

招商银行(3968 HK, HK\$18, TPHK\$25, 买入) - 息差扩幅领先, 资产质量良好

- ❖ 本次加息后 2011 年息差料将继续扩大至 3%。截止一季度末, 活期存款占比达到 56.7%, 目前为 55%, 较同业为高。本次加息后招行的资金成本率上升幅度将小于同业和贷款收益率上升幅度。同时, 由于紧缩环境下贷款定价能力不断提升, 以及中小企业贷款不断攀升, 生息资产收益率逐步走高。2011 年息差扩幅预计将领先同行业。我们预计, 受益于较优的存款结构及贷款定价能力的上升, 2011 年和 2012 年息差有望分别达到 3.06% 和 3.12%。
- ❖ 中间业务收入大幅上升, 为盈利增长作出重要贡献。随着今年代理业务和信托等业务的高速增长, 以及结算费用和顾问收入的增加, 招行的中间业务收入增势迅猛。截止到目前, 手续费及佣金净收入按年增长超过五成。我们预计今年该项收入有望达到人民币 167 亿元, 较上财年增长 47.3%。
- ❖ 平台贷拨备充分, 不良率低, 风险较小。据管理层表示, 根据本行口径, 目前招行的地方融资平台贷款占总贷款的比重低于 9%, 且其中 89% 的贷款由现金流全覆盖。另外, 90% 以上的平台贷属省市级贷款, 且 80% 以上分布于东部沿海较发达地区。目前平台贷的不良率为 0.38%, 拨备覆盖率达 1300%。我们认为, 招行的平台贷风险低于同业。
- ❖ 未来资本充足率和核心资本充足率可能会继续下降, 本月融资方案有望出台。随着未来银监会可能出台更多关于加权风险资产的测算标准, 招行的资本充足率可能会继续下降。而正式的融资方案本月有望出台, 在我们看来, 采取供股方式将是大概率事件。
- ❖ 由于息差进一步扩大及中间业务发展迅速, 我们分别上调 2011 财年和 2012 财年的盈利预期 8.8% 和 5.2% 至人民币 363.9 亿元和 433.5 亿元, 目前股价对应 2011 财年 8.9 倍市盈率和 2.0 倍市帐率。考虑到招行的息差弹性较高及资产质量良好, 我们继续维持买入评级和 25 港元的目标价, 相当于 2011 财年 12.4 倍市盈率和 2.7 倍市帐率。

招商银行-H (3968 HK)

评级	买入
收市价	HK\$18.0
目标价	HK\$25.0
市值 (港币百万)	347,496
过去 3 月平均交易 (港币百万)	381
52 周高/低 (港币)	23.9/17.72
发行股数 (百万股)	21,576
主要股东	招商局(18.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-4.1%	-1.7%
3 月	-15.7%	-7.8%
6 月	-10.7%	-1.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (人民币百万元)	51,848	71,692	95,712	114,745	134,301
净利润 (人民币百万元)	18,235	25,769	36,387	43,349	50,237
每股收益 (人民币)	0.95	1.23	1.69	2.01	2.33
每股收益变动 (%)	(36.6)	28.5	37.6	19.1	15.9
市盈率(x)	16.6	12.5	8.9	7.5	6.4
市帐率(x)	3.3	2.5	2.0	1.7	1.5
股息率 (%)	1.3	1.5	2.6	3.8	5.2
权益收益率 (%)	21.2	22.7	24.4	24.4	24.5
净财务杠杆率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及招銀国际研究部

莎莎国际 (178.HK, 5.57 港元, 未评级) 高增长的成熟品牌

- ❖ **高增长的成熟品牌。**截至 2011 年 6 月止的三个月，莎莎国际收入同比上涨 34.6%，而 10-11 财年收入同比上涨 19.2%。港澳市场销售同比增长 38.6%，其他市场（包括中国大陆、新加坡、马来西亚、台湾以及电子商务网站 sasa.com）销售收入同比增长 21.4%。莎莎依旧保持快速的增长趋势。
- ❖ **内生增长表现良好。**莎莎并非采取快速扩张店铺的策略。截至 2011 年 6 月止的三个月，公司新开 11 家零售店铺，其中包括 2 家位于港澳市场，5 家位于中国大陆市场。我们相信，公司 11/12 财年能够完成新开 40-50 家店铺的目标。莎莎主要致力于单店店效的提高。截至 2011 年 6 月止的三个月，港澳市场同店增长达到 23.6%。同时，平均每宗交易金额为 305 港元（10/11 财年为 301 港元），同比上升 15.3%。交易宗数为 330 万宗（10/11 财年为 1,260 万宗），同比上升 19.7%。
- ❖ **受惠于“中国因素”。**公司管理层表示，10/11 财年中大约一半收入来自大陆顾客。目前，虽然大陆市场盈利仍录得亏损，但是公司正在积极以最快的速度开拓极具潜力的大陆市场。另一方面，虽然港澳市场占收入比例高达 80%，但是随着汇率上升，越来越多的大陆旅客来香港购物，并逐渐成为香港市场中莎莎的最大一部分消费群体。我们相信，大陆市场和大陆顾客强劲的消费能力仍旧是公司的一大增长动力。
- ❖ **我们认为，虽然莎莎作为一个成熟品牌，但是它仍旧保持较高的收入增长。根据市场共识，2012 至 14 财年的盈利预测分别为 6.32 亿港元、7.96 亿港元及 9.61 亿港元，公司目前股价相当于 24.2 倍 2012 财年的市盈率。考虑到公司的行业领导地位和较高的派息率（10/11 财年为 77%），我们认为目前估值合理。**

莎莎国际 (178 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$5.57
目标价	不适用
市值 (港币百万)	15,621
过去 3 月平均交易 (港币百万)	49.7
52 周高/低 (港币)	5.98/2.63
发行股数 (百万股)	2,803
主要股东	郭少明 (65.7%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.9%	15.8%
3 月	21.2%	32.6%
6 月	20.4%	33.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万港元)	4,111	4,901	6,053	7,323	8,565
净利润 (百万港元)	382	509	632	796	961
每股收益 (港元)	0.14	0.18	0.23	0.28	0.34
每股收益变动 (%)	27.3	28.6	26.7	24.6	19.4
市盈率 (x)	39.8	30.9	24.2	19.9	16.4
市帐率 (x)	13.0	11.6	10.2	8.5	7.0
股息率 (%)	2.5	2.5	2.9	3.6	3.7
权益收益率 (%)	33.1	40.1	45.3	48.3	48.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	N/A	N/A	N/A

来源: 公司资料 & 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作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，请与我们联络。

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国投资者

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个人。