

金鷹商貿集團 (3308 HK, HK\$9.53 目標價: HK\$12.3, 買入) - 打造全生活購物中心

- ❖ **公司概況。**金鷹商貿集團是一間專注於百貨商場業務的集團。公司在 1996 年南京開設了第一間百貨商場：南京新街口店。截止 2014 上半年，公司的百貨商場業務橫跨 4 個省以及一個直轄市，包括江蘇省，安徽省，陝西省，雲南省以及上海市。目前，公司專注於打造全生活一站式購物中心以提供更多元化的服務來滿足不同客戶的需求。
- ❖ **全生活一站式購物中心的概念。**從傳統的百貨商場業務轉型為專注於全生活一站式購物中心的打造是公司未來的主要發展方向。全生活購物中心的建立能更好的滿足客戶的需求，提高人流量同時也延長客戶在購物中心的停留時間。
- ❖ **優化商業市場管道。**公司在 2013 年投入了大約人民幣 4 千萬元優化公司的各種線上管道，主要包括 O2O 業務的準備以及掌上金鷹應用程式的打造和升級。線上的商業管道可以為公司提供有關客戶與零售市場較為深入的資訊，例如客戶的購物偏好和最新的消費市場趨勢，還有更多有效的資訊可供公司分析以提高市場競爭力。
- ❖ **現有店鋪表現以及新開店計畫。**截止 2014 上半年，公司一共有 26 間購物中心在運營。在 2014 上半年，有 15 間運營中的購物中心錄得同店銷售按年下跌，同時虧損店鋪達到 10 間。公司計畫在未來幾年一共開設 15 間購物中心，其中 4 間位於江蘇省的購物中心將計畫在 2014 年投入運營。
- ❖ **首次覆蓋給與買入評級。**我們預測 2014-16 財年的淨利潤分別為人民幣 11.3 億元、人民幣 13.7 億元及人民幣 14.5 億元。公司目前的股價相當於 2014 財年和 2015 財年預測市盈率的 12.9 倍和 9.9 倍。我們首次覆蓋的目標價為港幣 12.3 元，相當於 2015 財年預測市盈率的 12.9 倍，同時也是公司過去 3 年的平均市盈率減去一個標準差。首次覆蓋給與買入評級。

金鷹商貿 (3308 HK)

評級	買入
收市價	9.53 港元
目標價	12.3 港元
市值 (港幣百萬)	17,021
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	32.73
52 周高/低 (港幣)	12.48/8.91
發行股數 (百萬股)	1,786
主要股東	王恒 (74.99%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	6.3%	8.0%
3 月	-0.8%	4.0%
6 月	-7.9%	-12.1%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	3,623	3,660	3,650	4,221	4,580
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,218	1,235	1,127	1,367	1,451
每股收益 (人民幣)	0.629	0.656	0.599	0.765	0.812
每股收益變動 (%)	0.9	4.28	(8.59)	27.66	6.17
市盈率(x)	12.12	11.63	12.72	9.96	9.38
市帳率(x)	2.79	2.74	2.31	1.82	1.56
股息率 (%)	2.5	2.7	2.4	3.0	3.3
權益收益率 (%)	23.0	23.5	18.1	18.2	16.6
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	29.9	22.1	18.1	11.5

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
總銷售收入	16,319	16,833	16,355	19,250	21,480
特許專營銷售	14,853	15,276	14,752	17,518	19,590
直接銷售	1,372	1,457	1,439	1,636	1,783
租金以及其他收入	94	101	164	96	107
收入	3,623	3,660	3,650	4,221	4,580
其他收入	211	233	250	265	280
存貨變動	(964)	(1,017)	(1,010)	(1,150)	(1,270)
人工成本	(353)	(376)	(390)	(420)	(465)
折舊與摊销	(181)	(194)	(229)	(263)	(290)
租金成本	(167)	(170)	(182)	(215)	(230)
其他費用	(613)	(620)	(630)	(663)	(690)
經營利潤	1,557	1,515	1,459	1,775	1,915
淨利息收入/費用	68	80	70	60	65
其他收入/虧損	20	100	45	49	53
應占聯營公司溢利/虧損	3	13	11	10	10
稅前利潤	1,648	1,708	1,585	1,894	2,043
所得稅開支	(430)	(473)	(450)	(540)	(590)
年度益利	1,217	1,235	1,135	1,354	1,453
非控股權益	0	0	(8)	13	(2)
淨利潤	1,218	1,235	1,127	1,367	1,451

來源：公司及招銀國際證券預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
流動資產					
存貨	399	354	360	415	469
預付帳款及其他應收款項	387	403	380	426	460
结构性存款	1,490	1,244	1,300	1,360	1,435
受限存款	27	26	26	29	29
現金及現金等价物	2,840	1,654	1,811	1,762	2,042
計息工具投資	835	3,006	2,783	2,800	2,750
其他	35	76	56	50	63
總流動資產	6,013	6,763	6,716	6,841	7,248
非流動資產					
物業，厂房及设备	4,025	4,034	4,995	5,890	6,400
土地使用權	1,297	1,910	1,930	2,300	2,650
投資物業	91	89	89	90	90
訂金及預付款	1,320	1,254	1,300	1,400	1,460
商譽	257	257	265	265	265
聯營公司權益	416	255	295	301	300
可出售投資	226	357	360	349	360
延遲所得稅資產	80	100	115	125	131
其他	61	56	56	56	56
非流動資產總和	7,773	8,312	9,405	10,776	11,712
總資產	13,787	15,075	16,121	17,617	18,960
流動負債					
貿易及其他應付賬款	2,085	2,055	2,010	2,250	2,360
短期銀行借款	1,079	0	0	0	0
稅務負債	85	158	165	183	210
延遲收入	2,907	2,921	2,925	2,920	2,920
其他	51	70	170	130	100
流動負債總和	6,207	5,203	5,270	5,483	5,590
非流動負債					
長期銀行貸款	2,132	2,087	2,100	2,100	2,100
稅務負債	150	130	132	130	130
優先票據	0	2,408	2,408	2,408	2,408
非流動負債總和	2,282	4,625	4,640	4,638	4,638
少數股東權益	3	2	2	2	2
淨資產總額	5,295	5,244	6,209	7,495	8,731
股東權益	5,295	5,244	6,209	7,495	8,731

來源：公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
經營活動					
稅息前收益	1,557	1,515	1,459	1,775	1,915
折舊及分攤	181	194	229	240	265
營運資本變動	(178)	(38)	(26)	137	20
存貨變動	(94)	44	(6)	(54)	(52)
應收帳及其他應收款項變動	(139)	(36)	20	(44)	(33)
應付帳及其他應付款項變動	55	(46)	(40)	235	105
稅務開支	(477)	(470)	(442)	(510)	(575)
其他	406	48	130	110	135
經營活動所得現金淨額	1,488	1,250	1,350	1,752	1,760
投資活動					
購置固定資產	(1,034)	(329)	(1,000)	(1,500)	(1,500)
其他	(686)	(2,049)	600	200	550
投資活動所得現金淨額	(1,720)	(2,378)	(400)	(1,300)	(950)
融資活動					
新增、回購公司股份	(172)	(942)	(400)	0	0
銀行貸款變動	1,771	(1,056)	14	0	0
已付股息	(367)	(353)	(296)	(375)	(400)
已付利息	(114)	(150)	(135)	(141)	(150)
優先票據發行	0	2,466	0	0	0
其他	0	(23)	24	15	20
融資活動所得現金淨額	1,119	(58)	(793)	(501)	(530)
現金增加淨額	887	(1,186)	157	(49)	280
年初現金及現金等價物	1,953	2,840	1,654	1,811	1,762
年末現金及現金等價物	2,840	1,654	1,811	1,762	2,042

來源：公司及招銀國際證券預測

主要比率

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合					
特許專營銷售	91.8%	91.0%	90.8%	90.2%	91.0%
直接銷售	7.8%	8.4%	8.7%	8.8%	8.5%
租金以及其他收入	0.4%	0.6%	0.6%	1.0%	0.5%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
營業利潤率	43.0%	41.4%	40.0%	42.1%	41.8%
稅前收益率	45.5%	46.7%	43.4%	44.9%	44.6%
淨利潤率	33.6%	33.7%	30.9%	32.4%	31.7%
有效稅率	26.1%	27.7%	28.4%	28.5%	28.9%
增長（%）					
總銷售額增長	13.8%	3.1%	-2.8%	17.7%	11.6%
收入增長	12.6%	1.0%	-0.3%	15.6%	8.5%
營業利潤增長	1.5%	-2.7%	-3.7%	21.7%	7.9%
淨利潤增長	0.5%	1.4%	-8.8%	21.3%	6.2%
資產負債比率					
流動比率（x）	0.7	1.0	1.3	1.3	1.2
速動比率（x）	0.6	0.9	1.2	1.2	1.2
平均存貨周轉天數	133.1	135.1	129.1	123.0	127.0
平均應收賬款周轉天數	32.0	39.4	39.2	34.8	35.3
平均應付賬款周轉天數	785.4	743.0	734.5	676.0	662.5
總負債/權益比率（%）	60.6	85.7	72.6	60.1	51.6
淨負債/權益比率（%）	淨現金	29.9	22.1	18.1	11.5
回報率					
資本回報率	23.0%	23.5%	18.1%	18.2%	16.6%
資產回報率	10.7%	8.8%	8.2%	7.0%	7.8%
每股數據（人民幣）					
每股利潤	0.629	0.656	0.599	0.765	0.812
每股股息	0.188	0.203	0.180	0.228	0.250
每股帳面值	2.734	2.784	3.303	4.196	4.888

來源：公司及招銀國際證券預測

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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: 香港中環夏愨道 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士。