

Intime Retail Group(01833.HK)

SSS growth remains single digit in July and August

Buy

(Previous:Buy)

Target Price: HK\$ 10.50

We visited Intime Wulin flagship store in Hangzhou, Zhejiang province. July and August still saw single-digit SSS growth rate, no improvement from 1H2013. The company management indicated that there is no evidence that the consumer confidence is picking up and guided 9%-10% SSS growth rate in 2013, flat with that of 2012. However, we estimate that the company earnings can still grow by a CAGR of 18.1%, backed by a CAGR of 29.3% of GFA expansion during 2013-2015. Our TP HK\$10.50 is based on 13x 14P/E, on par with its historical average forward P/E, implying 23.8% upside. We maintain BUY rating on the stock.

Single-digit SSS in July and August indicated weak industry sentiment The headwinds from robust e-commerce growth and weak macro economy led to sluggish SSS growth rate of department stores since 2012. Intime, as a department store leader in Zhejiang province, still sees high single-digit SSS growth rate in July and August. The company guided 9%-10% SSS growth rate in 2013, flat with that of 2012.

Positioning at young and fashionable customers, less impact from anti-corruption policies Intime faces less impact from anti-corruption policies. The company's gift cards sales still grew by 40% YoY in 1H2013 due to a lower base. The per ticket consumption is RMB700-800 at Wulin store. Average store's per ticket consumption is roughly around RMB400.

Online retailing estimated to grow by 50% to RMB600 mn in 2013 Intime outshines its peers in e-commerce, as we expect its online retail sales to grow by 50%YoY to RMB600 mn in 2013. The management said they believe that even though the company reported losses of around RMB100mn in 2012, e-commerce will break-even in 2014. Intime holds 27% stakes in its online retailing platform yintai.com.

Valuation attractive, backed by solid fundamentals The retail sector has rebounded by 20% since July 2013, backed by low valuation and better-than-expected interim results. We expect no improvement in operation data in 3Q2013. We hold neutral view on this sector, but we are positive on Intime's first-mover advantage in e-commerce. The stock is traded at an 8.5% discount to its historical average P/E. Valuation looks attractive.

Current price: HK\$8.48

China Merchants Securities (HK)
 Deng Liangsheng
 +86 755 25317307
 Dengls@cmschina.com.cn

30 Sep 2013

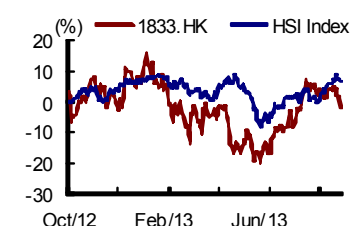
Key data

HSI Index	23125.03
HSCEI Index	10541.03
S/O(mn)	2003
S/O (HK\$)(mn)	2005
Mkt cap (HK\$) (mn)	16884
BVPS(HK\$)	3.87

Major shareholder	Holding (%)
Intime International	33%
Free float	0.50
Industry	Consumer

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	-6	4	-5
Relative	-12	1	-11



Source: Bloomberg

Related research

Financials

RMB mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	3,117	3,907	4,688	5,638	6,989
Growth (%)	36%	25%	20%	20%	24%
Net income	858	1,020	1,124	1,335	1,593
Growth (%)	22%	19%	10%	19%	19%
EPS (RMB)	0.42	0.48	0.54	0.64	0.75
DPS (RMB)	0.17	0.19	0.16	0.19	0.22
P/E (x)	15.9	14.0	12.5	10.5	9.0
P/B (x)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
ROE (%)	10%	10%	12%	13%	14%

Source: Company data, CMS (HK) estimate

银泰商业 (01833.HK)

公司调研纪要：7-8月同店销售仍然为单位数

我们近期访问了银泰杭州武林旗舰店。7-8月份同店增长仍然为单位数,并无惊喜。虽然4月份全国抢购黄金的热潮促使公司上半年同店增长在13%,目前买金热潮有所回落,因此公司维持2013年9%-10%的同店增长指引,跟去年持平。我们预测2013年-2015年间总经营面积年复合增长为29.3%,而同期公司的复合盈利增长18.1%,我们给予公司13x2014P/E估值,相当于公司历史平均估值,目标价10.50港元,维持买入评级。

7-8月份同店仍然单位数增长,行业景气未好转。2012年-2013年整个百货业受到宏观经济以及电子商务影响较大,同店增长下降到单位数。银泰7-8月份同店数据为高单位数,并无明显好转。公司指引全年同店增长9%-10%,跟去年持平。

中高端时尚百货定位,受到反腐影响小。公司定位中高端的时尚百货,受到2012年12月出台的反腐影响小,武林店的客单价为RMB700-800。且由于公司礼品卡销售的基数低,公司礼品卡销售上半年仍然获得40%的同比增长。

电子商务销售增长50%到6个亿。公司在电子商务方面投入较大,在众多百货公司中起步较早。银泰在2010年建立银泰网,并与淘宝天猫合作,预计电子商务业务在2014年底能达到盈亏平衡,50%网上销售主要是奢侈品。电子商务业绩预计在2013年底销售额能增加50%到6亿人民币,并在2014年底达到盈亏平衡。

估值吸引,基本面扎实:从7月份以来零售行业整体反弹20%,我们认为主要是行业中报的表现优于市场预期,以及前期压抑的估值。我们认为行业基本面目前看来并无明显好转迹象,对行业仍然持中性的看法。不过我们看好银泰在电子商务方面的转型,且公司目前P/E估值相对于历史仍然有8.5%的折价,估值吸引。

盈利预测及估值

人民币 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	3,117	3,907	4,688	5,638	6,989
同比增长 (%)	36%	25%	20%	20%	24%
净利润	858	1,020	1,124	1,335	1,593
同比增长 (%)	22%	19%	10%	19%	19%
每股盈利 (元)	0.42	0.48	0.54	0.64	0.75
每股股息 (元)	0.17	0.19	0.16	0.19	0.22
市盈率 (X)	15.9	14.0	12.5	10.5	9.0
市净率 (X)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
ROE (%)	10%	10%	12%	13%	14%

资料来源:公司资料,招商证券(香港)预测

买入

(上次: 买入)

目标价: HK\$ 10.50

现价: HK\$8.48

招商证券(香港)研究部
邓良生
+86 755 253817307
dengls@cmschina.com.cn

2013年9月30日

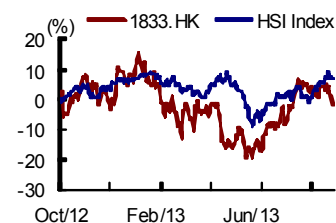
基础数据

恒生指数	23125.03
H股指数	10541.03
总股数(万股)	200305
港股股数(万股)	200517
港股市值(港元百万)	16884
每股净资产(港元)	3.87

主要股东	持股(%)
银泰国际控股	33%
自由流通股	0.50
行业	消费

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	4	-5
相对恒指表现	-12	1	-11



资料来源:彭博

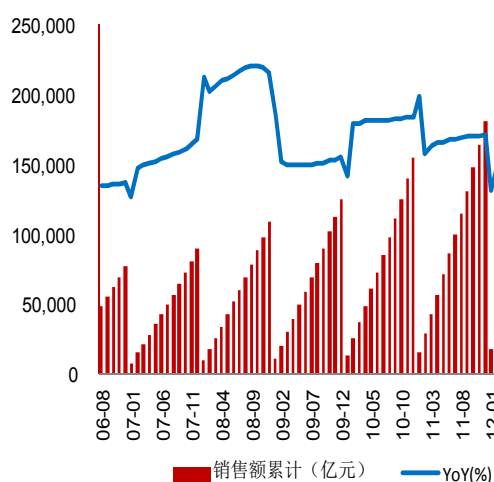
相关报告

7-8 月份同店仍然单位数增长，行业景气未好转

3季度为百货行业传统销售淡季，不过基于2012年同期的低基数，公司7-8月份同店增长为单位数，相对于上半年13%的同店增长有所下滑。公司认为从实体层面，并无看到销售有明显好转的迹象，公司仍然指引全年同店增长9%-10%，与去年基本持平。上半年销售好于预期主要是4月份全国的抢购黄金热潮拉动。4月份全国零售行业黄金珠宝同比销售增加71%，到8月份同比销售增速已经回落到18.5%。

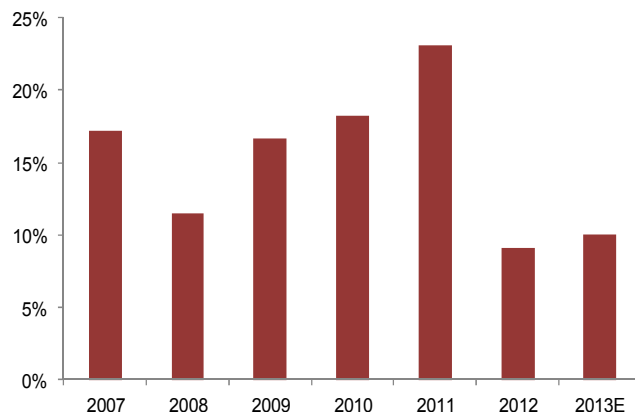
根据国家商务部统计，社会零售品销售8月同比增加13.4%，比7月同比向好。社会零售品销售截止8月累计增加12.7%，2011年-2012年社会零售品销售同比增加17.1%和14.3%。我们预计2013年全年社会零售消费品销售额增长为14%。因为还有不确定性因素，我们对于2014年的行业景气度抱有谨慎的看法。

图 1:社会零售消费品额以及累计增长



资料来源: wind,招商证券 (香港)

图 2:银泰同店增长率

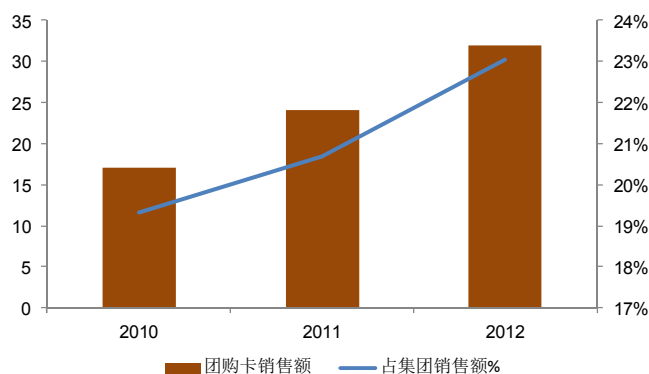


资料来源: 公司资料,招商证券 (香港)

时尚百货定位，受反腐影响较小

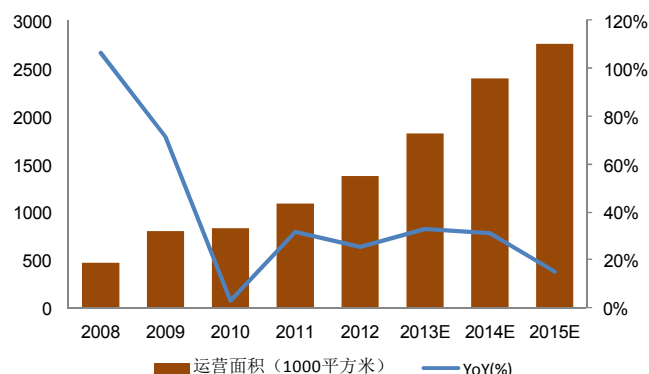
我们参观了公司位于杭州武林的旗舰店，该店营业面积达到3.43万平米，2013年上半年销售额达到11.9亿，年坪效达到6.9万，为公司众店之首。客单价为人民币700-800元。除了一楼设置了部分国际品牌，公司的大多数品牌都是针对年轻时尚的工薪族。公司认为自己的定位受到反腐的影响较小，公司上半年的团购卡销售仍然增加了40%可以印证这一点。团购卡销售占公司总体销售额达到23%，从2011年以来一路攀升。2013年公司新开门店预计5家，2014年预计6家-9家，另外还有6家新店在筹备中。公司新店将主要为购物中心形式为主，面积较大（4万到16万平米），我们保守预测2013年-2015年度期间公司总体经营面积的年复合增长将能保持在29.3%。

图 3: 公司团购卡消费快速增长



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图 4: 银泰经营面积预测



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

电子商务销售预计增加 50%到 6 亿元

公司率先由实体百货向电子商务转型。集团在2010年开始运作银泰网，作为公司的网络销售平台，并和淘宝天猫合作。银泰商业占有银泰网27%的股份。银泰网50%的销售为海外名品，公司有自己培养的海外买手。前期投入较大，不过该业务预计2013年销售额将增加50%到6亿元人民币，亏损约一亿元。公司因为持有27%的股权，则亏损约200-300万人民币。公司预计电子商务业务2014年底将能达到盈亏平衡。我们看好公司在电商领域的先发优势。目前其他同行竞争对手在电子商务领域都落后于银泰。

估值吸引，基本面扎实

我们认为整个零售行业从实体数据来看并不乐观，主要受到实体经济的影响，电子商务的冲击。整个百货行业处于一个转型期。我们认为银泰商业不仅有很强区域龙头地位，且能够把握最新的行业趋势，快速转型。依赖于未来三年29.3%的运营面积增长，以及公司进入成长的店面的同店贡献，我们预测公司2013年到2015年的销售年复合增长22.1%，净利润年复合增长18.1%，EPS 分别为人民币0.54, 0.64和0.75元。公司目前估值水平相当于1.3X14P/B, 10.5X14P/E。而行业平均估值水平为14年11倍。我们认为公司属于行业龙头地位，市场过度担心电商行业对百货运营的影响打击了公司估值水平。

我们认为基于公司区域龙头的地位，未来稳定的增长率以及公司在电商方面的转型，公司应该给予13X14P/E 估值，该估值是公司的历史平均估值水平，估值吸引。我们给予公司目标价10.50港元，维持公司买入评级。虽然我们给予公司的目标估值相对于同行业上市公司平均估值有18.2%的溢价，我们认为依赖于公司区域龙头地位，未来扩张空间、以及电子商务起步较早的优势应该享有这一估值溢价。

我们估值和盈利预测的风险在于同店增长落后于预期，以及面临劳动力成本和租金成本大幅上升带来利润率下滑超出预期。

表1：公司销售收入预测

人民币百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E
同店销售增长	23.1%	9.1%	9.5%	10.0%	10.5%
专柜销售总收益	10,279	12,152	14,097	16,493	19,792
同比增长	31.0%	18.2%	16.0%	17.0%	20.0%
总建筑面积(1000 平方米)	1,090	1,367	1,616	2,230	2,703
总建筑面积增长	31.8%	25.5%	18.2%	38.0%	21.2%
佣金率	17.2%	17.4%	17.5%	17.4%	17.4%
特许专柜销售佣金	1,764	2,120	2,467	2,870	3,444
直销	1,137	1,467	1,834	2,293	2,935
同比增长	57.0%	29.0%	25.0%	25.0%	28.0%
租金收入和管理费收入	216	320	387	476	610
同比增长	26.1%	47.8%	21.0%	23.1%	28.2%
销售所得款	11,633	13,939	16,317	19,262	23,336
总销售增长	33.0%	19.8%	17.1%	18.0%	21.2%
收入	3,117	3,907	4,688	5,638	6,989
收入增长	36.2%	25.3%	20.0%	20.3%	23.9%
占比/收入					
特许专柜销售佣金/收入	56.6%	54.3%	52.6%	50.9%	49.3%
直销占比/收入	36.5%	37.6%	39.1%	40.7%	42.0%
租金和管理费用收入/收入	6.9%	8.2%	8.2%	8.4%	8.7%

资料来源:公司资料、招商证券(香港)预测

表2：公司净利润预测

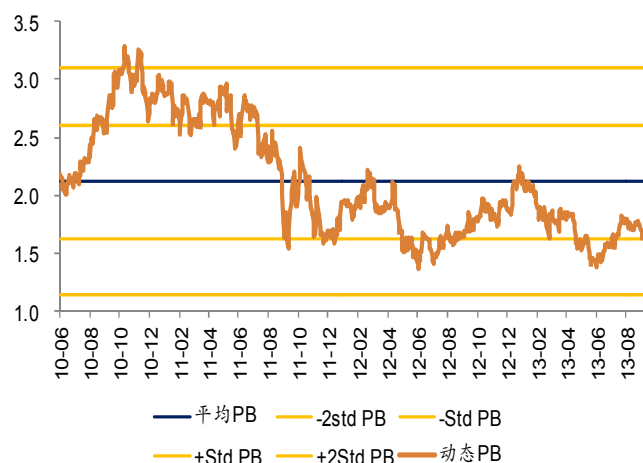
净利润预测(人民币百万)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售总收入	11,633	13,939	16,317	19,262	23,336
同比增长	33.1%	19.8%	17.1%	18.0%	21.2%
收入	3,117	3,907	4,688	5,638	6,989
同比增长	36.2%	25.3%	20.0%	20.3%	23.9%
其他收入及收益	575	557	560	560	560
购买存货及存货变动	(948)	(1,237)	(1,453)	(1,748)	(2,166)
毛利率	69.6%	68.3%	69.0%	69.0%	69.0%
员工成本	(428)	(507)	(587)	(693)	(863)
折旧及摊销	(282)	(382)	(503)	(560)	(613)
其他运营开支	(972)	(1,285)	(1,469)	(1,695)	(2,100)
经营利润	1,060	1,054	1,236	1,503	1,805
经营利润率	9.1%	7.6%	7.6%	7.8%	7.7%
融资成本	(155)	25	(24)	2	34
共同控制实体	(3)	(4)	0	0	0
分占联营公司损益	227	245	230	230	230
税前利润	1,129	1,321	1,442	1,734	2,069
所得税	(271)	(300)	(317)	(399)	(476)
所得税率	24.0%	22.7%	22.0%	23.0%	23.0%
净利润	858	1,020	1,124	1,335	1,593
母公司权益持有人	821	973	1,091	1,295	1,521
净利润率	7.1%	7.0%	6.7%	6.7%	6.5%

资料来源:公司资料、招商证券(香港)预测

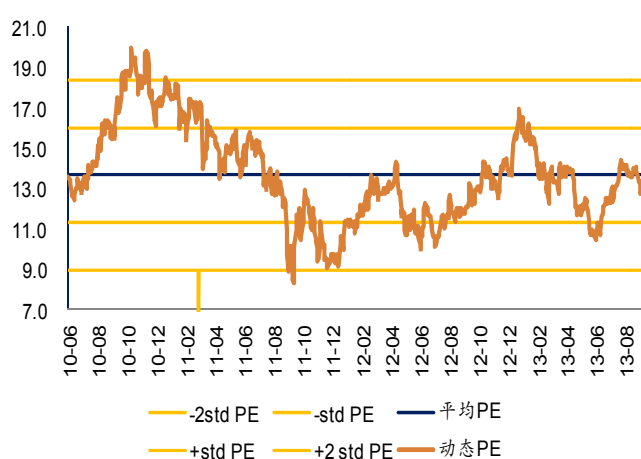
表3：同行估值比较

公司	股票代码	市值 (US\$ m)	股价	P/E (x)			P/B (x)	EV/EBITDA (x)		ROE	ROA	股息率
				12	13E	14E	13E	14E	13E	13E	13E	13E
				(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)
港股												
银泰百货	1833 HK Equity	2193	8.5	11.7	12.8	11.3	1.6	1.5	11.4	13.5	4.9	2.4
华地国际	1700 HK Equity	1364	4.2	11.8	11.4	10.3	1.7	1.6	6.2	15.6	6.7	3.5
金鹰商贸	3308 HK Equity	2904	12.1	14.9	14.9	13.5	3.0	2.5	9.5	21.6	8.5	1.6
百盛集团	3368 HK Equity	1184	3.3	11.1	11.1	10.5	1.2	1.1	5.0	11.2	5.3	3.2
新世界百货	825 HK Equity	909	4.2	10.9	10.1	9.1	0.8	0.7	2.4	10.6	5.4	4.4
茂业国际	848 HK Equity	977	1.5	8.3	7.8	6.9	0.9	0.8	8.0	12.9	4.5	2.6
利福国际	1212 HK Equity	3515	16.5	12.2	13.2	12.4	2.0	1.8	10.4	20.4	8.3	3.1
平均				11.6	11.6	10.6	1.6	1.4	7.6			
A 股												
王府井百货	600859 CH Equity	1519	20.1	14.1	12.5	11.1	1.1	1.0	3.1	11.4	5.5	2.0
重庆百货	600729 CH Equity	1407	23.1	11.3	10.5	8.7	1.6	1.3	3.8	20.4	8.2	1.6
天虹商超	002419 CH Equity	1664	12.7	17.0	15.3	12.9	1.7	1.5	5.2	14.6	6.0	2.5
平均				14.1	12.8	10.9	1.5	1.3				
美股												
梅西百货	M US Equity	16299	43.3	11.8	11.3	9.9	2.1	1.9	5.8	24.1	8.7	2.2
Kohl's	KSS US Equity	11322	52.1	12.2	12.3	11.2	1.5	1.4	5.6	15.7	8.6	2.5
Nordstrom	JWN US Equity	11027	56.6	15.0	15.4	13.8	4.2	3.6	7.3	35.7	10.8	1.9
平均				13.0	13.0	11.6	2.6	2.3	6.2			

资料来源：彭博、招商证券（香港）

图5：公司动态PB 图


资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图6：公司动态PE 图


资料来源：公司资料，招商证券（香港）

附录：银泰商业基本情况

公司是浙江省区域百货龙头。公司全国目前有门店32家，筹备门店18家。公司在杭州地区公司的市场份额达到70%，在浙江地区市场份额约40%。预计未来杭州地区的店面数将由目前的8家增加到10家；而浙江地区将由目前的20家增加到30家；公司认为未来浙江省富裕城市较多，还有一定的扩张空间。公司在安徽、湖北、陕西、北京、河北也有门店。公司扩张以二三线城市为主。公司2007年上市，销售收入和净利润从2008到2012年之间分别保持了34%和12%的年复合增长。2013年上半年收入增加21.6%到22.7亿元，净利润增加33.8%到7.32亿元。

表4：1H13 业绩基本情况

人民币百万	1H12	1H13	YOY
直接销售	710	921	29.7%
特许专营销售佣金	990	1,156	16.8%
租金收入	149	175	17.6%
管理费用收入	22	23	1.6%
总收入	1,871	2,275	21.6%
其他收入及收益	333	456	37.0%
购买存货及存货变动	(594)	(772)	30.1%
毛利	1,610	1,959	21.6%
员工成本	(243)	(300)	23.5%
折旧及摊销	(191)	(214)	12.1%
其他运营开支	(589)	(609)	3.3%
经营利润	588	836	42.3%
所得税	(171)	(255)	49.1%
净利润	576	765	32.8%
母公司权益持有人	547	732	33.8%
少数股东权益	28	32	
每股收益	0.27	0.36	

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4,749	8,077	7,604	7,806	8,483
现金	1,779	2,117	1,389	1,496	2,038
交易性投资		0	0	0	0
应收票据		0	0	0	0
应收款项	22	52	33	39	49
其它应收款	1,483	2,540	2,540	2,540	2,540
存货	294	361	436	524	650
其他	1,170	3,006	3,206	3,206	3,206
非流动资产	12,491	13,217	14,612	15,948	17,229
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,074	4,276	5,124	5,910	6,639
无形资产	560	651	751	851	951
其他	8,857	8,291	8,737	9,187	9,639
资产总计	17,241	21,294	22,215	23,754	25,712
流动负债	5,782	10,648	10,537	11,068	11,821
短期借款	282	1,151	800	800	800
应付账款	1,670	2,376	2,616	3,146	3,900
预收账款	3,547	3,526	3,526	3,526	3,526
其他	261	262	262	262	262
长期负债	4,190	2,471	2,559	2,559	2,559
长期借款	1,204	1,012	1,100	1,100	1,100
其他	2,987	1,459	1,459	1,459	1,459
负债合计	9,972	13,119	13,096	13,626	14,380
股本	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本公积金	6,389	7,058	7,822	8,728	9,793
留存收益					
少数股东权益	717	913	947	987	1,059
母公司所有者权益	6,552	7,262	8,173	9,141	10,273
负债及权益合计	17,241	21,294	22,215	23,754	25,712

现金流量表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1,718	842	1,410	1,933	2,426
净利润	1,129	1,321	1,442	1,734	2,069
折旧摊销	290	410	496	554	609
财务费用	(174)	(202)	(164)	(162)	(164)
投资收益	1,022	191	184	435	618
营运资金变动	(548)	(877)	(547)	(629)	(706)
其它	(2,924)	(573)	(1,496)	(1,498)	(1,496)
投资活动现金流	(2,322)	(1,390)	(1,660)	(1,660)	(1,660)
资本支出	(603)	817	164	162	164
其他投资	1,668	189	(643)	(327)	(389)
筹资活动现金流	1,456	2,329	(263)	0	0
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	725	50	0	0	0
资本公积增加	(289)	(358)	(380)	(327)	(389)
股利分配	(224)	(1,833)	0	0	0
其他	462	458	(729)	108	541
现金净增加额	1,718	842	1,410	1,933	2,426

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

利润表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,117	3,907	4,688	5,638	6,989
营业成本	575	557	560	560	560
营业税金及附加	(948)	(1,237)	(1,453)	(1,748)	(2,166)
营业费用	(428)	(507)	(587)	(693)	(863)
管理费用	(282)	(382)	(503)	(560)	(613)
财务费用	(972)	(1,285)	(1,469)	(1,695)	(2,100)
资产减值损失	(155)	25	(24)	2	34
公允价值变动收	(3)	(4)	0	0	0
投资收益					
营业利润	1,060	1,054	1,236	1,503	1,805
营业外收入	(3)	(4)	0	0	0
营业外支出	227	245	230	230	230
利润总额	1,129	1,321	1,442	1,734	2,069
所得税	(271)	(300)	(317)	(399)	(476)
净利润	858	1,020	1,124	1,335	1,593
少数股东损益	37	48	34	40	72
母公司所有者净利润	821	973	1,091	1,295	1,521
EPS (元)	0.42	0.48	0.54	0.64	0.75

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	36%	25%	20%	20%	19%
营业利润	12%	-1%	17%	22%	20%
净利润	22%	19%	10%	19%	19%
获利能力					
毛利率	70%	68%	69%	69%	69%
净利率	7%	7%	7%	7%	7%
ROE	11%	12%	12%	13%	13%
ROIC	15%	13%	14%	15%	17%
偿债能力					
资产负债率	58%	62%	59%	57%	56%
净负债比率	-3%	-4%	1%	6%	4%
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.18	0.18	0.21	0.24	0.27
存货周转率	1.73	1.37	1.11	1.10	1.13
应收帐款周转率	7.12	7.78	7.34	6.51	8.13
应付帐款周转率	0.34	0.29	0.26	0.29	0.34
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.48	0.54	0.64	0.75
每股经营现金	0.88	0.42	0.69	0.95	1.19
每股净资产	3.72	4.03	4.48	4.98	5.57
每股股利	0.17	0.19	0.16	0.19	0.22
估值比率					
PE	15.9	14.0	12.5	10.5	9.0
PB	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.2	17.8	15.1	12.9	11.0

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828