

紅籌企/高輪

張怡

招商局估值不貴可低吸

總理溫家寶日前為英國《金融時報》撰稿，表示中國通脹形勢處於可控狀態，物價將趨步回落，不但舒緩市場對人行加息的憂慮，也刺激資金重返滬深股市，亦對本地中資股進一步造好有正面的支持作用。上周所見，有突出表現的中資個股已告明顯增多，當中部分行業龍頭股更成為資金重點補倉對象。就以水泥龍頭的中國建材(0144)而言，其於上周反彈逾16%，收報15.4元，在技術走勢轉強下，料後市有力挑戰年高位的16.68元。

招商局國際(0144)於上周出現先低後高的行情，曾於周內造出27.25元的5月上旬以來的低位，最後以28.9元收報，全周計升0.9元，升幅為3.2%，表現不算突出，但也因為升幅不算大，論值博率仍在。集團管理層較早前預期，受行業周期、中東動盪政局及歐債危機影響，港口業務在第二季度一度面臨需求疲軟的困擾，預計全年港口業務吞吐量將增長10%，港口增長展望溫和，也成為該股近期持續受壓的主要原因。

不過，匯豐環球研究最近則預期，未來數月港口吞吐量增長見底反彈，美國新增訂單自2月創新高後回落，致近期增長放緩，但料9月將開始恢復。匯豐指出，招商局與收費上升最大槓桿，預期經常性溢利反彈，2010-13年盈利複合年增長16%，評級重申「增持」，目標價由38元調低至35.5元。就估值而言，招商局現價市盈率約12倍，在同業中並不算貴，而息率3.56厘，也具吸引力。趁股價反彈初現跟進，上望目標為50天的32.62元，惟失守27.25元支持則止蝕。

港股續反覆 沽輪12608可取

美股道指上周五挫逾100點，外圍市況不穩，料對港股構成壓力，若看淡短期市況，可續留意恒指瑞信沽輪(12608)。12608現價報0.117元，其於今年9月29日到期，換股價為21,700，現時溢價6.35%，引伸波幅24.16%。此沽輪為輕微價外證，不過就勝在交投較暢旺，現時數據又屬合理，若恒指未能守穩22,000點，此證應可望成為淡市下較可取對象。

投資策略

紅籌及國企股走勢

港股大幅波動，預計中資股可望成為換馬佳選。

招商局國際

港口吞吐量維持溫和升勢，股價走低已反映不明朗因素，現價估值仍合理。

目標價：32.62元 止蝕位：27.25元

投資動向

金榮財富管理首席基金經理 史理生

6月13日標普把希臘國債連降三級至CCC，隨即引發新一輪的環球金融危機，美匯因避險情緒而上升，恒指則曾急挫至21,500點水平。

若各國不聯手挽救希臘，危機可能蔓延至歐羅巴區，隨時可重現「雷曼時刻」。在希臘本土，人民對政府削減開支的緊縮政策極為不滿，反政府及反歐盟浪潮此起彼落。

其實上述種種，與去年希臘爆發危機時的情況並無根本性的區別。歐盟不可能對希臘經濟崩潰坐視不理，否則希臘可能脫離歐羅巴區。但這樣一來，「歐豬」五國的其他成員可能相繼效尤，歐羅巴之解體，其對世界經濟的衝擊，不難想像。

希臘的國債固然龐大，去年的財政赤字在緊縮政策下仍有284億美元，等於GDP的9.3%，但法、德等國也好不了哪裏去。法國政府欠債等於其GDP的83.5%，赤字是GDP的7.7%，早已違反了歐羅巴區諸國要把政府收支赤字控制在GDP3%以下水平的馬城協議。德國經濟稍好一點，但她的政府欠債也高達GDP的78.8%，政府開支佔了GDP的45.7%，赤字則佔3.6%，同樣違反了馬城協議所要求的3%。

現任普林斯頓教授的羅杰信及諾獎得主普雷斯蓋特研究結果發現，歐洲人近三十年來「變懶」主要是由於有效稅率大幅提升，在市場中工作得益大打折扣，所以大家無心工作，寧願躲在家中。

因有不少失業人士貪圖優厚的福利而不願接受新的工作，很快地他們便會發現自己的技能跟不上時代的節拍，也無人願意再用過去較高的薪水聘用他們。在歐洲一些國家的福利制度中，當某人失業，福利的數額部分取決於他失業前的薪酬水平，若他貿然接受一份薪酬不高的合約，將來一旦失業，可以取得的福利便會下降，所以他可能寧願找不到工作也不接受一份不太理想的合約。但如此一來，他的失業時間便會延長，技能更加倒退，不切合市場需要，終跌入失業陷阱中，年長者情況尤其嚴重。

制度令失業率高企

歐洲的豐厚失業福利並非對失業率毫無影響，在全球化分工，能跟上時代進步的專業技能日益重要的條件下，福利制度會造成大量人力資本因長期失業而退化消失，失業率於是便會高企。

既然福利制度不易扭轉，由奢入儉難於登天，歐洲的經濟走下坡的態勢很可能要維持十年以上。我們更不要奢望歐債危機會就此過去。

本週進入半年結，金融市場的粉飾窗櫺效應將有利環球股市反彈。網址：www.upway18.com

股市縱橫

中能異動 趁低博反彈

港股上周繼續大幅波動，受制於外圍市況依然不穩，大市預期仍將維持上落市格。不過市場氣氛已有所改善，將有利投資者炒股唔炒市，當中有基本因素支持的部分個股有優先留意價值。中能控股(228)上周曾出現異動，股價於周三曾高至0.224元，較周二收市價升達33%，最後則以0.189元收報，全周計仍升0.015元或8.6%，表現依然跑贏大市，故仍值得繼續跟進。

中能在1月初已正式落實以上限100億元收購中國年代能源投資全部權益，從而與中國石油公司中國石油集團訂立合約，雙方共同擁有新疆塔里木盆地喀什北區塊，在總面積6,991平方千米的土地上進行鑽探、勘探、開採及生產石油與天然氣的權利。代價以發行兩批可換股債券支付，另就銷售貸款支付9.06億元現金。及至本年1月，已達成全部條件並發行第一批25.58億元代價可換股債券。

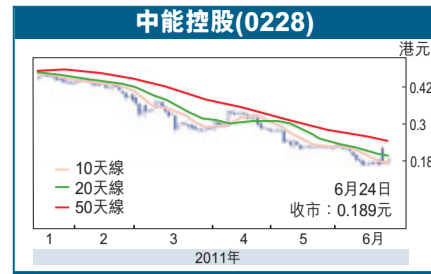
油田今年起將提供盈利

按通函內容，年代能源現時擁有6口鑽探生產之氣井，當中2口已開始生產，其餘4口於2011年陸續投入生產和營運，初步預計天然氣生產於2011年預算為4億立方米，2012年為7億立方米。按每立方米天然氣之邊際利潤約為0.4元人民幣計算，2011年來自天然氣之邊際利潤便高達1.6億元，2012年攤佔2.8億元人民幣(約3.28億港元)盈利。由於上述天然氣

田涉及260億立方米，伸算邊際溢利高達百億元人民幣，勢成集團未來盈利增長動力。

按國家能源局預測，「十二五」期間，天然氣消費比例將翻一番，天然氣利用規模將達到2,600億立方米，在能源結構中的比例由3.9%提高至8.3%。中能成功轉型，配合有關國策的支持，該股未來股價表現也不難由冷轉熱。雖然集團現時發行股數已高達69.26億股，按第一指定地區即阿克莫氣田收購價25.58億元計算，公司發行等額可換股債券，而以兌換價0.168元計算需發行152.2619億股新股，市場新增股數大增已可以預期。

若計及第二指定地區即整個喀什北區(阿克莫氣田除外)估算74.42億元，屆



時發行股數勢將進一步驟增，但票據年期達30年，一日未行使，對公司發行股數不會有太大影響。事實上，市場現時的焦點亦只是放在公司轉型後，集團可扭轉過往多年虧損的不利狀況，一旦今年業績出現扭虧為盈，並可望恢復向股東派息，不但有助恢復投資者的信心，日後更可成為能源基金垂青的目標，股價料也將有力重拾升軌。現水牛趁低部署作中線收集，後市重返0.3元料仍有大機緣。

溫總言論 續有利內銀

數碼收發站

美股在上周五又急跌115點跌穿12,000關，對今日假後復市的亞太區股市無疑有下墜壓力，而周四是QE2結束及上半年年結，加上周四是希臘國會表決受關注的緊縮經濟方案，通過與否事關七月初能否取得歐盟1200億歐元援助資金避免違約事件發生，因此周初股匯市場處於不明朗而持續波動乃可預期。溫總最新談及內地通脹受控有助內地股市向好，有利港股的承接力，在上周初步見底的推動下，21,800仍不失為回市吸納水平，倘希臘國會預期通過緊縮方案，大市有望反覆向22,800推進。 ■司馬敬

專家分析



張養娥 南華證券副主席

山水水泥受惠行業重組

美國聯儲局議息聲明調低經濟增長預測及調高失業率預測，並表示市場復甦速度較預期緩慢；惟希臘國債問題漸見曙光，投資者情緒稍為改善，大市連跌兩周後回順，恒指一周升2.2%或477點至22,172點，國指則升3.3%或392點至12,437點，日均成交量為1.6%至697億元。希臘債務問題稍見紓緩，加上

半年結前的粉飾窗櫺，大市或會繼續回升，惟中美經濟增長放緩的憂慮繼續困擾大市，應會限制反彈空間。 股份推介：山水水泥(0691)為山東、遼寧兩省最大的水泥生產企業，集團生產的「山水東岳」牌水泥廣泛用於不同的建築及基建工程上。集團公布去年營業收入升35.8%至118.5億元人民幣，毛利率42.3%至

25.5億元，毛利率由20.4%升至21.5%。營業收入增長的主要原因是水泥和熟料銷量和銷售價格的增長，水泥和熟料的銷量分別增長了33.8%及16.9%。雖然水泥行業接近飽和，但「十二五」規劃中基建投資等有較大增幅，加上中國對水泥需求持續增長。與此同時，中央加快推進水泥產業兼併重組的步伐進程，對在山東、遼寧兩省處於行業龍頭地位的山水水泥可帶來正面影響。



黎偉成 資深財經評論員

上石化向3.75元推進

紐約股市無疑續受希臘債務及意大利銀行問題困擾再跌，唯類似事件難且夕解決，而新數據顯示美國經濟重現較佳動力，而港股6月24日收盤21,171.95，飆升412.81點，成交量增至837.81億元，佳兆也。恒生指數日線圖之陽燭升越短期下降軌後再進，9RSI、STC%K、DMI+D及MACDMI皆頂轉底背馳，意味短、中線似趨穩。恒生

指數如保障軌21,700不失，便暫時毋須再下試21,509。尤其是紐約股市只要擺脫歐洲債務、金融謠言、評級之困，則會拉動香港成交量6月16日巨天下跌裂口22,344至22,048之頂，甚至有機會挑戰近期較為密集阻力位22,509。 股份推介：上海石化(0338)的股東應佔溢利於2010年達27.71億元，出現同比增長74.2%，延續2009年虧轉盈賺

15.91億元的良性業績發展趨勢，核心業務的發展概略為：(一)合成纖維分部溢利大增至4.36億元。(二)樹脂及塑料分部溢利上升17.4%為9.91億元。(三)中間石化產品的營業額更增長1倍為174億元，分部溢利亦增91.4%至3.65億元，同樣由毛損率1.3%轉至毛利率7.3%。上石化股價在6月24日收盤報3.4元，升0.12元。日線圖呈大陽燭，RSI底背勢強，STC則有強烈收盤信號，已趨降軌3.24元，有望上試3.54元甚至3.75元。



鄧聲興 AMTD證券業務部總經理

農行預測PE8倍具吸引

受到希臘問題獲得紓緩，港股在上周五上破10天線(22,023)。恒指全周升476點，平均每日成交量為697億元。技術上，恒指重上10天線及成交增加，反映上升動力增強，料短期可上望22,500水平。

股份推介：農行(1288)。受到市場擔心股份解禁期在7月份完結後會出現減持情況的影響，農行股價上周顯著下挫。不過，股價於周五出現明顯反彈並重上4元水平，反映見底機會十分大。事實上，農行現價預期P/E只有8倍，市帳率1.6倍，而息率高達4%以上，估值吸引。由於內地企業及家庭的負債率未有大幅上升，故內銀出現系統性風險的機會頗低，現價估值明顯偏低。目標4.4元，

止蝕於3.8元。 華潤水泥(1313)較早時股價隨大市回調已見回穩。事實上，中央及住建部曾多次重申保障性住房目標必須要達成，相信有利對水泥需求的持續。集團較早時亦以總代價2.8億元人民幣收購山西省多條生產線，共涉及400萬噸的水泥生產量。收購合併相信可配合集團拓展至6,000萬噸以上的策略及鞏固山西市場地位。目標7.75元，止蝕於6.62元。

滬深股評

蘇寧拓網上零售潛力佳

最新事件：蘇寧電器(002024.SZ)於6月19日在南京召開了「新十年新蘇寧」的戰略規劃發布會，公布了未來十年的增長規劃。如我們在2010年12月16日報告中所述，我們認為蘇寧在2020年實現國內市場份額20%的目標切實可行。

目標在銷售總額中佔44%

更重要的是，公司計劃在2020年實現人民幣3,000億元(人民幣，下同)的網上零售額，在銷售總額中的佔比達到44%，2011-2020年的年均複合增長率達到50%

(實體店銷售額將達到人民幣3,500億元，年均複合增長率為16%)。我們對蘇寧網上零售業務的看法更加積極，因為網上零售業務目前在公司整體戰略規劃中佔有重要地位。我們認為蘇寧線下業務目前領先競爭對手，而且其網上零售業務正在迎頭趕上。

潛在影響：我們認為，市場尚未計入蘇寧網上零售額在2011年達到人民幣80億元並隨後迅速擴張的可能性。我們在本報告中將蘇寧與百思買進行了對比。我們對後者在2000-2001年市場份額在10%左右時(在接下來的十年升至20%)的估值進行了分析，蘇寧希望效仿

中資股透視

中銀國際

光國逾半投資進入收成期

我們與中國光大國際(0257)的首席財務官召開了一次投資者會議，我們了解到公司各項業務正常運行，目前沒有任何因素會影響其基本前景。

目前公司共有項目55個，投資總額117億元人民幣。近期公司打入了廣東和安徽市場，並進入了替代能源和設備製造領域。垃圾發電、污水和替代能源三個領域分別涉及投資54億元人民幣、37億元人民幣和26億元人民幣。2011-12年是建設高峰期，公司每個業務的項目計劃都很充足。

垃圾發電方面，運營中的項目佔到總投資額的41%。價值16億元人民幣的項目將在下半年投入運營，另有13億元人民幣的項目將在2012-13年投產(包括近期公佈的蘇州三期項目，投資額為7.5億元人民幣)。大部分污水項目都已投入運營。替代能源的大部分項目目前正在建設或處於籌備階段(風電在初級階段)。因此，擬議項目佔到總投資(61億元人民幣)的52%，將在2011-12年為公司貢獻絕大部分建設收益和之後的經營收入。

公司認為，如果自主研發的鍋爐能夠替代進口鍋爐(公司仍需改造進口鍋爐)，那麼新的設備製造業務將為公司節約30-50%的設備成本。明年生產設施全部投產後，垃圾發電業務的權益內部收益率(目前為10-15%)將有所提高。不過公司的訂單增長透明度不足(管理層預計2011年下半年訂單量環比將有所增長)及太陽能風能項目回報率較低。

目前沒有融資需求

同時，我們認為生物能項目風險較高，因為燃料成本和利用率均不可控。管理層重申，目前公司沒有融資需求，因為公司2億美元的貸款額度僅動用了25%。該股當前估值低於遠期市盈率和市淨率的歷史中值，反映了宏觀經濟環境增長平平、地方政府融資平台問題暴露、國內企業的會計誠信問題和公司新訂單增長疲軟等問題。我們對光大國際這家領先的環保企業重申買入評級，隨着中國政府不斷擴大環保項目投資，我們對今年下半年的項目充滿信心。

高盛高華證券

這一發展軌跡。

十年戰略規劃助提升估值

估值：由於蘇寧網上零售業務在未來12個月及以後的可預見性更佳，而且制定了明確的未來十年戰略規劃，我們認為公司估值將相應擴張。當前股價對應的2011年預期市盈率為17.2倍(近期非公開發行後)，我們認為當前估值低估了其網上零售業務的增長潛力。近期非公開發行後，我們將對公司2011/2012/2013年每股盈利預測從人民幣0.77/1.01/1.23元下調至人民幣0.71/0.94/1.14元，並將基於DirectorsCut的目標價格從人民幣16.80元下調至人民幣15.80元，對應的2011年預期市盈率為22.2倍。我們維持對該股的買入評級。(摘錄)