

达芙妮 (210 HK, HK\$ 8.30, 目标价 10.05, 买入) 增长极具潜力惟费用压力大

❖ **毛利率超预期。** 收入和调整后的净利润（除去认股权证公允价值亏损）按年分别增 23.8% 和 34.9% 至港币 39.4 亿元和 4.4 亿元（港币·下同），好于市场预期。毛利率显著上升 4.2 个百分点至 61.2%，主要由以下几个原因所致：核心品牌（达芙妮和鞋柜）平均售价上涨 3%；毛利率较高的自营店新开店数增 6.4%，快于加盟店；产品组合变化以及低毛利率的 OEM 业务逐步减少。

❖ **继续提高单店运营效率。** 我们估计，2011 年同店销售将录得 15% 的增长，这是一个令人欣慰的水平。我们注意到上半年存货周转天数上升 29 天至 149 天，主要是因为去年冬季缺货情况后，管理层意识到加大存货准备以满足市场需求。管理层表示，未来存货周转天数将保持在 140-160 天。我们认为，对于以自营为主的零售行业来说，150 天的存货周转天数健康合理的。

❖ **上调 2011 年收入和毛利率预测。** 我们上调 2011 年收入预测 0.8% 至 82.8 亿元，主要基于以下考虑：（1）预计下半年核心品牌平均售价上涨 3%—5% 左右；（2）由于加大研发和设计投入，预计冬季产品销售将有所改善；（3）其他品牌虽然尚未盈利，但已开始显现出增长趋势（上半年销售按年增 56.6%）；（4）新增 800 家店的全年目标；（5）同店销售上半年录得 17.2% 的增长，预计下半年将录得 13% 的增长。另外，我们看到品牌整合（其中包括产品和业务组合）已初显成效。并且公司计划未来将自营店的比例提升至 90% 以上。因此，我们认为，虽然下半年毛利率有可能会略有下调，但从全年以及未来三年看，毛利率将有望保持在 59% 左右。

❖ **不过，由于加大鞋柜品牌和其他中高端品牌的市场营销以及管道力度，我们估计未来包括市场推广费用在内的经销费用会有所上涨，并且，大比例自营店带来了租金和人工费用压力。同时，有效税率也保持在 27% 左右。费用压力和有效税率可能对净利率有一定的影响。因此，我们维持 2011—2013 年每股收益至 0.54 港元、0.66 港元和 0.79 港元。维持买入评级，目标价为 10.05 港元。**

达芙妮国际 (210 HK)

评级	买入
收市价	HK\$8.30
目标价	HK\$10.05
市值 (港币百万)	13,595
过去 3 月平均交易 (港币百万)	32.6
52 周高/低 (港币)	9.6/5.53
发行股数 (百万)	1,638
主要股东	LUCKY EARN INTL (24.5%)

来源：彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.5%	12.1%
3 月	16.3%	34.8%
6 月	36.6%	59.0%

来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万港元)	5,832	6,624	8,277	10,096	12,080
净利润 (百万港元)	394	597	878	1,078	1,292
每股收益 (港元)	0.24	0.36	0.54	0.66	0.79
每股收益变动 (%)	(20.1)	51.5	50.0	22.2	19.7
市盈率 (x)	36.2	23.9	16.2	13.2	11.0
市帐率 (x)	6.5	4.6	3.7	3.1	2.5
股息率 (%)	0.9	1.4	2.0	2.5	3.0
权益收益率 (%)	19.4	22.4	25.3	25.5	25.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源：公司及招銀国际研究部

华润置地 (1109 HK, HK\$ 12.78, 目标价 18.76, 买入) 下半年更多盈利出现

- ❖ **中期基础盈利下跌 35%。** 2011 上半年营业额下跌 38.2%至 76.8 亿港元, 下跌的原因是物业交付数量在上下半年不均衡。不过, 整体的毛利率由去年同期的 38.7%上升至期内的 41.4%。而且, 期内更录取了 30.6 亿港元的投资物业重估盈利, 所以 2011 上半年的纯利增加 3.9%至 35.6 亿港元。扣除投资物业重估盈利, 2011 上半年基础盈利下跌 34.9%至 12.84 亿港元。最后, 公司公布了一个向母公司 70 亿港元的收购计划, 华润置地将收购 4 个地产项目, 总楼面面积达 245 万平方米。
- ❖ **下半年更多物业交付。** 公司计划在 2011 年交付的住宅物业达 225 万平方米, 所以下半年的交付面积为 184 万平方米。至 2011 年 8 月 17 日, 约 338 亿元人民币的物业已预售但未入账, 其中约 228 亿元人民币的物业会在 2011 年入账, 所以, 100%的 2011 年物业发展收入已锁定, 盈利能见度较高。至 2011 年 8 月 17 日, 物业销售金额及面积分别为 178 亿元人民币及 156 万平方米。
- ❖ **租金强劲增长。** 受惠于租金上调及新的投资物业全期贡献盈利, 租金收益在 2011 上半年增加 56.7%至 14 亿港元。现在的可出租面积为 79.6 万平方米, 今年余下日子, 约 11.3 万平方米的投资物业竣工, 公司计划 2012 及 2013 年的新增加可出租面积分别为 19.6 万平方米及 48.7 万平方米。我们预期租金收入的未来 3 年年复合增长率为 21%, 至 2013 年可达 36.47 亿港元。
- ❖ **目标价下调至 18.76 港元。考虑投资物业重估盈利, 我们调高 2011 年盈利预测 38.0%至 85.41 亿港元; 我们更考虑来自新收购项目的盈利贡献, 我们分别上调 2012 年盈利预测 11.8%至 83.73 亿港元及 2013 年盈利预测 4.3%至 93.64 亿港元。因为新收购项目, 我们上调 2011 年底的每股资产净值至 26.8 港元, 不过目标价由 19.56 港元下降至 18.76 港元, 目标价相当于 30%与每股资产净值折让(原本为 20%), 重申买入评级。**

华润置地 (1109 HK)

评级	买入
收市价	HK\$12.78
目标价	HK\$18.76
市值 (港币百万)	68,858
过去 3 月平均交易 (港币百万)	175
52 周高低 (港币)	17.5/11.9
发行股数 (百万)	5,387
主要股东	华润集团 (65.4%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.5%	12.1%
3 月	16.3%	34.8%
6 月	36.6%	59.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万港元)	16,650	25,729	34,983	53,256	67,113
净利润 (百万港元)	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
每股收益变动 (%)	92.0	36.0	29.7	(7.5)	11.8
市盈率 (x)	14.5	10.7	8.2	8.9	8.0
市帐率 (x)	1.7	1.5	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	1.9	2.4	2.5	2.5	3.0
权益收益率 (%)	11.4	13.1	14.0	12.0	11.7
净财务杠杆率 (%)	20.1	56.3	49.9	35.8	28.3

来源: 公司及招银国际研究部

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商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。