

### 民生銀行(1988 HK, HK\$7.35, 買入) - 中小企業貸款扶持政策受益者

- ❖ **民營股權架構的中國第九大商業銀行。**以總資產計，民生銀行是國內第九大商業銀行。與其他大中型商業銀行相比，民生銀行的顯著特點是其具有完全的民營股權架構。我們認為，這種股權架構有利於銀行的長期業務發展，基於 1) 與民營企業更加廣泛的聯繫；2) 敢於改革的動力；3) 靈活的戰略調整步伐；4) 審慎的風險控制。
- ❖ **成熟的中小企業和小微企業貸款業務利於維持高息差。**民生銀行自 2007 年開始就不遺餘力的推動轉型並注重中小企業貸款業務。2009 年開始，開發了“商貸通”這一核心平臺以加強小微企業貸款業務，並獲得迅猛的發展。我們預計，商貸通貸款餘額 2008-2011 年間的複合增長率高達 220%。相比其他大中型銀行，更加成熟的中小企業和小微企業業務有助於民生銀行擴大其息差水平，因貸款定價能力更強。我們預計 2011-2012 年民生銀行息差分別有望達到 3.04% 和 2.99%，高於行業平均水平。
- ❖ **資產質量將維持穩定。**與其他在港上市的中資銀行相比，民生銀行的不良率與招行和中信類似。截止 2011 年三季度末，貸款質量仍在不斷改善，不良貸款率和撥備覆蓋率分別為 0.62% 和 355.4%。民生銀行撥備較充分，其撥備覆蓋率在香港上市中資銀行中僅次於招行。我們預計 2011-2012 年不良率分別為 0.6% 和 0.62%，撥備覆蓋率有望達到 363.8% 和 397.2%。不良的輕微反彈源於信貸週期的驅動，與行業整體趨勢相符。
- ❖ **考慮到民生銀行在中小企業和小微企業貸款的優勢，以及穩定的資產質量和充足的撥備，我們對其未來發展持樂觀態度。我們首次給予其“買入”評級，目標價 9.44 港元，對應 2012 年 7 倍市盈率和 28.4% 的上升空間。**

#### 民生銀行-H (1988 HK)

評級	買入
收市價	HK\$7.35
目標價	HK\$9.44
市值 (港幣百萬)	207,945
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	177.4
52 周高/低 (港幣)	7.75/4.24
發行股數 (百萬股)	26,714
主要股東	新希望投資 (4.99%)

來源: HKEx, 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.0%	-3.4%
3 月	10.1%	-3.0%
6 月	11.6%	5.2%

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	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (人民幣百萬元)	42,037	54,667	77,279	90,808	104,710
淨利潤 (人民幣百萬元)	12,104	17,581	26,872	31,320	35,489
每股收益 (人民幣)	0.51	0.66	1.01	1.12	1.21
每股收益變動 (%)	22.5	28.3	52.8	11.7	8.0
市盈率(x)	12.6	9.5	6.1	5.5	5.0
市帳率(x)	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9
股息率 (%)	0.8	1.6	1.6	1.8	2.0
權益收益率 (%)	17.1	18.3	23.2	21.4	18.5
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

**雨潤食品(1068 HK, HK\$11.68, 未評級) - 虎落平陽亦是虎**

- ❖ **負面新聞侵蝕盈利能力。**雨潤發佈 2011 年全年業績，去年受持續不斷的負面新聞報道，以及公眾對食品安全的擔憂，雨潤的盈利能力受到較大影響。收入按年增長 50.5%至 323.2 億港元，盈利則下跌 34.1%至 18 億港元。扣除政府補貼、商譽和匯兌收益，年度核心盈利同比下降 40.1%至 10.7 億港元。去年四季度情況最差，錄得淨虧損。
- ❖ **上下遊毛利率均受到較大衝擊。**由於去年生豬價格持續走高並在三季度末達到高峰，使得成本大幅上升。而公司爲了在危機中保持市場佔有率並維繫客戶關係，定價能力受到較大削弱。上游方面，冷凍肉和冷鮮肉收入均有大幅提升，但毛利率分別下降 1.3%和 4.7%。下游方面，低溫和高溫肉製品的收入與上年基本持平，但毛利率分別大幅下滑 7.3%和 4.1%。全年毛利率下滑 5.8 個百分點至 8.6%。
- ❖ **看好未來作爲行業龍頭的整合能力。**我們注意到年初以來受供應回暖影響生豬價格已出現回落。管理層也表示，今年一季度經營情況應好於去年四季度，二三季度的情況應越來越好。我們認爲，受去年連續負面新聞影響，雨潤的品牌重塑仍需時日。但是長遠來看，作爲行業龍頭，雨潤將在屠宰行業整合的大趨勢下收益。隨著資本開始投入和上下遊產能擴張，未來收入增長毋庸置疑。而一旦毛利率有所恢復，盈利也將踏入高速成長的區間。
- ❖ **由於去年上半年基數較高，我們並不確信今年盈利一定會高於去年。但我們有理由相信，隨著品牌重塑和產能擴張，2013 年盈利能力將得到顯著恢復。**長期來看，我們看好雨潤作爲行業龍頭的整合擴張能力和規模效應。雖受負面因素所困，但公司的核心優勢並未喪失。

**雨潤食品 (1068 HK)**

評級	未評級
收市價	HK\$11.68
目標價	N/A
市值 (港幣百萬)	21,293
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	170
52 周高/低 (港幣)	29.85/7.45
發行股數 (百萬股)	1,823
主要股東	祝義才 (25.8%)

來源: HKEx, 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	-12.7%	-14.0%
3 月	15.5%	1.7%
6 月	-15.7%	-20.6%

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 (百萬港元)	21,473	32,315	30,353	37,216	46,901
淨利潤 (百萬港元)	2,728	1,799	1,761	2,330	3,048
每股收益 (港元)	1.565	0.989	0.939	1.269	1.66
每股收益變動 (%)	43.7	(36.8)	(5.1)	35.1	31.0
市盈率(x)	7.5	11.8	12.4	9.2	7.0
市帳率(x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	3.4	-	2.2	2.9	4.0
權益收益率 (%)	23.9	11.1	12.4	13.9	15.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	4.7	淨現金	0.5	2.8

來源: 公司及彭博

**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之分析员，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关于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，请与我们联络。

**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 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。