

匹克体育 (1968 HK, HK\$2.36, 目标价 HK\$2.4, 持有) - 业绩符合预期, 2012 为调整年

- ❖ **2011 年净利润倒退 5.4%至 7.78 亿元。**公司发布 2011 年业绩。营业额增长 9.4%至 46.5 亿元(人民币·下同), 但净利润下跌 5.4%至 7.78 亿元。我们测算 2011 年下半年净利润下跌了 25.5%。2011 全年毛利率上升了 1.4 个百分点至 39.4%, 主要由于鞋类和服装平均售价分别上涨 7.1%和 5.6%, 以及下半年工资、原材料价格出现了下降。由于大幅上升的广告推广费用、研发费用和税费所拖累, 净利率下降 2.7 个百分点至 16.7%。
- ❖ **2012 全年订单难现正增长。**2012 年前三季订单同比下降幅度为 20%-30%, 第四季订货会将于 3 月 15 日举行, 预计仍然会出现负增长: (1) 目前零售管道和分销商库存为 5-6 个月, 需要 2012 全年来清理库存; (2) 管理层表示订货会上对分销商订单将无任何硬性指标; (3) 2012 年门店数量优化至 7000 店左右, 并采取扁平化策略, 将分销商数目增加至 60 个左右。管理层公布 2011 年四季度同店增长仅为 1.7%, 零售终端折扣率也从 8 折下降至 7-7.5 折。管理层表示, 2012 年将确保同店增长为正数。我们认为终端数据较低的同店增长说明清货压力仍然比较大, 另外, 新的订单增长势头尚未出现。
- ❖ **2012 年费用支出将继续企高。**管理层表示, 毛利率将保持在 40%以上。但我们预计经营利润率和净利率将有一定压力。随着提升品牌以及进军海外市场 (尤其是美国) 带来的广告开支增加。管理层预期 2012 年广告推广费用占收入比例提升至 15%左右 (目前为 14.2%)。另外, 加大研发力度, 研发费用开支占收入比例提升至 1%左右。
- ❖ **基于以下考虑:** (1) 2011 年营业额高于我们预期的 3.5%; (2) 预计订单于 2013 年有所好转; (2) 目前公司财务状况健康, 拥有 26.9 亿现金; (3) 派息率由 2011 上半年的 12%提升至全年 30%, 未来两年将维持在 30%以上。因此, 我们将 2012 年和 2013 年每股收益分别向上修正 6.4%和 6.7%至人民币 0.33 元和 0.34 元。目标价由 1.52 港元上升至 2.4 港元, 相当于 6 倍 2012 年市盈率。维持「持有」评级。

匹克体育 (1968 HK)

评级	持有
收市价	HK\$2.36
目标价	HK\$2.40
市值(港币百万)	4,951
过去 3 月平均交易 (港币百万)	16
52 周高/低(港币)	6.24/1.6
发行股数(百万股)	2,098
主要股东	许氏家族 (35.5%)

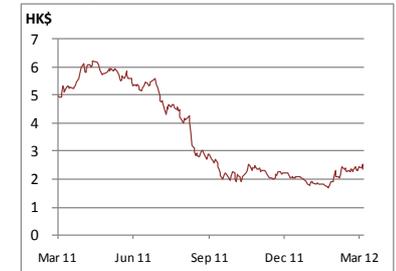
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	19.5%	16.4%
3 月	14.1%	-1.9%
6 月	-6.7%	-16.8%

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 (百万元人民币)	4,250	4,647	4,334	4,365	4,706
净利润 (百万元人民币)	822	778	697	703	738
每股收益 (人民币)	0.39	0.37	0.33	0.34	0.35
每股收益变动 (%)	8.5	(5.4)	(10.3)	0.8	5.0
市盈率(x)	5.0	5.3	5.9	5.9	5.6
市帐率(x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	7.2	5.8	5.1	5.1	5.2
权益收益率 (%)	25.4	20.7	16.3	14.8	15.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际证券预测

SOHO 中国(410 HK, 5.29 港元, 目标价: 7.68 港元, 买入) — 倒退的业绩但在预期中

- ❖ **2011 年核心盈利下跌 60%**。由于缺乏交付物业，2011 年营业额和核心盈利分别下跌 68.8%至 56.9 亿元(人民币·下同)和 59.5%至 14.2 亿元。来自投资物业重估收益约 40 亿元，2011 年纯利增长 7.0%至 38.9 亿元。核心盈利较我们估计的 17.8 亿元少 20.2%，因为 SOHO 中山广场的销售比我们预期的要慢。2011 年交付总建筑面积同比下降 75%至 10 万平方米，但确认的平均销售价格同比增长 27%至每平方米 56,670 元。
- ❖ **2012 年的销售目标为 230 亿元**。SOHO 中国去年完成的销售金额为 109 亿元，较预期逊色，并受到去年下半年信贷紧张所致。目前，可供出售物业价值 240 亿元，SOHO 中国预计在今年下半年可取得两个项目（凌空 SOHO 和 SOHO 世纪广场）预售许可证。因此，2012 全年可售资源总额可达到 300 亿元。管理层较早曾透露今年的销售目标为 230 亿元。
- ❖ **位于上海和北京总土地储备的达 280 万平方米**。公司去年大量收购土地储备，SOHO 中国现拥有的 280 万平方米的总土地储备。公司计划今年花费约 100 亿元收购土地储备，收购目标将集中在上海和北京的商业项目。鉴于手头现金达 157 亿元，SOHO 中国有充足的资源在未来进行收购。
- ❖ **锁定 225 亿元的 2012 年和 2013 年物业销售收入**。SOHO 中国至 2011 年底卖出约 90%及 22%的银河 SOHO 及望京 SOHO 的销售面积，这两个项目将分别在 2012 及 2013 年竣工及入账。年初至今，约 8.5 亿元的物业已被销售，我们估计约 78%和 19%的 2012 年和 2013 年物业销售收入已被锁上。
- ❖ **因为 SOHO 中山广场的部份收入会在今年反映，我们将 2012 及 13 年的盈利预测分别上调 20.3%至 43.9 亿元及 2.2%至 54.9 亿元**。我们的 2012 年底资产净值预测由 12.8 港元上调至 13.2 港元，因此我们的目标价从 7.68 港元调高至 7.91 港元，相等于 40%资产净值折让。升值潜力是 49.6%。重申「买入」建议。

SOHO 中国 (410 HK)

评级	买入
收市价	HK\$5.29
目标价	HK\$7.68
市值(港币百万)	27,448
过去 3 月平均交易(港币百万)	42
52 周高/低(港币)	7.4/4.56
发行股数(百万股)	5,188
主要股东	潘氏夫妇 (64.1%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	4.9%	-5.6%
3 月	7.1%	-3.0%
6 月	-14.8%	-19.6%

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(百万元人民币)	18,215	5,685	22,270	27,894	16,048
净利润(百万元人民币)	3,636	3,892	4,390	5,491	2,583
每股收益(人民币)	0.701	0.751	0.846	1.058	0.498
每股收益变动(%)	10	7	13	25	(53)
市盈率(x)	6.2	5.8	5.1	4.1	8.7
市帐率(x)	1.2	1.0	0.9	0.7	0.7
股息率(%)	6.0	5.8	6.5	7.4	6.9
权益收益率(%)	18.9	17.9	17.2	18.1	8.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源:公司及招银国际证券预测

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

本报告期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作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责任。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，请与我们联系。

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。