

**利信達 (738 HK, HK\$2.74, 目標價: HK\$2.7, 持有) - 具備持續擴張的潛力**

- ❖ **專注于中高端市場的鞋類零售商。** 我們認為利信達是專注於中高端鞋類市場的中型零售商，公司旗下擁有三個主要品牌，分別為 Le saunda、Linea Rosa 和 CNE。其中 Le saunda 的業務也包含了 Le saunda MEN 和 Itauomo 兩個男鞋品牌。公司與迪士尼集團合作推出了兩個新品牌，新品牌的創立有助於吸引更多年輕的客戶。

- ❖ **產品組合的完善。** 公司零售業務可以分別三個板塊，分別為女鞋，男鞋以及手袋和配飾。女鞋的銷售是公司總收入的主要貢獻者，佔 2013 財年總零售收入的 77.4%。我們認為男鞋及手袋和配飾的銷售在未來會成為公司收入增長的催化劑。由於海外市場的不景氣以及不斷被壓縮的利潤空間，我們預測 2014 財年出口業務收入佔公司總收入的比例將會降低至 1.4%。

- ❖ **未來擴張計畫。** 公司在 2013 財年共有 984 個零售網點。我們認為公司短期內不會有大規模的擴張計畫，同時預測 2014 財年零售網點的總數將達到 1,069 個。我們認為公司將會持續對旗下 CNE 的品牌資源進行整合，並預測 CNE 的零售網店總數在 2014 財年將會減少至 130 個。與此同時，我們預測公司自營網點與加盟網點佔總零售網點的比例在 2014 財年將分別為 84.9% 和 15.1%。

- ❖ **生產能力與供應鏈。** 我們認為生產能力和供應鏈是公司未來收入增長的兩個基本因素。公司現有的生產能力在短期內足以滿足其擴張計畫。然而，我們認為公司將會持續改善其供應鏈，從而降低平均補單天數以及更好的管理存貨。

- ❖ **預測公司盈利的年複合增長率為 12.5%。** 我們預測公司 2014-16 財年的總收入和淨利潤複合年增長率分別為 9.8% 和 12.5%。公司目前的股價相當於 2014 財年和 2015 財年市盈率的 9.3 倍和 8.0 倍。根據公司過去 5 年 9.3 倍的平均市盈率，我們的目標價是 HK\$2.7。首次覆蓋給與持有評級。

**利信達 (738 HK)**

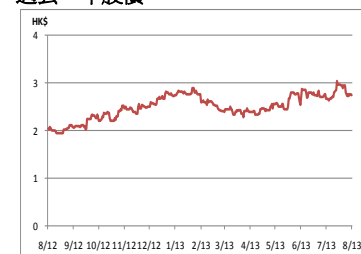
評級	持有
收市價	2.74 港元
目標價	2.7 港元
市值 (港幣百萬)	1,752
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1.04
52 周高/低 (港幣)	3.08/1.89
發行股數 (百萬股)	639.3
主要股東	李子彬 (43.3%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	3.0%	2.7%
3 月	6.6%	11.0%
6 月	-0.7%	2.9%

來源: 彭博

**過去一年股價**

**財務資料**

(截至 2 月 28 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	1,545	1,762	1,912	2,115	2,331
淨利潤 (港幣百萬元)	194	179	188	220	255
每股收益 (港幣)	0.304	0.280	0.294	0.344	0.399
每股收益變動 (%)	15.3	(7.6)	4.9	16.9	16.0
市盈率 (x)	9.0	9.8	9.3	8.0	6.9
市帳率 (x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	5.0	5.2	5.4	5.7	6.8
權益收益率 (%)	16.4	13.9	13.7	14.8	15.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

**利潤表**

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>1,545</b>	<b>1,762</b>	<b>1,912</b>	<b>2,115</b>	<b>2,331</b>
內地業務	1,312	1,520	1,664	1,851	2,049
香港及澳門業務	197	206	212	228	247
出口業務	36	36	36	36	35
銷售成本	(550)	(621)	(672)	(731)	(796)
<b>毛利潤</b>	<b>995</b>	<b>1,141</b>	<b>1,240</b>	<b>1,384</b>	<b>1,535</b>
其他收益	34	32	32	35	34
銷售費用	(609)	(749)	(815)	(890)	(976)
行政費用	(175)	(190)	(211)	(241)	(261)
<b>營運利潤</b>	<b>245</b>	<b>234</b>	<b>246</b>	<b>288</b>	<b>332</b>
融資成本	4	6	8	8	8
關聯收益	(1)	1	0	1	1
稅前利潤	249	241	254	297	341
所得稅	(54)	(62)	(65)	(76)	(84)
稅後利潤	195	179	189	221	257
非控制股東利益	(1)	0	(1)	(1)	(2)
<b>淨利潤</b>	<b>194</b>	<b>179</b>	<b>188</b>	<b>220</b>	<b>255</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結：2月28日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
<b>流動資產</b>					
現金及銀行存款	425	436	430	482	596
存款及預付帳款	37	42	45	47	50
應收貿易款項及其他應收款	135	199	233	256	311
存貨	433	469	516	540	521
<b>流動資產總和</b>	<b>1,029</b>	<b>1,146</b>	<b>1,222</b>	<b>1,324</b>	<b>1,477</b>
<b>非流動資產</b>					
廠房及設備	241	238	246	261	291
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
<b>非流動資產總和</b>	<b>441</b>	<b>465</b>	<b>487</b>	<b>514</b>	<b>555</b>
<b>總資產</b>	<b>1,471</b>	<b>1,610</b>	<b>1,709</b>	<b>1,838</b>	<b>2,033</b>
<b>流動負債</b>					
短期銀行借款	0	0	0	0	0
應付貿易賬款和延遲付款	201	218	230	236	251
應付稅向	17	21	25	27	29
關聯公司欠款	31	37	42	45	49
<b>流動負債總和</b>	<b>248</b>	<b>277</b>	<b>296</b>	<b>307</b>	<b>328</b>
<b>非流動負債</b>					
長期銀行貸款	0	0	0	0	0
延遲稅項	27	32	33	34	40
<b>非流動負債總和</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>40</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>1,184</b>	<b>1,290</b>	<b>1,370</b>	<b>1,487</b>	<b>1,653</b>
<b>股東權益</b>	<b>1,184</b>	<b>1,290</b>	<b>1,370</b>	<b>1,487</b>	<b>1,653</b>

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
<b>經營活動</b>					
<b>稅息前收益</b>	<b>245</b>	<b>234</b>	<b>246</b>	<b>288</b>	<b>332</b>
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
海外稅務開支	(44)	(61)	(70)	(68)	(71)
其他	(22)	(0)	(1)	-	-
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>188</b>	<b>150</b>	<b>145</b>	<b>202</b>	<b>277</b>
<b>投資活動</b>					
購置固定資產	(50)	(49)	(53)	(50)	(51)
其他	20	1	6	4	3
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(30)</b>	<b>(48)</b>	<b>(47)</b>	<b>(46)</b>	<b>(48)</b>
<b>融資活動</b>					
新股發行	-	-	-	-	-
銀行貸款變動	(4)	-	-	-	-
股息	(88)	(91)	(94)	(101)	(120)
其他	(0)	(0)	(1)	(0)	3
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(91)</b>	<b>(91)</b>	<b>(94)</b>	<b>(101)</b>	<b>(117)</b>
現金增加淨額	67	11	4	55	112
年初現金及現金等價物	345	421	427	426	477
外匯差額	9	(5)	(5)	(3)	1
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>421</b>	<b>427</b>	<b>426</b>	<b>477</b>	<b>590</b>
銀行存款	4	9	4	5	6
<b>現金及銀行存款</b>	<b>425</b>	<b>436</b>	<b>430</b>	<b>482</b>	<b>596</b>

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
<b>零售業務銷售組合</b>					
女鞋	84.9%	86.2%	87.0%	87.5%	87.9%
男鞋	12.7%	11.7%	11.1%	10.8%	10.6%
女士手袋及飾品	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%
<b>總額</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	64.4%	64.7%	64.8%	65.4%	65.9%
營業利潤率	15.9%	13.3%	12.9%	13.7%	14.0%
稅前收益率	16.1%	13.7%	13.3%	14.1%	14.4%
淨利潤率	12.6%	10.2%	9.9%	10.5%	10.9%
有效稅率	21.6%	25.7%	25.6%	25.5%	25.0%
<b>增長</b>					
收入增長	17.1%	14.1%	8.5%	10.6%	10.2%
毛利增長	20.0%	14.6%	8.6%	11.6%	10.9%
營業利潤增長	21.7%	-4.5%	5.3%	17.0%	15.2%
淨利潤增長	15.3%	-7.7%	4.9%	17.0%	16.0%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	4.1	4.1	4.1	4.3	4.5
速動比率 (x)	2.4	2.4	2.4	2.6	2.9
平均存貨周轉天數	288	276	280	270	239
平均應收賬款周轉天數	32	41	44	44	49
平均應付帳款周轉天數	133	128	125	118	115
淨負債/權益比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
<b>回報率</b>					
資本回報率	16.4%	13.9%	13.7%	14.8%	15.4%
資產回報率	13.2%	11.1%	11.0%	12.0%	12.5%
<b>每股數據 (港幣)</b>					
每股利潤	0.304	0.280	0.294	0.344	0.399
每股股息	0.137	0.142	0.148	0.157	0.187
每股帳面值	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。