

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

期指率先出現回升勢頭

5月5日。經歷了一波六連跌的行情之後，港股的反彈動力依然未能增強。歐美股市從近期高點開始回整，加劇了市場的謹慎氣氛。在資金回流速度未有進一步加快的背景下，港股仍處於由4月底展開的調整弱勢當中。恆生指數要盡快恢復到23,500點上方來扭轉弱勢，不然的話，要提防港股的中期弱勢有逐步確立形成的機會。

目前，市場的謹慎氣氛未有消散，甚至有逐步走向審慎悲觀的態度。美聯儲宣佈維持現時的超低利率政策不變，強化了全球通脹升溫的預期。亞洲地區面對的通脹壓力最大，印度央行和越南央行在本週已率先出招，都上調了基準利率來抗衡通脹。至於內地方面，人民銀行未有在勞動節假期進一步加息，暫緩加息的舉動在市場預期之外，但是對於滬深及本港兩地股市未能構成刺激作用，股市未能因此而扭轉調整弱勢。

內地在本月1日公布了4月份的採購經理人指數(PMI指數)，報52.9點，數字出現回落並且比市場預計的要低，緩解了經濟增長過快過熱的憂慮，這個可能是內地未有急於加息的原因。但是，在通脹上升預期未有降溫之前，經濟增長卻率先出現減速跡象，對於股市來說就不是一個好消息，亦促使了市場氣氛逐步趨向審慎悲觀，相信這是近期資金抄底不積極的原因。在整體形勢未能出現改觀之前，相信股市將難以扭轉調整弱勢。

技術反彈要求提升

恆生指數在周四出現低位震動，資金介入的信心未見增強。市場在周三盤曾一度出現了抄底的初步行動，但是在市場人氣未能恢復的背景下，大市仍處於反彈乏力的局面。恆生指數收盤報23,262點，下跌54點，主板成交量再度下降到674億多元。目前，港股已連跌了7個交易日，技術反彈的要求出現提升。而即期期指在周四亦已率先展現回升勢頭，低水幅度收窄說明了空頭有回補跡象。不過，倘若港股成交量未能出現回升的話，估計恆生指數在23,500點關口將會遇到反彈阻力。

證券分析 國泰君安(香港)

信行估值便宜 收集時機

中信銀行(0998)2010年業績強勁。該行2010年的貸款增速達到18.64%，低於行業平均的19.9%。淨息差提升12個基點到2.63%，與招行在一個相似水平。信貸成本從0.25%明顯升至0.36%，主要是該行在2010年第4季度提取了28.1億的準備金，相當於10年全年的53.5%。

該行貸款撥備率仍處於1.44%這個比較低的水平，我們預期2.5%的貸款撥備率將對該行產生較大的撥備壓力，其在2011-2013信貸成本將會攀升。

我們將該行11-12年稅後淨利分別上調15.2%和27.3%，以反映較高的淨息差和良好的成本控制。目標價上調至6.70港元，相當於2011年預測市盈率8.6倍，市淨率1.5倍。該行目前股價相當於2011年預測市盈率7.3倍，市淨率1.3倍，估值非常便宜，已經折算了較低的撥備覆蓋率以及該行面臨的大部分政策不確定性風險。建議投資者逢低收集。(摘錄)

AH股差價表 5月5日收市價

Table with columns: 名稱, H股(A股), H股價(港元), A股價(人民幣), H比A折讓(%)

股市縱橫

達芙妮走勢轉強可跟進

復活節及「五一」長假期先後結束，零售消費股熱炒近日似有轉冷的跡象，不過觀乎在昨日淡市下，從事鞋類生產及銷售的達芙妮(0210)卻依然有不俗的走勢，曾走高至6.49元，收市報6.38元，仍漲0.12元或1.97%，成交1,406萬元。達芙妮股價從1月中高位的8.29元開始回落，直至4月初跌至5.53元水平才止跌回升，至4月8日已回升至6元以上，昨收市價已企於10天、20天及50天等多條重要平均線之上，平均線排列也呈強，料後市反覆向好之勢仍可望延續。

集團於去年恢復較強勁的盈利表現，錄得營業額升13.61%達66.24億元，毛利

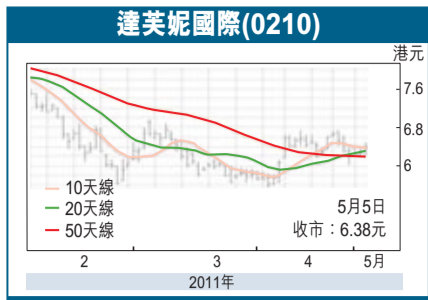
增18.51%至38.01億元；核心品牌業務去年毛利率59.6%，按年增長1.2個百分點；純利更達5.96億元，按年增51.21%，每股盈利36.36仙，派末期息6仙。觀乎集團去年自有品牌「達芙妮」及於08年推出針對中低端客戶的「鞋櫃」為主要收入來源，共佔總收益86%，其中「達芙妮」佔集團總收益近66%，而「鞋櫃」則佔近2成。截至去年底，集團在內地的銷售點數達3,789個，其中約1成位於一線城市，32%位於二、三線城市，其餘位於四至六線城市。

達芙妮最近派發截至今年3月底止的首季業績，其核心品牌業務包括達芙妮

及鞋類產品，今年首季同店銷售增長1%，期內淨開138分店，當中包括128間直接經營店舖及10間特許經營店舖，顯示增長勢頭仍佳。值得一提的是，近年內地低技術人工工資上漲速度加快，內需成經濟發展火車頭，達芙妮因應市場大趨勢，增設中低端客戶的「鞋櫃」，可望從中捕捉龐大的商機。

拓中低檔市場前景樂觀

另一方面，據管理層早前表示，今年仍以維持利潤率增長為主要任務，而為應對通脹壓力，擬把產品單價逐步提升到250-270元人民幣，並計劃今年新開



800家店舖，包括600個直營銷售點及200個加盟零售點，總開支約4億元。此外，集團正積極優化存貨管理，務求於把存貨周轉天數由180減至120，也有望提升盈利表現。

市場預期達芙妮今年盈利可增30%，以現價計相當於市盈率低於12倍，在同業中仍享估值偏低的優勢。在股價技術走勢向好下，料中線有力挑戰年初以來高位8.29元。

中資電信股呈強

數碼收發站 美股道指隔晚出現較明顯的回吐壓力，曾挫逾百點，收市則跌83點。美股轉弱，亞太區股市昨以互有升跌回應，滬深、台、澳、紐及印尼等市場均微升，而印度及菲股均跌逾1%最弱，至於港股、大馬、星等市場亦走疲。港股連跌6日後，昨日早市依然乏力反彈，及至午後復市初段曾倒升，高見23,348點，惟市市很快即告結束，最後以23,262點收市，跌53點或0.23%，主板成交縮減至674億元。港股連日走低，投資氣氛已轉弱，能否因短期超賣已作出反彈，有賴外圍市況的配合。 司馬敬

恆指失守50、100天線支持位後，昨天試23,100/22,800的大承接區，低見23,168，尾市回升23,200之上水平，連跌7日，淡友可謂沾盡上風。不過，這次跌市也為中線投資者帶來低吸機會，包括聯通(0762)、中電信(0728)、中移動(0941)、內銀四行、港一線地產股及原材料股等業優股。

聯通自公布首季淨利受手機補貼影響銳減後，股價借勢調整，但昨日已獲大盤承接反彈，並重上10天線水平，收報15.52元，升0.14元或0.91%，有重拾上升之勢。聯通的3G上客量增長為同業之冠，正值內地大力推動三網融合，三大電信股可直接受惠，聯通的「進取」支持股價表現跑贏同業。

個股方面，中木(0269)第二日反彈，收報0.325元，升12%，成交6,260萬元。三日內自0.26元低位反彈上昨

日的高位0.33元，足見早前非理性的拋售已被消化，也印證好項目趁低作中線收集的機會。提及的豐德麗(0571)亦反彈0.11元或4.1%，收報2.74元，基於「好事近」，仍值得持有及吸納。黃金集團今日起正式改名為金利豐金融(1031)，上月底剛獲日資的思佰益(6488)入股2.74%，之前已有平保(2318)旗下的平安人壽入股，朱太致力引入中外資而令金利豐成為大中華最大證券金融集團之一，值得看高一線。

小股東遊行訴求要理順

停牌已達7年的大凌集團(0211)數百小股東昨天又到證監及聯交所請願，比08年、09年兩次遊行人數更多。大凌小股東尋求公司復牌以便手持股票可套現的要求非常合理，據小股東代表向媒體道出今次遊行的原因，是證

監會對大凌大股東的訴訟在今年1月已作出判決，監管當局曾承諾有判決便可讓公司復牌，奈何判決後已四個月，公司復牌仍無期，遂引發小股東又在中環鬧市遊行，令香港金融中心形象受損。

大凌業績連年盈利派息送紅股，證明公司管治良好，而大股東已退出管理層多年，依照近年證監、聯交所處理問題公司時將大股東訴訟與公司復牌分開處理，如國美電器(0493)就是典型例子，既然證監對大凌大股東的訴訟已作出判決，聯交所就應該讓公司復牌，即不准復牌亦應向公眾解釋理由，避免小股東作出過激行為，之前已有小股東狀告上市科事件，指控上市科在處理復牌、復牌沒有按機制行事而失職。按道理，已7年之久，一是將其除牌，一是讓其復牌，應該有個了斷。

紅籌國企/高輪

廣藥反彈潛力看高一線

內地股市經過周三急挫逾2%後，當地股市昨日現穩行情，滬綜指收市反彈0.22%，而深證成指也升0.15%。儘管滬深股市回升力度不算太強，惟個股表現仍佳，A+H股方面，重慶鋼鐵(1053)在兩地市場表現均見不俗，其A股升1成至漲停板，而H股也升3.52%。

上海醫藥(2607)於昨日正式展開香港的招股活動，市傳全球最大製藥企業輝瑞製藥有可能藉機入股這家內地第2大的醫藥分銷企業，以進一步深化內地醫藥市場的產品生產、銷售、分銷和終端的全產業鏈佈局，也令其備受市場注目。上海醫藥可望獲得理想的認購反應，市場有炒影子的跡象，其中龍頭股的國藥控股(1099)便漲逾3%報收。

同屬藥業股的廣州藥業(0874)近日走勢也有所改善，昨以全日高位的9.58元報收，升0.25元，升幅為2.68%，成交增至313.4萬股。廣藥最近公佈第一季度業績，錄得淨利潤8,698萬(人民幣，下同)，按年增長27.36%，每股收益10.7分。期內營業收入13.77億元，同比上升1%。雖然業績未為市場帶來驚喜，但集團旗下的生物藥「狂犬疫苗」開始銷售，加上「抗HBV治療性雙核DNA疫苗」亦已完成臨床IIa試驗，都可望成為未來的增長動力。

事實上，據業界估計，廣藥今年來自狂犬

病疫苗收入可達到1.4億元，而明年更將放量增長，有望超過2.5億元。股價已連升3日，技術走勢亦得以強化，目標價將上移至11元水平，惟失守近日低位支持的8.63元則止蝕。

騰訊趨穩 購輪28381博反彈

騰訊(0700)為昨日少數可保升勢至完場的重磅藍籌股，若繼續看好其後市反彈行情，可留意騰訊比聯購輪(28381)。28381昨收0.155元，升0.003元，升幅13.97%，成交4.99億股。此證於今年8月1日到期，換股價為215元，兌換率為0.01，現時溢價8.83%，引伸波幅40.8%，實際槓桿7倍。28381為輕微價外輪，惟仍屬較貼價之選，現時數據也屬合理，加上交投也較暢旺，故為可取的捧場之選。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股走勢仍弱，料中資股繼續持個別發展。

廣州藥業：

旗下生物藥將提供理想收益，市場炒影子股，都有利其股價反彈。

目標價：11元 止蝕位：8.63元

中郵證券

滬深股評

諾普信併購步伐勝同業

諾普信(002215.SZ)是國內農藥製劑領域規模最大的企業：公司產品主要包括殺蟲劑、殺菌劑、除草劑及植物營養產品。公司農藥產品涵蓋了大多數農用化學物和病蟲草害防治領域，能夠滿足不同區域、不同作物的殺蟲、殺菌、除草等多種用藥需要。公司已登記產品數、無公害農藥果疏用藥品種數、新農藥製劑發明專利數三項指標均位居全國同業第一，多個產品分別獲得「國家重點新產品」、「廣東省名牌產品」等稱號。公司產品中60%以上為水溶性環保產品，是國內同業該指標最高的企業。公司IPO項目中的2萬噸水基化環保製劑和1萬噸西北生產基地製劑項目已投產，公司水基化環保製劑年產能達到4.6萬噸左右。

行業集中度逐步提高

從2010年工信部、環保部、農業部、質檢總局聯合印發的《農業產業政策》可看出，農業行業將通過整合完成集中度的大幅提高。《政策》指出，到2015年，農藥企業數量減少30%，國內排名前20位的農藥企業集團的銷售額達到全國總銷售額的50%以上，2020年達到70%以上。

公司併購步伐領先同行，橫向擴張同時縱向延伸：近幾年，公司一直在進行積極的收購擴張。2007-2009年期間，公司收購了約23家大小公司，並建立了瑞豐德、標正、皇牌、兆豐年、施普旺、星牌等品牌。2010年，公司繼續併購步伐，先後收購參股了綠邦化工、新農大

正及江西禾欣及常隆農化。常隆農化是國內工藝技術成熟的大中型農藥企業，位列中國原藥企業10強，產品種類齊全。通過多參股常隆化工，公司實現了向上游原藥產業鏈的延伸。

受惠營銷渠道改革

公司營銷渠道下沉：公司實行新的營銷模式。諾普信、瑞豐德兩個主要品牌繼續實施「經銷商網絡」的銷售模式；標正、皇牌、兆豐年三個品牌直接銷售到零售店終端，營銷渠道下沉的力度加大。公司營銷渠道的改革將帶來產品盈利能力的改善，公司的前期投入在11年將逐步顯現效果。

盈利預測及投資評級：我們預計公司2011-2013年基本每股收益為1.0、1.4、2.0元(人民幣，下同)，以最新收盤價27.03元計算，對應的PE分別為27、19及14倍，給予公司「謹慎推薦」的投資評級。

風險提示：原材上漲幅度超預期、農藥需求意外減少。



港股透視

海通國際

361度受惠品牌價值提升

361度國際(1361)公佈2011年冬季訂貨會的訂單金額按年增長27%，約佔全年訂單總額的25-30%，此結果超出市場預期以及管理層20%增幅的指引，並較行業平均15-20%的水平高。我們維持對該股的盈利預測及買入評級，基於361度銷售仍然強勁以及品牌價值的提升，料11-13年度(年結日：6月30日)營業額及純利複合年增長率將分別為20%及18%。維持目標價6.20元，相當於2011年度市盈率10.5倍。

此次訂貨會的平均售價及銷量均錄得雙位數增長，其中鞋類訂單數量按年上升12%，均價則升10%；服裝訂單數量按年升10%，均價上升17%。服裝均價的上漲反映原材料成本上漲，以及冬裝整體品質較高；而鞋類銷量的增加主要是由於公司加強產品研發，並拓寬了鞋類產品的種類和價格帶。

我們於4月15日參加了361度此次季訂貨會，並參觀了公司位於福建省晉江五里工業園的生產設施。此次訂貨會有超過4,000名零售商及店舖代表參加，從我們了解到的情況來看價格確實有較明顯的上浮，但經銷商普遍認為增幅可接受並看好此次新推出的產品。冬季系列將於今年9月付運，也就是說這次訂貨會的訂單將反映在12上半年的銷售收入中，基於秋季及冬季訂單分別按年增23%及27%，我們預計12年度上半年的收入將增長25%左右。

未來，公司將繼續透過增加自產能力增強對原材料管控制力，以及對代工廠商的議價能力；維持毛利率的穩定，我們預計2011年度下半年的毛利率大約在40-41%，加上上半年的44%，全年在42%左右。管理層亦表示未來將着重提升店效，將繼續與日本零售業顧問公司SiMone合作，其所有分銷商及員工將定期接受培訓以引導導購的專業素質和推銷技巧。此外，公司正升級企業資源規劃(ERP)系統，旨在把所有零售終端與總部直接聯網，從而更好的對渠道銷售及存貨進行監察。目前已有2,500間店舖連網，將於2012年度覆蓋整個銷售網絡。我們相信有關舉措將進一步提升同店銷售，抵銷成本上漲的影響，使利潤率保持穩定。

開店速度符合預期，零售終端增長穩健。361度於2011年第三季度同店銷售錄得15%的增長，走勢雖呈現小幅放緩，但仍在同業中居首(2010年四個月同店銷售增幅分別為16.9%、16.2%、16%和15%)。截至三月底，零售店數目達7,457間，期內淨增194間，相當於擴張銷售網絡8%。從目前已披露的數字來看，前三季度公司新開店數目達到530家，第四季度開店速度或會加快，即2011年度有望超出公司原定淨增600家店的計劃。一季零售折扣仍維持在20% (8折)左右，由於零售銷售增長相對強勁，庫銷比較上季度的3.9倍降至3.3倍，但同業來看則略高於去年同期的2.5倍。但我們認為，2.5倍的庫銷比對於一個零售企業來說略顯偏低，公司或將面臨缺貨的風險，因此庫銷比維持在3.5-4倍左右屬於合理的水平。

童裝系列增速高利潤空間大

361度的童裝系列主要針對一至三線城市、5-12歲的大童小童，公司對童裝業務的未來很有信心，認為該市場仍處於發展初期階段，增速高，利潤空間大，目標銷售佔比於2013年前達到10%。

在電子商務方面，公司已做了一些嘗試性和前期的準備工作。目前已有一個網上銷售平台，由其福建省分銷商營運。未來公司可能會自行營運網上銷售平台，早前已聘請美特斯·邦威(中國龍頭休閒服公司之一)的前高級經理王宏征先生為營運副總裁。王氏亦曾於M18.com任職，擁有豐富的電子商務經驗。此外，公司在2011年度第三季以平均價格每股5元回購100萬股股份，佔現有已發行股份約0.4%，公司的財務狀況強健，擁有淨現金人民幣9.53億元，並不排除在整體利率相對較低時繼續實施回購計劃。