

大家乐集团(341 HK)

上半年的其他收入和成本控制均好于预期

❖ 19 财年上半年净利润好于预期，受惠于其他收入和成本控制。19 财年上半年销售/净利润同比增长 1.7%/ 16.2% 至 42 亿港元/2.39 亿港元。净利润比我们的预期高出 8.5%，而销售是符合预期。净利润率也同比上升 0.7 个百分点至 5.7%。我们认为较预期好的原因是 1) 其他收入好于预期，19 财年上半年录得 920 万港元收入（由于今年没有固定资产减值，但 18 财年上半年却录得 1230 万港元亏损），2) 严格的成本控制，材料成本（占总销售）在 19 财年比去年下降了 1 个百分点至 27.5%，租金费用（占总销售）也在 19 财年比去年下降了 0.2 个百分点至 12.1%，并且平均工资在 19 财年上半年同比下降 0.5%（18 财年为 3.9% 增长）。

❖ 香港市场：销售增长缓慢，但利润率有所恢复，我们预期在 19 财年下半年，受惠于机构餐饮订单增加和顾客服务模式革新，令增长有所改善。香港业务的销售增长从 18 财年下半年的 6.5% 同比放缓至 19 财年上半年的 0.8%，而同期同店销售增长也从同比 3.0% 下降至 2.0%。然而，由于平均售价提升（增加约 1 港元至 38 港元）及原材料/劳工成本/租金费用控制较佳，香港业务的息税前利润率同比上升 0.9 个百分点至 10.8%。展望未来，我们预计 19 财年下半年同店销售增长（同比增长 3.0%）和息税前利润率（11.0%）都会更好，主要是受惠于 1) 新签的机构餐饮订单带来的收入，2) 18 年 5 月开始推行的顾客服务模式革新，以及 3) 在更多门店推行自助点餐系统机器，可以减少等待时间和提高门店效率。

❖ 中国内地市场：放缓是在预期之内，但增长潜力不变。正如我们上一份报告所预期，中国内地的同店销售增长从 18 财年上半年的 9.0% 放缓至 19 财年上半年的 0% 左右。我们预计下半年的同店销售增长还是比较一般（同比增长仅 2.0%）。然而，我们仍然对中国业务感到乐观，因为 1) 大家乐刚刚开设了 2 家重点门店（分别在深圳机场和广州机场），我们认为这证明了品牌得到越来越多本地需求的认可，2) 大湾区内有大量合适的地点可以开店，未来大家乐很可能于 20 财年加速扩张。

❖ 上调净利润预测和目标价，并维持买入评级。考虑到更高的其他收入和更好的成本控制，我们将 19 财年/20 财年/21 财年的净利润预测上调 2.8%/ 0.7% / 0.6%。因此，我们维持买入评级，并将目标价上调至 23.08 港元（基于未变动的 26 倍 19 财年市盈率），意味着有 26.4% 的上升空间。公司目前的估值为 20.6 倍 19 财年市盈率，低于 5 年平均值 26 倍的约 1.8 个标准偏差。我们认为公司估值会受惠于 3 年来首次的净利润增长，而从低位反弹，但进一步的估值提升也许要公司在 19 财年下半年实现更快的销售增长才会出现。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万港元)	7,895	8,427	8,705	9,100	9,810
核心净利润(百万港元)	504	458	516	559	625
核心 EPS (港元)	0.87	0.79	0.89	0.96	1.07
EPS 变动 (%)	-2.8	-9.4	12.6	8.3	11.8
市盈率 (x)	21.0	23.2	20.6	19.0	17.0
市帐率 (x)	3.0	3.0	3.1	3.0	2.9
股息率 (%)	4.5	6.4	4.4	4.7	5.3
权益收益率 (%)	14.4	12.8	15.0	15.7	16.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$23.08
(前目标价)	HK\$22.45)
潜在升幅	+26.4%
当前股价	HK\$18.26

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

餐饮行业

市值(百万港元)	10,692
3 个月平均流通(百万)	9.67
52 周内高/低(港元)	22.56/16.6
总股本(百万)	585.2

数据源：彭博

股东结构

罗德承	15.75%
罗开亲	11.62%
罗开光	10.49%
Matthews Intl capital	6.99%
流通股	55.15%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	1.9%	-2.9%
3 月	-11.0%	-2.9%
6 月	-12.8%	-2.9%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：PricewaterhouseCoopers

公司网站：www.cafedecoral.com

图 1: 业绩摘要

	1H18				2H18				1H19				2H19E				1H19E		實際 VS		FY18			FY19E		
	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY		
	百萬港元																									
香港	3,580	3,771	3,608	3,978	6.1%	6.5%	0.8%	5.5%	3,687	-2.2%	7,351	7,586	3.2%													
大陸	548	528	591	529	7.3%	12.9%	7.7%	0.1%	576	2.6%	1,076	1,119	4.0%													
總收入	4,128	4,299	4,199	4,507	6.2%	7.2%	1.7%	4.8%	4,263	-1.5%	8,427	8,705	3.3%													
銷售成本	(3,638)	(3,747)	(3,683)	(3,941)	8.0%	8.0%	1.2%	5.2%	(3,743)	-1.6%	(7,385)	(7,624)	3.2%													
毛利	490	552	515	566	-5.4%	2.5%	5.1%	2.5%	520	-1.0%	1,042	1,081	3.8%													
其他收入及收益	(12)	(1)	9	(8)	-912.9%	-94.3%	-174.7%	446.4%	(6)	-243.5%	(14)	1	-110.6%													
行政開支	(236)	(223)	(240)	(221)	-2.9%	18.7%	1.9%	-1.1%	(247)	-2.9%	(459)	(461)	0.4%													
經營溢利	242	328	284	338	-12.7%	0.5%	17.4%	3.1%	266	6.6%	570	622	9.2%													
分占聯營公司利潤	6	5	8	1	47.2%	-0.1%	22.7%	-87.3%	3	146.2%	12	9	-27.1%													
非經營性項目	0	0	0	0	n/a	n/a	n/a	n/a	0	n/a	0	0	n/a													
淨財務收入	0	0	0	0	n/a	n/a	n/a	n/a	0	n/a	0	0	n/a													
稅前利潤	248	333	292	338	-11.7%	0.5%	17.5%	1.7%	270	8.3%	581	630	8.5%													
所得稅開支	(42)	(80)	(52)	(61)	-14.4%	34.0%	22.8%	-22.8%	(49)	7.2%	(122)	(113)	-7.0%													
非控股權益	0	1	1	0	279.8%	-1143.2%	122.3%	-92.0%	1	37.3%	1	1	-23.7%													
淨利潤	206	252	239	277	-11.3%	-7.2%	16.2%	9.7%	220	8.5%	458	516	12.6%													
核心淨利潤	206	252	239	277	-11.3%	-7.2%	16.2%	9.7%	220	8.5%	458	516	12.6%													
毛利率	11.9%	12.8%	12.3%	12.6%	-1.4ppt	-0.6ppt	+0.4ppt	-0.2ppt	12.2%	-0.1ppt	12.4%	12.4%	+0.0ppt													
經營利潤率	5.9%	7.6%	6.8%	7.5%	-1.2ppt	-0.5ppt	+0.9ppt	-0.1ppt	6.2%	+0.6ppt	6.8%	7.1%	+0.3ppt													
核心淨利率	5.0%	5.9%	5.7%	6.1%	-1.0ppt	-0.9ppt	+0.7ppt	+0.2ppt	5.2%	+0.5ppt	5.4%	5.9%	+0.5ppt													

資料來源：公司，招銀國際研究

图 2: 预测更新

	19财年			20财年			21财年		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
	百萬港币								
香港	7,717	7,586	-1.7%	8,219	7,914	-3.7%	8,865	8,505	-4.1%
大陸	1,130	1,119	-1.0%	1,209	1,186	-1.9%	1,330	1,305	-1.9%
收入	8,847	8,705	-1.6%	9,428	9,100	-3.5%	10,195	9,810	-3.8%
銷售成本	(7,750)	(7,624)	-1.6%	(8,250)	(7,950)	-3.6%	(8,911)	(8,552)	-4.0%
毛利	1,097	1,081	-1.4%	1,178	1,150	-2.3%	1,285	1,258	-2.1%
其他收益	(19)	1	-107.8%	(16)	(1)	-96.5%	(13)	(3)	-79.7%
行政費用	(468)	(461)	-1.6%	(489)	(472)	-3.6%	(519)	(498)	-4.0%
經營利潤	610	622	2.0%	673	678	0.8%	754	758	0.6%
淨財務收入	3	9	146.8%	4	4	-3.4%	4	4	-2.4%
應佔聯營公司利潤	0	0	n/a	0	0	n/a	0	0	n/a
稅前利潤	613	630	2.8%	677	682	0.7%	758	762	0.6%
所得稅開支	(110)	(113)	2.8%	(122)	(123)	0.7%	(136)	(137)	0.6%
非控制股東權益	1	1	2.8%	0	0	0.7%	0	0	0.6%
核心淨利潤	502	516	2.8%	554	559	0.7%	621	625	0.6%
核心每股盈利 (港币)	0.86	0.89	2.8%	0.95	0.96	0.7%	1.07	1.07	0.6%
毛利率	12.4%	12.4%	+0.0ppt	12.5%	12.6%	+0.1ppt	12.6%	12.8%	+0.2ppt
經營利潤率	6.9%	7.1%	+0.2ppt	7.1%	7.4%	+0.3ppt	7.4%	7.7%	+0.3ppt
核心淨利率	5.7%	5.9%	+0.2ppt	5.9%	6.1%	+0.2ppt	6.1%	6.4%	+0.3ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

图 3: 招銀预测 vs 市场共识

	19财年			20财年			21财年		
	招銀预测	市场共识	差异(%)	招銀预测	市场共识	差异(%)	招銀预测	市场共识	差异(%)
收入	8,705	8,849	-1.6%	9,100	9,347	-2.6%	9,810	9,948	-1.4%
毛利	1,081	1,093	-1.1%	1,150	1,173	-2.0%	1,258	1,278	-1.5%
毛利率	12.4%	12.4%	+0.0ppt	12.6%	12.6%	+0.0ppt	12.8%	12.9%	-0.1ppt
运营費用	(459)	(487)	-5.7%	(472)	(515)	-8.3%	(500)	(564)	-11.3%
經營利潤	622	606	2.6%	678	658	3.0%	758	714	6.2%
核心淨利潤	516	535	-3.5%	559	570	-1.9%	625	591	5.7%
核心每股盈利 (港币)	0.89	0.91	-2.4%	0.96	0.97	-0.9%	1.07	1.00	7.1%

資料來源：公司，彭博，招銀國際研究

圖 4: 同業比較

Company	Ticker	Price HK\$/Local	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)			5yrs avg. of His. Fwd	EPS Growth(%)			PBR (x)			5yrs avg. of His. Fwd	ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)
					FY0	FY1	FY2		FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2					
Leading Greater China Restaurants and Food Ingredients																			
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	17.10	10,013	Mar-18	21.7	19.1	18.1	25.4	13.0	5.6	10.6	2.8	2.9	2.9	3.8	13.0	2.0	4.7	(18.7)
Xiabuxiabu Catering Managen	520 HK	10.82	11,642	Dec-17	23.3	20.6	16.5	n/a	16.1	25.2	21.8	4.9	4.4	3.8	n/a	22.6	1.0	1.9	(30.2)
Yihai International Holding	1579 HK	20.20	21,147	Dec-17	66.7	39.2	29.4	n/a	67.1	33.5	30.3	12.5	9.5	7.4	n/a	18.8	0.9	0.6	169.0
Yum China Holdings Inc	YUMC US	36.50	108,358	Dec-17	21.2	24.2	22.5	n/a	45.6	7.4	8.3	4.7	4.4	3.9	n/a	18.6	1.3	1.2	(8.8)
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	221.00	10,120	Dec-17	18.8	21.8	19.2	35.2	(15.0)	13.5	25.0	4.0	3.7	3.3	4.7	23.7	3.4	2.3	(43.9)
Average					30.3	25.0	21.1	30.3	25.4	17.1	19.2	5.8	5.0	4.3	4.3	19.3	1.7	2.2	13.5
Median					21.7	21.8	19.2	30.3	16.1	13.5	21.8	4.7	4.4	3.8	4.3	18.8	1.3	1.9	(18.7)
Other H-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	26.50	3,412	Mar-18	15.7	12.6	11.5	18.0	24.1	10.0	13.0	4.4	4.3	4.1	4.7	29.2	0.8	5.4	(17.2)
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.15	1,531	Dec-17	9.5	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.4	n/a	n/a	3.6	26.3	n/a	n/a	(30.0)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.72	1,016	Mar-18	12.7	10.3	7.2	26.3	23.2	42.9	20.0	0.8	0.7	0.6	2.6	6.8	0.4	6.9	(35.8)
Ajisen China Holdings Ltd	538 HK	2.45	2,674	Dec-17	n/a	10.9	10.3	n/a	(143)	6.3	13.9	0.8	0.8	0.7	1.6	(15.4)	(0.1)	4.5	(34.1)
Tao Heung	573 HK	1.35	1,372	Dec-17	13.8	n/a	n/a	15.8	0.0	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.7	5.8	n/a	n/a	(2.9)
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.12	1,197	Dec-17	9.6	9.0	8.3	10.4	(12.4)	8.8	8.1	2.3	2.0	2.1	1.6	25.9	9.0	12.1	(23.0)
Average					12.3	10.7	9.3	18.8	(18.0)	11.3	9.2	1.9	1.9	1.9	2.7	13.1	2.5	7.2	(23.8)
Median					12.7	10.6	9.3	18.0	0.0	7.5	10.5	1.5	1.4	1.4	2.2	16.3	0.6	6.2	(26.5)
International Restaurants and Food Ingredients																			
Yum! Brands Inc	YUM US	90.72	221,882	Dec-17	23.3	24.5	23.9	24.4	(3.7)	2.6	9.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.2	1.6	11.2
Mcdonald'S Corp	MCD US	185.94	1,122,591	Dec-17	24.9	24.0	22.6	21.6	20.9	6.3	7.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.1	2.2	8.0
Starbucks Corp	SBUX US	68.60	703,302	Sep-18	26.4	26.0	22.8	27.7	(18.5)	13.9	15.0	76.8	n/a	n/a	23.3	136.5	11.7	2.2	19.4
Restaurant Brands Intern	QSR US	56.81	209,551	Dec-17	22.0	21.6	20.5	n/a	0.0	5.7	10.3	6.5	15.2	13.4	n/a	39.1	4.1	3.1	(7.6)
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	490.76	106,797	Dec-17	58.5	57.7	40.9	95.8	38.1	41.0	27.6	9.5	1.3	1.2	8.4	13.3	1.6	0.0	69.8
Darden Restaurants Inc	DRI US	112.44	109,288	May-18	21.6	19.9	18.0	24.8	17.7	10.4	7.8	6.1	2.3	2.0	4.2	29.7	1.7	2.7	17.1
Dominio'S Pizza Inc	DPZ US	274.35	89,369	Dec-17	35.5	32.4	28.9	32.3	40.6	12.1	16.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	0.8	45.2
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	74.51	48,198	Dec-17	27.7	26.3	24.9	28.4	(26.4)	5.6	10.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.5)	1.9	15.6
Wendy'S Co/The	WEN US	17.42	32,301	Dec-17	33.1	30.7	26.0	34.7	(27.9)	18.0	23.9	5.3	11.0	16.8	4.2	96.4	17.5	2.0	6.1
Jollibee Foods Corp	JFC.PM	277.00	44,367	Dec-17	39.2	38.8	33.9	40.2	3.0	14.6	16.0	6.7	6.5	5.8	7.4	18.9	3.5	0.9	9.5
Average					31.2	30.2	26.2	36.6	4.4	13.0	14.5	18.5	7.3	7.8	9.5	55.6	4.7	1.7	19.4
Median					27.1	26.2	24.4	28.4	1.5	11.2	13.0	6.6	6.5	5.8	7.4	34.4	2.8	1.9	13.4
A-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Foshan Haitian Flavouring -A	603288 CH	65.76	199,963	Dec-17	42.9	41.3	34.5	n/a	18.6	19.7	20.0	14.1	12.8	10.7	n/a	35.4	2.1	1.6	22.2
Fujian Sunner Development-A	002299 CH	16.48	22,995	Dec-17	19.7	17.5	14.0	n/a	261.1	24.6	11.6	2.9	2.7	2.3	3.5	16.4	0.2	1.6	14.4
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	21.78	20,205	Dec-17	19.7	18.5	15.4	35.1	11.8	20.2	17.9	4.3	3.9	3.3	3.8	23.5	1.1	1.9	(33.4)
Meihua Holdings Group Co -A	600873 CH	4.07	14,241	Dec-17	10.5	10.3	10.0	38.2	2.1	3.3	17.3	1.4	1.3	1.2	2.5	13.7	1.4	n/a	(21.1)
Guangzhou Restaurant Group-	603043 CH	24.71	11,238	Dec-17	27.5	23.8	19.6	n/a	13.3	21.4	24.2	5.9	5.0	4.2	n/a	25.7	1.2	1.1	26.1
China Quanjude Group Co Lt-	002186 CH	12.18	4,229	Dec-17	28.7	23.6	21.2	47.2	15.1	11.3	0.2	2.4	n/a	n/a	4.8	8.5	2.7	n/a	(30.8)
Xi'An Catering Co Ltd -A	000721 CH	4.22	2,371	Dec-17	n/a	n/a	n/a	n/a	0	0.0	0.0	3.2	n/a	n/a	5.0	(1.8)	n/a	n/a	(25.3)
Average					24.8	22.5	19.1	40.1	46.0	14.4	13.0	4.9	5.1	4.3	3.9	17.3	1.5	1.5	(6.8)
Median					23.6	21.0	17.5	38.2	13.3	19.7	17.3	3.2	3.9	3.3	3.8	16.4	1.3	1.6	(21.1)
H-shares Consumer Staples																			
Uni-President China Holdings	220 HK	7.15	30,883	Dec-17	26.8	24.4	21.2	38.3	24.8	14.7	11.9	2.1	2.1	2.0	2.1	8.1	1.4	2.7	9.3
Tingyi (Cayman Isln) Hldg Co	322 HK	12.50	70,222	Dec-17	25.7	25.2	21.5	36.1	32.7	17.7	13.7	3.3	3.1	2.8	3.8	14.6	1.2	2.1	(17.8)
Want Want China Holdings Ltr	151 HK	5.54	68,969	Mar-18	19.7	17.6	16.3	20.2	7.4	8.2	9.4	4.2	3.8	3.5	n/a	n/a	2.1	3.1	(14.1)
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	24.20	95,046	Dec-17	33.8	27.2	21.3	n/a	46.6	28.2	22.0	3.6	3.3	2.9	2.7	11.0	0.9	0.9	4.7
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	31.70	46,484	Dec-17	26.9	24.0	20.4	33.7	23.3	18.0	15.2	2.1	2.1	2.0	3.3	8.1	1.3	1.8	(21.3)
China Resources Beer Holding	291 HK	27.10	87,917	Dec-17	52.2	38.0	29.1	48.8	71.8	30.8	22.8	4.0	4.0	3.6	2.4	7.9	0.9	0.9	(3.4)
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.51	75,455	Dec-17	18.6	17.4	15.2	n/a	9.8	14.5	14.6	4.6	4.4	3.9	n/a	26.0	1.3	3.4	(22.4)
Average					29.1	24.9	20.7	35.4	30.9	18.9	15.7	3.4	3.3	3.0	2.9	12.6	1.3	2.1	(9.3)
Median					26.8	24.4	21.2	36.1	24.8	17.7	14.6	3.6	3.3	2.9	2.7	9.5	1.3	2.1	(14.1)

資料來源：公司，彭博，招銀國際研究

财务报表

利润表

年结：3月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	7,895.3	8,427.4	8,846.9	9,427.8	10,195.5
香港	6,916.5	7,351.2	7,716.9	8,218.7	8,865.5
大陆	978.7	1,076.2	1,130.0	1,209.1	1,330.0
销售成本	(6,838.4)	(7,385.3)	(7,750.4)	(8,250.1)	(8,910.7)
毛利	1,056.8	1,042.1	1,096.6	1,177.7	1,284.8
其他收益净额	(23.1)	(13.7)	(18.6)	(15.6)	(12.6)
存货成本	(430.6)	(458.8)	(468.5)	(489.4)	(518.6)
息税前收益	603.1	569.6	609.5	672.8	753.6
应占联营公司利润	-	-	-	-	-
净财务收入 / (支出)	9.6	11.7	3.4	3.7	4.1
非经常性收入	-	-	-	-	-
税前利润	612.7	581.2	613.0	676.5	757.7
所得税	(108.8)	(121.9)	(110.3)	(121.8)	(136.4)
非控制股东权益	0.0	1.2	0.9	0.3	0.3
净利润	503.8	458.1	501.7	554.5	621.0
核心净利润	503.8	458.1	501.7	554.5	621.0
息税折摊前收益	915.8	914.0	975.3	1,063.3	1,176.4

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：3月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	3,160.9	3,241.9	3,354.3	3,454.5	3,567.7
物业、厂房及设备	1,943.6	2,020.9	2,141.3	2,245.0	2,361.6
无形资产	4.6	4.1	3.5	3.0	2.6
租赁土地及土地使用权	80.5	79.5	76.3	73.3	70.3
其他非流动资产	1,132.2	1,137.4	1,133.3	1,133.3	1,133.3
流动资产	1,275.9	1,374.4	1,118.4	1,199.0	1,304.5
现金及现金等值物	790.0	801.2	574.4	621.3	682.3
应收贸易款项	97.3	191.5	109.1	116.2	125.7
存货	240.2	234.4	276.0	293.8	317.4
可供出售投资	-	-	-	-	-
其他流动资产	148.4	147.4	158.9	167.6	179.1
流动负债	845.9	955.6	955.9	1,015.7	1,094.7
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易及其他账款	820.2	914.4	914.8	974.6	1,053.6
递延税款	-	-	-	-	-
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	99.8	87.3	87.3	87.3	87.3
银行贷款	-	-	-	-	-
递延税款	32.0	33.5	33.5	33.5	33.5
其他非流动负债	67.8	53.7	53.7	53.7	53.7
净资产总值	3,491.1	3,573.5	3,429.5	3,550.5	3,690.3
少数股东权益	3.7	3.8	4.7	5.0	5.3
股东权益	3,487.4	3,569.7	3,424.8	3,545.5	3,684.9

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：3月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前收益	612.7	581.2	613.0	676.5	757.7
折摊和摊销	309.0	340.7	362.0	387.0	419.4
营运资金变动	2.4	(2.6)	29.6	26.1	34.5
税务开支	(79.4)	(121.9)	(110.3)	(121.8)	(136.4)
利息收入	(9.6)	(11.7)	(3.4)	(3.7)	(4.1)
其他	40.7	49.2	53.0	47.4	46.5
经营活动所得现金净额	875.8	835.0	943.7	1,011.5	1,117.6
资本开支	(595.7)	(462.0)	(513.1)	(518.5)	(560.8)
出售物业、厂房、设备	3.5	-	-	-	-
上市投资股息	12.2	15.8	12.2	12.2	12.2
其他	(12.7)	96.6	3.4	3.7	4.1
投资活动所得现金净额	(592.6)	(349.6)	(497.4)	(502.6)	(544.4)
发行新股	25.7	-	-	-	-
回购	(17.1)	-	-	-	-
派息	(670.5)	(474.2)	(673.2)	(462.0)	(512.2)
其他	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(661.8)	(474.2)	(673.2)	(462.0)	(512.2)
现金净变动	(378.6)	11.2	(226.9)	46.9	61.0
年初现金及现金等值物	1,186.6	790.0	801.2	574.4	621.3
汇兑差额	(18.0)	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	790.0	801.2	574.4	621.3	682.3

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结：3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
香港	87.6	87.2	87.2	87.2	87.0
大陆	12.4	12.8	12.8	12.8	13.0
盈利能力比率 (%)					
息税折摊前利润率	11.6	10.8	11.0	11.3	11.5
税前利率	7.8	6.9	6.9	7.2	7.4
净利润率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.1
核心净利润率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.1
有效税率	17.8	21.0	18.0	18.0	18.0
增长 (%)					
收入	4.3	6.7	5.0	6.6	8.1
息税折摊前利润	(0.3)	(0.2)	6.7	9.0	10.6
经营利润	(2.0)	(5.6)	7.0	10.4	12.0
净利润	(2.7)	(9.1)	9.5	10.5	12.0
核心净利润	(2.7)	(9.1)	9.5	10.5	12.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	4.5	8.3	4.5	4.5	4.5
平均应付账款周转天数	11.3	10.3	11.0	11.0	11.0
平均存货周转天数	12.8	11.6	13.0	13.0	13.0
净负债 / 权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	14.4	12.8	14.6	15.6	16.9
资产回报率	11.4	9.9	11.2	11.9	12.7
每股数据					
每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.86	0.95	1.07
核心每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.86	0.95	1.07
每股股息(港元)	0.82	1.17	0.78	0.86	0.96
每股账面值(港元)	6.00	6.14	5.89	6.10	6.34

资料来源: 公司, 招银国际预测

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: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

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，并可能会受目标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上责任。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任何其他人士。