



## 大市透視

第一上海首席策略師 葉尚志

## 市場虛怯 做好風險管理

9月12日。港股在假期休市前出現裂口下挫，恒生指數再度下探19,000點關口。歐美市場的震動風險仍未能消除，尤其是希臘債務違約的陰霾始終未能散去，對於全球股市構成了拋售的負面影響。事實上，由於歐元區的風險仍高，令到資金有撤離的跡象，歐元兌美元在上周已跌穿了1.4至1.45的三個月徘徊區，說明了資金流向已出現了改變，歐洲股市因此而震盪，實在是不可避免。

另一方面，我們在上周點評過，全球股市算是過渡了三關考驗，包括有德國法院裁判救援希臘行動並沒有違憲，美國總統奧巴馬提出了總值4,470億美元的創造就業方案，以及內地公布了最新的一系列宏觀經濟數據，但是似乎還未能穩住投資者的信心，市場確實是處於虛弱的狀態。從美聯儲局在4月尾第一次調低美國經濟增長預測開始，市場對於全球經濟增長放慢甚至收縮的憂慮，出現逐步深化加劇的趨勢。要扭轉一個已形成了四個多月的看法預期，絕對不是一件容易的事。反過來，要進一步確立擴廣，可能會來得更加容易。

## 假前買盤弱 險守萬九

恒生指數在周一出現裂口跳水，由於周二是中秋節假期港股休市停開，加上外圍的不明朗因素未能消除，是導致買盤積極性不大的原因，資金在假期前夕缺乏湧底意願。恒生指數收盤報19,031點，下跌836點，主板成交量有577億多。技術上，恒生指數曾一度低到了18,989點，雖然在收盤時也總算能夠險守19,000點關口上方，但是從盤面上來看，市況表現是來得相對疲弱的。一方面，在周一有超過1,000隻個股錄得日內跌幅。另一方面，周一錄得有65.6億元的總體沽空金額，沽空比例達到11.36%，空頭有進行部署的跡象。因此，在操作上要為做好風險管理的準備，倘若恒生指數確認跌穿了過去一個月的橫盤區19,000至21,000點範圍，要提防新一波跌浪有展開的機會，要嚴格執行倉位方面的控制。

## 投資觀察

群益證券(香港)研究部董事

曾永堅

## 歐債考驗歐盟穩定性

儘管美國總統上周提出的振興經濟及刺激就業計劃總金額達4470億美元(如獲通過當中4,000億美元將在2012年期間投進)，高於市場預期的3,000億美元，但全球金融市場的氣氛很快被歐債危機憂慮所沖銷而再轉弱。上周五希臘債券問題再呈變壞狀況，該國債務違約風險大增；加上，德國政府在增加援助歐元區債務問題方面，面對境內日益上升的政治壓力，在德國對解決歐債危機的財務援助及承擔方面會否加強的機率下降的背景下，市場擔心歐債危機將再步向惡化，令市場避險情緒在上周五歐美市場再明顯升溫。

事實上，歐盟在處理歐債危機問題上，一直給予市場欠缺決心及只望把問題拖延的感覺；而作為歐元區最主要及財力最強的德國，面對國內反對增加承擔的政治壓力日益增加，而市場普遍清楚了解歐盟及歐洲央行缺乏德國首肯增加財務支持，勢將令歐債危機步向惡化。歐債問題持續擴大，勢將考驗歐元甚至歐盟的穩定性。市場憂慮歐洲銀行的系統性風險正趨升，意味第二波歐美金融海嘯正在醞釀待爆，從而持續打擊投資人的風險胃納。

預計港股短期將再面臨賣壓，恒生指數將再考驗18,900水準，短期內投資人仍傾向採取防守策略。

## AH股差價表

人民幣兌換率0.81896

9月12日收市 9月9日收市

名稱	H股(A股) 代號	H股價 (港元)	A股價 (人民幣)	H/A 折讓(%)
洛陽玻璃	1108(600876)	2.01	9.14	82.00
儀征化纖股份	1033(600871)	1.90	8.48	81.66
明鏡機床	0300(600806)	2.30	8.78	78.55
東北電氣	0042(600058)	1.02	3.87	78.42
南京熊猫電子	0563(600775)	1.70	6.34	78.05
北人印刷	0187(600860)	2.00	7.17	77.16
山東新華製藥	0719(600756)	2.09	6.84	74.98
海信科龍	0921(600921)	1.75	5.58	74.32
天津創業環保	1065(600874)	1.99	6.04	73.03
經緯紡織	0350(600666)	4.34	12.03	70.46
金風科技	2208(002202)	3.99	11.04	70.41
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.29	3.54	70.17
上海石油化工	0338(600688)	2.84	7.42	68.66
廣船國際	0317(600685)	6.45	16.41	67.82
華電國際電力	1071(600027)	1.19	2.87	66.05
廣州藥業股份	0874(600332)	6.27	14.51	64.62
大唐發電	0991(601991)	2.21	4.72	61.67
中國鋁業	2600(601600)	4.34	8.87	59.94
北京北辰實業	0588(601588)	1.55	3.09	58.93
上海電氣	2727(601727)	3.01	5.84	57.80
中海集運	2866(601866)	1.59	3.03	57.04
金隅股份	2009(601922)	6.46	12.06	56.15
中國遠洋	1919(601919)	3.75	6.62	53.62
晨鳴紙業	1812(000488)	3.49	6.10	53.16
江西銅業股份	0358(600362)	19.18	31.33	49.88
中國東方航空	0670(600115)	3.21	5.24	49.85
中國中鐵	0390(601390)	1.89	3.05	49.27
紫金礦業	2899(601899)	3.32	5.23	48.03
中國中冶	1618(601618)	1.96	3.08	47.90
中國南方航空	1055(600029)	4.83	7.33	46.05
中海發展股份	1138(600265)	4.95	6.99	42.02
四川成渝高速	0107(601107)	3.20	4.50	41.78
兗州煤業股份	1171(600188)	20.20	28.20	41.36
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.23	2.97	38.53
華能國際電力	0902(600011)	3.37	4.41	37.44
中海油田服務	2883(601808)	10.48	13.50	36.45
中國鐵建	1186(601168)	3.52	4.53	36.38
廣深鐵路	0525(601333)	2.67	3.40	35.71
中國南車	1766(601766)	3.80	4.76	34.64
深圳高鐵	0548(600548)	3.30	4.08	33.78
中信銀行	0998(601998)	3.78	4.60	32.72
中國國航	0753(601111)	7.30	8.78	31.93
瀋柴動力	2338(000338)	37.20	40.28	24.39
安徽皖通公路	0995(600072)	4.28	4.56	23.16
中國石油股份	0857(601857)	9.29	9.81	22.47
鞍鋼股份	0347(000898)	5.25	5.47	21.42
東方電氣	1072(600875)	22.80	23.39	20.20
中國銀行	3988(601988)	2.90	2.95	19.52
中煤能源	1898(601898)	9.40	9.52	19.16
中國石油化工	0366(600028)	7.23	7.14	17.10
民生銀行	1988(600016)	6.30	5.87	12.13
江蘇寧滙高速	0177(600377)	5.95	5.41	9.96
交通銀行	3328(601328)	5.17	4.67	9.37
上海鋼業	2607(601607)	16.74	14.95	8.33
中聯重科	1157(600157)	11.26	10.05	8.27
工商銀行	1398(601398)	4.69	4.18	8.14
中國人壽	2628(601628)	18.04	15.86	6.88
中興通訊	0763(600063)	20.10	17.65	6.77
建設銀行	0939(601939)	5.47	4.57	2.01
農業銀行	1288(601288)	3.24	2.58	-2.81
青島啤酒	0168(600600)	43.30	34.40	-3.05
中國神華	1088(601088)	33.70	25.79	-6.98
東方電氣	2601(601601)	28.05	20.60	-11.48
安徽海螺	0914(600588)	24.60	18.04	-11.64
中國平安	2318(601318)	58.25	40.16	-18.75
招商銀行	3988(600036)	15.06	*	-
比亚迪股份	1211(002594)	14.98	*	-

## 證券分析

## 合生元營收可保高增長

業績報告顯示，截止2011年6月30日，合生元(1112)錄得營收8.68億元(人民幣，下同)，按年同比激升74.9%，優於我們之前預期。嬰兒配方奶粉為公司主要營收來源，錄得6.37億元，同比大幅上揚121.1%，貢獻率提升至73.4%。益生菌營收同比增長15%至1.59億元。期間毛利率按年同比下降1.7個百分點至66.7%。股東應佔淨利實現1.96億元，按年同比上升67.6%；每股基本盈利0.32元，派息率近40%。

系列。(2)歐元對人民幣升值，變相採購成本增加，影響毛利率0.6%。

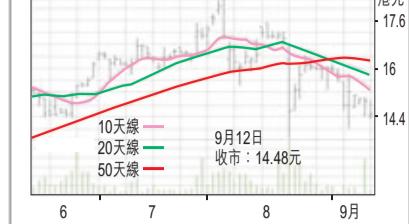
## 高端奶粉業務理想

業績顯示，公司高端奶粉系列營收按年增長135.6%，遠高於行業及公司超高端奶粉系列的增長速率，市場份額由4.3%提升至7.4%。我們認為在未來可以預見的時間裡，高端奶粉系列的增長速度將繼續高於超高端奶粉系列。為此相對低毛利率的高端奶粉系列的貢獻比重將會繼續加大。同時，雖然益生菌營收保持80%以上的高毛利率，但由於其增長率近乎低雙位數，且行業發展勢頭不及配方奶粉市場，為此毛利率將因產品

結構組合的變化而有所下降。

另一方面，由於公司配方奶粉的採購主要源自法國，以歐元結算的原材料佔比達65%，而以美元及人民幣結算的佔比分別為25%和10%。往前看，人民幣升值的趨勢將會持續，為此由於匯率間接引起的採購成本降低將利好毛利率。綜上，我們下調全年毛利率至64.1%。

截止2011年6月30日，媽咪100會員計劃的活躍會員人數大幅提升至68.5萬人次，同比增長112.7%。來自該平台的營收貢獻率達81%。嬰童專賣店、商超及藥房的三條銷售渠道的營收貢獻率分別為68%、22%及10%。嬰童專賣店及商超同店銷售增長分別為30%及40%以上。



我們認為中國配方奶粉產品及嬰兒護理用品的市場前景依舊光明，而公司將隨着高端及超高端市場份額的不斷搶佔，營收將繼續保持高雙位數增長態勢。我們給予2011/2012年每股基本盈利分為人民幣0.64及0.94元。我們依據公司四大產品分類，並結合公司產品高端市場定位，採用分類加總估值法，給予16.5倍市盈率，12個月目標價格為港幣19元，較公司現有股價有20.4%上升空間，給予買入的投資建議。

## 小股災

## 和黃遭賤售

## 數碼馬收發站

美國安然度過「911」10周年，不過周一金融市場在歐債危機引發金融市場的股災氛圍進一步擴散，亞太區股市除內地、韓、台中秋休市外，全線急挫完場，並以港股大跌4.21%的小股災最為差勁，而日本、印度、新加坡及印尼股市均跌逾2%。港股中秋日裂口低開602點報19,265，19,300/19,200的支持位反覆失守，下午市更受歐股市大跌而進一步跌穿萬九關，低見18,989，尾市反彈力弱，收報19,031，全日大跌836點，成交577億元。今日內地復市，而港股則補假休市，靜待歐債危機的新動向。

司馬敬

港股裂口大跌而乏力反彈，周二休市令入市資金更形審慎，而大戶亦以龐大沽盤力壓指下破19,200近期調整市的支持位，也是造成市場信心進一步虛怯的原因，而匯豐(0005)及中資金融股成為大盤沽售對象，內銀四行也受打壓。匯豐一日內大跌3.6元或5.5%，收報61.35元，成交22.6億元，按跌幅計，成交額並非很大，但匯豐暴跌而拖累大市跌幅的作用遠大於現貨，沽空的相關衍生產品的財富效應肯定更大。

穆迪將調低法國銀行評級成為歐債危機的新課題，昨下午三時歐股市假後重開後，法國農業信貸及法興銀行股價即告暴跌，法農業曾暴瀉1成，這也造成港股午市再度急挫，而尾市亦乏力反彈