

大家樂集團(341 HK)

香港業務韌性十足，但中國業務面臨逆風

- ❖ 在利潤率恢復的推動下，業績繼續回暖。我們預計大家樂在 19 財年上半年銷售額/淨利潤同比增長 3.3%/7.2%（對比 18 財年下半年同比增長 7.2%/下跌 7.2%），並預計其將在 3 年盈利下滑後重新開始實現增長。回暖的主因是毛利率的改善，預計 19 財上半年為 12.2%，而 18 財上半年為 11.9%（歷史低位），和香港業務的經營杠杆略有改善。
- ❖ 香港業務仍保持韌力：同店銷售增長輕微改善，但餐廳擴張略有阻滯。儘管香港零售銷售增長放緩（18 公曆年第三/二/一季度同比增長 6.6%/12.4%/14.3%），但香港快餐銷售增長仍然保持良好韌性（同期同比增長 4.9%/5.9%/5.9%）。我們預計 19 財年上半年大家樂香港受惠於更多的產品和服務升級（招銀國際預期平均售價同比增長約 3%或增加 1 港元），同店銷售增長可以同比上升至 4.0%（18 財年下半年為 3.0%）。然而，餐廳數量的擴張仍然略有阻滯，我們預測香港快餐/休閒餐的餐廳數量將在 19 財年上半年降至 292/63（同比下降 4.6%/7.4%），我們認為餐廳數量下降是由於香港零售銷售在 18 公曆年第二/一季度有所反彈後，公司要找到客流量良好而且租金的優惠，適合開店的位置難度提升了不少。另一方面，我們認為在 19 財年上半年還有一些其他正面的因素，例如機構餐飲業務也贏得到更多合約（包括某些大學食堂的合約）。
- ❖ 中國業務增長可能會放緩並面臨利潤率下滑壓力：競爭加劇，O2O 外賣送餐的促銷力度減少，以及外賣平臺的佣金率上升。我們認為大家樂中國內地的同店銷售增長將在 19 財年上半年放緩至 2%（之前的招銀國際預期為 7%），比 18 財年上半年的 15% 有所下降，原因是：1）來自麥當勞和肯德基的競爭加劇，這兩家公司都推出了更多促銷活動（例如重新推出每日都有的低價產品優惠），味千和合興在第 2/3 季度的同店銷售增長都有放緩，相信也是受到影響；2），O2O 外賣送餐服務平臺（如美團和餓了麼），在餓了麼併入了百度外賣後，促銷力度有所減少，以及 3）與去年相比，今年新增外賣送餐服務的餐廳數量比較有限，而這是去年 15% 同店銷售增長（高基數）背後的主因之一。我們還認為外賣平臺的佣金率增加很可能會對利潤率帶來壓力。
- ❖ 我們下調淨利潤的預測和目標價，但維持買入評級。考慮到香港的餐廳擴張數量低於預期以及中國同店銷售增長放緩，我們將 19 財年/20 財年/21 財年淨利潤預測下調 2.9%/6.4%/10.2%。同時我們亦下調目標價至 22.45 港元，但維持買入評級，基於 26 倍 19 財年年預測市盈率（之前為 27 倍），意味著有 31.3% 的上漲空間。目前公司的估值在 19.8 倍 19 財年預測市盈率，是比 5 年平均的 26 倍，低約 2 個標準差。我們認為一旦其盈利在 19 財年上半年開始好轉，該股的估值應會被重估，業績將於 11 月底公佈。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬港元)	7,895	8,427	8,847	9,428	10,195
核心淨利潤(百萬人港元)	504	458	502	554	621
核心 EPS (港元)	0.87	0.79	0.86	0.95	1.07
EPS 變動 (%)	-2.8	-9.4	9.5	10.5	12.0
市盈率 (x)	19.7	21.7	19.8	17.9	16.0
市帳率 (x)	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7
股息率 (%)	4.8	6.8	4.5	5.0	5.6
權益收益率 (%)	14.4	12.8	14.6	15.6	16.9
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$22.45
(前目標價)	HK\$24.00
潛在升幅	+31.3%
當前股價	HK\$17.10

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

餐飲行業

市值(百萬港元)	10,013
3 個月平均流通(百萬)	9.6
52 周內高/低(港元)	23.55/16.6
總股本(百萬)	585.5

資料來源：彭博

股東結構

羅德承	15.75%
羅開親	11.62%
羅開光	10.49%
Matthews Intl capital	6.99%
流通股	55.15%

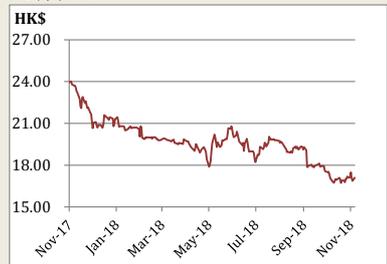
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-0.7%	0.1%
3 月	-12.5%	-4.6%
6 月	-13.7%	4.9%

資料來源：彭博

股價表現

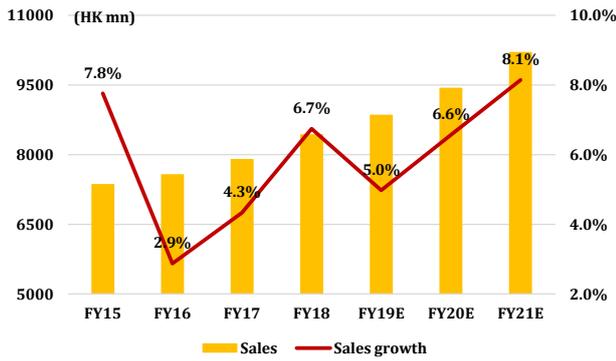


資料來源：彭博

審計師：PricewaterhouseCoopers

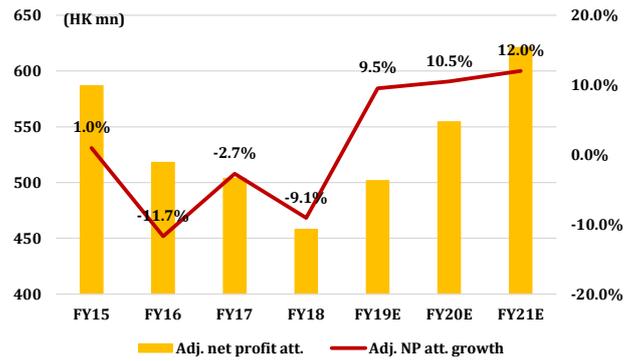
公司網站：www.cafedecoral.com

圖 1: 大家樂的銷售增長可能在 19 財年放緩至 5.0%



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 但是，19 財年的利潤增長可能會恢復到 9.5%



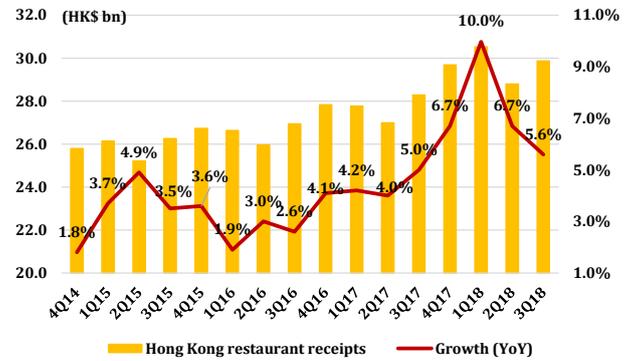
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 香港零售銷售增長在 18 年二/三季度有所放緩



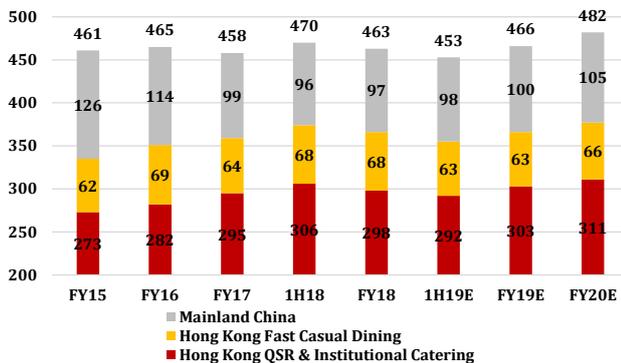
資料來源：香港統計局，招銀國際研究

圖 4: 香港餐飲銷售增長也在 18 年二/三季度放緩



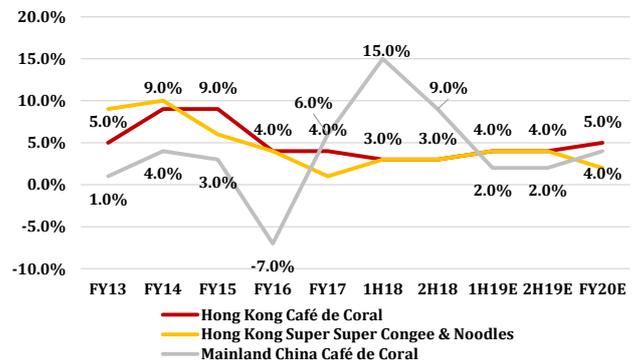
資料來源：香港統計局，招銀國際研究

圖 5: 餐廳數量，按細分和位置



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 6: 同店銷售增長，按細分和位置



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 7: 預測更新

	19財年			20財年			21財年		
	舊	新	變化	舊	新	變化	舊	新	變化
	百萬港币			百萬港币			百萬港币		
香港	7,901.2	7,716.9	-2.3%	8,652.5	8,218.7	-5.0%	9,366.8	8,865.5	-5.4%
大陸	1,216.1	1,130.0	-7.1%	1,349.9	1,209.1	-10.4%	1,511.8	1,330.0	-12.0%
收入	9,117.3	8,846.9	-3.0%	10,002.3	9,427.8	-5.7%	10,878.6	10,195.5	-6.3%
銷售成本	(7,998.1)	(7,750.4)	-3.1%	(8,751.6)	(8,250.1)	-5.7%	(9,474.7)	(8,910.7)	-6.0%
毛利	1,119.2	1,096.6	-2.0%	1,250.7	1,177.7	-5.8%	1,403.9	1,284.8	-8.5%
其他收益	(12.6)	(18.6)	47.8%	(12.6)	(15.6)	23.9%	(12.6)	(12.6)	0.0%
行政費用	(483.4)	(468.5)	-3.1%	(519.2)	(489.4)	-5.7%	(551.4)	(518.6)	-5.9%
經營利潤	623.2	609.5	-2.2%	719.0	672.8	-6.4%	839.9	753.6	-10.3%
淨財務收入	3.4	3.4	2.6%	3.5	3.7	7.8%	3.6	4.1	15.3%
應佔聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
稅前利潤	626.6	613.0	-2.2%	722.5	676.5	-6.4%	843.5	757.7	-10.2%
所得稅開支	(109.7)	(110.3)	0.6%	(130.0)	(121.8)	-6.4%	(151.8)	(136.4)	-10.2%
非控制股東權益	0.3	0.9	266.8%	0.3	0.3	-6.4%	0.3	0.3	4.9%
核心淨利潤	516.7	501.7	-2.9%	592.1	554.5	-6.4%	691.4	621.0	-10.2%
核心每股盈利 (人民)	0.89	0.86	-2.9%	1.02	0.95	-6.4%	1.19	1.07	-10.2%
毛利率	12.3%	12.4%	+0.1 ppt	12.5%	12.5%	0.0ppt	12.9%	12.6%	-0.3ppt
經營利潤率	6.8%	6.9%	+0.1ppt	7.2%	7.1%	-0.1ppt	7.7%	7.4%	-0.3ppt
核心淨利率	5.7%	5.7%	0.0ppt	5.9%	5.9%	0.0ppt	6.4%	6.1%	-0.3ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 8: 同業比較

Company	Ticker	Price HK\$/Local	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)			5yrs avg. of His. Fwd	EPS Growth(%)			PBR (x)			5yrs avg. of His. Fwd	ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)
					FY0	FY1	FY2		FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2					
Leading Greater China Restaurants and Food Ingredients																			
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	17.10	10,013	Mar-18	21.7	19.1	18.1	25.4	13.0	5.6	10.6	2.8	2.9	2.9	3.8	13.0	2.0	4.7	(18.7)
Xiabuxiabu Catering Manager	520 HK	10.82	11,642	Dec-17	23.3	20.6	16.5	n/a	16.1	25.2	21.8	4.9	4.4	3.8	n/a	22.6	1.0	1.9	(30.2)
Yihai International Holding	1579 HK	20.20	21,147	Dec-17	66.7	39.2	29.4	n/a	67.1	33.5	30.3	12.5	9.5	7.4	n/a	18.8	0.9	0.6	169.0
Yum China Holdings Inc	YUMC US	36.50	108,358	Dec-17	21.2	24.2	22.5	n/a	45.6	7.4	8.3	4.7	4.4	3.9	n/a	18.6	1.3	1.2	(8.8)
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	221.00	10,120	Dec-17	18.8	21.8	19.2	35.2	(15.0)	13.5	25.0	4.0	3.7	3.3	4.7	23.7	3.4	2.3	(43.9)
Average					30.3	25.0	21.1	30.3	25.4	17.1	19.2	5.8	5.0	4.3	4.3	19.3	1.7	2.2	13.5
Median					21.7	21.8	19.2	30.3	16.1	13.5	21.8	4.7	4.4	3.8	4.3	18.8	1.3	1.9	(18.7)
Other H-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	26.50	3,412	Mar-18	15.7	12.6	11.5	18.0	24.1	10.0	13.0	4.4	4.3	4.1	4.7	29.2	0.8	5.4	(17.2)
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.15	1,531	Dec-17	9.5	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.4	n/a	n/a	3.6	26.3	n/a	n/a	(30.0)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.72	1,016	Mar-18	12.7	10.3	7.2	26.3	23.2	42.9	20.0	0.8	0.7	0.6	2.6	6.8	0.4	6.9	(35.8)
Ajisen China Holdings Ltd	538 HK	2.45	2,674	Dec-17	n/a	10.9	10.3	n/a	(143)	6.3	13.9	0.8	0.8	0.7	1.6	(15.4)	(0.1)	4.5	(34.1)
Tao Heung	573 HK	1.35	1,372	Dec-17	13.8	n/a	n/a	15.8	0.0	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.7	5.8	n/a	n/a	(2.9)
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.12	1,197	Dec-17	9.6	9.0	8.3	10.4	(12.4)	8.8	8.1	2.3	2.0	2.1	1.6	25.9	9.0	12.1	(23.0)
Average					12.3	10.7	9.3	18.8	(18.0)	11.3	9.2	1.9	1.9	1.9	2.7	13.1	2.5	7.2	(23.8)
Median					12.7	10.6	9.3	18.0	0.0	7.5	10.5	1.5	1.4	1.4	2.2	16.3	0.6	6.2	(26.5)
International Restaurants and Food Ingredients																			
Yum! Brands Inc	YUM US	90.72	221,882	Dec-17	23.3	24.5	23.9	24.4	(3.7)	2.6	9.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.2	1.6	11.2
Mcdonald'S Corp	MCD US	185.94	1,122,591	Dec-17	24.9	24.0	22.6	21.6	20.9	6.3	7.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.1	2.2	8.0
Starbucks Corp	SBUX US	68.60	703,302	Sep-18	26.4	26.0	22.8	27.7	(18.5)	13.9	15.0	76.8	n/a	n/a	23.3	136.5	11.7	2.2	19.4
Restaurant Brands Intern	QSR US	56.81	209,551	Dec-17	22.0	21.6	20.5	n/a	0.0	5.7	10.3	6.5	15.2	13.4	n/a	39.1	4.1	3.1	(7.6)
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	490.76	106,797	Dec-17	58.5	57.7	40.9	95.8	38.1	41.0	27.6	9.5	1.3	1.2	8.4	13.3	1.6	0.0	69.8
Darden Restaurants Inc	DRI US	112.44	109,288	May-18	21.6	19.9	18.0	24.8	17.7	10.4	7.8	6.1	2.3	2.0	4.2	29.7	1.7	2.7	17.1
Domino'S Pizza Inc	DPZ US	274.35	89,369	Dec-17	35.5	32.4	28.9	32.3	40.6	12.1	16.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	0.8	45.2
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	74.51	48,198	Dec-17	27.7	26.3	24.9	28.4	(26.4)	5.6	10.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.5)	1.9	15.6
Wendy'S Co/The	WEN US	17.42	32,301	Dec-17	33.1	30.7	26.0	34.7	(27.9)	18.0	23.9	5.3	11.0	16.8	4.2	96.4	17.5	2.0	6.1
Jollibee Foods Corp	JFC.PM	277.00	44,367	Dec-17	39.2	38.8	33.9	40.2	3.0	14.6	16.0	6.7	6.5	5.8	7.4	18.9	3.5	0.9	9.5
Average					31.2	30.2	26.2	36.6	4.4	13.0	14.5	18.5	7.3	7.8	9.5	55.6	4.7	1.7	19.4
Median					27.1	26.2	24.4	28.4	1.5	11.2	13.0	6.6	6.5	5.8	7.4	34.4	2.8	1.9	13.4
A-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Foshan Haitian Flavouring -A	603288 CH	65.76	199,963	Dec-17	42.9	41.3	34.5	n/a	18.6	19.7	20.0	14.1	12.8	10.7	n/a	35.4	2.1	1.6	22.2
Fujian Sunner Development-A	002299 CH	16.48	22,995	Dec-17	19.7	17.5	14.0	n/a	261.1	24.6	11.6	2.9	2.7	2.3	3.5	16.4	0.2	1.6	14.4
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	21.78	20,205	Dec-17	19.7	18.5	15.4	35.1	11.8	20.2	17.9	4.3	3.9	3.3	3.8	23.5	1.1	1.9	(33.4)
Meihua Holdings Group Co -A	600873 CH	4.07	14,241	Dec-17	10.5	10.3	10.0	38.2	2.1	3.3	17.3	1.4	1.3	1.2	2.5	13.7	1.4	n/a	(21.1)
Guangzhou Restaurant Group-	603043 CH	24.71	11,238	Dec-17	27.5	23.8	19.6	n/a	13.3	21.4	24.2	5.9	5.0	4.2	n/a	25.7	1.2	1.1	26.1
China Quanjude Group Co Lt-	002186 CH	12.18	4,229	Dec-17	28.7	23.6	21.2	47.2	15.1	11.3	0.2	2.4	n/a	n/a	4.8	8.5	2.7	n/a	(30.8)
Xi'An Catering Co Ltd -A	000721 CH	4.22	2,371	Dec-17	n/a	n/a	n/a	n/a	0	0.0	0.0	3.2	n/a	n/a	5.0	(1.8)	n/a	n/a	(25.3)
Average					24.8	22.5	19.1	40.1	46.0	14.4	13.0	4.9	5.1	4.3	3.9	17.3	1.5	1.5	(6.8)
Median					23.6	21.0	17.5	38.2	13.3	19.7	17.3	3.2	3.9	3.3	3.8	16.4	1.3	1.6	(21.1)
H-shares Consumer Staples																			
Uni-President China Holdings	220 HK	7.15	30,883	Dec-17	26.8	24.4	21.2	38.3	24.8	14.7	11.9	2.1	2.1	2.0	2.1	8.1	1.4	2.7	9.3
Tingyi (Cayman Isln) Hldg Co	322 HK	12.50	70,222	Dec-17	25.7	25.2	21.5	36.1	32.7	17.7	13.7	3.3	3.1	2.8	3.8	14.6	1.2	2.1	(17.8)
Want Want China Holdings Ltr	151 HK	5.54	68,969	Mar-18	19.7	17.6	16.3	20.2	7.4	8.2	9.4	4.2	3.8	3.5	n/a	n/a	2.1	3.1	(14.1)
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	24.20	95,046	Dec-17	33.8	27.2	21.3	n/a	46.6	28.2	22.0	3.6	3.3	2.9	2.7	11.0	0.9	0.9	4.7
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	31.70	46,484	Dec-17	26.9	24.0	20.4	33.7	23.3	18.0	15.2	2.1	2.1	2.0	3.3	8.1	1.3	1.8	(21.3)
China Resources Beer Holding	291 HK	27.10	87,917	Dec-17	52.2	38.0	29.1	48.8	71.8	30.8	22.8	4.0	4.0	3.6	2.4	7.9	0.9	0.9	(3.4)
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.51	75,455	Dec-17	18.6	17.4	15.2	n/a	9.8	14.5	14.6	4.6	4.4	3.9	n/a	26.0	1.3	3.4	(22.4)
Average					29.1	24.9	20.7	35.4	30.9	18.9	15.7	3.4	3.3	3.0	2.9	12.6	1.3	2.1	(9.3)
Median					26.8	24.4	21.2	36.1	24.8	17.7	14.6	3.6	3.3	2.9	2.7	9.5	1.3	2.1	(14.1)

資料來源：公司，彭博，招銀國際研究

財務報表

利潤表

收入	7,895.3	8,427.4	8,846.9	9,427.8	10,195.5
香港	6,916.5	7,351.2	7,716.9	8,218.7	8,865.5
大陸	978.7	1,076.2	1,130.0	1,209.1	1,330.0
銷售成本	(6,838.4)	(7,385.3)	(7,750.4)	(8,250.1)	(8,910.7)
毛利	1,056.8	1,042.1	1,096.6	1,177.7	1,284.8
其他收益淨額	(23.1)	(13.7)	(18.6)	(15.6)	(12.6)
存貨成本	(430.6)	(458.8)	(468.5)	(489.4)	(518.6)
息稅前收益	603.1	569.6	609.5	672.8	753.6
應佔聯營公司利潤	-	-	-	-	-
淨財務收入/(支出)	9.6	11.7	3.4	3.7	4.1
非經常性收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	612.7	581.2	613.0	676.5	757.7
所得稅	(108.8)	(121.9)	(110.3)	(121.8)	(136.4)
非控制股東權益	0.0	1.2	0.9	0.3	0.3
淨利潤	503.8	458.1	501.7	554.5	621.0
核心淨利潤	503.8	458.1	501.7	554.5	621.0
息稅折攤前收益	915.8	914.0	975.3	1,063.3	1,176.4

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結: 3月31日 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	3,160.9	3,241.9	3,354.3	3,454.5	3,567.7
物業、廠房及設備	1,943.6	2,020.9	2,141.3	2,245.0	2,361.6
無形資產	4.6	4.1	3.5	3.0	2.6
租賃土地及土地使用權	80.5	79.5	76.3	73.3	70.3
其他非流動資產	1,132.2	1,137.4	1,133.3	1,133.3	1,133.3
流動資產	1,275.9	1,374.4	1,118.4	1,199.0	1,304.5
現金及現金等值物	790.0	801.2	574.4	621.3	682.3
應收貿易款項	97.3	191.5	109.1	116.2	125.7
存貨	240.2	234.4	276.0	293.8	317.4
可供出售投資	-	-	-	-	-
其他流動資產	148.4	147.4	158.9	167.6	179.1
流動負債	845.9	955.6	955.9	1,015.7	1,094.7
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易及其他賬款	820.2	914.4	914.8	974.6	1,053.6
遞延稅款	25.7	41.1	41.1	41.1	41.1
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	99.8	87.3	87.3	87.3	87.3
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延稅款	32.0	33.5	33.5	33.5	33.5
其他非流動負債	67.8	53.7	53.7	53.7	53.7
淨資產總值	3,491.1	3,573.5	3,429.5	3,550.5	3,690.3
少數股東權益	3.7	3.8	4.7	5.0	5.3
股東權益	3,487.4	3,569.7	3,424.8	3,545.5	3,684.9

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結:3月31日 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前收益	612.7	581.2	613.0	676.5	757.7
折攤和攤銷	309.0	340.7	362.0	387.0	419.4
營運資金變動	2.4	(2.6)	29.6	26.1	34.5
稅務開支	(79.4)	(121.9)	(110.3)	(121.8)	(136.4)
利息收入	(9.6)	(11.7)	(3.4)	(3.7)	(4.1)
其他	40.7	49.2	53.0	47.4	46.5
經營活動所得現金淨額	875.8	835.0	943.7	1,011.5	1,117.6
資本開支	(595.7)	(462.0)	(513.1)	(518.5)	(560.8)
出售物業、厂房、設備	3.5	-	-	-	-
上市投資股息	12.2	15.8	12.2	12.2	12.2
其他	(12.7)	96.6	3.4	3.7	4.1
投資活動所得現金淨額	(592.6)	(349.6)	(497.4)	(502.6)	(544.4)
發行新股	25.7	-	-	-	-
回購	(17.1)	-	-	-	-
派息	(670.5)	(474.2)	(673.2)	(462.0)	(512.2)
其他	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(661.8)	(474.2)	(673.2)	(462.0)	(512.2)
現金淨變動	(378.6)	11.2	(226.9)	46.9	61.0
年初現金及現金等值物	1,186.6	790.0	801.2	574.4	621.3
匯兌差額	(18.0)	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	790.0	801.2	574.4	621.3	682.3

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結: 3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
香港	87.6	87.2	87.2	87.2	87.0
大陸	12.4	12.8	12.8	12.8	13.0
盈利能力比率 (%)					
息稅折攤前利潤率	11.6	10.8	11.0	11.3	11.5
稅前利率	7.8	6.9	6.9	7.2	7.4
淨利潤率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.1
核心淨利潤率	6.4	5.4	5.7	5.9	6.1
有效稅率	17.8	21.0	18.0	18.0	18.0
增長 (%)					
收入	4.3	6.7	5.0	6.6	8.1
息稅折攤前利潤	(0.3)	(0.2)	6.7	9.0	10.6
經營利潤	(2.0)	(5.6)	7.0	10.4	12.0
淨利潤	(2.7)	(9.1)	9.5	10.5	12.0
核心淨利潤	(2.7)	(9.1)	9.5	10.5	12.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2
平均應收賬款周轉天數	4.5	8.3	4.5	4.5	4.5
平均應付帳款周轉天數	11.3	10.3	11.0	11.0	11.0
平均存貨周轉天數	12.8	11.6	13.0	13.0	13.0
淨負債/權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	14.4	12.8	14.6	15.6	16.9
資產回報率	11.4	9.9	11.2	11.9	12.7
每股數據					
每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.86	0.95	1.07
核心每股盈利(港元)	0.87	0.79	0.86	0.95	1.07
每股股息(港元)	0.82	1.17	0.78	0.86	0.96
每股帳面值(港元)	6.00	6.14	5.89	6.10	6.34

資料來源: 公司, 招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。