

达芙妮国际 (210 HK, HK\$ 8.68, TP HK\$10.05, 买入) 二季度强劲反弹

- ❖ **二季度同店增长激增至 32%。**二季度，核心品牌达芙妮和鞋柜的同店销售大幅增长至 32%，而一季度同店增长只有 1%。我们认为，主要由于以下原因所致：1) 达芙妮品牌销售正逐渐恢复增长；2) 短期的缺货问题已基本得到解决；3) 二季度春夏新品的销售表现良好。因此，今年上半年核心品牌同店销售增长达 17%。预计公司下半年将继续保持这样的势头，我们将 2011 年核心品牌同店销售增长的预测由之前的 10% 上调至 15% 左右。
- ❖ **上半年零售店铺净增 294 间。**公司继续保持核心品牌（达芙妮和鞋柜）零售店铺的扩张速度。上半年，零售店铺净增长 294 间，其中包括 251 间自营店和 43 间加盟店。自营店的占比一直保持在 85% 左右。我们估计公司为了进一步提高鞋柜的品牌和市场渗透力，新增了一些达芙妮和鞋柜品牌同时经营的店铺。如果单独来计，我们预计 2011 年核心品牌店铺净增为 800 间。
- ❖ **预计 2011 净利率为 10.7%。**由于今年二季度以来的达芙妮品牌销售复苏以及较好的营运成本控制（表现为同店增长大幅增长），我们预计，公司 2011 年净利率将达到 10.7%。另外，我们认为，公司积极开拓中高端产品也有利于净利率的提升。
- ❖ **吸引估值。同店销售在第二季度大幅增长，我们认为，公司核心产品销售正逐步恢复增长势头，预计今年下半年将会有更好的表现。我们预计，2011、2012 和 2013 年净利润将分别有望达到 8.76 亿港元，10.9 亿港元和 13.12 亿港元。考虑到公司在大众市场的领导地位以及近期销售的强劲复苏，因此估值相较同业依然有一定的吸引力。2010-2013 年每股收益的年复合增长率为 30.1%，我们以 2012 年盈利更新目标价至 10.05 港元（上次目标价为 7.80 港元），相当于 15 倍 2012 年市盈率。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (港币百万元)	5,832	6,624	8,210	9,926	11,741
净利润 (港币百万元)	394	597	876	1,090	1,312
每股收益 (港币)	0.24	0.36	0.53	0.67	0.80
每股收益变动 (%)	(20.1)	51.5	46.9	24.4	20.4
市盈率(x)	36.1	23.8	16.2	13.0	10.8
市帐率(x)	6.5	4.6	3.7	3.1	2.5
股息率 (%)	0.8	1.3	1.8	2.3	2.8
权益收益率 (%)	19.4	22.4	25.2	25.7	25.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

达芙妮国际 (210 HK)

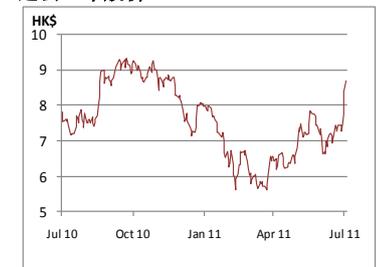
评级	买入
收市价	HK\$8.68
目标价	HK\$10.05
市值 (港币百万)	14,217
过去 3 月平均交易 (港币百万)	35.6
52 周高/低 (港币)	9.6/5.53
发行股数 (百万股)	1,638
主要股东	张氏家庭(24.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	26.2%	25.2%
3 月	28.8%	40.3%
6 月	4.8%	16.3%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

华润置地 (1109 HK, HK\$14.4, 未评级) - 双增长引擎

- ❖ **6 月份物业销售创单月纪录。**11 上半年的物业销售金额及面积分别按年增长 83.9%至 135 亿元(人民币·下同)及 52.4%至 114 万平方米。6 月份, 销售金额同比上升 3.6 倍(或环比上升 1 倍)至 40.6 亿元, 为自 09 年 1 月的单月销售新高。公司在 11 上半年推出 32 个项目销售, 下半年将有另外 18 个项目, 我们相信公司能完成今年 300 亿元的销售目标。
- ❖ **租金收入上半年增加 73%至 12.7 亿港元。**受惠于新商场落成(杭州万象城于 10 年 4 月开业)及租金上调, 租金收入在上半年增长 72.5%至 12.7 亿港元。沈阳万象城已于今年 5 月营业, 出租率达 95%及月租水平为每平米 100-150 元, 北京橡树湾的商场于 7 月试业, 成都的万象城将于明年落成, 更多的商场投入营运可刺激公司的租金收入增长, 我们预期未来租金收益于 2013 年可达至 34 亿港元, 年增合增长率为 18.5%。
- ❖ **于国内 31 个城市的土地储备达 2560 万平方米。**公司在 2011 年至今购入 310 万平方米的土地储备, 目前的应占权益土地储备为 2560 万平方米, 覆盖国内 31 个城市。此外, 母公司持有 430 万平方米的物业项目, 将来有机会注入上市公司, 我们估计今年内有可能注入于深圳湾及南宁的物业项目, 楼面面积达 90 万平方米。
- ❖ **目前的净负债比率升至 70%, 但公司仍可应付。**我们预期于 2011-13 年的纯利分别为 62.7 亿港元、69.0 亿港元及 86.6 亿港元。约 260 亿港元及 120 亿港元的物业已预售及在 2011 及 2012 年入账。我们估计的 2011 年底的每股资产净值为 25 港元。2011 年的市盈率为 12.4 倍及与资产净值折让 42.4%。

华润置地 (1109 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$14.4
目标价	N.A.
市值(港币百万)	77,586
过去 3 月平均交易(港币百万)	189.6
52 周高/低(港币)	17.64/11.9
发行股数(百万股)	5,388
主要股东	华润集团(65.4%)

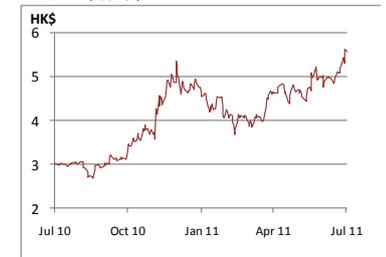
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.9%	15.8%
3 月	21.2%	32.6%
6 月	20.4%	33.0%

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	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(百万港元)	16,650	25,729	34,322	49,175	65,237
净利润(百万港元)	4,304	6,026	6,271	6,903	8,656
每股收益(港元)	0.881	1.198	1.164	1.282	1.607
每股收益变动(%)	92.0	36.0	-2.8	10.1	25.4
市盈率(x)	16.4	12.0	12.4	11.2	9.0
市帐率(x)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
股息率(%)	1.6	1.9	2.0	2.2	2.5
权益收益率(%)	11.4	13.1	11.8	11.3	12.3
净财务杠杆率(%)	20.1	56.3	48.8	39.5	31.2

来源: 公司资料及招银国际研究部

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。