金蝶國際 (268 HK, HK$4.67, 目標價： HK$6.24, 買入) – 大力擴張，銷售進一步提高

金蝶國際 (268 HK)

評級	買入
收市價	HK$4.67
目標價	HK$6.24
市值 (港幣百萬)	11,731
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	28.4
52 周高/低 (港幣)	5.3/2.36
發行股數 (百萬股)	2,512
主要股東	徐少春 (30.6%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	12.8%	12.2%
3 月	-7.1%	0.1%
6 月	5.9%	13.1%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

- **積極並購，以獲取更多的市場份額。**公司積極地進行了一連串的並購專案。據該公司管理層表示，他們正在洽談一些大型的並購專案。我們估計，在 2011 財年，並購項目總投資額將超過人民幣 1 億元。(在 2010 財年，並購專案總投資額爲人民幣 7 千萬元)，這樣，可以進一步加強公司於中小企業間的滲透率。金蝶連續 6 年蟬聯國內最大的中小企企業資源規劃系統(ERP)之供應商。市場佔有率由 2001 年的約 4.4%增加至現時的約 20%。

- **銷售增長仍然強勁。**在 2010 財年，公司積極地擴大銷售隊伍，銷售額同比增長了 44%至人民幣 14.37 億元。而在 2010 年，新增的員工將在 2011 和 2012 財年中完全發揮出來，此外，公司正計畫於本年度進一步增聘約 2,000 名員工，令總人數增至 11,500 名，所以我們對 2011 和 2012 財年的增長持樂觀的態度。然而，在高基數效應的影響之下，有關增幅可能因此放緩。我們預計， 2011 財年的總收入爲人民幣 18.52 億元，同比增長 29%，及後的 2012 財年將再增長 25.4%至人民幣 23.23 億元。

- **繼續受惠於政府政策。**按照國務院發出的《關於鼓勵軟體產業和積體電路產業發展若干政策的通知》，金蝶在軟體銷售方面，可以獲得 14%的增值稅(VAT)退還。而財政部於今年 2 月再次重申核高基行業於中國發展中的重要地位，故此，我們認爲，稅務優惠及政府補貼在未來幾年內將繼續推行，金蝶亦繼續受政府支持。

- ***綜合在以上觀點，考慮到於 2010 年新聘的銷售隊伍及並購帶來的協同作用能夠在 2011 及 2012 財年中完全發揮出來，我們估計公司在 2011 財年的收入將達到人民幣 18.52 億元，同比增長 28.9%，及後的 2012 年再進一步增長 25.4%至人民幣 23.23 億元。而淨利潤方面，在 2011 和 2012 財年，預計分別爲人民幣 3.44 億元及人民幣 4.58 億元，年複合增長率爲 30%。該公司目前的市盈率爲在 23.4 倍 FY12 PE，比用友軟體 (600588 CH) 的 24.9 倍 FY12 PE 輕微折讓。我們的首次給予金蝶國際「買入」評級，目標價爲 6.24 港元。***

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬元人民幣)	997	1,437	1,852	2,323	2,767
淨利潤 (百萬元人民幣)	212	271	344	458	615
每股收益 (人民幣)	0.09	0.11	0.13	0.17	0.22
每股收益變動 (%)	10.5	22.6	21.7	27.7	28.8
市盈率(x)	45.3	36.6	29.8	23.4	18.1
市帳率 (x)	7.7	6.1	4.8	3.9	3.2
股息率 (%)	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1
權益收益率 (%)	19.8	19.5	20.7	23.2	25.7
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際估計

越秀房托 (405 HK, HK$4.15, 未評級) – 業務乏味惟股息吸引

- **2011 中期盈利升 207%。**越秀房托昨天公佈 2011 年中期業績，5 座投資物業的總租金收入增長 7.1%至 2.58 億元(人民幣，下同)。由於物業相關的開支增加 5.8%及匯兌收益而獲取的財務收入 1,598 萬元，稅後利潤增加 15.5%至 1.59 億元。另外，投資物業重估的收益增加 402%至 6.8 億元，所以上半年純行上升 207%至 8.4 億元

- **中期股息相等於年回報 6.5%。**扣除現金支出及不包括非現金收入，2011 上半年的可分配收入增加 2.4%至 1.18 億元，公司將把可分配收入 100%分派出去，相關於每單位可分派 0.1339 港元，因此，年度化的中期股息爲 6.5%。

- **高出租率。**整體物業出租率爲 99.9%，其中白馬大廈、城建大廈及新都會大廈的出租率達 100%。白馬大廈貢獻的租金收益占整體租金的 59.5%(即 1.53 億元)，但其樓面面積占整體投資物業組合的 23.8%。公司未來會優化租客、加強宣傳及與客戶維持良好關係，以強化業務。

- ***展望未來，未來 3 年的租金預期年複合增長率爲 2%，至 2013 年達 5.9 億元，未來數年股息回報可達 8%，對保守的投資者非常吸引。越秀房托未來將繼續物色收購對象，以增加股東回報。***

越秀房托 (405 HK)

評級	買入
收市價	HK$4.15
目標價	N.A.
市值 (港幣百萬)	4,424
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	4.2
52 周高/低 (港幣)	4.4/3.47
發行股數 (百萬股)	1,066
主要股東	越秀地產 (36.5%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	5.1%	4.5%
3 月	-1.9%	5.7%
6 月	-4.6%	1.9%

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 (百萬元人民幣)	532	556	578	599	590
淨利潤 (百萬元人民幣)	300	730	421	384	343
每股收益 (人民幣)	0.28	0.69	0.29	0.29	0.30
每股收益變動 (%)	27.3	146.4	-58.7	1.8	3.4
市盈率(x)	12.3	5.0	12.1	11.9	11.5
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8
股息率 (%)	7.3	7.0	8.2	8.3	8.4
權益收益率 (%)	7.4	15.5	8.5	7.3	6.5
淨財務杠杆率 (%)	40.7	35.1	N.A.	N.A.	N.A.

來源: 公司及招銀國際估計

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”)爲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爲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，僅爲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爲或被視爲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。

本報告基於我們認爲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。本報告版權僅爲本公司所有，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。