



银泰商业

资产运作有望释放潜在价值

公司动态 中文摘要

维持推荐

股票代码	01833.HK
最新收盘价	港币 5.95
目标价	港币 7.92
主营行业	零售

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

公司近况

重申“推荐”评级。物业资产运作、减持鄂武商以及 O2O 战略有望释放潜在价值，成为重要股价催化剂。

- ▶ **减持鄂武商有望提升资产回报。**银泰决定减持鄂武商 (000501.CH)，回购公司股票或增加股东分红 (银泰将维持 30~40% 股息支付率)。公司已减持 2.58% 股份，预计收益 1.21 亿元。本次减持后，银泰继续持有鄂武商 20% 股份 (价值约为 19.41 亿元，约占银泰市值的 19%)。公司计划继续减持鄂武商，以提升资产回报和股东价值。
- ▶ **资产运作有望释放物业价值。**银泰自有物业建筑面积达到 147 万平方米，价值约为 220 亿元 (约为银泰目前市值的 2.15 倍)。预计 2015 年银泰将采取售后回租模式，以获得更多现金和释放物业价值。
- ▶ **2015 年 O2O 发展有望加速。**1) 继续深化 O2O。银泰开始在线上展示商品，保证产品以同样的款式和价格销售。2) 2015 年海淘有望成为新的增长引擎。
- ▶ **沪港通受益标的。**银泰是国内领先的百货商店，O2O 潜力好于大部分 A 股同业。银泰目前交易于 8.1 倍 2015 年市盈率，远低于 A 股零售板块的 32.4 倍。沪港通有望提升公司估值。

估值建议

维持推荐评级。上调 2015/16 年盈利预测 10.1% 和 18.4% 至 12.8 亿元和 14.34 亿元。上调目标价 12% 至 7.92 港元 (20 倍 2016 年核心市盈率)。通过 NAV 分析，我们得到公允价值 8.54 港元 (物业折价 50%)。

风险

消费进一步放缓。

本报告是原出版于 2015 年 4 月 2 日英文报告 Intime Retail: Asset operation hopes to unlock potential value 的翻译摘要。

黄垚鑫

分析员
yaoxin.huang@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080514100001
SFC CE Ref: BCC718

郭海燕

分析员
haiyan.guo@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080511080006
SFC CE Ref: AIQ935



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	4,510	4,588	4,919	5,449	营业收入	15.4%	1.7%	7.2%	10.8%
营业成本	-1,554	-1,406	-1,479	-1,593	营业利润	94.1%	-29.2%	0.8%	16.7%
营业利润	2,046	1,448	1,460	1,704	EBITDA	65.7%	-7.7%	6.7%	13.7%
财务费用	-55	-48	-48	-43	净利润	64.0%	-29.7%	14.1%	12.1%
其他利润	311	357	354	324	盈利能力				
利润总额	2,356	1,805	1,814	2,028	毛利率	65.5%	69.4%	69.9%	70.8%
所得税	-642	-641	-490	-547	营业利润率	45.4%	31.6%	29.7%	31.3%
净利润	1,714	1,164	1,324	1,480	EBITDA 利润率	61.8%	56.1%	55.8%	57.3%
少数股东损益	119	42	44	46	净利润率	35.4%	24.4%	26.0%	26.3%
归属母公司净利润	1,595	1,121	1,280	1,434	偿债能力				
EBITDA	2,788	2,574	2,746	3,123	流动比率	0.82	0.89	0.91	0.95
扣非后净利润	767	585	624	674	速动比率	0.77	0.85	0.86	0.89
资产负债表					现金比率	0.18	0.21	0.20	0.23
货币资金	1,739	2,129	1,961	2,388	资产负债率	58.1%	57.6%	56.8%	56.4%
应收账款及票据	440	310	487	628	净债务资本比率	34.0%	11.3%	18.9%	20.5%
存货	484	495	532	590	回报率分析				
其他流动资产	5,359	6,185	6,165	6,146	总资产收益率	7.0%	4.3%	4.5%	4.7%
流动资产合计	8,021	9,119	9,146	9,752	净资产收益率	19.8%	11.5%	11.5%	12.0%
固定资产及在建工程	6,106	5,994	6,980	7,800	每股指标				
无形资产及其他长期资产	9,846	12,680	13,192	13,760	每股净利润 (元)	0.73	0.52	0.59	0.66
非流动资产合计	15,951	18,675	20,171	21,560	每股净资产 (元)	4.08	4.92	5.31	5.74
资产合计	23,973	27,794	29,317	31,312	每股股利 (元)	0.19	0.22	0.25	0.28
短期借款	1,709	1,121	1,121	1,121	每股经营现金流 (元)	0.38	0.46	0.89	1.23
应付账款	1,782	2,080	1,741	1,778	估值分析				
其他流动负债	6,340	6,996	7,172	7,355	市盈率	6.3	9.2	8.1	7.1
流动负债合计	9,832	10,197	10,033	10,254	市净率	1.1	1.0	0.9	0.8
长期借款	3,045	2,220	3,020	3,820	EV/EBITDA	5.1	4.9	5.0	4.5
非流动负债合计	4,106	5,816	6,616	7,416	股息收益率	4.2%	4.7%	5.3%	6.1%
负债合计	13,937	16,013	16,649	17,670					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	8,860	10,695	11,538	12,466					
股东权益合计	8,860	10,695	11,538	12,466					
负债及股东权益合计	23,973	27,794	29,317	31,312					
现金流量表									
税前利润	2,356	1,805	1,814	2,028					
折旧和摊销	552	811	976	1,141					
营运资本变动	-1,741	-1,106	-412	-18					
其他	-336	-508	-436	-489					
经营活动现金流	831	1,002	1,942	2,662					
资本开支	-2,501	-1,903	-1,903	-1,903					
其他	653	625	-570	-627					
投资活动现金流	-1,849	-1,279	-2,473	-2,530					
股权融资	-1,657	0	0	0					
银行借款	2,618	1,042	800	800					
其他	-380	-421	-484	-552					
筹资活动现金流	581	621	316	248					
汇率变动对现金的影响	58	46	46	46					
现金净增加额	-379	391	-168	427					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

银泰是一家以百货零售、购物中心、电子商务为主营业务的多元化大型商业连锁集团。集团主要在中国从事百货店及购物中心经营和管理。集团以「传递新的生活美学」为其理念，一直以年轻和新型家庭为其主要顾客群。集团重点经营时尚百货店，并同时积极开发一应俱全的购物中心、网店及在线线下业务。集团销售定位于提供中高档市场的商品范围，并以提供一流的购物体验为己任。随着销售场地面积增加，集团正逐渐扩大所提供的商品范围及服务，引进高档消费品及奢侈品零售。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
翻译：刘剑
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

