

华地国际 (1700 HK, HK\$3.16, 目标价: HK\$3.7, 买入) - 百货商场重新装修已接近尾声

- ❖ **总销售收入保持平稳但净利润按年下降 4.5%。**2014 上半年，总销售收入与營業額分别按年增长了 0.2% 和 5.3% 至人民币 58 亿元和人民币 22 亿元。然而，由于经营费用压力的不断上升，净利润则按年下降 4.5% 至人民币 4.3 亿元。2014 上半年，经营费用总额占总销售收入的 12.6%，按年上升 0.7 个百分点。中国内地市场的零售气氛依然疲软。我们也不认为 2014 下半年零售市场的气氛将有明显的好转。我们预测 2014 和 2015 年的总销售收入将分别按年上升 3.7% 和 8.9% 至人民币 116 亿元和人民币 126 亿元。
- ❖ **2014 全年无新开的百货商场。**截止 2014 上半年，公司录得百货商场业务销售按年增长 1.7%，但同店销售按年下降 1.1%。百货商场销售占 2014 上半年公司总销售收入的 75.6%，按年下降 1.5 个百分点。我们认为同店销售下降的一部分原因是由于去年同期基数较高且宜兴百货商场的停业装修所引起的。百货商场 2014 上半年的销售佣金为 16.9%，按年上升 0.5 个百分点。我们不认为百货商场的销售在 2014 下半年将会有明显的改善，同时预测 2014 全年的百货商场销售所得按年增长 2.7% 至人民币 87 亿元。
- ❖ **2015 全年计划开设 5 间新的超市。**截止 2014 上半年，公司录得超市销售收入和同店销售分别按年上升 6.6% 和 1.0%。新鲜食品的销售占 2014 上半年超市销售收入的 38.1%，按年上升 1.9 个百分点。公司计划在 2015 年开设 5 间新的超市，其中 1 间为配合新购物商场的市中心店和 4 间社区住宅店。我们预测 2014 和 2015 的超市销售总收入将分别按年上升 6.9% 和 8.1% 至人民币 28.5 亿元和人民币 30.8 亿元。
- ❖ **百货商场的重新装修已接近尾声。**我们认为未来将百货商场转型成为集购物和休闲娱乐为一体的购物中心将是百货经营者的重要任务。公司正在修建 3 个大型的购物中心且旧的百货商场改造也已经接近尾声。我们认为改造后的百货商场将更具市场竞争力且更能满足客户的需求。
- ❖ **维持买入评级。**我们将 2014-16 财年的净利润预测分别下调 7.4%、11.2% 和 12.2% 至人民币 6.8 亿元、人民币 7.9 亿元及人民币 9.0 亿元。公司目前的股价相当于 2014 财年和 2015 财年预测市盈率的 9.2 倍和 8.0 倍。我们的目标价为港币 3.7 元，相当于 2014 财年预测市盈率的 10.7 倍，同时也是公司过去 5 年的平均市盈率。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (人民币百万元)	3,807	4,162	4,350	4,751	5,149
净利润 (人民币百万元)	651	730	684	794	899
每股收益 (人民币)	0.261	0.292	0.274	0.318	0.360
每股收益变动 (%)	N/A	12.15	(6.38)	16.16	13.25
市盈率(x)	9.67	8.63	9.21	7.93	7.00
市帐率(x)	1.41	1.31	1.26	1.19	1.77
股息率 (%)	5.1	5.9	5.1	5.7	6.7
权益收益率 (%)	14.5	15.2	13.6	15.0	15.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	38.6	10.4	17.0	25.3

来源: 公司及招银国际研究部

华地国际 (1700 HK)

评级	买入
收市价	3.16 港元
目标价	3.7 港元
市值 (港币百万)	7,802
过去 3 月平均交易 (港币百万)	7.91
52 周高/低 (港币)	4.87/2.59
发行股数 (百万股)	2,468.9
主要股东	陈建强 (58.44%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-4.0%	-9.9%
3 月	8.6%	-0.8%
6 月	-9.7%	-19.2%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
收入	3,807	4,162	4,350	4,751	5,149
特许专营销售	1,249	1,387	1,385	1,550	1,675
直接销售	2,455	2,657	2,855	3,102	3,358
租金收入	88	106	98	88	106
提供餐饮服务	15	13	13	12	11
其他收入及收益	566	709	814	955	1,100
购买存货及存货变动	(2,112)	(2,310)	(2,500)	(2,650)	(2,810)
员工成本	(483)	(573)	(600)	(720)	(800)
折旧及摊销	(254)	(317)	(345)	(410)	(470)
租金开支	(68)	(81)	(93)	(110)	(130)
其他开支	(489)	(494)	(610)	(640)	(710)
经营利润	967	1,095	1,016	1,176	1,329
融资成本	(44)	(56)	(44)	(46)	(49)
分占合营企业亏损	(2)	(4)	(2)	(1)	(2)
税前利润	922	1,035	970	1,129	1,278
所得税开支	(266)	(299)	(279)	(325)	(368)
年度盈利	656	737	692	804	910
非控股权益	(5)	(6)	(8)	(10)	(11)
净利润	651	730	684	794	899

来源：公司及招银国际证券预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产					
厂房和设备	5,805	6,132	6,862	7,885	9,050
预付土地出让金	890	899	966	998	1,100
其他无形资产	44	41	45	46	46
商誉	184	206	207	207	207
合营企业的投资	261	257	260	260	260
可供出售投资	109	146	140	140	140
长期预付款项	166	182	198	210	225
延迟税项资产	55	50	56	62	68
受限资金	0	154	160	175	200
长期定期存款	0	121	0	0	0
其他	0	45	0	0	0
非流动资产总额	7,515	8,235	8,893	9,983	11,296
流动资产					
存货	314	383	435	492	565
应收贸易款项	9	13	15	19	23
预付款项，按金及其他应收款项	264	283	330	410	495
结构性存款	710	1,887	200	100	0
受限资金	0	400	420	435	500
现金及现金等价物	1,539	892	1,439	1,091	563
持有待售资产	31	25	25	0	0
其他	0	14	0	0	0
流动资产总额	2,867	3,897	2,863	2,547	2,146
总资产	10,382	12,132	11,757	12,529	13,441
流动负债					
短期借款	794	941	960	995	1,002
短期融资券	0	930	0	0	0
应付贸易款项	1,111	1,163	1,400	1,510	1,631
其他应付款项及应计费用	2,263	2,229	2,340	2,611	2,954
衍生金融工具	1	0	0	0	0
应付税项	81	78	0	1	0
待售资产相关负责	3	3	3	0	0
流动负债总额	4,253	5,344	4,703	5,117	5,587
非流动负债					
长期借款	655	992	998	998	998
长期应付款项	291	300	306	311	320
延迟税项负债	472	469	499	530	585
非流动负债总额	1,418	1,762	1,803	1,839	1,903
非控股权益	232	230	240	261	281
净资产总额	4,711	5,026	5,250	5,573	5,951
股东权益	4,711	5,026	5,250	5,573	5,951

来源：公司及招银国际证券预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY13E	FY15E	FY16E
经营活动					
经营利润	967	1,095	1,016	1,176	1,329
折旧及分摊	254	317	345	410	470
营运资本变动	425	40	178	235	310
存货变动	143	(68)	(52)	(50)	(65)
应收帐及其他应收款项变动	(3)	18	(50)	(80)	(85)
应付帐及其他应付款项变动	285	90	280	365	460
税务开支	(255)	(304)	(320)	(350)	(410)
其他	(65)	(145)	10	(20)	(40)
经营活动所得现金净额	1,327	1,003	1,229	1,451	1,659
投资活动					
资本开支	(856)	(2,121)	(678)	(120)	(150)
其他	(580)	(293)	(1,833)	1,787	(1,200)
投资活动所得现金净额	(1,436)	(2,414)	(2,511)	1,667	(1,350)
融资活动					
银行贷款变动	508	539	(917)	35	7
股息	(293)	(450)	(380)	(424)	(520)
利息开支	(52)	(51)	(42)	(41)	(39)
发行短期融资券	0	896	0	0	0
其他	(5)	(7)	0	0	0
融资活动所得现金净额	158	928	(1,339)	(430)	(552)
现金增加净额	(928)	(579)	1,557	(329)	(453)
年初现金及现金等价物	1,946	1,026	442	2,019	1,701
外汇差额	8	(6)	20	11	15
年末现金及现金等价物	1,026	442	2,019	1,701	1,263

来源：公司及招银国际证券预测

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合					
特许专营销售	32.8%	33.3%	31.8%	32.6%	32.5%
直接销售	64.5%	63.8%	65.6%	65.3%	65.2%
租金收入	2.3%	2.5%	2.2%	1.8%	2.1%
提供餐饮服务	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
营业利润率	9.8%	9.8%	8.8%	9.3%	9.6%
税前收益率	24.2%	24.9%	22.3%	23.8%	24.8%
净利润率	17.1%	17.5%	15.7%	16.7%	17.5%
有效税率	28.8%	28.8%	28.7%	28.8%	28.8%
增长 (%)					
销售所得款增长	13.4%	12.9%	3.7%	8.9%	9.8%
收入增长	5.7%	9.3%	4.5%	9.2%	8.4%
营业利润增长	16.1%	13.2%	-7.2%	15.7%	13.1%
净利润增长	12.2%	12.1%	-6.4%	16.2%	13.3%
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
总负债/ 权益比率	30.7	57.0	37.3	35.8	33.6
净负债/ 权益比率	净现金	38.6	10.4	17.0	25.3
回报率					
资本回报率	14.5%	15.2%	13.6%	15.0%	15.9%
资产回报率	6.3%	6.0%	5.8%	6.3%	6.7%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.261	0.292	0.274	0.318	0.360
每股股息 (港币)	0.160	0.185	0.160	0.180	0.212
每股账面值 (人民币)	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3

来源：公司及招银国际证券预测

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风险。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国投资者

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。