

宝峰时尚 (1121 HK, HK\$ 1.30, 目标价 1.76 港元, 买入) 从 OEM 向品牌商转型

- ❖ **2011 年净利润同比大增 40.8%。**2011 年营业额达 11.18 亿元(人民币·下同)，同比增长 34.1%，比我们预期 11.05 亿元高 1.2 个百分点。其中自有品牌(宝人和宝峰)占比由 2010 年 45.9% 上升至 2011 年 62.3%，毛利率上升 0.4 个百分点至 33.4%，主要受益于高毛利率的自有品牌业务拉动。净利润达 1.6 亿元，同比大增 40.8%，比我们预期 1.57 亿元高 1.9 个百分点。
- ❖ **自有品牌销量大增。**2011 年，宝人牌营业额同比增 77.3% 至 4.02 亿元，主要受益于销量上升 74% 至 800 万双，宝峰牌营业额同比增 91.8% 至 1.67 亿元，主要受益于销量上升 89.4% 至 1250 万双。但是 OEM 业务销量下跌 17.7% 至 2880 万双。这情况一方面根据客户需求而改变，另一方面也是公司策略调整的结果。
- ❖ **分销运营健康。**截至 2011 年，公司拥有 908 间零售店，其中约三成商超，一成专卖店，六成百货专柜，扩张速度同比增长 74.8%。预计未来两年开店速度为 50% 左右。我们认为市场空间还是相当广阔的。2011 年，平均应收账款周转天数和存货天数分别较 2010 年下降了 5.8 天和 5.2 天至 33.2 天和 29.6 天。宝峰的分销制度不同于体育品牌，每年有春夏和秋冬两次订货会，但通常只订半个月存货，随后会根据销售情况陆续补单，这样能够迅速捕捉市场需求，也能更好地管理库存。
- ❖ **多个产品线保证毛利率和增长动力。**2012 年夏季推出的新产品有 NBA 和亚洲小姐系列，首批订单表现良好。“施华洛世奇元素”系列、海绵宝宝系列和 FTV 系列仍处设计时间，估计将在 2012 年秋冬季推出。另外，2012 上半年有望进入菲律宾和印度尼西亚市场，下半年进入新加坡、马来西亚和泰国。这些产品拓展宝人牌产品线和市场空间，预计将在 2013 年得到显著体现。同时毛利率高于传统宝人牌，我们预计未来两年公司毛利率有望继续攀升至 34%。
- ❖ **重申买入评级。**2011 年业绩符合我们预期。我们维持原有的盈利预估，2012 和 2013 年每股收益分别为 0.19 元和 0.23 元。考虑到品牌知名度不高、上市时间短以及市值较小，我们保守给予公司 8 倍市盈率，相较鞋类行业 14 倍平均市盈率折让 40%，目标价由 1.54 港元上调至 1.76 港元。维持买入评级。

宝峰时尚 (1121 HK)

评级	买入
收市价	1.30 港元
目标价	1.76 港元
市值(港币百万)	1,294
过去 3 月平均交易(港币百万)	4.6
52 周高/低(港币)	1.78/0.97
发行股数(百万)	995
主要股东	史清波
	(52.01%)

来源：彭博

股价表现

	绝对值	相对值
1 个月	-12.8%	-9.5%
3 个月	12.1%	1.0%
6 个月	31.3%	2.7%

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(百万人民币)	589	833	1,118	1,321	1,579
净利润(百万人民币)	70	144	161	185	225
每股收益(人民币)	N/A	0.15	0.16	0.19	0.23
每股收益变动(%)	N/A	N/A	6.7	12.5	22.1
市盈率(x)	N/A	N/A	6.6	5.9	4.8
市帐率(x)	N/A	N/A	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	N/A	N/A	3.9	4.3	5.2
权益收益率(%)	37.2	42.9	26.3	18.7	19.6
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源：公司及招银国际预测

年代煤机 (8043 HK, 0.86 港元, 目标价: 0.31 港元, 卖出) — 沽出以锁定利率避免收购失败的风险

- ❖ **低于市场销售增长。**公司的营业额从 2010 年的 17.69 亿元（港币·下同）同比上升 10.4% 至 2011 年的 19.53 亿元。公司受惠于中国煤矿机械化，然而，年代煤机营业额的增长却低于三一国际（631 HK）的 40.9% 和郑煤机（601717 CH）的 15.9%。
- ❖ **2011 年出现净亏损。**公司毛利从 2010 年的 3.49 亿元同比下降 14% 至 2011 年的 3 亿元，而毛利率则由 2010 年的 15.4% 大幅削减 4.3 个百分点至 2011 年的 19.7%。毛利率下降的主要是由于钢材价格的飙升，钢材占超过 85% 的原材料成本，加上在激烈的市场竞争之下令公司未能把成本上涨转嫁给客户，故此盈利能力下降，并导致净利润从 2010 年的 1.35 亿元净收入下降至 2011 年的 0.14 亿元净亏损。
- ❖ **2012 年的展望。**虽然采煤作业的机械化进程为地下矿山机械创造了巨大的需求，但另一方面，激烈的市场竞争却限制了年代煤机盈利的增长，对于公司要在 2012 至 13 两年间合共赚取超过 15.89 亿元的毛利润有难度（15.89 亿元是一个门坎，如果公司 2012 至 13 年的合共毛利润高于门坎的话，在卡特彼勒提出的收购计划中，「票据方案」的收益将大于「现金方案」）。
- ❖ **我们维持现金方式。**我们降低了对公司 2012 至 13 年毛利率的预测，分别从原来的 6.22 亿元和 7.7 亿元下降至 4.67 亿元和 5.61 亿元。如果选「票据方案」的话投资者将得到每股 0.75 港元的赎回价值。因此，我们维持「现金方案」的建议（每股 0.88 港元的赎回价值），相当于 2012 年预测每股收益的 35.6 倍，三一国际 2012 年的预测市盈率为 11.4 倍。
- ❖ **虽然年代煤机的销售在 2011 年增长 10.4%，但毛利和净收入均有所下跌。**因此，我们建议选择卡特彼勒的收购行动中的「现金方案」。考虑到并购可能受中国政府的审批过程和公司的盈利状况而有所影响，投资者可以把手持的公司股票先行沽出以锁定利润。我们降低了公司 2012-13 年的盈利预测分别从原来的 2.1 亿元和 3.22 亿元下调至 1.4 亿元和 2.17 亿元，并维持「卖出」的评级，目标价从 0.62 港元降低至 0.31 港元，相当于 10.5 倍 2012 年预测每股收益，也等于行业的平均值。目标价反映公司在收购失败下的公允值。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
营业额 (百万港币)	1,405	1,769	1,953	2,552	2,953
净利润 (百万港币)	131	135	(14)	140	217
每股收益 (港币)	0.0327	0.0307	(0.0025)	0.0247	0.0383
每股收益变动 (%)	N/A	(6.3)	(108.2)	(1,085.3)	54.8
市盈率 (x)	24.7	26.4	(323.0)	32.8	21.2
市帐率 (x)	14.7	2.9	3.5	3.1	2.7
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	119.0	18.7	(1.1)	10.1	13.6
净财务杠杆率 (%)	160.9	10.0	7.2	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际预测

年代煤矿机电 (8043 HK)

评级	卖出
收市价	HK\$0.86
目标价	HK\$0.31
市值 (港币百万)	4,892
过去 3 月平均交易 (港币百万)	16.0
52 周高/低 (港币)	0.88/0.25
发行股数 (百万股)	5,688
主要股东	EMORY WILLIAMS (71.3%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.0%	5.1%
3 月	0.0%	-8.0%
6 月	70.0%	39.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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。