

買入

2008年09月01日

08 中期業績基本符合預期，重申買入評級

- **08 年中期業績基本符合預期：**銀泰公司 08 年中期實現營業收入 5.5 億元人民幣，同比增長 36.0%，股東應占盈利 3.0 億元，同比增長 73.8%，經營性業績基本符合預期。
- **武林店的同店增長率 4.4%，寧波店達到 21.9%：**受到上半年門店裝修的影響，武林店的淨銷售額為 8.1 億元，同比下降 1.2%，但是營業收入同比增長 4.4% 至 1.8 億元。寧波店（一號及二號）實現銷售收入 6.6 億元，同比增長 12.4%，營業收入增長 21.9% 達到 1.8 億元。
- **7 間新店錄得 6.2 億元銷售收入：**公司 08 中期所擁有的新店包括：金華店、溫州店、寧波三號（萬達）店、杭州臨平店、湖北鄂州店、杭州西湖店、武漢中商店。7 家新店上半年共實現銷售 6.2 億元，其中杭州西湖店開業當月實現盈虧平衡，金華以及溫州去年開業，已經實現盈虧平衡，其他門店略有虧損。
- **08 年下半年會開設 7 間新店，預計虧損 7190 萬元：**公司計畫在 08 年下半年開設 7 間新店，新店總建築面積達到 30.9 萬平方米。總的來說，我們認為公司 08 年下半年新店可能會錄得 9700 萬元的虧損，但是由於許多門店有少數股東權益，因此計入銀泰的虧損額可能為 7190 萬元。
- **杭百大及鄂武商有望貢獻 8300 萬元經營利潤：**我們預計此兩項將為公司貢獻 8300 萬元的經營利潤。另外，銀泰店也將在下半年爆發，貢獻 10.4 億元的銷售收入
- **目標價微降至 8.3 港元，重申買入評級：**基於對公司 07-10 年每股業績年均符合增長率 25.5% 的預測，我們按照 DCF 及 PE 法對其進行估值，最終給予其 8.3 港元目標價，此價格相當於 08 年每股收益的 25 倍，或是 09 年每股收益的 21 倍。

★1 港元=0.88 人民幣

李嶽

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

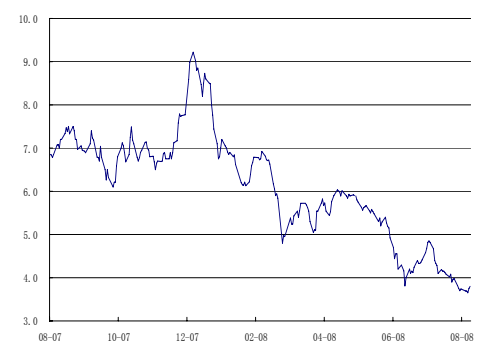
行業	連鎖零售
股價	3.8 港元
目標價	8.3 港元 (+118.4%)
股票代碼	1833
已發行股本	18.0 億股
市值	68.4 億港元
52 周高/低	3.6—9.5 港元
07 年每股淨現值	2.1 元人民幣
主要股東	銀泰國際 42.8% 華平投資 24.1%

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007?史	2008预测	2009预测	2011预测
收入 (百万人民币)	676	884	1362	2011	2541
变动 (%)	85	31	54	48	26
净利润 (百万人民币)	206	391	528	616	831
基本每股收益 (人民币)	0.15	0.23	0.29	0.34	0.46
变动 (%)	150	56	26	17	35
基于3.8港元的市盈率 (倍)	22.3	14.3	11.4	9.8	7.2
每股派息 (人民币)	0.07	0.07	0.09	0.10	0.14
息率 (%)	1.84	1.84	2.32	2.70	3.65

來源: 公司資料, 第一上海預測

股價表現



來源: 彭博

08 年中期業績基本符合預期

08 年中期業績基本符合預期

銀泰公司 08 年中期實現營業收入 5.5 億元人民幣，同比增長 36.0%，股東應占盈利 3.0 億元，同比增長 73.8%，經營性業績基本符合預期。

圖表 1：銀泰 08 年中期業績概覽

	2007 中期	2008 中期	變動	2008 全年預測
收入	406	552	36.0%	1379
毛利	314	439	39.7%	1102
毛利率	77.4%	79.5%		79.9%
經營利潤	247	281	13.5%	517
經營利潤率	60.9%	50.8%		37.5%
淨利潤	172	300	73.8%	449
淨利潤率	42.5%	54.3%		32.6%

資料來源：公司資料、第一上海預測

武林店的同店增長率 4.4%，寧波店達到 21.9%

武林店 08 年上半年的淨銷售額達到 8.1 億元，同比下降 1.2%，但是營業收入同比增長 4.4% 至 1.8 億元。主要原因是武林店裝修，基本上每個月都要關閉一層，因此影響了銷售。

寧波店（一號及二號）實現銷售收入 6.6 億元，同比增長 12.4%，營業收入增長 21.9% 達到 1.8 億元。

新店銷售金額達到 6.2 億元

公司 08 中期所擁有的新店包括：金華店、溫州店、寧波三號（萬達）店、杭州臨平店、湖北鄂州店、杭州西湖店、武漢中商店。7 家新店上半年共實現銷售 6.2 億元，其中杭州西湖店開業當月實現盈虧平衡，金華以及溫州去年開業，已經實現盈虧平衡，其他門店略有虧損。

另外，公司於 08 年 3 月託管了杭州百貨大樓，此門店建築面積 3.5 萬平方米。

圖表 2：銀泰 07 及 08 年開設新店概覽

	開業時間	建築面積	經營面積	物業	股權
金華店	2007年1月	34,312	24,500	租賃	100%
溫州店	2007年2月	33,000	22,400	租賃	100%
寧波三號	2007年9月	27,000	20,000	租賃	100%
杭州臨平	2007年9月	12,000	10,000	租賃	70%
武漢中商	2008年1月	28,560	18,500	租賃	100%
湖北鄂州	2008年5月	20,000	12,000	自有	92%
杭州西湖	2008年4月	80,000	56,000	自有	51%

資料來源：公司資料

08年下半年將會開設7間新店

公司計畫在08年下半年開設7間新店，新店總建築面積達到30.9萬平方米。我們認為北京王府井店可能是公司最大的風險，因為此店的面積很大，租金很高，而且在供應商方面沒有太大優勢，因此可能會有較大的虧損。

總的來說，我們認為公司08年下半年新店可能會錄得9700萬元的虧損，但是由於許多門店有少數股東權益，因此計入銀泰的虧損額可能為7190萬元。

圖表3：銀泰08年下半年開設新店概覽

	開業時間	建築面積	物業	估計投資 (百萬元)	股權		預計08年虧損 (百萬元)
北京樂天店	2008年7月	75,000	租賃	100	50%	×	(50)
金華福泰隆	2008年9月	28,000	租賃	20	100%	×	(3)
嘉興梅灣	2008年9月	60,000	自有	240	60%	×	(6)
上海南站	2008年10月	60,000	租賃	125	51%	×	(13)
陝西中環	2008三季度	38,147	租賃	18	60%	×	(14)
湖北襄樊	2008年四季度	24,450	租賃	30	100%	×	(3)
湖北咸寧	2008年四季度	23,777	租賃	31	100%	×	(8)
总计		309,374	不可用	564			(97)

資料來源：公司資料、第一上海預測

下半年武林店將會貢獻更多的收入和利潤

武林店上半年受到裝修因素影響銷售情況不好，但是9.15號之後將會重新開業，到時將會以全新的店面形象出現，我們預計武林店下半年的銷售能夠達到10.4億元，相信貢獻的利潤將會更多。

非經常專案貢獻1.3億元稅前利潤

上半年公司的非經常專案貢獻約1.3億元的稅前利潤，其中出售可供出售投資時轉撥的權益貢獻52.2百萬元，出售額武商的部分股權收益為80.5百萬元。去年同期的非經常項目收益約為70.0百萬元。

鄂武商和百大將為其貢獻巨大利潤

公司07年完成了對鄂武商及百大的整合，上半年分別為銀泰貢獻29.0百萬和9.0百萬元的聯營公司收益和管理費收入。

百大則從08年3月開始由銀泰託管，銀泰收取一定的管理費，在前四年，銀泰為百大保底8150萬元的稅前利潤，而四年後則增加為8965萬元，如果超過保底利潤，那麼首先由銀泰收取銷售額2%，然後收取一定的銷售分成。

總的來說我們認為此兩塊業務將為公司08年貢獻8300萬經營利潤。

圖表 4：百大銷售收入及銀泰收取管理費情況概覽

百萬元人民幣	2008预测	2009预测	2010预测	2011预测
收入	1,608	1,752	1,910	2,063
经营利润	135	147	160	173
利润保底	82	91	102	115
管理费 (收入2%)	32	35	38	41
利润保底及管理费	122	137	153	172
超额部分 (利润-保底-管理费)	21	20	19	17
一级分成 (50%)	10	10	10	8
二级分成 (70%)	0	0	5	1
银泰总收益	31	30	34	26

資料來源：公司資料、第一上海預測

目標價降至 8.4 港元，重申買入評級

絕對法估值：9.4 港元

我們利用絕對法為其估值，認為其價值為 9.4 港元，主要因為其現在開設的新店將會在 3 年後貢獻巨大利潤，因此從長遠看價值較大。

圖表 5：DCF 估值

时间	高速成长期				稳定成长期				2016以后
	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
期数	2	3	4	5	6	7	8	9	
自由现金流	-114	901	1,079	1,363	1,777	2,048	2,263	2,500	31,027
自由现金流折现 (百万人民币)	-114	809	871	988	1,158	1,199	1,190	1,182	10,636
WACC	11.3%								
稳定增长率	3.0%								
无风险利率	5.30%								
贝塔值	1.00								
风险溢价	6%								
企业价值 (亿元)	165.9								
加：现金 (亿元)	7.8								
减：负债及银行借款 (亿元)	4.5								
股本价值	169.2								
股本数量 (预期)	1,800,000								
DCF法之每股价值 (港元)	\$9.40								

資料來源：公司資料、第一上海預測

相對估值：7.2 港元

我們按照 08 年經常性收益的 25 倍市盈率為其估值，最終認為其價值為 7.2 港元。

綜合考慮：8.3 港元

綜合考慮兩種方法的結果，我們最終將目標價格設定在 8.3 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 24.9 倍及 09 年的 20.9 倍，並重申買入評級。

附錄 1：主要財務報表

损益表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	676.3	883.6	1,362.2	2,011.4	2,541.0
毛利	526.4	707.5	1,088.4	1,603.3	2,043.8
其他业务收入	31.3	240.0	146.3	117.3	121.1
销售及管理费用	(249.8)	(381.1)	(687.0)	(924.9)	(1,034.4)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
营运收入	334.2	566.5	547.8	795.7	1,132.5
净财务收入(开支)	(33.5)	(47.7)	(15.0)	(15.0)	(12.5)
联营公司	24.5	9.1	157.7	85.4	92.0
税前盈利	300.6	527.9	690.4	866.1	1,210.0
所得税	(81.1)	(137.2)	(172.6)	(216.5)	(302.5)
少数股东应占利润	13.1	0.0	(10.3)	33.5	76.3
净利润	206.4	390.6	528.2	616.0	831.2
折旧及摊销	20.6	40.9	75.0	97.5	106.5
EBITDA	354.8	607.3	622.7	893.2	1,239.0
增长					
总收入 (%)	41.5%	30.7%	54.2%	47.7%	26.3%
EBITDA (%)	40.3%	71.2%	2.5%	43.4%	38.7%
净利润 (%)	137.7%	89.2%	35.2%	16.6%	34.9%

资产负债表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	317.9	776.8	535.6	735.0	1,103.3
应收账款	134.8	323.0	210.1	214.7	219.8
存货	25.8	33.8	46.5	69.4	77.1
其他流动资产	85.9	108.4	110.7	113.3	116.1
总流动资产	564.4	1,242.0	903.0	1,132.3	1,516.3
固定资产	147.0	1,084.3	2,159.5	2,656.0	2,944.0
无形资产	0.3	166.9	0.3	0.3	0.3
长期投资	1,534.4	2,557.1	2,279.0	2,081.5	1,784.0
总资产	2,246.0	5,050.3	5,341.8	5,870.1	6,244.5
短期负债	2.0	4.0	6.0	8.0	9.0
应付账款、应付票据	269.7	436.4	572.4	855.5	945.8
短期银行贷款	649.0	450.0	300.0	300.0	250.0
其他应付账款	233.8	938.2	268.2	290.1	323.2
总短期负债	1,154.6	1,828.6	1,146.6	1,453.6	1,528.0
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	185.1	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	1,339.7	1,828.6	1,146.6	1,453.6	1,528.0
少数股东权益	0.0	490.0	490.0	490.0	490.0
股东权益	906.3	2,731.7	3,705.2	3,926.5	4,226.5
账面值	0.5	1.5	2.1	2.2	2.3
营运资金	(590.2)	(586.6)	(243.6)	(321.3)	(11.7)

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	77.8%	80.1%	79.9%	79.7%	80.4%
EBITDA 利率 (%)	52.5%	68.7%	45.7%	44.4%	48.8%
净利率 (%)	30.5%	44.2%	38.8%	30.6%	32.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-36.9%	-43.1%	-50.4%	-46.0%	-40.7%
实际税率 (%)	-27.0%	-26.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
股息支付率 (%)	NA	30.0%	30.0%	30.0%	230.0%
库存周转	58.5	61.7	53.6	51.8	53.7
应付账款天数	39.2	43.4	39.7	39.6	41.7
应收账款天数	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
财务状况					
净负债/股本	0.60	0.36	0.21	0.25	0.24
收入/总资产	0.30	0.17	0.26	0.34	0.41
总资产/股本	2.48	1.85	1.44	1.50	1.48
盈利对利息倍数	9.97	11.88	36.52	53.05	90.60

现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	354.8	607.3	622.7	893.2	1,239.0
融资成本	(35.1)	(47.7)	(15.0)	(15.0)	(12.5)
营运资金变化	80.9	(276.6)	361.0	247.2	67.4
所得税	(85.4)	(102.9)	(129.5)	(162.4)	(226.9)
营运现金流	315.2	180.1	839.3	963.0	1,067.1
资本开支	(678.1)	(600.0)	(1,503.0)	(603.5)	(422.5)
其他投资活动	309.6	(970.2)	530.9	24.6	23.1
投资活动现金流	(368.5)	(1,570.2)	(972.1)	(578.9)	(399.4)
负债变化	330.0	(199.0)	(150.0)	0.0	(50.0)
股本变化	0.0	2,425.5	0.0	0.0	0.0
股息	(55.1)	(117.2)	(158.5)	(184.8)	(249.4)
其他融资活动	165.4	(260.2)	200.0	0.0	0.0
融资活动现金流	440.3	1,849.1	(108.5)	(184.8)	(299.4)
现金变化	119.6	459.0	(241.2)	199.3	368.4
期初持有现金	198.3	317.9	776.8	535.6	735.0
期末持有现金	317.9	776.8	535.6	735.0	1,103.3

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。