

紅籌國企 高輪

張怡

石藥(1093)



石藥大插水宜分段撈

內地A股及港股昨均現回吐壓力，上證綜合收報2,594點，跌1.53%，而創業板更挫近3%；恒指在3連升後，也回落430點或1.62%完場，報26,095點，主板成交縮減至669億多元。市況轉弱，中資股也紛紛借勢調整，尤其是藥業股沽壓較明顯，內地明年起監測全國抗腫瘤藥物臨床情況，加上早前落實「帶量採購」政策，都為板塊構成利空影響。

由內地醫保局主導的「帶量採購」，主要在北京、上海等11個城市試點，組織醫療機構集中採購藥品。大行高盛的報告指出，「4+7」城市藥品集中採購中，31個試點通用名藥品有25個集中採購擬中選；與2017年最低採購價相比，價格平均下調55%。該行認為，上述大幅降價雖然僅影響31種藥物，但亦標誌了內地仿製藥將開始面臨結構性變化。

高盛料上述新定價需待2個至3個季度才能完全應用於11個城市並開始為其他地區採用；此外，仿製藥回報下跌步伐將較預期快，該行料企業若要維持穩定的股本回報率，以管轄主導的傳統銷售模式很可能會被改變，銷售費用也會顯著下降。

雖然政策面不利藥業股，但不少藥業股已累積倍大跌幅，部分實力股不妨加以留意。被視為一線藥業股的石藥集團(1093)，於周四反彈2.66%後，股價昨隨大市回落急瀉，收報11.54元，挫1.58元或12.04%，已跌穿52周低位。值得一提的是，高盛雖對藥業板塊抱審慎態度，惟仍予石藥「買入」評級，目標價27.33元。

業績方面，石藥今年首3季純利27.34億元，按年增長33.8%，撇除匯兌影響則升27.1%。單第3季純利8.81億元，按年增長20.52%，較第2季則倒退6.63%。首3季收入升逾41.4%至158.49億元。當中成藥業務銷售收入增長51%至123.54億元，當中，創新藥產品收入升62.1%，普藥產品收入增長36.6%。

分拆新諾威回歸A股利好

至於首3季，集團旗下原料藥業務銷售收入升15.26%至約34.95億元，當中，受惠於去年的市場復甦，維生素C產品平均售價維持於較高水平，維生素C收入增長25.9%，但受到市場生產能力及供應增加的影響，市場價格於第3季度開始回落；另外，抗生素收入增加14.4%；但咖啡因及其它收入輕微下跌1.7%。

石藥首三季業績符預期，加上集團分拆新諾威在深圳證券交易所創業板首次公開發售，亦已獲發審會審核及通過，消息屬正面。趁股價尋底期部分分段吸納，上望目標為10天線的13.6元，惟失守10元關則止蝕。

騰訊受壓 看好吶購輪28316

騰訊控股(0700)連日回升後昨領跌大市，收報308.8元，跌3.08%。若繼續看好其後市表現，可留意騰訊海通購輪(28316)。28316昨收0.108元，其於明年2月13日最後買賣，行使價為330元，兌換率為0.01，現時溢價10.36%，引伸波幅35.9%，實際槓桿10.3倍。

板塊分析

耀才證券研究部分析員 黃澤航

淺談內地基建和樓市政策

本周，地產股和基建股表現強勢，曾帶領市場延續幾日反彈。其中，過去五個交易日，中國鐵建(1186)升8.78%、中國中車(1766)升8.62%、萬科企業(2202)升6.42%，華潤置地(1109)升6.15%，均顯著跑贏大市。

筆者認為，當前經濟和金融環境未見好轉甚至持續失速，地產和基建板塊的預熱反映，市場押注在中央經濟工作會議和改革開放40周年活動上，可能會出台更加積極的政策舉措，力挽狂瀾。

企業對未來預期趨謹慎

首先，從11月貨幣信貸數據來看供需。一方面，M1增速持續下滑，M2增速與上月持平，M1-M2「負剪刀差」持續擴大，反映企業對未來預期愈加謹慎，更傾向於將存款定期

化，而非補庫存或擴大資本開支。另一方面，新增人民幣貸款主要來自用於短期資金周轉的票據融資，而中長期貸款因需求疲軟仍維持低位。社會融資則同比繼續下滑，受非標資產新增融資繼續大幅下行和地方專項債發行量轉負拖累。

其次，11月經濟數據顯示，工業產值繼續下滑以及消費愈加疲軟。綜合來看，11月金融條件繼續收緊，經濟下行壓力不減，加之外部不確定性，財政和地產政策調整宜早不宜遲，以促進廣義信貸擴張，進而提振總需求。

內房政策存在不確定性

財政調整仍然靠「拉動基建」，雖受限於「隱性債務」的地方問責，難以大幅提速，但「補短板」仍有文章

重磅會議或釋積極信號

至於市場走勢，筆者認為，短期不悲觀，相信下周內地多個重磅會議將釋放更多積極的經濟信號。昨日，中央政治局會議提及穩增長和提振市場信心，已有積極暗示，央行行長易綱亦明確表示，內地經濟處於下行周期，需要相對寬鬆的貨幣條件，當市場出現外部衝擊時，會及時出手，穩定市場和公眾信心。

至於短期樂觀之後，仍需謹慎，中美息差現狀仍在為人民幣貶值製造壓力，寬鬆刺激亦會加劇資本外流，中美90天貿易暫緩協議的不確定性，以及盈利繼續觸底，相信將逐步引導情緒回到基本面。(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

港股三連升後再受壓

12月14日，港股大盤彈升了三日後又再掉頭回壓，恒指下跌430點回探至26,000關口水平。歐洲央行調低了明年歐元區經濟增長預測，內地經濟數據表現遜預期，相信是令到港股彈高後又再遇壓的原因。



正如我們指出，港股正處於宏觀面跟政策面的互動對決格局中，估計目前會以區間反覆的狀態來運行，恒指的主要上落範圍會在25,000點至27,000點之間。

收爐氣氛將越趨濃厚

恒指連續跳升三日後出現低開低走，在盤中曾一度下跌463點低見26,061，短期上攻氣勢受阻，加上聖

誕新年假期進一步迫近，大市成交量又再縮降至700億元以下，估計年底收爐氛圍將越趨濃厚。

恒指收盤報26,095點，下跌430點或1.61%；國指收盤報10,359點，下跌197點或1.87%。另外，港股主板成交金額又再縮降至669億元，而沽空金額有97.5億元，沽空比例14.57%。至於升跌股數比例是505:1098，日內漲幅超過10%的股票有23隻，而日內

跌幅超過10%的股票有17隻。

歐洲央行確認年底結束買債計劃，而現時手持債券到期後的回籠資金，仍將全數繼續投資一段時間，進入後量寬時代的收水過程，但未至於走到美聯儲目前的縮表階段。

內地及歐元區經濟放緩

另外，歐洲央行也調降了歐元區明年的經濟增長預測，由原先的1.8%下調至1.7%。內地也公佈了最新的11月份經濟數據，年內全國固定資產投資同比增長5.9%，較前期數字出現增速加快。但社會消費品零售總額按年增長8.1%，工業增加值按年增長5.4%，表現都是遜於預期和前期數字。

在全球經濟增速放緩的情況下，市場對政策面的憧憬預期殷切，而即將舉行的美聯儲議息會議和中央

經濟工作會議，將會是焦點所在。

暫難擺脫區間反覆運行

走勢上，恒指的10日、20日和50日線，繼續處於纏繞交錯的狀態，估計恒指仍將難以擺脫區間反覆的運行格局，現時主要上落範圍仍見於25,000至27,000點之間。而事實上，這種纏繞狀態持續越久，要突破的難度也將會越大，但在確認突破後往往會有趨勢性行情出現。

類似的情況曾於第二季時發生過，恒指的三條平均線組合纏繞了有五個月，而29,500至32,000是當時的區間反覆範圍，後來恒指在6月下旬跌破這個大型反覆區間範圍後，市場的平衡狀態被打破後，就引發了一波趨勢性下跌行情。(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

新股簡介

凱基證券

卓越教育收入及毛利率續升

根據弗若斯特沙利文報告，按2017年的招生總人次及收益計算，卓越教育(3978)分別是華南地區最大及全國第五大的K12課外教育服務提供商。公司提供多元化的K12課外教育服務及產品，當中包括小班輔導、個性化輔導、英才項目、全日制備考項目等，當中小班輔導及個性化輔導為最大的收入來源，分別佔整體收入的47%及40.9%。於今年6月底，公司的教育中心數量為213間，而招生總人次則為289,000名，而全職教師總人數2,750人。

根據招股文件顯示，鑒於優質教育的壓力不斷增大及為取得優異學習成績的高志向，更多家長在K12教育的早期階段已為子女選擇課外教育服務。K12課外教育乃對普通學校教育的補充。

根據弗若斯特沙利文報告，預期於2017至2022年間內地K12課外教育服務市場的市場規模同有10.6%的複合年增長，當中學校科目補習的複合年增長為9.2%，而語言輔導的複合年增長則為16.9%。若以華南地區計算，於2017至2022年間的K12課外教育服務市場的市場規模則有11.1%的複合年增長，當中學校科目補習為9.7%，而語言輔導則為17.5%。

K12課外教育需求增長勢頭勁

事實上，目前就授課形式而言，內地K12課外教育市場可分為三類：分別為一對一、小班及普通班，而目前規模最大的為普通班，但就增長而言，則以一對一的預期增長最高。

同時，內地非一線城市的課外教育服務市場亦呈現較大的發展潛力。根據弗若斯特沙利文報告，於2017年，內地非一線城市K12課外教育服務的平均滲透率為25.3%，而一線城市的平均滲透率則為62.9%。

鑒於家庭可支配收入增加以及在該等地區競爭優質教育資源的壓力增大，市場料非一線城市對K12課外教育服務的需求將呈現強勁的增長勢頭。

業績方面，公司的收入及毛利率亦持續提升，同時經營活動現金流亦持續為正流入，不過經調整純利率及股本回報率則較為波動，於16年錄得回落。

另外，雖然公司表示新教育法規對公司的業務及經營業績並無任何重大不利影響，不過內地的出生率仍然較低，加上行業具較大政策風險，建議中性。估值上，公司的2017年經調整市盈率為16.6至21.9倍，市賬率則約為2.9倍。

規模最大的為普通班，但就增長而言，則以一對一的預期增長最高。

同時，內地非一線城市的課外教育服務市場亦呈現較大的發展潛力。根據弗若斯特沙利文報告，於2017年，內地非一線城市K12課外教育服務的平均滲透率為25.3%，而一線城市的平均滲透率則為62.9%。

鑒於家庭可支配收入增加以及在該等地區競爭優質教育資源的壓力增大，市場料非一線城市對K12課外教育服務的需求將呈現強勁的增長勢頭。

業績方面，公司的收入及毛利率亦持續提升，同時經營活動現金流亦持續為正流入，不過經調整純利率及股本回報率則較為波動，於16年錄得回落。

另外，雖然公司表示新教育法規對公司的業務及經營業績並無任何重大不利影響，不過內地的出生率仍然較低，加上行業具較大政策風險，建議中性。估值上，公司的2017年經調整市盈率為16.6至21.9倍，市賬率則約為2.9倍。

滬深股市 述評

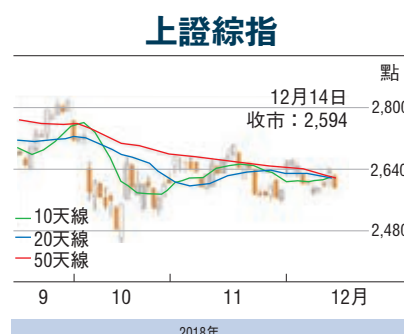
興證國際

三大股指皆重挫 僅環保板塊飄紅

滬深兩市昨日小幅低開後，一路震盪走低，創指大跌近3%，午後大基建板塊雖有異動拉升，帶動各大指數小幅反彈，但依舊不改市場下行格局，行業板塊幾乎全線受挫，市場熱點匱乏，悲觀情緒也再度升溫。本周滬指累計跌幅0.47%，截至收盤，滬指報2,594點，跌1.53%；深成指報7,630點，跌2.28%，創指報1,310點，跌2.82%。僅環保工程板塊飄紅，園區開發、醫療器械服務、通信服務居板塊跌幅榜前列。

場內亮點不多

盤面上看，市場單邊下挫，場內亮點乏善可陳，環保股衝高回落。能源股尾盤略有抬升。醫藥股再遭悶殺。5G等科技股全線走低。權重股多數低迷，前一日大漲的家電、地產集體回撤，券商、保險、白酒等也失去雄風。大基建板塊午後在多隻路橋股的反抽一度看到反彈希



不應過度悲觀

整體看，於周四大基建板塊啟動，金融、地產等權重股同步上漲，市場迎來極致縮量後的普漲行情，但成交量仍未能釋放出來。昨日市場並沒有延續周四上漲的慣性，而是直接低開一路單邊下行，主要原因在於經濟數據不佳。午後股指大幅收跌，滬指跌破2,600點。鑒於年末政策性利好較多，在這個位置投資者不應過度悲觀。短線繼續關注流動性充沛的超跌低價股，中線關注確定性較強的新能源汽車、大基建、5G概念股。

行業分析

工銀國際研究部原材料行業總分析師 趙東晨、分析員 盧莎麗

中長協煤炭合約明年現「雙加」

2019年度全國煤炭交易會於12月5日在秦皇島召開。此前，發改委於11月末發佈了《關於做好2019年煤炭中長期合同簽訂履行有關工作的通知》，相對去年提高了對長協合同的要求，由鼓勵簽訂一年以上合同變更為兩年以上，新增運力原則上優先配與長協煤的執行，且根據2018年的執行情況來看，對履約率的重視程度和監管考核力度逐漸加大。

回顧2018年煤炭價格的波動曲

線，我們認為此舉有助於進一步穩定2019年電煤價格，平衡煤電雙方矛盾。

數量及執行力度均「加碼」

由於受到對明年市場需求側的悲觀預期影響，煤電雙方對於明年煤炭價格中樞將回調基本達成共識，但由於當前煤價仍處於歷史相對高位，供給側產能釋放速度、進口煤限制措施等仍存在較大不確定性，加上對長協履約率的考核趨嚴，談

判過程中雙方均較為謹慎。因長協簽訂將與運力配置直接掛鉤，主要企業長協談判工作均已如期結束，會議期間有11家煤炭企業簽訂逾3億噸中長期合同，大大高於去年同期簽訂的1.3億噸合同量。

全年進口額度已提前完成

今年以來，神華、中煤、伊泰等龍頭企業已與下游用戶簽訂11億噸三年到五年中長期電煤合同。

從需求側來看，本年度上半年由於電能代替等因素作用，電力對燃煤需求超過預期，但下半年受宏觀經濟影響及沿海電廠「雙控」要求，增速放緩。

從內地礦山供給來看，部分新增產能於下半年開始逐步釋放，預期明年仍將保持5%至6%穩定增速；從進口煤方面來看，2018年進口煤限制執行情況不及預期，至11月已用完全年進口額度，且近期港口仍未接到明確的進一步限制措施通知。