

### 华地国际 (1700 HK, HK\$2.50, 目标价: HK\$3.45, 买入) -2014 内地百货业经营环境面临挑战

- ❖ 百货业务总销售额按年下降2.5%。2014全年，百货商场业务总销售额按年下降2.5%至人民币82.6亿元，总销售额的统计则剔除了镇江商业城以及镇江恒盛购物广场这两个联合公司的销售额。除此而外，2014年的同店销售也按年录得1.8%的下降。我们认为2014百货商场业务表现不佳主要是由于以下几个原因引起的：1. 百货商场的重新装修；2. 2014公司没有新开的百货商场；3. 中国内地经济较为疲软。我们预测公司2015年百货商场业务总销售额将按年增长6.0%至人民币88亿元。
- ❖ 2014年超市业务总销售额增长表现突出。2014全年，公司录得超市业务总销售额按年增长4.6%至人民币27.9亿元，同时同店销售录得按年增长0.2%。公司预计在2015年开设5间新超市，我们预测超市业务的总销售额在2015年将按年增长9.4%至人民币30.5亿元。
- ❖ 维持买入评级。我们预测2014-16财年的净利润分别为人民币6.7亿元、人民币7.8亿元及人民币8.7亿元。公司目前的股价相当于2015财年和2016财年预测市盈率的6.3倍和5.6倍。我们的目标价为港币3.45元，相当于2015财年预测市盈率的8.7倍，同时也是公司过去3年的平均市盈率。维持买入评级。

#### 华地国际 (1700 HK)

|                  |              |
|------------------|--------------|
| 评级               | 买入           |
| 收市价              | 2.50 港元      |
| 目标价              | 3.45 港元      |
| 市值 (港币百万)        | 6,120        |
| 过去3个月平均交易 (港币百万) | 2.65         |
| 52周高/低 (港币)      | 4.1/2.4      |
| 发行股数 (百万股)       | 2,448.1      |
| 主要股东             | 陈建强 (58.92%) |

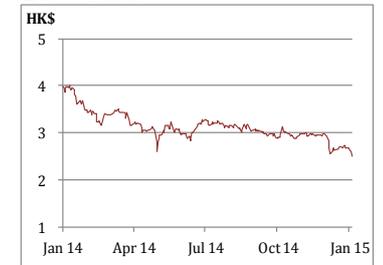
来源: 彭博

#### 股价表现

|    | 绝对     | 相对     |
|----|--------|--------|
| 1月 | -6.4%  | -11.3% |
| 3月 | -15.5% | -19.3% |
| 6月 | -20.9% | -23.0% |

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

#### 财务资料

| (截至12月31日)   | FY12A    | FY13A | FY14E  | FY15E | FY16E |
|--------------|----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业额 (人民币百万元) | 3,807    | 4,162 | 4,199  | 4,559 | 4,840 |
| 净利润 (人民币百万元) | 651      | 730   | 674    | 775   | 875   |
| 每股收益 (人民币)   | 0.261    | 0.292 | 0.270  | 0.317 | 0.357 |
| 每股收益变动 (%)   | N/A      | 12.15 | (7.74) | 17.46 | 12.88 |
| 市盈率 (x)      | 7.68     | 6.85  | 7.42   | 6.32  | 5.60  |
| 市帐率 (x)      | 1.12     | 1.04  | 1.01   | 0.95  | 0.90  |
| 股息率 (%)      | 6.4      | 7.4   | 6.4    | 6.4   | 8.3   |
| 权益收益率 (%)    | 14.5     | 15.2  | 13.7   | 15.0  | 16.0  |
| 净财务杠杆率 (%)   | Net cash | 38.6  | 12.1   | 20.1  | 28.7  |

来源: 公司及招银国际研究部

**利润表**

| 年结：12月31日（百万人民币） | FY12         | FY13         | FY14E        | FY15E        | FY16E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入</b>        | <b>3,807</b> | <b>4,162</b> | <b>4,199</b> | <b>4,559</b> | <b>4,840</b> |
| 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)        |
| <b>经营利润</b>      | <b>967</b>   | <b>1,095</b> | <b>1,003</b> | <b>1,149</b> | <b>1,295</b> |
| 融资成本             | (44)         | (56)         | (44)         | (46)         | (49)         |
| 分占合营企业亏损         | (2)          | (4)          | (2)          | (1)          | (2)          |
| <b>税前利润</b>      | <b>922</b>   | <b>1,035</b> | <b>957</b>   | <b>1,102</b> | <b>1,244</b> |
| 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)         |
| <b>净利润</b>       | <b>651</b>   | <b>730</b>   | <b>674</b>   | <b>775</b>   | <b>875</b>   |

来源：公司及招银国际证券预测

**资产负债表**

| 年结：12月31日（百万人民币） | FY12          | FY13          | FY14E         | FY15E         | FY16E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流动资产</b>     |               |               |               |               |               |
| 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             |
| <b>非流动资产总额</b>   | <b>7,515</b>  | <b>8,235</b>  | <b>8,893</b>  | <b>9,983</b>  | <b>11,276</b> |
| <b>流动资产</b>      |               |               |               |               |               |
| 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             |
| <b>流动资产总额</b>    | <b>2,867</b>  | <b>3,897</b>  | <b>3,945</b>  | <b>3,631</b>  | <b>3,226</b>  |
| <b>总资产</b>       | <b>10,382</b> | <b>12,132</b> | <b>12,838</b> | <b>13,613</b> | <b>14,501</b> |
| <b>流动负债</b>      |               |               |               |               |               |
| 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             |
| <b>流动负债总额</b>    | <b>4,253</b>  | <b>5,344</b>  | <b>4,703</b>  | <b>5,117</b>  | <b>5,587</b>  |
| <b>非流动负债</b>     |               |               |               |               |               |
| 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           |
| <b>非流动负债总额</b>   | <b>1,418</b>  | <b>1,762</b>  | <b>1,803</b>  | <b>1,839</b>  | <b>1,903</b>  |
| <b>非控股权益</b>     | <b>232</b>    | <b>230</b>    | <b>240</b>    | <b>261</b>    | <b>281</b>    |
| <b>净资产总额</b>     | <b>4,711</b>  | <b>5,026</b>  | <b>6,332</b>  | <b>6,657</b>  | <b>7,011</b>  |
| <b>股东权益</b>      | <b>4,711</b>  | <b>5,026</b>  | <b>6,332</b>  | <b>6,657</b>  | <b>7,011</b>  |

来源：公司及招银国际证券预测

**现金流量表**

| 年结：12月31日（百万人民币）  | FY12           | FY13           | FY14E          | FY15E        | FY16E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|
| <b>经营活动</b>       |                |                |                |              |                |
| 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)           |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>1,327</b>   | <b>1,003</b>   | <b>1,211</b>   | <b>1,394</b> | <b>1,595</b>   |
| <b>投资活动</b>       |                |                |                |              |                |
| 资本开支              | (856)          | (2,121)        | (678)          | (180)        | (150)          |
| 其他                | (580)          | (293)          | (1,833)        | 1,787        | (1,200)        |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(1,436)</b> | <b>(2,414)</b> | <b>(2,511)</b> | <b>1,607</b> | <b>(1,350)</b> |
| <b>融资活动</b>       |                |                |                |              |                |
| 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              |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>158</b>     | <b>928</b>     | <b>(1,339)</b> | <b>(430)</b> | <b>(552)</b>   |
| 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             |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>1,026</b>   | <b>442</b>     | <b>1,940</b>   | <b>1,565</b> | <b>1,063</b>   |

来源：公司及招银国际证券预测

**主要比率**

| 年结：12月31日（百万人民币） | FY12          | FY13          | FY14E         | FY15E         | FY16E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>销售组合</b>      |               |               |               |               |               |
| 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%          |
| <b>总额</b>        | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |
| <b>盈利能力比率</b>    |               |               |               |               |               |
| 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%         |
| <b>增长</b>        |               |               |               |               |               |
| 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%         |
| <b>资产负债比率</b>    |               |               |               |               |               |
| 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          |
| <b>回报率</b>       |               |               |               |               |               |
| 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%          |
| <b>每股数据</b>      |               |               |               |               |               |
| 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           |

来源：公司及招银国际证券预测

## 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其他人。