

卖出

2014年6月30日

低价产品热销拖累毛利率，销售疲弱加重负面经济杠杆效应，调降评级至卖出

- **14 财年业绩符合预期：**公司 14 财年销售收入录得 14.2% 的增幅至 87.6 亿港元，净利润则同比增 13.3% 至 9.35 亿元。期内，公司港澳区的同店增速为 12.8%，其中客单价及交易宗数的升幅分别为 4.1% 及 13.1%。
- **最新销售情况：**4 月日-6 月 21 日公司于港澳区的同店增速仅为 1.5%（主要是基于去年同期基数较高，6 月下旬有见同店好转迹象），中国地区则倒退 8.3%。4、5 月的单张量仍有 12% 的增幅，其中大陆游客的单张量增幅达 19%，唯客单价的下跌较明显，主要是受制于低价产品的热销。
- **租金升幅放缓，但料增速仍将快于同店增速：**香港今年预计至少新增 4-5 间门店，旅游旺区的租金升幅压力仍较大，但有商议空间；住宅区的租金商议空间较大。目前已续约租金的升幅为 24.7%（去年全年为 43.7%），但我们预计租金升幅仍快于同店增速，导致负面经济杠杆效应。
- **独家品牌比重升幅减缓，低价产品热销拖累毛利率：**目前独家品牌占销售比重为 44.2%（去年同期为 42.5%），但比重升幅由上半年的 2.1 个百分点下降至下半年的 1.3 个百分点。受制于目前低价产品的热销（韩国品牌热销，单价低于欧美品牌），料独家品牌的销售增速及比重升幅将有所放缓，从而拖累毛利率（自有品牌的毛利率较高）。我们预计上半年的毛利率将同比有 2 个百分点的下滑，下半年基于同期基数较低，预计同比跌幅可缩窄至 1 个百分点。料全年毛利率将有 1.3 个百分点的下降。
- **中国区的亏损幅度有望缩减：**公司去年新增 10 间小型店铺（平均 1000 尺），其中 6 间已盈利，2 间收支平衡，2 间亏损，销售情况优于早前大店业态（3000-4000 尺）。预计今年内仍将有 15-20 间的大店关闭，料今年的亏损有望缩减，但达盈亏平衡仍需时间。
- **目标价 4.5 港元，调降评级至卖出：**基于自由行政策的打压，客单价下滑拖累毛利率，销售疲弱导致负面经济杠杆效应。我们分别调降公司 15-16 财年的每股盈利 6.9% 及 7.9%，预计 15 财年的盈利将有单位数倒退。我们调降公司目标价至 4.5 港元，相当于 15 财年 15 倍市盈率，较前日收市价有 15.8% 下降空间，调降评级至卖出。

程成

852-25321960

Tracy.cheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

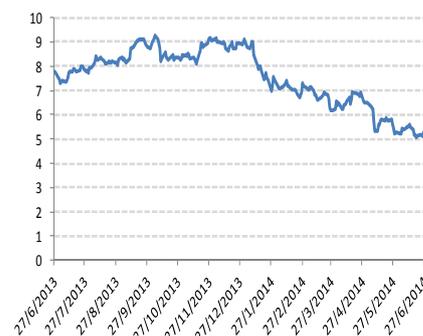
行业	香港零售
股价	5.35 港元
目标价	4.5 港元 (-15.8%)
股票代码	178
已发行股本	28.43 亿股
市值	152.11 亿港元
52 周高/低	9.31/5.03 港元
每股净现值	0.82 港元
主要股东	Sunrise Height Incorporated (49.01%)

盈利摘要

截止3月31日财政年度	2013历史	2014历史	2015预测	2016预测	2017预测
收入(百万 港币)	7,669.8	8,756.1	9,572.2	10,618.3	11,738.9
变动(%)	19.7%	14.2%	9.3%	10.9%	10.6%
净利润(百万 港币)	825.6	935.2	864.7	952	1113
基本每股收益(港仙)	29.26	33.00	30.51	33.58	39.27
变动(%)	19.2%	12.8%	-7.5%	10.1%	16.9%
市盈率(倍)	18.3	16.2	17.5	15.9	13.6
每股派息(港仙)	21.05	23.57	21.66	23.84	27.88
息率(%)	3.9%	4.4%	4.0%	4.5%	5.2%

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

损益表

<港币> <百万>, 财务年度截至<3月31日>

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	7,669.8	8,756.1	9,572.2	10,618.3	11,738.9
其他收入	57.8	102.9	123.5	148.2	177.9
毛利	3,558.3	4,073.0	4,326.8	4,821.5	5,365.2
销售及管理费用	2,632.3	3,069.4	3,426.9	3,843.8	4,226.0
其他收益	3.3	7.0	7.4	7.7	8.1
营运收入	987.2	1,113.5	1,030.9	1,133.7	1,325.2
财务收入	7.5	12.5	10.9	13.1	15.7
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	994.7	1,126.0	1,041.8	1,146.8	1,340.9
所得税	169.0	190.7	177.1	194.9	227.9
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	825.6	935.2	864.7	951.8	1,112.9
折旧及摊销	172.6	188.0	179.9	184.2	187.1
EBITDA	1,167.3	1,313.9	1,221.7	1,330.9	1,528.0
增长					
总收入 (%)	19.7%	14.2%	9.3%	10.9%	10.6%
EBITDA (%)	22.6%	12.6%	-7.0%	8.9%	14.8%
净利润 (%)	19.7%	13.3%	-7.5%	10.1%	16.9%

资产负债表

<港币> <百万>, 财务年度截至<3月31日>

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	543.0	418.8	443.6	561.5	707.4
应收账款	93.0	52.1	106.5	69.5	125.1
存货	1,235.0	1,373.2	1,673.4	1,693.5	2,008.5
其他流动资产	363.2	768.8	861.4	966.0	1,086.4
总流动资产	2,234.1	2,612.9	3,084.9	3,290.5	3,927.4
固定资产	343.2	405.4	419.9	429.8	436.6
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	220.0	219.1	241.0	265.1	291.6
总资产	2,797.2	3,237.4	3,745.7	3,985.3	4,655.6
应付股息及所得税	63.3	83.9	83.9	83.9	83.9
应付帐款、应付票据	411.2	391.6	614.4	497.3	725.0
短期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应付帐款	317.3	381.8	412.0	445.2	481.7
总短期负债	791.8	857.3	1,110.3	1,026.4	1,290.6
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延税项负债	1.5	0.3	0.3	0.3	0.3
其他长期负债	28.5	54.7	60.2	66.2	72.8
总负债	821.8	912.3	1,170.8	1,092.9	1,363.8
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	1,975.5	2,325.1	2,574.9	2,892.4	3,291.8

财务分析

<港币> <百万>, 财务年度截至<3月31日>

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
盈利能力					
综合毛利率 (%)	46.4%	46.5%	45.2%	45.4%	45.7%
经营利润率 (%)	12.9%	12.7%	10.8%	10.7%	11.3%
EBITDA率 (%)	15.2%	15.0%	12.8%	12.5%	13.0%
净利率 (%)	10.8%	10.7%	9.0%	9.0%	9.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	34.3%	35.1%	35.8%	36.2%	36.0%
实际税率 (%)	17.0%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
股息支付率 (%)	71.9%	71.4%	71.0%	71.0%	71.0%
库存周转	108	102	106	106	106
应付账款天数	38	31	35	35	35
应收账款天数	4	3	3	3	3
财务状况					
净负债/股本	0.29	0.28	0.31	0.27	0.29
收入/总资产	2.74	2.70	2.56	2.66	2.52
总资产/权益	1.42	1.39	1.45	1.38	1.41

现金流量表

<港币> <百万>, 财务年度截至<3月31日>

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
年度利润	825.6	935.2	864.7	951.8	1,112.9
调整项	367.8	385.0	340.8	360.9	394.6
营运资金变化	-170.5	-150.4	-131.6	-102.8	-151.1
所得税及其他	-176.7	-190.7	-177.1	-194.9	-227.9
营运现金流	846.2	979.1	896.7	1,015.0	1,128.5
资本开支	-191.8	-267.8	-200.0	-200.0	-200.0
其他投资活动	-165.5	-361.5	-57.1	-62.8	-69.0
投资活动现金流	-357.3	-629.3	-257.1	-262.8	-269.0
负债变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本变化	13.3	1.6	0.0	0.0	0.0
股息	-522.4	-651.8	-614.9	-634.3	-713.5
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	-509.0	-650.2	-614.9	-634.3	-713.5
现金变化	-20.1	-124.2	24.8	117.9	145.9
汇率变化	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	563.0	543.0	418.8	443.6	561.5
期末持有现金	543.0	418.8	443.6	561.5	707.4

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”)编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的内容、资料、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向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖报告中的任何内容作出任何投资决定。此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。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠,但第一上海不能担保其准确性或完整性,而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的任何内容或材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。