

重庆农商行(3618 HK, 4.22 港元, 目标价:5.8 港元, 买入) - 业绩符合预期, 资产质量向好

- 净利润增长 38.6%**。重庆农商行公布了 2011 年令人满意的全年业绩。净利息收入同比增长 40%至 105.1 亿元(人民币, 下同)。手续费净收入大增 122.3%至 6.4 亿元。在计提了 8.5 亿元的拨备后, 纯利增长 38.6%至 42.5 亿元, 略高于我们预期 1.4%。拟派股息每股 0.14 元, 派息比率为 30.7%, 高于我们预期。全年净息差上升 29 个基点至 3.36%, 较我们的预期高 8 个基点。ROA 和 ROE 分别为 1.4%和 15.2%。资本充足率和核心资本充足率分别为 14.9%和 13.7%, 仍处在上市银行中的最高水平。
- 手续费收入增速超预期, 成本收入比改善体现较强执行力, 高息差有望继续维持**。2011 年手续费增速高于我们预期, 表明下半年公司非息业务开始发力, 估计新的中间业务收入增长点已经出现。我们预计 2012-2013 年手续费净收入仍将以高于同业增速的速度增长。全年营业支出增长 22.1%, 大幅低于收入增速, 使得成本收入比下降 7.8 个百分点至 36.6%, 改善幅度超过我们预期的 38.3%, 体现了较强的执行力和自律性。公司贷款定价能力不断提高, 此前我们担忧公司挖掘大客户会削弱总体贷款收益率, 但事实上在中小企业贷款高议价能力帮助下, 息差有望继续维持高位震荡。
- 四季度资产质量并未恶化, 各项指标仍在大幅改善**。近期几家银行公布的业绩显示去年四季度资产质量均有不同程度下降。但重庆农商行的贷款质量仍在不断改善。去年年初、年中、三季度末和年底的不良贷款率分别为 2.38%、1.97%、1.79%和 1.44%, 呈现逐季改善态势, 且改善幅度高于我们预期。不良贷款额由年初的 29.1 亿元下降 28.5%到年底的 20.8 亿元。拨备覆盖率不断上升, 由年初的 172.8%升至 265.2%。另外, 与已公布年报的几家银行不同, 关注类贷款也出现大幅下降。年底关注类贷款总额较年初下降 49%, 较年中下降 42.3%, 可见下半年资产质量并未出现恶化趋势。
- 难能可贵的是其成本收入比超预期降低, 资产质量仍在大幅改善且非息收入开始走入快速增长通道**。我们上调息差预测, 上调贷款增速预测并同时下调成本收入比预测, 调高 2012 年和 2013 年的盈利预期幅度分别为 6.3%和 6.0%。我们仍维持 5.8 港元目标价和“买入”评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
营业额(人民币百万元)	5,677	7,745	11,183	11,789	14,222
净利润(人民币百万元)	1,888	3,064	4,247	4,738	5,892
每股收益(人民币)	0.20	0.33	0.46	0.51	0.63
每股收益变动(%)	(5.4)	62.3	39.4	13.1	24.3
市盈率(x)	21.1	11.1	7.3	6.6	5.3
市帐率(x)	N/A	1.5	1.1	0.9	0.8
股息率(%)	N/A	N/A	4.1	3.8	4.7
权益收益率(%)	19.9	13.7	15.2	15.3	16.3
净财务杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及招银国际研究部

重庆农商行(3618 HK)

评级	买入
收市价	HK\$4.22
目标价	HK\$5.80
市值(港币百万)	39,246
过去 3 月平均交易(港币百万)	68
52 周高/低(港币)	6.29/2.15
发行股数(百万股)	9,300
主要股东	重庆渝富(7.1%)

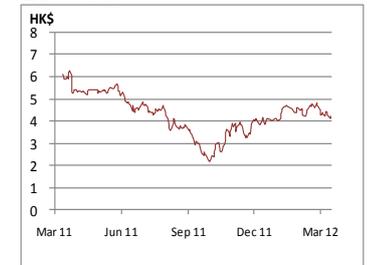
来源: HKEx, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-6.6%	-3.9%
3 月	6.0%	-6.5%
6 月	42.1%	29.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

达芙妮国际 (210 HK, 9.70 港元, 目标价: 10.76 港元, 持有) — 2011 年业绩亮丽, 2012 年有望持续增长

- ❖ **净利润增长 56.7%**。公司营业额同比增加 29.5% 至 85.76 亿港元, 与我们预期的 85.55 亿港元接近。营业额增长主要受益于 2011 全年同店销售增长 21%, 以及门店数目净增 966 间。净利润为 9.33 亿港元, 同比增长 56.7%, 比我们预期的高 2.2%。如果撇除 2010 年认沽权证的公允价值变动, 2011 年净利润同比增长 38.7%。
- ❖ **核心品牌稳健增长, 但中高端品牌仍处在初创期**。核心品牌营业额为 75.97 亿港元, 同比增长 34.6%, 占总营业额比重较上年同期提升 3 个百分点至 89%。我们估计, 鞋柜品牌经过几年的发展, 现已进入快速增长阶段。但是, 中高端品牌经营利润仍然录得 6460 万港元的亏损, 目前仍处在初创期。2012 年, 公司目标为寻找合适的商业和经营模型, 实现盈亏平衡。中高端品牌在 2012 年不会有太大收入贡献。但是, 预计从 2012 年开始, 公司将会加大中高端品牌的投入力度。
- ❖ **2012 年计划净增门店 800-900 间**。截至 2011 年底, 门店总数净增 966 间至 6165 间。其中约 80% 为自营门店, 可以更好的应对市场需求的变化。2012 年, 管理层计划新开 700 间核心品牌门店和 100-150 间中高端品牌门店。另外, 2012 年资本支出将由 2011 年的 3.94 亿港元上升至 5 亿港元, 主要用来支持门店新开、门店装修以及新品牌发展。
- ❖ **2012 年同店增长目标为 12%**。2011 年同店销售增长 21%, 其中上半年增长 17%, 下半年增长 24%, 超出市场预期。管理层表示 2012 年同店增长目标为 12%。2012 年首 3 个月, 销售表现良好。我们认为, 同店增长将由供应链改善和核心品牌销售良好所推动。
- ❖ **我们对 2012 年中国鞋类行业持乐观看法**。我们认为, 核心品牌达芙妮将贡献稳定收入, 鞋柜逐步成熟迎来强劲增长势头。由于多品牌和产品结构调整, 毛利率基本可维持, 但租金、人工等压力将明显增长, 将侵蚀 2012 年净利率。我们上调 2012 年每股收益 4% 至 0.717 港元, 公司具有大众市场领导地位, 但由于未来国内经营环境仍不明朗, 我们保守给予 15 倍 2012 年市盈率或相等于历史市盈率 20 倍的 75%, 目标价为 10.76 港元, 维持“持有”评级。

达芙妮国际 (210 HK)

评级	持有
收市价	HK\$9.70
目标价	HK\$10.76
市值 (港币百万)	16,586
过去 3 月平均交易 (港币百万)	38
52 周高/低 (港币)	10.66/5.53
发行股数 (百万股)	1,638
主要股东	Lucky Earn (24.47%)

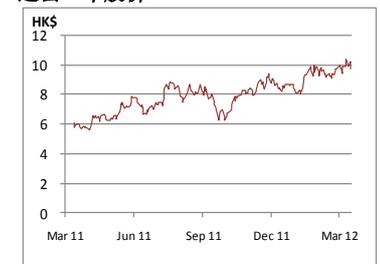
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	4.1%	7.1%
3 月	13.2%	-0.2%
6 月	33.1%	21.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万)	5,832	6,627	8,577	10,718	12,863
净利润 (人民币百万)	394	597	933	1,175	1,382
每股收益 (人民币)	0.24	0.36	0.57	0.72	0.84
每股收益变动 (%)	(20.1)	51.5	56.4	26.0	17.6
市盈率 (x)	41.3	27.3	17.4	13.8	11.8
市帐率 (x)	7.4	5.2	4.0	3.4	2.8
股息率 (%)	0.8	1.2	1.7	2.2	2.5
权益收益率 (%)	19.4	22.4	26.0	26.7	26.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际预测

中国联塑 (2128 HK, 5.18 港元, 目标价: 5.10 港元, 持有) — 在 2011 年稳健增长

- ❖ **收入稳定地增长。**公司营业额从 2010 年的 77.12 亿元（人民币·下同）同比上升 31.5% 至 2011 年的 101.43 亿元，但低于我们预期的 108.88 亿元。营业额增长的最主要原因是由于经济适用住房计划和市政基础设施项目（特别是储水设施）以加强农业生产力和城镇化进程所带来对塑料管材的刚性需求所带动。
- ❖ **毛利率收窄。**2011 年的毛利率为 24.2%，同比下降 2.2 个百分点。毛利率下降的最主要由于是原材料价值的上升和战略性削减非 PVC 管道的目标利润以扩大市场份额所致。在 2011 年，非 PVC 管道的原料成本提高约 14%，而均价增幅仅 5.8%，因此，非 PVC 管道的毛利率从 2010 年的 29.1% 减少到 21.8%。

用盈利能力以换取销售网络。2011 年的销售及分销成本同比增长 51.8% 至 4.54 亿元，而每吨分销成本从 2010 年的每吨 379 元升至 2011 年的每吨 472 元，主要原因是由于销售网络的扩张导致包装和广告费用上升。针对这些背景，净利润为人民币 12.61 亿元，同比增长 11.3%，但低于我们预期的 14.13 亿元。

- ❖ **2012 年展望。**虽然在信贷紧缩环境下，我们预期房地产的开发在 2012 年会有所放缓，而它们对塑料管道的需求会有所下降，不过政府的基建项目将对塑料管材的需求有所支持。此外，就有关中央针对固定资产投资增速下降的策略打算从 2011 年的 18% 下调至 2012 年的 16%，但考虑到固定资产投资在 2011 年的实际增长率为 23.8%（高于目标的 18%），我们相信实际 2012 年的增长将高于 16%。
- ❖ 由于节日效应，联塑首 2 个月的销售增长约 5%。考虑到公司 2011 年有稳健增长，我们向上我们的估值从原来的「15% 折让于行业」上调至「与行业同步」，相当于 8.1 倍 2012 年市盈率。根据公布的财务数据，我们上调了利润估值从原来的 16.21 亿元至 16.58 亿元，目标价从原来的 4.17 港元上调至 5.10 港元。然而由于股价从年初至今已飙升 21.5%，我们维持「持有」的评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(人民币百万)	7,712	10,143	14,374	17,405	21,943
净利润(人民币百万)	1,133	1,261	1,658	2,047	2,692
每股收益(人民币)	0.43	0.42	0.53	0.62	0.77
每股收益变动(%)	49.8	(2.1)	25.2	17.6	25.2
市盈率(x)	10.2	10.2	8.1	6.9	5.5
市帐率(x)	2.9	2.6	2.1	1.8	1.5
股息率(%)	2.6	2.3	3.1	3.6	4.5
权益收益率(%)	44.9	28.1	29.2	28.6	29.7
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	0.9	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际预测

中国联塑 (2128 HK)

评级	持有
收市价	HK\$5.18
目标价	HK\$5.10
市值(港币百万)	15,577
过去 3 月平均交易(港币百万)	46
52 周高/低(港币)	7.88/2.52
发行股数(百万股)	3,007
主要股东	黄联禧 (70.0%)

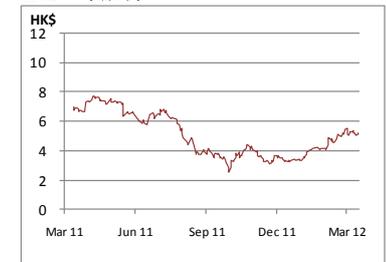
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	14.1%	17.4%
3 月	56.0%	37.6%
6 月	36.0%	23.8%

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

本报告期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作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士。