

利信达 (738 HK, HK\$3.44, 目标价: HK\$4.06, 买入) - 可持续的收入增长

- ❖ **可持续的收入增长。**公司 2014 财年上半年的收入与净利润增长按年分别为 17.6% 与 22.5%，分别达到港币 8.7 亿及港币 7 千 6 百万。在 2014 财年上半年，公司的零售业务收入按年增长 21.7%，但是出口业务收入则按年下降 76.7%。女鞋、鞋和手袋及首饰业务的收入增长按年分别为 20.5%、21.5% 及 21.9%，分别占总零售业务收入的 78.1%、12.1% 和 9.8%。我们认为出口业务在未来将会进一步萎缩。
- ❖ **存货周转天数以及毛利率有所改善。**截止 2014 财年上半年，公司的存货周转天数为 234 天，按年下降 9 天。由于 2014 财年上半年末的存货中有大约 30% 的存货是提前为下半年销售所准备的，所以我们认为公司的存货周转情况较乐观，同时预测 2014 财年的存货周转天数为 228 天。销售单价及销量在 2014 上半年的上升也直接促使毛利率按年上升两个百分点达到 66.1%。中国内地市场以及港澳市场的销售单价在 2014 上半年也按年分别增长了 4.9% 和 10.2%。
- ❖ **扩张计划步伐减慢。**截止 2014 财年上半年，公司拥有 827 个自营店和 170 个加盟店，分别按年增加了 79 和 21 个。公司扩张速度的减慢主要是由于疲软的消费者情绪以及不断上升的经营费用所导致的。我们认为公司未来将会持续整合表现不佳的店铺而不会采取大规模的扩张计划。然而，扩张步伐的减慢同时也缓解了经营压力。2014 财年上半年经营利润率按年增了 0.7 个百分点达到 11.5%。
- ❖ **同店销售增长持续创好。**公司 2014 财年上半年同店销售按年增长了 16.1%。在开店速度放缓的情况下，优异的同店销售增长也强有力地支撑着同期的销售收入增长。根据我们的预测，2013 财年上半年同店销售增长为 3%，2014 财年上半年突出的同店销售增长也与去年同期基数相对较低有关。然而，我们谨慎的预测 2014 财年下半年的同店销售增长为 10.5%，这一部分是由于去年同期的基数相对较高。
- ❖ **调高评级至买入。**我们将公司 2014-16 财年的净利润预测分别调高 15.4%、15.8% 和 17.1%。公司目前的股价相当于 2014 财年和 2015 财年市盈率的 10.1 倍和 8.6 倍。根据公司过去 5 年的平均市盈率加上一个标准偏差为 12 倍市盈率，我们将目标价从 HK\$2.7 上调至 HK\$4.06。调高评级至买入。

利信达 (738 HK)

评级	买入
收市价	3.44 港元
目标价	4.06 港元
市值 (港币百万)	2,199
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1.33
52 周高/低 (港币)	3.5/2.1
发行股数 (百万股)	639.3
主要股东	李子彬 (43.3%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	11%	12.7%
3 月	28.8%	23.4%
6 月	42.7%	42.1%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 2 月 28 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (港币百万元)	1,545	1,762	2,080	2,475	2,957
净利润 (港币百万元)	194	179	217	255	299
每股收益 (港币)	0.304	0.280	0.339	0.399	0.467
每股收益变动 (%)	15.3	(7.7)	21.14	17.4	17.2
市盈率 (x)	11.3	12.3	10.1	8.6	7.4
市帐率 (x)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3
股息率 (%)	4.0	4.1	4.9	5.8	6.1
权益收益率 (%)	16.4	13.9	15.8	17.1	17.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	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：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
收入	1545	1762	2080	2475	2957
內地業務	1312	1520	1820	2183	2623
香港及澳門業務	197	206	239	280	319
出口業務	36	36	21	12	15
銷售成本	(550)	(621)	(705)	(832)	(991)
毛利潤	995	1141	1375	1643	1967
其他收益	34	32	29	31	32
銷售費用	(609)	(749)	(855)	(1050)	(1300)
行政費用	(175)	(190)	(265)	(290)	(305)
營運利潤	245	234	284	334	394
融資成本	4	6	8	8	7
關聯收益	(1)	1	0	1	0
稅前利潤	249	241	292	343	401
所得稅	(54)	(62)	(74)	(87)	(101)
稅後利潤	195	179	218	256	300
非控制股東利益	(1)	0	(1)	(1)	(1)
淨利潤	194	179	217	255	299

來源：公司及招銀國際研究部

资产负债表

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
流動資產					
現金及銀行存款	425	436	474	575	754
存款及預付帳款	37	42	45	47	50
應收貿易款項及其他應收款項	135	199	245	242	300
存貨	433	469	440	460	500
流動資產總和	1,029	1,146	1,204	1,324	1,603
非流動資產					
廠房及設備	241	238	246	261	280
投資性房地產	73	90	96	101	106
土地使用權	33	33	35	36	34
長期存款及預付款項	17	18	20	22	25
關聯公司收益	34	35	37	39	40
延遲所得稅資產	44	52	54	57	60
其他	0	0	0	0	0
非流動資產總和	441	465	487	514	545
總資產	1,471	1,610	1,691	1,838	2,148
流動負債					
短期銀行借款	0	0	0	0	0
應付貿易賬款和延遲付款	201	218	212	236	270
應付稅向	17	21	25	27	29
關聯公司欠款	31	37	42	45	49
流動負債總和	248	277	278	307	348
非流動負債					
長期銀行貸款	0	0	0	0	0
延遲稅項	27	32	33	34	40
非流動負債總和	27	32	33	34	40
少數股東權益	12	12	10	10	11
淨資產總額	1,184	1,290	1,370	1,487	1,750
股東權益	1,184	1,290	1,370	1,487	1,750

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
經營活動					
稅息前收益	245	234	284	334	394
折舊及分攤	48	52	54	59	63
營運資本變動	(39)	(75)	(84)	(78)	(47)
存貨變動	(34)	(30)	(39)	(43)	(21)
應收帳及其他應收款項變動	4	(62)	(61)	(49)	(40)
存款及提前支付款項變動	(20)	(6)	(10)	(7)	(7)
關聯公司應付款項變動	(17)	7	6	4	2
應付帳及其他應付款項變動	29	16	20	17	18
稅務開支	(44)	(61)	(70)	(68)	(71)
其他	(22)	(0)	(1)	0	0
經營活動所得現金淨額	188	150	182	248	339
投資活動					
購置固定資產	(50)	(49)	(45)	(47)	(48)
其他	20	1	6	4	3
投資活動所得現金淨額	(30)	(48)	(39)	(43)	(45)
融資活動					
新股發行	0	0	0	0	0
銀行貸款變動	(4)	0	0	0	0
股息	(88)	(91)	(94)	(101)	(120)
其他	(0)	(0)	(1)	(0)	3
融資活動所得現金淨額	(91)	(91)	(94)	(101)	(117)
現金增加淨額	67	11	49	103	176
年初現金及現金等價物	345	421	427	471	570
外匯差額	9	(5)	(5)	(3)	1
年末現金及現金等價物	421	427	471	570	748
銀行存款	4	9	4	5	6
現金及銀行存款	425	436	474	575	754

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
零售業務銷售組合					
女鞋	84.9%	86.2%	87.5%	88.2%	88.7%
男鞋	12.7%	11.7%	11.5%	11.3%	10.8%
女士手袋及飾品	2.3%	2.1%	1.0%	0.5%	0.5%
總額	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	64.4%	64.7%	66.1%	66.4%	66.5%
營業利潤率	15.9%	13.3%	13.6%	13.5%	13.3%
稅前收益率	16.1%	13.7%	14.0%	13.9%	13.5%
淨利潤率	12.6%	10.2%	10.4%	10.3%	10.1%
有效稅率	21.6%	25.7%	25.3%	25.4%	25.2%
增長					
收入增長	17.1%	14.1%	18.0%	19.0%	19.5%
毛利增長	20.0%	14.6%	20.5%	19.5%	19.7%
營業利潤增長	21.7%	-4.5%	21.3%	17.8%	17.8%
淨利潤增長	15.3%	-7.7%	21.1%	17.4%	17.2%
資產負債比率					
流動比率 (x)	4.1	4.1	4.3	4.3	4.6
速動比率 (x)	2.4	2.4	2.7	2.8	3.2
平均存貨周轉天數	288	276	228	202	184
平均應收賬款周轉天數	32	41	43	36	37
平均應付帳款周轉天數	133	128	110	104	99
淨負債/權益比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回報率					
資本回報率	16.4%	13.9%	15.8%	17.1%	17.1%
資產回報率	13.2%	11.1%	12.8%	13.9%	13.9%
每股數據 (港幣)					
每股利潤	0.304	0.280	0.339	0.399	0.467
每股股息	0.137	0.142	0.170	0.200	0.210
每股帳面值	1.9	2.0	2.1	2.3	2.7

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責任。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。