睿智投资

利信达（738 HK, HK$3.57, 目标价：HK$4.35, 买入）-2014 财年第三季度销售表现良好

利信达 (738 HK)

评级	买入
收市价	3.57 港元
目标价	4.35 港元
市值 (港币百万)	2,282
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1.18
52 周高/低 (港币)	3.85/2.28
发行股数 (百万股)	639.3
主要股东	李子彬 （43.3%）

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	9.3%	4.4%
3 月	11.9%	8.0%
6 月	47.0%	33.4%

来源:彭博

过去一年股价

来源:彭博

- **零售业务以及同店销售均取得双位数的增长。**公司 2014 财年第三季度自有零售业务的销售收入按年增长 15.2%。我们预测公司 2014 财年全年的销售收入将按年增长 18%至港币 20.8 亿元。公司自有零售业务在 2014 财年第三季度也录得 14.2%的同店销售增长，按年上升 5.1 个百分点。

- **零售业务毛利率持续改善**。与去年同期相比，公司 2014 财年第三季度零售业务的毛利率有轻微上升，产品折扣力度也相应下调。我们预测 2014 财年公司整体的毛利率为 66.1%， 按年上升 1.4 个百分点。 截至 2014 财年上半年，公司的存货周转天数为 234 天，其中大约 30%的存货是为 2014 财年下半年的预备存货。我们对公司的存货状况仍然保持乐观，同时预测 2014 财年的存货周转天数将按年下降 48 天至 228 天。

- **有效控制的扩张步伐。**截至 2014 财年第三季度，公司的总零售网点数量达到 967 间，其中包括 788 间自营网点及 179 间加盟网点。我们预测公司 2014 财年的总零售网点数量将达到 977 间，相较于去年同期减少 7 间。这主要是由于公司在不断整合旗下表现不佳的店铺以及 CNE 的品牌资源。

- **产品结构的不断完善。**截止 2014 财年上半年，公司女鞋业务、男鞋业务及手袋配饰业务分别占同期总零售收入的 78.1%、12.1%及 9.8%。毫无疑问女鞋业务是现阶段零售业务销售收入的主要贡献者。女鞋、男鞋及手袋配饰业务的销售收入在 2014 财年上半年分别按年增长了 20.5%、21.5%和 21.9%。我们认为公司将会在男鞋及手袋配饰业务上投入更多的资源，同时认为这两个业务部门未来的盈利空间将会增大。我们预测 2014 财年女鞋、男鞋及手袋配饰业务的销售收入将分别占总零售销售收入的 77.1%、12.9%和 10%。

- **维持买入评级。我们预测公司 2014-16 财年的净利润分别为港币 2.17 亿元、港币 2.55 亿元及港币 2.99 亿元。同期的净利润年复合增长率将达到 18.6%。公司目前的股价相当于 2014 财年和 2015 财年市盈率的 10.5 倍和 8.9 倍。新的目标价港币 4.35 元是相等于 2015 财年市盈率的 10.9 倍，同时也是公司过去 5 年的平均市盈率。维持买入评级。**

财务资料

(截至 2 月 28 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (港币百万元)	1,545	1,762	2,080	2,475	2,957
净利润（港币百万元)	194	179	217	255	299
每股收益 (港币)	0.304	0.280	0.339	0.399	0.467
每股收益变动 (%)	15.25	(7.75)	21.14	17.42	17.18
市盈率(x)	11.75	12.74	10.52	8.96	7.64
市帐率 (x)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3
股息率 (%)	3.8	4.4	4.8	5.6	5.9
权益收益率 (%)	16.4	13.9	15.8	17.1	17.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
收入	**1,545**	**1,762**	**2,080**	**2,475**	**2,957**
內地業務	1,312	1,520	1,820	2,183	2,623
香港及澳門業務	197	206	239	280	319
出口業務	36	36	21	12	15
銷售成本	(550)	(621)	(705)	(832)	(991)
毛利润	**995**	**1,141**	**1,375**	**1,643**	**1,967**
其他收益	34	32	29	31	32
銷售費用	(609)	(749)	(855)	(1,050)	(1,300)
行政費用	(175)	(190)	(265)	(290)	(305)
營運利潤	**245**	**234**	**284**	**334**	**394**
融資成本	4	6	8	8	7
關聯收益	(1)	1	0	1	0
税前利潤	249	241	292	343	401
所得税	(54)	(62)	(74)	(87)	(101)
税後利潤	195	179	218	256	300
非控制股東利益	(1)	0	(1)	(1)	(1)
淨利潤	**194**	**179**	**217**	**255**	**299**

來源：公司及招銀國際研究部

资产负债表

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
流動資產					
現金及銀行存款	425	436	474	575	754
存款及預付帳款	37	42	45	47	50
應收貿易款項及其他應收款項	135	199	245	242	300
存貨	433	469	440	460	500
流動資產總和	**1,029**	**1,146**	**1,204**	**1,324**	**1,603**
非流動資產					
廠房及設備	241	238	246	261	280
投資性房地產	73	90	96	101	106
土地使用權	33	33	35	36	34
長期存款及預付款項	17	18	20	22	25
關聯公司收益	34	35	37	39	40
延遲所得税資產	44	52	54	57	60
其他	0	0	0	0	0
非流動資產總和	**441**	**465**	**487**	**514**	**545**
總資產	**1,471**	**1,610**	**1,691**	**1,838**	**2,148**
流動負債					
短期銀行借款	0	0	0	0	0
應付貿易賬款和延遲付款	201	218	212	236	270
應付税向	17	21	25	27	29
關聯公司欠款	31	37	42	45	49
流動負債總和	**248**	**277**	**278**	**307**	**348**
非流動負債					
長期銀行貸款	0	0	0	0	0
延遲税項	27	32	33	34	40
非流動負債總和	**27**	**32**	**33**	**34**	**40**
少數股東權益	**12**	**12**	**10**	**10**	**11**
淨資產總額	**1,184**	**1,290**	**1,370**	**1,487**	**1,750**
股東權益	**1,184**	**1,290**	**1,370**	**1,487**	**1,750**

來源：公司及招銀國際研究部

现金流量表

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
經營活動					
稅息前收益	**245**	**234**	**284**	**334**	**394**
折舊及分攤	48	52	54	59	63
營運資本變動	(39)	(75)	(84)	(78)	(47)
存貨變動	(34)	(30)	(39)	(43)	(21)
應收帳及其他應收款項變動	4	(62)	(61)	(49)	(40)
存款及提前支付款項變動	(20)	(6)	(10)	(7)	(7)
關聯公司應付款項變動	(17)	7	6	4	2
應付帳及其他應付款項變動	29	16	20	17	18
稅務開支	(44)	(61)	(70)	(68)	(71)
其他	(22)	(0)	(1)	0	0
經營活動所得現金淨額	**188**	**150**	**182**	**248**	**339**
投資活動					
購置固定資產	(50)	(49)	(45)	(47)	(48)
其他	20	1	6	4	3
投資活動所得現金淨額	**(30)**	**(48)**	**(39)**	**(43)**	**(45)**
融資活動					
新股發行	0	0	0	0	0
銀行貸款變動	(4)	0	0	0	0
股息	(88)	(91)	(94)	(101)	(120)
其他	(0)	(0)	(1)	(0)	3
融資活動所得現金淨額	**(91)**	**(91)**	**(94)**	**(101)**	**(117)**
現金增加淨額	67	11	49	103	176
年初現金及現金等價物	345	421	427	471	570
外匯差額	9	(5)	(5)	(3)	1
年末現金及現金等價物	**421**	**427**	**471**	**570**	**748**
銀行存款	4	9	4	5	6
現金及銀行存款	**425**	**436**	**474**	**575**	**754**

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
零售業務銷售組合					
女鞋	84.9%	86.2%	87.5%	88.2%	88.7%
男鞋	12.7%	11.7%	11.5%	11.3%	10.8%
女士手袋及飾品	2.3%	2.1%	1.0%	0.5%	0.5%
總額	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
盈利能力比率					
毛利率	64.4%	64.7%	66.1%	66.4%	66.5%
營業利潤率	15.9%	13.3%	13.6%	13.5%	13.3%
稅前收益率	16.1%	13.7%	14.0%	13.9%	13.5%
淨利潤率	12.6%	10.2%	10.4%	10.3%	10.1%
有效稅率	21.6%	25.7%	25.3%	25.4%	25.2%
增長					
收入增長	17.1%	14.1%	18.0%	19.0%	19.5%
毛利增長	20.0%	14.6%	20.5%	19.5%	19.7%
營業利潤增長	21.7%	-4.5%	21.3%	17.8%	17.8%
淨利潤增長	15.3%	-7.7%	21.1%	17.4%	17.2%
資產負債比率					
流動比率 (x)	4.1	4.1	4.3	4.3	4.6
速動比率 (x)	2.4	2.4	2.7	2.8	3.2
平均存貨周轉天數	288	276	228	202	184
平均應收賬款周轉天數	32	41	43	36	37
平均應付帳款周轉天數	133	128	110	104	99
淨負債/權益比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回報率					
資本回報率	16.4%	13.9%	15.8%	17.1%	17.1%
資產回報率	13.2%	11.1%	12.8%	13.9%	13.9%
每股數據 (港幣)					
每股利潤	0.304	0.280	0.339	0.399	0.467
每股股息	0.137	0.142	0.170	0.200	0.210
每股帳面值	1.9	2.0	2.1	2.3	2.7

來源：公司及招銀國際研究部

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之分析员，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，请与我们联络。

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 年证券交易法规则 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。