



■ 大市透視 ■ 第一上海首席策略師 葉尚志

港股面對新一輪考驗

8月18日。受到內地A股的跌勢拖累，港股終於出現回整，是剛展開的反彈浪裡的第一次，對於港股能否保持預期中的穩定性，將會是一個很好的考驗。目前，全球股市在展開了差不多一周時間的「絕地反彈」之後，都同步的進入了整固的態勢。歐洲最新出來的宏觀經濟數據，表現還是來得比較疲弱，包括德國第二季國內生產總值數據，以及英國7月零售銷售數據等等，依然是在顯示出歐洲經濟增長仍在放緩。至於亞洲方面，台灣也公布了第二季的經濟增長，同比增長了5.02%。我們相信亞洲的經濟增長，跟歐美一樣都是在放緩，但是亞洲總體來說，還是要遠較歐美來得要良好。

恆生指數在周四出現回整的行情，回整走勢在午盤明顯的展現，主要是受到內地A股的拖累。上證綜合指數在周四下跌了41點或1.61%，跌穿了2,600點關口來收盤，市場傳出內地有進一步加息的機會，是令到市況出現高位回整的原因。恆生指數收盤報20,016點，下跌273點，主板成交量有721億多元。目前，恆生指數已回探到了20,000點的初步承接支持水平，是第一波回整的考驗，能否守穩對於短期後市發展有啟示性。操作上，建議可以繼續選股來進行相對積極的部署，在恆生指數未有跌穿19,600點關口之前，可以維持這種操作態度。

中移動續成資金避難所

盤面上，港股新一輪的中報發布期已經展開，已出了中報的包括有安徽海螺水泥(0914)、中移動(0941)、以及交通銀行(3328)等等，相關股份對於中期業績的反應不一。安徽海螺水泥半年多賺了超過兩倍，但是盤面上的回吐壓力沉重，周四下跌了7.09%。中移動在中報出來後，股價表現相對穩定，雖然半年盈利僅增長了6%，但是手持3,000億元人民幣現金，派中期息1.58港元，這些都是有利中移動股價的因素，尤其是在不確定性未能消除的背景之下，相信中移動將繼續成為資金避難所的角色。

證券分析 中銀國際 金蝶超賣 低吸時機

金蝶國際(0268)的上半年業績中，收入增長超预期，而主營業務經營利潤率卻因為銷售和營銷費用有所下滑，因此自公司披露中期業績之後股價已下挫17%。市場對公司因為激進擴張直銷網絡而引發的成本控制和盈利能力問題頗感憂心。管理層表示對下半年成本控制充滿信心，並決定採取多項措施來提升業績。我們預計公司正處於升級經營管理機制、向一家管理與信息技術服務集成商的轉型期。考慮到當前的估值水平，我們認為在沒有明顯的行業和公司缺陷的背景之下，該股被超賣了，這為投資者提供了較為低廉的介入時機。

目前106家分公司中，80%處於盈利狀態，直銷模式是公司向分銷-合作商模式的過渡模式，這為未來降低直銷費用提供了空間，解決了ERP軟件行業銷售成本普遍高企的問題。

與中小企業和大企業簽訂的未結訂單可見性強。上半年，EAS訂單共56單，總價值超過100萬人民幣(2010年全年為87單)，同時平均售價也有所上漲。7-8月期間，公司又簽署了三項合同，總價值超過1,000萬人民幣。我們對金蝶國際維持買入評級和5.23港元的目標價，對應26倍2012年預期盈利。(摘錄)

■ AH股差價表 8月18日收市價 人民幣兌換率0.81986

名稱	H股(A股)	H股價	A股價	H比A
	代號	(港元)	(人民幣)	折騰(%)
洛陽玻璃	1108(600876)	2.20	9.34	79.81
億佳文纖股份	1033(600871)	2.32	8.51	78.62
東北電氣	0042(000585)	1.15	4.03	76.61
南京熊貓電子	0553(600775)	1.94	6.53	75.65
昆明機床	0300(600806)	2.78	9.18	75.18
北人印刷	0187(600860)	2.21	7.13	74.59
山東新華製藥	0719(000756)	2.40	7.14	72.45
天津創業環保	1065(600874)	2.04	5.48	69.49
上海石化	0338(600688)	2.94	7.55	68.08
海信科龍	0921(000921)	2.23	5.69	67.87
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.48	3.66	66.85
金風科技	2208(002202)	4.89	12.02	66.65
經緯紡織	0350(000666)	5.14	12.36	65.91
廣船國際	0317(600685)	7.83	18.68	65.64
華電國際電力	1071(600027)	1.24	2.94	65.43
廣州藥業股份	0874(600332)	6.55	14.92	64.01
大唐發電	0991(601991)	2.15	4.86	63.74
北京北辰實業	0588(601588)	1.74	3.15	54.72
上海電氣	2727(601727)	3.42	5.96	52.96
中國鋁業	2600(601600)	5.38	9.26	52.38
晨鳴紙業	1812(000488)	4.11	6.45	47.77
中海集運	2866(601866)	2.02	3.13	47.10
中國遠洋	1919(601919)	4.53	7.00	46.95
中國南方航空	1055(600029)	5.23	7.97	46.21
中國東方航空	0670(600115)	3.65	5.52	45.80
紫金礦業	2899(601899)	3.78	5.56	44.27
江西銅業股份	0358(600362)	22.00	32.56	42.60
金隅股份	2009(601992)	9.27	13.18	42.35
中國冶	1618(601618)	2.26	3.13	40.81
中國中鐵	0390(601390)	2.30	3.16	40.34
華能國際電力	0902(600011)	3.34	4.42	38.06
中海油田服務	2883(601808)	10.32	14.44	38.01
四川成渝高速	0107(601107)	3.36	4.44	37.97
比亞迪股份	1211(002594)	20.80	26.80	36.38
廣深鐵路	0525(601333)	2.80	3.47	33.86
中國發展股份	1138(600026)	5.78	7.12	33.46
中國鐵建	1186(601186)	3.80	4.64	32.87
兗州煤業股份	1171(600188)	24.90	30.09	32.17
中國國航	0753(601111)	7.70	9.19	31.32
深圳高速公路	0548(600548)	3.68	4.22	28.52
滬寧動	2338(000338)	35.90	40.34	27.05
中國南車	1766(601766)	4.88	5.21	23.22
中國石油	0386(600028)	6.71	7.07	22.20
中信銀行	0998(601998)	4.21	4.42	21.92
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.93	3.04	21.00
中國石油股份	0857(601857)	9.53	9.87	20.85
中興通訊	0763(000063)	18.40	18.03	16.35
中煤能源	1898(601898)	10.12	9.79	15.27
安徽皖通公路	0995(600012)	4.84	4.63	14.31
中國銀行	3988(601988)	3.13	2.96	13.32
東方藥業	1072(600875)	25.90	23.62	10.12
上海醫藥	2607(601607)	16.18	14.70	9.78
民生銀行	1988(600016)	6.41	5.60	6.17
鞍鋼股份	0347(000898)	6.48	5.59	4.98
青島啤酒	0168(600600)	44.40	37.15	2.03
工商銀行	1398(601398)	5.01	4.18	1.75
交通銀行	3328(601328)	13.75	4.70	-0.28
中聯重科	1157(000157)	15.50	10.90	-1.52
江蘇寧滬高速	0177(600377)	6.89	5.56	-1.58
中國神華	1088(601088)	33.35	26.07	-4.86
中國人壽	2628(601628)	22.40	16.24	-13.06
招商銀行	3968(600036)	16.18	11.63	-14.04
安徽海螺	0914(600585)	33.40	23.94	-14.36
中國太保	2601(601601)	28.85	20.08	-17.77
農業銀行	1288(601288)	3.75	2.59	-18.68
中國平安	2318(601318)	65.05	41.25	-29.27
建設銀行	0939(601939)	5.45	*	-

■ 股市縱橫 ■

上石化受惠煉油毛利回升

市場對歐美經濟前景仍然悲觀，加上人行重啟三年期央票，再燃加息預期，拖累昨日港股再現較明顯的調整壓力，其中匯豐(0005)、和黃(0013)、石油雙雄、內險及內銀等重磅股的沽壓較明顯。另一方面，港交所(0388)與內地交易所合資，則為股價帶來支持。

港股近日連番出現先高後低的走勢，表現已示人以弱，加上市場也缺乏利好消息支持，均令短期後市變得不明朗。

中國石油和化學工業聯合會日前披露，內地上半年石化工業聯合月增幅達30%，主要經濟指標均創歷史最好水

平。此外，工信部也指出，今年上半年，石油和化學工業經濟運行健康平穩，而展望下半年，行業經濟仍將延續平穩較快的增長態勢。行業漸走出低谷，加上近日油價自高位回落，有助舒緩成本壓力，上海石化(0388)日前又已創出年內新低位，在股價尚處於年內低水平下，該股仍可續加留意。

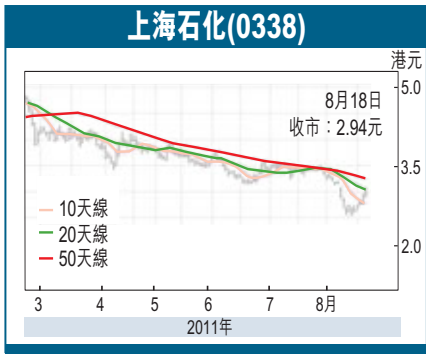
油價下滑助舒緩成本壓力

上石化定於下周四(25日)公布中期業績，集團首3個月已獲盈利9.12億元(人民幣，下同)，微增1.9%，而受惠於內地成

品油價分別在今年2月和4月各提升一次，加上國際油價也由5月初每桶近116美元水平回落，都有助減輕成本壓力，所以其稍後公布的業績料不會令市場失望。美銀美林的研究報告也指出，由於油價下降，致煉油虧損收窄，剛過去的次季因價格升幅跟不上油價升幅，已是最壞情況，下半年煉油業務每桶毛利將回升。美林將上石化的評級由「跑輸大市」升至「買入」，目標價自3.4元上調至4.1元。

此外，大股東中石化(0386)現持有上石化55.56%的H股權益，連同摩迪及貝萊德

韋君



合共持有逾11%，街外貨並不算多，加上股價尚處於偏低水平，都有利控股公司出手私有化，上述因素亦可望成為股價炒上的催化劑。該股昨逆市向好，收報2.94元，升0.03元，淡市下有此表現已頗為不俗。趁股價逆市有勢跟進，中短線博反彈目標暫睇7月初阻力位的3.5元。

歐美股不穩 港股受摧殘

數碼收發站
亞太區股市昨日普遍急跌，憂慮歐債危機再度抬頭，跨國基金沽售主導了區內股市向下，並以印度跌2.2%、韓跌1.7%、內地跌1.61%及本港跌1.34%為最差勁市場，而印尼、菲股則上升逾1%。港股在濠賭股、銀行及地產股急跌下，由即市20,342一度跌至19,969，歐洲股市早段急跌是帶動港股午市失守二萬關的不利因素，尾市亦只能險守二萬關報20,016，全日跌273點，成交721億元。期指續炒低水82點，這次回落，19,800/19,500會成為受考驗的承接區。■司馬敬

■ 紅籌國企/高輪

張怡

中海發展炒注資扭頹勢

內地股市昨掉頭跌1.6%，而這邊廂的港股也見反覆走疲，不過淡市下個別板塊的中資股仍見受捧。就以過去一段時間持續受壓的航運板塊為例，便不乏逆市向好的個股。作為航運業龍頭的中國遠洋(1919)，即使較早前曾發盈警，惟觀乎該股在昨日逆市下的抗跌力仍強，曾走高至4.65元，收市報4.53元，仍升0.18元，升幅為4.14%，並為連續第6个交易日上升。

同為航運業巨擘的中海發展(1138)，近日也連升6个交易日，昨曾走高至5.93元，收市報5.78元，仍升0.4元，漲幅為7.44%，成交增至4,062萬股，較周二大增近2倍，可見其回升明顯獲得成交配合。集團日前剛公布6月底止中期業績，錄得營業額61.4億元(人民幣，下同)，按年增加11.1%；純利則倒退30.1%至6.84億元，每股盈利20.1分，不派息。受國際油價大升影響，期間燃料費23.76億元，增加29.6%，佔成本45.2%。集團又預計，2011年全年航運市場較2010年遜色。

儘管中海發展今年盈利表現難有太大寄望，不過控股股東中國海運已承諾注資，則有助市場對其業績長遠發展的憧憬。據悉，母公司會把中海發展定位為旗下專業油運、散貨及LNG運輸的唯一業務平台，並承諾用約五年時間，通過資產併購、重組等方式，把旗下散貨輪及油輪資產在條

■ 滬深股評

飛亞達自有品牌顯潛質

飛亞達A(000026.SZ)今年以Emile品牌為切入點，依托當地手表產業環境，有利於形成良好的產業集群學習效應和產業鏈各節點的範圍經濟。飛亞達的走出去戰略實際是將分為海外併購品牌投資模式、海外創立自主品牌投資模式兩步走的戰略，從而在保證收購品牌利潤最大化的同時，較大程度上避免了跨國投資的風險。整體式有利於加強公司核心技術的投入，為投資建設自製高端機械機芯生產線提前規劃。

如果說公司之前的贊伏使人們對飛亞達還停留在「一旦擁有、別無所求」的印象，那麼國際化定位的品牌重塑將使得自有品牌、時尚品牌、代理品牌三者形成相得益彰的良好循環，二三線城市的消費升級浪潮也將為國有名表龍頭帶來由「投入期」到「收益期」的華麗轉身。

可分享經銷業務平台紅利

公司未來將堅持「產品品牌+渠道品牌」的發展模式。而在後者相對成熟的市場環境下，後者對前者的「品牌孵化」已經在中報中初步顯現，伴隨著經銷代理品牌市場集中度的提高，飛亞達手表也有望分享經銷業務的平台紅利。

盈利預測與投資建議：我們仍然維持公司未來看點體現在經銷業務的放量增長和自有品牌的價值提升兩方面。基於公司經銷及自有品牌毛利率的大幅增長高於之前預期，飛亞達表的放量銷售也超出預估。我們上調公司11-12年每股盈利(EPS)的預測為0.44和0.66元(分別較一季報點評的盈利預測提升0.05元和0.16元)，對應的PE為40倍、27倍。綜合考慮到公司作為名表經銷龍頭未來整體量價齊升的發展態勢和作為進口降稅最為貼切的投資標的，給予11年46倍的PE水平，對應6個月目標價20.2元，距當前價格仍有12%的漲幅，維持公司「推薦」的投資評級。



■ 港股透視

國浩資本

大昌行汽車業務增長勁

大昌行(1828)於8月17日公佈了亮麗之中期業績。上半年核心淨利潤(除去非經常性項目)按年上升29.1%至6.52億元，優於我們及市場之預期。

營業額上升39.6%至198.1億元。毛利率及營運開支佔營業額比率分別保持於12.6%及8.7%(去年同期分別為12.7%及8.8%)。就各分部而言，汽車業務(尤其於中國)為主要推動力，這亦是超出預期之部分。

汽車銷售大幅高於同業

於上半年，汽車業務營業額及業績分別上升48.4%及47.4%至159.3億元及9.27億元，佔大昌行總體營業額及業績之80%及91%。中國汽車業務營業額急升57.6%至129.7億元。期內汽車銷售達36,122輛，上升48.2%，大幅高於中國行業之3.4%。這增速尤其令人振奮，因為日系汽車銷售(佔2010年銷售額約50%)於第二季度受日本地震後供應短缺所影響。此外，新車銷售及汽車服務之高同店銷售增速(分別為+10.3%及+16.5%)，以及65.7%之賓利銷售量上升(至623輛)均令我們鼓舞。由於較高毛利率之汽車售後服務比重有所上升，分部利潤率微升0.1個百分點至5.6%，而分部業績則增加62.1%至7.31億元。

香港及澳門之汽車業務業績穩步上升10.2%至1.83億元。雖然大昌行於香港之汽車銷售量下跌3.8%至4,385輛(低於香港市場之5.4%)，但較高銷售價之歐洲汽車貢獻上升令分部營業額仍上升10.3%。

食品及消費品業務業績下跌5.1%至0.56億元。由於出售較低利潤之業務，中國食品及消費品營業額只上升13.4%至12.43億元。但分部利潤率上升0.2個百分點(至1.8%)令分部業績仍保持理想之25.0%增速至0.25億元。香港及澳門分部業績平穩上升11.3%至0.69億元。GDVTR(於2008年收購之電子產品製造商)之虧損由0.34億元擴大至0.48億元，抵銷了其他分部之增長。

物流業務業績仍然有限(佔1%之總體業績)，但我們認為這分部為大昌行建構一條龍供應鏈之策略中不可或缺之部分。

日系品牌供應短缺已過

大昌行未來之增長有望維持強勁。於汽車業務，隨着日系品牌供應短缺已過去，銷售動力將可上升。賓利全年銷售目標維持超過1,200部(按年上升50%)，而供應配額方面已與賓利達成共識，故供應應充足。大昌行重申於中國每年開設10-15間中至高檔4S店之目標。上半年已開設4間4S店，另外有5間建設中及11間已獲批核，故我們認為全年開店目標應可達標。香港及澳門分部則預計有穩定增長。

食品及消費品業務方面，對食品安全憂慮之上升將提振對優質入口食品之需求。為捕捉這市場潛力，大昌行將建構一條龍供應鏈，涉足上游生產及加工以至下游零售。此外，食品及消費品業務之利潤率亦應隨新項目日趨成熟而有所改善。

基於優於預期之上半年業績以及良好之前景，本行調高大昌行營業額預測至435.8億元，按年上升35%(早前為+23%)。就分部而言，我們將汽車業務營業額增速由26%調高至42%(中國+49%、香港及澳門+10%及其他市場+42%；原先為+30%、+8%及+20%)。我們亦將物流業務營業額增長由13%輕微上調至15%。相反，我們將食品及消費品業務之營業額增長由16%調低至13%(中國+20%、香港+13%及其他市場-6%；原先為+23%、+13%及+5%)。

進一步假設分部利潤率稍為下跌至3.4%(汽車業務保持於4.1%、食品及消費品業務-0.4個百分點至2.0%及物流業務-1.5個百分點至5.0%)，本行預計核心利潤為15.13億元(核心每股盈利為0.831元)，按年上升40.1%。

大昌行現時以11.7倍2011年市盈率交投。基於其強勁之增長前景及良好之執行能力，本行認為估值偏低。本行調整估值方法至分類加總估值法。給予中國汽車業務17倍2011年市盈率及其他業務12倍市盈率，得出綜合2011年市盈率为15.3倍。重申買入評級，6個月目標價上調至12.7元(此前為11.0元)，相當於15.3倍2011年市盈率。