

香港零售企业股份回购点评

未有评级

寻找股份回购的最佳受益者

根据我们的统计，香港上市零售企业中，08年共有6家公司进行了股份回购。分别为国美电器(493.hk)，利福国际(1212.hk)，金鹰商贸(3308.hk)，银泰百货(1833.hk)，新宇亨得利(3389.hk)和卓悦控股(653.hk)。具体回购情况如下表1。经过分析香港上市零售企业6家进行股票回购的情况，基本面情况及估值水平比较，我们认为，利福国际的股票回购次数多，持续时间较长，其基本面良好，估值水平安全。公司的股票回购在未来一段时间内可能获得超额投资收益率，从而成为香港零售上市公司中股票回购的最佳受益者。

2009年2月2日

股票回购是指上市公司利用现金等方式，从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。公司在股票回购完成后可以将所回购的股票注销。通常在宏观经济不景气时，股市进入低迷状态，持续低迷引发股票抛售，导致股价下跌，流动性减弱的恶性循环。公司在本公司股票严重低估时，积极进行回购：一方面，收购价格传递公司价值的信号，具有一定示范意义，另一方面减少每股净收益的计算基数，在盈利增长或不变情况下维持或提升每股收益水平和股票价值，减轻经营压力。

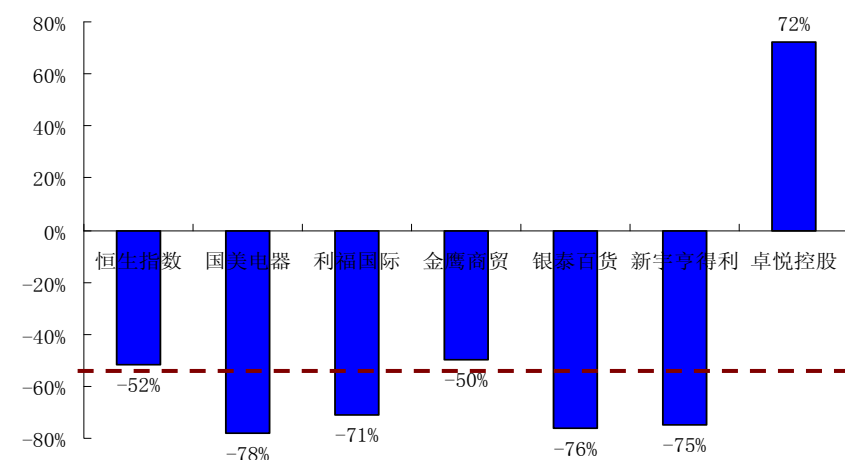
全球股市历史表明，在股指大跌的时候，大量公司回购股票能在短期稳定股市。而对于单个上市公司，国外更是有大量的实证研究表明，实行股份回购的公司在股份回购期间和回购后的股价均有超越市场平均水平的超额投资收益率。尤其是市盈率/市净率低、市值小、回购比例大和基本面良好的公司，这些公司实施回购能产生较高的超额收益率（详见招商香港罗锦明《新鸿基公司和大福证券回购点评》）。本文的主旨在于寻找香港上市零售企业中，进行股份回购的最佳受益者。

招商证券(香港)研究部

梁盈 (755) 8373-4442

ly@cmschina.com.cn

图1：进行股份回购的零售个股2008年1月2日至2009年1月30日涨跌幅



资料来源：Bloomberg, 招商（香港）整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表1: 香港零售上市公司08年股票回购汇总

公司名称	国美电器	利福国际	银泰百货	金鹰商贸	新宇亨得利	卓悦控股
08年首次回购日	2008-1-22	2008-9-18	2008-10-30	2008-11-7	2008-10-29	2008-1-21
最近回购日	2008-2-5	2009-1-30	2008-12-8	2009-1-23	2008-12-31	2009-1-22
首次回购价	14.38	8.78	2.3	4.16	1.34	1.32
最近回购价	17.46	6.36	1.94	4.34	1.23	2.05
次数	10次	56次	22次	39次	9次	38次
总回购金额(百万)	2,237	231	105	211	10	28
总回购股数(百万)	130	39	50	50	8	12
占总股本比例	1.02%	2.26%	2.77%	2.75%	0.31%	5.28%

资料来源: 港交所, 公司资料, 招商证券(香港)整理

一、股份回购情况比较

如果公司一段时间内实施回购的次数多, 而且回购金额大, 特别是那些在一年内回购股数占公司股本5%以上的公司更加体现出对于未来经营的信心。Konan Chan, David Ikenberry, Inmoo Lee (2006) 研究发现大量回购的公司组别的股票的4年超额收益率达到33.54%, 大大高出回购或小量组别的超额收益率的14.63%和13.60%。我们认为, 多次大量实施回购的公司股票超额收益率高。

经过比较后我们发现, 这六家进行股份回购的零售企业中, 国美电器及新宇亨得利回购次数较少 (≤ 10 次), 持续回购时间较短 (≤ 2 个月), 总回购股数占总股本的比例较低 ($< 2\%$), 我们认为, 这两家公司进行股份回购的效果不明显。相反, 利福国际, 金鹰商贸, 卓悦控股及银泰百货回购频度高, 持续性好, 特别是利福国际及金鹰商贸, 在不到三个月的时间里, 回购次数分别高达56次及39次, 总回购股数占股本比例达2.26%及2.75%。而卓悦控股持续回购时间长达一年, 回购比例在5%以上。我们认为, 利福、金鹰、卓悦及银泰的股份回购效应值得投资者关注。

二、基本情况比较

从基本面情况来看, 2009年6家公司预测业绩增长不一, 5家公司为正增长, 银泰百货为负增长 (彭博的市场预期, 见表2)。从资产的流动及速动比率来看, 利福国际 (流动比率 > 2 , 速动比率 > 1) 优于金鹰及银泰。资产负债率来看, 利福, 银泰及新宇亨得利均在50%以内的安全区域。而利福由于拥有香港中心商圈自有物业, 每股帐面价值为6家公司中最高。

表2: 6家零售上市企业主要财务数据比较

	国美电器	利福国际	金鹰商贸	银泰百货	新宇亨得利	卓悦控股
07销售额(百万元)	42479	3112	1108	884	4579	1210
08E销售额(百万元)	49782	3587	1416	1289	5842	-
09E销售额(百万元)	55846	4133	1750	1786	6816	-
09销售额同比增长	12.2%	15.2%	23.6%	38.6%	16.7%	-
07净利润(百万元)	1127	1024	386	378	418	71
08E净利润(百万元)	2313	1001	552	455	497	-
09E净利润(百万元)	2485	1074	612	429	570	-
09净利润同比增长	7.4%	7.3%	10.8%	-5.8%	14.8%	-
08E市净率	1.2	2.1	3.5	1.0	1.1	-
流动比率	1.4	2.2	1.1	1.0	4.1	1.4
速动比率	0.4	1.5	1.0	0.4	1.7	0.7
资产负债率	65%	50%	66%	35%	50%	57%
股息率	1.59	2.33	0.65	-	-	8.8
每股帐面价值	0.7	3.0	0.9	1.8	0.8	0.7
08E每股帐面价值	0.8	3.0	1.0	2.0	0.9	-
09E每股帐面价值	1.0	3.5	1.3	2.1	1.0	-
每股自由现金流	0.1	0.3	0.4	-0.1	-0.1	0.4

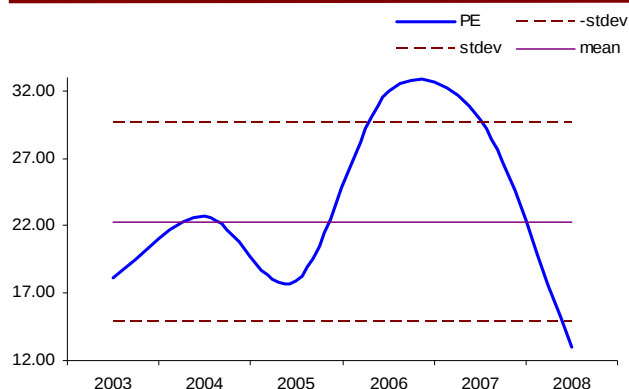
资料来源: Bloomberg, 招商(香港)预测

综合以上的分析,我们认为,2009年利福国际无论从业绩增长及财务安全的基本面,相对6家公司而言比较合理,利福国际有望成为股份回购的最佳受益者。

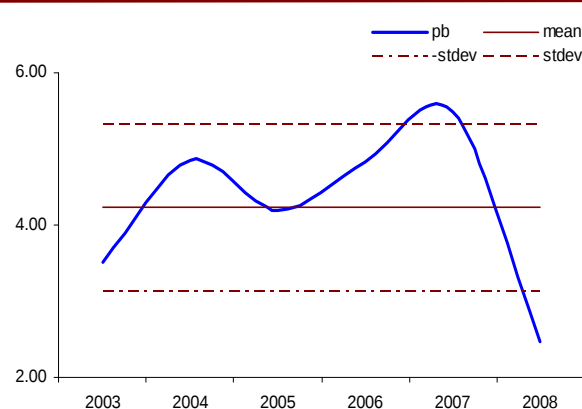
三、估值水平比较

此外,我们也从估值水平方面对6家公司进行比较。2008年香港上市零售企业平均市盈率约为12倍,市净率在2.5倍左右。从6家公司的比较来看,我们认为,金鹰商贸存在一定的高估,而利福国际仍处在估值较为合理的范围之内(见表3)。

图2左: 香港零售企业历史PE



右: 香港零售企业历史PB



资料来源: Bloomberg, 招商(香港)整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 3: 估值比较

2009-2-2 公司简称	收盘价 港元	每股盈利			市盈率		
		07	08E	09E	07	08E	09E
国美电器	1.12	0.09	0.18	0.19	12.87	6.26	5.86
利福国际	6.40	0.60	0.60	0.62	10.63	10.68	10.32
金鹰商贸	4.06	0.21	0.30	0.33	19.15	13.49	12.34
银泰百货	2.13	0.22	0.26	0.23	9.68	8.35	9.42
新宇亨得利	1.03	0.17	0.20	0.22	6.13	5.23	4.79
卓悦控股	2.24	0.31	-	-	7.30	-	-

资料来源: Bloomberg, 招商 (香港) 预测

回顾前文, 市盈率/市净率低、市值小、回购比例大和基本面良好的公司, 这些公司实施回购可能产生较高的超额收益率。经过分析香港上市零售企业6家进行股票回购的情况、基本面情况及估值水平比较, 我们认为, 利福国际的股票回购次数多, 持续时间较长, 其基本面良好, 估值水平安全。公司的股票回购在未来一段时间内可能获得超额投资收益率, 从而成为香港零售上市公司中股票回购的最佳受益者。

行业投资评级	定义
增持	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
减持	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

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。

作者声明: 本人梁盈未持有报告中所提及的股票及其相关的衍生证券。

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