

金鷹商貿集團 (3308 HK, HK\$9.53 目標價: HK\$12.3, 買入) - 打造全生活購物中心

- ❖ **公司概況。**金鷹商貿集團是一間專注於百貨商場業務的集團。公司在 1996 年南京開設了第一間百貨商場：南京新街口店。截止 2014 上半年，公司的百貨商場業務橫跨 4 個省以及一個直轄市，包括江蘇省，安徽省，陝西省，雲南省以及上海市。目前，公司專注於打造全生活一站式購物中心以提供更多元化的服務來滿足不同客戶的需求。
- ❖ **全生活一站式購物中心的概念。**從傳統的百貨商場業務轉型為專注於全生活一站式購物中心的打造是公司未來的主要發展方向。全生活購物中心的建立能更好的滿足客戶的需求，提高人流量同時也延長客戶在購物中心的停留時間。
- ❖ **優化商業市場渠道。**公司在 2013 年投入了大約人民幣 4 千萬元優化公司的各種線上渠道，主要包括 O2O 業務的準備以及掌上金鷹應用程序的打造和升級。線上的商業渠道可以為公司提供有關客戶與零售市場較為深入的信息，例如客戶的購物偏好和最新的消費市場趨勢，還有更多有效的信息可供公司分析以提高市場競爭力。
- ❖ **現有店鋪表現以及新開店計劃。**截止 2014 上半年，公司一共有 26 間購物中心在運營。在 2014 上半年，有 15 間運營中的購物中心錄得同店銷售按年下跌，同時虧損店鋪達到 10 間。公司計劃在未來幾年一共開設 15 間購物中心，其中 4 間位於江蘇省的購物中心將計劃在 2014 年投入運營。
- ❖ **首次覆蓋給與買入評級。**我們預測 2014-16 財年的淨利潤分別為人民幣 11.3 億元、人民幣 13.7 億元及人民幣 14.5 億元。公司目前的股價相當於 2014 財年和 2015 財年預測市盈率的 12.9 倍和 9.9 倍。我們首次覆蓋的目標價為港幣 12.3 元，相當於 2015 財年預測市盈率的 12.9 倍，同時也是公司過去 3 年的平均市盈率減去一個標準差。首次覆蓋給與買入評級。

金鷹商貿 (3308 HK)

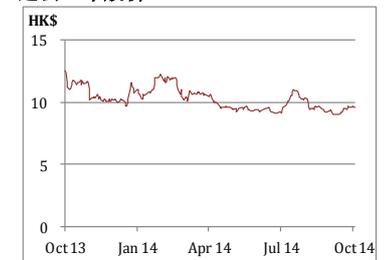
評級	買入
收市價	9.53 港元
目標價	12.3 港元
市值(港幣百萬)	17,021
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	32.73
52 周高/低(港幣)	12.48/8.91
發行股數(百萬股)	1,786
主要股東	王恒 (74.99%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	6.3%	8.0%
3 月	-0.8%	4.0%
6 月	-7.9%	-12.1%

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)	3,623	3,660	3,650	4,221	4,580
淨利潤(人民幣百萬元)	1,218	1,235	1,127	1,367	1,451
每股收益(人民幣)	0.629	0.656	0.599	0.765	0.812
每股收益變動(%)	0.9	4.28	(8.59)	27.66	6.17
市盈率(x)	12.12	11.63	12.72	9.96	9.38
市帳率(x)	2.79	2.74	2.31	1.82	1.56
股息率(%)	2.5	2.7	2.4	3.0	3.3
權益收益率(%)	23.0	23.5	18.1	18.2	16.6
淨財務槓桿率(%)	淨現金	29.9	22.1	18.1	11.5

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
總銷售收入	16,319	16,833	16,355	19,250	21,480
特許專營銷售	14,853	15,276	14,752	17,518	19,590
直接銷售	1,372	1,457	1,439	1,636	1,783
租金以及其他收入	94	101	164	96	107
收入	3,623	3,660	3,650	4,221	4,580
其他收入	211	233	250	265	280
存貨變動	(964)	(1,017)	(1,010)	(1,150)	(1,270)
人工成本	(353)	(376)	(390)	(420)	(465)
折舊與攤銷	(181)	(194)	(229)	(263)	(290)
租金成本	(167)	(170)	(182)	(215)	(230)
其他費用	(613)	(620)	(630)	(663)	(690)
經營利潤	1,557	1,515	1,459	1,775	1,915
淨利息收入/費用	68	80	70	60	65
其他收入/虧損	20	100	45	49	53
應占聯營公司溢利/虧損	3	13	11	10	10
稅前利潤	1,648	1,708	1,585	1,894	2,043
所得稅開支	(430)	(473)	(450)	(540)	(590)
年度益利	1,217	1,235	1,135	1,354	1,453
非控股權益	0	0	(8)	13	(2)
淨利潤	1,218	1,235	1,127	1,367	1,451

來源：公司及招銀國際證券預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
流動資產					
存貨	399	354	360	415	469
預付帳款及其他應收款項	387	403	380	426	460
结构性存款	1,490	1,244	1,300	1,360	1,435
受限存款	27	26	26	29	29
現金及現金等价物	2,840	1,654	1,811	1,762	2,042
計息工具投資	835	3,006	2,783	2,800	2,750
其他	35	76	56	50	63
總流動資產	6,013	6,763	6,716	6,841	7,248
非流動資產					
物業、厂房及设备	4,025	4,034	4,995	5,890	6,400
土地使用權	1,297	1,910	1,930	2,300	2,650
投資物業	91	89	89	90	90
訂金及預付款	1,320	1,254	1,300	1,400	1,460
商譽	257	257	265	265	265
聯營公司權益	416	255	295	301	300
可出售投資	226	357	360	349	360
遞延所得稅資產	80	100	115	125	131
其他	61	56	56	56	56
非流動資產總和	7,773	8,312	9,405	10,776	11,712
總資產	13,787	15,075	16,121	17,617	18,960
流動負債					
貿易及其他應付賬款	2,085	2,055	2,010	2,250	2,360
短期銀行借款	1,079	0	0	0	0
稅務負債	85	158	165	183	210
延遲收入	2,907	2,921	2,925	2,920	2,920
其他	51	70	170	130	100
流動負債總和	6,207	5,203	5,270	5,483	5,590
非流動負債					
長期銀行貸款	2,132	2,087	2,100	2,100	2,100
稅務負債	150	130	132	130	130
優先票據	0	2,408	2,408	2,408	2,408
非流動負債總和	2,282	4,625	4,640	4,638	4,638
少數股東權益	3	2	2	2	2
淨資產總額	5,295	5,244	6,209	7,495	8,731
股東權益	5,295	5,244	6,209	7,495	8,731

來源：公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
經營活動					
稅息前收益	1,557	1,515	1,459	1,775	1,915
折舊及分攤	181	194	229	240	265
營運資本變動	(178)	(38)	(26)	137	20
存貨變動	(94)	44	(6)	(54)	(52)
應收帳及其他應收款項變動	(139)	(36)	20	(44)	(33)
應付帳及其他應付款項變動	55	(46)	(40)	235	105
稅務開支	(477)	(470)	(442)	(510)	(575)
其他	406	48	130	110	135
經營活動所得現金淨額	1,488	1,250	1,350	1,752	1,760
投資活動					
購置固定資產	(1,034)	(329)	(1,000)	(1,500)	(1,500)
其他	(686)	(2,049)	600	200	550
投資活動所得現金淨額	(1,720)	(2,378)	(400)	(1,300)	(950)
融資活動					
新增、回購公司股份	(172)	(942)	(400)	0	0
銀行貸款變動	1,771	(1,056)	14	0	0
已付股息	(367)	(353)	(296)	(375)	(400)
已付利息	(114)	(150)	(135)	(141)	(150)
優先票據發行	0	2,466	0	0	0
其他	0	(23)	24	15	20
融資活動所得現金淨額	1,119	(58)	(793)	(501)	(530)
現金增加淨額	887	(1,186)	157	(49)	280
年初現金及現金等價物	1,953	2,840	1,654	1,811	1,762
年末現金及現金等價物	2,840	1,654	1,811	1,762	2,042

來源：公司及招銀國際證券預測

主要比率

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合					
特許專營銷售	91.8%	91.0%	90.8%	90.2%	91.0%
直接銷售	7.8%	8.4%	8.7%	8.8%	8.5%
租金以及其他收入	0.4%	0.6%	0.6%	1.0%	0.5%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
營業利潤率	43.0%	41.4%	40.0%	42.1%	41.8%
稅前收益率	45.5%	46.7%	43.4%	44.9%	44.6%
淨利潤率	33.6%	33.7%	30.9%	32.4%	31.7%
有效稅率	26.1%	27.7%	28.4%	28.5%	28.9%
增長（%）					
總銷售額增長	13.8%	3.1%	-2.8%	17.7%	11.6%
收入增長	12.6%	1.0%	-0.3%	15.6%	8.5%
營業利潤增長	1.5%	-2.7%	-3.7%	21.7%	7.9%
淨利潤增長	0.5%	1.4%	-8.8%	21.3%	6.2%
資產負債比率					
流動比率（x）	0.7	1.0	1.3	1.3	1.2
速動比率（x）	0.6	0.9	1.2	1.2	1.2
平均存貨周轉天數	133.1	135.1	129.1	123.0	127.0
平均應收賬款周轉天數	32.0	39.4	39.2	34.8	35.3
平均應付帳款周轉天數	785.4	743.0	734.5	676.0	662.5
總負債/權益比率（%）	60.6	85.7	72.6	60.1	51.6
淨負債/權益比率（%）	淨現金	29.9	22.1	18.1	11.5
回報率					
資本回報率	23.0%	23.5%	18.1%	18.2%	16.6%
資產回報率	10.7%	8.8%	8.2%	7.0%	7.8%
每股數據（人民幣）					
每股利潤	0.629	0.656	0.599	0.765	0.812
每股股息	0.188	0.203	0.180	0.228	0.250
每股帳面值	2.734	2.784	3.303	4.196	4.888

來源：公司及招銀國際證券預測

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关于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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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

本报告期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上责任。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(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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国投资者

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士。