

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

暫難突破中長期橫行區

6月2日。歐美股市加速下跌調整拖累，港股在走一波反彈之後，在周四也隨同回整。經濟增長出現放緩，是市場目前的主要憂慮之一，對股市來說屬於中長期影響因素，亦會構成高位回壓的影響，但是這種壓力，不一定要在短期內全面的反映表現出來。反過來，熱錢的流向對股市的短期表現，影響可能會更大。我們在早前曾指出，在經濟增速放緩的背景之下，站在相對高點的歐美股市，將會面對較大的下拉壓力。然而，一些已打到了相對低點的股市，包括巴西、印度、內地以及港股等等，估計將會出現低位震動的行情，跌幅可能會比歐美股市來得相對較少。

憧憬美三度量寬推出

雖然歐美股市的下跌調整速度加快，但是美元指數並未同步的出現上升，美元指數目前仍處於75的下方，熱錢流走退場的行動暫時未有再度加劇。美國近期公布的經濟數據表現疲弱，3月份美國20大城市樓價指數下跌至138.16，創金融海嘯之後的新低，而5月份ISM製造業指數亦下跌至53.5，是20個月以來的最低水平。數據顯示美國經濟有再度下滑的風險，市場開始揣測聯儲局有推出三度量寬政策的機會，相信這是美元指數未有上升的原因。

恆生指數在周四跟隨美股跌勢出現大幅低開，但是在開低了接近350點後，市況以窄幅徘徊來運行，日內波幅僅有107點。恆生指數收盤報23,254點，下跌373點，主板成交量再度回縮至638億多元。目前，從4月初展開的中期下跌調整行情，在恆生指數早前有能力升穿23,500點關口之後，技術上已扭轉了這一波跌浪行情，中期走勢進入反覆整固階段。事實上，在美聯儲落實推出了二度量寬政策之後，恆生指數反覆打橫在22,000至24,500點區間，已有7個月時間了，在經濟增速放緩和全球流動性充裕的兩大因素對決下，港股目前難以突破這個中長期橫盤區。

盤面上，焦點領漲股和黃(0013)連跌了兩日，周四跌了1.62%至88.05元收盤，股價仍守在10日和20日均線上方，短期強勢未算受到嚴重破壞，依然是市場目前的信心指標股，我們仍在等候新一輪領漲股的出現，來給大盤帶來維穩效力。另一方面，一些強勢板塊裡面的落後股，周四出現了逆市上行的走法，東方銀行(0398)漲了1.59%，卓悅(0653)漲了1.47%，英皇鐘錶珠寶(0887)漲了2.26%，建議可以關注跟進。

證券分析 海通國際

SOHO中國折讓大具吸引

當大部分內地發展商在信貸收緊的環境下掙扎求存時，擁有大量現金的SOHO中國(0410)則把2011年視為以低價購地的良機，並把年度收購開支預算由人民幣100億元上調至人民幣150億元。該公司繼續在上海的擴張步伐，自3月公佈全年業績以來已花費人民幣95億元進行5次購地。我們估計有關購地合共把該股的資產淨值提升每股人民幣0.59元，我們因而把其目標價上調至8.81元，仍較資產淨值折讓20%。

我們於近期曾到該地盤視察，按其建築進度推算，項目的第一期可能於9月或10月推出預售。該大型發展項目位於北京最大高密度住宅社區之一的望京區，附近並無直接的競爭對手，項目將為該區提供難得的商用物業，包括購物中心及高端寫字樓。我們相信該公司應可達成2011年銷售超出2010年人民幣230億元的目標。(摘錄)

AH股差價表 6月2日收市價 \*停牌

人民幣兌換率0.83339

Table with 5 columns: 名稱, H股(A股)代號, H股價(港元), A股價(人民幣), H比A折讓. Lists various stocks and their prices in Hong Kong and mainland China.

股市縱橫

大成生化盈喜看高一線

受到製造業及就業數據欠佳拖累，美股隔晚拋風四起，道指收市大挫279點。外圍美股風雲色變，加上內地股市經過兩日弱勢反彈後，昨日又告掉頭急回，都利淡港股投資氣氛。不過觀乎恆指昨日大跌超過300點，但整體的沽壓未見放大，全日的波幅尚不足110點。最難得的是，一些近期熱炒的板塊，抗跌力依然不俗，就以濠賭股而言，便有新濠(0200)逆市漲達5%，再創年內新高，而同業的銀河娛樂(0027)即使估值較高，但也能保持升勢至完場。

(0809)便在昨日大跌市下有不俗的表現，該股曾走高至2.2元，收市報2.18元，仍升0.13元或6.34%，成交量增至9,581萬元。大成生化剛發盈喜，料上半年盈利將按年大幅增加，由於首四月盈利錄得顯著增長，主要因為下游產品的銷量、均價及毛利率皆有改善。預計有關的中期業績表會於8月底前公布。

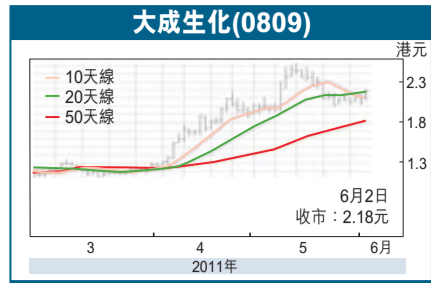
主營業務料有理想表現

據管理層表示，目前粟米價格為每噸2,200元人民幣，按年升逾10%，料仍有上升空間，但集團去年大量增加庫存，足夠供應至12月底，基本上已鎖定本年

粟米成本。此外，佔集團銷售近50%的賴胺酸本年需求大幅增加，預計上半年銷量將按年升20%，售價亦大幅上升，毛利率會自去年24%增至本年上半年的34%。目前賴胺酸業務內地市佔率逾80%，全球則超過20%。至於生物化工醇佔集團收入10%-15%，冀三年內可增至40%-50%，目前主要售往美國，客戶包括寶潔等知名消費品巨擘。

雖然集團透過增加玉米庫存以鎖定原料成本，令到去年負債率高達80%，不過受惠於相關業務有強勁的需求，今年預期盈利可期大幅增加，現金流勢將改善，加上早前發行4.5億元人民幣債券減

韋君



輕負債，今年負債率有望降至70%，因此並無集資需要。講開又講，集團旗下的全資附屬較早前獲兩項分別3億元人民幣注資，注資除擴大集團的股東及資本基礎，也有利加快興隆山項目二期建設及提升研發能力。

此股近期由年高位的2.54元水平回落，惟退至2元水平已復獲支持，在集團基本因素向好的下，料股價上升的空間仍在，中短期有力再試年高位的2.54元。

大跌市調整 未現恐慌

數碼萬里 收發站. 美股道指隔晚大跌279點或2.22%退守12,290，主要受私企職位及製造業數據差勁而引發拋售，藉以消化過去4日升市。影響所及，周四亞太區股市也追隨急跌，但並未引發小型股災，個別市場如日、港股跌逾1%之外，其他市場跌幅尚屬溫和，而菲、馬、印尼更逆勢上升。港股裂口低開346點跌穿23,300之後，全日在約百點內上落，主要藍籌在低位爭持，未現恐慌情緒，大市於23,211水平獲承接，以23,254報收，全日跌372點或1.58%，成交額638億元，低於上兩日成交量，可說是大跌市的好指標。昨日較大調整，仍有利大市整固後重拾升勢。 司馬敬

美股周三大跌279點，成為9個月以來最大單日跌幅，以過往效應，必然帶動亞、歐股市出現小股災，但這一回只引發市場近日大升後的消化調整。以港股為例，在連升6日累升近1,000點後，已於周三回落58點，昨雖大跌372點，兩天跌幅只是消化周二單日大升500點，從技術走勢來講，亦剛好補回周二的上升裂口，對後市反覆24,000關更為有利。這也解釋了大市在退至23,200水平，重獲大盤承接，而大型沽盤亦點到即止。

23100承接強 豐德麗省鏡

至於內地股市，上證綜指雖一度大跌至2,677，不過尾市仍能收復2,700關，全日跌39點或1.4%。內地5月份製造業採購經理指數(PMI)回落0.9個百分點，經濟放緩成為跌市因素，不過這也是目前中央宏調收緊銀根逼通脹的預期效應，故不會理解為內地經濟硬著陸的憂慮。至於美股同樣在PMI下跌下借勢調整，也帶出聯儲局不會急於退市以支持經濟增長的首要目標，故美股大跌，仍可視為近月來累積較大升

幅的調整。從技術走勢來看，港股20天線及10天線在23,132/23,106的水平，料有短線承接力，倘外圍股市反彈，港股回升的動力不弱。內銀四圍隨大市回落調整之外，有報道政府準備清理2-3萬億元人民幣有違約可能的地方政府債務，亦成為沽售藉口，不過上述消息未經證實，且涉及複雜因素，相信是大戶借勢加速調整而已。

急跌市中也有亮麗股份，岳少旗下的豐德麗(0571)大升0.33元或11.4%，收報3.22元，為十大升幅股之首。豐德麗自4月入主ROJAM後，意味媒體娛樂業務將注入ROJAM作為行業龍頭之際，市場亦盛傳豐德麗有大項目在醞釀，昨日股價在大跌市中突破3.06元年高位後，進一步衝上3.24元高位，相信在本月內陸續有好消息公布。

今日是澳門最後一個賭牌美高梅中國(2282)掛牌上市，大跌市中，暗盤價仍升16.3元，比招股價15.34元升約6%，計及美高梅最後以上限定價來看，基金對賭業股仍十分看好。

紅籌國企/高輪

張怡

廣深鐵路抗跌強可留意

內地股市昨日再度掉頭回落，滬綜指收市跌1.4%，而這邊場的港股也出現較明顯的調整壓力。A+H股方面，普遍成份股均錄得不同程度的跌幅，僅得鋼鐵板塊中的部分個股尚見逆勢走強，當中重慶鋼鐵(1053)的A股升逾4%，而H股則微升1個價位。中資個股方面，昆侖能源(0135)升1.62%，亦屬表現較突出的股份。

廣深鐵路(0525)因召開股東大會，A股昨日宣布停牌，而H股則繼續買賣，並以3.25元報收，微升0.01元，抗跌力也屬不俗。據了解，集團於昨日召開的股東周年大會，主要議程是表決通過任命第六屆董事會成員。一如所料，H股董事長的徐備明，以及執行董事的申毅和羅慶等都再獲委任。新一屆的管理層無太大變動，應有利業務發展的延續，而市傳母公司會向上市公司進一步注入資產，料也可望加快落實。

來自市場的消息指出，廣深鐵路母公司可能會最遲6月底前，將旗下3個省經營的鐵路項目悉數注入上市公司，變相整體上市，估計涉及資金超過1,000億人民幣。另一方面，集團早前公佈，今年首季純利達到4.18億元人民幣，按年上升48%，反映其增長勢頭依然強勁。此股每股資產淨值約3.41元人民幣，即較現價尚有折讓，而2011年預測市盈率低於12倍，也處合理水平。趁

股價逆市有勢上車，若突破年高位的3.4元，下一個目標將上移至4元水平，惟失守3.075元支持則止蝕。

友邦硬淨 購輪11408可取

友邦保險(1299)為少數逆市力保不失的大市值股份，其將於下周二正式成為藍籌股，若繼續看好該股後市表現，可留意友邦法興購輪(11408)。11408昨收0.176元，跌0.003元，跌幅1.68%，成交5,620萬股。此證於今年9月26日到期，換股價27元，兌換率為0.1，現時溢價5.16%，引伸波幅25.65%，實際槓桿8.8倍。11408為價內輪，現時數據又屬合理，即交投在同類股證中並不算暢旺，但仍不失為可取的捧場選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：受外圍市況不明朗影響，港股變得波動，中資股也難獨善其身。

廣深鐵路：業務增長勢頭仍佳，估值不算貴，均有利股價後市走強。

目標價：4元 止蝕位：3.075元

滬深股評

東方證券

大連國際業務攻守皆宜

攻：彈性十足。根據大連國際(000881.SZ)年報以及Clarkson統計，公司現有5.7萬噸級Handymax船8條，手持訂單11條，租入船4條，預計將在12年全部交付。結合行業分析，我們預計2012年乾散貨市場將有望見底，整體運價將在2013年逐步恢復。倘若13年運價能夠恢復到10年，也就是20,000美元/天的水平，公司當年預測每股盈利(EPS)為1.7元，若恢復到03年平均25,000美元/天，預計13年預測EPS實現2.2元，若運價處於大牛市的07年45,000美元/天的水平，則13年預測EPS將超過4元，業績彈性非常大。

低價造船 安全邊際高

守：安全邊際高。低價造船帶來的低運營成本和其他安全業務給公司帶來較高安全邊際。金融危機後，航運市場整體萎靡，公司反其道大舉擴張運力，在低價進行造船，從而有效降低各項船舶成本，其保本點降至11,000美元/元左右，使其能夠在市場不佳的情況下也能實現盈利，大幅提高公司安全邊際。在悲觀預期2013年平均運價13,000美元/天的假設下，預測13年的EPS依然能夠實現0.95元。

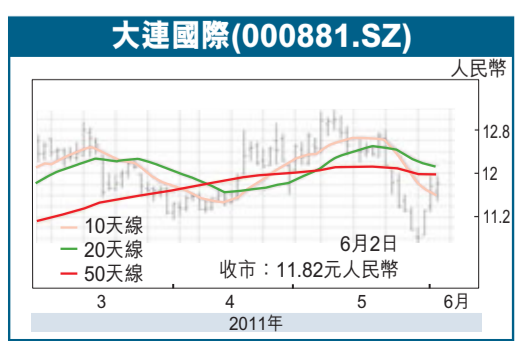
未受乾散貨低迷影響

當前的航運市場，三大子行業均處於景氣下降或者尚不明朗階段，乾散貨整體受制於未來高運力投放(供給增長在15%左右)所帶來的運價向下的壓力，而油運則依然還在運力過剩和需求不振的雙重打擊中，尚未看到明顯拐點；集運則在當

前歐線結構運力過剩、旺季提價不力等多重因素下，運價與公司業績依然低迷，良好的投資時間尚未到來。而大連國際海運業務涉及到的乾散貨靈便船市場相對較好，無論從運力投放、船舶拆解退出、還是終端需求，靈便船市場均顯示相對正面，運價水平大部分船東均還有盈利較好，從而使得大連國際的能夠達到「投放一條、盈利一條」，從而推動海運乃至整體業績快速增長，是行業自下而上選擇的良好投資標的。

首次給予公司「買入」評級，目標價14.36元(人民幣，下同)。我們預測，公司在11-13年能夠實現淨利潤2.28、2.75、4.52億元，對應盈利預測分別為0.74、0.89、1.46元。考慮到海運業務良好成长性，給予25倍估值、房地產則按照資產淨值(NAV)、其他業務按照15倍估值，對應公司的合理價值為14.36元，相比現價還有30%的上升空間，首次給予公司「買入」評級。

風險因素：航運市場風險、房地產宏觀調控、海外政治風險。



港股透視

中銀國際

蒙牛被低估 行業首選

蒙牛乳業(2319)是今年消費品行業中最有前途的企業，其輸入成本壓力最小且更有希望從行業整合中獲得機會。我們預計1季度營收將增長25%以上。我們將2011、2012、2013年的盈利預測分別上調9.6%、3.9%和4.0%。預計2010-13年公司的盈利年均複合增長率將達到26.1%。基於1倍PEG，我們將目標價從25.00港幣上調至29.75港幣，重申買入評級。當前股價較目標價折讓24%，較消費品行業平均市盈率折讓17%。我們認為股價被低估。目前，蒙牛是我們在日常消費品行業中的首選。

我們預計今年1季度，蒙牛乳業的銷售收入將同比增長25%以上，增幅超過公司全年指導區間15-20%。這主要得益於公司的內生增長強勁及新收購資產帶來貢獻。

內生增長勁 併購增盈利

在銷量和平均售價的雙重拉動下，我們預計蒙牛的內生增長將保持強勁。公司擁有出色的研發和分銷能力，通常銷售額增長會優於行業一般水平。1季度，公司推出了益優特、優益C等幾項新產品。益優特是一種乳飲料，而優益C則屬於乳酸菌飲料。期內，特命蘇、未來星和新養道等依然保持着較快的增長速度。顯然，蒙牛的產品組合已經在逐步向高端轉移。

此外，近期的價格上漲將推動2011年公司的業績提升。去年4季度公司提高了部分高端產品的售價，例如特命蘇和酸奶，提價幅度達到5-8%。今年1季度，公司特命蘇售價進一步上提3%，冰激凌產品價格提高8%。顯然，公司在高毛利產品方面的定價能力很強，公司在這個市場中也佔據了主導地位。

併購交易方面，公司收購了君樂寶乳業51%的股權，並在去年12月並表。君樂寶在酸奶子行業排名第四。自從收購之後，蒙牛在酸奶領域的市場份額就上升到30%。我們預計2011年來自君樂寶的全年營收貢獻將達到14-15億人民幣左右，佔蒙牛全年營收的4%。

我們認為1季度公司的銷售額表現將超過預期，因此我們將全年營收同比增幅預測從16%提高至20%。

乳製品行業成寡頭壟斷

近期生產許可更加嚴格導致部分小企業不得不退出市場。在所有1,176家企業中，僅有643家獲得了新的生產許可。107家公司必須停產進行升級改造，另有426家企業未獲得新的生產許可。也就是說，將有10%的市場份額被釋放。獲批的企業中，40%都是蒙牛、伊利和光明三大領軍企業的下屬公司。

此外，我們認為蒙牛的併購機會越來越多，預計今年公司也會加快併購的速度。一些地方企業在本地市場也有不俗表現，都是優質的收購標的。截至2010年末，公司手持59億人民幣淨現金。除了每年正常的產能擴大15%，公司很有可能將這部分資金用於積極的併購交易來擴大市場份額。我們認為市場整合將加快，中國的乳製品行業將成為寡頭壟斷的市場。

今年4月，蒙牛的原料奶採購成本小幅下降至3.6元/公斤。2010年平均原料奶採購成本為3.55元/公斤，此後在今年1-2月上漲至3.77元/公斤，然後3月份又小幅回落至3.70元/公斤。今年3月初，國內平均原料奶價格一度達到3.21元/公斤，目前又小幅回落至3.19元/公斤。今年1季度，全國平均原料奶價格在3.19元/公斤左右，2季度截至目前，平均價格約為3.20元/公斤。

蒙牛預計今年原料奶價格將上漲3-5%，漲幅較去年的15-20%有所回落。目前，公司還沒有出現成本壓力，因為最近公司產品的提價足以抵消原料奶價格上漲的影響。(摘錄)