

大賣場龍頭，建議認購

招股摘要

發行價	5.65-7.20 港元
每手股數	500 股
每手金額	3636.29 港元
發行股數	11.4 億股
配售股數	1.14 億股
公開發售股數	10.29 億股
集資總額	63.4-82.1 億港元
保薦人	滙豐銀行、瑞士銀行、花旗
基礎投資者	新加坡投資基金、大馬主權基金、老虎基金等共9個基金
公開招股日	2011年7月4日至7日
定價日	2011年7月8日
上市日	2011年7月15日

上市資料

	發行價為 5.65 港元	發行價為 7.2 港元
市值	529 億港元	675 億港元
*11 年預測市盈率	31.4 倍	40.0 倍
*11 年預測股東應占溢利	不少於 14.14 億人民幣	

*招股書資料

公司背景

集團以「歐尚」及「大潤發」兩大知名品牌經營大賣場業務。集團的最終控股股東歐尚集團及潤泰分別於 1999 年及 1998 年在上海開設其首間大賣場。集團目前為中國規模最大及發展最快的大賣場運營商。根據 Euromonitor 的資料，集團於 2010 年的估計市場份額為 12.0%。集團在全國 31 個省、自治區及直轄市中的 21 個開設了 197 間綜合性大賣場，當中 136 間為集團所租賃，49 間為集團自有及 12 間為承包店舖，平均面積為 8800 平方米。

資金主要用途 (70.99 億港元)

(以 6.43 港元計算-從發行 11.4 億新股所得)

50%	開設新大賣場。
30%	償還貸款
15%	升級及改造現有大賣場、升級物流中心及軟體
5%	一般營運資金

高鑫零售 6808.HK

中國最大的大賣場運營商

2011 年 7 月 5 日

- 大賣場運營商龍頭。**集團為中國規模最大及發展最快的大賣場運營商。根據 Euromonitor 的資料，集團 2010 年的估計市場份額為 12.0%。緊接其後的是沃爾瑪、華潤創業和家樂福，市占率分別為 11.2%、9.8%和 8.1%。排名第五的深圳新一佳超市市占率就只有 4%。
- 大賣場行業於零售業中增長最快。**於過往十年，大賣場行業一直是中國家庭百貨零售市場的主要增長分部。據 Euromonitor 估計，大賣場行業從 2000 年約 1%的市場份額，快速增長到 2010 年的 14.0%，市場規模為人民幣 4,446 億元，年複合增長率高達 37.8%。然而，據 Euromonitor 估計，預計大賣場業務板塊於 2010 年至 2015 年仍是增長最快的家庭百貨零售板塊，預測市值的年複合增長率為 15.4%。由於大賣場秉持成熟且獨特的顧客服務模式，包括提供品類繁多的產品、低價定位、一站式購物體驗、日常購物理想場所及提供新鮮食品等，所以深受消費者歡迎。
- 先行者優勢。**大賣場的特點表現為零售區域大及通常位於高客流量的城區地段。因此，在中國設立一家大賣場為資本高度密集行業，需要大量資本投入到房地產及基礎設施建設。隨著最近幾年中國房地產價格持續上漲，建立新店所需的資本投入亦大幅增加。根據中國國家統計局的資料，2009 年中國商業樓宇的平均銷售價格上升 23.2%，達每平方米人民幣 4,681 元。建立新的大賣場因此變得日益昂貴，對潛在進入者而言為一個巨大的壁壘。而集團的大潤發品牌早於 1998 年已經開始進入內地市場，享受先行者優勢並得以快速建立深入民心的品牌。
- 受惠行業整合。**中國大賣場的整體競爭格局相對分散，呈現若干全國性、地區性及國際性運營商並立的局面。儘管如此，近年來，由於規模較大的運營商積極開設店舖及進行收購，彼等的市場份額已顯現整合跡象。據 Euromonitor 估計，2010 年五大大賣場運營商按零售額淨值計合共佔有 45.1%的市場份額，而 2005 年則為 34.8%。
- 公司業績快速增長。**於 08 年、09 年及 10 年，集團錄得的營業額分別為人民幣 378.52 億、453.94 億及 561.68 億，年複合增長率為 21.8%。同時，集團純利分別為 10.16 億、12.54 億及 16.14 億，年複合增長率為 26%。
- 基礎投資者實力雄厚。**高鑫零售引入 9 名基礎投資者，當中包括新加坡和大馬主權基金、老虎基金、對沖基金 Owl Creek 等。基金合共認購 4.2 億美元(約 36.76 億港元)股份，分別有 12 個月及 6 月禁售期。
- 受惠內需，建議認購。**受城市化、消費模式改變、市民收入增加等多個利好因素，大賣場行業在內地每年保持高速發展。高鑫力壓沃爾瑪、華潤及家樂福，在短短十多年間成為國內大賣場的龍頭企業，可見其管理層有過人之處。藉著公司成熟的經營模式的管理經驗，以及預期大賣場繼續以高於整體零售行業的速度增長，相信高鑫的盈利將可以保持快速增長。雖然招股市盈率 31.4 倍-40 倍稍為偏高，但公司作為行業龍頭值得擁有一定溢價。建議認購。

公司綜合收益表

人民幣百萬元	截止 12 月 31 日止年度			截止 3 月 31 日止 3 個月	
	2008	2009	2010	2010	2011
收益	37,852	45,394	56,168	15,656	19,824
增長	不適用	19.9%	23.7%	不適用	26.6%
銷售成本	(30,763)	(36,814)	(45,200)	(12,784)	(16,093)
毛利	7,089	8,580	10,968	2,872	3,731
增長	不適用	21.0%	27.8%	不適用	29.9%
毛利率	18.7%	18.9%	19.5%	18.3%	18.8%
門店營運成本	(4,635)	(5,502)	(7,289)	(1,657)	(2,282)
行政開支	(1,186)	(1,402)	(1,479)	(351)	(445)
其他收入	259	277	274	56	150
經營溢利	1,527	1,953	2,474	920	1,154
增長	不適用	27.9%	26.7%	不適用	25.4%
經營溢利率	4.0%	4.3%	4.4%	5.9%	5.8%
財務費用	(147)	(149)	(83)	(22)	(17)
稅前溢利	1,380	1,804	2,391	898	1,137
所得稅	(364)	(550)	(777)	(287)	(320)
年度/期間溢利	1,016	1,254	1,614	611	817
增長	不適用	23.4%	28.7%	不適用	33.7%
純利率	2.7%	2.8%	2.9%	3.9%	4.1%
以下人士應占溢利：					
本公司權益持有人	680	811	1,031	396	522
非控股權益	336	443	583	215	295
	1,016	1,254	1,614	611	817

資料來源：公司招股檔，光大市場策略

風險因素

- 百貨零售業競爭激烈，多家龍頭企業目前市占率不相伯仲。
- 營運成本不斷上升，未必能有效轉嫁給消費者。
- 若集團供應鏈中斷將對基礎業務產生重大不利影響及損害聲譽。

估值比較

股票代號	公司	股價	市值	市盈率		純利率(%)
		(當地貨幣)	(億港元)	2010	2011E	2010
6808	新鑫零售	5.65-7.20	529-675	未提供	*31.4-40.0	2.9
1025 HK	物美商業	19.02	243.7	36.0	30.4	4.2
600631 CH	百聯股份	15.6	248.3	19.5	19.8	4.8
002336 CH	人人樂	19.34	111.9	31.7	26.1	2.4
*市場預測						
按 2011 年 7 月 4 日的中午收市價						

資料來源：公司招股檔，彭博，光大市場策略

中國光大證券國際有限公司評級

買入	未來六個月的投資收益率領先相關行業指數 15%以上
增持	未來六個月的投資收益率領先相關行業指數 5%至 15%
持有	未來六個月的投資收益率與相關行業指數變動幅度相差-5%至 5%
減持	未來六個月的投資收益率落後相關行業指數 5%至 15%
沽出	未來六個月的投資收益率落後相關行業指數 15%以上

披露事項

在評論中，本公司並無擁有相當於所分析上市公司 1%或以上市值的財務權益(包括持股)，與有關上市公司並無投資銀行關係，亦無進行有關股份的莊家活動。本公司員工均非該上市公司的雇員。上述分析員並無於本報告所載的上市公司中擁有財務權益。

免責聲明

本報告由中國光大證券國際有限公司市場策略部所提供。本報告之內容不是為任何投資者的投資目標、需要及財政狀況而編寫。本報告內所載之資料乃得自可靠之來源，惟並不保證此等資料之完整及可靠性，亦不存有招攬任何人參與證券或期貨等衍生產品買賣的企圖。本報告內之意見可隨時更改而毋須事先通知任何人。中國光大證券國際有限公司並不會對任何人士因使用本報告而引起之直接或間接之損失負責。

中國光大證券國際有限公司不排除其員工及有關公司的員工對有關報告內容提及的投資工具及產品有其個人投資興趣。

本報告乃屬於中國光大證券國際有限公司之財產，未經本公司事前書面同意，任何人士或機構均不得複製、分發、傳閱、廣播或作任何商業用途。

本公司乃受香港證券及期貨監察委員會所監管，並受香港證券及期貨條例及有關附屬條例約束。

地址：香港夏慤道 16 號遠東金融中心 40 樓

聯絡電話：2537 6689