

達芙妮 (210 HK, HK\$ 8.30, 目標價 10.05, 買入) 增長極具潛力惟費用壓力大

- ❖ **毛利率超預期。** 收入和調整後的淨利潤（除去認股權證公允價值虧損）按年分別增 23.8% 和 34.9% 至港幣 39.4 億元和 4.4 億元（港幣・下同），好於市場預期。毛利率顯著上升 4.2 百分點至 61.2%，主要由以下幾個原因所致：核心品牌（達芙妮和鞋櫃）平均售價上漲 3%；毛利率較高的自營店新開店數增 6.4%，快於加盟店；產品組合變化以及低毛利率的 OEM 業務逐步減少。
- ❖ **繼續提高單店運營效率。** 我們估計，2011 年同店銷售將錄得 15% 的增長，這是一個令人欣慰的水準。我們注意到上半年存貨周轉天數上升 29 天至 149 天，主要是因為去年冬季缺貨情況後，管理層意識到加大存貨準備以滿足市場需求。管理層表示，未來存貨周轉天數將保持在 140-160 天。我們認為，對於以自營為主的零售行業來說，150 天的存貨周轉天數是健康合理的。
- ❖ **上調 2011 年收入和毛利率預測。** 我們上調 2011 年收入預測 0.8% 至 82.8 億元，主要基於以下考慮：（1）預計下半年核心品牌平均售價上漲 3%—5% 左右；（2）由於加大研發和設計投入，預計冬季產品銷售將有所改善；（3）其他品牌雖然尚未盈利，但已開始顯現出增長趨勢（上半年銷售按年增 56.6%）；（4）新增 800 家店的全年目標；（5）同店銷售上半年錄得 17.2% 的增長，預計下半年將錄得 13% 的增長。另外，我們看到品牌整合（其中包括產品和業務組合）已初顯成效。並且公司計畫未來將自營店的比例提升至 90% 以上。因此，我們認為，雖然下半年毛利率有可能會有輕微下調，但從全年以及未來三年看，毛利率將有望保持在 59% 左右。
- ❖ **不過，由於加大鞋櫃品牌和其他中高端品牌的市場行銷以及管道力度，我們估計未來包括市場推廣費用在內的經銷費用會有所上漲，並且，大比例自營店帶來了租金和人工費用壓力。同時，有效稅率也保持在 27% 左右。費用壓力和有效稅率可能對淨利率有一定的影響。因此，我們維持 2011—2013 年每股收益至 0.54 港元、0.66 港元和 0.79 港元。維持買入評級，目標價為 10.05 港元。**

達芙妮國際 (210 HK)

評級	買入
收市價	HK\$8.30
目標價	HK\$10.05
市值 (港幣百萬)	13,595
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	32.6
52 周高/低 (港幣)	9.6/5.53
發行股數 (百萬)	1,638
主要股東	LUCKY EARN INTL (24.5%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.5%	12.1%
3 月	16.3%	34.8%
6 月	36.6%	59.0%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

財務資料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬港元)	5,832	6,624	8,277	10,096	12,080
淨利潤 (百萬港元)	394	597	878	1,078	1,292
每股收益 (港元)	0.24	0.36	0.54	0.66	0.79
每股收益變動 (%)	(20.1)	51.5	50.0	22.2	19.7
市盈率(x)	36.2	23.9	16.2	13.2	11.0
市帳率(x)	6.5	4.6	3.7	3.1	2.5
股息率 (%)	0.9	1.4	2.0	2.5	3.0
權益收益率 (%)	19.4	22.4	25.3	25.5	25.2
淨財務杠杆率 (%)	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

華潤置地 (1109 HK, HK\$ 12.78, 目標價 18.76, 買入) 下半年更多盈利出現

❖ **中期基礎盈利下跌 35%。**2011 上半年營業額下跌 38.2%至 76.8 億港元，下跌的原因是物業交付數量在上下半年不均衡。不過，整體的毛利率由去年同期的 38.7%上升至期內的 41.4%。而且，期內更錄取了 30.6 億港元的投資物業重估盈利，所以 2011 上半年的純利增加 3.9%至 35.6 億港元。扣除投資物業重估盈利，2011 上半年基礎盈利下跌 34.9%至 12.84 億港元。最後，公司公佈了一個向母公司 70 億港元的收購計畫，華潤置地將收購 4 個地產項目，總樓面面積達 245 萬平方米。

❖ **下半年更多物業交付。**公司計畫在 2011 年交付的住宅物業達 225 萬平方米，所以下半年的交付面積為 184 萬平方米。至 2011 年 8 月 17 日，約 338 億元人民幣的物業已預售但未入帳，其中約 228 億元人民幣的物業會在 2011 年入帳，所以，100%的 2011 年物業發展收入已鎖定，盈利能見度較高。至 2011 年 8 月 17 日，物業銷售金額及面積分別為 178 億元人民幣及 156 萬平方米。

❖ **租金強勁增長。**受惠於租金上調及新的投資物業全期貢獻盈利，租金收益在 2011 上半年增加 56.7%至 14 億港元。現在的可出租面積為 79.6 萬平方米，今年餘下日子，約 11.3 萬平方米的投資物業竣工，公司計畫 2012 及 2013 年的新增加可出租面積分別為 19.6 萬平方米及 48.7 萬平方米。我們預期租金收入的未來 3 年年複合增長率為 21%，至 2013 年可達 36.47 億港元。

❖ **目標價下調至 18.76 港元。**考慮投資物業重估盈利，我們調高 2011 年盈利預測 38.0%至 85.41 億港元；我們更考慮來自新收購項目的盈利貢獻，我們分別上調 2012 年盈利預測 11.8%至 83.73 億港元及 2013 年盈利預測 4.3%至 93.64 億港元。因為新收購項目，我們上調 2011 年底的每股資產淨值至 26.8 港元，不過目標價由 19.56 港元下降至 18.76 港元，目標價相當於 30%與每股資產淨值折讓(原本為 20%)，重申買入評級。

華潤置地 (1109 HK)

評級	買入
收市價	HK\$12.78
目標價	HK\$18.76
市值 (港幣百萬)	68,858
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	175
52 周高/低 (港幣)	17.5/11.9
發行股數 (百萬)	5,387
主要股東	華潤集團 (65.4%)

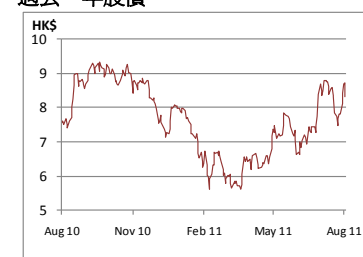
來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.5%	12.1%
3 月	16.3%	34.8%
6 月	36.6%	59.0%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

財務資料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬港元)	16,650	25,729	34,983	53,256	67,113
淨利潤 (百萬港元)	4,304	6,026	8,541	8,373	9,364
每股收益 (港元)	0.881	1.198	1.554	1.437	1.607
每股收益變動 (%)	92.0	36.0	29.7	(7.5)	11.8
市盈率(x)	14.5	10.7	8.2	8.9	8.0
市帳率(x)	1.7	1.5	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	1.9	2.4	2.5	2.5	3.0
權益收益率 (%)	11.4	13.1	14.0	12.0	11.7
淨財務杠杆率 (%)	20.1	56.3	49.9	35.8	28.3

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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士。