

# 睿智投資

## 寶峰時尚 (1121 HK, HK\$ 1.30, 目標價 1.76 港元, 買入) 從 OEM 向品牌商轉型

- ❖ **2011年淨利潤同比大增40.8%。**2011年營業額達11.18億元(人民幣·下同),同比增長34.1%,比我們預期11.05億元高1.2個百分點。其中自有品牌(寶人和寶峰)佔比由2010年45.9%上升至2011年62.3%,毛利率上升0.4個百分點至33.4%,主要受益于高毛利率的自有品牌業務拉動。淨利潤達1.6億元,同比大增40.8%,比我們預期1.57億元高1.9個百分點。
- ❖ **自有品牌銷量大增。**2011年,寶人牌營業額同比增77.3%至4.02億元,主要受益於銷量上升74%至800萬雙,寶峰牌營業額同比增91.8%至1.67億元,主要受益於銷量上升89.4%至1250萬雙。但是OEM業務銷量下跌17.7%至2880萬雙。這情況一方面根據客戶需求而改變,另一方面也是公司策略調整的結果。
- ❖ **分銷運營健康。**截至2011年,公司擁有908間零售店,其中約三成商超,一成專賣店,六成百貨專櫃,擴張速度同比增長74.8%。預計未來兩年開店速度為50%左右。我們認為市場空間還是相當廣闊的。2011年,平均應收賬款周轉天數和存貨天數分別較2010年下降了5.8天和5.2天至33.2天和29.6天。寶峰的分銷制度不同於體育品牌,每年有春夏和秋冬兩次訂貨會,但通常只訂半個月存貨,隨後會根據銷售情況陸續補單,這樣能夠迅速捕捉市場需求,也能更好地管理庫存。
- ❖ **多個產品線保證毛利率和增長動力。**2012年夏季推出的新產品有NBA和亞洲小姐系列,首批訂單表現良好。“施華洛世奇元素”系列、海綿寶寶系列和FTV系列仍處設計階段,估計將在2012年秋冬季推出。另外,2012上半年有望進入菲律賓和印度尼西亞市場,下半年進入新加坡、馬來西亞和泰國。這些產品拓展寶人牌產品線和市場空間,預計將在2013年得到顯著體現。同時毛利率高於傳統寶人牌,我們預計未來兩年公司毛利率有望繼續攀升至34%。
- ❖ **重申買入評級。**2011年業績符合我們預期。我們維持原有的盈利預估,2012和2013年每股收益分別為0.19元和0.23元。考慮到品牌知名度不高、上市時間短以及市值較小,我們保守給予公司8倍市盈率,相較鞋類行業14倍平均市盈率折讓40%,目標價由1.54港元上調至1.76港元。維持買入評級。

### 寶峰時尚 (1121 HK)

評級	買入
收市價	1.30 港元
目標價	1.76 港元
市值(港幣百萬)	1,294
過去3月平均交易(港幣百萬)	4.6
52周高/低(港幣)	1.78/0.97
發行股數(百萬)	995
主要股東	史清波 (52.01%)

來源:彭博

### 股價表現

	絕對值	相對值
1個月	-12.8%	-9.5%
3個月	12.1%	1.0%
6個月	31.3%	2.7%

來源:彭博

### 過去一年股價



來源:彭博

### 財務資料

(截至12月31日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
營業額(百萬人民幣)	589	833	1,118	1,321	1,579
淨利潤(百萬人民幣)	70	144	161	185	225
每股收益(人民幣)	N/A	0.15	0.16	0.19	0.23
每股收益變動(%)	N/A	N/A	6.7	12.5	22.1
市盈率(x)	N/A	N/A	6.6	5.9	4.8
市帳率(x)	N/A	N/A	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	N/A	N/A	3.9	4.3	5.2
權益收益率(%)	37.2	42.9	26.3	18.7	19.6
淨財務杠桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源:公司及招銀國際預測

## 年代煤機 (8043 HK, 0.86 港元, 目標價: 0.31 港元, 賣出) — 沽出以鎖定利率避免收購失敗的風險

- ❖ **低於市場銷售增長。**公司的營業額從 2010 年的 17.69 億元（港幣・下同）同比上升 10.4%至 2011 年的 19.53 億元。公司受惠於中國煤礦機械化，然而，年代煤機營業額的增長卻低於三一國際 (631 HK) 的 40.9%和鄭煤機 (601717 CH) 的 15.9%。
- ❖ **2011 年出現淨虧損。**公司毛利從 2010 年的 3.49 億元同比下降 14%至 2011 年的 3 億元，而毛利率則由 2010 年的 15.4%大幅削減 4.3 個百分點至 2011 年的 19.7%。毛利率下降的主要是由於鋼材價格的飆升，鋼材佔超過 85%的原材料成本，加上在激烈的市場競爭之下令公司未能把成本上漲轉嫁給客戶，故此盈利能力下降，並導致淨利潤從 2010 年的 1.35 億元淨收入下降至 2011 年的 0.14 億元淨虧損。
- ❖ **2012 年的展望。**雖然採煤作業的機械化進程為地下礦山機械創造了巨大的需求，但另一方面，激烈的市場競爭卻限制了年代煤機盈利的增長，對於公司要在 2012 至 13 兩年間合共賺取超過 15.89 億元的毛利潤有難度（15.89 億元是一個門檻，如果公司 2012 至 13 年的合共毛利潤高於門檻的話，在卡特彼勒提出的收購計劃中，「票據方案」的收益將大於「現金方案」）。
- ❖ **我們維持現金方式。**我們降低了對公司 2012 至 13 年毛利率的預測，分別從原來的 6.22 億元和 7.7 億元下降至 4.67 億元和 5.61 億元。如果選「票據方案」的話投資者將得到每股 0.75 港元的贖回價值。因此，我們維持「現金方案」的建議（每股 0.88 港元的贖回價值），相當於 2012 年預測每股收益的 35.6 倍，三一國際 2012 年的預測市盈率為 11.4 倍。
- ❖ 雖然年代煤機的銷售在 2011 年增長 10.4%，但毛利和淨收入均有所下跌。因此，我們建議選擇卡特彼勒的收購行動中的「現金方案」。考慮到併購可能受中國政府的審批過程和公司的盈利狀況而有所影響，投資者可以把手持的公司股票先行沽出以鎖定利潤。我們降低了公司 2012-13 年的盈利預測分別從原來的 2.1 億元和 3.22 億元下調至 1.4 億元和 2.17 億元，並維持「賣出」的評級，目標價從 0.62 港元降低至 0.31 港元，相當於 10.5 倍 2012 年預測每股收益，也等於行業的平均值。目標價反映公司在收購失敗下的公允值。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
營業額 (百萬港幣)	1,405	1,769	1,953	2,552	2,953
淨利潤 (百萬港幣)	131	135	(14)	140	217
每股收益 (港幣)	0.0327	0.0307	(0.0025)	0.0247	0.0383
每股收益變動 (%)	N/A	(6.3)	(108.2)	(1,085.3)	54.8
市盈率(x)	24.7	26.4	(323.0)	32.8	21.2
市帳率(x)	14.7	2.9	3.5	3.1	2.7
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	119.0	18.7	(1.1)	10.1	13.6
淨財務槓桿率 (%)	160.9	10.0	7.2	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際預測

### 年代煤礦機電 (8043 HK)

評級	賣出
收市價	HK\$0.86
目標價	HK\$0.31
市值(港幣百萬)	4,892
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	16.0
52 周高/低(港幣)	0.88/0.25
發行股數(百萬股)	5,688
主要股東	EMORY WILLIAMS (71.3%)

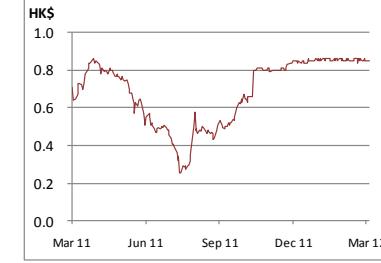
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	0.0%	5.1%
3 月	0.0%	-8.0%
6 月	70.0%	39.3%

來源:彭博

### 過去一年股價



來源:彭博

## 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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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，並可能會受標的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責任。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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。