

■ 大市透視 ■ 第一上海首席策略師 葉尚志

## 打破雙頂形態 利反彈勢頭延續

4月13日。港股在20,000點關口成功探底後，連漲了第二個交易日，短期反彈回升勢頭獲得了進一步的強化，我們估計大盤在4月份有回企至21,000點以上的機會，策略上可以繼續選股來跟進。目前，市場對於歐債問題憂慮未盡消散，焦點主要是放在西班牙方面。西班牙股市IBEX指數仍然未能擺脫尋底局面，其10年長債收益率亦回升至貼近6厘關口水平。但是，在歐元匯價表現依然穩定的形勢下，似乎西班牙的困局未有引發起歐元區的整體系統性風險。事實上，歐元兌美元橫行於1.3至1.35區間已有兩個多月，在歐元仍能守在1.3美元關口上方之前，相信歐元區的系統性風險依然受控。

### 高開高走 資金積極性提升

恒生指數在周五出現裂口跳升，呈現高開高走的態勢，資金介入的積極性是有所提升。市場人氣亦有繼續好轉的跡象，即末期指在收盤時連續第二日炒高水，空頭仍有回補的動作傾向。恒生指數收盤報20,701點，上升374點，主板成交量進一步增加至618億元，是一周來的最大日成交量。目前，恒生指數已升穿了20,500點阻力關口，打破了過去兩個月的雙頂形態，向上進一步反彈的空間打開了，我們相信大盤已確認進入了短期反彈回升走勢，20,300至20,500點是目前的初步支撐區間。

盤面上，中資金融股繼續充當領漲火車頭的角色。內地新增貸款額度超預期，加上最新公佈的第一季國內生產總值年增長率放慢至8.1%，市場憧憬內地政策有加快放鬆的機會。資金追捧中資金融股的跡象明顯，在周五的最大成交榜裡面，排在頭五名的分別是工商銀行(1398)、建設銀行(0939)、中國銀行(3988)、中國平安(2318)和農業銀行(1288)。另外，建議可以繼續重點關注強勢板塊如內房股、汽車股、水泥股、以及澳門博彩股，相信強勢股板塊在大盤反彈的市況中，將會有更突出的表現。

■ 證券分析 ■ 國浩資本

## 中煤估值偏低維持買入

中煤能源(1898)因下屬孔莊煤礦4月10日發生透水事故，周三暫停交易，並於周四復牌。孔莊煤礦目前為中煤能源控股62.43%的子公司上海能源所擁有。上海能源2011年的原煤產量為906萬噸，其中151萬噸為孔莊煤礦所貢獻。本行認為對利潤的影響取決於停產的時間以及安全成本的增加。不考慮存貨的影響，每停產一周對於中煤能源2012年預期的原煤產量和淨利潤的影響分別為0.14%和0.45%。預計停產將持續兩周至兩個月，因此對於純利的影響應在0.9%至3.8%。安全成本的增加將提升公司的單位成本。

管理層對於2012年單位成本的指引為漲幅不超過8%，發生事故後可能面臨上行的壓力。管理層在最新的公告裡面並未給出任何數量上的指引，本行暫時維持單位成本上漲幅度的假設。預計平均售價上漲9%，產量增長8%，單位成本增長8%，本行預計2012年淨利潤將達到112億元人民幣（每股盈利為人民幣0.84元），按年增長14%。由於中煤能源的估值水平遠低於歷史水平，且現貨煤價出現底部回升，故此本行維持買入評級，6個月目標價為11.4元，相當於2012年11倍的市盈率。

■ AH股差價表 ■ 4月13日收市價 \*停牌  
人民幣兌換率0.81165 (16:00pm)

名稱	H股(A股) 代號	H股價 (港元)	A股價 (人民幣)	H比A 折讓(%)
洛陽玻璃	1108(600876)	1.68	6.51	79.05
儀征化纖股份	1033(600871)	1.93	6.96	77.49
南京熊貓電子	0553(600775)	1.79	6.44	77.44
東北電氣	0042(000585)	0.75	2.68	77.29
昆明機床	0300(600806)	2.40	7.21	72.98
山東新華製藥	0719(600756)	1.92	5.74	72.85
天津創業環保	0195(600874)	2.02	5.58	70.62
金輝紡織	0350(000666)	6.40	19.71	68.17
山東龍騰	0569(002490)	6.00	14.77	67.03
海信科龍	0921(000921)	1.72	4.15	66.36
廣船國際	0317(600885)	6.80	15.56	64.53
上海石油化工	0338(600888)	2.79	5.98	62.13
北京北辰實業	0588(601588)	1.49	2.96	59.14
大唐發電	0991(601991)	2.68	4.99	56.41
廣州藥業股份	0874(600332)	6.89	12.77	56.21
中國鋁業	2600(601600)	3.79	6.87	55.22
金風科技	2208(002202)	4.30	7.73	54.85
華電國際電力	1071(600027)	1.77	3.03	52.59
中國東方航空	0670(600115)	2.44	3.79	47.75
中海油田服務	2883(601808)	11.62	17.17	45.07
中國冶	1618(601618)	1.76	2.60	45.06
紫金礦業	2899(601899)	3.05	4.32	42.70
比亞迪股份	1211(002594)	22.15	30.85	41.72
兗州煤業股份	1171(600188)	17.02	23.41	40.99
晨鳴紙業	1812(000488)	3.71	5.03	40.13
江西銅業股份	0358(600362)	18.74	25.16	39.55
中國南方航空	1055(600029)	3.58	4.71	38.31
上海電氣	2727(601727)	4.17	5.44	37.78
深圳高速公路	0548(600548)	3.21	4.02	35.19
四川成渝高速	0107(601107)	3.06	3.79	34.47
華能國際電力	0902(600011)	4.36	5.25	32.59
金隅股份	2009(600192)	7.20	8.61	32.13
中海發展股份	1138(600026)	5.27	6.16	30.56
中國船舶	0753(601111)	5.21	6.19	30.37
中國鐵道	2866(601866)	2.67	3.11	30.32
廣深鐵路	0525(601333)	2.99	3.48	30.26
東方電氣	1072(600875)	19.36	21.95	28.41
安徽皖通公路	0995(600012)	4.34	4.64	24.08
中國遠洋	1919(601919)	4.94	5.22	23.19
中煤能源	1898(601898)	8.72	9.18	22.90
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.43	2.52	21.73
上海醫藥	2607(601607)	11.50	11.37	17.91
新華保險	1336(601336)	32.45	31.16	15.47
中國銀行	3988(601988)	3.27	3.06	13.26
中信銀行	0998(601998)	4.85	4.37	9.92
中國石油股份	0857(601857)	11.06	9.81	8.49
中國石油化工	0386(600028)	8.31	7.27	7.22
中國中鐵	0390(601390)	2.96	2.56	6.15
中聯重科	1157(000157)	11.50	9.88	5.53
中國人壽	2628(601628)	20.50	17.40	4.37
滙豐動力	2338(000338)	37.70	31.96	4.26
民生銀行	1988(600016)	7.56	6.39	3.97
工商銀行	1398(601398)	5.21	4.36	3.01
中興通訊	0763(000063)	19.86	16.59	2.84
中國南車	1766(601766)	5.50	4.49	0.58
中國太保	2601(601601)	25.00	20.29	-0.01
鞍鋼股份	0347(000898)	5.46	4.41	-0.49
交通銀行	3328(601328)	5.93	4.74	-1.54
中國神華	1088(601088)	33.10	26.45	-1.57
江蘇寧滬高速	0177(600377)	7.59	6.03	-2.16
江蘇證券	0030(600030)	16.58	13.15	-2.34
建設銀行	0939(601939)	6.21	4.74	-6.34
青島啤酒H	0168(600800)	45.40	34.39	-7.15
農業銀行	1288(601288)	3.56	2.68	-7.82
中國交通建設	1800(601800)	7.68	5.69	-9.55
中國鐵建	1186(601186)	5.66	4.19	-9.64
招商銀行	3968(600036)	16.40	12.00	-10.93
安徽海螺	0914(600585)	26.65	17.37	-24.53
中國平安	2318(601318)	62.05	39.75	-26.70
北人印刷	0187(600860)	*	*	-
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	*	*	-

■ 證券推介 ■

## 利邦收購正面前景看好

利邦(0891)宣佈向永泰地產(0369)收購英國高級男裝品牌Gieves & Hawkes，首期付款3,250萬英鎊 (約4億港元)，透過內部資源及銀行信貸額支付。獲利能力或然付款將按19期在18年內支付不超過6,000萬英鎊(約7.4億港元)為上限。獲利能力付款為每年零售淨價超出基準淨價的3%以及批發淨價的9%。與2011年初收購虧損品牌Cerruti的作價類似，此次交易價格合理。利邦自上世紀80年代以來一直是Gieves & Hawkes的授權品牌運營商。收購完成後，利邦第三大收入來源的

Gieves & Hawkes將成為公司第三個自有品牌，使自有品牌總銷售貢獻增加至90%以上。

Gieves & Hawkes成立於1771年，品牌歷史悠久，擁有倫敦薩維爾街1號旗艦店，多年來受到皇室愛戴，為納爾遜勳爵、溫斯頓·丘吉爾和威爾士親王定製服裝，擁有14個零售點、定製業務以及予利邦在大中華地區的銷售授權。然而該品牌自2005年以來一直處於虧損狀態，2011年其於英國的業務虧損約400萬英鎊。收購完成後，利邦目標於2013年英國業績實現盈利，

透過整合倫敦和香港的設計、採購和供應鏈以提高協同，並且構建增長潛力可觀的大中華以外的全球批發和授權許可業務。

### 助進一步提升品牌價值

此次收購符合公司的矢志擁有品牌商標或以長期特許權經營悠久歷史的高級至奢華男裝品牌的長期策略，排除了續約隱患，收購後利邦可進一步提升品牌價值，並在現有已經建立的零售網絡的基礎上（截至2011財年利邦擁有105家Gieves & Hawkes門店），

將業務拓展至世界各地，而在大中華區的增長速度也將隨著整合的完成而進一步加速。

利邦現金充沛，此次收購將不會對資產負債表和現金流產生重大影響，截至2011財年年底，利邦持有淨現金港幣4.1億元，足以應付此次交易。考慮到由於收購及整合帶來的一次性開支，我們略微調低12財年的盈利預測2%，而對2013及14財年的貢獻將較明顯。

我們認為此次收購屬正面利好，將為公司在業務擴張以及品牌投資等方面帶來長期的增長潛力，並進一步加強利邦的市場據點和領先地位。維持目標價7.80港元。重申買入。

# 人民幣清算 中行志在全球

4月期指在周四淡倉大回補轉炒高水後，昨日大部分時間消化短線獲利貨，好友挾淡倉在尾市再度出現，高收20,714，續高水13點，反映好友再佔上風。

### 內地GDP放緩 「放水」更期待

備受關注的內地首季GDP揭盅，按年增長8.1%，差於預期的8.4%，但3月份按月增長逾1%，零售消費、固定資產投資均保持增長勢頭，經濟放緩但穩中有進，令市場深信人行短期內將再啟動降低存備率以配合新增貸款需求。內地股市曾回軟但尾市仍能溫和上升，對支撐港股強力反彈具鼓舞作用。

美股兩日內一口氣反彈270點叩13,000關，市場主要聚焦在美國經濟保持溫和增長之外，同時對最新的就業數據欠理想而憧憬聯儲局仍會適時推出QE3。

近日明顯轉強的中行(3988)、中銀香港(2388)，在擴展跨境人民幣業務有新攻勢，中國銀行總行執董、副行長王永利周三在港的推介會上，披露了多

個重要數據：去年中行境內外機構為不同行業的數千家工商客戶辦理跨境人民幣結算量超過1.7萬億元，其中內地機構佔7,800億元，市場份額超過30%，位居市場首位，而中銀香港等24家海外機構佔1萬億元。

中國銀行目前共為境外參加分行開立跨境人民幣清算賬戶600多戶，初步建立起覆蓋全球的清算網絡。中行已決心打造全球跨境人民幣業務首選銀行，為此，中銀香港作為香港唯一人民幣清算行，已計劃在今年6月起，將人民幣實時支付結算服務延長至晚上11時半，使歐洲及美國東部參加分行可以在其正常上班時間進行實時資金清算，提升客戶資金運用效率之餘，並推出參加分行資金託管安排，幫助解決參加分行與清算行之間交易對手風險問題。

中行透過中銀香港為全球客戶提供跨時區的人民幣賬戶清算服務，乃變相搶佔歐美時區的清算行業務，當結算量翻倍上升，屆時中行在倫敦、紐約獲准予清算行地位亦水到渠成。中行孖實食正人民幣業務迅猛發展的大潮，盈利前景高高一線，並以中銀香港最受惠。

■ 黃金業透視 ■

交銀國際

2011年黃金業上市公司業績繼續保持了較快增長的勢頭，其收入和淨利潤均有顯著增長。國際黃金價格的上漲和黃金產量的提升成為推動相關公司業績增長的主要動力。2011年紐約黃金均價達到1572.72美分/盎司，同比增長28.17%，為11年黃金公司的業績增長奠定了堅實的基礎。從盈利的增幅來看，處於成長期的黃金公司增幅尤為顯著，如中國黃金國際(2099)、中國貴金屬(1194)，其淨利潤在2011年都出現了跨越式的增長。而紫金礦業(2899)、靈寶黃金(3330)淨利潤增速相對偏低，均在20%以下。

### 招金中國黃金國際可領先

從2011年的業績表現來看，招金礦業(1818)、中國黃金國際等以礦業為主的黃金公司在盈利能力以及對金價的敏感性上都顯著領先於紫金礦業、靈寶黃金等冶煉型企業。招金礦業、中國黃金國際、中國貴金屬三家礦業型黃金公司2011年的淨利潤率分別為28.9%、25.5%和37.3%，但紫金礦業和靈寶黃金的淨利潤率僅為14.4%和5.4%。

與11年相比，12年黃金公司的產量增速將明顯放緩，除中國貴金屬黃金產量仍有20%以上的增幅外，其他公司黃金產量增速均低於15%。其中紫金礦業、靈寶黃金的礦產黃金產量增速預計都將低於5%。而招金礦業、中國黃金國際的增速與11年相比都有減緩。

當前黃金業上市公司估值出現一定分化，招金礦業、中國黃金國際等公司估值水平相對較高，其對應2012年的P/E在12倍以上，而以紫金為代表的其他黃金公司估值偏低，其對應2012年的市盈率(P/E)在8倍以下。我們認為當前黃金公司整體估值水平並未高估，我們繼續維持黃金業「領先」的投資評級，重點推薦招金礦業、中國黃金國際兩家公司。我們認為兩家公司雖然當前估值在黃金公司中處於較高水平，但其專注於黃金業開採領域，業績受金價上漲推動顯著。

### 黃金業估值指標

公司名稱	目標價	每股盈利 市場預測		市盈率		股息率
		12年E	13年E	12年E	13年E	12年E
	(港元)	(人幣)	(人幣)	(倍)	(倍)	(%)
招金礦業(1818)	21.0	0.77	0.90	12.2	10.0	2.2
中國黃金國際(2099)	40.1	0.27	0.32	16.4	13.9	0.5
紫金礦業(2899)	4.2	0.30	0.34	8.5	7.8	3.5
靈寶黃金(3330)	6.9	0.44	0.48	7.1	6.5	1.4
中國貴金屬(1194)	2.2	0.25	0.32	5.4	4.1	1.8

資料來源：公司資料、交銀國際

注：中國黃金國際每股盈利單位為美元，中國貴金屬每股盈利單位為港元，E=預測

### 落實配股消除不明朗因素

二線內銀股明顯成為資金追落後對象，交通銀行(3328)較早前已落實配股，市場不明朗因素已消除，加上較早前公布的去年全年業績符合預期，均有利後市進一步回升，故仍值得跟進。交銀於截至去年12月底止，錄純利為507.4億元(人民幣，下同)，按年增長30%。每股盈利82分。每股股息10分。期內利息收入增長34.5%至1,908.7億元，利息淨收入增20.7%至1,026億元。值得注意的是，集團淨利差及淨利息收益率分別為2.49%和2.59%，較上年分別提高10及13個基點。此外，資本充足率由12.36%升至12.44%，惟核心資本充足率由9.37%降至9.27%。

■ 滬深股評 ■

## 松芝業績有望較快增長

松芝股份(002454.SZ)2011年營收15.36億元(人民幣，下同)，同比增加18.03%；歸屬母公司股東淨利潤為2.32億元，同比增加1.27%，對應的每股盈利(EPS)為0.743。第四季度，公司營收增速為11.0%，歸屬母公司股東淨利潤同比增長4.3%，對應EPS為0.12元。

### 大中客空調業務穩健

2011年，公司客車空調營收增速達20.0%，遠超大中客行業3.2%的銷量增速；預計公司2011年大中客空調銷量約3.5萬台，同比增速約21%，市場份額從2010年26%提升至30%，龍頭地位極為穩固。但公司2011年客車空調毛利率下滑2.5個百分點至41.0%，全年毛利增速僅13.1%。

在校車需求空間方面，《校車安全管理條例》不再對不合格校車的過渡期做統一規定，且校車經費安排仍較為籠統，故2012年校車需求的釋放進程可能低於此前預期。對松芝而言，目前因宇通的校車份額較高，公司「終端模式」短期內難以獲得較多份額，但其標配需求仍將較為確定。我們認為，作為客

車空調龍頭，公司受益校車需求爆發毋庸置疑，但短期受益幅度仍有待驗證。

受自主品牌銷量下滑的影響，公司2011年乘用車空調營收僅4.39億元，同比增長約9.7%；同時，該業務2011年毛利率下滑3.4個百分點至15.93%，致毛利同比下滑9.5%。目前，公司客戶已從長安、東風、東南等拓展至上汽通用五菱、廣汽集團等，隨著配套份額的提高，未來仍有較大的增長空間。與此同時，公司計劃調整配套策略以提高乘用車空調的毛利率，預計未來該業務的盈利能力有望獲得改善。

### 在軌空調領域現零突破

2011年，公司已與上海地鐵、大連地鐵、廣州地鐵等簽訂了部分列車的空調大修合同，在軌交空調領域實現了零的突破。在我國鐵路管理體制的大變革的背景下，政企分開、公平競爭將是大勢所趨；隨著時間推移，公司在軌交空調領域積累的技術經驗以及客戶資源優勢也將逐漸顯現。公司現已與諸多地鐵公司洽談新列車直接配套業務，軌交空調業務的發展前景值得期待。