7%	15.0%	16.0%
资产回报率	6.3%	6.0%	5.8%	6.3%	6.6%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.261	0.292	0.270	0.317	0.357
每股股息（港币）	0.160	0.185	0.160	0.159	0.208
每股账面值（人民币）	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2

來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。