

时代集团 (1023 HK, HK\$3.7, 目标价: HK\$4.43, 买入) — 预期中的业绩, 未来持续增长

❖ **2012 财年纯利上升 26%。**时代公布 2012 财年业绩。截至 2012 年 6 月 30 日止 12 个月的收入和纯利分别增长 33.9%至 33.38 亿港元和 26.0%至 3.81 亿港元。按业务划分, 制造业务收入上升 33.4%至 33.24 亿港元, 零售收入大幅上升 18.7 倍至 1440 万港元。2012 财年的实际的收入和净利润较我们的预期 32.28 亿港元 3.66 亿港元分别多 3.4%和 4.0%。公司将派发每股 0.2 港元的末期股息。

❖ **制造业务是主菜。**由于名贵手袋、小皮具及旅行用品需求的不断增加, 时代的产品出货量从一年前 1228 万件飙升至 2012 年的 1548 万件。面对日益增加的需求, 时代的总生产能力从 2011 财年的 1,610 万件增加至 2012 财年的 2,000 万件。此外, 在英德厂房第 2 阶段工程 2014 年完成后, 公司预计总生产能力可增加 40%。

❖ **零售业务带来的增长潜力。**到 9 月底, TUSCAN'S 店的总数扩大到 36 间, 其中 8 个为独立店铺及 28 个为专柜。基于审慎的态度, 时代将集中通过百货店专柜来扩展 TUSCAN'S 品牌的业务。同时, 公司将集中在在西南地区的二线及三线城市的渗透。时代目标在三年内拥有 100 家门店。我们预计, 零售业务的收入从 2012 财年的 1440 万港元增至 2015 财年的 2.16 亿港元, 未来三年复合年增长率 147%。

❖ **吸引的估值。**随着产能扩张和分店开张, 我们预计在 2013 至 15 财年的总收入分别为 38.9 亿港元、45.7 亿港元及 52.6 亿港元。基于时代引以为傲的「成本加利润」的商业模式, 我们预计在未来几年内的毛利率可以维持于 22.2%。在我们调整成本结构后, 我们分别下调 2013 财年及 2014 财年的盈利预测 0.8%至 4.44 亿港元和 0.9%至 5.18 亿港元, 我们还推出了 2015 财年盈利预测为 5.87 亿港元, 我们预计净利润增长在未来 3 年的复合年增长率为 15.5%。扣除每股港币 0.806 净现金, 2013 财年市盈率为 6.5 倍, 估值并不昂贵。我们调整目标价从 4.46 港元至 4.43 港元, 相当于 10 倍 2013 财年市盈率。升值潜力为 23.2%。维持买入评级。

时代集团 (1023 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.70
目标价	HK\$4.43
市值 (港币百万)	3,706
过去 3 月平均交易 (港币百万)	4.6
52 周高/低 (港币)	3.85/2.35
发行股数 (百万)	1,002
主要股东	杨华强(48.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	8.7%	5.8%
3 月	7.8%	1.3%
6 月	18.7%	21.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 6 月 30 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (百万港元)	2,493	3,338	3,891	4,566	5,257
净利润 (百万港元)	302	381	444	518	587
每股收益 (港元)	0.404	0.427	0.443	0.517	0.586
每股收益变动 (%)	N.A.	5.7	3.7	16.7	13.3
市盈率(x)	9.2	8.7	8.4	7.2	6.3
市帐率(x)	N.A.	2.3	2.0	1.7	1.5
股息率 (%)	N.A.	5.4	5.4	5.4	5.4
权益收益率 (%)	61.3	24.1	24.3	24.2	23.2
净财务杠杆率 (%)	5.2	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

利潤表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	2,493	3,338	3,891	4,566	5,257
手袋	2,243	2,888	3,299	3,769	4,229
小皮具	224	382	459	558	667
旅行用品	26	54	70	100	145
零售	1	14	63	138	216
銷售成本	(1,940)	(2,597)	(3,028)	(3,553)	(4,090)
毛利	553	741	864	1,014	1,167
其他收益	27	25	25	26	23
銷售費用	(56)	(98)	(114)	(134)	(154)
行政費用	(158)	(201)	(218)	(247)	(279)
其他費用	(0)	(3)	(4)	(5)	(5)
息稅前收益	367	465	553	655	752
融資成本	(4)	(2)	-	-	-
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	363	463	553	655	752
所得稅	(60)	(82)	(110)	(138)	(165)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	302	381	444	518	587
核心淨利潤	302	381	444	518	587

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	318	361	457	559	655
物業、廠房及設備	284	320	418	519	615
預付土地租賃款項	20	20	20	19	19
聯營公司	-	-	-	-	-
預付款項	3	0	8	10	10
遞延稅項資產	10	16	11	11	11
無形資產	-	4	-	-	-
流動資產	673	1,557	1,800	2,070	2,416
存貨	292	381	478	570	665
應收貿易款項	240	305	375	450	520
其他應收款項	50	55	100	135	150
可供出售投資	10	10	10	10	10
關連款項	1	-	-	-	-
現金及現金等價物	80	807	837	906	1,071
流動負債	497	339	435	490	545
借債	106	-	-	-	-
應付貿易賬款	198	183	270	320	370
其他應付賬款	96	82	85	90	95
應付稅項	96	74	80	80	80
關連款項	-	-	-	-	-
非流動負債	0	-	-	-	-
借債	-	-	-	-	-
遞延稅項	0	-	-	-	-
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨資產總值	493	1,579	1,822	2,139	2,526
股東權益	493	1,579	1,822	2,139	2,526

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	367	465	553	655	752
折舊和攤銷	20	28	33	42	52
營運資金變動	(71)	(198)	(122)	(147)	(125)
稅務開支	(23)	(110)	(99)	(138)	(165)
其他	2	9	(5)	(3)	(1)
經營活動所得現金淨額	295	195	360	410	513
購置固定資產	(98)	(71)	(130)	(142)	(148)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(10)	(60)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(108)	(131)	(130)	(142)	(148)
股份發行	-	711	-	-	-
淨銀行借貸	(64)	(106)	-	-	-
股息	(99)	-	(200)	(200)	(200)
其他	6	(2)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(157)	603	(200)	(200)	(200)
現金增加淨額	29	666	30	67	165
年初現金及現金等價物	50	80	747	777	846
匯兌	1	0	1	1	1
年末現金及現金等價物	80	747	777	846	1,011
定期存款	-	60	60	60	60
資產負債表中的現金	80	807	837	906	1,071

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 6月30日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
手袋	90.0	86.5	84.8	82.5	80.4
小皮具	9.0	11.4	11.8	12.2	12.7
旅行用品	1.0	1.6	1.8	2.2	2.8
零售	0.0	0.4	1.6	3.0	4.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
稅前利率	14.6	13.9	14.2	14.3	14.3
淨利潤率	12.1	11.4	11.4	11.3	11.2
有效稅率	16.7	17.6	19.8	21.0	22.0
增長 (%)					
收入	44.4	33.9	16.6	17.3	15.1
毛利	62.4	34.0	16.5	17.3	15.1
息稅前收益	85.9	26.7	19.0	18.4	14.8
淨利潤	99.2	26.0	16.4	16.7	13.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	4.6	4.1	4.2	4.4
速動比率 (x)	0.8	3.5	3.0	3.1	3.2
應收賬款周轉天數	29.3	29.8	31.9	33.0	33.7
應付賬款周轉天數	42.6	34.9	35.0	38.9	40.0
存貨周轉天數	52.0	47.3	51.8	53.8	55.1
總負債/ 權益比率 (%)	21.5	-	-	-	-
淨負債/ 權益比率 (%)	5.2	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	61.3	24.1	24.3	24.2	23.2
資產回報率	30.5	19.9	19.7	19.7	19.1
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.404	0.427	0.443	0.517	0.586
每股股息 (港元)	-	0.200	0.200	0.200	0.200
每股賬面值 (港元)	0.66	1.58	1.82	2.14	2.52

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，请与我们联络。

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个人。