

北京京客隆 (814HK, HK\$4.64, 目標價: HK\$4.11, 持有) - 費用和財務成本 高企侵蝕利潤

❖ **專注於北京地區，零售批發兩不誤。**京客隆在北京地區(尤其是朝陽區)經營大賣場、超市及便利店，2011 年銷售規模已達到 86 億元(人民幣·下同)。截至 2012 年 6 月底，公司網點總數包括 158 家自營門店和 92 家加盟店，共計 250 家。自營門店包括兩家百貨商場，9 家大賣場，78 家超市和 39 家便利店。除了零售業務外，公司還以“朝批”品牌經營快消品批發業務。批發業務由位於朝陽區和天津的分銷中心予以支持。通過批零業務的垂直整合，公司在零售業務激烈競爭導致毛利率逐漸下滑的情況下，近年來將整體毛利率保持在 15% 以上。我們預計未來公司仍有望保持 15% 左右的毛利率水準。

❖ **費用壓力大，財務成本高企侵蝕利潤。**2008-2011 年，公司業務發展穩健，收入及利潤分別錄得 8.9% 和 10.3% 的複合增長率。今年上半年，CPI 增速開始下滑，對超市業態的同店增長構成挑戰。上半年公司的收入增速下降至 9.6%，但分銷費用、行政費用及其他運營費用大幅上升，加之財務費用高速增長，淨利潤按年下滑 24.6%。人力成本、租金等費用的大幅上升及高企的財務費用嚴重侵蝕了公司盈利。上半年兩輪降息後，未來公司的財務壓力將略有下降。由於費用增速仍處在較高位置，且我們判斷公司仍將保持較高杠杆，未來淨利率預計將由 2011 年的 2.4% 降至 2014 年的 2.1%。

❖ **現金轉換週期拉長，現金流萎縮。**過去四年間大部分時間公司的經營活動現金流為負，資本支出依靠融資維持。公司不得不提高銀行及債券融資規模以滿足新開店、購置物業及裝修的需求。淨負債率已由 2008 年的 35.1% 升至 2011 年的 82.2%。現金轉換週期也由 2005 年的 11 天拉長至 2011 年的 58 天，反映出公司對上下游的議價能力都出現明顯削弱，同時存貨壓力開始升高。這意味著公司需要對運營資本投入額外的資金，也解釋了為何債務規模不斷升高。

❖ **作為區域零售商，京客隆專注於維繫北京地區的市場地位及擴張策略。**公司自營門店的坪效近年來一直在提高，2011 年平均坪效已達到 1.75 萬元，較 2008 年的 1.25 萬元，複合增速達到 11.9%，遠高於同期 CPI。我們預計未來同店增速將維持略高於 CPI 的水準。2012-2014 年，我們預計公司收入和利潤的年均複合增長率分別達到 12.3% 和 7.2%。首次給予京客隆“持有”評級，目標價 4.11 港元，對應 1 倍 PEG，2012 年 7.2 倍 PE 和 2013 年 6.7 倍 PE。

北京京客隆 (814HK)

評級	持有
收市價	HK\$4.64
目標價	HK\$4.11
市值 (港幣百萬)	1,913
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1.8
52 周高/低 (港幣)	8.34/3.68
發行股數 (百萬股)	412
主要股東	北京朝陽副食品(40.61%)

來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	18.0%	12.8%
3 月	-18.6%	-29.1%
6 月	-36.5%	-39.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	7,439	8,633	9,538	10,588	12,230
淨利潤 (人民幣百萬元)	181	210	187	207	259
每股收益 (人民幣)	0.44	0.51	0.45	0.50	0.63
每股收益變動 (%)	22.1	16.4	(10.8)	10.6	25.0
市盈率 (x)	9.0	7.4	8.3	7.5	6.0
市帳率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	5.1	5.3	4.8	5.3	6.7
權益收益率 (%)	12.5	13.5	11.1	11.2	12.3
淨財務杠杆率 (%)	40.9	82.2	70.5	60.1	48.7

來源: 公司及招銀國際研究部

損益表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额	7,439	8,633	9,538	10,588	12,230
销售成本	(6,397)	(7,335)	(8,107)	(9,000)	(10,395)
毛利	1,041	1,297	1,431	1,588	1,834
源自供货商的收入	343	402	527	611	727
其他收入和收益	153	174	179	190	205
销售及分销成本	(880)	(1,140)	(1,332)	(1,525)	(1,769)
行政费用	(213)	(202)	(254)	(276)	(304)
其他开支	(44)	(53)	(72)	(82)	(89)
息税前利润	399	478	480	506	605
财务费用	(94)	(125)	(155)	(147)	(156)
应占联营公司损益	-	-	-	-	-
税前利润	305	353	325	359	449
所得税	(77)	(80)	(81)	(90)	(112)
少数股东权益	(48)	(63)	(56)	(62)	(77)
净利润	181	210	187	207	259

来源：公司，招银证券研究部

資產負債表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	2,153	2,274	2,344	2,450	2,640
物业、厂房及设备	1,840	1,829	1,894	1,979	2,139
金融资产	49	6	8	14	19
无形资产	101	98	94	90	85
土地使用权租赁预付款	86	234	239	254	279
投资物业	7	33	33	35	37
其他	70	74	76	80	83
流动资产	3,372	4,054	4,244	4,460	4,817
存货	997	1,417	1,383	1,588	1,834
贸易应收款	1,186	1,359	1,314	1,477	1,669
其他应收款及其他	592	661	760	661	609
已抵押存款	22	36	13	16	19
现金及等价物	575	581	773	717	686
流动负债	3,365	4,210	4,415	4,488	4,673
银行及其他贷款	1,185	1,912	2,012	1,892	1,782
债券	499	299	300	300	300
贸易应付款	1,066	1,324	1,459	1,620	1,871
其他应付款及应计负债	598	660	627	658	698
应缴税金及其他	18	16	17	19	23
非流动负债	455	225	137	158	178
银行及其他贷款	430	200	110	130	150
其他	25	25	27	28	28
少数股东权益	212	272	280	308	355
净资产	1,493	1,620	1,756	1,955	2,251
股东权益	1,493	1,620	1,756	1,955	2,251

来源：公司，招银证券研究部

現金流量表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
税前利润	305	353	325	359	449
折旧和摊销	154	177	182	198	214
利息收入	(31)	(16)	(11)	(10)	(11)
其他	102	134	163	156	164
经营利润	531	647	658	703	816
存货变动	(162)	(419)	34	(205)	(246)
应收款变动	(186)	(474)	(54)	(64)	(139)
应付款变动	11	357	103	192	291
其他	(213)	(208)	(222)	(224)	(254)
经营活动净现金流	(19)	(98)	519	401	467
金融资产变动	37	16	11	10	11
股东资产购置	(255)	(194)	(228)	(263)	(289)
其他	10	40	23	(3)	(3)
投资活动净现金流	(208)	(137)	(194)	(255)	(281)
支付股息	(115)	(115)	(142)	(102)	(128)
资本发行	8	26	-	-	-
银行贷款变动	(2)	532	10	(100)	(90)
其他	497	(201)	-	-	-
融资活动净现金流	388	241	(132)	(202)	(218)
总净现金流	161	6	193	(56)	(31)
期初现金	414	575	581	773	717
期末现金	575	581	773	717	686

来源：公司，招银证券研究部

主要財務比率

年结：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股数据					
每股收益(人民币)	0.438	0.510	0.455	0.503	0.629
每股净资产(人民币)	3.621	3.930	4.261	4.744	5.460
每股股息(港元)	0.236	0.247	0.224	0.247	0.309
盈亏比率(%)					
毛利率	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
经营利润率	5.4	5.5	5.0	4.8	4.9
净利率	2.4	2.4	2.0	2.0	2.1
有效税率	25.1	22.7	25.0	25.0	25.0
成长性指标(%)					
营业额增速	11.2	16.0	10.5	11.0	15.5
毛利增速	11.8	24.6	10.3	11.0	15.5
息税前利润增速	17.8	19.9	0.3	5.5	19.5
净利润增速	22.1	16.4	(10.8)	10.6	25.0
资产负债表相关比率					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转日	58.5	53.8	51.1	48.1	47.0
应付账款周转日	61.9	63.0	62.4	63.9	62.8
存货周转日	50.9	60.1	63.0	60.3	60.1
权益总负债率(%)	79.4	118.0	114.5	96.7	79.2
权益净负债率(%)	40.9	82.2	70.5	60.1	48.7
回报率指标(%)					
权益回报率	12.5	13.5	11.1	11.2	12.3
资产回报率	3.5	3.5	2.9	3.1	3.8

来源：公司，招银证券研究部

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。