

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

港股跌幅較預期要少

3月30日。港股在季結日出現分化走勢發展，但是未能扭轉短期下跌調整的局面。大藍籌股新鴻基地產(0016)復牌交易後，股價下滑急挫超過一成，但是對於大盤盤面未有構成即時的破壞打擊，港股在周五的跌幅確實是較預期中要少。然而，新鴻基地產的案件，以及在近來陸續出現的民企風波，對於市場氣氛和投資者信心會帶來比較深遠的負面影響，要在短期內扭轉過來有很大的難度。因此，我們相信港股依然處於消耗性下壓的階段，短期市況仍將繼續處於易跌難升之局。如果歐美股市在季結後展現出明顯回整勢頭，估計對港股會構成新一輪壓力。

憧憬內地進一步推放鬆措施

恒生指數在周五出現低開後修復的行情，在盤中曾一度低見20,374點，跌穿了前期低點20,522點。但是，國企指數未有跟隨同步創新低，市況趨向分化發展。市場憧憬內地在清明節期間，將會推出新一輪的放鬆措施，上證綜合指數在長假前夕終止了三連跌的行情，小幅反彈了0.47%至2,262點收盤。而在香港交易的內銀股，亦趁機出現超跌後的反彈修正，給港股本盤帶來維穩的作用。恒生指數收盤報20,556點，下跌54點，主板成交量增加至736億多元。技術上，恒生指數的反彈阻力仍見於21,063點，在未能升穿此阻力位之前，相信仍將以朝着20,000點關口來調整。

指標股受壓 提防弱勢加劇

盤面上，新鴻基地產復牌後的表現，是市場的最大焦點。在周五，新鴻基地產股價急滑了13.14%至96.5元來收盤，成交金額激增至接近117億元，沽壓異常沉重，估計後市仍有再跌的機會。而其他的香港地產股亦備受拖累，長實(0001)跌了3%，恒基地產(0012)跌了2.5%，新世界發展(0017)跌了2.41%，信和置業(0083)跌了3.58%。由於新鴻基地產的案件，令到香港地產股正在面對較大的不確定性，我們不建議在現階段來進行抄底低吸的部署。另外，幾個在近來支撐大盤的信心指標股，包括有匯豐(0005)、和黃(0013)以及騰訊(0700)等等，都出現了掉頭向下的走勢，要提防大盤盤面的弱勢有進一步加劇的可能。

證券分析 時富資料研究

和黃3G業務可成催化劑

和記黃埔（0013）周四公布去年業績，在分拆和記港口信託上市等帶來超過300億元的一次性收益的推動下，公司全年股東應佔溢利按年急升178%至560.19億元，符合市場預期。若撇除重估物業和出售投資所得溢利及其他，其核心盈利仍升36%至225.6億元，每股經常性盈利5.29元，派末期息1.53元，全年股息率約3%。

有力挑戰近月高位82元

期內，公司的赫斯基能源及長江基建等業務溢利均錄得了理想的增長。而旗下3集團的EBIT卻因3英國及3意大利的一次性收益減少而減少近五成，但撇除一次性收益的影響，增幅還是可人的。公司的3G業務已連續第二年再錄得正面貢獻，顯示其3G業務表現正日益改善，料此業務今年將成和黃股價的催化劑。和黃現價反映的2011年市盈率約14.9倍，估值合理，料在業績利好因素刺激下，股價短期內或能挑戰近月高位82元水平，建議投資者可繼續持有，而未持貨者可待股價回調後才逢低吸納。

AH股差價表 3月30日收市價 *停牌

人民幣兌換率0.8115(16:00pm)

名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折價(%)
洛陽玻璃	1108(600876)	1.67	5.97	77.30
儀征化纖股份	1033(600871)	1.92	6.60	76.39
南京熊貓電子	0553(600775)	1.72	5.90	76.34
北人印刷	0187(600860)	1.60	4.72	72.49
昆明機床	0300(600806)	2.32	6.66	71.73
山東新華製藥	0719(000756)	1.88	5.26	70.99
天津創業環保	1065(600874)	2.05	5.31	68.67
山東墨龍	0568(002490)	5.02	12.42	67.20
海信科龍	0921(000921)	1.72	3.92	64.39
經緯紡織	0350(000666)	4.33	9.47	62.89
廣船國際	0317(600685)	7.30	15.08	60.72
上海石油化工	0338(600688)	2.81	5.80	60.68
北京北信實業	0588(601588)	1.44	2.77	57.81
廣州商業股份	0874(600332)	7.02	13.16	56.71
大唐發電	0991(601991)	2.74	5.03	55.79
金風科技	2208(002202)	4.21	7.44	54.08
中國鋁業	2800(601800)	3.74	6.57	53.80
華電國際電力	1071(600027)	1.85	3.02	50.29
中海油田服務	2883(601808)	11.14	16.67	45.77
中國中冶	1618(601618)	1.74	2.55	44.63
中國東方航空	0670(600115)	2.55	3.58	42.20
上海電氣	2727(601727)	3.95	5.31	39.63
江西銅業股份	0358(600362)	17.86	23.91	39.38
紫金礦業	2899(601899)	3.08	4.11	39.19
兗州煤業股份	1171(600188)	16.84	22.21	38.47
比亞迪股份	1211(002594)	21.70	28.30	37.77
晨鳴紙業	1812(000488)	3.66	4.77	37.73
四川成渝高速	0107(601107)	2.81	3.62	37.01
深圳高速公路	0548(600548)	3.20	3.90	33.41
中國南方航空	1055(600029)	3.71	4.51	33.24
金隅股份	2009(601992)	6.53	7.90	32.92
華能國際電力	0902(600011)	4.22	5.10	32.85
廣深鐵路	0525(601333)	3.02	3.53	30.57
東方電氣	1072(600875)	18.82	21.65	29.46
中海發展股份	1138(600026)	5.38	5.92	26.25
中國航航	0753(601111)	5.38	5.88	25.75
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.26	2.45	25.14
中海集運	2866(601866)	2.68	2.83	23.15
安徽皖通公路	0995(600012)	4.28	4.48	22.47
中煤能源	1898(601898)	8.71	9.09	22.24
中國遠洋	1919(601919)	4.91	4.95	19.50
中國中鐵	0390(601390)	2.49	2.45	17.52
中國銀行	3988(601988)	3.13	2.98	14.76
中信銀行	0998(601998)	4.67	4.26	11.04
新華保險	1336(601336)	31.65	28.71	10.54
上海醫藥	2607(601607)	12.44	11.14	9.38
民生銀行	1988(600016)	7.03	6.27	9.01
中國石油股份	0857(601857)	10.98	9.69	8.04
工商銀行	1398(601398)	5.01	4.33	6.10
鞍鋼股份	0347(000898)	4.99	4.28	5.39
中國石化	0386(600028)	8.46	7.19	4.51
中國南車	1766(601766)	5.30	4.44	3.13
中聯重科	1157(000157)	10.34	8.66	3.10
滙豐動力	2338(000338)	36.25	30.16	2.46
中國鐵建	1186(601186)	4.83	3.96	1.02
中國人壽	2628(601628)	20.15	16.35	-0.01
建設銀行	0939(601939)	6.00	4.83	-0.81
農業銀行	1288(601288)	3.33	2.68	-0.83
交通銀行	3328(601328)	5.87	4.71	-1.14
中國太保	2601(601601)	24.05	19.29	-1.18
中興通訊	0763(000063)	20.90	16.43	-3.23
中國神華	1088(601088)	32.75	25.61	-3.78
江蘇寧滬高速	0177(600377)	7.51	5.86	-4
青島啤酒H	0168(600600)	41.95	32.57	-4.52
招商銀行	3968(600036)	15.88	11.90	-8.29
中信証券	6030(600030)	15.60	11.59	-9.23
中國交通建設	1800(601800)	7.79	5.57	-13.50
安徽海螺	0914(600585)	24.60	15.78	-26.51
中國平安	2318(601318)	58.70	36.58	-30.23
東北電氣	0042(000585)	0.75	*	-
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	*	*	-

證券推介

中聯重科拓主業具吸引

中聯重科(1157)是中國工程機械行業的優勢領導企業之一，按營業額計11年已位居全球第八，中國第二。2001年-2011年十年期間，公司營業額、淨利潤複合增長率高達61.3%、54.3%，遠高於同期行業增速。公司主營業務集中於混凝土機械和起重機械兩大板塊，目前的市場佔有率均位居行業前兩名。

出售環衛機械具前瞻性

公司12年3月宣佈出售居市場領導地位、快速增長的環衛機械業務，市場對出售價格及可能存在的關聯交易存有疑慮。我們認為，在環衛機械行業處於高峰期時出售並將套現所得用於主業，不失為一種前瞻性的戰略選擇。潛在的交易對於公司未來發展整體影響有限。

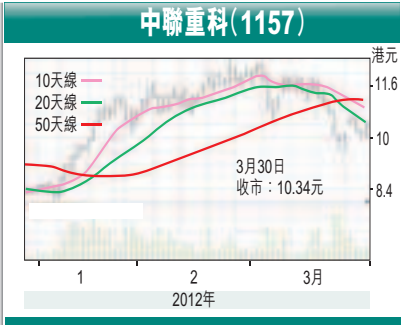
融資租賃業務為「雙刃劍」

07年-11年期間中聯重科公司融資租

賃業務發展迅猛，遠高於營收增長。公司過往期間融資租賃業務風險控制良好，未出現實際損失。未來公司融資租賃業務的發展將受政策及資金因素影響。11年底融資租賃應收賬款餘額已達198億元人民幣，因此能否控制信貸風險將成為關鍵因素。

目前估值吸引，首次給予「買入」投資建議。雖然工程機械行業在12年增長將較以往放緩，但保障房、水利及國際市場均可為公司帶來發展機

海通國際



遇，我們預計公司12、13年淨利潤分別增長16.4%、21.3%。以市盈率、市淨率角度以及相對於未來業績增長潛力，公司目前的估值有較高吸引力。我們首次給予「買入」投資建議，12個月目標價12.80港元，相當於12年預測市盈率8.5倍。

新地大撼大似官鯉戰

4月期指全日高低位為20,538/20,360，收報20,500，跌42點，成交6.91萬張，較恒指低水56點，反映大市仍處弱勢。

大市主角新地甫開市即狂跌15%低見94元，跌17.1元，但全日走勢卻自94元低位反彈，早段曾回升上99.25元，其後在96/97元上落，收報96.5元，跌14.6元或13%，成交達120.5億，仿似98年金融危機官鱷大戰情景，足證今次郭氏兄弟被廉署拘捕事件在基金界的震撼程度。值得一提的是，昨日「開價」94元並在此價位有880萬股自動對盤成交，相當於8.272億元，反映在新地出事後，有基金不惜大割價拋售，但同時有實力大戶願意趁大跌收集，郭老太或郭氏兄弟會否增持，值得留意。

講開又講，新地聯席主席郭炳江、郭炳聯遭廉署以《防止賄賂條例》拘捕並獲保釋後，昨日董事會通過郭氏兄弟續以聯席主席及董事總經理主持公司業務運作，而公司股份在周四停牌後迅即在昨天獲復牌，相對於這宗大事件，無論是廉署、證監會，都十分重視這家近三千億市值公司的正常買賣。

新地去年底每股資產淨值為119.44元，以昨日低開94元計，折讓21%，這也理解新地股價自低位回升。至於其他一線地產股也受拖累急跌，跌幅2-3.5%，但以即市表現，則以新世界(0017)自8.99元反彈上9.33元報收，與及恒地(0012)由41.05元回升上42.85元的承接力較強。

張怡

中海發展追落後潛力佳

內地股市昨日依然未見太大起色，而港股也持續走疲，不過觀乎A+H成份股依然不乏有表現的個股，就以山東墨龍為例，其A股(002490.SZ)漲1成至停板，而H股(0568)則升近4%。中資板塊方面，航運股的整體表現較佳，當中龍頭股的中國遠洋(1919)便漲逾8%報收。中國遠洋剛公布的去年全年業績顯示，收入跌12.3%至846.4億元(人民幣，下同)，顯著虧損105億元，每股虧損1.0273元，不派末期息。上年同期則賺67.9億元，派息9分。受業績欠佳影響，多家大行隨即加入唱淡行列，但該股仍能逆市走高，反映市場對相關的利淡因素已漸消化。

中海發展(1138)日前公布2011年度業績，錄得營業額121.57億元(人民幣，下同)，按年上升7.7%；純利則倒退39%至10.47億元，每股盈利30.76分。末期息10分，上年同期則派17分。值得留意的是，集團主營業務成本106.37億元，上升19.1%。雖然中海發展業績出現倒退，也減派股息，但業績相比不少同業已勝一籌，在中遠洋走高下，該股仍不妨考慮追落後。

另一方面，集團剛獲母企借款20億元人民幣，為期三年，對公司營運業務也十分正面。該股昨收5.38元，已收復10天及20天線，

滬深股評

天相投資顧問

同仁堂綜合毛利率持穩

2011年，同仁堂(600085.SS)實現營業收入61.1億元(人民幣，下同)，同比增長23.58%；營業利潤7.9億元，同比增長29.61%；歸屬母公司所有者淨利潤4.4億元，同比增長28.68%；基本每股收益0.34元。2011年度利潤分配預案為每10股派發現金紅利1.50元(含)。

收入增速保持較快水平，綜合毛利率、費用率保持穩定。公司實現營業收入61.1億元，同比增長23.58%；主導品種銷售繼續保持良好的增長勢頭，平均增幅在20%以上，二三線品種表現穩定，小品種增長迅速，有力地支撐了公司整體銷售規模的擴大。2011年雖然中藥材價格大幅波動，公司通過產品結構調整，使綜合毛利率維持在41%，同比僅下降0.45個百分點。公司期間費用率為25.74%，同比下降0.93個百分點。

公司以旗下23家零售藥店股權及下屬同仁堂藥店相關資產作為標的，對同仁堂商業投資發展有限責任公司(以下簡稱同仁堂商業)投資，本次關聯交易後，公司持有同仁堂商業51%以上股份。完成對同仁堂商業併表後，公司的收入會有相應增加，但對淨利潤的影響不大。其主要意義在於，加強了公司對終端銷售領域的掌控力度，為進一步拓展零售區

域、擴大銷售份額做好準備，同時有利於減少關聯交易。

擬發行可轉債擴張產能

為解決產能受限問題，公司於2011年11月15日發佈公告，擬發行可轉換為公司A股股票的可轉換公司債券，總額不超過人民幣12.05億元，主要用於大興生產基地建設項目。公司目前銷售規模穩定增長，產能略顯不足。本次募集資金主要用於大興生產基地建設項目，擴大公司生產丸劑、散劑及口服液等中藥劑型的產能，有助於公司進一步發展，進而實現公司業績的持續增長。生產基地建設時間較長，最快可能於2013年左右投產，關於擬生產的產品具體細節尚未敲定，暫時不好判斷項目對公司業績的具體貢獻值，我們將密切關注。

預計公司2012年-2013年的每股收益分別為0.42元、0.50元，按2012年3月26日收盤價格15.08元測算，對應動態市盈率分別為36倍、30倍，公司下游需求穩定，維持「增持」的投資評級。

風險提示：中藥材價格變動提高成本壓力的風險；營銷渠道擴展情況低於預期。

H股透視

交銀國際

中興通訊（0763）11年業績較我們預期低28.7%。（1）11年公司主營業務收入為862.6億元（人民幣，下同），同比增長23.4%，淨利潤為20.6億元，同比下降36.6%，較我們預期低28.7%，每股盈利（EPS）為0.61元，末期每股派息0.2元；（2）匯兌損失導致的其他費用大幅增長123.4%，淨增加9.3億元，財務費用大幅增長88.6%，淨增加6.5億元，是導致業績低於我們預期的主要原因。

終端產品毛利率大幅下降4個百分點至15.0%。（1）11年的綜合毛利率為28%，同比下降3個百分點，較11年前三季度下降5.9個百分點；（2）分產品看，終端產品毛利率大幅下降4個百分點至15.0%，是拖累毛利率下降的主要原因，運營商網絡毛利率小幅下降0.7個百分點至35.9%，電信軟件系統服務及其他產品毛利率下降2.1個百分點至26.6%；（3）分地區看，中國外的亞洲地區毛利率下降3.9個百分點至25.9%，歐美及大洋洲毛利率下降3個百分點至18.8%，非洲毛利率上升1.8個百分點至46.7%，中國區毛利率下降0.3個百分點至33.5%。

終端產品收入增速為52.6%。（1）內地市場實現收入394.96億元，同比增長22.7%，佔收比為45.8%，海外市場收入為467.6億元，同比增長24.0%，佔收比為54.2%；（2）歐美及大洋洲、中國外亞洲、中國、非洲的收入增速分別為42.2%、23.2%、22.7%、0.4%，歐美及大洋洲佔收比提高3.1個百分點至23.7%；（3）終端產品、電信軟件及其他、運營商網絡的收入增速分別為52.6%、24.5%、10.8%，終端產品佔收比提高6個百分點至31.3%。

低毛利率能否回升成關鍵

維持「中性」的投資評級。（1）低價策略進入跨國運營商的經營策略以及終端產品的激烈競爭導致的低毛利率能否回升成為制約盈利水平的關鍵，我們假設其毛利率於12年小幅回升0.5個百分點；（2）75%的負債率以及36.6億元的經營活動現金淨流出也對加強了費用控制的緊迫性；（3）下調12年盈利12.2%至EPS為0.91元，小幅上調目標價4.3%至21.8元，對應12年20倍市盈率（PE），維持「中性」的投資評級。

中興估值表(貨幣：人民幣)

	09年	10年	11年	12年E	13年E
營業收入（百萬元）	60,273	69,907	86,255	105,662	127,322
淨利潤（百萬元）	2,458	3,250	2,060	3,116	3,747
每股基本盈利(元)	0.71	0.95	0.61	0.91	1.09
每股核心盈利（元）	0.71	0.95	0.61	0.91	1.09
變動（%）	48.10%	32.2%	-36.6%	51.2%	20.2%
市盈率	23.55	17.21	27.60	18.58	15.45
每股派息（元）	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03
周息率（%）	0.18%	0.18%	0.12%	0.18%	0.18%
每股資產淨值（元）	4.89	7.26	7.64	8.52	9.58
市淨率	3.44	2.32	2.20	1.98	1.76

E=預測

資料來源：公司、交銀國際