

**买入**

2014年8月21日

**借助与阿里巴巴的合作去提升长远竞争优势**

- 受零售环境偏软及 13 年上半年一次性收益影响，14 年上半年净利润倒退 30.7%：**于 2014 年上半年，银泰总销售额同比增长 1.7%到 79 亿元人民币(同下)；同店增长为-2.4%。总体交易量是下跌 2.75%，但均价是持平/略升。联营销售增长 1.4%到 67.6 亿元；联营扣点增加 0.4 个百分点到 17.7%。直销毛利率增加 0.3 个百分点到 16.5%。期内，净利润倒退 30.7%到 5.1 亿元(受 13 年上半年一次性收益的影响)。如扣除一次性收益的影响，核心业务净利润下跌 13.7%到 4.4 亿元。由于零售环境还是偏软，预计全年的同店增长为持平左右。
- 与阿里巴巴的合作：**于今年 3 月底，阿里巴巴策略性入股银泰。根据协议，阿里巴巴将认购 2.2 亿股银泰股票(占扩大后股权的 9.9%)；认购价格为 7.53 港元。同时，阿里巴巴也会认购 37 亿元等值的 CB，转股行使价为 7.91 港元。如阿里巴巴行使转股权，将会额外持有 4.9 亿股银泰股票。这个交易已经在 7 月初完成。由于线下零售环境偏软、线上增长虽然快但竞争也是比较激烈；我们相信行业的前景还是严峻。但我们相信借助阿里巴巴互联网的思想及技术将能大幅提升银泰 O2O 长远的发展及竞争优势。
- 银泰网在稳健发展：**银泰网的销售大概为 4.2 亿元；毛利率继续提升,到 15%。客单价大概在 620 元水平，SKU 达 38 万，有效 UV 转化率为 3.4%。分产品看:名品的销售占比最大,约 39%；其次是特卖品 (21%)及运动品(14%)。
- 下调目标价到 9.03 港元，维持买入评级：**由于线下零售环境还是偏软及电商对行业的冲击比较大，我们把 14 年全年的收入及净利润预测分别下调 10%。同时把公司的目标价下调到 9.03 港元，相对于公司 2014 年每股预测收益的 14 倍。但由于银泰在行业里还是领导者之一、创新能力比较强及借助与阿里巴巴的合作将能提升公司 O2O 长远的发展及竞争优势；我们还是看好公司及维持买入评级。

王柏俊

852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

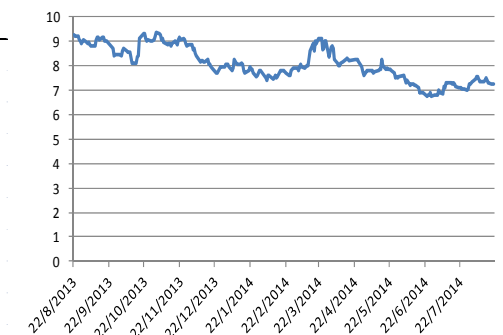
**主要数据**

行业	百货
股价	7.24 港元
目标价	9.03 港元 (+25%)
股票代码	1833
已发行股本	22 亿股
市值	159 亿港元
52 周高/低	9.37/6.65 港元
每股净现值	5.2 港元
主要股东	沈国军 (32.14%) GIC (9.90%) UBS (7.49%)

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (百万人民币)	3,907	4,510	4,933	5,519	6,287
增长 (%)	25.3%	15.4%	9.4%	11.9%	13.9%
经营利润 (百万人民币)	1,295	1,517	1,426	1,523	1,624
增长 (%)	16.7%	17.1%	-6.0%	6.8%	6.6%
净利润 (百万人民币)	972	1,065	1,077	1,181	1,298
增长 (%)	18.4%	9.6%	1.1%	9.6%	9.9%
基本每股收益 (人民币)	0.49	0.53	0.54	0.59	0.64
市盈率 (倍)	11.87	10.92	10.82	9.87	8.98
每股派息 (人民币)	0.19	0.21	0.21	0.23	0.26
息率 (%)	3.3%	3.6%	3.7%	4.1%	4.5%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 借助与阿里巴巴的合作去提升长远竞争优势

### 受零售环境偏软及 13 年上半年一次性收益影响，14 年上半年净利润倒退 30.7%

于 2014 年上半年，银泰总销售额同比增长 1.7%到 79 亿元人民币(同下)；同店增长为-2.4% (如扣除去年黄金珠宝的影响，同店增长为 0.7%)。总体交易量是下跌 2.75%，但均价是持平/略升。联营销售增长 1.4%到 67.6 亿元；联营扣点增加 0.4 个百分点到 17.7%。直营销售下跌 3.3%到 8.9 亿元；直销毛利率增加 0.3 个百分点到 16.5%。直营销售占收入的比例维持在 11.3%水平。营业收入同比增长 3.3%到 23.5 亿元。受偏软零售环境的影响及购物中心占比增加以至部分出租店的销售额被扣除在集团的总销售额的影响，整体费用销售占比提升 2.8 个百分点到 17.2%。其中，租金占比增加 0.7 个百分点到 3.5%；人工费用及折旧占比分别增加 1 个百分点及 0.4 个百分点到 4.8%及 3.1%。我们相人工费用在未来 3 年还是会在双位数的增长，折旧也会受新店的增加而提升。期内，净利润倒退 30.7%到 5.1 亿元(受 13 年上半年一次性收益的影响)。如扣除一次性收益的影响，核心业务净利润下跌 13.7%到 4.4 亿元。每股派息 0.1 元；派息率维持在 40%。

分产品看：运动品的销售增长最快，超过 20%；其次是童装及名品(录得双位数的增长)。销售较弱的包括黄金珠宝(第二季度受去年基数的影响)、男正装及家居用品。

团购卡销售增长 6%到 19.1 亿元。目前，银泰拥有 230 万名 VIP 顾客；他们的销售站集团销售的 50%；VIP 顾客客单价在 838 元左右。

由于零售环境还是偏软，预计全年的同店增长为持平左右。

### 下半年可能新增几家门店

银泰在上半年新增了 4 家门店(达 40 万平方米的面积)，分别是银泰百货临海店(2014 年 4 月)、温岭银泰城(2014 年 4 月)、合肥银泰城(2014 年 4 月)及湖州东吴银泰城(2014 年 5 月)。它们新开后，人流都录得很好的成绩；这些门店的 3 日人流在 25 万-50 万左右。另外，预计银泰在下半年可能会再新增几家门店，增加面积可能达 44.3 万平方米。预计今年新店及半新店的亏损大概为 2.5 亿元左右。

### 与阿里巴巴的合作

于今年 3 月底，阿里巴巴策略性入股银泰。根据协议，阿里巴巴将认购 2.2 亿股银泰股票(占扩大后股权的 9.9%)；认购价格为 7.53 港元。同时，阿里巴巴也会认购 37 亿元等值的 CB，转股行使价为 7.91 港元。如阿里巴巴行使转股权，将会额外持有 4.9 亿股银泰股票。这个交易已经在 7 月初完成。同时，阿里巴巴的 COO，张勇先生，已获委任为银泰公司的非执行董事。由于线下零售环境偏软、线上增长虽然快但竞争也是比较激烈；我们相信行业的前景还是严峻。但我们相信借助阿里巴巴互联网的思想及技术将能大幅提升银泰 O2O 长远的发展及竞争优势。

### 银泰网在稳健发展

银泰网的销售大概为 4.2 亿元；毛利率继续提升，到 15%。客单价大概在 620 元水平，SKU 达 38 万，有效 UV 转化率为 3.4%。分产品看：名品的销售占比最大，约 39%；其次是特卖品(21%)及运动品(14%)。

### 下调目标价到 9.03 港元，维持买入评级

由于线下零售环境还是偏软及电商对行业的冲击比较大，我们把 14 年全年的收入及净利润预测分别下调 10%。同时把公司的目标价下调到 9.03 港元，相对于公司 2014 年每股预测收益的 14 倍。但由于银泰在行业里还是领导者之一、创新能力比较强及借助与阿里巴巴的合作将能提升公司 O2O 长远的发展及竞争优势；我们还是看好公司及维持买入评级。

### 重要风险

我们认为以下是一些比较重要的风险：1) 经济不明朗导致消费减少、2) 受电商的冲击和 3) 行业供应过快。

## 附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>											
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	3,907	4,510	4,933	5,519	6,287	盈利能力					
毛利	2,670	2,956	3,219	3,550	3,986	直营毛利率 (%)	15.7%	14.1%	15.2%	15.4%	15.4%
其他业务收入	557	720	635	667	700	经营收入 (%)	33.2%	33.6%	28.9%	27.6%	25.8%
销售及管理费用	(2,174)	(2,387)	(2,724)	(2,989)	(3,358)	净利率 (%)	24.9%	23.6%	21.8%	21.4%	20.6%
营运收入	1,295	1,517	1,426	1,523	1,624	营运表现					
净财务收入 (开支)	(177)	(184)	(178)	(193)	(204)	SG&A/收入 (%)	55.6%	52.9%	55.2%	54.2%	53.4%
联营公司	245	275	344	344	344	实际税率 (%)	22.7%	27.7%	25.0%	25.0%	25.0%
税前盈利	1,320	1,571	1,531	1,669	1,825	股息支付率 (%)	38.9%	39.6%	40.0%	40.0%	0.0%
所得税	(300)	(435)	(383)	(417)	(456)	库存周转天数	81.1	79.3	77.7	76.0	76.0
少数股东应占利润	47.9	71.2	71.2	71.2	71.2	应付账款天数	66.5	59.6	48.0	46.9	46.6
净利润	972	1,065	1,077	1,181	1,298	应收账款天数	56.2	60.8	52.1	52.1	52.1
折旧及摊销	382	453	514	568	638	财务状况					
EBITDA	1,677	1,969	1,940	2,091	2,262	净总负债/股本	0.33	0.33	0.29	0.23	0.17
增长						收入/总资产	0.18	0.20	0.21	0.22	0.24
总收入 (%)	25.3%	15.4%	9.4%	11.9%	13.9%	总资产/股本	2.60	2.51	2.44	2.38	2.33
EBITDA (%)	20.5%	17.4%	-1.5%	7.8%	8.2%	盈利对利息倍数	7.30	8.24	7.99	7.91	7.95
净利润 (%)	18.4%	9.6%	1.1%	9.6%	9.9%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 预测	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	2,117	1,739	2,214	2,930	3,871	除税前溢利	1,320.3	1,571.5	1,530.7	1,669.1	1,825.3
应收账款及其他	817	395	395	395	395	调整	617.7	476.9	680.2	726.1	788.5
存货	361	484	484	484	484	营运资金变动	263.7	(294.5)	95.9	196.8	255.9
其他流动资产	4,781	5,147	5,147	5,147	5,147	营运现金	2,201.7	1,753.9	2,306.7	2,592.1	2,869.8
总流动资产	8,077	7,765	8,241	8,956	9,897	支付利息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4,276	5,748	6,734	7,666	8,529	支付所得税	(300.1)	(435.1)	(382.7)	(417.3)	(456.3)
无形资产	683	681	681	681	681	经营活动现金流	1,901.6	1,318.8	1,924.1	2,174.8	2,413.5
其他	8,258	8,363	8,019	7,682	7,353	资本开支	(1,030.0)	(1,746.4)	(1,322.0)	(1,322.0)	(1,322.0)
总资产	21,294	22,556	23,674	24,985	26,460	其他投资活动	457.0	(125.0)	0.0	0.0	0.0
应付帐款、应付票据	2,376	1,782	1,878	2,075	2,331	投资活动现金流	(573.0)	(1,871.4)	(1,322.0)	(1,322.0)	(1,322.0)
短期银行贷款	1,151	1,709	1,709	1,709	1,709	负债变化	0.0	797.3	(22.3)	334.9	368.5
其他短期负债	7,121	6,276	6,276	6,276	6,276	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总短期负债	10,648	9,767	9,863	10,060	10,316	其他融资活动	189.0	(421.6)	(430.7)	(472.3)	(519.1)
长期银行贷款	1,012	3,045	3,349	3,684	4,053	融资活动现金流	189.0	375.7	(453.0)	(137.4)	(150.6)
其他负债	1,459	741	741	741	741	现金变动	457.8	(176.9)	149.1	715.5	940.9
总负债	13,119	13,553	13,953	14,485	15,110	汇兑损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东权益	913	1,023	1,094	1,165	1,237	期初持有现金	1,784.4	2,242.2	2,065.3	2,214.4	2,929.9
股东权益	8,175	9,003	9,721	10,500	11,350	期末持有现金	2,242.2	2,065.3	2,214.4	2,929.9	3,870.8

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。