

金蝶国际 (268 HK, HK\$4.67, 目标价: HK\$6.24, 买入) - 大力扩张, 销售进一步提高

- ❖ **积极并购, 以获取更多的市场份额。**公司积极地进行了一连串的并购项目。据该公司管理层表示, 他们正在洽谈一些大型的并购项目。我们估计, 在 2011 财年, 并购项目总投资额将超过人民币 1 亿元。(在 2010 财年, 并购项目总投资额为人民币 7 千万元), 这样, 可以进一步加强公司于中小企业间的渗透率。金蝶连续 6 年蝉联国内最大的中小企业资源规划系统(ERP)之供货商。市场占有率由 2001 年的约 4.4% 增加至现时的约 20%。
- ❖ **销售增长仍然强劲。**在 2010 财年, 公司积极地扩大销售队伍, 销售额同比增长了 44% 至人民币 14.37 亿元。而在 2010 年, 新增的员工将在 2011 和 2012 财年中完全发挥出来, 此外, 公司正计划于本年度进一步增聘约 2,000 名员工, 令总人数增至 11,500 名, 所以我们对 2011 和 2012 财年的增长持乐观的态度。然而, 在高基数效应的影响之下, 有关增幅可能因此放缓。我们预计, 2011 财年的总收入为人民币 18.52 亿元, 同比增长 29%, 及后的 2012 财年将再增长 25.4% 至人民币 23.23 亿元。
- ❖ **继续受惠于政府政策。**按照国务院发出的《关于鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》, 金蝶在软件销售方面, 可以获得 14% 的增值税(VAT)退还。而财政部于今年 2 月再次重申核高基行业于中国发展中的重要地位, 故此, 我们认为, 税务优惠及政府补贴在未来几年内将继续推行, 金蝶亦继续受政府支持。
- ❖ **综合在以上观点, 考虑到于 2010 年新聘的销售队伍及并购带来的协同作用能够在 2011 及 2012 财年中完全发挥出来, 我们估计公司在 2011 财年的收入将达到人民币 18.52 亿元, 同比增长 28.9%, 及后的 2012 年再进一步增长 25.4% 至人民币 23.23 亿元。而净利润方面, 在 2011 和 2012 财年, 预计分别为人民币 3.44 亿元及人民币 4.58 亿元, 年复合增长率为 30%。该公司目前的市盈率为在 23.4 倍 FY12 PE, 比用友软件 (600588 CH) 的 24.9 倍 FY12 PE 轻微折让。我们的首次给予金蝶国际「买入」评级, 目标价为 6.24 港元。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万元人民币)	997	1,437	1,852	2,323	2,767
净利润 (百万元人民币)	212	271	344	458	615
每股收益 (人民币)	0.09	0.11	0.13	0.17	0.22
每股收益变动 (%)	10.5	22.6	21.7	27.7	28.8
市盈率 (x)	45.3	36.6	29.8	23.4	18.1
市帐率 (x)	7.7	6.1	4.8	3.9	3.2
股息率 (%)	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1
权益收益率 (%)	19.8	19.5	20.7	23.2	25.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际估计

金蝶国际 (268 HK)

评级	买入
收市价	HK\$4.67
目标价	HK\$6.24
市值 (港币百万)	11,731
过去 3 月平均交易 (港币百万)	28.4
52 周高/低 (港币)	5.3/2.36
发行股数 (百万股)	2,512
主要股东	徐少春 (30.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.8%	12.2%
3 月	-7.1%	0.1%
6 月	5.9%	13.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

越秀房托 (405 HK, HK\$4.15, 未评级) - 业务乏味惟股息吸引

- ❖ **2011 中期盈利升 207%**。越秀房托昨天公布 2011 年中期业绩，5 座投资物业的总租金收入增长 7.1%至 2.58 亿元(人民币·下同)。由于物业相关的开支增加 5.8%及汇兑收益而获取的财务收入 1,598 万元，税后利润增加 15.5%至 1.59 亿元。另外，投资物业重估的收益增加 402%至 6.8 亿元，所以上半年纯行上升 207%至 8.4 亿元
- ❖ **中期股息相等于年回报 6.5%**。扣除现金支出及不包括非现金收入，2011 上半年的可分配收入增加 2.4%至 1.18 亿元，公司将把可分配收入 100%分派出去，相关于每单位可分派 0.1339 港元，因此，年度化的中期股息为 6.5%。
- ❖ **高出租率**。整体物业出租率为 99.9%，其中白马大厦、城建大厦及新都会大厦的出租率达 100%。白马大厦贡献的租金收益占整体租金的 59.5%(即 1.53 亿元)，但其楼面面积占整体投资物业组合的 23.8%。公司未来会优化租客、加强宣传及与客户维持良好关系，以强化业务。
- ❖ **展望未来，未来 3 年的租金预期年复合增长率为 2%，至 2013 年达 5.9 亿元，未来数年股息回报可达 8%，对保守的投资者非常吸引。越秀房托未来将继续物色收购对象，以增加股东回报。**

越秀房托 (405 HK)

评级	买入
收市价	HK\$4.15
目标价	N.A.
市值 (港币百万)	4,424
过去 3 月平均交易 (港币百万)	4.2
52 周高/低 (港币)	4.4/3.47
发行股数 (百万股)	1,066
主要股东	越秀地产 (36.5%)

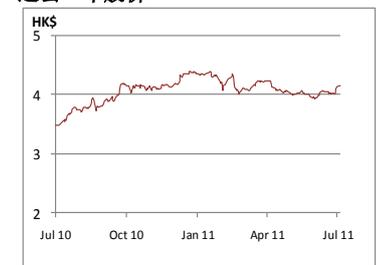
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	5.1%	4.5%
3 月	-1.9%	5.7%
6 月	-4.6%	1.9%

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 (百万元人民币)	532	556	578	599	590
净利润 (百万元人民币)	300	730	421	384	343
每股收益 (人民币)	0.28	0.69	0.29	0.29	0.30
每股收益变动 (%)	27.3	146.4	-58.7	1.8	3.4
市盈率(x)	12.3	5.0	12.1	11.9	11.5
市帐率(x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8
股息率 (%)	7.3	7.0	8.2	8.3	8.4
权益收益率 (%)	7.4	15.5	8.5	7.3	6.5
净财务杠杆率 (%)	40.7	35.1	N.A.	N.A.	N.A.

来源:公司及招银国际估计

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国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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个人。