



■ **大市透視** 第一上海首席策略師 葉尚志

10日線下壓至18452點

9月28日。港股在周二急彈了700多點後，在周三出現回軟的態勢。在大盤彈高了之後，資金追入的意願出現下降，是可以理解的狀況，但是也可以說明了市場的謹慎態度未能退去。目前，在市場信心未能平復下來的背景下，我們還是建議要嚴格執行倉位的風險管理，一方面要注意昨日提及過的追高操作風險，另一方面亦要做好倘若大盤掉頭再跌時的調控倉位部署。總體上，港股是否已在周一的盤中低點17,000點找到了短期階段性底部，目前仍是言之過早。在大盤盤面未見穩定下來之前，倘若外圍股市再現震盪，港股是有出現二度探底的可能。

內地A股持續弱勢，上證綜合指數再度跌穿2,400點關口來收盤。內地房產發商有出現現金流問題的憂慮傳聞，是近期打擊市場人氣的負面消息。而在周三A股收盤前，內地公布了8月份的領先指標進一步下跌至101.83，亦加劇了市場對於經濟前景的憂慮，似乎國慶前後的維穩預期，在這一趟不一定能夠發揮效力。值得關注的是，美國在前幾天宣布向台灣出售軍事武器後，再傳來的是美國參議院將會在下周討論人民幣的匯率水平。美國一連串的舉動，有惡化中美關係的可能，對於內地及香港兩地股市來說，亦將會帶來多一個不確定性。

17800好淡分水嶺

恒生指數在周三出現反彈過後的回軟態勢，日內走勢主要是徘徊在18,000點水平，但是資金追高的意慾未見增強。在期指市場進行結算、以及9月底傳統季結的影響下，不排除市場上會有短期技術性的粉飾欄窗活動。恒生指數收盤報18,011點，下跌119點，主板成交量略為增加至733億元。目前，恒生指數仍受制於18,200點阻力關口，短期跌勢未能獲得進一步改善，要提防跌浪有再度展現加劇的可能，而17,800點是目前的多空分水嶺。另外，由於超跌的狀態已出現緩解，單靠由超跌觸發的技術性反彈力量，相信已相當的反映出來。除非在基本面出現了新的改善因素，不然的話，估計大盤的反彈空間將會逐步受到控制，而恒生指數的10日均線正下壓至18,452點。

■ **投資觀察** 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

歐銀行資金料下月改善

除非歐洲政府能採取一致行動以阻止歐債危機擴散(包括大幅度擴大歐洲金融穩定設施(EFSF)的金額規模及對資本較弱的歐洲銀行注資)，否則預期歐債危機於10月內仍然將困擾金融市場，特別是整個歐債危機會否擴大至區內的高負債大國——意大利及西班牙，甚至是拖累歐洲整體銀行系統。歐債危機的演進始終為目前牽動投資市場避險情緒的關鍵。

預期步進2011年10月，市場將觀望在全球五大央行聯手向歐洲銀行體系注進美元資金以及國際貨幣基金組織(IMF)重新啟動總額為5,710億美元的新借款安排(資金池)後，歐洲銀行體系資金緊張狀況會否改善。

由於主導市場的是投資人信心及情緒，而歐債危機現階段已提升至政治層面，當中牽涉的變數及不明朗因素錯綜複雜，遠較純屬經濟問題為多。不過，我們預期歐盟及有關主要國家以及國際組織一旦能夠推出較具體的阻止歐債危機擴散方案（如實際增資或透過槓桿大幅擴大EFSF的規模、向資本較弱的歐洲銀行注資、通過發行歐元區同共債券的計劃），即能較有效改善市場情緒，從而帶動恒生指數年底前反彈至22,000至23,500點的目標區間。

■ **AH股差價表** 9月28日收市價

人民幣兌換率0.82027

名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
儀征化纖股份	1033(600871)	1.65	8.47	84.03
洛陽玻璃	1108(600876)	1.70	8.39	83.38
東北電氣	0042(000585)	0.82	3.76	82.12
南京熊貓電子	0553(600775)	1.29	5.84	81.89
昆明機床	0300(600806)	1.99	8.13	79.93
山東新華製藥	0719(000756)	1.86	6.82	77.06
北人印刷	0187(600860)	1.86	6.65	77.64
海信科龍	0921(000921)	1.66	5.53	75.38
經緯紡織	0350(000666)	3.73	11.73	73.92
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.12	3.39	72.91
天津創業環保	1065(600874)	1.96	5.76	72.10
廣船國際	0317(600685)	5.31	15.13	71.22
金風科技	2208(002202)	3.75	10.34	70.26
廣州藥業股份	0874(600332)	4.87	13.09	69.49
北京北辰實業	0588(601588)	1.19	3.00	67.47
華電國際電力	1071(600027)	1.13	2.82	67.14
上海石化化工	0338(600688)	2.88	7.15	66.97
中海集運	2866(601866)	1.28	2.94	64.30
中國鋁業	2600(601600)	3.73	8.23	62.83
大唐發電	0991(601991)	2.07	4.42	61.60
上海電氣	2727(601727)	2.98	5.92	58.72
金隅股份	2009(601922)	6.34	12.05	56.85
江西銅業股份	0358(600362)	14.40	27.19	56.57
紫金礦業	2899(601899)	2.38	4.47	56.34
中國冶	1618(601618)	1.63	3.06	56.32
中國遠洋	1919(601919)	3.33	6.22	56.10
鳳鳴紙業	1812(000488)	3.18	5.87	55.59
中國東方航空	0670(600115)	2.72	4.92	54.66
中國中鐵	0390(601390)	1.70	2.99	53.38
中國南方航空	1055(600029)	4.06	6.59	49.48
兗州煤業股份	1171(600188)	18.24	29.16	48.71
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	1.81	2.85	47.92
比亞迪股份	1211(002594)	13.36	20.35	46.16
中國南車	1766(601766)	3.08	4.64	45.57
四川成渝高速	1017(601107)	2.85	4.28	45.39
中海油田服務	2883(601808)	10.26	15.08	44.21
深圳高速公路	0548(600548)	2.79	3.90	41.34
廣深鐵路	0525(601333)	2.43	3.27	39.06
中國航	0753(601111)	6.01	7.99	38.32
中信銀行	0998(601998)	3.37	4.36	36.62
中海發展股份	1138(600026)	5.30	6.83	36.37
中國鐵建	1186(601186)	3.48	4.46	36.02
華能國際電力	0902(600011)	3.36	4.29	35.77
鞍鋼股份	0347(000898)	4.35	5.21	31.53
中煤能源	1898(601898)	7.68	8.97	29.79
安徽皖通公路	0995(600012)	3.82	4.38	28.48
中國銀行	3988(601988)	2.57	2.86	26.31
東方電氣	1072(600875)	20.80	22.39	23.82
民生銀行	1988(600016)	5.19	5.58	23.73
中聯重科	1157(000157)	9.25	9.62	21.15
中國石油股份	0857(601857)	9.72	9.76	18.33
滙豐動力	2338(000338)	37.75	37.78	18.06
工商銀行	1398(601398)	4.04	3.99	16.97
江蘇寧滬高速	0177(600377)	5.77	5.30	10.72
中國石油化工	0386(600028)	7.61	6.92	9.82
交通銀行	3328(601328)	4.93	4.45	9.15
農業銀行	1288(601288)	2.82	2.47	6.38
上海醫藥	2607(601607)	17.30	14.83	4.34
建設銀行	0939(600139)	5.08	4.35	4.23
中國通訊	0763(000063)	22.75	19.40	3.84
招商銀行	3968(600036)	12.90	10.97	3.57
中國人壽	2628(601628)	18.58	15.00	-1.58
中國神華	1088(601088)	33.05	25.94	-4.48
安徽海螺	0914(600585)	23.70	18.36	-5.85
中國太保	2601(601601)	23.80	18.39	-6.13
青島啤酒	0168(600600)	42.00	32.30	-6.63
中國平安	2318(601318)	47.00	34.68	-11.14

■ **股市縱橫**

中軟走勢穩可看高一線

港股經過周二急漲逾700點後，在投資者觀望氣氛仍濃下，市況昨日轉入反覆整固行情，不過炒股唔炒市再成市場特色。淡市之中，不少行業龍頭股的反彈力度仍佳，而就板塊而言，則以科網股的整體表現較具睇頭。重磅藍籌股方面，市傳騰訊(0700)旗下財付通與美國運通結成戰略合作關係，以提供跨境在線購物服務，該股昨逆市漲超3%，成交達19億元。此外，電腦硬件龍頭的聯想集團(0992)更升逾5%，成交3.9億元。高盛剛發表的研究報告指出，聯想組筆電合營利研發助降成本，因此維持確信買入，目標仍睇5.8元。

中國軟件國際(0354)近期走勢也頗

見硬淨，即使面對本周一恒指跌穿萬七大關，惟該股仍能持續在2.1元至2.3元的區間內上落，其可以拋離9月14日所造出的1.91元低位，而現價又已企於10天線上，反映走勢已漸見改善。中軟為內地大型全方位軟件及服務供應商，主要從事諮詢、技術服務及軟件外包服務。由於集團業務模式獨特，又擁有穩定的現金流及較高利潤，都有利其在行業中佔有優勢，而集團現為內地政府及煙草行業解決方案的最大供應商，亦為微軟於內地首家全球首席供應商，都是其競爭力得到市場肯定的表現。

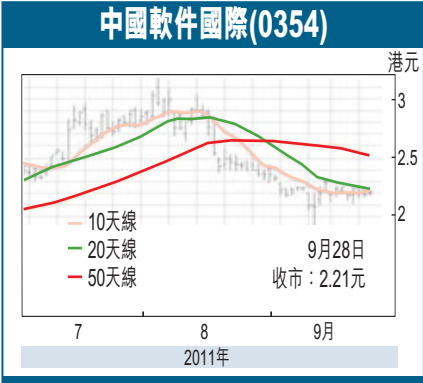
集團去年通過全購中移動的互聯網及服務供應商，進入移動市場，為內地三

大電信商於境內提供即時通訊、手機應用超市及手機社區支援業務，對提升未來盈利表現也大有裨益。就業績表現而言，集團上半年錄得純利6,059萬元（人民幣，下同），按年升66%；軟件外包業務收入強勁，分部業績增57%至6,236萬元，旗下電信外包便明顯受惠於中移動(0941)旗下飛信、139社區等手機終端服務供應商及移動互聯網業務的增長。中軟業績表現理想，相信也將有利其股價整固後再展升勢。

■ **引入實力股東潛力待顯**

中軟今年中，透過配發1.5億股新股，引入聯想(0992)母企旗下弘毅投資的

韋君



全資附屬公司Keen Insight，為主要股東及戰略合作夥伴。中軟發新股引入大孖沙，每股作價1.86港元，從股價之前在退至此水位之上即獲大盤承接，可見此水位的承接力經得起考驗。事實上，中軟引入實力股東後，股價已明顯走強，在股價仍處整固期伺機上車，上望目標仍睇年高位的3.19元。

匯豐勢穩助撐港股

■ **數石車收發站**

美股隔晚曾大漲300多點後收窄至146點的升幅，道指退收11,190，帶動周三亞太區股市出現回吐壓力，市場互有升跌，並以泰股回落1.59%、星股跌0.91%、內地球0.95%及港股跌0.66%的表現較弱，而菲股假後復市則追升4.16%，印尼及台股分別升1.13%、0.8%表現較突出。港股在期指結算前夕明顯地由淡倉主導，低開後一度回落至17,844，跌287點，重磅股中移動(0941)及內銀成為主要力質對象，不過大市在17,800/17,900獲承接而反覆回升上萬八點水平，曾高見18,101，收報18,011，全日跌120點，成交額733億元。今日期指結算後，有利尋底後形成的反彈走勢。

■ **司馬敬**

■ **紅籌國企/高輪**

張怡

五礦資源具追落後潛力

內地股市昨現調整壓力，滬綜指收市跌近1%，至於這邊廂的港股經過周二勁彈後，亦見反覆整固，不過A+H股方面，兩地市場的表現則明顯背馳，A股成份股普遍受壓，反觀H股則不乏有表現的股份。就以中聯重科(1157)為例，其A股雖跌1%，惟H股卻能逆流而上，收市報9.25元，升1.07元，升幅達13%。中資個股方面，湖南有色金屬(2626)繼周二急彈19%後，昨再漲近4%報收。

湖南有色金屬等資源股近兩日的回升力度頗見不俗，顯示相關板塊經過之前的大型洗倉後，已逐步吸引買盤重新建倉。五礦資源(1208)於6月初兩度受制6元關阻力後展開調整行情，近日受中資股洗倉潮蔓延拖累，該股日前曾造出2.61元的年內低位，昨收市報3元，是日升0.13元，升幅為4.53%，相比年低位則回升近15%，反彈的力度並不算太強，但也因為仍可追落後，故續可加以留意。

五礦資源日前宣布，將向大股东五礦有色出售多間公司權益，涉及總代價7.27億美元(相當於56.69億港元)。集團指出，出售非核心資產，可令公司專注上游基本金屬業務。預期出售收益淨額為3,962萬美元(相等於約3.09億港元)。在母公司全力支持及配合下，集團計劃透過併購形式，將其目前的規模擴大4倍，躋身為高端及中型的礦商，

■ **滬深股評**

華潤三九盈利增速加快

中藥材和白糖成本上升影響2011年盈利：2011上半年中藥材價格均有不同程度上漲，華潤三九(000999.SZ)所用中藥材價格同比漲幅超過30%。公司OTC中藥材感冒靈、三九胃泰等均為顆粒劑型，白糖是主要輔料，公司每年約使用3萬噸白糖，2010年底開始白糖價格大幅上漲大幅增加公司成本。原材料成本上升導致上半年毛利率同比下降2.6個百分點，淨利潤增速僅2%，遠低於24%的收入增速。

■ **全力整合外延擴張具看點**

華潤醫藥完成北藥整合後，公司將整合北藥旗下北京雙鶴高科、合肥神鹿雙鶴、遼寧本溪三藥等中藥企業，豐富OTC業務產品線，我們預計整合年內完成。公司品牌強大，渠道管理和營銷經驗豐富，通過尋找外部收購對象，豐富OTC、中藥處方藥等產品線。

■ **製藥業務將保持快速發展**

OTC業務堅持渠道變革和品類規劃，注重基藥和新品種市場開發，對OTC全產業鏈進行整合，加強老品種二次開發，針對重點中藥材啟動GAP基地建設。中藥處方藥業務不斷豐富產品線，獲得優質注射液產品資源，積極開展現有產

品再評價，加強學術營銷能力。中藥配方顆粒發展受益於中藥飲片行業的快速增長和醫生認識的提高，未來加快省標、國標建設，建設生產基地解決產能不足問題。

盈利預測與評級：2012年成本下降可期，盈利增速加快：我們維持公司2011-2013年每股收益0.90元、1.08元、1.29元（人民幣，下同）同比分別增長8%、20%、19%，對應的預測市盈率分別為22倍、18倍、15倍。公司是華潤中藥業務發展平台，華潤醫藥謀求上市有動力支持公司業務發展。考慮到公司製藥業務收入快速增長，外延擴張可期，若原材料價格下降超預期，公司業績仍有可能超預期，我們維持增持評級。



■ **港股透視**

中銀國際

亨得利銷售表現料強勁

目前，香港珠寶及手表零售商板塊的整體股價已較8月時的高點下跌了40%以上。自我們7月29日將評級下調為賣出後，亨得利(3389)的股價也下跌了25%。我們預計亨得利下半年銷售表現強勁，主要原因是高檔手表品牌紛紛提價。儘管公司2011財年盈利可能高於預期，但隨著積極的內地新門店擴張，我們擔心租金費用率可能較目前的7%有所上升。我們預計「十一」黃金周期間香港和內地珠寶及手表銷售強勁將成為該板塊的短期催化劑，從而推升亨得利股價。我們將該股評級由賣出上調為買入，同時維持3.30港元的目標價。

從2009年1季度至今，內地機械手表需求增長了300%以上（由2009年3月的3,300萬美元增長至2011年8月的1.48億美元），平均售價也由2009年1季度時的513美元上漲了60%至2011年8月的810美元。

機械表的人民幣平均售價依然比金融危機時期的價格低2.5%。隨著中國中產和富裕階級規模不斷壯大，我們相信現在國內消費者相比2008年更能夠承受瑞士出產的手表。

■ **瑞士法郎升值引發提價**

2010和2011年間瑞士法郎的升值導致瑞士手表生產成本上升，從而推升了手表的平均售價；我們預計2011-13年間，在內地財富效應和人民幣升值的拉動下，香港和內地的高檔手表需求強勁。富人們還把限量版瑞士手表作為一種投資。

如果中國經濟增長放緩，從而導致奢侈品需求下降，那麼較長的庫存周期(6個月以上)可能拖累亨得利的表現並引發投資者對其經營現金流的擔憂；瑞士法郎與歐元掛鉤及全球經濟形勢惡化可能阻擋瑞士手表提價的步伐。我們預計2012年之後瑞士表將漲價7-10%，而2011年漲價20%。

■ **當前股價帶來買入時機**

儘管公司2011年上半年業績強勁且我們目前尚未看到內地奢侈品需求放緩的跡象，但自我們7月29日將評級下調為賣出後，亨得利的股價已下跌了25%；基於現金流折現模型，我們得出的目標價為3.30港元，對應13倍2012財年市盈率。

■ **亨得利投資摘要(貨幣：人民幣)**

年結日：12月31日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
銷售收入(百萬)	5,899	8,216	10,824	13,226	15,496
變動(%)	6.9	39.3	31.7	22.2	17.2
淨利潤(百萬)	365	554	722	902	1,037
每股收益(元)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
市盈率(倍)	19.5	17.6	13.6	10.9	9.5
每股收益增長率(%)	(33.5)	10.4	29.5	24.9	14.7
之前預測每股收益(元)	-	-	0.16	0.19	0.23
市場共識預測每股收益(元)	-	-	0.17	0.22	0.27
每股收益 vs 市場預測(%)	2.8	0.7	(8.2)		
經常性每股現金流量(元)	0.23	(0.05)	(0.00)	0.06	0.13
價格/每股現金流量(倍)	10.2	NA	NA	39.4	18.8
企業價值/息稅折舊前利潤(倍)	11.1	8.4	6.8	5.9	5.3
每股股息(元)	0.03	0.04	0.06	0.08	0.09
股息率(%)	1.1	1.8	2.5	3.2	3.6
淨資產收益率(%)	14.7	15.4	15.7	17.4	17.6
E=預測					

資料來源：公司數據及中銀國際研究預測