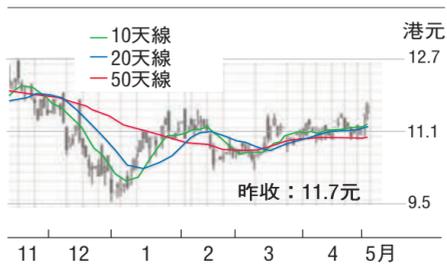


紅籌國企 高輪

張怡

潤藥走勢向好可跟進

華潤醫藥(3320)



港股昨日先跌後回升，扭轉昨日跌走勢，向好勢頭更見明顯。多個板塊近日炒味有明顯升跡跡象，不少個股創52周新高，甚至是上市以來高位。在藥業股中，論及強勢股無疑以白雲山(0874)升勢最悅目，該股周四曾高見42.5元，觸及上市以來高位，而股價昨出現獲利回吐，收報41.05元，跌2.26%。白雲山跑贏同業，相信部分原因與剛派發的首季多賺逾55%至14.1億人幣勝預期有關，惟就估值而言，現市市盈率17.04倍，市賬率2.7倍，在同業中則不算便宜，但股價可以反覆走高，反映板塊強勢股續享有高估值。

華潤醫藥(3320)昨高見11.76元，成功突破1個月高位的11.5元，收報11.7元，升0.22元或1.92%，續企穩於多條重要平均線之上，在股價向好勢頭未變下，不妨續加留意。潤藥去年營業額上升9.9%至1,896.89億元(人民幣，下同)，股東應佔溢利增長15.9%至40.38億。年內整體毛利增加23.5%至349.3億元，毛利率上升2個百分點至18.4%。

截至2018年12月31日，潤藥在研項目222個，其中包括創新藥在研項目32個；在國家藥品監督管理局處於註冊審批階段的項目共11個；獲得專利授權33項。截至2018年12月31日，集團醫藥分銷網絡已覆蓋至全國28個省、直轄市及自治區，客戶中包括二、三級醫院6,581家，基層醫療機構51,505家，以及零售藥房26,964家。截至去年底，集團共有853家零售藥房，DTP藥房已達140家，覆蓋66個城市；而銀行結餘及現金為166.33億元，借款總額為406.65億元。

購江中藥業帶來盈利貢獻

潤藥公佈去年業績後，即獲高盛加入唱好行列。高盛的報告指出，潤藥去年下半年收入959億元，高於該行預期的884億元，受惠分銷業務復甦表現勝預期。經營收入大致上符預期，但盈利18億元則較預期的20億元為低，主因受累融資成本增加所致，同時負債率更升至78.5%，遠高於2017年的58.4%。該行認為，潤藥於今年2月份完成收購江中藥業之51%股權，預料為今年帶來2.17億元收益，以及與三九醫藥的非處方藥(OTC)產品組合有潛在協同效應。

此外，受到新業務高值藥品直送(DTP)藥店擴張下，潤藥零售銷售額錄得30億元按年增40.4%。高盛將其目標價由13.08元(港元，下同)升至13.24元，維持評級「買入」。可趁潤藥走勢向好跟進，上望目標為52周高位的13.16元，惟失守近日10.9元支持則止蝕。

看好友邦留意購輪26815

友邦保險(1299)於周四創出83.7元的上市新高後，股價昨仍偏好，收報83.45元，升0.2元或0.24%。若繼續看好友邦後市表現，可留意友邦瑞銀購輪(26815)。26815昨收0.231元，其於今年8月26日最後買賣，行使價88.88元，兌換率為0.1，現時溢價9.27%，引伸波幅24.8%，實際槓桿11.8倍。

板塊 透視

內銀基本面改善 估值低防守強

在經濟階段性企穩和穩健偏寬鬆的貨幣政策提振下，內地銀行業迎來了開門紅，第一季度行業營業和淨利增速均表現不俗，盈利能力提升，資產質素亦有改善。

統計資料顯示，33家上市銀行(含32家A股和H股上市的郵儲銀行)一季合計實現營業收入1.3萬億元(人民幣，下同)，同比增長15.4%；實現歸屬母公司淨利4,552億元，同比增長6.5%。

其中，26家中小型銀行(剔除六大行)實現營業收入4,325億元，同比增長23.1%，當中不少銀行營收增長為近幾年來較高水平。

作為銀行業收入的主要成分，利息淨收入有明顯提升，規模擴張和盈利改善成為主要動力。數據顯示，第一季度33家上市銀行合計實現利息淨收入8,400億元，同比增長10%，佔營收65%。

首季淨息差好 盈利能力增

筆者認為，季節性因素之外，在內地要求加大力度支持實體經濟背景下，第一季度社會融資數據表現強勁，銀行信貸投放加快，促使生息資產規模擴大；與此同時，寬鬆的貨幣政策帶來較低的資金成本，其中，銀行同業拆借成本下行顯著，帶動銀行負債成本較資產收益率下行更為明顯，從而幫助淨息差維持較好表現，盈利能力得到增強。

再說非利息收入部分，中間業務收入穩定增長，其中信用卡業務維持增長，理財業務收入亦見企穩。

另外，在股價市場回暖以及會計準則IFRS9影響下，投資收益和公允價值變動亦貢獻營收增長。數據顯示，33家上市銀行中，這兩項非利息收入合計實現超過850億元，同比增長54%。

在營收增速較快的同時，銀行業淨利增速有些跟不上，主要受不良管控從嚴和IFRS9會計準則要求有關。

內地對不良管控制度仍嚴格

儘管貨幣政策穩健偏寬鬆，但內地對不良管控制度仍較嚴格，加上，新會計準則要求擴大計提範圍以及按預期確認損失，銀行業繼續保持風險審慎，加大不良確認力度。數據顯示，一季，33家上市銀行撥備計提大幅增加，累計計提信用損失近3,400億元，同比增42%。

從上述分析來看，第一季度上市銀行基本面得到改善，加之估值合理，二級市場股價近期表現穩健，A股銀行指數在4月調整的行情中獲得一定的超額收益，防守性較強。

而後市展望，相信內地經濟第二階段表現以及中美貿易談判結果將成為重要考量，較低的估值仍提供防守作用。至於近期內地貨幣政策出現邊際收緊，意味着銀行業利息淨收入中的規模效應和盈利能力或跟隨邊際轉弱；而季節因素影響下，第二季度股債邊際轉弱，亦或負面影響非利息收入；加之，新版會計準則將加大盈利波動，帶來不確定性。(筆者為證監會持牌人士，未持有上述股份權益)

港股透視



葉尚志 第一上海首席策略師

在美股下跌調整的背景下，港股昨連升第二日，恒指再漲了有接近140點，回企至30,000點水平。事實上，港股從4月中高位已回整了有逾兩周時間，而隨着權重指數股如匯控(0005)以及友邦保險(1299)等等，近日又再出現向上突破創新高，相信情況可以增強港股市底的承接力，有利港股保持延續總體穩好的發展狀態。目前，港股已有完成回整並且逐步重拾強勢的跡象，這個從港股近日未有跟隨美股下跌中可作引證，如果A股在長假後也能夠出現回好、扭轉假期前的調整行情，估計恒指有再次向上挑戰4月份高位3,0280點的機會。

恒指又再出現先低開後回升的走勢，在開盤初段曾一度下跌265點低見29,678點，其後跌幅逐步收窄，並且在午盤受到匯控升勢帶動，大盤得以轉跌為升。恒指收盤

港股市底穩 可望重拾強勢

報30,081點，上升137點或0.46%。國指收盤報11,575點，上升18點或0.15%。另外，港主板成交金額進一步縮降至667億多元，連續第四日低於750億元，而沽空金額有80.9億

元，沽空比例12.12%。至於升跌股數比例是851:753，日內漲幅超過10%的股票有29隻，而日內跌幅超過10%的股票有15隻。

抗跌強 近日未隨美股挫

美聯儲主席鮑威爾表示，目前沒有加息或減息的傾向，消息把市場早前出現的減息預期降溫了，年內減息的預期概率，從4月尾的接近70%水平，下降至現時不足50%。在減息預期降溫下，加上美股業績期已過去，相信美股有出現震盪調整的機會，而這個也正好是對港股現時盤面的最好考驗。以港股近日未有跟隨美股下跌，未有進一步加劇回整弱勢的情況來看，可見港股市底承接力依然穩好，並且在回整過後有逐步重拾強勢的跡象。

事實上，正如我們早前指出，在全球主要股市指數當中，以過去8個月的時間段來考量，內地及本港股市的表現是相對最強的，是最快能夠把去年10月全球大跌市時的失地、完全修復過來的股市指數，而到目前為止，我們依然是維持這個觀點看法。

指數股將再進破頂行情

匯控公佈首季利賬基準除稅前利潤有62.13億美元，去年同期增長了30.7%，表現較市場預期的要好，消息刺激股價進一步走高，漲了2.12%至69.7元收盤，再創年內新高。目前，指數股有進入新一輪創新高行情的發展，股價創出了52周新高的發展，包括有恒生銀行(0011)、創科實業(0669)、領展房產基金(0823)、友邦保險、以及蒙牛乳業(2319)。而隨着權重指數股又再出現向上突破創新高，相信情況可以增強港股市底的承接力，有利港股保持延續總體穩好的發展狀態。(筆者為證監會持牌人士，未持有上述股份權益)

新股 透視

維亞生物科技(1873)為一間基於結構的新藥發現技術平台，透過傳統的服務換現金(CFS)模式與獨有的服務換股權(EFS)模式相結合，涵蓋客戶對早期藥物發現的全方位需求，包括靶標蛋白的表達與結構研究、藥物篩選、先導化合物優化直到確定臨床候選化合物，分享客戶知識產權價值。在EFS模式下，公司向特選的客戶和投資的具備發展前景的生物科技公司提供藥物發現或孵化服務，以換取其股權或經濟利益，使公司可以：(1)擁有來自CFS客戶的穩定現金流入、(2)有效促進生物科技初創公司的發展前景，獲享其知識產權價值的上升潛力和(3)戰略投資具備發展前景生物科技初創公司。

根據弗若斯特沙利文報告，全球CRO市場和CMO市場2017年的市場規模分別為503億美元和238億美元，預計至2022年將分別增至839億美元和432億美元，複合年增長率分別為10.8%和12.7%。傳統的CRO公司是勞動密集型，用新藥發現和研發的服務賺取現金流，入行門檻相對較低。公司使用的「CFS+EFS」模式，既可獲得穩定現金流，亦可受惠於生物科技初創公司的股權價值的上升潛力。

公司的管理團隊及主要事業合夥人來自行業內知名的醫藥公司及生物醫學研究，並建立創新藥物研發技術平台。另外，管理團隊擁有多年的藥物的研發及經驗，有助的孵化投資企業。

近兩年營收增長快速 經營業績方面，公司的營收增長快速，2016-2018年分別為9.6億、14.8億、21.0億元人民幣。收入來自CFS模式為主營業收入，但由於EFS模式的收入增長加快，導致佔總營收比例下跌，分別為84.4%、81.9%、73.6%。毛利率分別為56.1%、58.1%和50.2%，2018年同比下跌主要因為研發團隊人數增加，導致直接勞工成本增加。研發費用過去三年分別為16.8百萬元、17.3百萬元及25.3百萬元人民幣，主要因為研發員工數目增加。

估值方面，按總股本11億的計算，對應公司市值為51.3-66.2億港元，相比港股同行較低；發售後市淨率為4.50-5.34，高於行業平均水平。盈利方面，17年仍處於虧損狀態，我們認為ROE和ROA均不適用。綜合公司在行業地位，業績情況與估值水平，我們給予其65分，評級為「中性」。

中泰國際

奧園(3883)於今年4月份的合同銷售金額為95.7億元(人民幣，下同)，同比升33%，而累計首4個月的合同銷售則為283.1億元，亦按年升36%。事實上，公司今年有近1,900億元的可銷售資源，而公司今年的銷售目標則約為1,140億元，較去年的銷售金額再增25%。另外，公司的已銷售未結算的合同金額為1,100億元，隨着未來入賬，料可支持未來收入表現。

土地儲備方面，於去年底的土地儲備3,410萬平方米，擁有198個項目，分佈在70個境內外的城市，總貨值約為3,650億元，足夠未來3年左右的發展。

同時，大灣區繼續為公司的重點發展地區，以面積計，公司於區內的土儲佔整體土儲的21%，而以貨值計則佔近30%。此外，公司於區內亦有16個城市更新項目，預計可售資源有1,450億元，當中，年內將有9個項目可轉為土地儲備，預計可增加660億元的可售資源，料可繼續支持未來銷售表現。

證券 分析

奧園(3883)於今年4月份的合同銷售金額為95.7億元(人民幣，下同)，同比升33%，而累計首4個月的合同銷售則為283.1億元，亦按年升36%。事實上，公司今年有近1,900億元的可銷售資源，而公司今年的銷售目標則約為1,140億元，較去年的銷售金額再增25%。另外，公司的已銷售未結算的合同金額為1,100億元，隨着未來入賬，料可支持未來收入表現。

土地儲備方面，於去年底的土地儲備3,410萬平方米，擁有198個項目，分佈在70個境內外的城市，總貨值約為3,650億元，足夠未來3年左右的發展。

同時，大灣區繼續為公司的重點發展地區，以面積計，公司於區內的土儲佔整體土儲的21%，而以貨值計則佔近30%。此外，公司於區內亦有16個城市更新項目，預計可售資源有1,450億元，當中，年內將有9個項目可轉為土地儲備，預計可增加660億元的可售資源，料可繼續支持未來銷售表現。

公司去年的毛利率為31.1%，由於公司的大灣區土儲較多，加上其平均地價成本約為2,102元/平米，

凱基證券

只佔合同銷售均價約20%-25%，料可支持未來毛利表現。

短期資金壓力不大 財政狀況方面，雖然其淨借貸對總權益比率由2017年51%升至去年的58.9%，同時，平綜合借貸成本亦由2017年的7.2%升至去年的7.4%，不過，仍低於過去6年平均的近9%，加上公司目前的銀行結餘及現金近360億元，足夠覆蓋約237.3億元的短期借貸，短期的資金壓力不大。

此外，公司的經營活動現金流亦由2017年的流出67.63億元，扭轉至流入85.87億元，亦反映其現金流情況出現改善。

估值上，公司的預期市盈率為6.13倍，預期市賬率1.7倍，股息率為6.56%。由於股價技術走勢不俗，於多條移動平均線上，有望上試年內高位，建議投資者可於調整部署。

Table with columns: Name, H Share (A股) Code, H Share Price (港幣), A Share Price (人民幣), H/A Ratio. Lists various companies and their stock prices as of May 3, 2019.

行業 分析

中國乳業穩步向上 上游盈利能力料續升

我們看好中國乳業前景，乳牛畜牧企業有望直接受益於振興乳業的多元扶持政策，實現更高利潤率，同時中國消費者對健康的關注度越來越高，有望帶動優質乳製品的需求增長。更重要的是，乳製品消費結構持續升級，支撐下游企業的穩健增長及利潤率擴張。我們認為乳業企業的成功仍需依賴品牌價值的提升及產品創新能力。

政府支持確保原奶質量 上游乳牛畜牧行業方面，鑒於

現時原奶價格持續上升及飼料成本下降，我們認為2019年起乳牛畜牧企業的盈利能力將持續上升。政府支持大型牧場的建設不但可確保內地原奶質量，同時也可利用科技改善產奶量，並且通過規模效益降低單位成本，提高牧場的運營效率。

需求可望降低原奶價格的周期波動性。雖然奶粉進口增加，但由於行業監管部門要求最優質產品必須以原奶作為原料，我們認為內地原奶仍將是中國主要奶源。

內地乳製品需求可穩增 下游乳類產品方面，考慮到人均乳製品消費增加(尤其是農村地區)及乳製品消費結構的持續升級，未來幾年中國乳製品需求可望穩健增長。近年中國政府致力保障

內地原奶質量及推動乳業發展，加強了消費者對內地乳製品的信心。乳製品龍頭企業積極佈局產業鏈的垂直整合，保證可以獲取上游優質奶源，從而夯實產品創新及持續增長的基礎。

雖然在原奶價格持續上升的情況下，行業集中度持續上升，但行業競爭仍然激烈，尤其是在冷凍奶等產品方面。我們認為龍頭企業應通過投放資源建立品牌而非參與價格戰來實現可持續增長。



工銀國際研究部消費行業副總裁 馬蕊、分析員 劉雨寒