

科诺威德 (1206 HK, 1.23 港元, 目标价: 1.58 港元, 买入) - 2011 年盈利符合我们预期

❖ **2011 年收入显著提升。**公司营业额从 2010 年的 7,410 万元（美元下同）同比上升 31.6% 至 2011 年的 9,750 万元，与我们早前的预期一样，增长动力主要来自中国建设项目的增加及全球环保意识的提高所引发对节能产品的需求。净利润从 2010 年的 700 万元，同比上升 48.2% 至 2011 年的 1,040 万元，略高于我们预期的 1,010 万元。

❖ **毛利率上升。**毛利率在 2011 年有所提升，从 2010 年的 34%，同比上升 3.3 个百分点至 2011 财年的 37.3%，毛利提升的最主要原因是有较高毛利率的海外市场的收入占比在 2011 年有所提升所带动，另外公司年内推出的创新产品令其品牌的知名度日益扩大也令公司产品的售价提升。公司将增加在海外的大规模的项目以进一步提升利润率及减低业务收入的波动性。科诺威德在 2011 年已开始为一家拥有 300 多个分支机构的企业提供节能解决方案，该项目将持续几年。

❖ **积极找寻并购。**公司计划收购在中东、南亚及澳大利亚的业务拓展销售渠道。此外，它也找寻合适的收购目标以提高公司的技术优势，并使其业务有效地补足成一个更全面的产品组合。

❖ **EMS 业务放缓。**能源管理系统业务（EMS）的增长有所放缓，从 2010 年的 48.8% 减慢到 2011 年的 35.9%，我们认为这是因为中国房地产行业的一连串遏制政策所致，从中央政府的放缓的影响。考虑到新动工项目的同比增长从 2011 年在首两个月的 27.9% 下降到 2012 年同期的 5.1%，我们认为今年公司的 EMS 业务增长将进一步放缓到 30% 左右。

❖ **科诺威德的营业额及利润在 2011 年里有稳健的增长。**营业额和净利润符合我们的预期。由于中国政府换届过渡时期的影响，我们预计建设项目将在第一季度有所放缓，并于第二季度回复正轨，因此，我们认为它不会为公司带来严重的影响。我们对公司 2012 年的营业额预测从原来的 1.195 亿元上调到 1.201 亿元，净利润从原来的 1,220 万元上调至 1,240 万元。我们维持「买入」的评级和维持 1.58 港元的目标价，相当于 7.8 倍 2012 年的预测每股收益，这是行业的平均值再作 30% 的折让。

科诺威德 (1206 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.23
目标价	HK\$1.58
市值 (港币百万)	597
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1.0
52 周高/低 (港币)	1.4/0.95
发行股数 (百万股)	485
主要股东	清华同方 (35.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	8.7%	11.7%
3 月	13.6%	1.3%
6 月	N/A	N/A

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (千美元)	74,085	97,513	120,137	153,203	191,708
净利润 (千美元)	7,049	10,445	12,398	15,754	20,958
每股收益 (美元)	0.019	0.026	0.026	0.032	0.043
每股收益变动 (%)	31.5	40.4	(2.9)	27.1	33.0
市盈率 (x)	8.4	6.0	6.2	4.9	3.2
市帐率 (x)	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	19.0	19.2	17.4	18.5	20.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

农业银行 (1288 HK, HK\$3.41, 目标价: HK\$4.37, 买入) - 多提拨备意在以丰补歉

❖ **盈利增长 28.5%，大幅低于预期。**农行 2011 年盈利增长 28.5%至 1,219 亿元(人民币·下同)，低于我们预期 11%。主要是由于：1) 第四季度大幅计提拨备 206 亿元，环比第三季度多提 73 亿元，全年拨备支出同比上升 48%至 643 亿元，高于我们预期 16.3%；2) 第四季度净利息收入增长放缓，全年同比增 49%至 688 亿元，低于我们预期 5.8%；3) 营业支出同比增长 22.8%，成本收入比改善 2.7 个百分点至 35.8%，但低于我们预期的 33.5%；4) 实际所得税税率为 22.91%，略高于我们计算的 22%。

❖ **存款增速放缓，息差稳步攀升，手续费增速前高后低。**2011 年底存贷款增速分别为 8.3%和 13.6%，冲存款现象使农行在年末流失了部分存款，但其日均存款情况较同业为优。第四季度息差继续攀升，全年息差同比提升 28 个基点至 2.85%的较高水平。由于农行贷款重定价相对滞后，我们判断今年第一季度息差仍有继续冲高动能，全年息差有望维持高位震荡，2012-13 年净息差测算分别为 2.82%和 2.8%。手续费增速在上半年达到高峰后开始放缓，第四季度环比下降 21%。我们预计，在高基数下 2012-13 中间业务收入增速将明显放缓至 23.9%和 21.5%。

❖ **资产质量继续改善，高拨备未雨绸缪。**截止 2011 年底，农行不良贷款额和不良率分别为 874 亿元和 1.55%，较年初下降 130.5 亿元和 0.48 个百分点，较第三季度末下降 6 亿元和 0.05 个百分点，资产质量持续改善。同时，农行在第四季度加大拨备计提力度，使得年底拨备覆盖率同比上升 95.1 个百分点至 263.1%，拨贷比达到 4.08%。我们认为，在不良贷款上升周期来临之际，农行采取谨慎的拨备政策，有助于平滑未来的业绩波动。考虑到拨贷比指标偏高，农行未来仍有释放拨备增加业绩的可能。

❖ **年底核心资本充足率和资本充足率分别为 9.5%和 11.9%，分别较第三季度末提高 14 个基点和 9 个基点，显示了较好的资本内生能力，也淡化了短期内的融资需求。**我们分别下调农行 2012/ 2013 年盈利预测 10.4%/15.6%至 1,460 亿元/1,707 亿元。由于盈利低于预期，我们下调农行的目标价 9%至 4.37 港元，对应 2012 年 7.8 倍 PE 和 1.5 倍 PB，仍维持“买入”评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
收入额(人民币百万元)	223,637	292,253	379,756	429,176	492,316
净利润(人民币百万元)	64,992	94,873	121,927	145,991	170,736
每股收益(人民币)	0.20	0.29	0.38	0.45	0.53
每股收益变动(%)	26.3	46.0	28.5	19.7	16.9
市盈率(x)	15.0	9.9	7.4	6.1	5.2
市帐率(x)	2.9	1.7	1.4	1.2	1.0
股息率(%)	N/A	1.9	4.8	5.8	6.7
权益收益率(%)	21.2	21.4	20.5	20.8	20.9
净财务杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及招银国际研究部

农业银行 - H (1288 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.41
目标价	HK\$4.37
市值(港币百万)	1,061,057
过去 3 月平均交易(港币百万)	519.5
52 周高/低(港币)	4.85/2.20
发行股数(百万股)	324,794
主要股东	中央汇金 (40.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-6.6%	-4.1%
3 月	4.1%	-7.2%
6 月	22.2%	4.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

京信通信 (2342 HK, HK\$4.89, 未评级) - 研究支出上升压缩 2011 财年盈利, 但将为未来的发展铺路

❖ **非经常性损益拖累 2011 财年盈利。**2011 财年京信营收报港币 63.54 亿, 同比增长 22.4%, 主要由中国移动 (941 HK) 对无线优化解决方案的强劲需求所带动。由于市场竞争激烈加上原材料和劳动力成本上涨令毛利率同比下降 0.8 个百分点到 36.6%。净利达港币 6.59 亿, 同比下降 9.0%。2011 财年有三项非经常性项目包括: 1) 港币 0.27 亿一次性存货拨备支出; 2) 港币 1.45 亿股份奖励支出和 3) 港币 0.48 亿收购收益。如果我们剔除这三项特殊项目, 净利可达港币 7.83 亿, 同比上升 8.1%。每股全年股息达港币 0.12 元, 派息率达 28%。

❖ **中国联通将在 2012 年大幅增加 3G 资本支出。**三大运营商都已公布 2012 年资本支出计划, 其中中国移动和中国电信 (728 HK) 都将维持低个位数的资本支出增长。然而中国联通 (762 HK) 将大增 2012 年资本支出达 30.5% 至人民币 1,000 亿元。中国联通在 2012 年的资本支出将向 3G 相关的建设倾斜, 包括减少市区 3G 网络盲点、扩大农村地区和高速铁路的无线覆盖。基于京信在无线优化市场的领导者地位, 我们预期公司将成为中国联通大增 3G 资本支出的主要受益者之一。

❖ **研究支出上升压缩 2011 财年盈利。**京信大增开发 Femtocell 的投资以应对移动数据量暴增对营运商造成的压力。Femtocell 解决方案可用于 3G 和 4G 网络, 以改善室内的无线覆盖和增强网络应付高数据流量的能力。京信研发费用在 2011 年同比上升 72% 达港币 3.62 亿, 主要的费用增长皆用于发展 Femtocell。研发费用占 2011 年总收入的 5.7%, 同比上升 1.6 百分点。研发支出上升压缩 2011 财年盈利。我们预计京信将维持高研发支出以保持技术优势。高研发支出将压缩 2012 年净利率, 但却可为 4G 时代的成长铺路。

❖ **为了解决 3G 时代移动数据暴增所引致的网络压力, 中国联通的 3G 资本支出将大增。我们相信京信通信是主要的受惠者。目前股价交易在我们 2012 财年盈利预测的 8.7 倍。京信过去三年交易在 8-25 倍市盈率之间, 现在估值并不昂贵。**

京信通信 (2342 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$4.89
目标价	N.A.
市值 (港币百万)	7,463
过去 3 月平均交易 (港币百万)	72.4
52 周高/低 (港币)	9.2/4.45
发行股数 (百万)	1,455
主要股东	霍东龄 (35.7%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-16.0%	-12.4%
3 月	-23.7%	-31.2%
6 月	-21.8%	-33.1%

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	FY11A	FY12E	FY13E
营业额 (港币百万元)	4,440	5,191	6,354	7,528	8,660
净利润 (港币百万元)	565	724	659	841	1,058
每股收益 (港币)	0.45	0.50	0.44	0.56	0.71
每股收益变动 (%)	102.7	12.8	(12.8)	27.6	25.7
市盈率 (x)	10.9	9.7	11.1	8.7	6.9
市帐率 (x)	2.4	2.1	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	3.0	3.3	2.5	3.4	4.3
权益收益率 (%)	21.8	21.9	16.1	17.7	19.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	0.2	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

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。