

招商銀行 (3968 HK, HK\$15.40, 目標價: HK\$20.4, 買入) - 業績符合預期, 資產質量和費用控制優異

- ❖ **淨利潤增長 40.1%。**2011 淨利息收入同比增長 33.7%至 763 億元(人民幣, 下同), 手續費淨收入升 37.9%至 156 億元, 費用支出增 25.3%至 409 億元, 撥備增 51.8%至 84 億元, 淨利增長 40.2%至 361 億元, 略低於我們預期 0.7%。ROA 和 ROE 分別為 1.4%和 24.2%, 同比提升 24 和 144 個基點。董事會建議自 2012 年起在保證資本充足率合規的前提下派息比不低於 30%, 強化股東回報, 具有積極意義。
- ❖ **息差逐季走高、定價能力和資產配置能力強。**四季度單季息差升至 3.15%, 全年息差同比提升 41 個基點至 3.06%。年末存貸款增速分別為 17%/14.6%。時點存款增速高但無法掩蓋日均存款增速的不足。年末貸存比和日均貸存比分別為 73.9%/78.8%, 一方面表明沖時點現象顯著, 另一方面表明存款總成本。去年流動性緊張, 招行加大同業資產配置, 而在四季度市場利率回落之時又加大了債券配置, 鎖定債券的高利率回報。同時, 招行也在不斷加大小微企業貸款投放, 確保總體定價能力不下滑。我們預計 2012/2013 年淨息差有望維持於高位。
- ❖ **中間業務收入穩健增長、成本收入比繼續改善、資本內生能力強。**手續費收入中, 銀行卡收入和代理業務收入增長 17.5%/11%, 增速慢於同業。但結算、託管和顧問費收入大幅增長。票據價差收入劇增帶動其他非息收入增長 42.1%至 47 億元。成本收入比改善 3.7 個百分點至 36%, 未來仍有改善空間。年末核心/總資本充足率為 8.22%/11.53%, 同比提升 18/6 個基點。在全年未有股權和債務融資的前提下實現資本充足率的提升, 表明資本內生能力較強。未來 RWA 增速將進一步降低, 資本補充有望進入良性循環。
- ❖ **資產質量好於預期, 撥備充足抗風險能力強。**不良貸款繼續雙降, 年末不良率下降 12 個基點至 0.56%, 不良貸款下降 5.3%至 92 億元。關注類貸款和逾期貸款小幅上升, 但未見明顯惡化趨勢。撥備覆蓋率上升 97.7 個百分點至 400.1%, 領先香港上市同業。充足撥備有利於抵禦未來的資產質量惡化風險, 且在情況轉好時有很大概率釋放出來以增加利潤。
- ❖ **我們上調 2012/2013 年盈利預測 1.3%/3.3 至 439 億元/519 億元。參考同行估值, 我們略下調目標價至 20.4 港元, 對應 2012 年 8 倍 PE 和 1.5 倍 PB, 維持“買入”評級。**

招商銀行 (3968 HK)

評級	買入
收市價	HK\$15.4
目標價	HK\$20.4
市值 (港幣百萬)	317,708
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	286
52 周高/低 (港幣)	21.7/9.9
發行股數 (百萬股)	21,577
主要股東	招商局集團 (18.6%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-11.9%	-10.5%
3 月	-2.4%	-14.0%
6 月	19.1%	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
收入 (人民幣百萬元)	51,848	71,692	95,712	114,745	134,301
淨利潤 (人民幣百萬元)	18,235	25,769	36,387	43,349	50,237
每股收益 (人民幣)	0.95	1.23	1.69	2.01	2.33
每股收益變動 (%)	(36.6)	28.5	37.6	19.1	15.9
市盈率(x)	14.2	10.6	7.5	6.4	5.8
市帳率(x)	2.8	2.1	1.6	1.3	1.1
股息率 (%)	1.7	2.2	3.4	4.7	5.1
權益收益率 (%)	21.2	22.7	24.2	21.9	20.4
淨財務杠杆率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源: 公司及招銀國際研究部

中興通訊 (763 HK, HK\$20.20, 目標價 HK\$27.3, 買入) - 踏上復甦之路

- ❖ **終端部門推動 2011 財年營收增長，但毛利率受壓。**中興通訊公佈 2011 財年營收達人民幣 862.6 億，同比增長 23.4%。終端部門為營收增長的主要引擎，同比上升 52.6%。千元智慧手機的日益普及帶動終端部門的增長。受終端部門毛利率同比下降 4.0 個百分點影響，整體毛利率同比下降 3.0 個百分點至 28.0%。組件成本在 2011 財年偏高，大大削弱了中興通訊的手機毛利率。
- ❖ **外匯損失和融資成本偏高皆影響淨利潤。**2011 財年淨利潤達人民幣 20.6 億，同比下降 36.6%。公司錄得人民幣 8.73 億的外匯虧損，因受非美元貨幣貶值的影響。總融資成本從 2010 財年的人民幣 7.29 億上升至 2011 財年的人民幣 13.74 億，由於 1) 信貸環境偏緊，利率上升; 2) 總債務上升，以填補營運資金缺口。我們預期 2012 財年人民幣升值速度放緩，這將在很大程度上減輕外匯風險。此外中興通訊將使用低息長期貸款去償還高息短期貸款，以降低整體融資成本。
- ❖ **運營商的資本開支計劃影響正面。**中國聯通 (762 HK) 將大增 2012 年資本開支達 30.5% 至人民幣 1,000 億元，主要為 3G 相關的建設。連同中國電信 (728 HK) 的寬帶建設和中國移動 (941 HK) 的 TD-LTE 項目都在 2012 年推出，中興通訊將受惠于運營商資本開支增長。
- ❖ **在 2010 和 2011 財年，中興通訊著重於擴大規模和建立國際核心設備供應商的地位。**經歷了 2011 財年的淨利率縮窄和經營性現金流流出的低點後，中興通訊正著手提高經營效率和成本控制。我們預計中興通訊在 2012 財年將重新重視利潤率和自由現金流。我們相信市場已消化外匯虧損和利潤率收縮的負面新聞。我們預測 2012 和 13 財年的淨利潤分別達人民幣 37.50 億和 45.49 億。目前股價交易在我們 2012 財年盈利預測的 14.8 倍。我們降低目標價由 29.9 港元至 27.3 港元，相當於 2012 財年人民幣 1.11 元盈利的 20 倍，代表著 35.2% 的上升潛力。我們維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
營業額 (人民幣百萬元)	60,273	69,907	86,255	104,341	126,559
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,458	3,250	2,060	3,750	4,549
每股收益 (人民幣)	0.78	0.98	0.61	1.11	1.34
每股收益變動 (%)	47.0	25.5	(37.9)	82.0	21.3
市盈率(x)	22.8	18.0	27.7	14.8	11.9
市帳率(x)	3.1	2.3	2.2	1.9	1.6
股息率 (%)	1.0	1.4	1.2	2.0	2.5
權益收益率 (%)	13.7	13.0	7.8	12.6	13.5
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	4.7	11.9	14.6

來源: 公司及招銀國際研究部

中興通訊 (763 HK)

評級	買入
收市價	HK\$20.20
目標價	HK\$27.30
市值 (港幣百萬)	68,399
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	173.4
52 周高/低 (港幣)	30.8/17.1
發行股數 (百萬股)	3,440
主要股東	中興新 (32.5%)

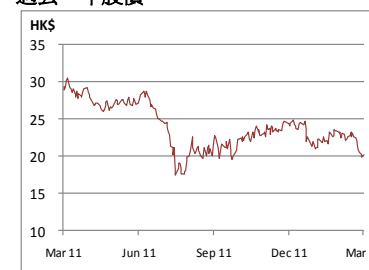
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-12.7%	-8.7%
3 月	-17.0%	-25.8%
6 月	-11.2%	-22.4%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

金蝶國際 (268 HK, 1.86 港元, 目標價: 1.90 港元, 持有) — 一個較長的過渡期以恢復盈利能力

❖ **營業額增長但利潤下滑。**營業額同比大幅增長 40.8%，從 2010 年的 14.37 億元（人民幣，下同）上升至 2011 年的 20.22 億元，比我們預測的 20.38 億元略低 0.8%。三大系列產品的銷售：KIS、K/3 和 EAS 在 2011 年同比分別增長 18.5%、30.7% 及 45.9% 至 1.57 億元、6.56 億元及 5.96 億元。雖然公司營業額的增長強勁，但基於成本控制的問題，淨利潤同比大幅下滑 46.6%，從 2010 的 2.72 億元下降至 2011 年的 1.45 億元。

❖ **成本控制問題。**銷售及一般行政開支（SG&A）同比上升 56.5%，從 2010 年的 9.48 億元上升至 2011 年的 14.84 億元，而 SG&A 對營業額的比率也從 2010 年的 66.0% 同比上升 7.4 個百分點至 2011 年的 73.4%。員工人數從 2011 年初的 9,504 人增加至七月份高峰期的 11,247 人，在此之後公司推出的營運結構改革，並削減員工人數至 2011 年底的 10,300 人。雖然員工人數有所下降，但 SG&A 對營業額的比率在 2011 年下半年仍維持在 73% 的高位。

❖ **2012 年展望。**公司定下 2012 年的銷售增長目標是 25%，而開支增加的目標為低於 10%。為了提高盈利能力，公司將增加分銷商的比率以減少固定開支。此外，金蝶將側重於從現有客戶中找尋商機（2011 年現有客戶貢獻 42.4% 的營業額），並提高客戶的忠誠度。雖然金蝶在 2011 年第三季度進行了營運結構的改革，但成本比率仍沒有明顯改善，因此，我們認為改革的過渡時期會比我們先前所估計的更長。

❖ **公司的結構改革需要時間，我們認為銷售增長將從 2011 年的 40.8% 放緩至 2012 年的 27.8%。**公司首兩個月的銷售增長同比上升約 30%。但考慮到過渡期可能需要一段更長的時間，我們下調 2012 年的淨利潤預測從原來的 3.42 億元下降到 3.12 億元。我們的目標價並從原來的 2.32 港元下降至 1.90 港元，相當於 13.2 倍 2012 的預測每股收益，代表行業的平均值，公司評級從「買入」降級到「持有」。

金蝶國際 (268 HK)

評級	持有
收市價	HK\$1.86
目標價	HK\$1.90
市值 (港幣百萬)	4,674
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	35.2
52 周高/低 (港幣)	5.3/1.61
發行股數 (百萬股)	2,513
主要股東	徐少春 (30.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-14.6%	-13.3%
3 月	-12.5%	-22.9%
6 月	-45.7%	-53.1%

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)	997	1,437	2,023	2,586	3,144
淨利潤 (百萬人民幣)	212	271	145	312	582
每股收益 (人民幣)	0.089	0.109	0.057	0.119	0.213
每股收益變動 (%)	10.5	22.6	(47.4)	106.9	79.4
市盈率 (x)	18.0	14.6	27.5	13.3	7.4
市帳率 (x)	3.1	2.4	1.7	1.4	1.1
股息率 (%)	1.0	1.5	-	1.5	2.7
權益收益率 (%)	19.8	19.5	9.6	18.7	27.4
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	2.0	9.0	12.1

來源: 公司及招銀國際預測

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。接收本報告之行爲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。