

睿智投資

重慶農商行(3618 HK, 4.22 港元, 目標價 5.8 港元, 買入) - 業績符合預期, 資產質量向好

- ❖ **淨利潤增長 38.6%。**重慶農商行公佈了 2011 年令人滿意的全年業績。淨利息收入同比增長 40%至 105.1 億元(人民幣,下同)。手續費淨收入大增 122.3%至 6.4 億元。在計提了 8.5 億元的撥備後，純利增長 38.6%至 42.5 億元，略高於我們預期 1.4%。擬派股息每股 0.14 元，派息比率為 30.7%，高於我們預期。全年淨息差上升 29 個基點至 3.36%，較我們的預期高 8 個基點。ROA 和 ROE 分別為 1.4%和 15.2%。資本充足率和核心資本充足率分別為 14.9%和 13.7%，仍處在上市銀行中的最高水準。
- ❖ **手續費收入增速超預期，成本收入比改善體現較強執行力，高息差有望繼續維持。**2011 年手續費增速高於我們預期，表明下半年公司非息業務開始發力，估計新的中間業務收入增長點已經出現。我們預計 2012-2013 年手續費淨收入仍將以高於同業增速的速度增長。全年營業支出增長 22.1%，大幅低於收入增速，使得成本收入比下降 7.8 個百分點至 36.6%，改善幅度超過我們預期的 38.3%，體現了較強的執行力和自律性。公司貸款定價能力不斷提高，此前我們擔憂公司挖掘大客戶會削弱總體貸款收益率，但事實上在中小企業貸款高議價能力幫助下，息差有望繼續維持高位震盪。
- ❖ **四季度資產質量並未惡化，各項指標仍在大幅改善。**近期幾家銀行公佈的業績顯示去年四季度資產質量均有不同程度下降。但重慶農商行的貸款質量仍在不斷改善。去年年初、年中、三季度末和年底的不良貸款率分別為 2.38%、1.97%，1.79%和 1.44%，呈現逐季改善態勢，且改善幅度高於我們預期。不良貸款額由年初的 29.1 億元下降 28.5%到年底的 20.8 億元。撥備覆蓋率不斷上升，由年初的 172.8%升至 265.2%。另外，與已公佈年報的幾家銀行不同，關注類貸款也出現大幅下降。年底關注類貸款總額較年初下降 49%，較年中下降 42.3%，可見下半年資產質量並未出現惡化趨勢。
- ❖ **難能可貴的是其成本收入比超預期降低，資產質量仍在大幅改善且非息收入開始走入快速增長通道。**我們上調息差預測，上調貸款增速預測並同時下調成本收入比預測，調高 2012 年和 2013 年的盈利預期幅度分別為 6.3%和 6.0%。我們仍維持 5.8 港元目標價和“買入”評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
營業額(人民幣百萬元)	5,677	7,745	11,183	11,789	14,222
淨利潤(人民幣百萬元)	1,888	3,064	4,247	4,738	5,892
每股收益(人民幣)	0.20	0.33	0.46	0.51	0.63
每股收益變動(%)	(5.4)	62.3	39.4	13.1	24.3
市盈率(x)	21.1	11.1	7.3	6.6	5.3
市帳率(x)	N/A	1.5	1.1	0.9	0.8
股息率(%)	N/A	N/A	4.1	3.8	4.7
權益收益率(%)	19.9	13.7	15.2	15.3	16.3
淨財務杠桿率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源:公司及招銀國際研究部

重慶農商行(3618 HK)

評級	買入
收市價	HK\$4.22
目標價	HK\$5.80
市值(港幣百萬)	39,246
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	68
52 周高/低(港幣)	6.29/2.15
發行股數(百萬股)	9,300
主要股東	重慶渝富(7.1%)

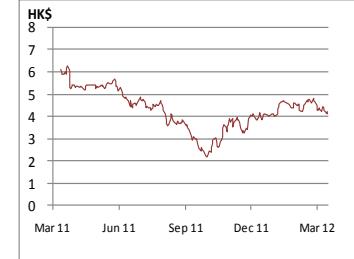
來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-6.6%	-3.9%
3 月	6.0%	-6.5%
6 月	42.1%	29.3%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

達芙妮國際 (210 HK, 9.70 港元, 目標價: 10.76 港元, 持有) — 2011 年業績亮麗, 2012 年有望持續增長

- ❖ **淨利潤增長 56.7%。**公司營業額同比增加 29.5%至 85.76 億港元，與我們預期的 85.55 億港元接近。營業額增長主要受益於 2011 全年同店銷售增長 21%，以及門店數目淨增 966 間。淨利潤為 9.33 億港元，同比增長 56.7%，比我們預期的高 2.2%。如果撇除 2010 年認沽權證的公允價值變動，2011 年淨利潤同比增長 38.7%。
- ❖ **核心品牌穩健增長，但中高端品牌仍處在初創期。**核心品牌營業額為 75.97 億港元 同比增長 34.6% 佔總營業額比重較上年同期提升 3 個百分點至 89%。我們估計，鞋櫃品牌經過幾年的發展，現已進入快速增長階段。但是，中高端品牌經營利潤仍然錄得 6460 萬港元的虧損 目前仍處在初創期 2012 年，公司目標為尋找合適的商業和經營模型，實現盈虧平衡。中高端品牌在 2012 年不會有太大收入貢獻。但是，預計從 2012 年開始，公司將會加大中高端品牌的投入力度。
- ❖ **2012 年計畫淨增門店 800-900 間。**截至 2011 年底，門店總數淨增 966 間至 6165 間。其中約 80%為自營門店，可以更好的應對市場需求的變化。2012 年，管理層計畫新開 700 間核心品牌門店和 100-150 間中高端品牌門店。另外，2012 年資本支出將由 2011 年的 3.94 億港元上升至 5 億港元，主要用來支持門店新開、門店裝修以及新品牌發展。
- ❖ **2012 年同店增長目標為 12%。**2011 年同店銷售增長 21%，其中上半年增長 17%，下半年增長 24%，超出市場預期。管理層表示 2012 年同店增長目標為 12%。2012 年首 3 個月，銷售表現良好。我們認為，同店增長將由供應鏈改善和核心品牌銷售良好所推動。
- ❖ **我們對 2012 年中國鞋類行業持樂觀看法。**我們認為，核心品牌達芙妮將貢獻穩定收入。鞋櫃逐步成熟迎來強勁增長勢頭。由於多品牌和產品結構調整，毛利率基本可維持，但租金、人工等壓力將明顯增長，將侵蝕 2012 年淨利率。我們上調 2012 年每股收益 4%至 0.717 港元，公司具有大眾市場領導地位，但由於未來國內經營環境仍不明朗，我們保守給予 15 倍 2012 年市盈率或相等於歷史市盈率 20 倍的 75% 目標價為 10.76 港元，維持“持有”評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬)	5,832	6,627	8,577	10,718	12,863
淨利潤 (人民幣百萬)	394	597	933	1,175	1,382
每股收益 (人民幣)	0.24	0.36	0.57	0.72	0.84
每股收益變動 (%)	(20.1)	51.5	56.4	26.0	17.6
市盈率(x)	41.3	27.3	17.4	13.8	11.8
市帳率(x)	7.4	5.2	4.0	3.4	2.8
股息率 (%)	0.8	1.2	1.7	2.2	2.5
權益收益率 (%)	19.4	22.4	26.0	26.7	26.2
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際預測

達芙妮國際 (210 HK)

評級	持有
收市價	HK\$9.70
目標價	HK\$10.76
市值(港幣百萬)	16,586
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	38
52 周高/低(港幣)	10.66/5.53
發行股數(百萬股)	1,638
主要股東	Lucky Earn (24.47%)

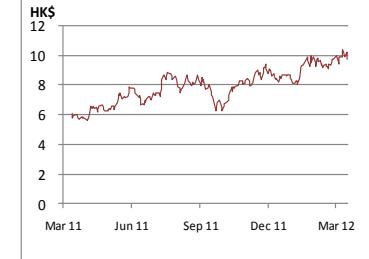
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	4.1%	7.1%
3 月	13.2%	-0.2%
6 月	33.1%	21.1%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

中國聯塑 (2128 HK, 5.18 港元, 目標價: 5.10 港元, 持有) — 在 2011 年穩健增長

- ❖ **收入穩定地增長。**公司營業額從 2010 年的 77.12 億元（人民幣・下同）同比上升 31.5%至 2011 年的 101.43 億元，但低於我們預期的 108.88 億元。營業額增長的最主要原因是由於經濟適用住房計劃和市政基礎設施項目（特別是儲水設施）以加強農業生產力和城鎮化進程所帶來對塑膠管材的剛性需求所帶動。
- ❖ **毛利率收窄。**2011 年的毛利率為 24.2%，同比下降 2.2 個百分點。毛利率下降的主要由於原材料價值的上升和戰略性削減非 PVC 管道的目標利潤以擴大市場份額所致。在 2011 年，非 PVC 管道的原料成本提高約 14%，而均價增幅僅 5.8%，因此，非 PVC 管道的毛利率從 2010 年的 29.1%減少到 21.8%。

用盈利能力以換取銷售網絡。2011 年的銷售及分銷成本同比增長 51.8%至 4.54 億元，而每噸分銷成本從 2010 年的每噸 379 元升至 2011 年的每噸 472 元，主要原因是由於銷售網絡的擴張導致包裝和廣告費用上升。針對這些背景，淨利潤為人民幣 12.61 億元，同比增長 11.3%，但低於我們預期的 14.13 億元。

- ❖ **2012 年展望。**雖然在信貸緊縮環境下，我們預期房地產的開發在 2012 年會有所放緩，而它們對塑膠管道的需求會有所下降，不過政府的基建項目將對塑膠管材的需求有所支援。此外，就有關中央針對固定資產投資增速下降的策略打算從 2011 年的 18%下調至 2012 年的 16%，但考慮到固定資產投資在 2011 年的實際增長率為 23.8%（高於目標的 18%），我們相信實際 2012 年的增長將高於 16%。
- ❖ **由於節日效應，聯塑首 2 個月的銷售增長約 5%。**考慮到公司 2011 年有穩健增長，我們向上我們的估值從原來的「15%折讓於行業」上調至「與行業同步」，相當於 8.1 倍 2012 年市盈率。根據公佈的財務數據，我們上調了利潤估值從原來的 16.21 億元至 16.58 億元，目標價從原來的 4.17 港元上調至 5.10 港元。然而由於股價從年初至今已飆升 21.5%，我們維持「持有」的評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額(人民幣百萬)	7,712	10,143	14,374	17,405	21,943
淨利潤(人民幣百萬)	1,133	1,261	1,658	2,047	2,692
每股收益(人民幣)	0.43	0.42	0.53	0.62	0.77
每股收益變動(%)	49.8	(2.1)	25.2	17.6	25.2
市盈率(x)	10.2	10.2	8.1	6.9	5.5
市帳率(x)	2.9	2.6	2.1	1.8	1.5
股息率(%)	2.6	2.3	3.1	3.6	4.5
權益收益率(%)	44.9	28.1	29.2	28.6	29.7
淨財務槓桿率(%)	淨現金	淨現金	0.9	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際預測

中國聯塑 (2128 HK)

評級	持有
收市價	HK\$5.18
目標價	HK\$5.10
市值(港幣百萬)	15,577
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	46
52 周高/低(港幣)	7.88/2.52
發行股數(百萬股)	3,007
主要股東	黃聯禧 (70.0%)

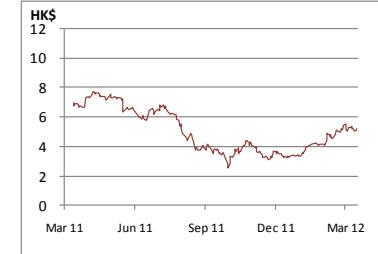
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	14.1%	17.4%
3 月	56.0%	37.6%
6 月	36.0%	23.8%

來源:彭博

過去一年股價



來源: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。