

招商銀行(3968 HK, HK\$18, TPHK\$25, 買入) – 息差擴幅領先, 資產品質良好

- ❖ 本次加息後 2011 年息差料將繼續擴大至 3%。截止一季度末, 活期存款占比達到 56.7%, 目前為 55%, 較同業為高。本次加息後招行的資金成本率上升幅度將小於同業和貸款收益率上升幅度。同時, 由於緊縮環境下貸款定價能力不斷提升, 以及中小企業貸款不斷攀升, 生息資產收益率逐步走高。2011 年息差擴幅預計將領先同行業。我們預計, 受益於較優的存款結構及貸款定價能力的上升, 2011 年和 2012 年息差有望分別達到 3.06% 和 3.12%。
- ❖ 中間業務收入大幅上升, 為盈利增長作出重要貢獻。隨著今年代理業務和信託等業務的高速增長, 以及結算費用和顧問收入的增加, 招行的中間業務收入增勢迅猛。截止到目前, 手續費及佣金淨收入按年增長超過五成。我們預計今年該項收入有望達到人民幣 167 億元, 較上財年增長 47.3%。
- ❖ 平臺貸撥備充分, 不良率低, 風險較小。據管理層表示, 根據本行口徑, 目前招行的地方融資平臺貸款占總貸款的比重低於 9%, 且其中 89% 的貸款由現金流全覆蓋。另外, 90% 以上的平臺貸屬省市級貸款, 且 80% 以上分佈於東部沿海較發達地區。目前平臺貸的不良率為 0.38%, 撥備覆蓋率達 1300%。我們認為, 招行的平臺貸風險低於同業。
- ❖ 未來資本充足率和核心資本充足率可能會繼續下降, 本月融資方案有望出臺。隨著未來銀監會可能出臺更多關於加權風險資產的測算標準, 招行的資本充足率可能會繼續下降。而正式的融資方案本月有望出臺, 在我們看來, 採取供股方式將是大概率事件。
- ❖ 由於息差進一步擴大及中間業務發展迅速, 我們分別上調 2011 財年和 2012 財年的盈利預期 8.8% 和 5.2% 至人民幣 363.9 億元和 433.5 億元, 目前股價對應 2011 財年 8.9 倍市盈率和 2.0 倍市帳率。考慮到招行的息差彈性較高及資產品質良好, 我們繼續維持買入評級和 25 港元的目標價, 相當於 2011 財年 12.4 倍市盈率和 2.7 倍市帳率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (人民幣百萬元)	51,848	71,692	95,712	114,745	134,301
淨利潤 (人民幣百萬元)	18,235	25,769	36,387	43,349	50,237
每股收益 (人民幣)	0.95	1.23	1.69	2.01	2.33
每股收益變動 (%)	(36.6)	28.5	37.6	19.1	15.9
市盈率 (x)	16.6	12.5	8.9	7.5	6.4
市帳率 (x)	3.3	2.5	2.0	1.7	1.5
股息率 (%)	1.3	1.5	2.6	3.8	5.2
權益收益率 (%)	21.2	22.7	24.4	24.4	24.5
淨財務杠杆率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源: 公司及招銀國際研究部

招商銀行-H (3968 HK)

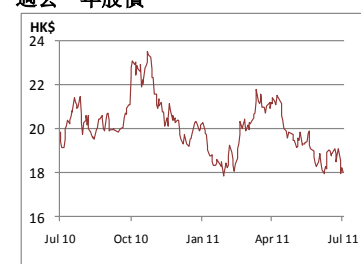
評級	買入
收市價	HK\$18.0
目標價	HK\$25.0
市值 (港幣百萬)	347,496
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	381
52 週高/低 (港幣)	23.9/17.72
發行股數 (百萬股)	21,576
主要股東	招商局(18.0%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-4.1%	-1.7%
3 月	-15.7%	-7.8%
6 月	-10.7%	-1.3%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

莎莎國際 (178.HK, 5.57 港元, 未評級) 高增長的成熟品牌

- ❖ **高增長的成熟品牌。**截至 2011 年 6 月止的三個月，莎莎國際收入同比上漲 34.6%，而 10-11 財年收入同比上漲 19.2%。港澳市場銷售同比增長 38.6%，其他市場（包括中國大陸、新加坡、馬拉西亞、臺灣以及電子商務網站 sasa.com）銷售收入同比增長 21.4%。莎莎依舊保持快速的增長趨勢。
- ❖ **內生增長表現良好。**莎莎並非採取快速擴張店鋪的策略。截至 2011 年 6 月止的三個月，公司新開 11 家零售店鋪，其中包括 2 家位於港澳市場，5 家位於中國大陸市場。我們相信，公司 11/12 財年能夠完成新開 40-50 家店鋪的目標。莎莎主要致力於單店店效的提高。截至 2011 年 6 月止的三個月，港澳市場同店增長達到 23.6%。同時，平均每宗交易金額為 305 港元（10/11 財年為 301 港元），同比上升 15.3%。交易宗數為 330 萬宗（10/11 財年為 1,260 萬宗），同比上升 19.7%。
- ❖ **受惠於“中國因素”。**公司管理層表示，10/11 財年中大約一半收入來自大陸顧客。目前，雖然大陸市場盈利仍錄得虧損，但是公司正在積極以最快的速度開拓極具潛力的大陸市場。另一方面，雖然港澳市場占收入比例高達 80%，但是隨著匯率上升，越來越多的大陸旅客來香港購物，並逐漸成為香港市場中莎莎的最大一部分消費群體。我們相信，大陸市場和大陸顧客強勁的消費能力依舊是公司的一大增長動力。
- ❖ **我們認為，雖然莎莎作為一個成熟品牌，但是它仍舊保持較高的收入增長。根據市場共識 2012 至 14 財年的盈利預測分別為 6.32 億港元、7.96 億港元及 9.61 億港元 公司目前股價相當於 24.2 倍 2012 財年的市盈率。考慮到公司的行業領導地位和較高的派息率（10/11 財年為 77%），我們認為目前估值合理。**

莎莎國際 (178 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$5.57
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	15,621
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	49.7
52 週高/低 (港幣)	5.98/2.63
發行股數 (百萬股)	2,803
主要股東	郭少明(65.7%)

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 3 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬港元)	4,111	4,901	6,053	7,323	8,565
淨利潤 (百萬港元)	382	509	632	796	961
每股收益 (港元)	0.14	0.18	0.23	0.28	0.34
每股收益變動 (%)	27.3	28.6	26.7	24.6	19.4
市盈率(x)	39.8	30.9	24.2	19.9	16.4
市帳率(x)	13.0	11.6	10.2	8.5	7.0
股息率 (%)	2.5	2.5	2.9	3.6	3.7
權益收益率 (%)	33.1	40.1	45.3	48.3	48.3
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	N/A	N/A	N/A

來源: 公司資料 & 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。