

**達芙妮國際 (210 HK, HK\$ 8.68, TP HK\$10.05, 買入) 二季度強勁反彈**

- ❖ **二季度同店增長激增至 32%。** 二季度，核心品牌達芙妮和鞋櫃的同店銷售大幅增長至 32%，而一季度同店增長只有 1%。我們認為，主要由於以下原因所致：1) 達芙妮品牌銷售正逐漸恢復增長；2) 短期的缺貨問題已基本得到解決；3) 二季度春夏新品的銷售表現良好。因此，今年上半年核心品牌同店銷售增長達 17%。預計公司下半年將繼續保持這樣的勢頭，我們將 2011 年核心品牌同店銷售增長的預測由之前的 10% 上調至 15% 左右。
- ❖ **上半年零售店鋪淨增 294 間。** 公司繼續保持核心品牌（達芙妮和鞋櫃）零售店鋪的擴張速度。上半年，零售店鋪淨增長 294 間，其中包括 251 間自營店和 43 間加盟店。自營店的占比一直保持在 85% 左右。我們估計公司為了進一步提高鞋櫃的品牌和市場滲透力，新增了一些達芙妮和鞋櫃品牌同時經營的店鋪。如果單獨來計，我們預計 2011 年核心品牌店鋪淨增為 800 間。
- ❖ **預計 2011 淨利率為 10.7%。** 由於今年二季度以來的達芙妮品牌銷售復蘇以及較好的營運成本控制（表現為同店增長大幅增長），我們預計，公司 2011 年淨利率將達到 10.7%。另外，我們認為，公司積極開拓中高端產品也有利於淨利率的提升。
- ❖ **吸引估值。同店銷售在第二季度大幅增長，我們認為，公司核心產品銷售正逐步恢復增長勢頭。預計今年下半年將會有更好的表現。我們預計，2011、2012 和 2013 年淨利潤將分別有望達到 8.76 億港元、10.9 億港元和 13.12 億港元。考慮到公司在大眾市場的領導地位以及近期銷售的強勁復蘇，因此估值相較同業依然有一定的吸引力。2010-2013 年每股收益的年複合增長率為 30.1%，我們以 2012 年盈利更新目標價至 10.05 港元（上次目標價為 7.80 港元），相當於 15 倍 2012 年市盈率。**

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (港幣百萬元)	5,832	6,624	8,210	9,926	11,741
淨利潤 (港幣百萬元)	394	597	876	1,090	1,312
每股收益 (港幣)	0.24	0.36	0.53	0.67	0.80
每股收益變動 (%)	(20.1)	51.5	46.9	24.4	20.4
市盈率 (x)	36.1	23.8	16.2	13.0	10.8
市帳率 (x)	6.5	4.6	3.7	3.1	2.5
股息率 (%)	0.8	1.3	1.8	2.3	2.8
權益收益率 (%)	19.4	22.4	25.2	25.7	25.5
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司及招銀國際研究部

**達芙妮國際 (210 HK)**

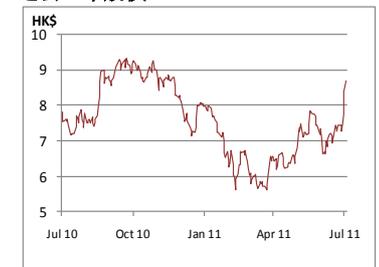
評級	買入
收市價	HK\$8.68
目標價	HK\$10.05
市值 (港幣百萬)	14,217
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	35.6
52 週高/低 (港幣)	9.6/5.53
發行股數 (百萬股)	1,638
主要股東	張氏家庭(24.5%)

來源：彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	26.2%	25.2%
3 月	28.8%	40.3%
6 月	4.8%	16.3%

來源：彭博

**過去一年股價**


來源：彭博

## 華潤置地(1109 HK, HK\$14.4, 未評級) - 雙增長引擎

- ❖ **6 月份物業銷售創單月紀錄。**11 上半年的物業銷售金額及面積分別按年增長 83.9%至 135 億元(人民幣·下同)及 52.4%至 114 萬平方米。6 月份,銷售金額同比上升 3.6 倍(或環比上升 1 倍)至 40.6 億元,為自 09 年 1 月的單月銷售新高。公司在 11 上半年推出 32 個項目銷售,下半年將有另外 18 個項目,我們相信公司能完成今年 300 億元的銷售目標。
- ❖ **租金收入上半年增加 73%至 12.7 億港元。**受惠於新商場落成(杭州萬象城於 10 年 4 月開業)及租金上調,租金收入在上半年增長 72.5%至 12.7 億港元。瀋陽萬象城已於今年 5 月營業,出租率達 95%及月租水平為每平米 100-150 元 北京橡樹灣的商場於 7 月試業 成都的萬象城將於明年落成,更多的商場投入營運可刺激公司的租金收入增長,我們預期未來租金收益於 2013 年可達至 34 億港元,年增合增長率為 18.5%。
- ❖ **於國內 31 個城市的土地儲備達 2560 萬平方米。**公司在 2011 年至今購入 310 萬平方米的土地儲備,目前的應佔權益土地儲備為 2560 萬平方米,覆蓋國內 31 個城市。此外,母公司持有 430 萬平方米的物業項目,將來有機會注入上市公司,我們估計今年內有可能注入於深圳灣及南寧的物業項目,樓面面積達 90 萬平方米。
- ❖ **目前的淨負債比率升至 70%,但公司仍可應付。**我們預期於 2011-13 年的純利分別為 62.7 億港元、69.0 億港元及 86.6 億港元。約 260 億港元及 120 億港元的物業已預售及在 2011 及 2012 年入賬。我們估計的 2011 年底的每股資產淨值為 25 港元。2011 年的市盈率為 12.4 倍及與資產淨值折讓 42.4%。

### 華潤置地 (1109 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$14.4
目標價	N.A.
市值(港幣百萬)	77,586
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	189.6
52 週高/低(港幣)	17.64/11.9
發行股數(百萬股)	5,388
主要股東	華潤集團(65.4%)

來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	12.9%	15.8%
3 月	21.2%	32.6%
6 月	20.4%	33.0%

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(百萬港元)	16,650	25,729	34,322	49,175	65,237
淨利潤(百萬港元)	4,304	6,026	6,271	6,903	8,656
每股收益(港元)	0.881	1.198	1.164	1.282	1.607
每股收益變動(%)	92.0	36.0	-2.8	10.1	25.4
市盈率(x)	16.4	12.0	12.4	11.2	9.0
市帳率(x)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
股息率(%)	1.6	1.9	2.0	2.2	2.5
權益收益率(%)	11.4	13.1	11.8	11.3	12.3
淨財務杠杆率(%)	20.1	56.3	48.8	39.5	31.2

來源:公司資料及招銀國際研究部

## 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: 香港中環夏愨道 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，本公司及其僱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。