

金蝶国际 (268 HK, HK\$3.20, TP: HK\$4.73, 买入) — 火凤凰浴火重生

❖ **受惠于软件系统的增长。**在中国，企业对软件系统重要性的意识日益增加，金蝶在销售方面因而经历了高速的增长，然而，公司过分看重对业务的扩张，并忽视了有关的盈利能力。今年上半年，公司的核心盈利只有 4,690 万元（人民币·下同），相比 2010 上半年的 4,460 万元，同比增长仅 5.2%。成本控制的问题是金蝶最主要的不利因素。公司亦因此在第三季进行了业务结构重整。

❖ **削减员工人数。**为了改善成本结构，公司已经削减了多余的劳动力及表现未如理想的员工。目前的员工人数约为 10,500 人。我们相信在工资上升的压力下，公司将在 2012 年进一步削减劳动力至大约 10,000 人。这有望帮助公司减少约 4,630 万元的工资开支。

❖ **中央集权。**金蝶收回地方权力，以进行中央集权。这样可以简化企业的经营结构及方便资源共享，例如共享研发中心。考虑公司需要时间适应新的经营结构，我们不认为核心净利率在明年上半年会有显著的改善，有关盈利能力的改善，估计最早出现在明年的下半年。

❖ **放弃低收益的项目。**公司已把内部的销售目标作出调整，从以往的只对营业额进行评价，改变至对净利润进行评价。这样，公司打算放弃利润不能满足最低回报率的项目，管理层表示，目标净利率为 15%。因此，我们相信公司在收入增长方面会有所放缓。过渡期结束后，净利率有望于明年下半年有所改善。

❖ **根据公司第三季度的业务报告，我们上调了对 2011 财年收入和净利润的预测。**然而，我们相信业务结构重整需要时间。因此，我们下调了 2012 财年的利润率和盈利预测。我们估计 2012 财年的净收入为 4.51 亿元，估值相等于 16.2 倍 2012 年市盈率。由于业务结构重整存在不确定性，我们下调了金蝶的目标价，从 HK\$4.94 减至 HK\$4.73，不过，与用友软件（600588 CH）23.0 倍 2012 年市盈率相比，金蝶现价还是有一个较大的折让，故此我们维持「买入」的建议。

金蝶国际 (2128 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.20
目标价	HK\$4.73
市值 (港币百万)	8,081
过去 3 月平均交易 (港币百万)	12.7
52 周高/低 (港币)	5.30/2.36
发行股数 (百万股)	2,525
主要股东	徐少春 (30.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	23.2%	10.9%
3 月	-20.4%	-20.0%
6 月	-34.4%	-22.2%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (人民币百万元)	997	1,437	2,127	2,694	3,269
净利润 (人民币百万元)	212	271	375	451	602
每股收益 (人民币)	0.089	0.109	0.145	0.168	0.215
每股收益变动 (%)	10.5	22.6	33.1	15.6	28.3
市盈率(x)	31.0	25.1	18.7	16.2	12.6
市帐率(x)	5.3	4.2	3.0	2.5	2.1
股息率 (%)	0.6	0.9	1.1	1.2	1.6
权益收益率 (%)	19.8	19.5	22.6	23.1	25.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。