

申洲國際 (2313 HK, HK\$11.02, TP HK\$13.61, 買入) - 上半年的盈喜預兆 今年將是好年

❖ **喜出望外的銷售推動了收入增長。**在 2011 上半年的營業總額為 42.33 億元（人民幣•下同）同比增長 34.9%。營業增長可大概分為兩個部分：1）上半年平均衣服出廠價之同比增幅約為 9%，2）銷量的增長約為 26%。鑒於公司產能擴張，上半年的銷量增長高於我們先前估計的 15%。因此，我們向上調整了 2011 財年的營業總額，由原先的 84 億元上調 6%，至 89.02 億元。

❖ **從歐美的經濟衰退中免疫。**上半年來自美國的訂單有所增加，由 2010 上半年的 1.41 億元，上升至 2011 上半年的 2.37 億元。而來自歐洲的訂單，由 2010 上半年的 5.93 億元，上升至 9.14 億元。同樣地，在中國內地，今年上半年的訂單已同比上升了 39.2%，由 2010 上半年的 6.88 億元，上升至 2011 上半年的 9.58 億元。公司基本上已鎖定了下半年 80% 的訂單。雖然海外經濟正在惡化，不過我們認為下半年訂單的穩確性還是肯定的，因為主要客戶如阿迪達斯（Adidas）、耐克（Nike）及彪馬（Puma）有良好的商譽及營銷能力。

❖ **有效的成本控制以緩解成本壓力。**在高通脹的生產成本環境下，公司在上半年的淨利率為 20.2%，略低於 2010 上半年的 21%，有賴於良好的成本轉移能力及有效的成本控制。公司已對生產流程進行簡化以提高效率，在上半年雖然只是增聘約 10% 的工人，但銷量卻增加了 26%。我們相信，公司在 2011 財年的毛利率和淨利率，大致上和 2010 財年的無大改變。

❖ 公司在上半年給了我們一個盈喜，因此我們向上調整了 2011 財年盈利預測 10.9%，由 14.63 億元上調至 16.23 億元。現在，該公司的股價為 7.2 倍 2011 財年市盈率。我們重申申洲國際的買入建議，維持港幣 13.61 元的目標價。

申洲國際 (2313 HK)

評級	買入
收市價	HK\$11.02
目標價	HK\$13.61
市值 (港幣百萬)	13,719
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	11.8
52 周高/低 (港幣)	11.5/7.6
發行股數 (百萬股)	1,245
主要股東	馬建榮(62.4%)

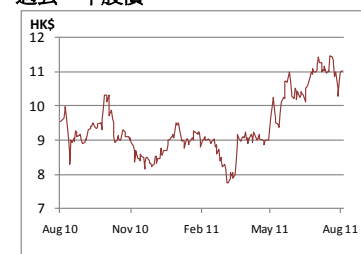
來源: HKE, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.3%	8.9%
3 月	7.6%	26.0%
6 月	24.8%	45.2%

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 (人民幣百萬元)	6,093	6,720	8,902	11,100	13,865
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,253	1,273	1,623	2,172	2,858
每股收益 (人民幣)	1.01	1.02	1.30	1.74	2.30
每股收益變動 (%)	78.7	1.6	27.5	33.8	31.6
市盈率(x)	9.3	9.1	7.2	5.4	4.1
市帳率(x)	2.3	1.7	1.5	1.3	1.1
股息率 (%)	3.3	3.3	4.2	5.6	7.4
權益收益率 (%)	37.2	29.3	30.2	31.9	32.7
淨負債比率 (%)	8.3	18.1	Net cash	Net cash	Net cash

來源: 公司及招銀國際研究部

龍湖地產(960 HK, HK\$12.38, 未評級) - 優質品牌、優質產品

- ❖ **2011上半年基礎盈利增加117%至20億元人民幣。**營業額及純利在2011上半年分別增加113.8%至78.5億元(人民幣下同)及14.5%至25.2億元。扣除投資物業重估,基礎盈利增加117.4%至19.5億元。來自物業銷售的營業額增加118%至75.5億元,交付的面積增加17.0%至47.4萬平方米。此外,北京頤和原著貢獻可觀的利潤,毛利率在由去年同期的31%擴大至期內的55%。但因為產品結構不同,下半年的高利潤的情況不可維持,展望未來,公司的毛利率將以每年增加1-2個百分點為目標。

- ❖ **完成46%2011年的銷售目標。**龍湖在2011上半年的物業銷售金額為183億元,上升67.1%,公司已完成全年銷售目標400億元的45.7%。公司在下半年準備推出400億元價值的物業供銷售,其中210億元為新項目或新的期數,假設銷售比例為60%,下半年可完成的銷售金額為240億元,公司是極有信心完成全年銷售目標。約260萬平方米及310萬平方米的物業會在2011及2012年竣工。截至11年6月底,約有440億元的物業已預售但仍未入賬,可鎖定未來的盈利。

- ❖ **3325萬平方米土地儲備。**龍湖在2011上半年吸納了2幅於寧波及成都的土地,總樓面面積為239萬平方米,平均土地成本為每平方米908元。截至11年6月底,總土地儲備為3325萬平方米,平均土地成本為每平方米1,778元或相等於2011上半年平均銷售價格14.3%,可保障日後的利潤。

- ❖ **9倍12年市盈率。**根據市場共識,2011至13年的盈利預測分別為44.2億元、59.9億元及76.0億元,目前股價相當於12.2倍11年市盈率及9.0倍12年市盈率,估值吸引。

龍湖地產 (960 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$12.38
目標價	不適用
市值(港幣百萬)	63,820
過去3月平均交易(港幣百萬)	59
52周高/低(港幣)	14.16/7.89
發行股數(百萬股)	5,155
主要股東	吳亞軍(75.8%)

來源: HKE, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	2.3%	10.5%
3月	-4.0%	8.5%
6月	13.4%	29.4%

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(百萬元人民幣)	11,374	15,093	25,258	32,958	42,149
淨利潤(百萬元人民幣)	2,209	4,130	4,424	5,994	7,604
每股收益(元人民幣)	0.540	0.800	0.839	1.138	1.452
每股收益變動(%)	N.A.	48.1	4.9	35.6	27.6
市盈率(x)	19.0	12.8	12.2	9.0	7.1
市帳率(x)	4.4	3.3	2.6	2.1	1.6
股息率(%)	0.6	1.0	1.5	1.9	2.4
權益收益率(%)	29.0	29.4	23.8	25.8	26.0
淨負債率(%)	22.7	43.0	21.4	24.6	淨現金

來源: 公司及彭博

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