

招商银行 (3968 HK, HK\$15.40, 目标价: HK\$20.4, 买入) - 业绩符合预期, 资产质量和费用控制优异

- ❖ **净利润增长 40.1%。**2011 净利息收入同比增长 33.7%至 763 亿元(人民币,下同), 手续费净收入升 37.9%至 156 亿元, 费用支出增 25.3%至 409 亿元, 拨备增 51.8%至 84 亿元, 净利增长 40.2%至 361 亿元, 略低于我们预期 0.7%。ROA 和 ROE 分别为 1.4%和 24.2%, 同比提升 24 和 144 个基点。董事会建议自 2012 年起在保证资本充足率合规的前提下派息比不低于 30%, 强化股东回报, 具有积极意义。
- ❖ **息差逐季走高、定价能力和资产配置能力强。**四季度单季息差升至 3.15%, 全年息差同比提升 41 个基点至 3.06%。年末存贷款增速分别为 17%/14.6%。时点存款增速高但无法掩盖日均存款增速的不足。年末贷存比和日均贷存比分别为 73.9%/78.8%, 一方面表明冲时点现象显著, 另一方面表明存款总成本。去年流动性紧张, 招行加大同业资产配置, 而在四季度市场利率回落之时又加大了债券配置, 锁定债券的高利率回报。同时, 招行也在不断加大小微企业贷款投放, 确保总体定价能力不下滑。我们预计 2012/2013 年净息差有望维持于高位。
- ❖ **中间业务收入稳健增长、成本收入比继续改善、资本内生能力强。**手续费收入中, 银行卡收入和代理业务收入增长 17.5%/11%, 增速慢于同业。但结算、托管和顾问费收入大幅增长。票据价差收入剧增带动其他非息收入增长 42.1%至 47 亿元。成本收入比改善 3.7 个百分点至 36%, 未来仍有改善空间。年末核心/总资本充足率为 8.22%/11.53%, 同比提升 18/6 个基点。在全年未有股权和债务融资的前提下实现资本充足率的提升, 表明资本内生能力较强。未来 RWA 增速将进一步降低, 资本补充有望进入良性循环。
- ❖ **资产质量好于预期, 拨备充足抗风险能力强。**不良贷款继续双降, 年末不良率下降 12 个基点至 0.56%, 不良贷款下降 5.3%至 92 亿元。关注类贷款和逾期贷款小幅上升, 但未见明显恶化趋势。拨备覆盖率上升 97.7 个百分点至 400.1%, 领先香港上市同业。充足拨备有利于抵御未来的资产质量恶化风险, 且在情况转好时有很大概率释放出来以增加利润。
- ❖ **我们上调 2012/2013 年盈利预测 1.3%/3.3 至 439 亿元/519 亿元。参考同行估值, 我们略下调目标价至 20.4 港元, 对应 2012 年 8 倍 PE 和 1.5 倍 PB, 维持“买入”评级。**

招商银行 (3968 HK)

评级	买入
收市价	HK\$15.4
目标价	HK\$20.4
市值 (港币百万)	317,708
过去 3 月平均交易 (港币百万)	286
52 周高/低 (港币)	21.7/9.9
发行股数 (百万股)	21,577
主要股东	招商局集团 (18.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-11.9%	-10.5%
3 月	-2.4%	-14.0%
6 月	19.1%	2.7%

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	FY11A	FY12E	FY13E
收入 (人民币百万元)	51,848	71,692	95,712	114,745	134,301
净利润 (人民币百万元)	18,235	25,769	36,387	43,349	50,237
每股收益 (人民币)	0.95	1.23	1.69	2.01	2.33
每股收益变动 (%)	(36.6)	28.5	37.6	19.1	15.9
市盈率(x)	14.2	10.6	7.5	6.4	5.8
市帐率(x)	2.8	2.1	1.6	1.3	1.1
股息率 (%)	1.7	2.2	3.4	4.7	5.1
权益收益率 (%)	21.2	22.7	24.2	21.9	20.4
净财务杠杆率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及招銀国际研究部

中兴通讯 (763 HK, HK\$20.20, 目标价 HK\$27.3, 买入) - 踏上复苏之路

- ❖ **终端部门推动 2011 财年营收增长, 但毛利率受压。**中兴通讯公布 2011 财年营收达人民币 862.6 亿, 同比增长 23.4%。终端部门为营收增长的主要引擎, 同比上升 52.6%。千元智能手机的日益普及带动终端部门的增长。受终端部门毛利率同比下降 4.0 个百分点影响, 整体毛利率同比下降 3.0 个百分点至 28.0%。组件成本在 2011 财年偏高, 大大削弱了中兴通讯的手机毛利率。
- ❖ **外汇损失和融资成本偏高皆影响净利润。**2011 财年净利润达人民币 20.6 亿, 同比下降 36.6%。公司录得人民币 8.73 亿的外汇亏损, 因受非美元货币贬值的影响。总融资成本从 2010 财年的人民币 7.29 亿上升至 2011 财年的人民币 13.74 亿, 由于 1) 信贷环境偏紧, 利率上升; 2) 总债务上升, 以填补营运资金缺口。我们预期 2012 财年人民币升值速度放缓, 这将在很大程度上减轻外汇风险。此外中兴通讯将使用低息长期贷款去偿还高息短期贷款, 以降低整体融资成本。
- ❖ **运营商的资本开支计划影响正面。**中国联通 (762 HK) 将大增 2012 年资本开支达 30.5% 至人民币 1,000 亿元, 主要为 3G 相关的建设。连同中国电信 (728 HK) 的宽带建设和中国移动 (941 HK) 的 TD-LTE 项目都在 2012 年推出, 中兴通讯将受惠于运营商资本开支增长。
- ❖ **在 2010 和 2011 财年, 中兴通讯着重于扩大规模和建立国际核心设备供应商的地位。**经历了 2011 财年的净利率缩窄和经营性现金流流出的低点后, 中兴通讯正着手提高经营效率和成本控制。我们预计中兴通讯在 2012 财年将重新重视利润率和自由现金流。我们相信市场已消化外汇亏损和利润率收缩的负面新闻。我们预测 2012 和 13 财年的净利润分别达人民币 37.50 亿和 45.49 亿。目前股价交易在我们 2012 财年盈利预测的 14.8 倍。我们降低目标价由 29.9 港元至 27.3 港元, 相当于 2012 财年人民币 1.11 元盈利的 20 倍, 代表着 35.2% 的上升潜力。我们维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
营业额 (人民币百万元)	60,273	69,907	86,255	104,341	126,559
净利润 (人民币百万元)	2,458	3,250	2,060	3,750	4,549
每股收益 (人民币)	0.78	0.98	0.61	1.11	1.34
每股收益变动 (%)	47.0	25.5	(37.9)	82.0	21.3
市盈率 (x)	22.8	18.0	27.7	14.8	11.9
市帐率 (x)	3.1	2.3	2.2	1.9	1.6
股息率 (%)	1.0	1.4	1.2	2.0	2.5
权益收益率 (%)	13.7	13.0	7.8	12.6	13.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	4.7	11.9	14.6

来源: 公司及招银国际研究部

中兴通讯 (763 HK)

评级	买入
收市价	HK\$20.20
目标价	HK\$27.30
市值 (港币百万)	68,399
过去 3 月平均交易 (港币百万)	173.4
52 周高/低 (港币)	30.8/17.1
发行股数 (百万股)	3,440
主要股东	中兴新 (32.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-12.7%	-8.7%
3 月	-17.0%	-25.8%
6 月	-11.2%	-22.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

金蝶国际 (268 HK, 1.86 港元, 目标价: 1.90 港元, 持有) — 一个较长的过渡期以恢复盈利能力

❖ **营业额增长但利润下滑。**营业额同比大幅增长 40.8%，从 2010 年的 14.37 亿元（人民币·下同）上升至 2011 年的 20.22 亿元，比我们预测的 20.38 亿元略低 0.8%。三大系列产品的销售：KIS、K/3 和 EAS 在 2011 年同比分别增长 18.5%、30.7% 及 45.9% 至 1.57 亿元、6.56 亿元及 5.96 亿元。虽然公司营业额的增长强劲，但基于成本控制的问题，净利润同比大幅下滑 46.6%，从 2010 的 2.72 亿元下降至 2011 年的 1.45 亿元。

❖ **成本控制问题。**销售及一般行政开支（SG&A）同比上升 56.5%，从 2010 年的 9.48 亿元上升至 2011 年的 14.84 亿元，而 SG&A 对营业额的比率也从 2010 年的 66.0% 同比上升 7.4 个百分点至 2011 年的 73.4%。员工人数从 2011 年初的 9,504 人增加至七月份高峰期的 11,247 人，在此之后公司推出的营运结构改革，并削减员工人数至 2011 年底的 10,300 人。虽然员工人数有所下降，但 SG&A 对营业额的比率在 2011 年下半年仍维持在 73% 的高位。

❖ **2012 年展望。**公司定下 2012 年的销售增长目标是 25%，而开支增加的目标为低于 10%。为了提高盈利能力，公司将增加分销商的比率以减少固定开支。此外，金蝶将侧着重于从现有客户中找寻商机（2011 年现有客户贡献 42.4% 的营业额），并提高客户的忠诚度。虽然金蝶在 2011 年第三季度进行了营运结构的改革，但成本比率仍没有明显改善，因此，我们认为改革的过渡时期会比我们先前所估计的更长。

❖ **公司的结构改革需要时间，我们认为销售增长将从 2011 年的 40.8% 放缓至 2012 年的 27.8%。公司首两个月的销售增长同比上升约 30%。但考虑到过渡期可能需要一段更长的时间，我们下调 2012 年的净利润预测从原来的 3.42 亿元下降到 3.12 亿元。我们的目标价并从原来的 2.32 港元下降至 1.90 港元，相当于 13.2 倍 2012 的预测每股收益，代表行业的平均值，公司评级从「买入」降级到「持有」。**

金蝶国际 (268 HK)

评级	持有
收市价	HK\$1.86
目标价	HK\$1.90
市值 (港币百万)	4,674
过去 3 月平均交易 (港币百万)	35.2
52 周高/低 (港币)	5.3/1.61
发行股数 (百万股)	2,513
主要股东	徐少春 (30.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-14.6%	-13.3%
3 月	-12.5%	-22.9%
6 月	-45.7%	-53.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	997	1,437	2,023	2,586	3,144
净利润 (百万人民币)	212	271	145	312	582
每股收益 (人民币)	0.089	0.109	0.057	0.119	0.213
每股收益变动 (%)	10.5	22.6	(47.4)	106.9	79.4
市盈率 (x)	18.0	14.6	27.5	13.3	7.4
市帐率 (x)	3.1	2.4	1.7	1.4	1.1
股息率 (%)	1.0	1.5	-	1.5	2.7
权益收益率 (%)	19.8	19.5	9.6	18.7	27.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	2.0	9.0	12.1

来源: 公司及招銀国际预测

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 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。