

农业银行(1288 HK, HK\$3.75, 未评级) - 中期业绩增速领先“五大行”

- ❖ **五大中最优。**农业银行公布中期业绩，上半年净利润同比增长 45.4%至人民币 666.7 亿元，增速领先其他四家大型国有银行(工行 29.0%，建行 31.2%，中行 27.9%，交行 29.7%)。业绩高速增长主要得益于 1) 规模增长：贷款余额较年初增长 8.6%；2) 息差扩大：净息差上升 32 个基点至 2.79%；3) 非息收入高增长：中间业务收入同比增长 65.4%；4) 成本控制得宜：成本收入比下降 4.4 个百分点至 33.1%。
- ❖ **资金成本压力较轻。**得益于县域业务的广泛网络和客户资源，带来稳定且成本较低的存款。上半年农行的活期存款占比高达 61.7%，远高于其他上市银行。受此影响，农行上半年资金成本上升幅度远小于贷款收益率的提升，进而带动净息差大幅上升。
- ❖ **资产质量持续改善。**不良率和不良余额继续实现“双降”，不良贷款率较年初下降 0.36%至 1.67%，未来仍然有下降空间。拨备覆盖率上升 50 个百分点至 218%，快速赶上其他国有大行的水平。拨贷比 3.64%，信贷成本为 1.11%，在行业内处于最高水平。上半年不良生成较低，逾期贷款减少。我们认为，未来存在释放拨备的可能，信贷成本将降至行业合理水平，带来额外利润增长。
- ❖ **没有需要股权融资。**资本充足率提高 0.32%个百分点至 11.91%，但核心资本充足率下降 0.39%个百分点至 9.36%，低于监管要求。管理层表示将主要通过内生资本补充和调整业务结构的方式来解决，目前没有股权融资计划。
- ❖ **我们对农行未来发展持乐观看法。**一方面息差弹性较高，资金成本低廉；另一方面风控审慎，贷款质量持续改善，存在释放拨备的可能。我们认为，农行未来业绩增速仍有望在五大行中保持领先。目前股价对应 2011 年 7.8 倍市盈率和 1.6 倍市净率，估值合理。

农业银行 (1288 HK)

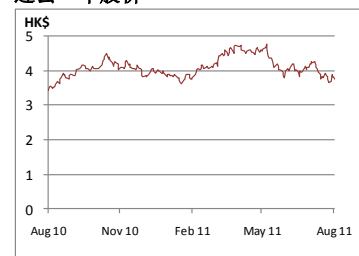
评级	未评级
收市价	HK\$3.75
目标价	N/A
市值(港币百万)	1,055,726
过去 3 月平均交易(港币百万)	787.24
52 周高/低(港币)	4.85/3.43
发行股数(百万股)	324,794
主要股东	财政部和中央汇金 (79.2%)

来源: HKEs, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-11.3%	1.6%
3 月	-19.7%	-4.9%
6 月	-1.1%	16.3%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
营业额(人民币百万元)	217,279	288,280	364,962	431,016	508,615
净利润(人民币百万元)	65,002	94,907	126,339	151,246	184,614
每股收益(人民币)	0.25	0.33	0.39	0.46	0.58
每股收益变动(%)	N/A	32.0	18.8	17.6	25.2
市盈率(x)	18.0	13.6	7.8	6.7	5.3
市帐率(x)	3.4	2.7	1.6	1.3	1.1
股息率(%)	N/A	3.8%	4.5	5.3	6.3
权益收益率(%)	19.0	17.5	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及彭博

百丽国际 (1880 HK, HK\$ 15.42, 未评级) 中期业绩强劲, 未来发展明晰

- ❖ **中期业绩强劲。** 收入和经营利润分别为人民币 139 亿元和人民币 25 亿元 (人民币·下同), 同比增长 24.6% 和 38.2%, 稍好于市场预期。经营利润增长高于收入增长, 主要基于产品组合优化、平均成交价格上涨高单位数以及利润率较高的鞋类业务比重加大, 使得毛利率和经营利润率双双提升至 57.0% 和 18.2%, 分别较同期提升 1.4 和 1.8 个百分点。纯利增加 29.0% 至 20 亿元。
- ❖ **店铺扩张和同店增长好于预期。** 鞋类业务上半年同店销售录得 21% 的增长。并且管理层调高 2011 年同店增长预期, 由原先的 10% 上调至 15%。体育用品代理业务在完成清货后, 同店增长为 6%。2011 年, 零售店铺扩张速度预计同比增长 15%。
- ❖ **新业务门类奠定长期发展的基石。** 公司计划着手五项新业务门类的拓展, 其中包括高端品牌 (平均成交价为 1000-1500 元)、大众市场品牌 (平均成交价为 200 元)、男鞋业务 (性别产品线)、童鞋业务 (年龄产品线) 和电子商务 (管道产品线)。公司计划在现有品牌中增加男鞋比重。童装定位为高端品牌, 今年 7 月, 公司完成并购一家知名童装品牌的 60% 股权。另外, 公司将拓展零售管道, 新开多品牌零售店, 同时进入大型购物中心和电子商务领域。未来 3-5 年, 公司计划在电子商务板块投入 2-2.5 亿美元。我们看到经过 2-3 年整合发展, 并购品牌真美诗、妙丽和美丽宝正处于业绩释放期, 上半年同店销售增速已超过原有核心品牌。因此, 考虑到公司成功的运营经验、现有零售管道优势以及不断增长的市场需求, 我们对公司五大新业务持肯定态度。
- ❖ **人工成本压力依旧存在。** 上半年, 员工总数上升 12.5% 至 98,564 人, 同时人工成本也大幅上涨 41.8% 至 18.9 亿元。主要由于店铺扩张和工资标准上涨两个因素所致。我们认为, 通过改善同店增长能一定程度抵消人工成本的上涨, 但是在未来 2-3 年, 规模扩大导致的人工成本压力还是很难避免的。
- ❖ **我们看到公司现有核心品牌增长稳定, 新业务定位适应市场需求。虽然面临成本压力, 但我们对公司前景持肯定态度。考虑到公司行业领导地位, 根据市场共识, 我们认为 19.7 倍 2012 年市盈率不算太高。**

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	19,762	23,706	29,539	35,367	41,820
净利润 (百万人民币)	2,533	3,425	4,262	5,180	6,201
每股收益 (人民币)	0.30	0.41	0.51	0.62	0.75
每股收益变动 (%)	26.1	35.2	24.4	21.6	21.0
市盈率 (x)	42.1	30.8	24.0	19.7	16.3
市帐率 (x)	7.0	6.2	5.3	4.6	3.9
股息率 (%)	0.6	0.3	1.8	2.1	2.5
权益收益率 (%)	17.7	21.1	23.4	25.1	25.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及彭博

百丽国际 (1880 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$15.42
目标价	N/A
市值 (港币百万)	130,056
过去 3 月平均交易 (港币百万)	213.1
52 周高/低 (港币)	17.54/11.47
发行股数 (百万股)	8,434
主要股东	邓耀 (32.6%)

来源: HKEx, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-9.6%	3.6%
3 月	-3.5%	14.2%
6 月	18.8%	39.6%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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，请与我们联系。

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。