

中国：专营零售

2015年03月04日

投资建议：
持有-超越同业 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**13.1%**

 日期 **2015/03/03**

收盘价	HK\$4.33
十二个月目标价	HK\$4.90
前次目标价	HK\$4.90
香港恒生指数	24,702.8

信息更新：

- ▶ 3月3日莎莎公布2015年1-2月（包括春节期间）香港及澳门销售数据。
- ▶ 春节销售数据平淡，符合本中心预期，但是1-2月销售额正增长将改善投资者情绪。

本中心观点：

- ▶ 我们将评级由“持有-落后同业”调升至“持有-超越同业”，主要因1) 近期股价下滑；2) 1-2月销售数据稳健有望改善近期投资者情绪。

公司简介： 莎莎国际通过自营门店在大中华区和东南亚地区零售、批发化妆品。此外，公司网站 Sasa.com 提供电子商务服务。

股价相对香港恒生指数表现



市值	HK\$12,317.5 百万元
六个月平均日成交量	HK\$13.0 百万元
流通在外股数(百万股)	2,844.7
自由流通股数比例	34.3%
大股东：持股比例	郭氏家族, 65.7%
净负债比率	(40.5%)
每股净值 (2015F)	HK\$0.86 元
市净率 (2015F)	5.03 倍

简明损益表(HK\$百万元)

年初至03月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	8,756	9,078	9,641	10,517
营业利润	1,106	943	1,062	1,217
税后净利润*	935	789	889	1,031
每股收益(元)	0.33	0.28	0.31	0.36
每股收益年增长率(%)	12.8	(15.9)	12.6	16.0
每股股利(元)	0.24	0.24	0.24	0.26
市盈率(倍)	13.1	15.6	13.9	11.9
股利收益率(%)	5.4	5.4	5.4	6.0
净资产收益率(%)	43.5	33.1	34.8	36.7

* 归属股东税后净利润

报告分析师：
朱家杰 CFA

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

莎莎国际 (178 HK)

1-2月销售数据稳健

调升评级至“持有-超越同业”，隐含13%的上涨空间。过去两周莎莎股价已下跌13%，我们认为以下所述的投资者担忧已基本反映于股价。我们保持盈利预估不变，本中心目标价系基于现金流折现估值和市盈率估值混合平均计算得出，隐含2015/16财年预期市盈率17.7/15.7倍。我们预计2014-17财年/2015-17财年每股收益年复合增长率分别为3.2/14.3%。潜在的股价利好包括自由行政策变化较预期温和。

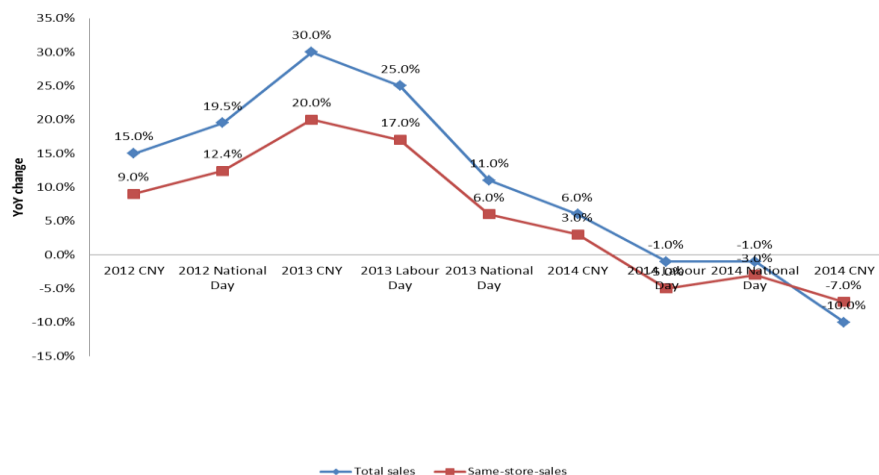
1-2月香港及澳门销售数据正增长：春节期间（2月19-25日）总零售销售额同比下滑10%，主要因大陆游客销售额同比下跌11%。但是，1-2月同店销售额和零售销售额增长率分别同比增长3%/7%，表明2月前两周大陆游客销售额表现强劲。

政策风险上升和3月销售额可能较为平淡是投资者的近期担忧：由于近期沙田、屯门和元朗地区发生抵制大陆水货客的街头抗议，香港政府将与北京当局就有关深圳居民自由行政策的潜在修改展开讨论。鉴于香港及澳门70%以上的总销售额来自大陆游客，潜在的政策变动可能对莎莎业务产生不利影响。大陆游客2月前半月购买力度较大，因此3月销售额可能较为平淡。有鉴于此，我们维持本中心最新预估值不变，即2015财年4季度香港及澳门市场销售额同比相对持平。

分析师声明及重要披露事项请参见附录A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

图 1：2015 年春节前后香港及澳门销售额同比下滑



资料来源：公司资料，元大

图 2：1-2 月大陆游客带来正面销售贡献

同比变动	春节期间（2015 年 2 月 19-25 日）	2015 年 1-2 月
交易数量	5%	23%
每宗交易销售额	-15%	-14%
总计	-11%	6%

资料来源：公司资料，元大

图 3：2015 年 1-2 月香港及澳门市场销售额实现正增长



资料来源：公司资料，元大

图 4：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料，元大

图 5：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料，元大

资产负债表

年初至 03 月 (HK\$ 百万)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	752	989	992	1,150	1,306
存货	1,235	1,373	1,526	1,548	1,657
应收帐款及票据	93	52	98	103	110
其他流动资产	154	198	182	193	210
流动资产	2,234	2,613	2,797	2,994	3,284
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	343	405	485	565	645
什项资产	220	219	219	219	219
其他资产	563	624	704	784	864
资产总额	2,797	3,237	3,501	3,779	4,148
应付帐款及票据	411	392	464	493	527
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	381	466	535	564	610
流动负债	792	857	1,000	1,057	1,138
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	30	55	55	55	55
长期负债	30	55	55	55	55
负债总额	822	912	1,055	1,112	1,193
股本	283	284	284	284	284
资本公积	679	739	739	739	739
保留盈余	1,014	1,302	1,423	1,643	1,932
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	1,975	2,325	2,446	2,667	2,956

资料来源: 公司资料、元大

现金流量表

年初至 03 月 (HK\$ 百万)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	826	935	789	889	1,031
折旧及摊提	173	188	207	227	250
本期营运资金变动	(101)	(76)	(39)	18	(54)
其他营业资产	(51)	(26)	14	(189)	(219)
营运活动之现金流量	846	1,021	971	946	1,009
资本支出	(192)	(268)	(125)	(125)	(125)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	(166)	(350)	0	0	0
投资活动之现金流量	(357)	(618)	(125)	(125)	(125)
股本变动	13	47	0	0	0
本期负债变动	0	0	0	0	0
其他调整数	(522)	(652)	(668)	(654)	(697)
融资活动之现金流量	(509)	(605)	(668)	(654)	(697)
本期产生现金流量	(20)	(202)	178	167	188
自由现金流量	489	403	846	821	884

资料来源: 公司资料、元大

损益表

年初至 03 月 (HK\$ 百万)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	7,670	8,756	9,078	9,641	10,517
销货成本	(4,111)	(4,683)	(5,002)	(5,274)	(5,726)
营业毛利	3,558	4,073	4,076	4,368	4,791
营业费用	(2,632)	(3,069)	(3,268)	(3,447)	(3,723)
营业利润	984	1,106	943	1,062	1,217
利息收入	8	13	15	16	18
利息费用	0	0	(1)	(1)	(1)
利息收入净额	8	12	14	15	17
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	3	7	0	0	0
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	995	1,126	957	1,077	1,250
所得税费用	(169)	(191)	(167)	(189)	(219)
税后净利润	826	935	789	889	1,031
税前息前折旧摊销前净利	1,157	1,294	1,150	1,290	1,468
每股收益 (HK\$)	0.29	0.33	0.28	0.31	0.36
每股收益 - 调整员工分 红 (HK\$)	0.29	0.33	0.28	0.31	0.36

资料来源: 公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 03 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	19.7	14.2	3.7	6.2	9.1
营业利润	18.8	12.5	(14.8)	12.7	14.6
税前息前折旧摊销前净	22.3	11.9	(11.2)	12.2	13.8
税后净利润	19.7	13.3	(15.6)	12.6	16.0
每股收益	19.18	12.76	(15.87)	12.61	16.03
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	46.4	46.5	44.9	45.3	45.6
营业利润率	12.8	12.6	10.4	11.0	11.6
税前息前 折旧摊销前净利率	15.1	14.8	12.7	13.4	14.0
税后净利润率	10.8	10.7	8.7	9.2	9.8
资产报酬率	31.4	31.0	23.4	24.4	26.0
净资产收益率	45.8	43.5	33.1	34.8	36.7
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净现金(负债)权益比(%)	38.1	39.1	37.3	40.1	41.5
利息保障倍数 (倍)	N.A.	3,692.7	1,569.3	1,767.1	2,050.2
利息及短期债	N.A.	3,692.7	1,569.3	1,767.1	2,050.2
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	3,347.8	1,592.2	1,550.8	1,654.2
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	N.A.	3,347.8	1,592.2	1,550.8	1,654.2
流动比率 (倍)	2.8	3.0	2.8	2.8	2.9
速动比率 (倍)	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4
净负债 (HK\$ 百万)	(752)	(989)	(992)	(1,150)	(1,306)
每股净值 (HK\$)	0.70	0.82	0.86	0.94	1.04
评价指标 (倍)					
市盈率	14.8	13.1	15.6	13.9	11.9
股价自由现金流量比	25.0	30.4	14.5	15.0	13.9
市净率	6.2	5.3	5.0	4.6	4.2
股价税前息前折旧摊销 前净利比	10.6	9.5	10.7	9.5	8.4
股价营收比	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源: 公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

莎莎国际 (178 HK) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/06/23	5.17	6.30	6.30	买入	朱家杰
2	2014/08/20	6.26	7.10	7.10	买入	朱家杰
3	2014/10/09	5.20	6.20	6.20	买入	朱家杰
4	2014/11/19	5.56	6.20	6.20	持有-超越同业	朱家杰
5	2015/01/13	5.28	5.90	5.90	持有-超越同业	朱家杰
6	2015/02/16	4.98	4.90	4.90	持有-落后同业	朱家杰

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	200	48%
持有-超越同业	107	26%
持有-落后同业	42	10%
卖出	9	2%
评估中	47	11%
限制评级	8	2%
总计:	413	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀约。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼