

2010年8月27日星期五

招銀國際研究部

重點新聞

1. 發改委表示下半年將穩定房地產調控政策

國家發改委主任張平昨日向全國人大常委會報告今年以來國民經濟和社會發展計畫執行情況。針對部分城市房價上漲過快、漲幅較高的問題，國家連續出臺了一系列促進房地產市場平穩健康發展的政策措施，取得初步成效。6月份全國70個大中城市房屋銷售價格環比下降0.1%，7月份價格與上月持平，但是，目前部分大中城市住房價格仍然過高，調控房地產市場的工作依然繁重。張平表示下半年中國將穩定房地產調控政策，進一步落實遏制部分城市住房價格過快上漲的措施，堅決抑制投資投機性購房需求；進一步完善基本住房保障制度，加大保障性安居工程建設的資金投入和土地供應，加快保障性住房建設進度，儘快增加有效供給。

2. 首7月全國財政收入按年增長25.7%至5.1萬億元

財政部部長謝旭人昨日向全國人大常委會報告今年以來預算執行情況。1-7月全國財政收入51,132.97億元，比2009年同期增長25.7%，完成預算的69.2%。1-7月財政收入增長較快，是經濟平穩較快增長、物價水準上漲以及去年同期基數較低等因素的綜合反映。1-7月全國財政收入與2008年同期相比，增長25.1%，折算到兩年中年均增長11.8%，屬於恢復性增長。1-7月，全國財政支出39,622.23億元，同比增長16.9%，完成預算的46.9%。

3. 穆迪稱美國7月信用卡撤賬率連續第4個月下降

穆迪投資者服務公司(Moody's Investors Service Inc.)昨日表示，美國7月份信用卡撤賬率下降至10%以下，為連續第4個月下降。資料顯示，美國7月份信用卡撤賬率為9.3%，比6月份下降了0.98個百分點，結束了連續14個月上升的局面。另據資料顯示，逾期30日未償還的信用卡拖欠比率連續第九個月下滑，至4.93%，結束了連續20個月高於5%的局面。逾期30-59日未償還的拖欠比率降至1.22%。

穆迪的基本預期是失業率將在2010年晚些時候或2011年早些時候達到10%的峰值。穆迪認為，目前為止本輪週期已沖銷的信貸額已經足以應對失業率上升期間撤賬率上升的情況。

行業快訊

1. 發改委考慮在電力化工和石油等行業開展小範圍碳交易試點

國家發改委有關人士稱，正在研究制訂一個發展低碳經濟的指導意見，考慮在一些特定的行業和地區開展小範圍的碳交易試點。其中，電力、化工和石油等行業入選可能性大。因為這些行業的企業多是大型央企，從收益、利潤來說，是在整個集團內進行核算，可通過集團內部的碳交易來推進節能、控制二氧化碳排放。

2. 首7月社會消費品零售總額按年增長18.2%

今年首7月社會消費品零售總額同比增長18.2%，其中汽車銷售

主要市場指數

指數	收盤	變動(值)	變動(%)
恒生指數	20,612.06	-22.92	-0.11%
國企指數	11,436.22	-59.57	-0.52%
上證指數	2,603.48	6.90	0.27%
深證成指	11,009.49	45.50	0.42%
道瓊斯	9,985.81	-74.25	-0.74%
標普500	1,047.22	-8.11	-0.77%
納斯達克	2,118.69	-22.85	-1.07%
日經225	8,906.48	61.09	0.69%
倫敦富時100	5,155.84	46.44	0.91%
德國DAX	5,912.58	13.08	0.22%
巴黎CAC40	3,475.03	24.84	0.72%

恒生指數一年走勢



資料來源：彭博，招銀國際整理

香港主板五大升幅

股票	收盤價	變動(值)	變動(%)
北京藥生堂(1141)	0.405	0.075	22.73%
精英國際(1328)	1.750	0.260	17.45%
飛毛腿集團(1399)	0.890	0.100	12.66%
聯太工業(176)	0.375	0.035	10.29%
東方實業(978)	0.104	0.009	9.47%

香港主板五大跌幅

股票	收盤價	變動(值)	變動(%)
高寶綠色(274)	0.130	-0.028	-17.72%
弘茂科技(1010)	0.405	-0.085	-17.35%
巨騰國際(3336)	4.100	-0.770	-15.81%
中視金橋(623)	1.930	-0.330	-14.60%
僑雄能源(1223)	0.445	-0.065	-12.75%

香港五大成交額 (百萬港元)

股票	收盤價	變動(值)	成交額
中國人壽(2628)	30.650	-2.050	4,617
農業銀行(1288)	3.530	0.110	1,801
中國移動(941)	80.900	1.100	1,624
A50(2823)	11.960	0.000	1,224
亨得利(3389)	3.600	-0.270	1,175

香港五大成交量 (百萬股)

股票	收盤價	變動(值)	成交量
正興(692)	0.010	0.000	2,305
農業銀行(1288)	3.530	0.110	511
亨得利(3389)	3.600	-0.270	337
高寶綠色(274)	0.130	-0.028	329
福方集團(1428)	0.123	0.007	325

達到 1,026 萬輛，增長 42.7%。

個股點評

公司報告

富力地產(2777.HK, 111.02 港元, 首次給予“賣出”評級, 目標價 9.3 港元) – 利潤率未有起色

代碼	2777.HK
市值 (百萬港元)	35,510
3 個月日均成交額 (百萬港元)	164.3
52 周最高/低價 (港元)	16.74 / 8.55

雖然過去 18 個月富力地產銷售額迅速增加連同銷售價格也有所回復，但公司上半年仍然未能有效恢復其盈利能力。上半年公司錄得核心利潤人民幣 5.5 億元，核心利潤率為 7.9%，較同行業公司低 5-10 個百分點。收入按年升 49%至人民幣 69 億元，可確認建築面積增 67%至 69.8 萬平米。展望未來，我們預期公司在廣州的高毛利率住宅及辦公項目將有助於改善總體淨利潤率水準並促使 2010 財年核心利潤按年增 26%至人民幣 29 億元，儘管如此，我們擔憂高達 105%的財務杠杆比率加上對關聯企業和合營公司的擔保將在未來 6-12 個月限制公司增加土儲的能力，而與此同時其較有價值的、主要位於廣州和北京的土儲隨開發售賣進程仍在不斷減少。我們首次給予“賣出”評級，目標價 9.3 港元，對應 45%的 NAV 折讓，相比同行業其他公司折讓中位數為 40%。

下半年完成銷售目標有困難。公司今年前 7 個月錄得合約銷售額人民幣 154 億元，對應 51%的年度銷售目標。我們相信在目前緊縮政策環境下，公司完成全年銷售目標是有難度的。公司的專案所在地，如北京、廣州和天津，都處在緊縮政策的重點打擊範圍。當富力地產一旦為求完成計畫而被迫推動更多項目入市，將對其銷售價格和目標收益率造成負面影響。我們謹慎估計公司全年能夠達到人民幣 270 億元的合約銷售額。

財務杠杆比率無明顯改善跡象。雖然上半年公司達到 120.5 億元人民幣的合約銷售額，但是截止 6 月底淨負債權益比也較 09 財年末的 97.6%上升 7.3 個百分點至 104.9%的水準。不僅如此，公司還有對於關聯企業及合營公司(參與開發廣州亞運城、獵德專案和天津新專案)的擔保。公司目前的流動性水準在未來 6-12 個月將極大的限制富力競拍新土儲的能力，而我們相信此期間由於土地成本有望下降，對於房地產開發商而言將是絕佳的獲取土儲的機會。

2010 財年盈利展望。我們估計富力地產在 2010 財年將錄得人民幣 236 億元的收入和 29.4 億元的盈利。年度可確認銷售建築面積將略增 10%至 208 萬平米，其中上半年為 69.8 萬平米。全年核心淨利潤率估計為 12.4%，較上半年的 7.9%有所改善，比 09 財年的 12.9%基本持平。

核心財務資料

年度	收入 人民幣百萬元	淨利潤 人民幣百萬元	核心利潤 人民幣百萬元	每股收益 人民幣元	每股收益變動 %	市盈率 倍	市賬率 倍	股息率 %	權益收益率 %	財務杠杆比率 %
2008A	15,360	3,120	2,014	0.97	(41.2)	10.0	2.1	2.9	22.6	123.2
2009A	18,196	2,874	2,341	0.90	(7.1)	10.8	1.9	3.7	18.0	97.6
2010F	23,633	2,941	2,941	0.91	1.4	10.6	1.7	2.8	16.7	98.3
2011F	30,345	5,052	5,052	1.57	71.8	6.2	1.4	4.9	25.0	66.3
2012F	39,262	5,944	5,944	1.84	17.7	5.2	1.2	5.7	24.5	27.7

資料來源: 公司資料、招銀國際研究部、彭博

港股消息

1. 中國銀行(3988.HK)上半年業績增 27%至人民幣 520 億元，淨息差維持 2.04%

中國銀行公佈中期業績，上半年淨利潤按年增 26.87%至人民幣 520 億元，每股盈利 20 分，不派息。期內利息收入升 16.25%至人民幣 1,480 億元，淨利息收入增 22.94%至 918.64 億元，淨息差為 2.04%，與上年同期持平，境內人民幣淨息差同比上升，外幣淨息差有所下降；非利息收入按年升 23.83%至 410.15 億元；在營業收入中的占比為 30.87%，提高 0.16 個百分點；減值貸款率為 1.23%，較去年底下降 0.32 個百分點；不良貸款率為 1.20%。

2. 工商銀行(1398.HK)上半年多賺 27%至人民幣 846 億元，息差升 15 基點

工商銀行公佈中期業績，期內營業額增 22%至人民幣 1,809 億元，淨利潤為人民幣 846 億元，按年增長 27.4%，每股盈利 0.25 元，不派息。上半年利息淨收入為人民幣 1,433.12 億元，按年增長 23.5%，占營業收入的 79.2%；淨息差為 2.28%，上升 0.15%；非利息收入為人民幣 376.16 億元，按年增長 17.4%，占營業收入的比重為 20.8%。

3. 中國石油(857.HK)半年多賺 29%至 653 億，實現原油價按年升 71%至 72 美元

中國石油公佈上半年業績，期內營業額升 64.9%至人民幣 6,847.97 億元，股東應占溢利為人民幣 653.3 億元，較去年同期的 505.01 億元增長 29.4%，每股盈利人民幣 36 分，擬派中期股息每 16.063 分。上半年集團平均實現原油價格為每桶 72.42 美元，較去年上半年的 42.46 美元勁升 70.6%；勘探與生產板塊仍然是集團最重要的盈利貢獻板塊。

4. 中國聯通(762.HK)上半年業績倒退 62%，移動綜合 ARPU 為 42.9 元人民幣

中國聯通公佈中期業績，期內營業額升 7.6%至人民幣 821.13 億元，股東應占溢利為人民幣 25.26 億元，較去年同期的 66.16 億元倒退 61.8%，每股基本盈利人民幣 0.11 元，不派息。上半年公司 3G 和固網寬頻業務快速發展，GSM 業務保持平穩，固話業務下滑趨緩；GSM 業務平穩發展，實現通信服務收入 351.2 億元人民幣，按年增 2.7%；移動用戶綜合 ARPU 為 42.9 元，同比提高 2.9%，其中 3G 用戶 ARPU 為 134.0 元，繼續保持較高水準，GSM 用戶 ARPU 為人民幣 39.8 元，同比下降 4.6%；上半年，3G 用戶累計淨增 481.8 萬戶，用戶總數達到 756.0 萬戶，其中，手機用戶占比達到 91.9%；3G 彩信用戶達到 116.9 萬戶。

5. 中海油服(2883.HK)中期業績翻一番至人民幣 22 億元，鑽井業務利潤上升最快

中海油服公佈中期業績，期內收入升 11.7%至人民幣 87.28 億元，股東應占溢利為人民幣 21.74 億元，較去年同期的 10.28 億元增長 1.11 倍，基本每股收益為人民幣 48.37 分。按照業務種類劃分，上半年油田技術服務和船舶服務板塊收入增長相對較快，分別為 31.9%和 35.3%，鑽井服務與物探服務收入保持平穩但鑽井業務經營開支下降 22.6%，因此鑽井業務經營利潤上升最快，按年增 87.2%至人民幣 17.8 億元，其次是油田技術服務板塊，營業利潤增 49.5%至 5 億元，而物探業務由於經營開支大幅上升 33%而收入僅增長 9%，因此經營利潤較去年同期減少 36.2%至 1.6 億元。

6. 中銀香港(2388.HK)半年多賺 7.5%，淨利息收入跌 0.6%

中銀香港公佈中期業績，期內營業額增 17.7%至 164.16 億港元，股東應占溢利為 71.9 億港元，較去年同期的 66.91 億港元增長 7.5%，每股盈利 68 港仙，擬派中期息每股 40 港仙。上半年該行錄得淨利息收入 89.64 億港元，較去年同期的 90.14 億元微跌 0.55%；由於市場利率下降及價格競爭激烈，淨息差較去年同期收窄 21 個基點至 1.58%，但減幅大部分被該行平均生息資產增長所抵銷，期內該行平均生息資產增長 12.6%至 11,424 億港元。期末總客戶存款較年初增長 5.7%至 8,927 億港元，客戶貸款增加 11%至 5,715 億港元。

新股速遞

1. 消息指三江化工下週五招股，集資不超 10 億元

引述市場消息指，內地最大的私營 AEO 表面活性劑及環氧乙烷生產商三江化工，將於下週一（8 月 30 日）路演，並計畫於下週五（9 月 3 日）公開招股，9 月 16 日在香港掛牌上市，集資不超過十億。保薦人爲交銀國際和大和證券。三江化工的基地位於嘉慶，產品主要用於沐浴乳、化妝品等方面。截至去年底止，集團環氧乙烷及表面活性劑產能分別 12 萬及 11.8 萬噸，其中環氧乙烷產能明年將增至 18 萬噸，表面活性劑產能今年內將增至 21 萬噸。

2010 年新股上市概況

代碼	名稱	上市日期	招股價 (港元)	發行股數 (百萬股)	超額配售 (百萬股)	集資額 (百萬港元)	主要承銷商	收市價 (港元)
1428	耀才證券	25/8/2010	1.60	166.8	-	266.9	交銀國際	1.67
2233	西部水泥	23/8/2010	1.69	823.1	-	1,391.1	工銀國際、德意志銀行	1.99
640	星謙化工	12/8/2010	0.60	125.0	-	75.0	永豐金證券，第一上海，新鴻基	0.96
936	敏達控股	19/7/2010	1.00	50.0	-	50.0	結好證券	1.09
1288	中國農業銀行	16/7/2010	3.20	25,411.8	3,811.8	93,515.3	中金、高盛、摩根士坦利、德銀、摩根大通等	3.53
2118	天山發展	15/7/2010	1.40	250.0	-	350.0	光大證券香港	1.40
1900	中國智慧交通	15/7/2010	3.49	236.8	18.8	892.0	美銀美林、建銀國際、麥格理	3.57
1019	康宏理財	13/7/2010	1.20	100.0	-	120.0	華富嘉洛、康宏證券	1.66
976	齊合天地	12/7/2010	2.43	250.0	-	607.5	建銀國際	2.90
1788	國泰君安國際	8/7/2010	4.30	410.0	-	1,763.0	國泰君安、滙豐、工銀國際、瑞銀	3.66
1020	華耐控股	7/7/2010	0.76	390.0	-	296.4	星展亞洲、金英證券	0.72
951	超微動力	7/7/2010	2.18	250.0	5.3	556.5	法巴	2.35
325	創生控股	29/6/2010	3.52	212.8	24.3	834.8	瑞銀	3.50
2128	中國聯塑	23/6/2010	2.60	750.0	-	1,950.0	摩根大通、瑞銀	2.64
2228	海東青新材料	21/6/2010	2.38	240.0	-	571.2	國泰君安	3.37
8295	卓亞資本	18/6/2010	0.20	300.0	-	60.0	日發、新鴻基	0.16
873	國際泰豐控股	11/6/2010	2.06	280.0	-	576.8	招商證券、大和	2.50
8337	直通通訊	2/6/2010	0.30	250.0	37.5	86.3	國泰君安	0.16
2188	泰坦能源技術	28/5/2010	1.18	200.0	30.0	271.4	國泰君安	1.33
2268	優源控股	27/5/2010	2.58	250.0	-	645.0	滙豐	2.62
2222	雷士照明	20/5/2010	2.10	727.5	56.3	1,646.1	高盛、滙豐	3.18
973	L'Occitane	7/5/2010	15.08	364.1	41.02	6,109.5	里昂、滙豐、瑞銀	16.36
503	朗生醫藥	7/5/2010	3.91	141.4	15.0	611.3	派傑亞洲	3.13
877	昂納光通信集團	29/4/2010	2.90	193.3	29.0	644.6	里昂、派傑亞洲	4.39
1863	思嘉集團	29/4/2010	3.28	200.0	28.8	750.6	派傑亞洲	3.37
1999	敏華控股	9/4/2010	6.80	241.3	6.1	1,681.8	麥格理	8.72
923	福和集團	31/3/2010	2.30	620.0	93.0	1,639.9	蘇皇、瑞銀	2.65
830	遠東環球	30/3/2010	1.18	361.9	-	427.0	中銀國際	0.80
1998	飛克國際	29/3/2010	1.90	200.0	-	380.0	光大	1.72
881	中升控股	26/3/2010	10.00	286.2	42.9	3,290.8	中銀國際、摩根士坦利、瑞銀	12.28
1280	匯銀家電	25/3/2010	1.69	319.8	48.0	621.5	法巴	1.66
948	Z-Obee	1/3/2010	1.80	114.0	-	205.2	英皇、永豐金	2.05
2010	瑞年國際	19/2/2010	3.00	300.0	45.0	1,035.0	滙豐	5.79
1938	珠江鋼管	10/2/2010	4.50	300.0	11.1	1,400.1	工銀國際、摩根大通	2.80
1683	國際煤機	10/2/2010	4.88	520.0	-	2,537.6	中銀國際、瑞銀	4.05
1966	中駿置業	5/2/2010	2.60	600.0	-	1,560.0	建銀、德銀、麥格理	2.23
953	美克國際	1/2/2010	1.43	250.0	37.5	411.1	招商證券	1.52
1878	南戈壁	29/1/2010	126.04	27.0	0.2	3,432.1	花旗、麥格理	81.00
486	RUSAL	27/1/2010	10.80	1,610.3	-	17,391.2	中銀國際、美銀美林、法巴、瑞信、野村等	7.64

資料來源：彭博，招銀國際整理

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
投機性買入	：股價于未來 3 個月的潛在漲幅超過 20%，波動性高
投機性賣出	：股價于未來 3 個月的潛在跌幅超過 20%，波動性高

招銀國際金融有限公司

地址：香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話：(852) 3900 0888 傳真：(852) 3900 0800

招銀國際金融有限公司(“招銀國際”)為招商銀行之全資附屬公司

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀國際書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。