

# 睿智投資



## 時代集團 (1023 HK, HK\$3.48, 目標價 : HK\$4.46, 買入) — 燦耀與伙伴共享

- ❖ **客戶在 2012 年第 1 季銷售強勁。**時代的客戶包括 Coach、Fossil、普拉達、Michael Kors 和 Tumi。作為一個 OEM / ODM 製造商，我們相信時代的前景與客戶關係密切。其主要客戶，Coach 公佈在截至 2012 年 3 月 31 日的過去三個月的收入增長 16.6% 至 11.09 億美元，其他主要客戶(包括普拉達、Fossil、Michael Kors 和 Tumi)在 2012 年第 1 季錄得 9.8-58.3% 的收入增長。
- ❖ **歐洲債務危機可能拖慢增長。**雖然其客戶已經在 2012 年第 1 季錄得亮麗的業績，時代在當前的經濟危機下採取審慎擴張策略。公司在東莞租下一家工廠，而將建立新廠速度放慢。公司可以繼續擴張生產規模，更可以保留資本。此外，一些新增的客戶將舒緩部分從歐洲主權債務危機引起的問題。
- ❖ **零售業務仍在起步階段。**目前，時代經營 22 個的獨立店舖和百貨專櫃。經營歷史雖然很短，只從去年開始，一些商店現在已收支平衡。我們預計零售業務的收入會在 2012 財年的 1600 萬港元激增至 2014 財年的 1.69 億港元，相等於在未來 3 年的複合年增長率為 514%。
- ❖ **下調盈利預測。**全球經濟放緩可能對時代產生不利影響。因此，我們削減收入預測，下調 2013 財年的收入 0.9% 至 39.7 億港元及 2014 財年的收入 1.6% 至 48.4 億港元。此外，我們認為盈利能力將受到工資上漲的影響，因此我們修改 2012-14 財年的毛利率預測至 21.6%、21.7% 和 21.5%。因此，2012-14 財年盈利預測分別下調 4.7% 至 3.66 億港元、8.0% 至 4.47 億港元和 10.5% 至 5.22 億港元。
- ❖ **估值吸引。**股價相等於 8.5 倍 2012 財年市盈率或 7.8 倍 2013 財年市盈率。扣除每股淨現金 0.78 港元，時代的 2012 及 13 財年市盈率分別為 6.6 倍及 6.1 倍，估值非常吸引。我們相信時代的估值可提升至 10 倍市盈率。此外，我們更以 2013 財年盈利的基礎來進行我們的估值，我們的目標價由 3.43 港元上調至 4.46 港元，相當於 2013 財年 10 倍市盈率，升值潛力是 28.2%。我們調高評級，由持有升為買入。

### 財務資料

(截至 6 月 30 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬港元)	1,726	2,493	3,228	3,972	4,844
淨利潤 (百萬港元)	152	302	366	447	522
每股收益 (港元)	不適用	0.404	0.409	0.446	0.521
每股收益變動 (%)	不適用	不適用	1.2	9.2	16.8
市盈率(x)	不適用	8.6	8.5	7.8	6.7
市帳率(x)	不適用	不適用	2.2	1.8	1.5
股息率 (%)	不適用	不適用	4.0	4.3	5.2
權益收益率 (%)	69.9	61.3	23.2	23.7	23.1
淨財務槓杆率 (%)	50.6	5.2	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

### 時代集團 (1023HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.48
目標價	HK\$4.46
市值(港幣百萬)	3,485
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	2.7
52 周高/低(港幣)	3.74/2.35
發行股數(百萬)	1,002
主要股東	楊華強(49%)

來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	3.9%	1.3%
3 月	12.3%	20.7%
6 月	24.7%	16.0%

來源:彭博

### 過去一年股價



來源:彭博

**利潤表**

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	1,726	2,493	3,228	3,972	4,844
手袋	1,566	2,243	2,809	3,356	3,975
小皮具	155	224	341	422	521
旅行用品	6	26	62	108	179
零售	-	1	16	86	169
銷售成本	(1,386)	(1,940)	(2,529)	(3,109)	(3,804)
<b>毛利</b>	<b>341</b>	<b>553</b>	<b>698</b>	<b>864</b>	<b>1,039</b>
其他收益	10	27	21	23	24
銷售費用	(43)	(56)	(74)	(87)	(107)
行政費用	(106)	(158)	(201)	(230)	(266)
其他費用	(4)	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>息稅前收益</b>	<b>197</b>	<b>367</b>	<b>443</b>	<b>568</b>	<b>689</b>
融資成本	(4)	(4)	(3)	(2)	(2)
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>193</b>	<b>363</b>	<b>440</b>	<b>566</b>	<b>687</b>
所得稅	(41)	(60)	(74)	(119)	(165)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
<b>淨利潤</b>	<b>152</b>	<b>302</b>	<b>366</b>	<b>447</b>	<b>522</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>152</b>	<b>302</b>	<b>366</b>	<b>447</b>	<b>522</b>

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>非流動資產</b>	<b>224</b>	<b>318</b>	<b>435</b>	<b>657</b>	<b>733</b>
物業、廠房及設備	183	284	399	619	693
預付土地租賃款項	15	20	20	19	19
聯營公司	-	-	-	-	-
預付款項	14	3	5	8	10
遞延稅項資產	11	10	11	11	11
無形資產	-	-	-	-	-
<b>流動資產</b>	<b>494</b>	<b>673</b>	<b>1,636</b>	<b>1,828</b>	<b>2,254</b>
存貨	244	292	400	500	620
應收貿易款項	161	240	320	400	490
其他應收款項	30	50	50	100	135
可供出售投資	-	10	10	10	10
關連款項	-	1	-	-	-
現金及現金等價物	60	80	857	819	1,000
<b>流動負債</b>	<b>495</b>	<b>497</b>	<b>493</b>	<b>600</b>	<b>730</b>
借債	170	106	75	80	70
應付貿易賬款	155	198	255	320	400
其他應付賬款	55	96	100	120	160
應付稅項	55	96	63	80	100
關連款項	59	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
借債	-	-	-	-	-
遞延稅項	5	0	1	1	1
<b>少數股東權益</b>	-	-	-	-	-
<b>淨資產總值</b>	<b>217</b>	<b>493</b>	<b>1,578</b>	<b>1,885</b>	<b>2,257</b>
<b>股東權益</b>	<b>217</b>	<b>493</b>	<b>1,578</b>	<b>1,885</b>	<b>2,257</b>

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息稅前收益	197	367	443	568	689
折舊和攤銷	13	20	32	44	69
營運資金變動	(111)	(71)	(127)	(145)	(125)
稅務開支	(10)	(23)	(107)	(102)	(145)
其他	21	2	42	(4)	(3)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>111</b>	<b>295</b>	<b>281</b>	<b>362</b>	<b>485</b>
購買固定資產	(88)	(98)	(147)	(263)	(142)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	-	(10)	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(88)</b>	<b>(108)</b>	<b>(147)</b>	<b>(263)</b>	<b>(142)</b>
股份發行	-	-	714	-	-
淨銀行借貸	52	(64)	(31)	5	(10)
股息	(51)	(99)	(40)	(140)	(150)
其他	(4)	6	(3)	(2)	(2)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(3)</b>	<b>(157)</b>	<b>641</b>	<b>(137)</b>	<b>(162)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>19</b>	<b>29</b>	<b>775</b>	<b>(39)</b>	<b>180</b>
年初現金及現金等價物	32	50	80	857	819
匯兌	(1)	1	1	1	1
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>50</b>	<b>80</b>	<b>857</b>	<b>819</b>	<b>1,000</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結: 6月30日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>銷售組合 (%)</b>					
手袋	90.7	90.0	87.0	84.5	82.1
小皮具	9.0	9.0	10.6	10.6	10.8
旅行用品	0.3	1.0	1.9	2.7	3.7
零售	-	0.0	0.5	2.2	3.5
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	19.7	22.2	21.6	21.7	21.5
稅前利率	11.2	14.6	13.6	14.2	14.2
淨利潤率	8.8	12.1	11.3	11.3	10.8
有效稅率	21.4	16.7	16.8	21.0	24.0
<b>增長 (%)</b>					
收入	27.9	44.4	29.4	23.1	21.9
毛利	48.9	62.4	26.2	23.7	20.3
息稅前收益	99.7	85.9	20.8	28.3	21.4
淨利潤	94.2	99.2	21.1	22.0	16.8
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.0	1.4	3.3	3.0	3.1
速動比率 (x)	0.5	0.8	2.5	2.2	2.2
應收賬款周轉天數	32.4	29.3	31.7	33.1	33.5
應付帳款周轉天數	42.4	42.6	42.5	43.6	44.8
存貨周轉天數	48.0	52.0	49.9	52.8	53.7
總負債/ 權益比率 (%)	78.3	21.5	4.8	4.2	3.1
淨負債/ 權益比率 (%)	50.6	5.2	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	69.9	61.3	23.2	23.7	23.1
資產回報率	21.1	30.5	17.7	18.0	17.5
<b>每股數據</b>					
每股盈利(港元)	N.A.	0.404	0.409	0.446	0.521
每股股息(港元)	-	-	0.140	0.150	0.180
每股賬面值(港元)	N.A.	0.66	1.58	1.88	2.25

來源: 公司及招銀國際研究部

## 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。接收本報告之行為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。