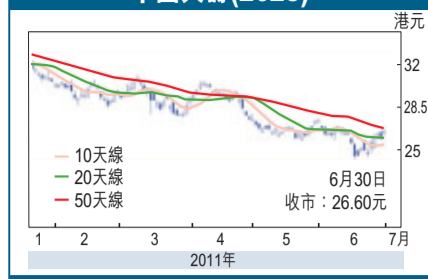


韋君

中國人壽(2628)



國壽大脫腳具值博

港股今日終於迎來「七翻身」的首個交易日，配合外圍美股道指上週連日急升，而周五又有逾160點漲幅，加上本地多隻在當地的預託證券報價紛紛造好，無疑也令市場對7月市有好開始寄予厚望。熱錢看重投資實力大藍籌身上，當中匯豐(0005)、中移動(0941)、和黃(0013)及中國人壽(2628)等重磅股因在同業中都有估值被低估之嫌，都有望成為投資者的熱捧對象，因此值得繼續留意。

恒指已完成半年結，埋單計數跌近3%，但被視為中國電信業「二哥」的中國聯通(0762)期內卻逆勢大升逾4成，成為上半年典型的「藍籌股王」。不過聯通2011年預測市盈率已高達59倍，論估值

已不便宜，相比之下，作為同業「一哥」的中移動，2011年預測市盈率卻低於10倍，何況後者也傳聞與蘋果公司合作，有助提升該股叫座力。

中資電信股出現強弱懸殊的情況，而內險股也有類似的情況。事實上，中國財險(2328)上週四已一舉創出13.4元的年內新高，而上半年該股累計共升了17.58%，在一眾國指成份股升幅榜中排第5位。反觀作為行業龍頭的國壽，上週四收報26.6元，半年累計共跌16.22%，在國指排行榜卻居倒數第8位，而相比年高位的36.42元，尚有近37%的上升空間。就估值而言，財險於2011年的預測市盈率約20倍，反而國壽則不足

17倍，論值博率也以以後者較具吸引力。

投資收益改善空間

國壽表現大落後，相信很大原因與業績未如理想有關。由於投資收益下跌，以及退保金額及賠付支出大幅增加所累，國壽首季業績的確差強人意，首季利潤79.71億元(人民幣，下同)，按年倒退22%，每股基本盈利0.28元。不過作為壽險界的龍頭企業，競爭優勢仍在，集團旗下的保險業務收入按年增長達11.5%至1,229.78億元，而受惠於保險業務資產累積增長，致其總資產高達15,142億元，較去年底增加7.3%。國壽現時的投资資產已達14,266億元，盈利難免較受

相關收益所左右，而隨着內地股市於上半年尾段逐步走出低谷，業績有改善仍是預期的。

就技術走勢而言，國壽現價已企於10天及20天線之上，並逼近50天線的26.82元水平，論表現亦有漸入佳境的跡象。市場資金有重投港股之勢，該股較為落後，將有望成為撈底的主要選擇之一，趁其低位回升的幅度不算大躍進，博反彈目標暫睇4月初阻力位的30.6元。

紅籌國企/高輪

張怡

國藥擴張零售網利反彈

藥業股在上周表現再度跑贏大市，當中廣州藥業(0874)於上週四曾走高至8.08元，收報8.02元，仍大漲8.23%，而全周計更漲達13%。廣州藥業已表明，未來將通過資本市場收購以擴張業務，同時公司計劃引入專業人才大力拓展連鎖藥店，消息面利好，也成為該股走強的主要原因。

被視為藥業龍頭股的國藥控股(1099)，上週也現反彈行情，收市報26.15元，全周計共升0.6元，升幅為2.35%，表現雖不算突出，但因屬反彈初現，在其他藥業股紛紛回勇下，該股仍可加留意。在中國會計準則下，集團於今年首季錄得銷售額按年增長45.5%至224億元(人民幣，下同)，高於市場預期。國藥曾於5月份以每股25元的價格配售1.38億股新股，集資34億元，另外又發行20億元人民幣的3年期債券，合共籌得資金約58億元人民幣。

據悉，國藥集資所得會用於醫藥分銷與零售網路的擴張、償還債務以及用於一般營運資本。集團為內地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，並計劃在未來兩三年內全部進入這29個省中的280個城市。管理層已制定2012年的銷售營業額為超過1,000億元人民幣，在財政狀況充裕下，「擴展大計」應可望如期達標，而規模效應相信將有助其降低經營成本，對整體盈利有裨益。

根據聯交所資料顯示，基金公司Capital Research於6月24日增持國藥125萬股或0.15%，每股作價25.716元，涉資3,214.5萬元，最新持股量增至8.03%。有基金公司趁低「撈底」，也可見股價跌至現水平，對市場的投资吸引力已浮現。此股年低位為25元，現價離此低位支持回升的幅度也不算大，趁股價初現反彈跟進，中線上升目標仍睇年高位的32.6元，惟失守25元支持則止蝕。

恒指購輪12599勝在貼價

港股七月市「翻身」可期，若看好後市表現，可留意恒指瑞信購輪(12599)。12599現價報0.114元，其於今年9月29日到期，換股價為22,300，現時溢價3.63%，引伸波幅20.76%，實際槓桿12.64倍。此證為輕微價內輪，屬較貼價選擇，其現時數據又屬合理，交投也十分暢旺，故大市有望走高，此證也將派用場。

投資策略

紅籌及國企股走勢

港股投資氣氛好轉，有利中資股反彈之勢延續。

越秀投資

國藥控股：全力拓展零售網，有助提升盈利表現，股價具上升潛力。

目標價：32.6元 止蝕位：25元

證券推介

海通國際

波司登非羽絨業務前景佳

波司登(3998)公佈截至2011年3月31日的年度業績，收入上升22.7%至70.38億元(人民幣，下同)，高於我們的預期3%，主要由羽絨服務業務增長強勁帶動；純利按年上升18.3%至12.76億元，每股盈利0.16元，較我們預期低5%。公司建議派末期息每股0.068元，考慮到未來幾年的併購項目公司亦宜派特別息每股0.06元，全年派息0.193元，派息率高達118%。

分析與評論：品牌羽絨服務業務仍是公司最大的收入來源，佔總收入80.7%，其餘10.7%及8.4%的收入分別來自外包業務及非羽絨服裝業務，三項業務分別按年增長21.1%，18.8%及46.5%至56.78億元，7.69億元以及5.85億元。

然而，由於原材料價格與外包成本上漲，使羽絨服務業務的成本於2011年上升28%，而平均售價僅上升18.8%，使得羽絨服務的毛利率下跌3.7個百分點至50.4%，拖累整體毛利率下降3.4個百分點至46.9%。2011年內，經營現金流大幅下降97%至4,950萬元，主要是由於供應商的預付款增加，以取得較優惠的價格並穩定原材料供應，預計提前支付的款項可減少總成本的1.5%，有利於未來毛利率的提升。總體而言，公司的財務狀況仍保持健康，淨現金達34.78億元，與去年相若。

加速銷售網絡擴張

截至2011年3月底，公司的羽絨服及非羽絨服店舖總數達到7,579間及1,856間，淨增長1,959間及1,097間。2012年，公司將繼續整合及優化羽絨服銷售渠道，關閉店銷不好的門店以及增加自營店舖的比例，並在主要城市開設大型旗艦店。而在非羽絨服方面，將加速銷售網絡擴張，尤其是男裝，將開設更多自營店及一級代理商，公司計劃於2012財年上半年開設至少110家門店，將男裝店舖總數達到1,100間(2011財年：波司登男裝店舖數為979間，年內淨增200間)。

基於2011年春夏及秋冬訂單分別增長47%和36%，我們相信波司登男裝仍將成為公司的主要增長動力之一。另外，我們亦看好波司登在網上銷售方面的前景，2011財年，來自網上銷售的收入達人民幣1.1億元，按年大增222%。

我們相信公司能藉此受惠與網絡購物的快速發展並進一步拓寬銷售渠道。基於未來3年每股盈利複合增長率14%，我們將目標價定於3.10元，相當於2012年預計市盈率13.5倍。波司登的戰略轉型及品牌併購或可成為該股獲進一步重估的動力。目前該股股價相當於2012財年市盈率10.5倍，息率達9.6%，估值吸引，維持買入。(摘錄)

股市縱橫

數千手收發站

美股上週五再大升168點衝上12,582水平度長周末國慶假期，連日大漲確令投資市場意外，埋單計數全周升5.4%；而納指更大升6.2%，標普500指數急漲5.6%。美股大升，除了希臘因素外，製造業數據較預期佳是主要新增動力，抵銷了油價升後回軟的影響，甚至消化了中國PMI數據急跌的不利衝擊，整體股市表現強勁。今天亞太區股市假後重開，追隨升勢乃可預期，料日、韓、台、港、星、印度乃至內地股市有不俗水平，港股可望向50天線的23,000水平推進。

■司馬敏

專家分析



張蕙娥 南華證券副主席

玉米油內銷發展空間大

希臘削減議案在民眾示威浪潮中得到通過，債務違約危機得以暫時紓緩；配合美國經濟數據向好，市場氣氛較一周前改善，加上半年結前的粉飾櫥窗，帶動港股造好，恒指一周升1.0%或226點至22,398點，國指則升1.1%或140點至12,577點，日均成交輕微下跌4.8%至664億元。半年恒指累計跌637點或2.8%，國指則微跌116點或0.9%。投資者情緒稍為改善，或可帶動大市稍為反彈，惟各國債務問題繼續困擾大市，相信將限制回升幅度。

股份推介：中國玉米油(1006)是中國最大食用玉米油製造商，主要於中國消費市場以自主品牌「長壽花」進行內銷，及將製成的玉米油內銷或出口予其他玉米油公司。集團公布截至2010年底止年度業績，錄得純利1.43億元人民幣



黎偉成 資深財經評論員

亞泥績佳上試6.5元

希臘將會獲得歐盟支持國際貨幣基金(IMF)的新一輪貸款，使歐洲諸國解決債務問題呈現曙光，促使紐約市連升五日，其中道瓊斯指數更累升678.19點，而港股6月30日收盤22,398.1，飆升336.92點。恆生指數日線圖由陰燭轉陽燭，9RSI、STC%K、DMI+D及MACD等皆底背馳顯中，短線趨穩。港股

聚量擄6月16日巨大下跌裂口22,344至22,048之頂，短線要挑戰密集阻力位22,509，該不成問題，往上的阻力位為：(i)6月7日的尖頂22,929，(ii)6月2日的巨大下跌裂口23,626至23,280，然後為(iii)23,706。

股份推介：亞洲水泥(中國)(0743)的股東應佔溢利於2011年一季度大增2.7倍為2.53億元(人民幣，下同)，



鄧聲興 AMTD證券業務部總經理

瑞房虹橋天地項目吸引

受惠希臘國會通過緊縮財政方案及半年結粉飾櫥窗活動，港股上週五突破20天線(22,278)。恒指全周升227點，平均每日成交量為664億元。技術上，恒指需持續穩在20天線以上，走勢才可進一步上升。阻力位在22,500。

股份推介：瑞房(0272)計劃在上海虹橋商務區建設虹橋天地。該項目為虹橋商務區唯一與交通樞紐直接連接項目，而且高樓及機場附近的商園項目。估計該項目可為集團在2013年後帶來可觀盈利增長。而集團於截至4月底已簽合約銷售額達41億元人民幣，相信有很大機會達到全年100億元的目標。另外，集團手頭現金達60億元，有足夠資源作發展之用。目標38元，止蝕於32元。

中國燃氣(384)去年純利下降28.5%至6.26億元，純利下降主要是受到上年度的非現

滬深股評

東阿阿膠全年銷售無憂

我們日前參加了東阿阿膠(000423.SZ)的年度股東大會，會上總經理闡述了公司「十二五」期間的具體規劃，將分別從產品、渠道、原料和業務拓展方面加快發展，把阿膠打造成中國滋補、健康的「第一品牌」。我們認為前期公司的股價調整已經比較充分，同時仍對公司今年以及長期增長保持信心，維持買入評級。

潛在影響：1)阿膠塊銷售將回暖：經過近半年的銷售調整，公司對阿膠塊價值回歸的策略已逐漸成效，我們認為今年四季度的銷售高峰(往年銷量佔全年的35%左右)將是此次提價後的收穫期，明年仍有繼續提價的可能。而公司當前非常有信心在不壓貨的前

提下完成既定銷量，這充分體現了公司管理層對終端銷售情況的信心。

2)複方阿膠膠漿2015年收入將超20億元：作為第二大產品，公司將其作為「十二五」規劃的核心品種推廣，在加大營銷力度的前提下，拓寬消費市場；目前公司正在開拓癌症患者市場，用於治療癌性貧血、疲乏綜合症，使患者能順利完成放化療；我們認為2010-15年複方阿膠漿的收入複合增長率將達到25%。

銷售渠道拓展將加速

3)公司的產品以OTC為主(2010年收入佔比80%以

證券分析

交銀國際

華南城進取銷售可期達標

華南城(1668)因受惠新項目收入貢獻，截至3月底止全年錄得核心盈利升32%。期內收入按年增加42%至22.34億港元(2010年度3月底止收入為15.7億港元)。收入與盈利增長主要受惠於以下各項：1)銷售河源華南城的住宅物業產生約4.74億港元的收益(2010年度3月底止：未有收入)；2)深圳華南城的辦公大樓落成，帶來2.13億港元的租金收入(2010年度3月底止收入為1,100萬港元)；3)深圳華南城二期交易廣場及二號交易廣場於2009年下半年投入使用，帶來更多租金收入。

深圳華南城交易中心商舖銷售向來是公司的主要收入來源，期內收入下跌3.5%至13.58億港元。儘管平均銷售價格增加11.7%至每平方米16,750港元，仍不足以抵銷銷售面積的跌幅。銷售面積下跌12.6%至85,600平方米。然而，管理層強調有關數字已超過其原來所定70,000平方米的目標銷售面積。

產品組合改變 毛利率微跌

毛利率輕微下滑，主要由於產品組合改變。毛利率由FY03/10的62.6%下滑至59.7%，主要由於公司的產品組合計入住宅及辦公大樓的銷售收入。交易中心商舖銷售的毛利率達約70%，較住宅及辦公大樓銷售的50%毛利率高。

佔用率穩步上揚，資本負債率維持低水平。深圳華南城一期的佔用率從2010年度3月底的82%穩步上升至2011年度3月底止的86%。期內，二期的佔用率從25%增加至36%。一期及二期的平均有效每月租金率分別為每平方米32港元及每平方米34港元。另一方面，淨資本負債比率從2010年度3月底止的5.6%升至2011年度3月底止的15%，仍是同業中資本負債比率最低的發展商之一。

投資亮點：依賴新項目達至進取的銷售目標。在完工量大增加的支持下，公司旨在於2012年度3月底止達到70-90億港元的銷售目標，而2011年度3月底止的銷售則為20億港元。除深圳華南城及河源華南城外，南寧、南昌及西安的項目亦會於不久將來開始貢獻收入。投資者應注意，所有新項目預計最快將於9月及10月預售。此外，公司計劃降低深圳華南城貿易中心的銷售面積，藉以增加持有作投資物業的比例。因此，預計大部分銷售增長僅可於2012年度3月底止下半年實現。

高盛華華

而目前公司正在加強醫院的銷售，以及和華潤集團下屬的華潤萬家的合作，嘗試在商超開設阿膠專櫃；同時公司將逐步嘗試電子商務、會員制等其他銷售渠道，加速各類產品的銷售；公司計劃到2015年OTC、保健品、處方藥的銷售比例實現5:3:2，這意味着阿膠系列外的其他產品將實現高速的增長。

估值：由於今年阿膠塊產能受限，將減少5%左右，我們同步下調阿膠塊銷量5%，2011-13年每股收益分別下調3%到1.47/1.79/1.95元；由於盈利和估值倍數的下調(從2.25倍下調至2.06倍)，我們基於EV/GCIvs.CROCI/WACC的12個月目標價格也從55.4元下調至51.4元，對應2011年預期市盈率35倍，有28%的潛在上漲空間。

主要風險：銷售渠道整合慢於預期。