



■ 大市透視 ■ 第一上海首席策略師 葉尚志

## 挑戰今年高點24469

4月21日。受到歐美股市升勢的帶動，港股在復活節長假期前繼續走高，恒生指數收復了24000點關口，進一步確立穩中向好的發展趨勢。值得注意的是，港股在周四的成交量出現明顯提升，資金在長假期前繼續積極介入，似乎對於後市表現投下了信任的一票。目前，市場信心有進一步轉強的跡象，美元指數下破了74關口，創出33個月的新低，套息交易活動旺盛，是推動金融市場的主要動力來源。

恒生指數再度出現裂口跳升，在成交量增加配合的背景下，短期上衝動力有逐步增強的跡象。恒生指數收盤報24138點，上升242點，主板成交量增加到775億多元。值得注意的是，期指市場將於周四(28日)進行結算，但是轉倉掉期活動似乎仍未有全面展開，倘若倉位部署集中在未來兩個交易日來進行，相信會對短期市況帶來較大波動性。以目前形勢來觀察，利多的消息因素佔優，估計在期指操作的技術性影響下，恒生指數有進一步向上挑戰今年高位24,469點的傾向，而短期支撐點已從23,500點，上移到23,800點。

盤面上，中資銀行股繼續全面走強，在3月份率先帶頭創出今年新高的工行(1398)，保持領漲的角色，股價再度創出今年的收盤新高，在周四再漲了1.66%至6.7元收盤，僅差2%就可以跟2007年的除權後歷史高位6.828元齊齊。我們對於中資銀行股依然持有正面的看法，且期待股價有創出歷史新高的機會。

### 資源股重拾強勢

除了中資銀行股之外，我們在早前建議關注低吸機會的資源股，亦有完成回吐重拾強勢的行情。中石油(0857)和中海油(0883)，分別再漲了1.88%和2.15%。而江西銅(0358)在周四出現補漲，股價急漲了5.81%。我們估計資源股仍處強勢，有突破前期高點再創新高的機會。另外，近期升勢急勁的澳門博彩業股份，短期超買狀態已浮現，加上股價已透支了消費旺季的季節因素，建議要注意現水平追高的風險，並可考慮趁高鎖定利潤的短期操作。

■ 證券分析 ■ 國泰君安(香港)

## 交行估值相對便宜

交通銀行(3328)2010年業績超過我們預測的2.8%，主要是由於存款成本較預期低，以及其他經營收入高於預期。該行大幅削減2010年的現金派息比率，體現其仍然面臨較大的資本壓力，在其貸款增速較快的背景下尤其如此。較高的貸存比(2010年末位72.1%)將會帶來更多的吸壓能力。

交行的貸款定價能力低於招行、中信和民生。儘管交行被歸類為國有銀行，但是從總資產和總負債來看，其與招行、中信和民生更有可比性。交行與他們相比，增長動力較弱。

下一步撥備壓力擴大。該行的撥貸比在10年末為2.08%，與銀監會要求的2.5%有較大距離。我們預期該行將通過提高撥備支出，並且同時減小核銷壞賬的力度來達到銀監會的監管要求。

我們將交行11年和12年的每股盈利分別上調0.7%和下調5.2%，以反映較慢反彈的淨息差、較高的營運成本和較快增長的手續費收入。由於該行在11和12年可能會削減派息比率從而滿足資本要求，我們將其目標價從11.60港元下調至9.60港元(昨收8.44元)。鑒於估值仍然相對便宜，維持收集評級。

■ AH股差價表 ■ 4月21日收市價 \*停牌

名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
南京熊貓電子	0553(600775)	2.32	8.59	77.34
儀征化纖股份	1033(600871)	3.41	11.23	74.53
東北電氣	0042(200585)	1.69	4.96	71.42
山東新華藥業	0719(00756)	3.07	8.46	69.56
洛陽玻璃	1108(600876)	4.02	11.03	69.42
上海石化化工	0338(600688)	3.79	10.15	68.67
天津創業環保	1065(600874)	2.67	7.07	68.32
北人印刷	0187(600860)	3.35	8.36	66.38
昆明機床	0300(600806)	5.14	12.70	66.05
華電國際電力	1071(600027)	1.65	3.92	64.69
大唐發電	0991(601991)	2.84	6.49	63.29
中國南方航空	1055(600029)	4.14	8.72	60.17
廣州藥業股份	0874(600332)	9.67	19.65	58.72
經緯紡織	0350(000666)	8.25	16.01	56.77
北京北辰實業	0588(601588)	1.95	3.77	56.61
上海電氣	2727(601727)	4.10	7.90	56.46
廣船國際	0317(600885)	15.96	30.35	55.88
中國東方航空	0670(600115)	3.46	6.32	54.07
海信科龍	0921(000921)	4.56	8.16	53.12
金風科技	2208(002202)	11.76	17.77	44.48
中國鉅業	2600(601600)	7.59	11.34	43.85
四川成渝高速	0107(601107)	4.82	6.88	41.23
江西銅業股份	0358(600362)	27.30	38.69	40.80
中國國航	0753(601111)	8.21	11.49	40.06
中海集運	2866(601866)	3.20	4.55	39.15
華能國際電力	0902(600011)	4.32	5.85	38.05
晨鳴紙業	1812(000488)	6.39	8.40	36.18
中國中冶	1618(601618)	3.37	4.34	34.86
中國遠洋	1919(601919)	7.89	10.13	34.66
中海油田服務	2883(601808)	16.74	21.30	34.07
紫金礦業	2899(601899)	6.52	8.09	32.39
兗州煤業股份	1171(600188)	29.75	36.40	31.43
廣深鐵路	0525(601333)	3.17	3.77	29.46
金隅股份	2009(601992)	13.04	15.45	29.19
中海發展股份	1138(600026)	8.70	9.83	25.75
中國石油石化	0386(600028)	8.01	8.88	24.33
深圳高速公路	0548(600548)	5.19	5.58	21.97
中煤能源	1898(601898)	10.34	10.95	20.78
東方電氣	1072(600875)	26.35	27.29	19.00
中國中鐵	0390(601390)	4.40	4.54	18.69
中興通訊	0763(000063)	29.15	29.36	16.71
中國石油股份	0857(601857)	11.88	11.95	16.60
中信銀行	0998(601998)	5.72	5.70	15.81
中國鐵建	1186(601186)	7.03	6.92	14.77
滙豐動力	2338(000338)	56.40	54.77	13.61
安徽皖通公路	0995(600012)	6.50	6.27	13.03
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	4.37	4.19	12.50
江蘇寧滬高速	0177(600377)	8.38	6.94	-1.30
中國神華	1088(601088)	36.85	30.14	-2.57
鞍鋼股份	0347(000898)	10.60	8.52	-4.37
民生銀行	1988(600016)	7.63	5.98	-7.04
中國南車	1766(601766)	9.30	7.25	-7.61
中國銀行	3988(601988)	4.41	3.40	-8.81
青島啤酒H	0168(600600)	42.50	32.34	-10.25
中國人壽	2628(601628)	29.65	21.75	-14.36
安徽海螺水泥	0914(600585)	54.55	40.00	-14.41
中聯重科	1157(000157)	22.50	16.48	-14.54
交通銀行	3328(601328)	8.44	5.99	-18.21
建設銀行	0939(601939)	7.48	5.24	-19.76
中國太保	2601(601601)	35.35	24.42	-21.44
工商銀行	1398(601398)	6.70	4.58	-22.73
招商銀行	3968(600036)	21.50	14.65	-23.12
農業銀行	1288(601288)	4.73	2.92	-35.90
中國平安	2318(601318)	86.50	52.96	-37.02
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	2.10	*	-

■ 證券推介 ■

# 中國中鐵回落 買入良機

過去3個月中國中鐵(0390)股價表現分別落後恒生指數和恒生國企指數23%和26%。根據市場共識，現價相當於2011年市盈率8.5倍，2012年市盈率7.2倍，兩年每股盈利複合增長率22%，本行認為市場對於毛利率的憂慮和中國大陸基建投資的下滑反應過敏。

### 經營成本升為最大風險

回顧3月底公佈的業績，中國中鐵2010年收入和純利分別增長36.5%和8.9%至4,737億元人民幣和74.9億元人民幣。受毛

利率下跌拖累，純利潤較市場共識低10%，觸發市場拋售該股。原材料和勞動力成本的上升是對中國中鐵盈利展望的最大風險，本行認為這一憂慮已經反映在股價之中。按照市場共識，分析師預計2011年的毛利率為6.3%，2012年的毛利率為6.4%，大大低於2008年至2010年間9.2%至10.5%的歷史水平。

### 今年訂單支撐高增長

對於低於預期的基礎設施投資，尤其是鐵路投資的擔心進一步壓抑股價表

現。管理層近期的指引顯示，2011年新簽合同的增長將是個位數，而2010年為22%的增長。這使投資者悲觀地認為合約增長將在2011年達到高峰。但是這種觀點忽略了2010年累積的在手訂單已經達到9,667億元人民幣，是2010年營業額的兩倍。豐厚的在手訂單將支撐公司2011年和2012年營業額的增長。

第一季度通常是國內大型項目的開工淡季。本行相信公司未來半年有機會取得更多項目，這將成為股價表現的催化劑。



主要下行風險包括低於預期的基礎設施建設和較預期弱的毛利率。本行給予中國中鐵買入評級，6個月目標價為5.2元，相當於2011年10倍的市盈率。

# 中石化介入中燃權爭

4月期指在昨市大部分時間轉炒高水，日前標普效應引發的大跌市淡倉，在過去兩天即月期指合共反彈660點，淡友已損手離場。4月期指在周三反彈市中的未平倉合約減少達5,017張，至87,329張，反映有不少好倉乘反彈市獲利。昨市收報24,102，低水36點，相信與4天長假期的對沖盤有關。

美股周三曾大升逾200點，主要是得力於蘋果、英特爾等多家科技股業績勝預期帶動，而二手房銷情理想也起到振奮作用。值得一提的是，美股在油價升上110美元、黃金價衝破1,500美元下仍能創出近3年高位收市，直接的原因，是風險資金續從美債市流出，形成了美元匯價進一步急跌，而股市成為風險資金追求高回報的主要資產市場。

當然，環球股市在標普震盪借

勢調整後即重拾升勢，大前提仍是經濟復甦的基調無扭轉，支持風險資金願意追吸金融資源、原材料及內需等股份。

港股繼周三收復20天線後，昨日再度升越10天線(24,036)，昨24,138報收，已遠離20天線達400點，反映大市走勢強橫，有力上衝24,500水平。

### 內銀四行升勢強橫

內銀四行繼續成為升市的主角之一，前日農行(1288)領風騷，昨日輪到工行(1398)搶鏡，升1.6%，收報6.7元，接近近年高位。6.75元，相信長假後，工行將力衝高位。至於其他三行亦有約1%的升幅，農行升上4.73元，創出上市新高，即比去年7月16日上市的招股價3.2元，有47.8%升幅。各大投行推升農行，這一次升浪可追溯至3月兩

會，當國務院確定今年對三農扶持資金投入9,884億元人民幣後，農行作為主要受益銀行，便成為基金大舉收集、繼而推升，並在去年業績大增46%超預期的利好消息推動下，股價至昨天已再度創出新高。

中國燃氣(0384)下周二舉行股東特別大會，主要議題是要罷免創始股東海峽金融代表的正、副主席李小雲、徐鷹董事職務，不過據聞持股逾10%的中石化(0386)已加入支持李、徐恢復原職。海峽金融為國台辦旗下公司，當年投入資源借殼上市建立中燃，並已成為內地140個城市的管道燃氣等業務供應商，戰略意義重大。現行董事局藉機聯同部分外資擠走海峽金融奪取中燃話事權，看來會事與願違。中燃缺乏中資機構代表的支持，發展前景實難樂觀。

■ 紅籌國企/高輪 ■

## 江銅將挑戰年高位

內地股市昨日持續向好，當中滬綜指升0.65%，而深證成指則漲0.35%。這邊廂的港股在復活節長假期前仍能保持不俗的升勢，而受惠於市場投資氣氛改善，中資股也不乏有表現的股份。A+H股方面，洛陽玻璃(1108)A股漲近1成至停板，這邊廂的H股更高至4.02元報收，大升14.86%；此外，安徽海螺水泥(0914)H股漲4.8%，再創上市新高，而A股則升3.17%。

市場資金持續熱捧建材及資源類股份，加上市傳倫敦上市企業哈薩克銅業，計劃於上半年來港作第二上市，下月進行上市聆訊，集資額為5億至6億美元，消息對被視為影子股的江西銅業(0358)帶來支持，該股以近高位的27.3元報收，升1.5元，升幅達5.81%，成交增至4,025萬股，增近2.5倍。集團去年錄得純利增長109.3%至49.88億元(人民幣，下同)，每股盈利1.59元；末期息倍增至20分。同時，江銅又預期今年首季盈利按年增長100%以上。以現價計，該股市盈率为14.56倍，作為行業龍頭，其市盈率並不算貴。

美銀/美林在剛發表的研究報告中，預計銅價在2011年將上漲35%至10,225美元/噸，2012年上漲10%至11,250美元/噸，該行指出，江銅為內地同業中銅儲量最高，及擁有最大的冶煉和精煉能力，加上銅料的自給自足率最高(19.3%)，故料其今年每股盈利將增長63%至人民幣2.46元/股；以11財年9

■ 滬深股評 ■

## 古井貢酒保高增長態勢

古井貢酒(000596.SZ)公布11年一季度淨利潤增長約121%，每股盈利(EPS)約0.71元(人民幣，下同)，繼續保持高增長態勢，主要是年份原漿銷售收入大幅提高所致。

### 全國化戰略續穩步推進

1) 公司將全國分為幾大片區，其中蘇魯豫皖為重點核心區域，而安徽市場更是重中之重。通過這兩年的營銷大力投入(10年公司的銷售費用率為21.6%)，安徽市場份額已稱第一，佔到總銷售收入50%以上。蘇魯豫皖合計佔總收入80%以上。公司未來目標是蘇魯豫收入均達到10個億，安徽本省更要做到30個億。2) 公司一季度繼續保持快速增長態勢，核心市場收入增幅都在30%以上。此外，其他市場目前發展也比較迅速，如河北，去年銷售收入在較短時間內從9000萬增加到1.2億，北京今年含稅收入也有望過億。3) 至於全國化戰略，公司也在穩步實施，求質量不求速度。

### 年份原漿為第一助推器

10年，年份原漿實現銷售收入7.4億元，同比增長208%，佔收入比重39.4%。未來公司也將繼續大力推廣年份原漿，將產品銷售比重調整到60%左右。此次擬增發為不超過2,000萬股，發行價格不低於66.86元/股，預計募集資金12.26億元。募集資金將用於優質基酒項目(主要用於提高名酒率，從而增加年份原漿的供給，以匹配公司未來發展戰略的產品結構調整)、省內渠道建設和廣告投入(兩年擬投入3.7億元電視廣告)，預計11-13年公司銷售費用

張怡

## 江銅將挑戰年高位

倍的市盈率來看，較該公司和行業11倍的平均市盈率低18%，因此認為估值具吸引力。在股價強勢已成下，料短期有力挑戰年高位的27.85元，下一個目標將上移至30元，惟失守25.5元支持則止蝕。

### 國壽追落後 購輪28705可取

保險股近日有不俗的升勢，當中作為龍頭股的國壽(2628)仍相對較落後，若看好其後市表現，可留意國壽比聯購輪(28705)。28705昨收0.134元，升0.009元，升幅7.2%，成交13.4億股。此證於今年8月9日到期，換股價為29.98元，兌換率為0.1，現時溢價5.63%，引伸波幅26.32%，實際槓桿10倍。28705勝在交投暢旺，現時數據又屬合理，加上爆發力亦強，故為可取的捧場之選。

### 投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股反彈力度依然不俗，有利資金續流入中資股。

江西銅業：

業績表現佳，估值不算貴，都有利股價走強。

目標價：	止蝕位：
30元	25.5元

申銀萬國

## 古井貢酒保高增長態勢

都將維持高位。

投資評級與估值：不考慮增發攤薄，我們預計古井貢酒11-13年EPS分別為2.153、2.984和3.980元，同比增長61.2%、38.6%和33.4%，對應A股11-13PE35.6、25.7和19.3倍，對應B股11-13PE21.8、15.7和11.8倍。若定向增發順利完成，11-13年全面攤薄EPS為1.984、2.750和3.668元。和洋河股份、山西汾酒類似，古井貢酒今明兩年仍將明顯受益於次高端和中高端白酒的消費升級，繼續呈現較快增長，建議投資者增持古井貢酒，積極買入古井貢B。

股價表現的催化劑：年份原漿持續熱銷。核心假定的風險：省內白酒企業競爭激烈；機制上和先進相比同行仍有欠缺(江蘇的洋河、安徽的宣酒、口子激勵機制都優於古井)；廣告投入增長過快；年份的概念有一定風險。



■ 金礦股透視 ■

交銀國際

受益於2010年國際黃金價格大幅上漲的帶動，黃金業上市公司2010年盈利增長顯著。我們跟踪的黃金公司中除紫金礦業(2899)外，其餘公司的淨利潤同比增長都保持在50%以上。與此同時，黃金公司的整體利潤率水平明顯提升。招金(1818)、瑞金(0246)、中國黃金國際(2099)、中國貴金屬(1194)等四家公司的毛利率均在40%以上，部分甚至高達50%以上。紫金礦業和靈寶黃金受非黃金業務拖累，毛利率略低。

### 國際黃金價格快速上漲

自4月份以來，由於市場避險情緒不斷升溫，國際黃金價格出現快速上漲。我們將2011年國際黃金均價由此前預期的1,420美元/盎司上調至1500美元/盎司。我們認為金價上漲超预期將顯著提升黃金公司2011年的整體業績，同時在當前不斷高漲的黃金價格刺激下，多家黃金公司在2011年都有不同程度的擴產計劃。其中以中國貴金屬、中國黃金國際等公司擴產尤為迅速，預計兩家公司在2011年黃金產量都將有20%以上的大幅增長，招金礦業、瑞金礦業、靈寶黃金等公司在2011年的黃金產量也將保持在15%左右的增速。但傳統的黃金龍頭企業紫金礦業2011年擴產速度明顯較慢，根據其計劃2011年其黃金產量增長將不足2%。

### 行業估值出現明顯分化

在黃金價格持續上漲的背景下，黃金上市公司的估值則出現明顯分化。招金礦業、中國黃金國際等公司估值處於較高水平，其2011年的P/E已達到20倍以上，但其他黃金企業如瑞金礦業、中國貴金屬、紫金礦業、靈寶黃金等則估值依然保持在相對較低的水平，其2011年的P/E不足15倍。我們認為中國黃金國際、中國貴金屬等在2011年增產潛力較大的公司其估值有一定的提升可能。

風險提示：近期黃金價格已創出歷史新高，但若全球避險情緒出現緩解以及美元出現反彈，則將導致短期內國際黃金價格出現階段性回調並可能拖累黃金股的走勢。

### 維持行業「領先」評級

受益於黃金價格的顯著上漲，2010年黃金業上市公司盈利大幅增長。我們上調2011年黃金的均價至1,500美元/盎司，相應上調黃金公司盈利預測5%-10%。由於多數黃金公司於2011年內有不同程度的擴產計劃，黃金上市公司整體業績將有明顯增長，我們繼續維持黃金業「領先」的行業投資評級。

### 黃金業公司估值表

	EPS (人民幣元)	PE (倍)	PB (倍)	目標價 (港元)	投資 評級
	2010	2011	2011	2011	
招金礦業(1818)	0.82	1.29	24.6	8.0	42.00 長線買入
瑞金礦業(0246)	0.95	1.16	8.3	1.9	17.80 買入
紫金礦業(2899)	0.33	0.38	14.1	3.4	8.20 長線買入
靈寶黃金(3330)	0.35	0.41	13.6	2.0	6.90 長線買入
中國貴金屬(1194)	0.02	0.13	10.3	1.6	2.24 買入
中國黃金國際(2099)	0.90	1.43	23.9	1.7	48.6 買入

EPS：每股盈利；PE：市盈率；PB：市帳率。資料來源：公司，交銀國際