

### 世達科技 (1282 HK, 0.222 港元, 目標價: 0.271 港元, 買入) — 併購的協同效應改善公司盈利能力

❖ **收購佳力科技。**世達科技宣布透過其附屬公司，正準備收購佳力科技，佳力科技是一家印刷電路板（PCB）的製造商，在 2010 及 12 財年的淨利潤分別為 1,080 萬元（港元·下同）和 1,440 萬元。世達科技收購佳力科技的總代價約 8,220 萬元，收購價會按照佳力科技於 2012-14 財年的淨利潤再作出調整。今年首季，公司將支付其中約 HKD5,500 萬元，預定了分別在 2012 至 14 年的年底交付第二至第四期的款項。

❖ **優化生產過程。**在中國高通脹的影響之下，世達科技的生產成本不斷上升，特別是薪金開支方面，這令公司的利潤被嚴重侵蝕。我們估計，2011 財年的毛利率為 20.8%，比 2010 財年的 27.1% 下降了 6.3 個百分點。在這問題之下，世達科技因而收購了佳力科技，以改善生產流程。由於佳力科技提供的產品和服務，能為公司解決生產問題，故此這併購會為公司帶來附加價值，我們預計在 2012 財年公司的毛利率會有所提升，我們的 2012 財年毛利預測從原來的 20.6% 上調至 21.7%。

❖ **從併購帶來的協同效應。**佳力科技在 2012 財年的淨利潤目標是 980 萬元，這相當於我們過往的 2012 財年淨利潤估計的 6.7%，這是一顯著的增長。此外，考慮到在併購後會優化生產流程，世達科技的利潤率也因而得以改進，因此我們向上調整了我們 2012 至 13 財年的財務預測，收入方面，從原來的 16.65 億元及 18.36 億元分別上調到 17.04 億元及 18.79 億元，淨利潤方面，從原來的 1.49 億元和 1.65 億元分別上調至 1.73 億元和 1.89 億元。

❖ **我們認為，是次收購不僅為世達科技帶來增長，通過豐富的產品組合及優化生產流程之下，可以改善公司的盈利能力。公司現價為 3.8 倍 2012 年市盈率，相比行業平均值的 6.5 倍，有 41.5% 的折讓。我們對公司的目標估值保持在行業平均值再作 30% 的折讓，以反映 2012 年銷售情況存在的不確定性。然而，因為我們已向上調整預計在 2012 財年淨收入，所以目標價亦由 0.256 港元上調至 0.273 港元，並維持「買入」的評級。**

#### 世達科技 (1282 HK)

評級	買入
收市價	HK\$0.222
目標價	HK\$0.271
市值 (港幣百萬)	650
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1.6
52 周高/低 (港幣)	1.02/0.176
發行股數 (百萬股)	2,927
主要股東	王國芳 (68.5%)

來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	17.1%	11.5%
3 月	-14.1%	-15.6%
6 月	-53.4%	-46.9%

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 (港幣百萬)	887	1,392	1,412	1,704	1,879
淨利潤 (港幣百萬)	153	214	119	173	189
每股收益 (港元)	0.071	0.098	0.041	0.059	0.065
每股收益變動 (%)	N/A	37.7	(58.5)	45.4	9.2
市盈率(x)	3.1	2.3	5.5	3.8	3.4
市帳率(x)	2.0	0.5	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	10.7	11.6	7.3	8.0	8.7
權益收益率 (%)	126.4	34.3	11.5	15.3	15.0
淨財務槓桿率 (%)	96.7	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際證券預測

## 達芙妮國際 (210 HK, HK\$ 8.47, 目標價 9.9, 買入) — 2011 年四季度同店銷售持續快速增長

- ❖ **四季度同店銷售增長 26%。** 核心品牌（達芙妮和鞋櫃）2011 年四季度同店銷售同比增長 26%，增幅超過第三季度的 23.0% 和 2011 上半年的 17.3%。2011 全年，同店銷售取得 21% 的增長。增速再次超過管理層以及我們的預期（我們預期為 16%）。這表明 2011 年下半年同店銷售增速明顯快於上半年。我們保守估計，2012 年同店增速保持在 15% 以上。
- ❖ **2011 年門店數淨增 700 間。** 公司繼續保持核心品牌（達芙妮和鞋櫃）零售門店的擴張速度。2011 年四季度，核心品牌零售門店淨增 239 間，其中包括 231 間自營店和 8 間加盟店。2011 全年淨增門店 700 間，其中自營門店 629 間，佔比 90%。符合公司持續提高自營店比例的長期策略。截至 2011 年底，公司核心品牌零售門店共計 5602 間，包括 4547 間自營店和 1055 間加盟店。我們認為，公司 2012 年新增門店的計畫約為 600-800 間，其中大多數仍為自營門店。
- ❖ **2012 年將持續穩定增長，鞋櫃和其他品牌將成為增長動力。** 展望未來，公司取得爆發性增長的概率比較小，但是仍然能保持穩定增速。（1）達芙妮作為成熟品牌，增長穩定；（2）門店擴張速度相對適度，且大多數為自營門店，有利於形成穩定的經營和管理模式；（3）根植於大眾市場，受經濟環境影響較小，波動也比較小。但是，鞋櫃品牌和其他品牌依然有望成為快速增長的動力。
- ❖ 公司自 2010 年上半年重拾增長勢頭以來，目前階段，低基數效應的優勢已基本體現。目前股價已從一定程度上反映了近期亮麗的運營資料。因此，考慮到公司大眾市場的領導者地位以及 2012 年預期的穩定增長。我們維持買入評級，但是下調目標價至 9.9 港元，相當於 15 倍 2012 年市盈率。

### 達芙妮國際 (210 HK)

評級	買入
收市價	HK\$8.47
目標價	HK\$9.9
市值 (港幣百萬)	13,899
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	43.4
52 周高/低 (港幣)	9.5/5.53
發行股數 (百萬股)	1,641
主要股東	LUCKY EARN INTL LTD (24.5%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-4.5%	-9.1%
3 月	2.5%	0.8%
6 月	-3.8%	9.6%

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	47.1	22.8	19.9
市盈率 (x)	35.2	23.3	15.2	12.3	10.1
市帳率 (x)	6.3	4.4	3.6	2.9	2.4
股息率 (%)	0.9	1.4	2.2	2.7	3.3
權益收益率 (%)	19.4	22.4	26.2	26.3	26.2
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際證券預測

# 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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。接收本報告之行為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。