



■ 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，實在是在所難免。

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，要進一步確立擴散，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撈底意慾。恒生指數收盤報19,031點，下跌836點，主板成交量有577億多元。技術上，恒生指數曾一度打低到了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想把問題拖延的感覺；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

名稱	H股(A股) 代號	H股價 (港元)	A股價 (人民幣)	H比A 折價(%)
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
昆明機床	0300(600806)	2.30	8.78	78.55
東北電氣	0042(200585)	1.02	3.87	78.42
南京熊貓電子	0553(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(000756)	2.09	6.84	74.98
海信科龍	0921(000921)	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(600566)	4.34	12.03	70.46
金風科技	2209(002022)	3.99	11.04	70.41
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	2.95	9.84	70.17
上海石化化工	0338(600688)	2.84	7.42	68.66
廣船國際	0317(600685)	6.45	16.41	67.82
華能國際電力	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
北京北信實業	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(601992)	6.46	12.06	56.15
中國遠洋	1919(601919)	3.75	6.62	53.62
晨鳴紙業	1812(200048)	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
中國石化	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(600026)	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(601908)	10.48	13.50	36.45
中國鐵建	1166(601196)	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
深圳高速公路	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
滙豐銀行	2338(000338)	37.20	40.28	24.39
安徽皖通公路	0995(600012)	4.28	4.56	23.16
中國石油股份	0857(600187)	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	0386(600028)	7.23	7.14	17.10
民生銀行	1988(600016)	6.30	5.87	12.13
江蘇寧滬高速	0177(600377)	5.95	5.41	9.96
交通銀行	3328(601328)	5.17	4.67	9.37
上海醫藥	2607(601607)	16.74	14.95	8.33
中聯重科	1157(000157)	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(000063)	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(600500)	43.30	34.40	-3.05
中國神華	1088(601088)	33.70	25.79	-6.98
中國太保	2601(601601)	28.05	26.60	-11.48
安徽海電	0914(600585)	24.60	18.04	-11.64
中國平安	2318(601318)	58.25	40.16	-18.75
招商銀行	3968(600036)	15.06	*	-
比亞迪股份	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。嬰幼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，按年同比上行67.6%；每股基本盈利0.32元，派息率近40%。

相較去年，毛利率同比下降1.7%，主因（1）高端奶粉系列佔整體奶粉營收比重有所提高，由去年的46.3%提升至49.4%，該部分毛利率低於超高端奶粉

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，雖然益生菌依舊保持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，媽媽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，而公司將隨著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

## 數百萬收發站

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

■ 紅籌國企/高輪

張怡

# 聯想逆市有勢可收集

內地股市昨因假期休市，而這邊欄的港股則再現逾800點的大跌市，受市場投資氣氛進一步轉弱影響，中資股也紛紛錄得不同程度的跌幅。昨市所見，近期備受沉重沽壓的水泥股續成基金主要減磅對象，就以龍頭股的中國建材(3323)為例，便曾一度失守9元關，低見8.93元，收市報9.05元，仍跌逾11.27%。

聯想集團(0992)在昨日大跌市下的承接力尚算不俗，該股曾逆市走高至5.07元水平，而受午後市場拋風轉烈的影響，其亦難逃倒跌的命運，收市報4.99元，跌0.02元，跌幅約0.4%，大跌市下有此表現十分難得，亦是有勢的表現。聯想較早前宣布截至2011年6月30日止三個月業績，首季錄得純利1.09億(美元，下同)，按年增長98.32%；每股盈利1.11仙，不派季度息。營業額59.2億元，按年增長15%。業績明顯優於市場預期。

期內毛利率由去年同期10.2%上升至12.5%。至於中國繼續成為集團的主要盈利來源，佔集團整體銷售額47.9%，在中國的經營溢利上升至1.59億元，經營利潤率為5.6%。值得注意的是，集團旗下的樂Pad平板電腦於今年3月在中國首次推出後，首季銷量即達8.1萬台，而集團的目標是於本財年末相關業務佔中國平板電腦市場的20%，因此可望成為盈利增長動力。最新的顯示顯示，聯想希望在今年底前超過戴爾，成為全球第二大PC廠商，有關因素可望吸引基金界注目。

■ 滬深股評

華泰聯合

# 華僑城以長補短應對挑戰

作為國內最具競爭力的連鎖主題公園，華僑城A(000069.SZ)與全球一流主題公園尚有一定差距，主要體現在單位面積的接待能力、重遊率和收入結構三個方面。上海歡樂谷在一線城市主題公園中發展相對緩慢，2010年入園人數為220萬人，低於北京歡樂谷的280萬人，也遠低於深圳歡樂谷300萬人。同時，上海迪士尼預計將在2014年開業，也將對上海歡樂谷造成影響。因此，處於內部發展及外部競爭的考慮，引入國際一流主題公園的管理經驗，可提升公園的入員人數和管理質量，提高主題公園競爭能力，更好地抵禦外部競爭。

### 內涵增長逐步改善收入

公司在2010年末提出旅遊收入倍增計劃，在這一計劃中，公司希望通過內涵式增長達到人均消費的提升，從而完成整體收入的倍增。而目前公司主題公園的收入來源中過於依賴門票收入，公司來自於門票的收入僅佔到主題公園總收入的不到16%；而日本環球影城的收入結構中28%來源於商品銷售，16%來源於酒店收入，門票收入僅佔總收入的57%。因此，通過引入國際一流主題公園公司，可

幫助公司走上內涵式增長的道路，改善公司目前過度依賴門票的收入結構。

迪士尼和日本環球影城集團相繼進入中國，顯示出對中國主題公園行業的看好。根據Economics Research Associates(ERA)所作的統計，2009年中國主題公園的訪問比例為26%，北美地區為82%，亞洲地區為51%。隨着主題公園的興建和出行條件的不斷改善，我們認為中國的訪問比例會逐漸向亞洲平均值靠攏。

地產業務銷售增長較為確定：公司1-8月地產業務銷售115億元(人民幣，下同)，下半年可售貨值約180億元，主力銷售專案深圳香山里二期計劃9月底開盤，目前嘗客良好。高單價產品深圳天麓別墅專案已完成房轉現房手續，將不再受預售證監管，由於專案的稀缺性，高去化率可期。預計公司全年可實現180億-190億元銷售，同比增長36%。

此次公告僅為備忘錄內容，尚未有實質合作協定，因此對公司未來收入及利潤的影響尚需觀察。我們預測今明兩年EPS分別為0.67、0.83元，對應PE為11、9倍。其中旅遊業務貢獻分別貢獻0.13元和0.15元。維持增持評級。

群益證券

■ 港股透視

交銀國際

# 國策支持天工有可為

「十二五」末新材料產業規模將達2萬億元人民幣。（1）9月7日，在第一屆中國國際新材料產業博覽會上，工業和信息化部部長表示，《新材料產業「十二五」發展規劃》文本已經形成，即將發布實施；（2）原材料司副司長對《規劃》進行了專項解讀，「十二五」期間，新材料產業規模將達到2萬億元人民幣，年均複合增長率將超過25%，到2020年，新材料產業成為國民經濟的先導產業；（3）推廣30個重點新材料品種，形成10個產值過150億元的綜合性龍頭企業，20個超過50億元的專業性骨幹企業，新材料產品綜合保障能力提高到70%，關鍵新材料保障能力達到50%；（4）《規劃》的舉措有：建立穩定的財政投入機制，設立新材料產業發展專項資金，加大對新材料產業的扶持力度，建立健全投融資保障機制，鼓勵和支持民間資本投資新材料產業。

天工模具鋼和鈦合金有望雙雙入選「新材料十大工程」。（1）副司長透露，為推動我國新材料產業發展，我國將實施「新材料十大工程」，具體包括：高強輕型合金材料專項工程、高性能鋼鐵材料專項工程、稀土及稀有金屬功能材料專項工程、碳纖維低成本化與高端創新示範工程、高性能膜材料專項工程、先進電池材料專項工程、新型節能環保建材示範應用專項工程、電子資訊功能材料專項工程、生物醫用材料專項工程和新材料創新能力建設專項工程；（2）天工國際(0826)的主導產品—高速鋼和模具鋼統稱為工模具鋼，符合高性能鋼鐵材料專項工程的範圍；（3）鈦合金為典型的十大工程居首的高強輕型合金材料專項工程產品，而且極有可能成為《規劃》推廣的30個重點品種之一；（4）《規劃》將新材料產業提升到國家戰略層面，而公司也將成為國家戰略工程的重要受益者。

### 鈦合金項目料獲中央補貼

（1）國家發改委已於近日啟動了2012年中央預算內投資計劃草案的編報工作，申報專項有重點產業振興和技術改造、工業中小企業技術改造、戰略性新興產業及產業結構調整等三個專項，其中戰略性新興產業項目的補貼金額為固定資產投資的15%；（2）在發改委下發的戰略性新興產業專項的新材料目錄中，「航天軍工領域用鈦等稀有金屬合金加工材」排在第一位；（3）我們獲知，天工國際已經啟動申報工作，我們對其獲得中央資金的補貼較有信心。假設按9.6億元的固定資產投資總額計算，則公司在未來3-4年最多可獲得1.44億元的財政補貼，這是2010年淨利潤總額的61.3%。假設2011年2億元的固定資產投資額申報能在2012年順利獲得批准，則2012年EPS有望增厚5%，維持「買入」的投資評級以及3.6元目標價。

### 天工國際估值表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
營業額	1323.75	2348.64	3356.21	4854.54	6969.83
增長率	-33.59%	77.42%	42.90%	44.64%	43.57%
淨利潤	112.08	235.92	397.25	597.93	850.33
增長率	-0.38%	110.50%	68.38%	50.52%	42.21%
EPS	0.06	0.13	0.22	0.33	0.47
PE	19.55	9.29	5.52	3.66	2.58
PB	1.40	1.25	1.06	0.86	0.68
股息回報率	0.99%	9.02%	3.51%	5.28%	7.50%
E=預測，EPS=每股盈利，PE=市盈率，PB=市帳率					
資料來源：交銀國際（單位為人民幣百萬元，均為核心純利，股本全面攤薄）					