

北京京客隆 (814HK, HK\$4.64, 目标价: HK\$4.11, 持有) - 费用和财务成本 高企侵蚀利润

❖ **专注于北京地区，零售批发两不误。**京客隆在北京地区(尤其是朝阳区)经营大卖场、超市及便利店，2011 年销售规模已达到 86 亿元(人民币·下同)。截至 2012 年 6 月底，公司网点总数包括 158 家自营门店和 92 家加盟店，共计 250 家。自营门店包括两家百货商场，9 家大卖场，78 家超市和 39 家便利店。除了零售业务外，公司还以“朝批”品牌经营快消品批发业务。批发业务由位于朝阳区和天津的分销中心予以支持。通过批零业务的垂直整合，公司在零售业务激烈竞争导致毛利率逐渐下滑的情况下，近年来将整体毛利率保持在 15%以上。我们预计未来公司仍有望保持 15%左右的毛利率水平。

❖ **费用压力大，财务成本高企侵蚀利润。**2008-2011 年，公司业务发展稳健，收入及利润分别录得 8.9%和 10.3%的复合增长率。今年上半年，CPI 增速开始下滑，对超市业态的同店增长构成挑战。上半年公司的收入增速下降至 9.6%，但分销费用、行政费用及其他运营费用大幅上升，加之财务费用高速增长，净利润按年下滑 24.6%。人力成本、租金等费用的大幅上升及高企的财务费用严重侵蚀了公司盈利。上半年两轮降息后，未来公司的财务压力将略有下降。由于费用增速仍处在较高位置，且我们判断公司仍将保持较高杠杆，未来净利率预计将由 2011 年的 2.4%降至 2014 年的 2.1%。

❖ **现金转换周期拉长，现金流萎缩。**过去四年间大部分时间公司的经营活动现金流为负，资本支出依靠融资维持。公司不得不提高银行及债券融资规模以满足新开店、购置物业及装修的需求。净负债率已由 2008 年的 35.1%升至 2011 年的 82.2%。现金转换周期也由 2005 年的 11 天拉长至 2011 年的 58 天，反映出公司对上下游的议价能力都出现明显削弱，同时存货压力开始升高。这意味着公司需要对运营资本投入额外的资金，也解释了为何债务规模不断升高。

❖ **作为区域零售商，京客隆专注于维系北京地区的市场地位及扩张策略。**公司自营门店的坪效近年来一直在提高，2011 年平均坪效已达到 1.75 万元，较 2008 年的 1.25 万元，复合增速达到 11.9%，远高于同期 CPI。我们预计未来同店增速将维持略高于 CPI 的水平。2012-2014 年，我们预计公司收入和利润的年均复合增长率分别达到 12.3%和 7.2%。首次给予京客隆“持有”评级，目标价 4.11 港元，对应 1 倍 PEG，2012 年 7.2 倍 PE 和 2013 年 6.7 倍 PE。

北京京客隆 (814HK)

评级	持有
收市价	HK\$4.64
目标价	HK\$4.11
市值(港币百万)	1,913
过去 3 月平均交易(港币百万)	1.8
52 周高/低(港币)	8.34/3.68
发行股数(百万股)	412
主要股东	北京朝阳副食品(40.61%)

来源: HKEs, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	18.0%	12.8%
3 月	-18.6%	-29.1%
6 月	-36.5%	-39.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(人民币百万元)	7,439	8,633	9,538	10,588	12,230
净利润(人民币百万元)	181	210	187	207	259
每股收益(人民币)	0.44	0.51	0.45	0.50	0.63
每股收益变动(%)	22.1	16.4	(10.8)	10.6	25.0
市盈率(x)	9.0	7.4	8.3	7.5	6.0
市帐率(x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	5.1	5.3	4.8	5.3	6.7
权益收益率(%)	12.5	13.5	11.1	11.2	12.3
净财务杠杆率(%)	40.9	82.2	70.5	60.1	48.7

来源: 公司及招银国际研究部

损益表

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

资产负债表

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

现金流量表

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

主要财务比率

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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风险。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

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。