

華地國際 (1700 HK, HK\$2.84, 目標價: HK\$3.9, 買入) - 銷售收入穩定但 盈利能力有所下降

- ❖ **雙模式零售業務。**華地國際於中國經營及管理百貨店及超市業務。公司以泛長江三角洲地區為中心且實施雙模式零售業務模型。目前，公司在江蘇省、浙江省以及安徽省擁有共 49 間零售門店。公司立志於打造百貨商場與超市的一體化購物中心以便能更好的滿足客戶的需求。
- ❖ **百貨商場業務。**截止 2013 年底，公司一共擁有 18 間百貨商場，總建築面積為 681,604 平方米，其中兩間為聯營百貨商場。公司旗下的絕大部分百貨商場都定位於當地的中高端市場。在接下來的三年內，公司將計畫陸續在江蘇省、浙江省以及安徽省陸續開設 4 間百貨商場。
- ❖ **超市業務。**截止 2013 年底，公司一共運營 31 間超市，總建築面積為 311,715 平方米。除此而外，公司也在人流密集的社區中心開設超市業務。公司預計 2014 年在無錫市開設 2 間社區型超市，總建築面積為 15,355 平方米。公司同時預計在 2015 年及之後開設 9 間新的超市，總建築面積為 140,800 平方米。
- ❖ **發展策略。**公司立志於不斷提高品牌市場形象以及百貨商場的運營效率，從而不斷提高單個百貨商場的銷售總額。除此而外，公司將會與更多優秀的品牌合作把百貨商場內的一些店面打造成為體驗店鋪，從而給客戶帶來更多元化的購物體驗。公司同時也會採取兩項主要措施改善超市新鮮產品的利潤空間。第一：公司將會整合農業產品供應的資源。第二：公司也將會在店鋪裡提供自己經營的海產品。
- ❖ **評級買入。**我們預測 2014-16 財年的淨利潤分別為港幣 7.4 億元，港幣 8.9 億元及港幣 10.3 億元。同期的淨利潤年複合增長率達到 12%。公司目前的股價相當於 2013 財年和 2014 財年預測市盈率的 7.8 倍和 7.7 倍。我們首次覆蓋的目標價為港幣 3.9 元，相當於 2014 財年預測市盈率的 10.7 倍，同時也是 5 間港股上市百貨公司 2014 年的平均預測市盈率。首次覆蓋給予買入評級。

華地國際 (1700 HK)

| | |
|-------------------|--------------|
| 評級 | 買入 |
| 收市價 | 2.84 港元 |
| 目標價 | 3.9 港元 |
| 市值 (港幣百萬) | 7,010 |
| 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) | 10.84 |
| 52 周高/低 (港幣) | 4.93/2.55 |
| 發行股數 (百萬股) | 2,497.9 |
| 主要股東 | 陳建強 (57.72%) |

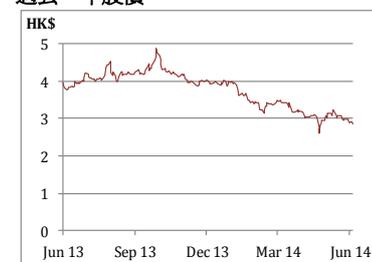
來源: 彭博

股價表現

| | 絕對 | 相對 |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -7.0% | -6.3% |
| 3 月 | -15.3% | -19.3% |
| 6 月 | -25.8% | -25.4% |

來源: 彭博

過去一年股價



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 | 4,529 | 5,023 | 5,493 |
| 淨利潤 (人民幣百萬元) | 651 | 730 | 738 | 894 | 1,025 |
| 每股收益 (人民幣) | 0.261 | 0.292 | 0.295 | 0.358 | 0.410 |
| 每股收益變動 (%) | N/A | 12.15 | 1.11 | 21.03 | 14.73 |
| 市盈率(x) | 8.71 | 7.77 | 7.68 | 6.35 | 5.53 |
| 市帳率(x) | 1.27 | 1.18 | 1.11 | 1.02 | 0.93 |
| 股息率 (%) | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 6.3 | 7.5 |
| 權益收益率 (%) | 14.5 | 15.2 | 14.4 | 16.0 | 16.8 |
| 淨財務杠杆率 (%) | 淨現金 | 41.1 | 7.8 | 11.3 | 16.3 |

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

| 年結：12月31日（百萬元人民幣） | FY12 | FY13 | FY14E | FY15E | FY16E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 3,807 | 4,162 | 4,529 | 5,023 | 5,493 |
| 特許專營銷售 | 1,249 | 1,387 | 1,500 | 1,689 | 1,830 |
| 直接銷售 | 2,455 | 2,657 | 2,914 | 3,228 | 3,538 |
| 租金收入 | 88 | 106 | 103 | 93 | 114 |
| 提供餐飲服務 | 15 | 13 | 13 | 12 | 11 |
| 其他收入及收益 | 566 | 709 | 814 | 955 | 1,100 |
| 購買存貨及存貨變動 | (2,112) | (2,310) | (2,498) | (2,700) | (2,910) |
| 員工成本 | (483) | (573) | (660) | (740) | (831) |
| 折舊及攤銷 | (254) | (317) | (385) | (425) | (470) |
| 租金開支 | (68) | (81) | (95) | (110) | (130) |
| 其他開支 | (489) | (494) | (610) | (690) | (750) |
| 經營利潤 | 967 | 1,095 | 1,095 | 1,313 | 1,502 |
| 融資成本 | (44) | (56) | (49) | (43) | (45) |
| 分占合營企業虧損 | (2) | (4) | (2) | (1) | (2) |
| 稅前利潤 | 922 | 1,035 | 1,044 | 1,269 | 1,455 |
| 所得稅開支 | (266) | (299) | (298) | (365) | (419) |
| 年度溢利 | 656 | 737 | 747 | 903 | 1,036 |
| 非控股權益 | (5) | (6) | (8) | (10) | (11) |
| 淨利潤 | 651 | 730 | 738 | 894 | 1,025 |

來源：公司及招銀國際證券預測

資產負債表

| 年結：12月31日（百萬元人民幣） | FY12 | FY13 | FY14E | FY15E | FY16E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 非流動資產 | | | | | |
| 廠房和設備 | 5,805 | 6,132 | 6,862 | 7,885 | 9,050 |
| 預付土地出讓金 | 890 | 899 | 966 | 998 | 1,100 |
| 其他無形資產 | 44 | 41 | 45 | 46 | 46 |
| 商譽 | 184 | 206 | 207 | 207 | 207 |
| 合營企業的投资 | 261 | 257 | 260 | 260 | 260 |
| 可供出售投資 | 109 | 146 | 140 | 140 | 140 |
| 長期預付款項 | 166 | 182 | 198 | 210 | 225 |
| 延遲稅項資產 | 55 | 50 | 56 | 62 | 68 |
| 受限資金 | 0 | 154 | 160 | 175 | 200 |
| 長期定期存款 | 0 | 121 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 非流動資產總額 | 7,515 | 8,235 | 8,893 | 9,983 | 11,296 |
| 流動資產 | | | | | |
| 存貨 | 314 | 383 | 435 | 492 | 565 |
| 應收貿易款項 | 9 | 13 | 15 | 19 | 23 |
| 預付款項、按金及其他應收款項 | 264 | 283 | 330 | 410 | 495 |
| 结构性存款 | 710 | 1,887 | 200 | 100 | 0 |
| 受限資金 | 0 | 400 | 420 | 435 | 500 |
| 現金及現金等价物 | 1,539 | 892 | 1,558 | 1,361 | 1,006 |
| 持有待售資產 | 31 | 25 | 25 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 流動資產總額 | 2,867 | 3,897 | 2,982 | 2,817 | 2,589 |
| 總資產 | 10,382 | 12,132 | 11,875 | 12,800 | 13,885 |
| 流動負債 | | | | | |
| 短期借款 | 794 | 941 | 960 | 995 | 1,002 |
| 短期融資券 | 0 | 930 | 0 | 0 | 0 |
| 應付貿易款項 | 1,111 | 1,163 | 1,400 | 1,510 | 1,631 |
| 其他應付款項及應計費用 | 2,263 | 2,229 | 2,340 | 2,611 | 2,954 |
| 衍生金融工具 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 應付稅項 | 81 | 78 | 0 | 1 | 0 |
| 待售資產相關負債 | 3 | 3 | 3 | 0 | 0 |
| 流動負債總額 | 4,253 | 5,344 | 4,703 | 5,117 | 5,587 |
| 非流動負債 | | | | | |
| 長期借款 | 655 | 992 | 998 | 998 | 998 |
| 長期應付款項 | 291 | 300 | 306 | 311 | 320 |
| 延遲稅項負債 | 472 | 469 | 499 | 530 | 585 |
| 非流動負債總額 | 1,418 | 1,762 | 1,803 | 1,839 | 1,903 |
| 非控股權益 | 232 | 230 | 240 | 261 | 281 |
| 淨資產總額 | 4,711 | 5,026 | 5,369 | 5,843 | 6,395 |
| 股東權益 | 4,711 | 5,026 | 5,369 | 5,843 | 6,395 |

來源：公司及招銀國際證券預測

現金流量表

| 年结：12月31日（百万人民币） | FY12 | FY13 | FY13E | FY15E | FY16E |
|------------------|---------|---------|---------|-------|---------|
| 经营活动 | | | | | |
| 经营利润 | 967 | 1,095 | 1,095 | 1,313 | 1,502 |
| 折旧及分摊 | 254 | 317 | 385 | 425 | 470 |
| 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) |
| 应付帐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 | 1,348 | 1,603 | 1,832 |
| 投资活动 | | | | | |
| 资本开支 | (856) | (2,121) | (678) | (120) | (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) | 1,667 | (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) | 1,676 | (177) | (280) |
| 年初现金及现金等价物 | 1,946 | 1,026 | 442 | 2,138 | 1,971 |
| 外汇差额 | 8 | (6) | 20 | 11 | 15 |
| 年末现金及现金等价物 | 1,026 | 442 | 2,138 | 1,971 | 1,706 |

來源：公司及招銀國際證券預測

主要比率

| 年结：12月31日（百万人民币） | FY12 | FY13 | FY14E | FY15E | FY16E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售组合 | | | | | |
| 特许专营销售 | 32.8% | 33.3% | 33.1% | 33.6% | 33.3% |
| 直接销售 | 64.5% | 63.8% | 64.3% | 64.3% | 64.4% |
| 租金收入 | 2.3% | 2.5% | 2.3% | 1.9% | 2.1% |
| 提供餐饮服务 | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 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% | 8.9% | 9.7% | 10.0% |
| 税前收益率 | 24.2% | 24.9% | 23.1% | 25.3% | 26.5% |
| 净利润率 | 17.1% | 17.5% | 16.3% | 17.8% | 18.7% |
| 有效税率 | 28.8% | 28.8% | 28.5% | 28.8% | 28.8% |
| 增长 (%) | | | | | |
| 销售所得款增长 | 13.4% | 12.9% | 10.7% | 10.0% | 10.3% |
| 收入增长 | 5.7% | 9.3% | 8.8% | 10.9% | 9.4% |
| 营业利润增长 | 16.1% | 13.2% | 0.0% | 19.8% | 14.4% |
| 净利润增长 | 12.2% | 12.1% | 1.1% | 21.0% | 14.7% |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 总负债/ 权益比率 | 30.7 | 57.0 | 36.5 | 34.1 | 31.3 |
| 净负债/ 权益比率 | 净现金 | 38.6 | 7.8 | 11.3 | 16.3 |
| 回报率 | | | | | |
| 资本回报率 | 14.5% | 15.2% | 14.4% | 16.0% | 16.8% |
| 资产回报率 | 6.3% | 6.0% | 6.2% | 7.0% | 7.4% |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股利润 (人民币) | 0.261 | 0.292 | 0.295 | 0.358 | 0.410 |
| 每股股息 (港币) | 0.160 | 0.185 | 0.160 | 0.180 | 0.212 |
| 每股账面值 (人民币) | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 2.4 |

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-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價于未來 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。接收本報告之行為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士。