

■ 大市透視 ■ 第一上海首席策略師 葉尚志

## 港股整固形態未失

8月26日。在美聯儲主席伯南克發言前夕，港股在周五出現回壓走勢，市場普遍採取了相對謹慎觀望的態度。然而，港股的成交量未見增加，沽售壓力亦未有加劇。因此，我們維持對於港股後市的判斷，階段性底部已出現，短期反彈趨勢仍有延續的機會。但是，盤面的弱勢未能完全的扭轉，我們估計在這一波預期的反彈行情裡面，介入一些優質指數股的把握，會來得相對比較大。

### 內險股拖低大市

恆生指數在周五出現震動回軟的行情，但是拋壓未見加劇，內地保險股繼續是拖低大盤的元兇。在中國人壽(2628)持續殺跌尋底的影響下，對於市場人氣會構成負面影響。恆生指數收盤報19,583點，下跌170點，主板成交量進一步縮減到至587億多元，這是一個月以來的最少日成交量。

目前，恆生指數的短期整固形態未失，但是要確認升穿10日均線19,834點後，短期反彈升勢才可望擴大展現。值得注意的是，內地A股有進一步走強的勢頭。上證綜合指數經過了四周的放量上衝之後，在周五仍能保持相對的強勢。雖然上證綜合指數在周五微跌了3點或0.12%，但是總算能夠連續兩個交易日站穩在20日均線的上方，是7月尾以來的首次，屬於利多的短期信號。

盤面上，剛出完了中報的內銀股，在周五成為了市場的焦點。中期盈利突破了1,000億元人民幣的工行(1398)，股價在周五曾一度上漲了5%，雖然在收盤時漲幅收窄至1.44%，但是成交金額激增至32.9億元，資金似乎有趁低介入的跡象。目前，倘若以股價而言，建行(0939)、工行、交行(3328)以及中行(3988)，H股股價在經過港元跟人民幣匯率兌換計算後，都已低於A股股價。形勢上，對於內銀股H股來說，該可以帶來穩定作用。

■ 證券分析 ■

國浩資本

## 百麗估值並不昂貴

百麗(1880)公佈2011年上半年營業額按年上升24.6%至139億元人民幣。由於毛利率從2010年上半年的55.6%上升至2011年上半年的57.0%，純利按年增長29.0%至20.07億元人民幣，與本行預期一致。公司建議派發中期股息每股7分人民幣，股息派發比率為29.4%。

鞋類分部營業額按年增長30.1%至87億元人民幣，主要因為同店銷售增長21%，而零售網路擴張速度亦較預期快。儘管毛利率保持穩定，經營費用上的規模經濟推動經營利潤率從2010年上半年的23.9%上升至25.1%。2011年上半年，公司在中國大陸新增841家鞋類門店，擴張速度快於管理層的指引。新店主要是收購品牌，位於公司已經覆蓋的百貨店內。

本行維持2011年至2013年每股盈利分別為0.524元人民幣、0.643元人民幣及0.779元人民幣的預測不變，3年每股盈利年複合增長率為24%。百麗現價相當於23.2倍2011年市盈率及19.3倍2012年市盈率，本行認為估值並不昂貴。重申買入評級，目標價不變，仍為18.70元，基於24倍2012年市盈率。(摘錄)

■ AH股差價表 ■ 8月26日收市價 人民幣兌換率0.81918

名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
洛陽玻璃	1108(000878)	2.17	10.13	82.46
儀征化纖股份	1033(000871)	2.16	8.77	79.83
東北電氣	0042(000585)	1.08	4.11	78.48
昆明機床	0300(000806)	2.54	9.61	78.35
南京無線電子	0553(000775)	1.89	6.87	77.47
北人印刷	0187(000860)	2.19	7.24	75.23
山東新華製藥	0719(000756)	2.17	7.13	75.08
海信科龍	0921(000921)	1.89	5.87	73.63
天津創業環保	1065(000874)	2.06	6.25	73.01
上海石油化工	0338(000688)	2.84	7.72	69.87
金風科技	2208(002202)	4.55	12.19	69.43
重慶鋼鐵股份	1053(001005)	1.39	3.68	69.07
經緯紡織	0350(000666)	4.97	12.99	68.67
廣船國際	0317(000685)	7.14	18.64	68.63
華電國際電力	1071(000027)	1.23	3.06	67.08
廣州藥業股份	0874(000332)	6.38	15.31	65.87
北京北辰實業	0588(001588)	1.67	3.26	58.05
中海集運	2868(001896)	1.75	3.22	55.49
中國鋁業	2600(001600)	5.26	9.37	54.03
金隅股份	2009(001992)	7.47	13.21	53.69
上海電氣	2727(001727)	3.49	6.07	52.91
農鳴紙業	1812(000488)	3.78	6.51	52.45
中國遠洋	1919(001919)	4.14	7.13	52.45
江西銅業股份	0358(000362)	19.88	33.33	51.15
比亞迪股份	1211(002594)	15.98	26.08	49.82
紫金礦業	2899(001899)	3.47	5.49	48.24
中國東方航空	0670(000115)	3.60	5.67	48.00
兗州煤業股份	1171(000188)	19.78	30.85	47.49
中國南方航空	1055(000029)	5.29	8.10	46.52
四川成渝高速	0107(001107)	3.23	4.89	45.91
中國中冶	1618(001618)	2.13	3.22	45.83
中國中鐵	0390(001390)	2.21	3.23	43.97
中海油田服務	2883(001808)	10.90	14.97	40.37
中國國航	0753(001111)	7.41	9.54	36.39
華能國際電力	0902(000011)	3.55	4.57	36.38
廣深鐵路	0525(001333)	2.74	3.52	36.25
中海發展股份	1138(000028)	5.74	7.36	36.13
深圳高速公路	0548(000548)	3.40	4.29	35.10
中國鐵建	1186(001186)	3.87	4.79	33.83
滙豐動力	2338(000338)	33.80	41.42	33.17
中國南車	1769(001769)	4.48	5.26	30.25
馬鞍山鋼鐵	0323(000808)	2.68	3.10	29.20
中信銀行	0998(001998)	4.07	4.63	28.01
中國石油股份	0857(001857)	9.17	10.04	25.20
中國石油化工	0386(000028)	7.02	7.34	21.68
安徽皖通公路	0995(000012)	4.62	4.83	21.67
中煤能源	1898(001898)	10.00	10.08	18.76
中國銀行	3988(001988)	3.02	3.00	17.56
鞍鋼股份	0347(000898)	5.88	5.73	15.96
上海醫藥	2607(001607)	16.32	15.72	14.98
中國通訊	0763(000063)	19.88	18.93	14.00
東方電氣	1072(000875)	25.60	24.36	13.94
民生銀行	1988(000016)	6.66	6.09	10.44
中聯重科	1157(000157)	12.02	10.80	8.85
交通銀行	3328(001328)	5.61	4.84	5.08
建設銀行	0939(001939)	5.29	4.56	4.99
中國人壽	2628(001628)	19.18	16.24	3.28
工商銀行	1398(001398)	4.92	4.16	3.14
青島啤酒	0168(000600)	43.75	36.20	1.03
江蘇寧滬高速	0177(000377)	6.77	5.54	-0.08
中國神華	1088(001088)	33.85	26.84	-3.28
招商銀行	3969(000036)	15.62	12.12	-5.54
安徽海螺	0914(000585)	29.75	22.54	-8.09
中國太保	2601(001601)	28.15	21.01	-9.73
農業銀行	1288(001288)	3.75	2.62	-17.22
中國平安	2318(001318)	60.50	42.01	-17.94
大唐發電	0991(001991)	2.07	*	

■ 證券推介 ■

## 潤電成功應對行業周期

儘管華潤電力(0836)公告上半年盈利僅增長了1%，並且由於成本上升，火電和煤炭開採業務的利潤率均有所下滑，但我們認為公司提高淨資產收益率的戰略執行良好。我們看到，未來幾個月內將有幾項利好因素，包括完成技術改造的呂梁煤礦產量提高(預計下半年煤炭產量將環比增長35%)。

我們預計，2011-13年間，煤炭業務在公司總利潤中的貢獻比例將達到46-53%。通過減少對傳統業務的投資，增加對回報率較高的煤炭業務及超臨界發電機組(還有高利用率風電場)的投

資，公司能夠將負債率控制在合理水平，同時提高淨資產收益率。目前，股價對應11.3倍2011年市盈率和1.28倍市淨率(低於歷史平均水平)，我們認為，估值具有吸引力。我們將2011和2012年每股收益預測下調了12-13%，並將目標價下調至15.70港元。華潤電力仍是我們在獨立發電板塊中的首選股票，因為公司在上升和下降周期中都能夠成功應對。

呂梁煤礦將於9月11日完成技術改造並恢復生產，之前，華潤聯盛旗下的過渡煤礦將被關閉；管理層表示，全年煤炭產量指導區間為1,800-1,900萬噸，也就

是說，下半年煤炭產量將環比增長35%；上半年，華潤聯盛的平均生產成本下降了18%。我們認為，煤炭業務整體利潤率能夠保持在上半年的水平。

### 風電業務具吸引力

風電業務具吸引力：預計2011年上半年末、2011年年末和2012年年末的權益裝機容量分別為877兆瓦、1.4吉瓦以上和2.1吉瓦以上；由於公司66%的風電裝機位於配電限制較小的廣東和山東地區，因此其風電業務利用率達1,090小時，利潤增速達177%。



評級面臨的主要風險：煤礦生產及獲得許可證時間晚於預期；沿海地區電廠的燃料成本上升。

估值：我們的目標價15.70港元對應1.6倍2011年市淨率(較歷史平均水平折讓10%)。我們的目標價是根據現金流折現法得出，其中假設加權平均資本成本為8%，永續增長率為零。

# 等伯老開腔 內銀硬淨

數碼 收發站

美股隔晚急回170點退守11,149報收，但周五亞太區股市表現冷靜，主要市場互有升跌，泰、韓、日、台等上升，而印度則跌1.84%、馬股跌1.36%及港股跌0.86%較為差勁，內地股市只回軟0.12%。港股低開後一度反彈直逼二萬關，惟升至19,920後再遇大盤力沽匯豐(0005)、中移動(0941)、內險及長和而掉頭回落，下午市跌幅擴大低見19,550，收報19,582，全日跌169點，成交額則減至587億元，為一個月來低位，反映大市退至19,500/19,600惜售及有承接，靜候伯老開腔。■司馬敬

■ 紅籌國企/高輪 ■

張怡

## 深控防守強可追落後

港股昨掉頭回落，仍未能擺脫日升日跌的行情，而觀市中資股則以個別發展為主。中資個股方面，中信國際電訊(1883)以近全日高位的1.7元報收，升0.17元，升幅達11.11%，成交1,150萬股。中信國際電訊較早前公布截至今年6月底止未經審核中期業績，應佔溢利2.34億元，按年升29.8%，每股基本盈利9.8仙，派中期息每股2.4仙。中信國際電訊現價市盈率9.5倍，估值在同業中不算貴，加上息率高達5.59倍，論防守性也強，在股價走勢轉好下，料後市反彈空間仍在。

深圳控股(0604)也為昨日逆市向好的中資股，該股昨收1.96元，升0.09元，升幅4.81%，成交逾倍增至460萬股。集團剛公布截至今年6月底止中期業績，錄得純利9.91億元，升13.4%，每股基本盈利28.03仙，派中期息7仙，與去年同期相同。期內，營業額微漲0.4%至36.34億元，毛利15.85億元，按年升5.53%。

據管理層表示，集團今年平均銷售價為7,000元，預料市場下半年平均售價會出現下跌，但截至7月份止，已達成全年目標的64%，因此預計有力達到全年銷售目標的47億元，而下半年會有19億元可以入帳。此外，集團今年投資儲備為30億元人民幣，主要會發展深圳、珠三角、長三角、中部及西南地區，未來兩年銷售

■ 滬深股評 ■

東方證券

## 北京君正期待新產品上市

北京君正(300223.SZ)便攜教育電子CPU芯片銷售額較去年同期下降了33%，但便攜消費電子CPU芯片銷售額較去年同期增長了3.6%。毛利率方面，依然維持原有水平，消費電子CPU芯片毛利率為55%，教育電子CPU芯片毛利率為60%，而其他類(主要是提供配套的軟件方案服務等)的毛利率為98%，由此公司上半年的綜合毛利率為59%，略高於我們的預期。公司銷售費用同比下降28.47%，主要是報告期內受一些細分行業市場低迷的影響，用於產品銷售的服務費用支出減少所致；而管理費用比去年同期增幅28.25%，主要是報告期公司研發支出增加所致。

### 新芯片上市提升盈利

公司在半年報中提及：首款基於65納米工藝的芯片產品設計完成並成功封裝，已順利通過各項性能指標驗證，芯片主頻可達到1Ghz，基於該處理器的Android2.2的智能手機方案和Android3.2的平板電腦方案研發工作預計在下半年完成，為下半年公司在移動互聯網領域的市場開拓創造了條件。我們預計四季度將陸續有基於新芯片的產品上市銷售，而新芯片的毛利率有望在公司目前的綜合毛利率之上，預計屆時將能提升公司的綜合毛利率水平，並能幫助公司全年業績實現增長。

公司看點較多。其一：目前公司尚未動用募集資金和超募資金，我們認為超募資金可用於

目標為100億元，而未來五年則為250億元。

此股現價市盈率僅5.23倍，2011年預測更低至4.56倍，息率卻高逾7厘，估值在同業中明顯偏低，而派息率則具吸引，顯示其防守性甚強。趁股價仍落後跟進，博反彈目標為今年高位的2.96元，惟失守年低位的1.76元則止蝕。

### 工行績佳 購輪21222可取

工行(1398)有佳績支持，股價逆市向好，若繼續看好後市表現，可留意工行瑞信購輪(21222)。21222昨收0.072元，升0.006元，升幅為9.09%，成交2.44億股。此證於今年12月17日到期，換股價為4.993元，兌換率為0.1，現時溢價15.85%，引伸波幅39.25%，實際槓桿3.7倍。21222勝在交投較暢旺，數據又屬合理，故為可取的捧場之選。

### 投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股仍波動，中資股續以個別發展為主。

### 深圳控股：

可達全年銷售目標，估值及息率均具吸引，都有利股價表現。

目標價：2.96元 止蝕位：1.76元

東方證券

■ H股透視 ■

交銀國際

# 農行多重因素驅動高增長

6月末農業銀行(1288)總資產/貸款/存款分別較年初增長10.9%/8.6%/9.2%，上半年農業銀行(1288)重點加強同業資產配置力度。6月末存貸比為55.47%，較年初略降0.3個百分點，遠低於同業。上半年實現歸屬母公司所有者淨利潤666.67億元，同比增長45.4%，每股收益0.21元。盈利增長的主要驅動因素為規模增長、息差擴大、淨手續費收入以及成本節約。

### 息差下半年具上升空間

上半年淨利差和淨息差分別為2.70%和2.79%，同比2010H1分別上升30和32個基點，環比2010H2分別上升11和13個基點，息差回升力度優於同業。2季度息差環比持平。活期存款佔比57.4%，僅較年初下降0.3個百分點，較1季末提高0.94個百分點。相比同業，農行的三農金融業務對息差提升形成較大貢獻。我們預計農行下半年息差仍有回升空間，目前公司存貸比較低，有上升的空間；三農金融佔比提升亦有利於提升息差；貸款結構也有改善空間。

6月末，不良貸款餘額900億元，較1季度末下降1.8%；不良貸款率1.67%，較1季度末下降9個基點。與同業逾期貸款較年初有所增長不同，農行的逾期貸款較年初減少65.37億，降幅3.8%。農行資產質量仍有較大改善空間。年化信用成本為1.07%，同比提高17個基點。6月末撥備覆蓋率為217.6%，較1季末上升20.14個百分點；組合撥備佔比達到72.8%，較年初上升7.4個百分點；撥貸比為3.64%，較1季末提高17個基點。融資平台貸款全覆蓋+基本覆蓋合計佔比90%。三農金融業務的資產質量仍快速改善。

### 個貸佔率升 利潤貢獻增

三農金融佔比提升。個貸佔比為24.5%，較年初提高1.4個百分點，較1季末提高0.8個百分點。除個人消費貸款外，個人住房、個人經營貸款和卡透支額均保持快速增長。上半年手續費及佣金淨收入同比增長65.4%，顧問和諮詢費貢獻了31.5個百分點，結算與清算手續費貢獻11個百分點。三農金融資產、存貸款增速高於全行，利潤貢獻提升。

維持長線買入評級。公司存貸比較低，重組債券的下降以及三農業務佔比提升有利於全行息差回升；手續費收入增長驅動因素多樣化；資產質量仍有改善空間。我們下調成本收入比預測，上調淨手續費收入增速，上調11-13年盈利幅度為4.8%/5.4%/6.4%，預計11-13年盈利分別增長36.9%/20.4%/16.0%。儘管盈利上調，但市場估值水平下降，維持目標價4.68港元。目前11年PE和PB分別為7.85和1.64倍，維持長線買入評級。

### 農業銀行估值表(貨幣:人民幣)

(億元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主營收入	2,223	2,904	3,717	4,328	4,988
營業利潤	737	1,194	1,669	2,012	2,336
淨利潤	650	949	1,299	1,564	1,815
同比增長	26.3%	46.0%	36.9%	20.4%	16.0%
每股收益(元)	0.25	0.29	0.40	0.48	0.56
同比增長	26.3%	16.9%	36.9%	20.4%	16.0%
PE	12.56	10.75	7.85	6.52	5.62
PB	2.38	1.88	1.64	1.39	1.19
每股派息	0.08	0.10	0.14	0.17	0.20
股息率	0.00%	4.86%	4.46%	5.37%	6.23%

資料來源：交銀國際