

2010年8月27日星期五

招銀国际研究部

重点新闻

1. 发改委表示下半年将稳定房地产调控政策

国家发改委主任张平昨日向全国人大常委会报告今年以来国民经济和社会发展计划执行情况。针对部分城市房价上涨过快、涨幅较高的问题，国家连续出台了一系列促进房地产市场平稳健康发展的政策措施，取得初步成效。6月份全国70个大中城市房屋销售价格环比下降0.1%，7月份价格与上月持平，但是，目前部分大中城市住房价格仍然过高，调控房地产市场的工作依然繁重。张平表示下半年中国将稳定房地产调控政策，进一步落实遏制部分城市住房价格过快上涨的措施，坚决抑制投资投机性购房需求；进一步完善基本住房保障制度，加大保障性安居工程建设的资金投入和土地供应，加快保障性住房建设进度，尽快增加有效供给。

2. 首7月全国财政收入按年增长25.7%至5.1万亿元

财政部部长谢旭人昨日向全国人大常委会报告今年以来预算执行情况。1-7月全国财政收入51,132.97亿元，比2009年同期增长25.7%，完成预算的69.2%。1-7月财政收入增长较快，是经济平稳较快增长、物价水平上涨以及去年同期基数较低等因素的综合反映。1-7月全国财政收入与2008年同期相比，增长25.1%，折算到两年中年均增长11.8%，属于恢复性增长。1-7月，全国财政支出39,622.23亿元，同比增长16.9%，完成预算的46.9%。

3. 穆迪称美国7月信用卡撤账率连续第4个月下降

穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Service Inc.)昨日表示，美国7月份信用卡撤账率下降至10%以下，为连续第4个月下降。数据显示，美国7月份信用卡撤账率为9.3%，比6月份下降了0.98个百分点，结束了连续14个月上升的局面。另据数据显示，逾期30日未偿还的信用卡拖欠比率连续第九个月下滑，至4.93%，结束了连续20个月高于5%的局面。逾期30-59日未偿还的拖欠比率降至1.22%。

穆迪的基本预期是失业率将在2010年晚些时候或2011年早些时候达到10%的峰值。穆迪认为，目前为止本轮周期已冲销的信贷额已经足以应对失业率上升期间撤帐率上升的情况。

行业快讯

1. 发改委考虑在电力化工和石油等行业开展小范围碳交易试点

国家发改委有关人士称，正在研究制订一个发展低碳经济的指导意见，考虑在一些特定的行业和地区开展小范围的碳交易试点。其中，电力、化工和石油等行业入选可能性大。因为这些行业的企业多是大型央企，从收益、利润来说，是在整个集团内进行核算，可通过集团内部的碳交易来推进节能、控制二氧化碳排放。

2. 首7月社会消费品零售总额按年增长18.2%

今年首7月社会消费品零售总额同比增长18.2%，其中汽车销售达到1,026万辆，增长42.7%。

主要市场指数

指数	收盘	变动(值)	变动(%)
恒生指数	20,612.06	-22.92	-0.11%
国企指数	11,436.22	-59.57	-0.52%
上证指数	2,603.48	6.90	0.27%
深证成指	11,009.49	45.50	0.42%
道琼斯	9,985.81	-74.25	-0.74%
标普500	1,047.22	-8.11	-0.77%
纳斯达克	2,118.69	-22.85	-1.07%
日经225	8,906.48	61.09	0.69%
伦敦富时100	5,155.84	46.44	0.91%
德国DAX	5,912.58	13.08	0.22%
巴黎CAC40	3,475.03	24.84	0.72%

恒生指数一年走势



资料来源：彭博，招銀国际整理

香港主板五大升幅

股票	收盘价	变动(值)	变动(%)
北京御生堂(1141)	0.405	0.075	22.73%
精英国际(1328)	1.750	0.260	17.45%
飞毛腿集团(1399)	0.890	0.100	12.66%
联太工业(176)	0.375	0.035	10.29%
东力实业(978)	0.104	0.009	9.47%

香港主板五大跌幅

股票	收盘价	变动(值)	变动(%)
高宝绿色(274)	0.130	-0.028	-17.72%
弘茂科技(1010)	0.405	-0.085	-17.35%
巨腾国际(3336)	4.100	-0.770	-15.81%
中视金桥(623)	1.930	-0.330	-14.60%
侨雄能源(1223)	0.445	-0.065	-12.75%

香港五大成交额 (百万港元)

股票	收盘价	变动(值)	成交额
中国人寿(2628)	30.650	-2.050	4,617
农业银行(1288)	3.530	0.110	1,801
中国移动(941)	80.900	1.100	1,624
A50(2823)	11.960	0.000	1,224
亨得利(3389)	3.600	-0.270	1,176

香港五大成交量 (百万股)

股票	收盘价	变动(值)	成交量
正兴(692)	0.010	0.000	2,305
农业银行(1288)	3.530	0.110	511
亨得利(3389)	3.600	-0.270	337
高宝绿色(274)	0.130	-0.028	329
福方集团(1428)	0.123	0.007	325

个股点评

公司报告

富力地产(2777.HK, 111.02 港元, 首次给予“卖出”评级, 目标价 9.3 港元) – 利润率未有起色

代码	2777.HK
市值 (百万港元)	35,510
3 个月日均成交额 (百万港元)	164.3
52 周最高/低价 (港元)	16.74 / 8.55

虽然过去 18 个月富力地产销售额迅速增加连同销售价格也有所回复, 但公司上半年仍然未能有效恢复其盈利能力。上半年公司录得核心利润人民币 5.5 亿元, 核心利润率为 7.9%, 较同行业公司低 5-10 个百分点。收入按年升 49% 至人民币 69 亿元, 可确认建筑面积增 67% 至 69.8 万平米。展望未来, 我们预期公司在广州的高毛利率住宅及办公项目将有助于改善总体净利润率水平并促使 2010 财年核心利润按年增 26% 至人民币 29 亿元, 尽管如此, 我们担忧高达 105% 的财务杠杆比率加上对关联企业和合营公司的担保将在未来 6-12 个月限制公司增加土储的能力, 而与此同时其较有价值的、主要位于广州和北京的土储随开发售卖进程仍在不断减少。我们首次给予“卖出”评级, 目标价 9.3 港元, 对应 45% 的 NAV 折让, 相比同行业其他公司折让中位数为 40%。

下半年完成销售目标有困难。公司今年前 7 个月录得合约销售额人民币 154 亿元, 对应 51% 的年度销售目标。我们相信在目前紧缩政策环境下, 公司完成全年销售目标是有难度的。公司的项目所在地, 如北京、广州和天津, 都处在紧缩政策的重点打击范围。当富力地产一旦为求完成计划而被迫推动更多项目入市, 将对其销售价格和目标收益率造成负面影响。我们谨慎估计公司全年能够达到人民币 270 亿元的合约销售额。

财务杠杆比率无明显改善迹象。虽然上半年公司达到 120.5 亿元人民币的合约销售额, 但是截止 6 月底净负债权益比也较 09 财年末的 97.6% 上升 7.3 个百分点至 104.9% 的水平。不仅如此, 公司还有对于关联企业及合营公司(参与开发广州亚运城、猎德项目和天津新项目)的担保。公司目前的流动性水平在未来 6-12 个月将极大的限制富力竞拍新土储的能力, 而我们相信此期间由于土地成本有望下降, 对于房地产开发商而言将是绝佳的获取土储的机会。

2010 财年盈利展望。我们估计富力地产在 2010 财年将录得人民币 236 亿元的收入和 29.4 亿元的盈利。年度可确认销售建筑面积将略增 10% 至 208 万平米, 其中上半年为 69.8 万平米。全年核心净利润率估计为 12.4%, 较上半年的 7.9% 有所改善, 比 09 财年的 12.9% 基本持平。

核心财务数据

年度	收入 人民币百万元	净利润 人民币百万元	核心利润 人民币百万元	每股收益 人民币元	每股收益变动 %	市盈率 倍	市账率 倍	股息率 %	权益收益率 %	财务杠杆比率 %
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

资料来源: 公司资料、招银国际研究部、彭博

港股消息

1. 中国银行(3988.HK)上半年业绩增 27%至人民币 520 亿元，净息差维持 2.04%

中国银行公布中期业绩，上半年净利润按年增 26.87%至人民币 520 亿元，每股盈利 20 分，不派息。

期内利息收入升 16.25%至人民币 1,480 亿元，净利息收入增 22.94%至 918.64 亿元，净息差为 2.04%，与上年同期持平，境内人民币净息差同比上升，外币净息差有所下降；非利息收入按年升 23.83%至 410.15 亿元；在营业收入中的占比为 30.87%，提高 0.16 个百分点；减值贷款率为 1.23%，较去年底下降 0.32 个百分点；不良贷款率为 1.20%。

2. 工商银行(1398.HK)上半年多赚 27%至人民币 846 亿元，息差升 15 基点

工商银行公布中期业绩，期内营业额增 22%至人民币 1,809 亿元，净利润为人民币 846 亿元，按年增长 27.4%，每股盈利 0.25 元，不派息。上半年利息净收入为人民币 1,433.12 亿元，按年增长 23.5%，占营业收入的 79.2%；净息差为 2.28%，上升 0.15%；非利息收入为人民币 376.16 亿元，按年增长 17.4%，占营业收入的比重为 20.8%。

3. 中国石油(857.HK)半年多赚 29%至 653 亿，实现原油价按年升 71%至 72 美元

中国石油公布上半年业绩，期内营业额升 64.9%至人民币 6,847.97 亿元，股东应占溢利为人民币 653.3 亿元，较去年同期的 505.01 亿元增长 29.4%，每股盈利人民币 36 分，拟派中期股息每 16.063 分。

上半年集团平均实现原油价格为每桶 72.42 美元，较去年上半年的 42.46 美元劲升 70.6%；勘探与生产板块仍然是集团最重要的盈利贡献板块。

4. 中国联通(762.HK)上半年业绩倒退 62%，移动综合 ARPU 为 42.9 元人民币

中国联通公布中期业绩，期内营业额升 7.6%至人民币 821.13 亿元，股东应占溢利为人民币 25.26 亿元，较去年同期的 66.16 亿元倒退 61.8%，每股基本盈利人民币 0.11 元，不派息。

上半年公司 3G 和固网宽带业务快速发展，GSM 业务保持平稳，固话业务下滑趋缓；GSM 业务平稳发展，实现通信服务收入 351.2 亿元人民币，按年增 2.7%；移动用户综合 ARPU 为 42.9 元，同比提高 2.9%，其中，3G 用户 ARPU 为 134.0 元，继续保持较高水平，GSM 用户 ARPU 为人民币 39.8 元，同比下降 4.6%；上半年，3G 用户累计净增 481.8 万户，用户总数达到 756.0 万户，其中，手机用户占比达到 91.9%；3G 彩信用户达到 116.9 万户。

5. 中海油服(2883.HK)中期业绩翻一番至人民币 22 亿元，钻井业务利润上升最快

中海油服公布中期业绩，期内收入升 11.7%至人民币 87.28 亿元，股东应占溢利为人民币 21.74 亿元，较去年同期的 10.28 亿元增长 1.11 倍，基本每股收益为人民币 48.37 分。

按照业务种类划分，上半年油田技术服务和船舶服务板块收入增长相对较快，分别为 31.9%和 35.3%，钻井服务与物探服务收入保持平稳但钻井业务经营开支下降 22.6%，因此钻井业务经营利润上升最快，按年增 87.2%至人民币 17.8 亿元，其次是油田技术服务板块，营业利润增 49.5%至 5 亿元，而物探业务由于经营开支大幅上升 33%而收入仅增长 9%，因此经营利润较去年同期减少 36.2%至 1.6 亿元。

6. 中银香港(2388.HK)半年多赚 7.5%，净利息收入跌 0.6%

中银香港公布中期业绩，期内营业额增 17.7%至 164.16 亿港元，股东应占溢利为 71.9 亿港元，较去年同期的 66.91 亿港元增长 7.5%，每股盈利 68 港仙，拟派中期息每股 40 港仙。

上半年该行录得净利息收入 89.64 亿港元，较去年同期的 90.14 亿元微跌 0.55%；由于市场利率下降及价格竞争激烈，净息差较去年同期收窄 21 个基点至 1.58%，但减幅大部分被该行平均生息资产增长所抵销，期内该行平均生息资产增长 12.6%至 11,424 亿港元。期末总客户存款较年初增长 5.7%至 8,927 亿港元，客户贷款增加 11%至 5,715 亿港元。

新股速递

1. 消息指三江化工下周五招股，集资不超 10 亿元

引述市场消息指，内地最大的私营 AEO 表面活性剂及环氧乙烷生产商三江化工，将于下周一（8 月 30 日）路演，并计划于下周五（9 月 3 日）公开招股，9 月 16 日在香港挂牌上市，集资不超过十亿。保荐人为交银国际和大和证券。三江化工的基地位于嘉庆，产品主要用于沐浴乳、化妆品等方面。截至去年底止，集团环氧乙烷及表面活性剂产能分别 12 万及 11.8 万吨，其中环氧乙烷产能明年将增至 18 万吨，表面活性剂产能今年内将增至 21 万吨。

2010 年新股上市概况

代码	名称	上市日期	招股价 (港元)	发行股数 (百万股)	超额配售 (百万股)	集资额 (百万港元)	主要承销商	收市价 (港元)
1428	耀才证券	25/8/2010	1.60	166.8	-	266.9	交银国际	1.67
2233	西部水泥	23/8/2010	1.69	823.1	-	1,391.1	工银国际、德意志银行	1.99
640	星谦化工	12/8/2010	0.60	125.0	-	75.0	永丰金证券，第一上海，新鸿基	0.96
936	敏达控股	19/7/2010	1.00	50.0	-	50.0	结好证券	1.09
1288	中国农业银行	16/7/2010	3.20	25,411.8	3,811.8	93,515.3	中金,高盛,摩根斯坦利,德银,摩根大通等	3.53
2118	天山发展	15/7/2010	1.40	250.0	-	350.0	光大证券香港	1.40
1900	中国智能交通	15/7/2010	3.49	236.8	18.8	892.0	美银美林,建银国际,麦格理	3.57
1019	康宏理财	13/7/2010	1.20	100.0	-	120.0	华富嘉洛,康宏证券	1.66
976	齐合天地	12/7/2010	2.43	250.0	-	607.5	建银国际	2.90
1788	国泰君安国际	8/7/2010	4.30	410.0	-	1,763.0	国泰君安、汇丰、工银国际、瑞银	3.66
1020	华耐控股	7/7/2010	0.76	390.0	-	296.4	星展亚洲、金英证券	0.72
951	超威动力	7/7/2010	2.18	250.0	5.3	556.5	法巴	2.35
325	创生控股	29/6/2010	3.52	212.8	24.3	834.8	瑞银	3.50
2128	中国联塑	23/6/2010	2.60	750.0	-	1,950.0	摩根大通,瑞银	2.64
2228	海东青新材料	21/6/2010	2.38	240.0	-	571.2	国泰君安	3.37
8295	卓亚资本	18/6/2010	0.20	300.0	-	60.0	日发,新鸿基	0.16
873	国际泰丰控股	11/6/2010	2.06	280.0	-	576.8	招商证券,大和	2.50
8337	直通电讯	2/6/2010	0.30	250.0	37.5	86.3	国泰君安	0.16
2188	泰坦能源技术	28/5/2010	1.18	200.0	30.0	271.4	国泰君安	1.33
2268	优源控股	27/5/2010	2.58	250.0	-	645.0	汇丰	2.62
2222	雷士照明	20/5/2010	2.10	727.5	56.3	1,646.1	高盛,汇丰	3.18
973	L'Occitane	7/5/2010	15.08	364.1	41.02	6,109.5	里昂,汇丰,瑞银	16.36
503	朗生医药	7/5/2010	3.91	141.4	15.0	611.3	派杰亚洲	3.13
877	昂纳光通信集团	29/4/2010	2.90	193.3	29.0	644.6	里昂,派杰亚洲	4.39
1863	思嘉集团	29/4/2010	3.28	200.0	28.8	750.6	派杰亚洲	3.37
1999	敏华控股	9/4/2010	6.80	241.3	6.1	1,681.8	麦格里	8.72
923	福和集团	31/3/2010	2.30	620.0	93.0	1,639.9	苏皇,瑞银	2.65
830	远东环球	30/3/2010	1.18	361.9	-	427.0	中银国际	0.80
1998	飞克国际	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	中银国际,摩根斯坦利,瑞银	12.28
1280	汇银家电	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,永丰金	2.05
2010	瑞年国际	19/2/2010	3.00	300.0	45.0	1,035.0	汇丰	5.79
1938	珠江钢管	10/2/2010	4.50	300.0	11.1	1,400.1	工银国际,摩根大通	2.80
1683	国际煤机	10/2/2010	4.88	520.0	-	2,537.6	中银国际,瑞银	4.05
1966	中骏置业	5/2/2010	2.60	600.0	-	1,560.0	建银,德银,麦格里	2.23
953	美克国际	1/2/2010	1.43	250.0	37.5	411.1	招商证券	1.52
1878	南戈壁	29/1/2010	126.04	27.0	0.2	3,432.1	花旗,麦格里	81.00
486	RUSAL	27/1/2010	10.80	1,610.3	-	17,391.2	中银国际,美银美林,法巴,瑞信,野村等	7.64

资料来源：彭博，招银国际整理

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
投机性买入	：股价于未来 3 个月的潜在涨幅超过 20%，波动性高
投机性卖出	：股价于未来 3 个月的潜在跌幅超过 20%，波动性高

招银国际金融有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际金融有限公司(“招银国际”)为招商银行之全资附属公司

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银国际不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银国际建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银国际书面授权不得提供给他任

何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本

报告分发或提供给任何其他人士。