

農業銀行(1288 HK, HK\$3.75, 未評級) - 中期業績增速領先“五大行”

- ❖ **五大中最優。**農業銀行公佈中期業績，上半年淨利潤同比增長 45.4%至人民幣 666.7 億元，增速領先其他四家大型國有銀行(工行 29.0%，建行 31.2%，中行 27.9%，交行 29.7%)。業績高速增长主要得益於 1) 規模增長：貸款餘額較年初增長 8.6%；2) 息差擴大：淨息差上升 32 個基點至 2.79%；3) 非息收入高增長：中間業務收入同比增長 65.4%；4) 成本控制得宜：成本收入比下降 4.4 個百分點至 33.1%。
- ❖ **資金成本壓力較輕。**得益於縣域業務的廣泛網絡和客戶資源，帶來穩定且成本較低的存款。上半年農行的活期存款占比高達 61.7%，遠高於其他上市銀行。受此影響，農行上半年資金成本上升幅度遠小於貸款收益率的提升，進而帶動淨息差大幅上升。
- ❖ **資產質量持續改善。**不良率和不良餘額繼續實現“雙降”，不良貸款率較年初下降 0.36%至 1.67%，未來仍然有下降空間。撥備覆蓋率上升 50 個百分點至 218%，快速趕上其他國有大行的水準。撥貸比 3.64%，信貸成本為 1.11%，在行業內處於最高水準。上半年不良生成較低，逾期貸款減少。我們認為，未來存在釋放撥備的可能，信貸成本將降至行業合理水準，帶來額外利潤增長。
- ❖ **沒有需要股權融資。**資本充足率提高 0.32%個百分點至 11.91%，但核心資本充足率下降 0.39%個百分點至 9.36%，低於監管要求。管理層表示將主要通過內生資本補充和調整業務結構的方式來解決，目前沒有股權融資計劃。
- ❖ **我們對農行未來發展持樂觀看法。**一方面息差彈性較高，資金成本低廉；另一方面風控審慎，貸款質量持續改善，存在釋放撥備的可能。我們認為，農行未來業績增速仍有望在五大行中保持領先。目前股價對應 2011 年 7.8 倍市盈率和 1.6 倍市淨率，估值合理。

農業銀行(1288 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$3.75
目標價	N/A
市值(港幣百萬)	1,055,726
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	787.24
52 週高/低(港幣)	4.85/3.43
發行股數(百萬股)	324,794
主要股東	財政部和中央匯金(79.2%)

來源: HKE, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-11.3%	1.6%
3 月	-19.7%	-4.9%
6 月	-1.1%	16.3%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
營業額(人民幣百萬元)	217,279	288,280	364,962	431,016	508,615
淨利潤(人民幣百萬元)	65,002	94,907	126,339	151,246	184,614
每股收益(人民幣)	0.25	0.33	0.39	0.46	0.58
每股收益變動(%)	N/A	32.0	18.8	17.6	25.2
市盈率(x)	18.0	13.6	7.8	6.7	5.3
市帳率(x)	3.4	2.7	1.6	1.3	1.1
股息率(%)	N/A	3.8%	4.5	5.3	6.3
權益收益率(%)	19.0	17.5	N/A	N/A	N/A

來源: 公司及彭博

百麗國際 (1880 HK, HK\$ 15.42, 未評級) 中期業績強勁，未來發展明晰

❖ **中期業績強勁。** 收入和經營利潤分別為人民幣 139 億元和人民幣 25 億元（人民幣下同），同比增長 24.6% 和 38.2%，稍好於市場預期。經營利潤增長高於收入增長，主要基於產品組合優化、平均成交價格上漲高單位數以及利潤率較高的鞋類業務比重加大，使得毛利率和經營利潤率雙雙提升至 57.0% 和 18.2%，分別較同期提升 1.4 和 1.8 個百分點。純利增加 29.0% 至 20 億元。

❖ **店鋪擴張和同店增長好於預期。** 鞋類業務上半年同店銷售錄得 21% 的增長。並且管理層調高 2011 年同店增長預期，由原先的 10% 上調至 15%。體育用品代理業務在完成清貨後，同店增長為 6%。2011 年，零售店鋪擴張速度預計同比增長 15%。

❖ **新業務門類奠定長期發展的基石。** 公司計畫著手五項新業務門類的拓展，其中包括高端品牌（平均成交價為 1000-1500 元）、大眾市場品牌（平均成交價為 200 元）、男鞋業務（性別產品線）、童鞋業務（年齡產品線）和電子商務（管道產品線）。公司計畫在現有品牌中增加男鞋比重。童裝定位為高端品牌，今年 7 月，公司完成並購一家知名童裝品牌的 60% 股權。另外，公司將拓展零售管道，新開多品牌零售店，同時進入大型購物中心和電子商務領域。未來 3-5 年，公司計畫在電子商務板塊投入 2-2.5 億美元。我們看到經過 2-3 年整合發展，並購品牌真美詩、妙麗和美麗寶正處於業績釋放期，上半年同店銷售增速已超過原有核心品牌。因此，考慮到公司成功的運營經驗、現有零售管道優勢以及不斷增長的市場需求，我們對公司五大新業務持肯定態度。

❖ **人工成本壓力依舊存在。** 上半年，員工總數上升 12.5% 至 98,564 人，同時人工成本也大幅上漲 41.8% 至 18.9 億元。主要由於店鋪擴張和工資標準上漲兩個因素所致。我們認為，通過改善同店增長能一定程度抵消人工成本的上漲，但是在未來 2-3 年，規模擴大導致的人工成本壓力還是很難避免的。

❖ **我們看到公司現有核心品牌增長穩定，新業務定位適應市場需求。雖然面臨成本壓力，但我們對公司前景持肯定態度。考慮到公司行業領導地位，根據市場共識，我們認為 19.7 倍 2012 年市盈率不算太高。**

百麗國際 (1880 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$15.42
目標價	N/A
市值 (港幣百萬)	130,056
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	213.1
52 週高/低 (港幣)	17.54/11.47
發行股數 (百萬股)	8,434
主要股東	鄧耀 (32.6%)

來源: HKE, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.6%	3.6%
3 月	-3.5%	14.2%
6 月	18.8%	39.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬人民幣)	19,762	23,706	29,539	35,367	41,820
淨利潤 (百萬人民幣)	2,533	3,425	4,262	5,180	6,201
每股收益 (人民幣)	0.30	0.41	0.51	0.62	0.75
每股收益變動 (%)	26.1	35.2	24.4	21.6	21.0
市盈率 (x)	42.1	30.8	24.0	19.7	16.3
市帳率 (x)	7.0	6.2	5.3	4.6	3.9
股息率 (%)	0.6	0.3	1.8	2.1	2.5
權益收益率 (%)	17.7	21.1	23.4	25.1	25.9
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。