

**科諾威德 (1206 HK, 1.23 港元, 目標價: 1.58 港元, 買入) - 2011 年盈利符合我們預期**

❖ **2011 年收入顯著提升。**公司營業額從 2010 年的 7,410 萬元（美元下同）同比上升 31.6% 至 2011 年的 9,750 萬元，與我們早前的預期一樣，增長動力主要來自中國建設項目的增加及全球環保意識的提高所引發對節能產品的需求。淨利潤從 2010 年的 700 萬元，同比上升 48.2% 至 2011 年的 1,040 萬元，略高於我們預期的 1,010 萬元。

❖ **毛利率上升。**毛利率在 2011 年有所提升，從 2010 年的 34%，同比上升 3.3 個百分點至 2011 財年的 37.3%，毛利提升的最主要原因是有較高毛利率的海外市場的收入佔比在 2011 年有所提升所帶動，另外公司年內推出的創新產品令其品牌的知名度日益擴大也令公司產品的售價提升。公司將增加在海外的大規模的項目以進一步提升利潤率及減低業務收入的波動性。科諾威德在 2011 年已開始為一家擁有 300 多個分支機構的企業提供節能解決方案，該項目將持續幾年。

❖ **積極找尋併購。**公司計劃收購在中東、南亞及澳大利亞的業務拓展銷售渠道。此外，它也找尋合適的收購目標以提高公司的技術優勢，並使其業務有效地補足成一個更全面的產品組合。

❖ **EMS 業務放緩。**能源管理系統業務（EMS）的增長有所放緩，從 2010 年的 48.8% 減慢到 2011 年的 35.9%。我們認為這是因為中國房地產行業的一連串遏制政策所致，從中央政府的放緩的影響。考慮到新動工項目的同比增長從 2011 年在首兩個月的 27.9% 下降到 2012 年同期的 5.1%，我們認為今年公司的 EMS 業務增長將進一步放緩到 30% 左右。

❖ **科諾威德的營業額及利潤在 2011 年裡有穩健的增長。**營業額和淨利潤符合我們的預期。由於中國政府換屆過渡時期的影響，我們預計建設項目將在第一季度有所放緩，並於第二季度回復正軌，因此，我們認為它不會為公司帶來嚴重的影響。我們對公司 2012 年的營業額預測從原來的 1.195 億元上調到 1.201 億元，淨利潤從原來的 1,220 萬元上調至 1,240 萬元。我們維持「買入」的評級和維持 1.58 港元的目標價，相當於 7.8 倍 2012 年的預測每股收益，這是行業的平均值再作 30% 的折讓。

**科諾威德 (1206 HK)**

評級	買入
收市價	HK\$1.23
目標價	HK\$1.58
市值 (港幣百萬)	597
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1.0
52 周高/低 (港幣)	1.4/0.95
發行股數 (百萬股)	485
主要股東	清華同方 (35.5%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	8.7%	11.7%
3 月	13.6%	1.3%
6 月	N/A	N/A

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (千美元)	74,085	97,513	120,137	153,203	191,708
淨利潤 (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
每股收益變動 (%)	31.5	40.4	(2.9)	27.1	33.0
市盈率 (x)	8.4	6.0	6.2	4.9	3.2
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	19.0	19.2	17.4	18.5	20.2
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

## 農業銀行 (1288 HK, HK\$3.41, 目標價: HK\$4.37, 買入) - 多提撥備意在以豐補歉

❖ **盈利增長 28.5%，大幅低於預期。**農行 2011 年盈利增長 28.5%至 1,219 億元(人民幣·下同)，低於我們預期 11%。主要是由於：1) 第四季度大幅計提撥備 206 億元，環比第三季度多提 73 億元，全年撥備支出同比上升 48%至 643 億元，高於我們預期 16.3%；2) 第四季度淨利息收入增長放緩，全年同比增 49%至 688 億元，低於我們預期 5.8%；3) 營業支出同比增長 22.8%，成本收入比改善 2.7 個百分點至 35.8%，但低於我們預期的 33.5%；4) 實際所得稅稅率為 22.91%，略高於我們計算的 22%。

❖ **存款增速放緩，息差穩步攀升，手續費增速前高後低。**2011 年底存貸款增速分別為 8.3%和 13.6%，沖存款現象使農行在年末流失了部分存款，但其日均存款情況較同業為優。第四季度息差繼續攀升，全年息差同比提升 28 個基點至 2.85%的較高水平。由於農行貸款重定價相對滯後，我們判斷今年第一季度息差仍有繼續沖高動能，全年息差有望維持高位震盪，2012-13 年淨息差測算分別為 2.82%和 2.8%。手續費增速在上半年達到高峰後開始放緩，第四季度環比下降 21%。我們預計，在高基數下 2012-13 中間業務收入增速將明顯放緩至 23.9%和 21.5%。

❖ **資產質量繼續改善，高撥備未雨綢繆。**截止 2011 年底，農行不良貸款額和不良率分別為 874 億元和 1.55%，較年初下降 130.5 億元和 0.48 個百分點，較第三季度末下降 6 億元和 0.05 個百分點，資產質量持續改善。同時，農行在第四季度加大撥備計提力度，使得年底撥備覆蓋率同比上升 95.1 個百分點至 263.1%，撥貸比達到 4.08%。我們認為，在不良貸款上升週期來臨之際，農行採取謹慎的撥備政策，有助於平滑未來的業績波動。考慮到撥貸比指標偏高，農行未來仍有釋放撥備增加業績的可能。

❖ **年底核心資本充足率和資本充足率分別為 9.5%和 11.9%，分別較第三季度末提高 14 個基點和 9 個基點，顯示了較好的資本內生能力，也淡化了短期內的融資需求。**我們分別下調農行 2012/ 2013 年盈利預測 10.4%/15.6%至 1,460 億元/1,707 億元。由於盈利低於預期，我們下調農行的目標價 9%至 4.37 港元，對應 2012 年 7.8 倍 PE 和 1.5 倍 PB，仍維持“買入”評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
收入額(人民幣百萬元)	223,637	292,253	379,756	429,176	492,316
淨利潤(人民幣百萬元)	64,992	94,873	121,927	145,991	170,736
每股收益(人民幣)	0.20	0.29	0.38	0.45	0.53
每股收益變動(%)	26.3	46.0	28.5	19.7	16.9
市盈率(x)	15.0	9.9	7.4	6.1	5.2
市帳率(x)	2.9	1.7	1.4	1.2	1.0
股息率(%)	N/A	1.9	4.8	5.8	6.7
權益收益率(%)	21.2	21.4	20.5	20.8	20.9
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

### 農業銀行 - H (1288 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.41
目標價	HK\$4.37
市值(港幣百萬)	1,061,057
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	519.5
52 周高/低(港幣)	4.85/2.20
發行股數(百萬股)	324,794
主要股東	中央匯金 (40.0%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-6.6%	-4.1%
3 月	4.1%	-7.2%
6 月	22.2%	4.7%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

## 京信通信 (2342 HK, HK\$4.89, 未評級) - 研究支出上升壓縮 2011 財年盈利, 但將為未來的發展鋪路

❖ **非經常性損益拖累 2011 財年盈利。**2011 財年京信營收報港幣 63.54 億, 同比增長 22.4%, 主要由中國移動 (941 HK) 對無線優化解決方案的強勁需求所帶動。由於市場競爭激烈加上原材料和勞動力成本上漲令毛利率同比下降 0.8 百分點到 36.6%。淨利達港幣 6.59 億, 同比下降 9.0%。2011 財年有三項非經常性項目包括: 1) 港幣 0.27 億一次性存貨撥備支出; 2) 港幣 1.45 億股份獎勵支出和 3) 港幣 0.48 億收購收益。如果我們剔除這三項特殊項目, 淨利可達港幣 7.83 億, 同比上升 8.1%。每股全年股息達港幣 0.12 元, 派息率達 28%。

❖ **中國聯通將在 2012 年大幅增加 3G 資本支出。**三大運營商都已公佈 2012 年資本支出計劃, 其中中國移動和中國電信 (728 HK) 都將維持低個位數的資本支出增長。然而中國聯通 (762 HK) 將大增 2012 年資本支出達 30.5% 至人民幣 1,000 億元。中國聯通在 2012 年的資本支出將向 3G 相關的建設傾斜, 包括減少市區 3G 網絡盲點、擴大農村地區和高速鐵路的無線覆蓋。基於京信在無線優化市場的領導者地位, 我們預期公司將成為中國聯通大增 3G 資本支出的主要受益者之一。

❖ **研究支出上升壓縮 2011 財年盈利。**京信大增開發 Femtocell 的投資以應對移動數據量暴增對營運商造成的壓力。Femtocell 解決方案可用於 3G 和 4G 網絡, 以改善室內的無線覆蓋和增強網絡應付高數據流量的能力。京信研發費用在 2011 年同比上升 72% 達港幣 3.62 億, 主要的費用增長皆用於發展 Femtocell。研發費用佔 2011 年總收入的 5.7%, 同比上升 1.6 百分點。研發支出上升壓縮 2011 財年盈利。我們預計京信將維持高研發支出以保持技術優勢。高研發支出將壓縮 2012 年淨利率, 但却可為 4G 時代的增長鋪路。

❖ **為了解決 3G 時代移動數據暴增所引致的網絡壓力, 中國聯通的 3G 資本支出將大增。我們相信京信通信是主要的受惠者。目前股價交易在我們 2012 財年盈利預測的 8.7 倍。京信過去三年交易在 8-25 倍市盈率之間, 現在估值並不昂貴。**

### 京信通信 (2342 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$4.89
目標價	N.A.
市值 (港幣百萬)	7,463
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	72.4
52 周高/低 (港幣)	9.2/4.45
發行股數 (百萬)	1,455
主要股東	霍東齡 (35.7%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-16.0%	-12.4%
3 月	-23.7%	-31.2%
6 月	-21.8%	-33.1%

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 (港幣百萬元)	4,440	5,191	6,354	7,528	8,660
淨利潤 (港幣百萬元)	565	724	659	841	1,058
每股收益 (港幣)	0.45	0.50	0.44	0.56	0.71
每股收益變動 (%)	102.7	12.8	(12.8)	27.6	25.7
市盈率(x)	10.9	9.7	11.1	8.7	6.9
市帳率(x)	2.4	2.1	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	3.0	3.3	2.5	3.4	4.3
權益收益率 (%)	21.8	21.9	16.1	17.7	19.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	0.2	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

# 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。