



Promising E-Commerce Business, "Accumulate"

电子商务业务值得期待, "收集"

- **Intime showed a sign of recovering.** In 1Q15, total GSP increased by 5.3% YoY to RMB 4,221 million and SSSG rebounded to 1.3% from -3.3% in 2014. Total rental income surged to RMB 103 million in 1Q15, up 113.7% YoY, mainly due to the new opening of shopping malls. Despite the still depressed operating environment, Intime recorded a decent first quarter results. We expect the net income to increase to RMB 1,134 million and RMB 1,141 million in 2015-2016, respectively.
- **E-Commerce is expected to be a new growth engine.** Intime is introducing and selling the products of its flagship Wulin Store to its own online platform Yintai.com. The Company also launched its cross-border E-commerce Haitaoguan, which recorded sales growth of 200% MoM in April. The management guided O2O sales to increase to 20% of total GSP in 2-3 years. Mr. Zhang Yong, CEO of Alibaba, has been elected as new chairman of the board. Alibaba is expected to exchange its convertible bonds into shares and become the controlling shareholder this year. The Company's E-Commerce business is estimated to be further strengthened and there exists the possibility that Alibaba injects its department store related assets into Intime.
- **We set the investment rating as "Accumulate" with TP of HK\$ 13.97.** We expect 2015-2017 basic EPS to be RMB 0.518, 0.522 and 0.531, respectively. We are optimistic of Intime's E-Commerce business and deep cooperation with Alibaba. TP represents 25.0x diluted 2015 PER, 24.8x diluted 2016 PER and 24.4x diluted 2017 PER.
- **银泰商业显示复苏迹象。**2015年第一季度总销售额同比上升5.3%至人民币4,221百万元, 同店销售增长从2014年-3.3%回升到1.3%。第一季度总租金收入达人民币103百万元, 同比跃升113.7%, 主要由新增购物中心所致。尽管经营环境仍显低迷, 银泰在第一季度录得了一个不错的业绩。我们预期公司2015-2016年净利润会分别增长至人民币1,134百万元及1,141百万元。
- **电子商务预计将成为新的增长引擎。**银泰正在将自己旗舰店武林店内的商品上翻至公司电商平台银泰网进行销售。公司推出跨境电商海淘馆, 其在四月录得200%的月环比销售增长。管理层给出了在2-3年内O2O业务占总销售额20%的指引。阿里巴巴首席执行官张勇先生被选为公司董事会新任主席。我们预期阿里巴巴将会在今年将可转债兑换成普通股并成为公司控股股东。公司的电子商务业务预计将得到进一步增强, 同时也存在着阿里巴巴将自身百货相关的资产注入银泰的可能性。
- **我们设定投资评级为“收集”, 目标价13.97港元, 我们预计2015-2017每股基本盈利为0.518, 0.522及0.531人民币。**公司的电子商务业务值得看好, 并且我们期待公司与阿里巴巴的深度合作。目标价相当于公司25.0倍2015年摊薄市盈率、24.8倍2016年摊薄市盈率和24.4倍2017年摊薄市盈率。

Rating:

Accumulate

评级:

收集

6-18m TP 目标价:

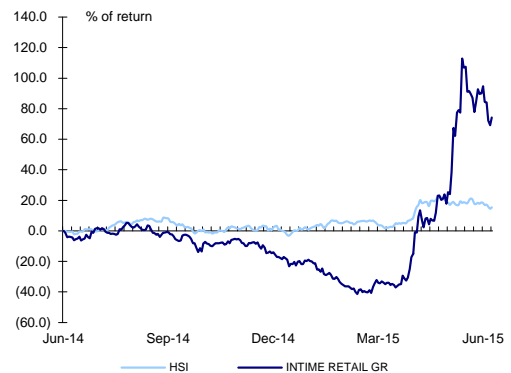
HK\$13.97

Share price 股价:

HK\$12.440

Stock performance

股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1个月	3 M 3个月	1 Y 1年
Abs. % 绝对变动 %	(2.5)	162.4	73.0
Rel. % to HS index 相对恒指变动 %	(0.6)	147.9	56.0
Avg. share price(HK\$) 平均股价(港元)	13.4	9.4	7.0

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结 12/31	Turnover 收入 (RMB m)	Net Profit 股东净利 (RMB m)	Basic EPS 每股净利 (RMB)	EPS 每股净利变动 (Δ%)	PER 市盈率 (x)	BPS 每股净资产 (RMB)	PBR 市净率 (x)	DPS 每股股息 (RMB)	Yield 股息率 (%)	ROE 净资产收益率 (%)
FY13A	4,510	1,595	0.794	62.7	12.2	4.414	2.2	0.210	2.2	19.8
FY14A	5,251	1,121	0.534	(32.8)	18.2	5.088	1.9	0.230	2.4	11.5
FY15F	5,421	1,134	0.518	(2.9)	19.0	6.408	1.5	0.207	2.1	9.2
FY16F	6,021	1,141	0.522	0.6	18.8	6.734	1.5	0.209	2.1	7.9
FY17F	6,491	1,162	0.531	1.8	18.5	7.048	1.4	0.212	2.2	7.7

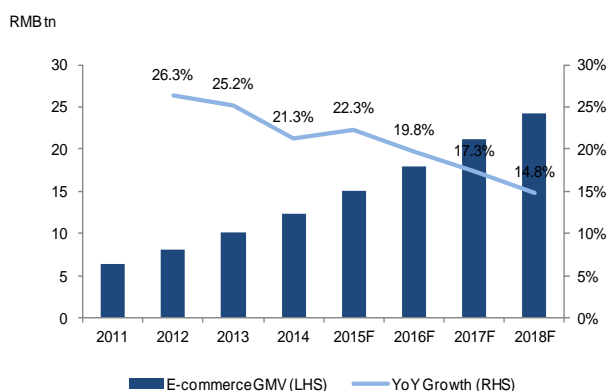
Shares in issue (m) 总股数 (m)	2,187.5	Major shareholder 大股东	Shen Guojun 30.0%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	27,212.3	Free float (%) 自由流通比率 (%)	56.7
3 month average vol. 3个月平均成交股数 ('000)	33,708.4	FY15 Net gearing (%) 15年净负债/股东资金 (%)	14.8
52 Weeks high/low (HK\$) 52周高/低	17.240 / 4.200	FY15 Est. NAV (HK\$) FY15年每股估值 (港元)	14.0

Source: the Company, Guotai Junan International.

电子商务业务

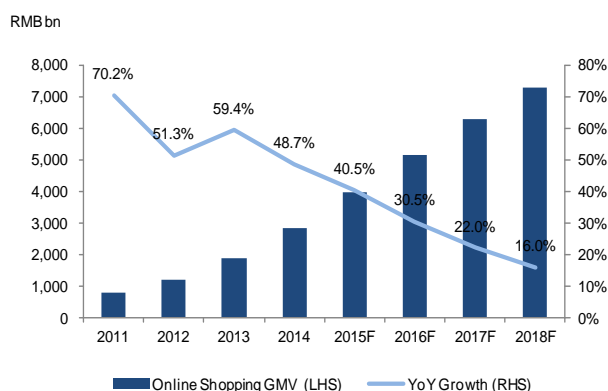
银泰商业电商开发历史较其同业悠久。根据艾瑞咨询数据，近几年中国网上购物商品交易总额快速增长，预计将于 2015 达到人民币 3.955 万亿元，同比增长 40.5%。2015 年首 5 月，网上购物销售额跃升至人民币 1.336 万亿元，同比增长 39.3%，约占社会消费品销售总额的 9.5%，这表明了网购市场庞大。早在 2009 年银泰就已经推出了自身的网上电商平台银泰网，通过销售名品定位年轻消费群。经过数年的经营及摸索，银泰网于 2014 年录得约人民币 8.0 亿元的销售总额。随着智能手机用户增长以及 4G 网络普及，移动端销售比例正在扩大。2014 年移动活跃用户数同比攀升 43%，客单价上涨 16%。管理层表示 2014 年移动端销售贡献了 25% 的网上商品交易总额，并预计将于年底达 50%。

图-1：中国电子商务商品交易总额与同比增长



资料来源：艾瑞咨询。

图-2：中国网上购物商品交易总额与同比增长

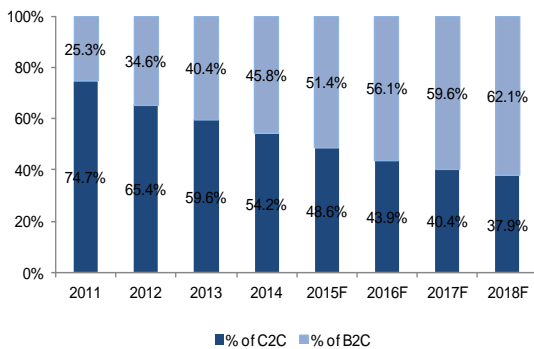


资料来源：艾瑞咨询。

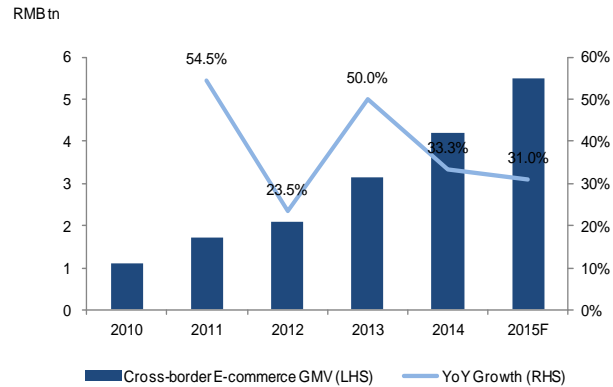
线下至线上进程正在进行。银泰正在将自身线下旗舰店武林店的商品上翻至银泰网。该进程始于 2014 年第 4 季度并且引入了订单处理控制系统。该系统可自动进行网上订单受理。公司下一步计划向其他渠道开放应用程序接口，扣点也会根据订单对应门店的不同而有所不同。目前银泰网已经推出武林店 760 个品牌中的 70 个，并自 3 月起接受订单。银泰执行线上线下同价同款战略，并未在自身的电商平台上提供打折或者自有品牌产品。

喵街 5 月上线。喵街手机应用由银泰与阿里巴巴 (BABA US) 的合资公司 (银泰：19.9%；阿里巴巴：80.1%) 开发，当用户靠近指定购物中心或者百货店时，该应用会为用户提供指引、信息以及优惠券。这些优惠券可由商家根据实时客流量推出，目前大部分为餐厅提供的优惠券。喵街的设计为开放平台，允许所有商铺加入。目前已有 4 个购物中心加入该平台，管理层的目标是年底达到 200 家。然而，银泰并不能获得自身商铺以外的数据。

跨境电商市场潜力巨大。根据中国电子商务研究中心数据，2014 年中国跨境电商交易总额为人民币 4.20 万亿元，同比增长 33.3%，跨境 B2C 占总额的 6.5%，约为人民币 2,730 亿元。此外，国务院颁布了包括宽松发展环境、减轻税负在内的一系列政策来推广支持跨境电商。因此，我们认为未来跨境电商市场庞大并且极富潜力。公司于 11 月 14 日开始运营海淘馆并于 2015 年 5 月推出手机应用海淘馆。受惠于跨境电商的低税率，海淘馆的销售价相对市场价可享最高达 50% 的差价。海淘馆 3 月份实现人民币 330 万元的销售，商品交易总额继续在 4 月录得 200% 的月环比增长。

图-3: B2C、C2C 占中国网上购物商品交易总额百分比


资料来源: 艾瑞咨询。

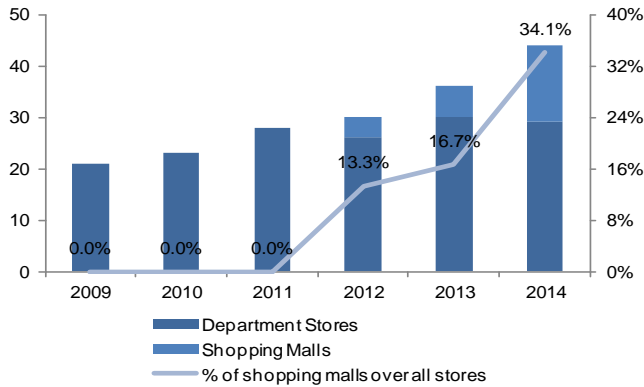
图-4: 中国跨境电子商务商品交易总额与同比增长


资料来源: 中国电子商务研究中心。

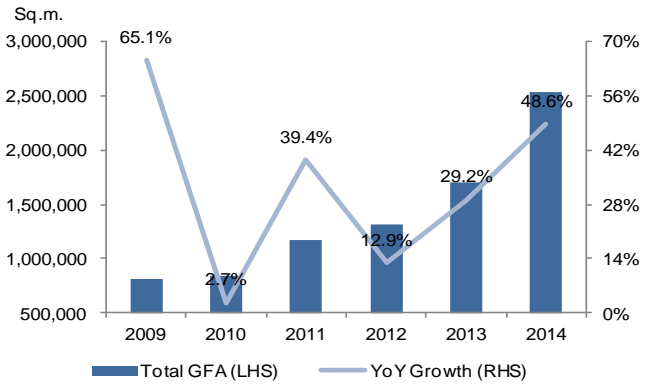
财务分析

购物中心平台成为百货行业新主流零售渠道。受行业外部快速发展的电商与行业内部过度竞争及同质化经营影响, 传统百货经过数年快速发展后处正在腹背受敌的状态中, 急需寻找新出路; 而购物中心则成为选择之一。基本上购物中心的建筑面积大过传统百货店, 平均建筑面积为 80,000 平方米, 包括购物、餐饮、娱乐以及其他设施, 可以满足体验消费的需求。然而, 购物中心的经营面积则相对百货店要低, 因此造成毛利率较低。此外, 还需要更长的时间来收窄新店亏损并达到收支平衡。

2015 年银泰计划放慢扩张速度。2013 年公司新开 6 家门店, 2014 年新开 9 家, 扩张速度为历史最快。然而, 管理层表示公司 2015 年计划新开 2 家门店。新开门店中, 10 家位于浙江省, 陕西、河北、安徽、湖北、广西各一家。值得一提的是, 15 家新增门店中的 11 家为购物中心, 平均建筑面积约为 98,000 平方米, 证明了银泰坚持发展大型购物中心而非传统百货的战略。2014 年这些新增门店录得 3.2 亿元的亏损, 管理层指引 2015 年亏损将增至 3.5 亿元。武汉银泰城已于 5 月开业, 公司计划在 2015 年下半年新开另一家门店。

图-5: 银泰门店数


资料来源: 公司。

图-6: 银泰总建筑面积与同比增长


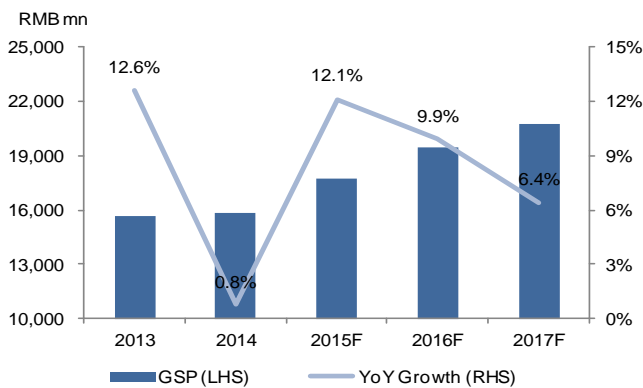
资料来源: 公司。

表-1: 新店开业计划

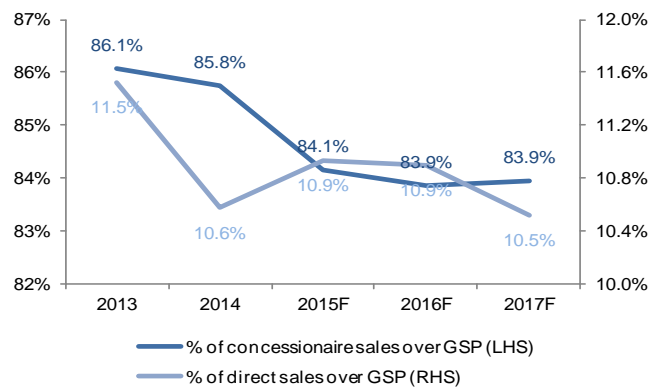
省份	地点/项目	租赁/自有	权益%	总建筑面积 (平方米)	预计开业日期
安徽	芜湖银泰城	自有	43%	160,000	2015年5月开业
浙江	宁波罗蒙银泰城	自有	100%	160,000	2H15
湖北	荆门银泰城	租赁	70%	80,000	2016
湖北	孝感银泰城	租赁	100%	80,000	2016
浙江	温州大西洋银泰城	租赁	100%	120,000	2016
浙江	下沙银泰城	租赁	100%	64,000	2016
陕西	宝鸡银泰城	租赁	70%	100,000	2016
安徽	亳州华伦店	自有	29%	40,000	待定
安徽	蚌埠银泰城	租赁	100%	150,000	待定

资料来源: 公司。

我们预计 2015 年总销售额将同比上涨 12.1%。银泰 2014 年总销售额达人民币 15,814 百万元，同比增长 0.8%，2014 年联营销售额为人民币 13,504 百万元，同比增长 0.4%；直营销售额为人民币 1,672 百万元，同比下滑 7.6%。2015 年第一季度录得人民币 4,221 百万元总销售额，同比攀升 5.3%。另一方面，总租金收入由 2013 年的人民币 350 百万元跃升至 2014 年的人民币 544 百万元，同比上涨 55.2%。2015 年第一季度租金收入继续同比飞涨 113.7%。增长主要是由于可租用面积使用效率提高以及 2014 年新增购物中心增大了可租用面积。

图-7: 银泰总销售额与同比增长


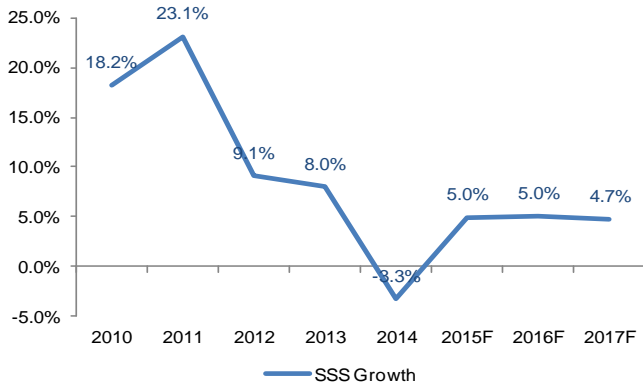
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-8: 联营销售及直营销售占银泰总销售额比


资料来源: 公司、国泰君安国际。

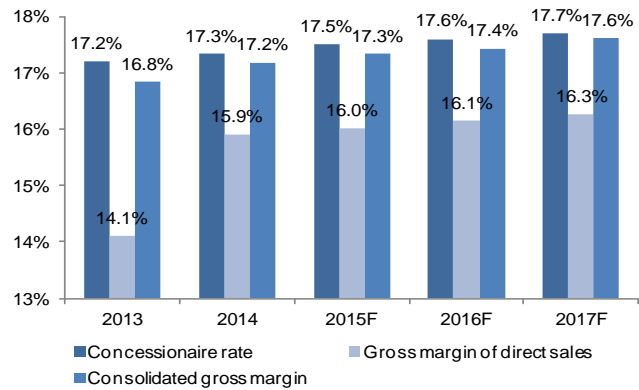
同店销售增长预计将于 2015 年回升。因中国宏观经济以及社会消费品零售总额低迷，银泰同店销售增长于 2014 年下滑 3.3%。此外，移动网络的兴起以及电商的发展对传统零售业态产生巨大影响，带走了线下客流量。然而，尽管经营环境仍然萧条，我们欣然发现公司第 1 季度录得 1.3% 的正同店销售增长。由于门店管理改善以及杭州西湖银泰城改造的完成，我们认为银泰将实现 5% 的全年同店销售增长。

图-9: 银泰同店销售增长



资料来源: 公司、国泰君安国际。

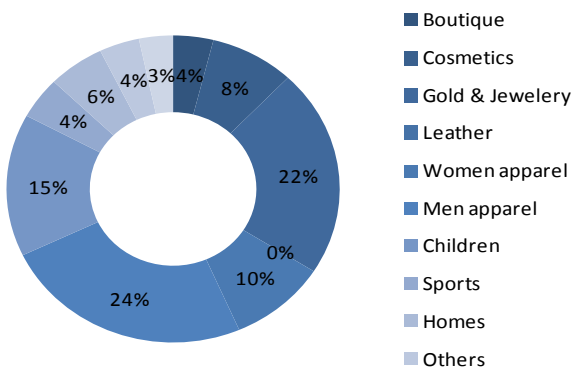
图-10: 银泰联营毛利率与直营毛利率



资料来源: 公司、国泰君安国际。

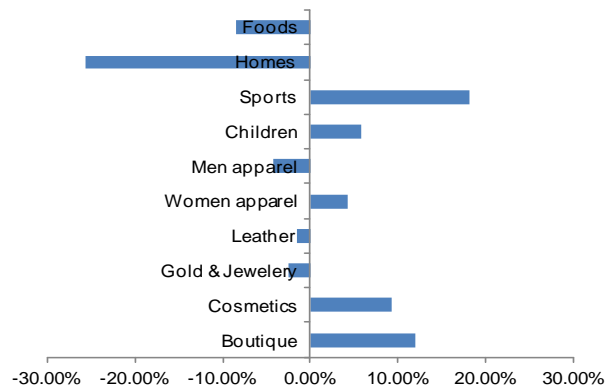
2015 年佣金率将得到支持。2014 年联营与直营销售综合商品利润率上涨 0.3 个百分点至 17.2% (联营毛利率上涨 0.1 个百分点至 17.3%，直营毛利率增长 1.8 个百分点至 15.7%)。利润率改善主要是由于降低了供应代理商级别以及减少了促销频率。同时，高利润率商品如名品、化妆品、女装的销售增长，而低利润率商品如家电的销售下降。管理层致力于增强商品组合，因此我们认为 2015 年综合毛利率将得到支持。

图-11: 2014 年银泰按产品分类总销售额



资料来源: 公司。

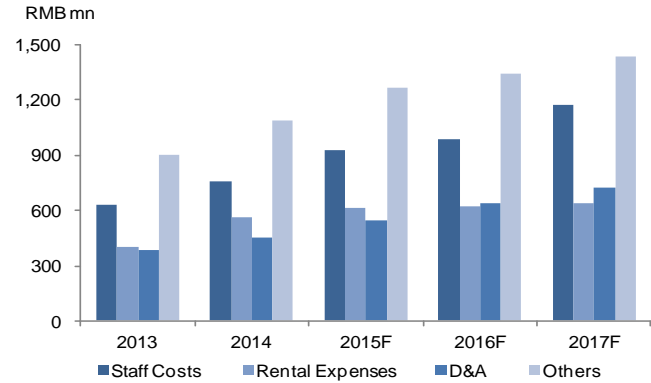
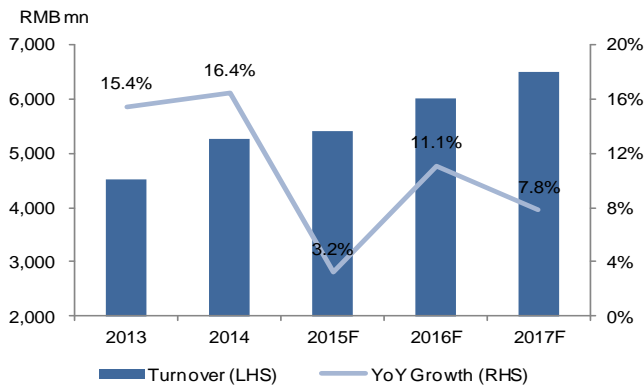
图-12: 2014 年银泰按产品分类总销售额同比增长



资料来源: 公司。

我们预计 2015-2017 年收入将增长至人民币 5,421/6,021/6,491 百万元，年复合增长率为 9.4%。2014 年占总收入多数的联营销售贡献为 48.2%，直营销售为 35.8%，租金收入为 10.4%。由于近几年公司的门店组合中加入了诸多的购物中心，因此租金收入大幅上涨。我们预计租金收入的份额将继续上涨并于 2015 年达到 15.7%。

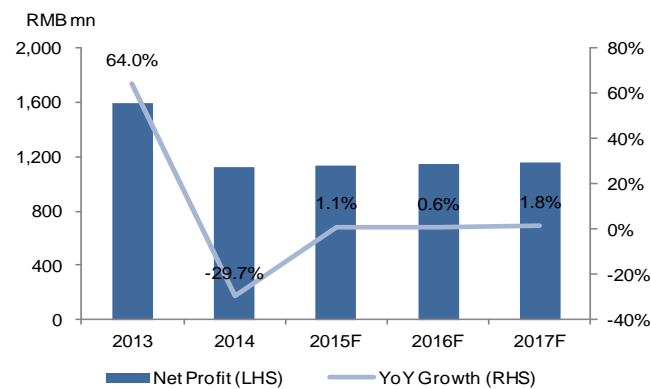
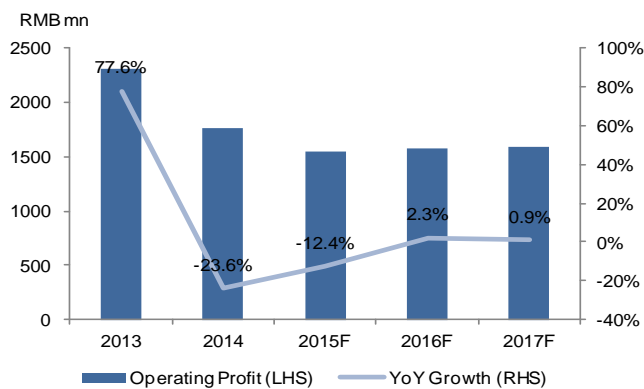
我们预计 2015-2017 年销售与一般管理费用将分别增至人民币 3,353/3,539/3,975 百万元。人工成本占全部销售与一般管理费用较大的一部分，该成本对零售商来说至关重要。因新增百货与购物中心的扩张以及人均薪资上涨，人工成本同比增长 20.6% 至人民币 759 百万元，占总收入的 14.5%。我们预计该比例将于 2017 年增加至 18%。2014 年租金占收入比率为 10.7%，同比增长 1.8 个百分点。因公司新增的自有物业，我们认为该比率将在 2015 年延续。

图-13: 银泰收入与同比增长
图-14: 银泰销售与一般管理费用


资料来源：公司、国泰君安国际。

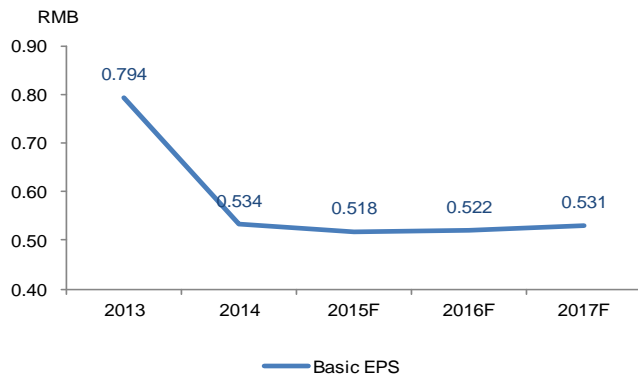
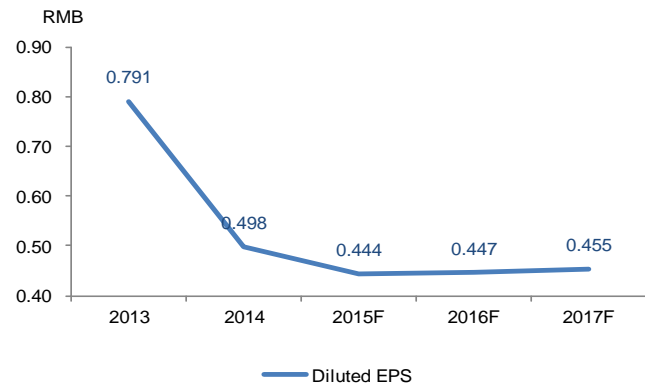
资料来源：公司、国泰君安国际。

2015-2017 年每股基本盈利预计分别为人民币 0.518、0.522 与 0.531 元。公司面临着销售与一般管理费用上涨的压力，2015-2017 年经营利润率预计分别为 28.4%、26.2% 及 24.5%。我们预计 2015-2017 年净利率分别为 20.9%、18.9%、17.9%，净利将分别达到人民币 1,134/1,141/1,162 百万元，相当于 0.444/0.447/0.455 的 2015-2017 年摊薄市盈率。

图-15: 银泰经营利润与同比增长
图-16: 银泰净利与同比增长


资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

图-17: 银泰基本市盈率

图-18: 银泰摊薄市盈率


资料来源: 公司、国泰君安国际。

资料来源: 公司、国泰君安国际。

未来战略

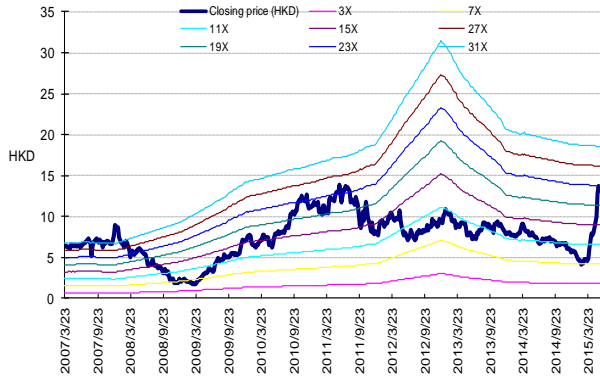
预计公司未来将继续全渠道销售策略。2014年合计网上业务销售额为人民币15.7亿元,同比上涨33.1%,约占总销售额的10%。在近几年网上购物迅速发展的背景下,我们认为全渠道销售策略是传统百货公司正确的生存途径。公司首席执行官陈晓东先生将未来2-3年O2O销售占总销售额比的目标设为20%。

预计阿里巴巴将成为银泰的控股股东。在2015年6月5日召开的股东大会中,董事会前任主席、银泰创始人及控股股东沈国军先生没有寻求连任。阿里巴巴新任首席执行官张勇先生任命为董事会主席。不久以前,公司董事会通过了管理层激励计划。计划包含将沈先生6,000万股对应约2.73%的股权以8.70港元的价格转让给陈晓东先生。因此,沈先生的股权下降至约30.2%。另一方面,在可转债完成转股之后,阿里巴巴的股权将从目前的10.1%增至约26.5%,沈先生的股权将进一步下滑至24.7%,移交出控股地位。阿里巴巴成为控制股东后,存在阿里巴巴把自身百货及购物中心相关资产注入银泰并将银泰转为阿里帝国线下市场中重要堡垒的可能性。

估值

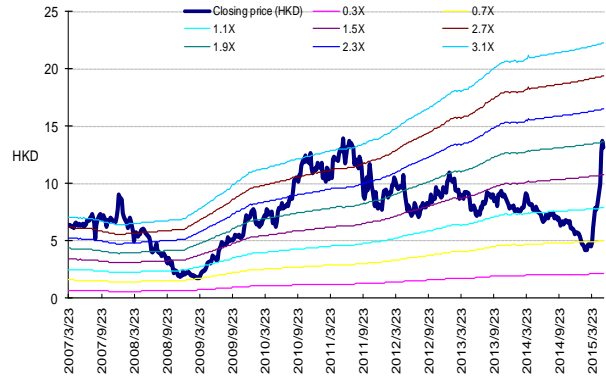
设定目标价为13.97港元,投资评级为“收集”。我们认为进入成熟期的门店将会对收入作出稳定的贡献,并能够部分抵消新增门店的筹备成本负担。结构方面,银泰的大部分门店还未进入成熟期或还处在成熟期初期。作为百货公司网上业务的先驱者,银泰在O2O方面已经累积了丰富的经验,建立了自身O2O业务发展方式。此外,与阿里巴巴的深度合作进一步增强了银泰全渠道战略的执行。我们预计2015-2017年摊薄市盈率将为人民币0.444、0.447及0.455元。公司年轻的门店组合、快速发展的O2O业务以及前景广阔的全渠道策略使公司在与同业的竞争中彰显出优势。另一方面,阿里巴巴将可转换债券转股并成为控股股东后,银泰将在连接阿里巴巴线上线下业务方面扮演更重要的角色,发展潜力巨大。因此,我们将目标价设定为13.97港元,相当于25.0倍的2015摊薄市盈率、24.8倍的2016年摊薄市盈率以及24.4倍的2017年摊薄市盈率,高于香港上市的同业,但低于中国大陆上市同业。我们的投资评级为“收集”。

图-17: 银泰历史前瞻市盈率区间



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

图-18: 银泰历史前瞻市净率区间



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-2: 同业比较

公司名称	股票代码	货币	最后收市价	市盈率 (财年)				市净率 (财年)				ROE(%)		D/Y(%)		市值 百万港元
				14A	15F	16F	17F	14A	15F	16F	17F	15F	15F			
香港上市百货																
银泰商业	1833 HK	HKD	12.440	18.6	24.5	22.5	23.8	2.0	1.9	1.8	1.7	9.1	2.0	27,212		
百盛集团	3368 HK	HKD	1.860	17.4	15.2	13.1	10.9	0.7	0.7	0.7	0.7	4.9	3.2	5,076		
金鹰商贸	3308 HK	HKD	11.020	14.6	14.5	13.5	12.3	2.9	2.6	2.3	2.1	18.9	2.7	19,581		
茂业国际	848 HK	HKD	1.730	5.2	10.1	9.2	7.5	1.0	1.1	1.0	0.9	11.8	2.2	8,942		
岁宝百货	312 HK	HKD	0.710	56.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,771		
华地国际	1700 HK	HKD	2.840	8.7	8.6	8.2	7.9	1.1	1.0	1.0	0.9	12.5	5.3	6,930		
利福国际	1212 HK	HKD	13.580	10.4	10.1	9.6	9.0	2.0	1.7	1.6	1.4	17.7	4.3	21,862		
新世界百货中国	825 HK	HKD	2.330	7.5	10.0	8.7	8.8	0.6	0.6	0.6	0.6	5.9	4.5	3,929		
简单平均				17.4	13.3	12.1	11.5	1.4	1.4	1.3	1.2	11.6	3.4			
加权平均				14.1	15.4	14.2	13.9	1.9	1.7	1.6	1.5	13.3	3.1			
中国大陆上市百货																
天虹商场-A 股	002419 CH	CNY	22.180	33.1	30.6	28.0	26.6	3.9	3.6	3.3	2.9	11.2	1.4	22,162		
重庆百货-A 股	600729 CH	CNY	46.200	38.2	32.9	30.5	26.4	4.1	3.8	3.4	3.1	10.9	0.7	23,452		
合肥百货-A 股	000417 CH	CNY	19.140	40.8	37.5	35.1	37.9	4.6	4.2	3.9	3.5	11.0	0.8	18,639		
鄂武商-A 股	000501 CH	CNY	27.590	21.2	19.8	17.0	14.9	3.9	3.2	2.8	2.4	17.3	0.6	18,226		
王府井百货-A 股	600859 CH	CNY	40.970	29.8	26.7	25.3	23.1	2.8	2.6	2.4	2.1	9.5	1.0	23,675		
友阿股份-A 股	002277 CH	CNY	25.390	40.5	34.4	33.9	44.5	4.8	3.5	3.3	n.a.	7.5	n.a.	17,929		
简单平均				33.9	30.3	28.3	28.9	4.0	3.5	3.2	2.8	11.2	0.9			
加权平均				33.9	30.3	28.3	28.5	4.0	3.5	3.2	2.8	11.2	0.9			
日本上市百货																
Isetan Mitsukoshi Holdings L	3099 JP	JPY	2,081.000	38.8	27.5	32.4	29.5	1.6	1.5	1.4	1.4	5.5	0.6	51,653		
Marui Group Co Ltd	8252 JP	JPY	1,615.000	28.7	27.4	23.2	19.5	1.4	1.4	1.4	1.3	5.2	1.4	28,282		
J Front Retailing Co Ltd	3086 JP	JPY	2,227.000	37.3	29.5	20.4	23.4	3.2	1.6	1.5	1.4	5.3	1.5	37,524		
Takashimaya Co Ltd	8233 JP	JPY	1,141.000	20.1	17.2	17.6	17.1	1.1	1.0	1.0	0.9	5.9	0.9	25,493		
H2O Retailing Corp	8242 JP	JPY	2,266.000	1,490.8	23.1	19.7	17.8	2.4	1.1	1.1	1.0	5.4	1.1	17,829		
Isetan Mitsukoshi Holdings L	3099 JP	JPY	2,081.000	38.8	27.5	32.4	29.5	1.6	1.5	1.4	1.4	5.5	0.6	51,653		
Parco Co Ltd	8251 JP	JPY	1,152.000	17.2	18.6	16.6	15.5	1.1	1.0	1.0	0.9	5.7	1.7	7,346		
简单平均				238.8	24.4	23.2	21.7	1.8	1.3	1.2	1.2	5.5	1.1			
加权平均				152.1	26.0	25.9	24.3	1.8	1.4	1.3	1.3	5.5	0.9			
其他主要新兴市场上市百货																
S.A.C.I. Falabella	FALAB CI	CLP	4,612.700	24.1	21.4	18.8	16.7	3.3	2.8	2.5	n.a.	14.7	1.5	136,289		
Lotte Shopping Co	023530 KS	KRW	228,500.000	13.1	10.6	9.4	8.7	0.4	0.4	0.4	0.4	4.0	0.9	50,149		
Marisa Lojas Sa	AMAR3 BZ	BRL	11.300	41.0	22.0	13.3	8.6	1.8	1.7	1.6	1.3	8.9	1.4	5,219		
Lojas Renner S.A.	LREN3 BZ	BRL	110.000	29.5	23.8	19.8	15.8	7.6	6.3	5.3	4.4	28.0	1.5	35,006		
Hyundai Dept Store Co	069960 KS	KRW	141,500.000	12.1	11.0	9.6	8.9	1.0	0.9	0.8	0.8	8.6	0.5	23,078		
Shinsegae Co Ltd	004170 KS	KRW	231,500.000	14.5	13.5	12.6	11.2	0.9	0.8	0.8	0.7	6.1	0.5	15,884		
Far Eastern Department Store	2903 TT	TWD	18.700	17.5	13.5	11.9	11.0	0.8	0.8	0.8	0.8	6.2	5.4	6,747		
Parkson Holdings Bhd	PKS MK	MYR	1.940	14.8	14.9	14.9	12.4	0.8	0.8	0.8	0.8	6.9	3.8	4,135		
Robinson Department Store Pu	ROBINS TB	THB	46.750	26.9	22.8	19.2	16.3	4.2	3.7	3.3	3.0	17.3	2.1	11,961		
简单平均				21.5	17.1	14.4	12.2	2.3	2.0	1.8	1.5	11.2	2.0			
加权平均				21.5	18.3	15.9	13.9	2.9	2.5	2.2	1.7	13.2	1.4			
欧洲、北美及澳大利亚上市百货																
Kering	KER FP	EUR	159.900	38.1	15.9	13.9	12.5	1.9	1.8	1.6	1.5	11.3	2.7	176,479		
Kohls Corp	KSS US	USD	62.670	15.4	14.6	13.8	12.5	2.2	2.1	2.1	2.1	14.5	2.6	96,146		
Dillard's Inc-CI A	DDS US	USD	107.490	15.1	13.8	13.1	11.8	2.4	2.2	2.1	1.9	16.5	0.2	33,620		
Nordstrom Inc	JWN US	USD	73.980	19.6	19.5	19.6	17.8	6.8	5.8	5.1	4.6	31.9	1.7	109,285		
Macy'S Inc	M US	USD	69.610	17.7	16.2	14.8	13.4	4.1	4.4	4.5	4.5	26.2	1.9	181,558		
J.C. Penney Co Inc	JCP US	USD	8.220	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	1.3	1.3	1.5	(30.8)	0.0	19,465		
Macintosh Retail Group Nv	MACIN NA	EUR	2.403	n.a.	92.4	5.9	n.a.	0.5	0.7	0.6	n.a.	(6.3)	0.0	562		
Stockmann Oyj Abp-B Share	STCBV FH	EUR	6.605	n.a.	n.a.	n.a.	23.3	0.6	0.5	0.5	0.5	(4.8)	0.3	4,132		
Marks & Spencer Group Plc	MKS LN	GBP	557.500	17.2	18.8	15.9	14.5	3.4	2.9	2.9	2.7	16.5	3.2	110,847		
Myer Holdings Ltd	MYR AU	AUD	1.300	7.7	10.3	10.7	10.2	0.9	0.8	0.8	0.8	8.2	7.5	4,571		
Debenhams Plc	DEB LN	GBP	93.400	13.2	12.8	12.0	11.2	1.6	1.4	1.3	1.3	11.1	3.6	13,823		
Mothercare Plc	MTC LN	GBP	260.500	n.a.	n.a.	25.8	18.8	15.2	5.7	542.7	420.2	(33.2)	0.0	5,360		
简单平均				18.0	23.8	14.6	14.6	3.4	2.5	47.1	40.1	5.1	2.0			
加权平均				22.3	16.6	15.3	13.9	3.4	3.2	6.9	5.9	17.7	2.3			

全球大型电商集团

阿里巴巴	BABA US	USD	86.630	49.9	51.9	31.9	24.0	40.9	9.2	7.5	5.7	27.6	0.0	1,655,624
电子湾	EBAY US	USD	60.020	1,500.5	19.3	17.7	15.9	3.7	3.1	2.6	2.2	17.2	0.0	565,306
亚马逊	AMZN US	USD	429.920	n.a.	118.8	68.7	41.5	18.6	17.1	13.8	10.9	5.3	0.0	1,552,214
雅虎日本	4689 JT	JPY	515.000	23.6	22.0	21.8	20.3	4.7	4.0	3.6	3.2	19.8	1.8	184,316
乐天	4755 JT	JPY	1,911.000	35.7	34.0	26.6	22.4	6.0	5.3	4.4	3.8	16.5	0.3	159,753
简单平均				402.4	49.2	33.4	24.8	14.8	7.7	6.4	5.2	17.3	0.4	
加权平均				366.9	70.6	43.2	29.2	24.4	11.0	8.9	7.0	17.0	0.1	

中国垂直电商

京东	JD US	USD	37.950	n.a.	2,530.0	138.5	68.1	8.6	10.7	10.3	9.6	(2.2)	0.0	406,590
唯品会	VIPS US	USD	25.350	104.8	45.8	29.4	21.1	35.3	20.0	11.9	7.6	52.2	0.0	113,681
聚美优品	JMEI US	USD	23.250	47.7	45.9	26.8	17.1	3.6	5.4	4.4	3.4	13.5	0.0	25,800
当当网	Dang US	USD	11.120	62.9	n.a.	28.6	14.6	8.2	7.3	5.4	3.5	8.1	0.0	6,963
简单平均				71.8	45.9	28.3	17.6	15.7	10.9	7.2	4.8	24.6	0.0	
加权平均				92.7	45.8	28.9	20.1	28.4	16.8	10.3	6.7	43.3	0.0	

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注* 剔除京东。

财务报表及比率

损益表						资产负债表					
RMB mn, End Dec	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	RMB mn, End Dec	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Total sales proceeds	15,692	15,814	17,729	19,485	20,736	PPE	6,106	5,994	7,275	8,129	8,911
Turnover	4,510	5,251	5,421	6,021	6,491	Investment properties	3,341	5,699	5,917	6,159	6,388
Other income	446	447	516	555	593	Prepaid land lease payments	2,007	1,603	1,584	1,582	1,565
Purchases of and changes in inventories	(1,554)	(1,406)	(1,628)	(1,759)	(1,894)	Goodwill	536	536	536	536	536
Staff costs	(630)	(760)	(928)	(985)	(1,174)	Total prepaid rental	81	74	116	134	164
Depreciation and amortization	(386)	(456)	(547)	(638)	(725)	Interest in associate & JCE	2,603	2,808	2,947	3,397	3,737
Other operating expenses	(1,304)	(2,047)	(1,878)	(1,971)	(2,076)	Others	1,278	1,961	1,412	1,507	1,505
Other gains (net)	963	420	238	(37)	(54)	Total non-current assets	15,951	18,675	19,787	21,443	22,806
Share of profit of an associate	256	309	346	389	428	Inventories	484	495	507	567	611
Operating profit	2,301	1,757	1,540	1,575	1,589	Aggregate loans and receivables	1,215	937	1,000	1,086	1,175
Net finance income	55	48	47	22	37	Due from related parties	1,294	1,801	1,860	2,066	2,227
Profit before tax	2,356	1,805	1,587	1,597	1,626	Cash in transit	131	92	103	113	120
Income tax expense	(642)	(641)	(381)	(383)	(390)	Cash and cash equivalents	1,739	2,129	2,170	2,113	2,058
Profit for the year	1,714	1,164	1,206	1,214	1,236	Others	3,158	3,665	2,480	2,475	2,493
Minority interests	119	42	72	73	74	Total current assets	8,021	9,119	8,120	8,420	8,684
Shareholders' profit	1,595	1,121	1,134	1,141	1,162	Deferred income tax liabilities	723	713	737	818	882
Basic EPS (RMB)	0.794	0.534	0.518	0.522	0.531	Debt and borrowings	3,045	5,055	3,000	3,000	3,000
Diluted EPS (RMB)	0.791	0.498	0.444	0.447	0.455	Others	338	48	0	0	0
DPS (RMB)	0.210	0.230	0.207	0.209	0.212	Total non-current liabilities	4,106	5,816	3,737	3,818	3,882
现金流量表						Trade and bill payables	1,782	2,080	2,151	2,439	2,530
RMB mn, End Dec	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	Other payables and accruals	4,717	6,111	5,319	5,845	6,221
Net Income	1,595	1,121	1,134	1,141	1,162	Due to related parties	14	12	7	6	4
Depreciation & Amort., Total	(677)	(661)	(665)	(773)	(834)	Income tax payable	402	535	518	594	630
Change in working capital	(38)	664	190	517	269	Borrowings	1,709	1,121	1,000	1,200	1,500
(Income) Loss on Equity Invest.	(762)	(309)	(792)	527	376	Liabilities, held for sale & others	1,207	338	0	0	0
Stock-Based Compensation	26	16	35	38	49	Total current liabilities	9,832	10,197	8,995	10,085	10,885
Income Tax Expense	(642)	(641)	(381)	(383)	(390)	Owner's equity	8,860	10,695	14,017	14,729	15,417
Finance Income	(239)	(217)	(193)	(198)	(194)	Minority interests	1,175	1,086	1,158	1,231	1,305
Finance Costs	184	169	147	176	157	Total equity	10,035	11,781	15,175	15,961	16,722
Change in Other Net Operating Assets	388	1,262	0	0	0	BPS (RMB)	4.414	5.088	6.408	6.734	7.048
Others	997	(403)	1,940	699	1,040	财务比率					
Net cash from operating activities	831	1,002	1,414	1,745	1,634	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	
Capital Expenditure	(2,499)	(1,941)	(1,958)	(1,639)	(1,631)	Profitability					
Sale of Property, Plant, and Equipment	1	9	0	0	0	Gross margin (%)	16.8	17.2	17.3	17.5	17.6
Net (Inc.) Dec. in Loans Originated/Sold	202	(174)	218	(30)	15	Operating margin (%)	51.0	33.5	28.4	26.2	24.5
Others	448	826	98	201	127	Net margin (%)	35.4	21.4	20.9	18.9	17.9
Net cash from investing activities	(1,849)	(1,279)	(1,642)	(1,468)	(1,489)	ROE (%)	19.8	11.5	9.2	7.9	7.7
Total Debt Issued (Repaid)	934	82	659	200	300	ROA (%)	7.0	4.3	4.1	4.0	3.8
Issuance of Common Stock	71	1,353	0	0	0	ROCE (%)	12.8	7.5	6.9	6.5	6.2
Total Dividends Paid	(383)	(422)	(454)	(456)	(465)	Payout ratio (%)	26.4	43.1	40.0	40.0	40.0
Others	(42)	(392)	18	(77)	(36)	Asset management					
Net cash from financing activities	581	621	223	(333)	(201)	Inventory days	99.3	127.1	112.4	111.4	113.5
Increase in cash and cash equivalents	(437)	345	(5)	(56)	(56)	A/C payable days	452.6	497.6	470.8	460.7	467.8
Foreign exchange effect	8	16	0	0	0	Debt management					
Cash and cash equivalents in cash flow	1,814	2,175	2,170	2,113	2,058	Net gearing (%)	49.8	41.4	14.8	14.5	16.2
Cash attributable to disposals group held for sale	(76)	(45)	0	0	0	Debt/equity (%)	157.3	149.7	90.8	94.4	95.8
Cash and cash equivalents in financial position	1,739	2,129	2,170	2,113	2,058	Liquidity					
						Current ratio (x)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
						Interest cover (x)	12.5	10.4	10.5	8.9	10.1
						Div yield (%)	2.2	2.4	2.1	2.1	2.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除中国全通(控股)有限公司(00633)、广深铁路股份有限公司-H股(00525)、国泰君安国际控股有限公司(01788)及滨海投资有限公司(02886)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用 情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印
 香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
 网址: www.gtja.com.hk