



大市透視

第一上海首席策略師 葉尚志

## 港股呈現分化走勢發展

5月6日。受到資源股下挫的拖累，港股繼續下行的行情，恆生指數走出了一波8連跌，未能擺脫調整弱勢。環球商品市場出現大面積的暴跌，紐約原油在周四曾一度急瀉9%，令到權重較大的石油相關股加速跌勢，對大盤盤面構成負面影響。然而，在油價出現顯著回落的背景下，通脹上升預期可望降溫，調控壓力亦可望出現緩解。事實上，備受通脹加劇困擾的印度股市，在周五就率先彈升了308點或1.69%，是亞洲區內表現最好的股市。

### 資金入市態度仍審慎

恆生指數在周五出現低開高走，在23,000點整數關找到了初步支撐，但是反彈力量依然較弱，資金抄底介入的積極性未有增強。在連跌8日後，市況出現分化走勢發展。恆生指數收盤報23,159點，下跌102點，主板成交量有702億多元。目前，港股已連跌了8日，累計跌幅有979點，但是資金在相對低點來介入的興趣依然不大，似乎意味着後市仍有下跌空間。在缺乏成交量支持的配合下，估計恆生指數的反彈幅度，將會受制於23,500點關口下方。由於現水平的值博率空間不大，建議操作方面還是要注意風險，要適度調控倉位。

石油資源股依然是重災區，中海油（0883）跌了2.28%，江西銅（0358）跌了2.23%，兗州煤（1171）跌了2.98%，但是短期跌浪已浮現出超跌的狀態，9日RSI指標都已下跌至30以下，估計有組織技術性反彈的機會。但是，我們相信油價仍有進一步下調的趨勢，在投機熱錢確認退出商品市場的背景下，加上中東局勢已穩定下來，估計紐約期油有朝着90美元每桶進發的趨勢，對於石油資源股的負面影響，仍未有完全表露出來。在大盤未有進一步出現破盤之前，航空股、乾散貨航運股以及工業股，仍將會是油價回落和通脹降溫的受惠股板塊。東航（0670）、國航（0753）以及南航（1055），在周五的日內漲幅都超過了5%。乾散貨航運股在今年一直受困於高油價帶來的成本上漲，股價被壓到了年內的最低點，終於在周五趁機做出絕地反彈的修正動作，中海發展（1138）和中國遠洋（1919），分別漲了6.82%和2.11%，建議可以繼續跟進。

證券分析

國泰君安(香港)

## 民行商貸通貸款增長勁

民生銀行（01988）2011年1季度業績符合我們預期，相當於我們全年預測的27.1%。較快的業績增長主要歸因於加息和銀行議價能力改善。該行1季度的新增貸款中，58.8%投向了高收益率的商貸通貸款（2010年為65.4%），使得其餘額按季增長11.3%，而總貸款增長僅為2.9%。貸款增速較慢，是銀監會更嚴格的貸存比監管所導致。存款餘額按季增長4.9%，高於貸款增速，使貸存比壓力降低。不良貸款和不良貸款餘額持續下降，體現資產質量良好。貸款撥備率在1季度末達到2.0%，而2010年底為1.88%，主要由於該行在1季度撥備力度較大，撥備支出按季增加41.0%，同比增加53.5%。由於該行貸款撥備率仍低於銀監會的2.5%的監管要求，我們預期該行的信貸成本將會保持較高水平。

**投資建議：**由於該行的業務焦點仍為商貸通貸款，我們預期該行淨息差可以進一步改善。我們維持該行8.50港元目標價和「買入」的投資評級。

AH股差價表

5月6日收市價 \*停牌  
人民幣兌換率0.8356

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)	2.25	7.89	76.18
儀化地氫股份	1033(600871)	3.18	10.14	73.80
洛陽玻璃	1108(600876)	3.92	12.47	73.74
山東新華製藥	0719(000756)	2.92	7.76	68.57
天津創業環保	1065(600874)	2.54	6.55	67.61
北人印刷	0187(600860)	3.27	8.08	66.19
昆明機床	0300(600806)	4.43	10.69	65.38
上海石油化工	0338(600688)	3.87	9.30	65.24
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	2.03	4.85	65.04
大唐電力	0991(601991)	3.10	7.20	64.03
華電國際電力	1071(600027)	1.85	4.14	62.67
北京北辰實業	0588(601588)	1.83	3.87	60.5
中國南方航空	1055(600029)	4.24	8.69	59.24
經緯紡織	0350(000666)	7.48	14.38	56.55
廣州藥業股份	0874(600332)	9.38	17.87	56.15
上海電氣	2727(601727)	4.14	7.78	55.55
廣船國際	0317(600685)	14.38	26.54	54.74
海信科龍	0921(000921)	4.22	7.53	53.19
中國東方航空	0670(600115)	3.64	6.27	51.51
金風科技	2208(002220)	10.90	17.22	47.12
四川成渝高速	0107(601107)	4.71	6.86	42.65
中國鋁業	2600(601600)	7.02	10.19	42.45
華能國際電力	0902(600011)	4.57	6.47	41
江西銅業股份	0358(600362)	24.10	33.66	40.19
中海油田服務	2883(601808)	14.00	18.47	36.68
中國國航	0753(601111)	8.39	10.98	36.17
中海集運	2866(601866)	3.19	4.12	35.32
晨鳴紙業	1812(000488)	6.19	7.94	34.88
中國遠洋	1919(601919)	7.26	9.29	34.72
廣深鐵路	0525(601333)	3.37	4.29	34.38
中國中冶	1618(601618)	3.24	4.06	33.34
紫金礦業	2899(601899)	5.75	7.18	33.10
金隅股份	2009(601992)	12.04	14.47	30.49
兗州煤業股份	1171(600188)	27.60	31.59	27.02
安徽海螺水泥	0914(600585)	32.95	37.16	25.93
中國石化化工	0386(600028)	7.53	8.48	25.82
中海發展股份	1138(600026)	8.30	9.32	25.61
中國中鐵	0390(601390)	3.88	4.34	25.32
中國石油股份	0857(601857)	10.48	11.15	21.49
深圳高速公路	0548(600548)	5.08	5.26	19.32
中國通運	0763(000063)	27.15	26.82	15.44
中信銀行	0998(601998)	5.48	5.41	15.39
中國鐵建	1186(601186)	6.78	6.67	15.09
滙樂動力	2338(000338)	48.45	47.85	14.55
中煤能源	1898(601898)	10.44	10.15	14.08
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	4.06	3.84	11.68
安徽皖通公路	0995(600012)	6.45	6.04	10.80
東方電氣	1072(600875)	29.90	27.57	9.41
中國南車	1766(601766)	7.62	6.60	3.56
江蘇寧滬高速	0177(600377)	8.36	7.01	0.38
鞍鋼股份	0347(000898)	9.46	7.66	-3.16
青島啤酒H	0168(600600)	44.20	35.37	-4.39
中國神華	1088(601088)	34.55	27.59	-4.61
中國銀行	3988(601988)	4.26	3.39	-4.97
民生銀行	1988(600016)	7.43	5.86	-5.91
中國壽險	1157(000157)	19.54	14.43	-13.12
聯華壽險	2628(601628)	26.85	19.75	-13.56
交通銀行	3328(601328)	7.95	5.81	-14.30
建設銀行	0939(601939)	7.19	5.14	-16.85
招商銀行	3968(600036)	19.82	14.04	-17.92
工商銀行	1398(601398)	6.47	4.58	-18.01
中國太保	2601(601601)	32.65	22.47	-21.38
農業銀行	1288(601288)	4.57	2.92	-30.74
中國平安	2318(601318)	82.50	50.08	-37.61
東北電氣	0042(000585)	1.59	*	-

證券推介

# 國藥受惠分銷行業整合

據報道，周五商務部將正式公佈市場等候已久的醫藥流通業「十二五」規劃，預計這將加速醫藥分銷行業的整合。作為這個領域市場份額最高的公司，國藥控股(1099) 將從這個政策中獲益良多。

公司在2011年第1季度的業績不俗。在中國會計準則下，銷售額按年增長45.5%至224億元人民幣，高於市場預期。純利按年增長27.6%至4.02億元人民幣。每股盈利0.18元人民幣，與市場預期基本一致，國藥控股2011年全年每股盈利的市

場共識為0.72元人民幣。

### 成功融資促進收購業務

公司於4月25日宣佈按每股25元的價格配售1.38億股新股，而緊接下來的交易日公司股價僅下跌0.7%，顯示新股較受投資者歡迎。配售股份所融得資金34億元將用於醫藥分銷與零售網路的擴張，以及用於一般運營資本。本行認為融資將促進收購業務的進展。

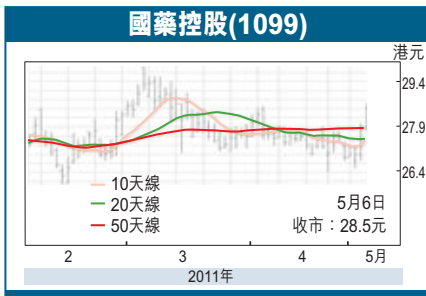
管理層計劃2012年公司營業額超過1,000億元人民幣，本行認為這個目標能夠

達到，因為國藥控股是中國僅有的一家擁有全國性網路的公司，其已經在全國29個省建立配送中心，並計劃在未來兩年內全部進入這29個省中的280個城市。

迅速擴張可能在近期内降低利潤率，因為新收購的公司可能利潤率較低，並且銷售額高速增长需要更多的資金。但本行認為以後年份利潤率將逐漸上升，因為新收購的業務整合進現有的基礎設施以後，協同效果將改善。

考慮到新股的稀釋效果及銷售額增速更高，本行將2011年至2013年每股收益

國浩資本



預測調整至0.671元人民幣、0.951元人民幣及1.40元人民幣。

國藥控股現價相當於34.9倍2011年市盈率及24.6倍2012年市盈率，本行認為估值並不昂貴，因其3年每股盈利年複合增長率達38%。重申對國藥控股的買入評級，目標價微調至33.9元，基於30倍2012年市盈率。

# 實力盤力吸農行

數碼收發站

美國投資者憂慮經濟復甦力度，隔晚終作出139點的較大調整，道指退收12,584水平，影響所及，周五亞太股市普遍下跌，以日股跌1.45%、韓股跌1.52%及泰股跌2.14%跌幅最大，但印度股市卻反彈1.69%而表現突出，港、台、星、印尼及菲股市則跌幅溫和。港股在淡友主導下，大幅低開226點，低見22,986後出現補倉盤反彈，惟石油、金屬股、匯豐（0005）急跌令反彈受限，恆指升上23,207後乏力，尾市退收23,159結束本周交易，全日跌103點，為連續8日跌市，累計跌979點。大市已退至23,100/22,800的承接區，下周有望出現技術性反彈。

司馬敬

美國上周新申請失業人數升至8個月高位，為數47.4萬個，成美股借勢調整的淡因，另外油、金銀價大瀉，也成為拖低美股的因素。美股日前攀上12,800創下近三年高位，且連升數周，在缺乏利好消息下調整乃屬預期之內，故昨日亞太市場未有恐慌跌市場面。印度股市大幅反彈，代表外資因印度大加息半厘而撤出市場，經濟增長動力依然是吸引風險資金投入亞洲市場的要素，而加息過抑通脹惡化，反而被視為正面消息。

5月期指全日高低位為23,055 / 22,805，收報22,970，跌135點，較恆指低水189點。由於下周三便是長和股息，月內仍有匯豐（00005）、中移動（0941）、聯通（0762）、中海油（0883）、中石

油（0857）等重磅股除息，涉及約170點，故大低水實際上是反映除息因素，倘有實力資金炒除息入市博反彈，大市企穩23,000/23,100水平是大有機緣的。事實上，周四跌市的5月未平倉合約不增反減3,223張，至86,922張，明顯有淡倉趁連日跌市平倉獲利。

### 內銀四行逆市上揚

大市昨略跌穿23,000關後重獲實力買盤入市反彈，其中尤以農行（1288）自4.44元低位抽上4.57元收市最省錢，倒升9仙或2%，成交達6.89億元。建行（0939）、工行（1398）及中行（3988）均收復失地微升報收，反映這一回跌市，不乏實力資金作中線收集。

昨日提及的中資電信股繼續有穩健表現，中移動升0.25元收報71.6元，重上10天線，下周五除息（1.59元），有大盤資金承接。個股方面，中木（0269）第3日反彈，收報0.335元，升3%；中聚升4.8%，收報0.65元；成交9,240萬元，明顯有趁低買盤收集。

恆指連跌8日，現水平的市盈率已退至12.26倍的吸引水位，目前200天線為（22,895），250天線（22,322），當日下跌破50天線23,440支持位後，連日跌市正考驗23,100/22,800的承接區，這次跌市視為4月急升市的調整市，基於QE仍將延續，風險資金仍在股市尋求高回報的態勢未有明顯轉變。因此，在6月底QE2結束前，過大幅調整市，反而是中線收集業優股的機會。

新股透視

群益證券

# 上藥三大核心業務具優勢

上海醫藥（2607）為覆蓋醫藥行業全產業鏈的綜合性醫藥產業集團，包括研發製造、醫藥分銷和零售的三大核心業務。目前是中国第二大醫藥商業企業，經營着一個由41家附屬公司以及32個物流中心構成的全國分銷網絡，覆蓋華東地區、華北地區和華南地區，尤其在華東地區有絕對領先地位，市佔第一；醫藥製造方面，為中國第三大醫藥工業企業，包括化學藥品、現代中藥、生物製劑和其他藥品，擁有眾多廣為人知的品牌名稱；零售方面，藥房網絡遍及全國9個省、直轄市及自治區，共有1,682家零售藥房，零售藥房華氏和雷允上均擁有全國性或區域性的知名品牌。建議中長線申購。

公司優勢：（1）作為中國前三大醫藥企業，具有行業領先地位；（2）領先的優質醫藥公司，具有廣泛的品牌知名度；（3）垂直一體化的業務模式帶來業務分部之間巨大的協同效應；（4）擁有全國性的分銷網絡，並以醫院純銷為重點。

行業概覽：中國醫療行業整體以及中國藥品市場受益於以下因素迅猛發展：（1）中國國內生產總值及其人口可支配收入快速增長；（2）平均預期壽命增加及人口老齡化；（3）城鎮化水準提高；（4）醫療保健意識增強及醫療支出增加；（5）與中國醫療行業有關的政府措施及支出。

藥品製造：據統計，中國的藥品市場規模從2005年的人民幣3,131億元增長至2009年的人民幣6,194億元，年均複合增長率達到18.6%；到2014年，預計將進一步增長至人民幣1.7萬億元，2009年至2014年期間的預期年均複合增長率為22.4%。

### 擁有眾多廣為人知品牌

上海醫藥是中國第三大製藥公司，包括化學藥品、現代中藥、生物製劑和其他藥品，涵蓋《國家基本藥物目錄》中約70.0%的藥品。公司產品擁有眾多廣為人知的品牌名稱，包括信誼、雷氏、龍虎、青春寶、胡慶餘堂和蒼松。

上海醫藥零售藥房網絡遍及全國9個省、直轄市及自治區，零售藥房網絡共有1,682家零售藥房，其中有1,187家直營零售藥房及495家特許經營藥房。零售藥房華氏和雷允上擁有全國性或區域性的知名品牌。

獲利能力及財務數字：上海醫藥主要業務包括藥品製造、醫藥分銷和醫藥零售的三部分，營收佔比分別為21.6%、78.0%及4.6%。公司營業收入從2008年的人民幣274億元增至2009年的人民幣312億元，以及增至2010年的人民幣374億元，CAGR為16.7%；淨利潤從2008年的人民幣6.9億元增至2009年的人民幣13.0億元及至2010年的人民幣13.7億元，CAGR為40.1%（2009淨利潤增加部分反映公司於2009年處置公司於聯華超市的股權所得的一次性稅前收益人民幣5.4億元）。扣除2009年聯華超市股權出售獲得一次性收益後，2010年淨利潤同比增長46.15%。

估值：上海醫藥作為我國醫藥流通行業的龍頭企業，擁有國內最好的區位市場及最強的分銷網絡，在新醫改的背景下，醫藥流通行業集中度加速已凸現。我們看好上海醫藥在內部產業鏈整合後穩健的對外擴張以及藥資產整合的資源優勢，預計公司2011實現淨利潤19.26億元（YOY+40.76%）。

### 定價進取 宜中長線申購

可橫向比較公司為國藥控股。現時國藥控股2010年的市盈率為43倍，2011年預測市盈率為31倍。上海醫藥2011年的合理PE在25-30倍。如若按照發行6.64億股計算，總股本為26.57億股，2011的EPS為0.73元，合理估值為18-22元人民幣，對應港幣為21-25元港幣。招股定價較進取，宜以中長線投資角度作申購。

風險因素：（1）公司主要藥品大規模降價風險；（2）公司內部資源整合風險；（3）外購對象整合風險；（4）藥品發生產品安全事故問題。（摘錄） 註：公開招股於下周四（12日）截止。

紅籌國企/高輪

張怡

## 中海集運炒復甦續走強

雖然港股「長氣跌市」依然延續，不過昨日有表現的中資板塊卻有所增多，其中航空、石化、航運及電力等股份的回升力度較強，就以航空股的南方航空（1055）而言，其連市上曾高見4.37元，收市報4.24元，仍升0.28元，升幅7.07%，交投也較周四增逾倍。航空及航運股再度跑贏大市，相信與近日油價大幅回落，緩解了成本壓力，並將有利行業復甦。

受到油價大漲，以及第一季度是班輪運輸一年中的傳統淡季等因素影響，中海集運（2866）最近公布的首季業績「見紅」，截至今年3月底止，集團錄得虧損約1.46億元（人民幣，下同），每股虧損1.25分，而對比去年首季淨虧損1.93億元則有所收窄。由於第二及第三季度為行業傳統旺季，加上近期油價已自高位明顯回調，而集團今明兩年將新增8艘4700TEU的集裝箱船，用於重點走沿海內貿航線，都有助業績改善，故可算是炒行業復甦的選擇。

另一方面，集團管理層曾表示，將擇機把母公司控制的兩個國外碼頭資產注入中海集運。據悉，這兩個碼頭其一位於美國洛杉磯，其二位於美國西雅圖。值得一提的是，母公司中國海運集團總公司將擁有的全部國內碼頭資產注入中海集運當中，若稍後進一步注資國外碼頭資產，盈利前景自可看高

滬深股評

招商證券

## 長江電力持續增長可期

受收購三峽電站優質資產的提振，長江電力（600900.SS）2010年實現淨利潤82.3億元（人民幣，下同），同比提高78%，折合每股收益0.50元，公司擬每10股派發現金股利2.5579元。公司積極對外進行投資，收益將逐步體現，對提升公司估值有催化劑作用，我們維持「強烈推薦-A」的投資評級。

加強調度管理，挖掘發電潛力。2010年公司三峽電站完成發電量843.70億千瓦時，較上年同期增加5.66%；2011年一季度總發電量約163.54億千瓦時，較上年同期增加23.44%。公司積極進行優化調度，順利完成三峽水庫175米蓄水任務，有效提高了公司發電量。

### 重組提升全年業績

2010年度，長江電力實現營業總收入218.8億元，同比增長99%。2011年一季度，實現營業總收入35.0億元，同比增長21%；實現淨利潤6.5億元，同比增長444%，折合每股收益0.04元，略好於預期。

年度利潤率趨於穩定，季度波動一如既往。2010年度，長江電力毛利率達到62%，比2009年58%的毛利率水平提高了4個百分點，顯示出收購資產的盈利能力更強。2011年一季度，長江電力毛利率為44%，在全年處於較低水平，但是相比2010年一季度，毛利率仍然提高了4個百分點，主要是由於今年

來水較好，收入增加。作為純粹的水電公司，長江電力業績的季節波動性非常明顯，尤其是一季度的盈利處於低谷，三季度貢獻的利潤最多。

### 繼續穩健對外投資

除了做好公司所屬電廠經營管理，積極進行在建項目建設之外，公司還穩健對外投資，2011年可能進行的收購和投資項目將提升公司的成長性。主要事件有收購三峽地下電站、投資俄羅斯EuroSibEnergo公司香港上市，收購中國電力新能源公司股權完成。我們預測2011-2013年每股收益分別為0.53、0.57、0.60元，維持「強烈推薦-A」投資評級，目標價10-11元。

風險提示：出現大旱天氣，來水減少；利率大幅提升，財務費用增加。

