



投資觀察 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

外資重投港股懷抱

美國上周公布的3月份就業市場數據表現理想，加強市場對美國經濟前景信心，亦有助抵消投資者對日本受三重災難打擊後對環球經濟帶來不利影響的憂慮，在全球金融市場資金流動性極度充裕的環境下，任何利好消息及預期因素的出現，皆成為促進資金流往估值較吸引與經濟前景理想的股市的誘因。

儘管美國近期公布的經濟數據大致反映當地經濟的復甦動力逐漸加強，而當地勞工市場改善勢頭亦見進一步加強，按照現行的經濟表現，聯儲局推行第三輪量化寬鬆措施的機率按理下降。不過，美國總統奧巴馬已正式宣布角逐連任，故不排除聯儲局在政治因素左右之下推出新一輪量寬以支撐美國經濟復甦的持續力，尤其是局方希望透過預期效應的利多影響激勵股市向好，以製造財富效應刺激經濟。加上，近期美國房地產市場再呈轉弱趨向，為聯儲局提供較有力的理據以推行更多量寬措施支撐經濟復甦。短期內，投資市場對第三輪量寬有機會推行的憧憬下，成為資金推動股市上升的其中一主要藉口。

事實上，日本央行至今已向金融體系注資約4.74萬億美元，美日向市場注進的大量資金，其對內地、香港資產市場產生的利好影響，完全足以抵消內地進行的貨幣政策緊縮產生的負面影響。港元匯價近日顯著轉強，反映資金重新流進本港，而近期港股成交金額持續增加，上周五達到915億元，反映海外資金重回港股跡象加強，意味港股短期縱使面對技術整固需要，但資金回流持續的因素將推動港股短期仍有上升空間，由技術走勢面研判，恆生指數第二季阻力為25,000關卡。

證分分析 海通國際

招商局受惠行業復甦

招商局國際(0144)的2010年業績令人鼓舞，其收入躍升62%至58億元，帳面純利及經常性純利則分別按年大增82%及68%至58.76億元及43.46億元。該公司的末期及全年每股股息分別為0.78元及1.03元，按經常性盈利計算的派息比率為58%，按年升幅為4個百分點。

招商局的盈利堅實增長，略為超出我們預期，主要原因是其核心港口業務以及作為配套的集裝箱製造業務均強勁復甦。於2010年，港口業務的除息稅前盈利按年躍升42%至57.49億元，但由於集裝箱製造業務的反彈幅度更加強勁，故港口業務佔公司全年盈利的比重按年減少13個百分點至73%。該集團港口資產的總吞吐量按年增加19%至5,228萬個標準箱。其三大經營地區上海、深圳和香港的裝載量分別增長16%、24%及7%，並佔招商局於2010年總吞吐量的56%、22%及12%。

集裝箱製造業務佔招商局其餘盈利的一大部分，此業務的除息稅前盈利增加2.2倍至12.71億元。招商局擁有內地上市聯營公司中集集團的25%股權，於2010年，中集集團的銷量按年上升10倍至144萬個標準箱，純利則增加2倍至人民幣30.02億元。

我們預料，貿易前景向好，將帶動招商局於2011年的吞吐量增長維持於10%左右，加上處理費可能上升約5%，或會成為公司的額外盈利增長動力。集裝箱航運市場復甦，亦推動中集集團的盈利前景更趨樂觀。我們預料招商局於2011年的經常性盈利將增加15%左右，因而維持對該股的買入評級，目標價保持於38.00元，相當於預計市盈率18.8倍。

AH股差價表 人民幣兌換率0.84171

名稱	H股(A股)代號	4月4日收市H股價(港元)	3月30日收市A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
南京熊貓電子	0553(600775)	2.10	8.54	79.3
洛陽玻璃	1108(600876)	2.31	7.69	74.71
儀征化纖股份	1033(600871)	3.15	10.15	73.87
東北電氣	0042(000585)	1.56	4.88	73.09
山東新華製藥	0719(000756)	2.90	7.81	68.74
天津創業環保	1065(600874)	4.76	7.19	67.68
昆明機床	0300(600806)	4.98	12.70	66.98
北人印刷	0187(600860)	3.20	7.83	65.59
中國南方航空	1055(600029)	3.40	8.16	64.92
上海石油化工	0338(600688)	3.83	8.73	63.06
華電國際電力	1071(600027)	1.65	3.74	62.85
中國東方航空	0670(600115)	3.01	6.39	60.34
經緯紡織	0350(000666)	6.28	13.31	60.27
大唐發電	0991(601991)	2.90	6.12	60.10
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.97	4.09	59.45
廣州藥業股份	0874(600332)	9.96	19.92	57.90
上海電氣	2727(601727)	3.97	7.87	57.53
北京北辰實業	0588(601588)	1.88	3.66	56.75
廣船國際	0317(600685)	15.90	30.89	56.66
海信科龍	0921(000921)	4.60	8.45	54.17
中國鋁業	2600(601600)	7.50	11.68	45.94
中國國航	0753(601111)	7.36	11.21	44.72
江西銅業股份	0358(600362)	26.00	39.52	44.61
中海集運	2866(601866)	3.08	4.46	41.86
金風科技	2208(002202)	14.06	20.21	41.43
四川成渝高速	0107(601107)	5.02	6.71	37.01
鳳鳴電氣	1812(000488)	6.34	8.14	34.42
金隅股份	2009(601992)	13.18	16.92	34.41
中海油田服務	2883(601808)	17.26	21.99	33.91
中國中冶	1618(601618)	3.22	4.09	33.71
中國通洋	1919(601919)	8.00	10.15	33.64
紫金礦業	2899(601899)	6.19	7.78	33.01
華能國際電力	0902(600011)	4.50	5.60	32.34
兗州煤業股份	1171(600188)	28.15	34.94	32.17
廣深鐵路	0525(601333)	2.92	3.61	31.90
瀋陽鐵路	2338(000338)	47.95	55.22	26.89
中國石油化工	0386(600028)	7.81	8.65	23.98
中海發展股份	1138(600026)	8.78	9.69	23.71
深圳高速公路	0548(600548)	5.03	5.52	23.28
中信銀行	0998(601998)	5.55	5.77	19.01
東方電氣	1072(600875)	26.95	27.66	17.97
中國石油股份	0857(601857)	11.68	11.94	17.64
中煤能源	1898(601898)	10.62	10.78	17.05
安徽皖通公路	0995(600012)	6.28	6.23	15.13
中國南車	1766(601766)	7.91	7.19	7.37
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	4.29	3.83	5.69
中國中鐵	0390(601390)	5.18	4.57	4.57
安徽海螺水泥	0914(600585)	47.20	41.00	3.07
中國通訊	0763(000063)	35.05	29.61	0.34
中國鐵建	1186(601186)	8.36	6.99	-0.70
青島啤酒H	0168(600600)	38.25	31.93	-0.86
中國神華	1088(601088)	36.15	28.98	-5.03
中聯重科	1157(000157)	19.48	15.61	-5.07
中國銀行	3988(601988)	4.29	3.36	-7.50
民生銀行	1988(600016)	7.26	5.65	-8.19
江蘇寧滬高速	0177(600377)	8.77	6.77	-9.07
鞍鋼股份	0347(000898)	10.58	8.14	-9.43
中國人壽	2628(601628)	28.65	21.10	-14.32
工商銀行	1398(601398)	6.38	4.52	-18.84
交通銀行	0939(601939)	7.25	5.03	-21.36
建設銀行	3328(601328)	8.32	5.74	-22.04
中國太保	2601(601601)	32.90	22.47	-23.28
招商銀行	3968(600036)	21.30	14.28	-25.59
農業銀行	1288(601288)	4.24	2.75	-29.81
中國平安	2318(601318)	77.15	49.99	-29.94

股市縱橫

越秀偏低具值博

中國人行昨日傍晚宣布加息0.25厘，對今日復市的內地股市及港股，會否構成影響，成為市場關注所在。儘管人行加息為市場增添不明朗因素，不過港股近期受資金湧入所推動，已成功扭轉頹勢，因此若遇調整反而提供低吸良機。內房股一向對息率較為敏感，但觀乎近期相關板塊卻有不俗的表現，投資者已將「磚頭」作為抗通脹的資產增值主要選擇之一，令該類股份得以脫穎而出。

恆大地產(3333)一口氣連升5個交易日，本周一更攀至4.99元的上市以來新高，最後以4.94元報收，單日升近8%，而過去5日累積則升23.5%。恆大強勢畢呈，但14天RSI已高達78，已接近超買狀

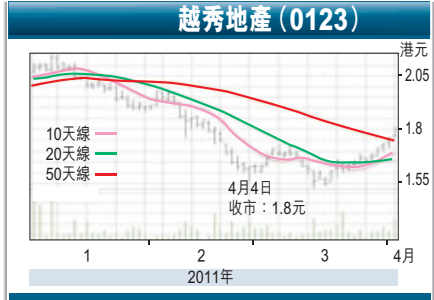
態，而此股P/B亦達4.8倍，當然超買及高P/B並非意味其升勢將完結，但現水平才上車，論值博率則不算太吸引。

越秀地產(0123)也是連升5個交易日，周一以1.8元報收，惟連升5日累積升幅只不過8.43%，而該股P/B約1.2倍，亦是該股值博率不俗之處。》越秀較早前派發成績表，截至去年12月底止，全年純利9.19億元(人民幣，下同)，升42.2%，每股基本盈利0.1228元，不派末期息。以現價計市盈率約12倍，論估值尚處於合理水平，而與09年度一樣，集團均不派中期及末期息，無疑對「食息族」而言，確有點失望，但公司有意預留更多資金用作增加土儲之用，則情有可原。

積極增加土儲有利前景

事實上，越秀近年積極增加土儲，去年12月底便宣布合共斥資約3.88億元人民幣(約4.57億港元)及約2.7億港元貸款代價，收購瀋陽地產項目，共涉資7.27億港元。集團上月下旬又宣布，以21.5億元人民幣投得遼寧省瀋陽市南塔街地皮，可建築面積約52.6萬平方米，也令在瀋陽市的土儲增至約87萬平方米。

交銀國際最近的研究報告，雖然將越秀資產淨值測算調低11%至3.52港元，目標價同樣調低11%至2.46港元，但就認為現價估值於同業中尚處折讓。交銀指



出，展望越秀今年銷售目標按年增幅只有2%，主要是由於數個主要銷售項目仍在申請預售證，所以上半年以出售商業投資物業為主。

就技術走勢而言，越秀近期緩步回升，現價已企穩於多條重要平均線之上，在市場對落後內房股仍有憧憬下，該股反彈之勢仍可期擴大，上望目標為年高位的2.21元。

人行加息 可捧內險電信股

數碼收發站

美股周一再小幅上升收報12,400水平，周二亞太股市在兩岸三地股市均休市而轉入窄幅上落，不過日、菲股市則回落達1%，印度股市一度急跌逾百點，但尾市卻反彈微跌14.9點或0.08%，對中國內地再度加息並未有負面反應。執筆時歐洲股市偏軟而非急跌，道指期貨亦回落20點而已，市場對中國這次加息旨在遏抑通脹的舉措並非太負面。內地及香港今日復市，內地股市回落的幅度尚不大，對港股已形成的升浪應無影響，遇回落反為未入市投資者提供低吸機會。 ■司馬敬

紅籌國企/高輪

濰柴動力升勢未盡

工業製品股近期也成為市場熱捧的亮點之一，當中又以三一國際(0631)再度攀高至上市以來高位最為悅目，該股周一曾高見14.9元，收市報14.66元，仍升0.68元，升幅4.86%。三一國際截至去年底止，收益升41.1%至26.8億元(人民幣，下同)，純利則升36.7%至6.7億元，每股盈利32分，派末期息7.6港仙，另建議每10送5紅股。上年同期派息6港仙。以現價計，該股市盈率高達38倍，估值已不便宜。而息率0.52厘，也欠吸引力。若選擇同類股份，可留意濰柴動力(2338)。

濰柴動力近期在退至45元水平復見支持，周一更重破50元關口，高見51.45元，收報51.35元，升2.2元，升幅4.48%。濰柴較早前公布2010年度業績，營業額626.66億元(人民幣，下同)，按年增加77.7%；毛利134.71億元，年增76.5%。錄得純利增長99%至67.81億元，每股盈利4.07元。末期息43分，上年同期派48分。集團業績優於市場預期，至於派息表面看不增反減，但若計及期內有10送10紅股的因素，派息已然大增。事實上，集團10年度有7.16億盈餘用於派息，而09年度只為3.99億元。

2011年為「十二五」開局之年，管理層對前景抱有信心，預期全年銷售收入達730億元。以現價計，該股市盈率約10倍，尚處於十分合理的水平，而股價又企於10天、20天及50天等多條平均

滬深股評

東方電氣估值低具吸引

東方電氣(600875.SS)發布2010年年報：實現銷售收入381億元(人民幣，下同)，同比增長15%；實現淨利潤25.8億元，同比增長67.5%；折合每股收益1.29元，符合我們之前對公司1.30元的業績預測。

經營分析：在手訂單飽滿，對未來業績形成保障，火電將是今年業績的支撐：公司2010年新接訂單500億元，在手訂單增長至1,400億元，相當於2010年銷售收入3倍。去年下半年風電新增訂單量有所下降，但是根據我們測算，公司火電訂單已經達到700億元以上，未來兩年將是交付高峰，預計年火電產量將達到2,800-3,000萬千瓦的水平，將對業績形成直接貢獻。

核電規劃受制不影響中期業績，長期來看依托公司的行業地位產品只是結構性的此消彼長：市場最為關心的是公司核電訂單受到日本事故的影響。

400億核電訂單已獲批文

我們認為核電影響是在規劃和訂單層面的，而在400億元核電訂單的保障下且近兩年內交付的基本上都是已經拿到批文的在建核電項目，核電審批暫停對業績影響不顯著。兩年內核電業績貢獻仍然十分明確。至於訂單枯竭對核電兩年後的影響，我們認為核電的裝機肯定需要其它發電方式來彌補，而無論選擇何種方式，作為電源裝備製造的行業領導者的公司必將受益。

至少目前情況對公司而言不會比08年地震困難更差；今年的三看點—水電招標高峰，出口市場

線之上，技術走勢亦告改善。另一方面，濰柴動力一向被視為基金愛股，在熱錢有跡象持續流入港股下，該股可望成為市場收集對象。現水平上車，上望目標為年高位的60.45元，惟失守45元支持則止蝕。

港股破位升 購輪29940可取

港股成功突破24,000點大關，若繼續看好市況攀高行情，可留意恆指瑞信購輪(29940)。29940周一以0.17元報收，升0.023元，升幅15.65%，成交11億股。此證於今年7月28日到期，換股價為23,700，現時溢價3.77%，引伸波幅23.65%，實際槓桿9.8倍。29940勝在交投較暢旺，現時數據又屬合理，其爆發力亦強，均為較可取之處。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股反彈之勢延續，中資股投資氣氛也有望升溫。

濰柴動力：

業績表現理想，現時估值不算貴，料反彈可期擴大。

目標價：	止蝕位：
60.45元	45元

張怡

港股透視

交銀國際

蒙牛盈利增長可觀



蒙牛乳業(2319)2010年純利按年增長10.9%至12.373億元(人民幣，下同)，低於市場及我們預期。年內收益按年增加17.7%至302.65億元，符合我們預期。純利按年上升10.9%，較我們預期低5%，主要由於原奶價格上漲，導致毛利率下降。2010年度整體毛利率下滑1個百分點至25.7%。受有效稅率高於預期影響，純利率按年下跌0.2個百分點。公司派發股息每股0.16元，相當於22.5%的派息率。

經營費用包括銷售及經銷費用、行政及其它經營費用。經營費用對收入的佔比由2009年的21.9%下滑至21.6%。其中銷售及經銷費用佔17.9%(2009年度為18.1%)，而廣告及宣傳費用對收入的佔比由2009年度的10.3%大幅下降至7.8%。管理層指2011年度的銷售及經銷費用將較去年低。

今年毛利率面對壓力較低

管理層相信今年原奶的價格增幅將放緩，主要由於原奶的供應將於第2季及第3季增加，從而舒緩原奶價格的上升壓力。根據目前的情況，原奶價格將於3至4月觸頂，並於7至8月稍微下滑。由於飼養成本上升加上市場供應依然稍為偏緊，我們預期原奶價格今年整體將上升5-8%(2010年的增幅為18%)。

高端乳製品主要增長動力

蒙牛在高端乳製品市場具有領導地位，市場份額達60%，具有強大的議價能力。高端乳製品於2010年約佔總收入的20%。管理層希望高端乳製品對總收入的比例可每年增長1%-2%。由於高端乳製品的毛利率平均維持於28%或以上，管理層旨在於2015年提高毛利率至28%。

隨着行業增長勢頭回復正常，我們認為蒙牛於2011年度及2012年度有望取得可觀盈利增長，原因如下：(1)蒙牛在高端乳製品市場具有領導地位，可通過優化產品組合改善毛利率；(2)蒙牛致力增取更多奶源供應；(3)蒙牛轉嫁成本的能力高；(4)受惠於行業整合。我們按目前行業2011年平均預測市盈率25倍，我們重新把目標價定為27.10港元。蒙牛2011年度預測/2012年度預測的市盈率分別為18.6倍及14.7倍，估值吸引。維持「買入」評級。

蒙牛乳業估值表(人民幣)

12月結(百萬元)	08年度	09年度	10年度	11年度F	12年度F
營業額	23,865.0	25,710.5	30,265.4	35,740.1	42,183.6
EBITDA	(1,134.1)	1,302.9	1,455.0	1,900.2	2,445.7
純利	(948.6)	1,115.8	1,237.3	1,616.5	2,044.4
每股盈利(元)	(0.64)	0.68	0.71	0.93	1.18
增長率(%)	N/A	N/A	4.5%	30.6%	26.5%
股息率(%)	0.7%	0.9%	0.9%	1.6%	2.0%
市盈率(倍)	N/A	25.4	24.3	18.6	14.7
市賬率(倍)	5.4	3.2	2.9	2.6	2.3

資料來源：公司、交銀國際

註：F：預測 EBITDA指扣除利息、稅項、折舊及攤銷(商譽)前的盈利