

高鑫零售 (6808 HK, HK\$8.49, 持有) - 內外兼修的優秀零售商

- ❖ **國內最大的大賣場運營商。**以銷售額計高鑫零售是國內最大的大賣場運營商，旗下有大潤發和歐尚兩個品牌的賣場。公司市佔率由 2008 年的 8.5% 升至 2011 年的 12.8%。截止 2011 年底，公司擁有 230 家門店(32%自持物業，68%租賃)，覆蓋 24 個省區。2011 年全年新開大賣場 46 家，其中約兩成以自有物業經營，公司持續致力於門店優化，產品組合升級調整和推進農超對接、產地直采，在一二線城市和一至五線城市的門店占比分別為 30% 和 70%。
- ❖ **產品組合改善及規模經濟推高毛利率，但營運開支高企。**2011 年營業額同比增長 21.2% 至 680.8 億元(人民幣，下同)，毛利率提高 0.9 個百分點至 20.4%。但由於新開店加速和員工開支上升，營運開支增速高於收入增速，經營利潤僅增長 17.5% 至 29.1 億元，經營利潤率微降 0.1 個百分點至 4.3%。股東應佔盈利為 16 億元，較上財年大幅上升 55.2%。公司毛利率在國內大賣場經營者中屬較高水準，主要受益於租金收入和一站式購物模式。2011 年門店運營成本和行政費用分別上升 30.6% 和 25%，高於收入增速。我們預計 2012-2014 年期間費用率將維持在 16.8% 左右。
- ❖ **內外兼修，具有良好成長性。**2011 年同店銷售額增長 8.8%，公司通過產品優化和推動供應鏈提效，獲得良好的內生增長能力。全年賣場數量增長 25%，公司目前已物色並確定了 153 家賣場，但部分位元於一至五線城市，其中 80 家正在興建，未來項目儲備充足，可以支撐良好的外部增長。另外，較高的自有物業佔比還可抵消部分未來租金上漲的風險。展望未來，近年新開門店有望逐步進入盈利期。短期來看雖然新開店增速和員工成本上升對營運開支造成壓力，但不改公司長期向好趨勢。我們預計 2012-2014 年盈利複合增長率能達到 25.2%。
- ❖ **公司在內地大賣場經營者中，戰略鮮明、管理有效，旗下大賣場培育期相對較短，盈利能力較強，具有優秀的內生和外部增長能力。**目前股價對應 2012/2013 年 31.1/26.5 倍市盈率，雖然近期股價大幅下跌，但與同業相比仍享有較高估值溢價。我們首次給予高鑫零售“持有”評級，目標價 8.71 港元，對應 1.2 倍 PEG 以及 2012/2013 年 30.2/25.8 倍市盈率。

高鑫零售 (6808 HK)

評級	持有
收市價	HK\$8.95
目標價	HK\$8.71
市值 (港幣百萬)	85,380
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	110
52 周高/低 (港幣)	12.06/7.20
發行股數 (百萬股)	9,540
主要股東	Mulliez 家族(60.7%)

來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-10.4%	-14.5%
3 月	-19.1%	-13.5%
6 月	-12.6%	-17.1%

來源: 彭博

過去一年股價

來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	56,168	68,084	81,332	98,953	119,677
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,031	1,600	2,233	2,622	3,140
每股收益 (人民幣)	0.19	0.20	0.23	0.27	0.33
每股收益變動 (%)	27.1	9.3	14.2	17.4	19.8
市盈率(x)	40.4	35.4	31.1	26.5	22.1
市帳率(x)	9.5	3.7	4.0	3.5	3.0
股息率 (%)	N/A	1.1	1.3	1.6	1.8
權益收益率 (%)	24.5	16.4	13.7	14.0	14.6
淨財務杠杆率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

來源: 公司及招銀國際研究部

損益表

年結：12月31日(人民幣百萬元)

	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額	56,168	68,084	81,332	98,953	119,677
- 銷售收入	54,924	66,540	79,510	96,839	117,246
- 租金收入	1,244	1,544	1,822	2,113	2,430
銷售成本	(45,200)	(54,227)	(64,822)	(78,865)	(95,382)
毛利	10,968	13,857	16,510	20,087	24,294
運營成本	(7,289)	(9,516)	(11,467)	(14,047)	(16,997)
管理費用	(1,479)	(1,849)	(2,182)	(2,618)	(3,116)
其他收入	274	414	462	484	513
息稅前利潤	2,474	2,906	3,323	3,906	4,695
財務費用	(83)	(90)	(13)	(19)	(39)
稅前利潤	2,391	2,816	3,311	3,888	4,656
所得稅	(777)	(831)	(960)	(1,127)	(1,350)
少數股東權益	(583)	(385)	(118)	(138)	(165)
淨利潤	1,031	1,600	2,233	2,622	3,140

來源：公司，招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日(人民幣百萬元)

	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流動資產	15,651	19,754	24,814	30,386	36,494
固定資產	14,814	19,015	24,045	29,590	35,670
遞延稅資產	168	197	227	254	282
無形資產	109	109	109	109	109
貿易及其他應收款	560	433	433	433	433
流動資產	14,202	21,592	22,865	25,790	29,773
存貨	7,383	10,259	12,200	14,843	17,951
貿易及其他應收款	3,307	3,749	4,453	5,492	6,642
受限存款	50	67	67	67	67
現金及等價物	3,462	7,517	6,145	5,389	5,113
流動負債	22,695	25,699	29,753	35,470	42,128
銀行貸款及透支	2,401	199	199	318	573
貿易及其他應付款	20,050	25,162	29,170	34,701	41,014
應繳稅款	244	338	384	451	540
非流動負債	338	130	130	230	430
銀行貸款	181	-	-	100	300
其他金融負債	87	85	85	85	85
遞延稅負債	70	45	45	45	45
少數股東權益	2,417	378	423	483	574
淨資產	4,403	15,139	17,372	19,994	23,135
股東權益	4,403	15,139	17,372	19,994	23,135

來源：公司，招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
稅前利潤	2,391	2,816	3,311	3,888	4,656
折舊和攤銷	1,185	1,530	1,836	2,093	2,344
財務費用	83	90	13	19	39
利息收入	(50)	(92)	(80)	(65)	(60)
其他	5	28	15	15	15
經營利潤	3,614	4,372	5,094	5,949	6,995
存貨變動	(2,237)	(2,876)	(1,941)	(2,643)	(3,109)
貿易及其他應收款變動	(427)	(658)	(704)	(1,039)	(1,150)
貿易及其他應付款變動	4,551	5,717	4,008	5,531	6,314
受限存款	81	-	-	-	-
已繳稅款	(684)	(791)	(914)	(1,060)	(1,261)
經營活動淨現金流	4,898	5,764	5,543	6,738	7,788
利息收入	50	92	80	65	60
固定資產購置	(3,807)	(5,358)	(5,840)	(6,424)	(7,002)
其他	14	3	-	-	-
投資活動淨現金流	(3,743)	(5,263)	(5,760)	(6,359)	(6,942)
股息支付	(495)	(1,837)	(1,143)	(1,335)	(1,537)
股權融資	127	7,816	-	-	-
銀行貸款淨額變動	(195)	(2,157)	-	219	455
已付利息	(83)	(90)	(13)	(19)	(39)
其他	42.0	(2.0)	-	-	-
融資活動淨現金流	(604)	3,730	(1,155)	(1,135)	(1,122)
淨現金流	551	4,231	(1,372)	(756)	(276)
期初現金	2,685	3,281	7,517	6,145	5,389
匯率影響	45	5	-	-	-
期末現金	3,281	7,517	6,145	5,389	5,113

來源：公司，招銀國際研究部

主要財務比率

年結：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入構成 (%)					
- 銷售收入	97.8	97.7	97.8	97.9	98.0
- 租金收入	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0
盈虧比率 (%)					
毛利率	19.5	20.4	20.3	20.3	20.3
經營利潤率	4.4	4.3	4.1	3.9	3.9
淨利潤率	1.8	2.4	2.7	2.6	2.6
有效稅率	32.5	29.5	29.0	29.0	29.0
成長性 (%)					
營業額增速	23.7	21.2	19.5	21.7	20.9
毛利增速	27.8	26.3	19.1	21.7	20.9
息稅前利潤增速	26.7	17.5	14.4	17.5	20.2
淨利潤增速	27.1	55.2	39.6	17.4	19.8
資產負債表比率					
流動比率 (倍)	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
速動比率 (倍)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
應收賬款周轉天數	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
應付賬款周轉天數	89.8	96.3	96.3	96.3	96.3
存貨周轉天數	50.6	59.4	63.2	62.6	62.7
總負債 / 權益比率 (%)	60.6	1.9	1.6	2.5	4.1
淨負債 / 權益比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
回報率指標 (%)					
權益回報率	24.5	16.4	13.7	14.0	14.6
總資產回報率	3.9	4.5	5.0	5.0	6.0
每股數據					
每股收益 (人民幣)	0.188	0.205	0.234	0.275	0.329
每股淨資產 (人民幣)	0.801	1.939	1.821	2.096	2.425
每股股息 (港元)	-	0.100	0.120	0.140	0.161

來源：公司，招銀國際研究部

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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。而過去的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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。