



## 投資觀察

群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

## 恒指市賬率近海嘯水平

恒生指數自2010年11月高點24,988點回落至2011年10月4日的16,170點，下跌幅度達35.3%，主要反映市場憂慮美國經濟轉弱並有再步向衰退的風險、歐債危機惡化及勢趨威脅歐洲銀行體系，以及中國潛在爆發民間借貸市場風暴的問題，令恒生指數的預測市賬率降至1.1倍左右，與2008年金融海嘯爆發後的市賬率低區間1.06至1.1倍接近。

就港股的調整幅度及估值推測，股市不單已反映市場就美國經濟有機會再步向衰退的看法，另中國經濟增長放緩加速的可能，更重要的是，市場似已計算歐洲金融系統危機來臨以及中國式次按問題外溢的威脅。因此，我們認為從美國經濟、歐債危機演變以及中國境內資金鏈狀況等主要領域，未來若能出現任何正面的消息以及相關政府能推出對症下藥的拯救措施來化解危機的話，將成為改善市場目前疲弱信心的關鍵，而催化港股呈現較顯著的反彈。

## QE3憧憬升溫

事實上，美國聯儲局主席伯南克於周二的國會兩院聯合經濟委員會的聽證會上已明言，將準備在物價穩定的背景下，推出更多措施來促進美國經濟步向更強勁的復甦，並指出投資人擔心美國及其他國家債務情況，令金融市場震盪及避險情緒增加，歐債危機帶來的壓力為美國經濟的增長構成持續的風險，因前者影響美國家庭及商企的情緒，其言論帶來的啟示，正符合我們早前的預期：若市場持續憂慮歐債危機擴散令歐美金融系統危機的風險增加以及美國經濟數據普遍顯示當地經濟持續弱勢，在核心通貨膨脹率回落的前提下，美國聯儲局將於今年底至明年初推行第三輪量化寬鬆措施(QE3)。

我們預估市場對聯儲局未來推行QE3的憧憬升溫，將成為推動美股呈現較顯著反彈的主要動力，亦是帶動港股跟隨反彈的主要外部因素。預期恒生指數於16,000關卡有較大技術支撐。

## 證券分析

中銀國際

## 光匯擴銷量保增長

光匯石油(0933)2011財年淨利潤同比增長15%至12.7億港元，比我們的預測高出26%。利潤增長主要是由收入增長拉動。儘管我們將2012-13財年盈利預測上調了27-57%，但我們仍維持對該股的持有評級。因為目前該股股價並不十分便宜，且2012財年公司還有大量融資需求。

燃油存貨會計政策調整（由成本與可變現淨值兩者中的較低者入賬變更為按公允價值減去銷售成本入賬）也導致2011財年稅前利潤增加了8,360萬港元(但2010財年稅前利潤減少了3,770萬港元)。由於2010年兩次增發的攤薄效應，每股收益僅同比增長了2%。

公司的利潤增長主要來自期內銷量同比增長1.28倍至890萬噸，其中國際供油及海上供油業務銷量同比增長了1.27倍至454萬噸。今年5月，公司開始在美國新奧爾良提供海上供油服務，從而使該業務覆蓋港口由8個增加至了9個，其中有4個是中國內地/香港港口。2010年下半年，公司還利用剩餘產能展開了燃料油貿易。貿易量佔到了公司2011財年總供油量的22%。2011財年全年中國供油量亦扭轉了上半年的下滑趨勢，同比增長26%，這主要是由於下半年的比較基準較低。

我們對該股的估值仍較同業平均水平折讓20%。總體而言，我們將目標價由3.88港元下調至1.92港元。

(摘錄)

## AH股差價表

人民幣兌換率0.81884

名稱	H股(A股) 代號	H股價 (港元) 10月4日 收市	A股價 (人民幣) 9月30日 收市	H比A 折讓(%)
儀征化纖股份	1033(600871)	1.34	8.28	86.75
洛陽玻璃	1108(600876)	1.35	7.85	85.92
南京無線電子	0553(600775)	1.12	5.69	83.89
東北電氣	0042(000585)	0.72	3.62	83.72
昆明機床	0300(600806)	1.80	7.82	81.16
海信科龍	0921(000921)	1.30	5.19	79.50
山東新華製藥	0719(000756)	1.70	6.61	78.95
北人印刷	0187(600860)	1.72	6.44	78.14
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.01	3.35	75.32
天津創業環保	1065(600874)	1.70	5.42	74.32
經緯紡織	0350(000666)	3.57	11.28	74.09
廣船國際	0317(600685)	4.73	14.41	73.13
北京北辰實業	0588(601588)	0.99	2.97	72.71
金風科技	2208(002202)	3.37	9.94	72.25
廣州藥業股份	0874(600332)	4.20	12.35	72.16
中海集運	2856(601856)	1.01	2.91	71.59
上海石化化工	0338(600688)	2.57	7.10	70.37
華電國際電力	1071(600027)	1.00	2.74	70.12
大唐發電	0991(601991)	1.83	4.49	66.64
中國鉅業	2600(601600)	3.39	8.10	65.74
中國冶冶	1618(601618)	1.28	3.04	65.53
江西銅業股份	0358(600362)	11.36	26.70	65.17
上海電氣	2727(601727)	2.61	6.04	64.63
金隅股份	2009(601992)	4.90	11.02	63.60
中國東方航空	0670(600115)	2.11	4.74	63.56
紫金礦業	2899(601899)	1.96	4.34	63.03
中國遠洋	1919(601919)	2.84	6.17	62.32
兗州煤業股份	1171(600188)	13.84	29.07	61.03
中國南方航空	1055(600029)	3.16	6.42	59.71
中國中鐵	0390(601390)	1.45	2.90	59.07
鷹鳴紙業	1812(000488)	2.98	5.76	57.65
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	1.50	4.83	56.61
中國南車	1706(601706)	2.43	4.51	55.89
中國石油服務	2883(601808)	8.80	14.88	51.59
中國國航	0753(601111)	4.86	7.86	49.38
四川成渝高速	0107(601107)	2.65	4.24	48.84
比亞迪股份	1211(002594)	12.10	19.30	48.68
鞍鋼股份	0347(000898)	3.50	5.18	44.69
廣深鐵路	0525(601333)	2.19	3.21	44.15
中信銀行	0998(601998)	2.95	4.30	43.84
中海發展股份	1138(600026)	4.85	6.79	41.53
華能國際電力	0902(600011)	3.02	4.21	41.28
東方電氣	1072(600875)	16.52	22.47	39.82
中煤能源	1898(601898)	6.60	8.95	39.63
中國鐵建	1186(601186)	3.22	4.34	39.27
深圳高速公路	0548(600548)	2.82	3.78	38.93
民生銀行	1998(600116)	4.28	5.52	36.53
中國銀行	3988(601988)	2.21	2.85	36.52
滙豐動力	2338(000338)	31.35	37.26	31.12
中聯重科	1157(000157)	8.05	9.51	30.71
工商銀行	1398(601398)	3.50	3.98	28.01
招商銀行	3968(600036)	9.94	11.06	26.43
安徽皖通公路	0995(600012)	3.91	4.30	25.56
中國石油股份	0857(601857)	9.04	9.87	25.02
農業銀行	1288(601288)	2.29	2.46	23.80
交通銀行	3328(601328)	4.17	4.48	23.80
建設銀行	0939(601939)	4.44	4.40	17.40
中國通訊	0763(000063)	19.70	18.90	14.68
安徽海藥	0914(600585)	18.04	17.20	14.14
江蘇寧滬高速	0177(600377)	5.65	5.30	12.73
上海醫藥	2607(601607)	15.58	14.52	12.16
中國神華	1088(601088)	27.50	25.34	11.16
中國石化	0386(600028)	7.54	6.93	10.93
中國太保	2601(601601)	20.15	18.49	10.79
中國平安	2318(601318)	38.65	33.57	5.75
中國人壽	2628(601628)	17.24	14.74	4.26
青島啤酒	0168(600600)	39.05	33.06	3.31

## 股市縱橫

## 中糧控股尋底現吸引力

港股在傳統股災月首兩個交易日即見真章，恒指兩日埋單計數唔見逾1,300點，現水平離離六點大關只不過250點，在外圍經濟形勢依然不明朗下，上述水位即使短期可望有一守之力，但面對淡鱷得勢不饒人，好友暫時仍難安枕。

基金大舉減磅最近進一步蔓延至一向較強勢的珠寶零售和濠賭股上，儘管過往經驗告訴我們，連強勢股也轉弱，多少已顯示拋風已近尾聲，但相關股份不少的估值依然不算便宜，故現階段實難言何時見底。就以金沙中國(1928)為例，該股現價報15.1元，雖離年低位的14.6元

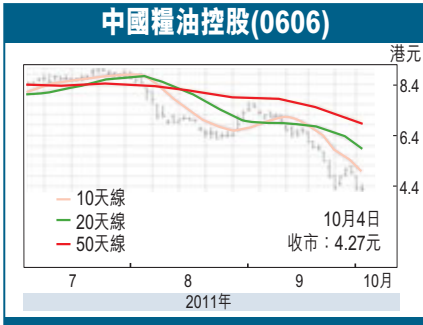
不算太遠，但其現價市盈率尚企於23.4倍水平，即使2011年盈利有所提升，預測市盈率仍達19倍，在市旺時，該股或尚可享高估值，但現時市場大面積遍佈低廉的個股，此類高估值股份能否繼續吸引捧場客難免成為疑問。

## 估值已被低估

中糧控股(0606) 為內地綜合農業及食品加工企業龍頭，面對近期的大弱市，該股也難逃被拋售的命運，本周二更曾創出年內低位的4.13元，收市報4.27元，較年內高位的11.86元，高位回落的幅度

已逾6成，現價市盈率已低於10倍，而PB為0.9倍，在食品類股份中，其亦有被低估之嫌。雖然面對內地食品成本高企不下，中糧今年上半年業績依然亮麗，期內收入升48%至336億元，純利則多賺20%至16億元，較市場預期為佳；每股盈利39.7仙，中期息由6.6仙增19.7%至7.9仙。

集團主營業務的油籽加工業務期內收入更勁增70.3%至218.05億元，而生物燃料及生化業務收入則增23.9%至61.68億元。中糧行業龍頭的競爭優勢也獲得大行認同，大摩早前的研究報告便預計其



2011至2013年銷售年複合增長率為22%，盈利增長年複合增長率23%；該行維持中糧「增持」投資評級，目標價由11元下調至10.2元，但較現價尚有約1.4倍的上升空間。可趁股價尋底部署作中線收集，中線上望目標為50天線的6.88元。

## 港股太殘 有條件大反彈

美股在周二大跌250點後得以收復失地兼大升153點，即市自低位反彈400點，是極為罕見的絕地反彈市況。伯南克發表有需要時採取措施刺激經濟的言論，加上歐元區財長表明已做好準備支持區內銀行，對美股急跌有正面支持，但當時道指仍維持過百點的跌幅，收市前一句鐘卻出現大型買盤吸納科技股及近日已暴跌股份，觸發大市急速反彈，能由低位狂抽400點，代表大量淡倉瘋狂回補。換言之，美聯儲儲經濟的言論雖屬「出口術」，對大市的刺激力度應有限，但美股卻有如此強力反彈，反映美股近期跌過急，已吸引短中線實力資金撈底，並帶動大量淡倉食餸。

相對於美股，港股一個月來跌幅更甚於美股，累計大瀉4,000點或逾2成，也成為區內主要股市跌幅最大市場，大量績優股的股價在沽空盤操控下跌至面目全非，以美股已出現大盤趁低吸納而帶動大市明顯回升，則港股憑藉較佳的企業盈利增長，更應有低吸的叫座力，何況恒指PE已低至7.59倍極超賣水平。以周二急跌市來看，本地銀行如中銀(2388)、恒生(0011)；地產如長實(0001)、新地(0016)、信置(0083)、新世界(0017)及大行股如和黃(0013)、太古(0019)等已跌至殘價的地步，隨時有強力反彈的動力。至於內銀四行、內房及資源、原材料、內需股的股價已同樣反映相關的利淡消息，同具實力大盤趁低吸納及挾倉的回升動力。

當然，港股仍面對大鱷利用沽空、衍生產品的極寬鬆監管及漏洞而大肆造淡，從上周初質穿萬七關通殺牛證後再抽升數百點來看，已充分說明國際對沖基金雲集的港股，已有多項巨蠱在操控大市，令香港股市成為大鱷提款機的聲名遠播。

## 巨蠱操控 證監可出奇招

日前7個經紀組織要求監管當局在歐債危機、環球金融風雨飄搖的情況下，效法歐美市場作出限制沽空或堵塞沽空漏洞等措施，值得正視跟進。講開又講，證監可出奇招達到挾淡倉的目的，就是放寬公司大股東每年回購5%的規定，作為應對今回大動盪市受大鱷狙擊的臨時措施，以支持穩定港股的決心。

香港作為國際金融中心的最大功能，是協助內地更多企業上市吸納資金、提升管理水平與國際接軌，以及協助推動人民幣國際化，最近大市的表現已暴露群鱷肆虐港股如魚得水，投資者成為大鱷「點心」，部分企業已因股價暴跌招致流言四起，公司評級遭降，將損害實體經濟乃至金融穩定。

歐股未對穆迪大降意大利評級而顯著反彈，是壞消息證實出現升市的傳統智慧，原因是早前標普已調低意評級，穆迪追隨只是時間問題。歐元區財長通過對區內銀行支持，暫時紓解歐債危機的氛圍。

張怡

## 越秀交通防守強續看俏

港股周二續挫逾500點，不過觀乎部分中資內房股的承接力已現，當中紅籌成份股的中國海外(0688)、保利香港(0119)和華潤置地(1109)便告齊齊逆市向好。另一方面，過去一段時間被洗倉的水泥股則沽壓依然沉重，就以龍頭股的中國建材(3323)而言，便再度造出5.51元的年內新低，收市報5.65元，是日仍跌近6%。中國建材於2011年的預測市盈率已降至約3倍，現價較高位的17.58元，回落的幅度亦已達67%，論估值已十分吸引，而超賣也十分嚴重，但股價尚處尋底期，博反彈仍應有中線持有打算。

越秀交通基建(1052)在周二的跌市中，也現不俗的抗跌力，其收市報2.92元，升0.13元，升幅達4.66%，淡市下有此表現已算十分不俗。集團較早前公布中期業績，半年應佔盈利2.54億元（人民幣，下同），按年升7%，每股基本盈利15.21分，派中期息每股10港仙。期內，收入為6.23億元，營運盈利3.66億元。若撇除已終止收費經營權的四條一級公路因素，收入更按年增長25.3%。期內，北二環收入上升4.4%至3.5 億元，西臨高速大增63.89%至1.09 億元，而去年底收購的漢孝高速亦帶來3933.4萬元的貢獻。

據管理層表示，隨着汕頭海灣大橋今年第四季實施計重收費，加上世界園藝家博覽會帶動西臨高速車流量增加，以及宜連高速年內開通，刺激清連高速連通京港澳高速（湖

南段）收入增長等利好因素，預期下半年收費公路業務，整體經營狀況比上半年更佳。此股2011年預測市盈率約7倍，在同業中不算貴，而息率則逾7%，則有不俗的吸引力，也顯示其有不俗的防守力。趁股價反彈初現上車，上望目標為3.5元，惟失守年內低位的2.63元則止蝕。

## 建行博反彈 購輪14135可取

內銀股近期沽壓頗為沉重，不少股份已明顯超賣，若看好建行(0939)短期的反彈行情，可留意建行法興購輪(14135)。14135現價報0.255元，其於明年2月13日到期，換股價為5.5元，兌換率為1，現時溢價29.62%，引伸波幅54.62%，實際槓桿5.51倍，街貨約佔1.16%。此證數據不算太吸引，不過就勝在交投較暢旺，街外貨也較疏，貨源較易歸邊，故尚可作為博正股反彈的兼顧對象。

## 投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股弱勢仍有待扭轉，中資股以個別發展為主。

越秀交通基建：

估值處合理水平，派息率高，防守力強，有利股價走高。

目標價：3.5元 止蝕位：2.63元

宏源證券

## 宏達新材增長動力十足

宏達新材(002211.SZ)是內地最大高溫矽橡膠生產商，目前擁有高溫矽橡膠產能8萬噸。影響到公司經營的因素主要有：房地產業、家電下鄉、全球消費、電網建設等。上半年矽橡膠價格比較穩定，三季度公司處於滿負荷生產，預計今年矽橡膠產量可達8萬噸。

單體、矽氧烷產能仍有提升空間，下游多種產品陸續投放市場，公司原有有機矽單體設備總產能7.5萬噸，經過改造後目前已達到總產能每年10萬噸。去年11月份投建的7萬噸矽氧烷定增項目，正處於安裝階段，預計明年4月份完工。未來公司仍可能通過技改等手段提高原有設備的利用效率，產能仍有提升空間。

## 新項目陸續投產提供利潤

目前公司在建項目有：3萬噸高溫矽橡膠擴建項目、5,000噸液態膠項目、5,000噸甲基苯基二氧矽烷項目、3,000噸有機矽密封膠項目。預計今年11月份3萬噸高溫矽橡膠項目、3,000噸有機矽密封膠項目完工；織物整理劑、液態矽橡膠預計10月份完工；今年即可開始貢獻部分利潤。

副產物綜合利用項目開始產生收益。公司

自行開發的催化歧化、裂解歧化等工藝，將一甲、高沸副產物回收利用，用以生產二甲產品。目前公司已有兩套歧化裝置，運行平穩；公司正在擴建4套歧化裝置，除了可以把公司自身有機矽副產物完全回收外，還可以外購部分價格低廉的有機矽生產廢物，用以提取更多的二甲產物。

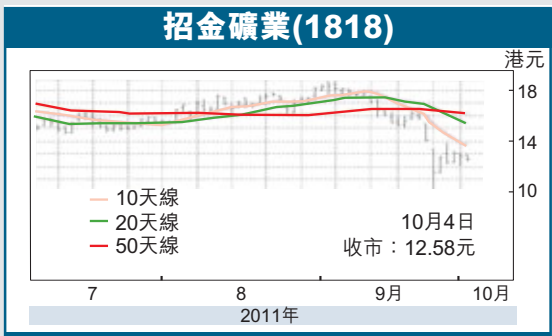
業績預測。預計2011-13年每股盈利(EPS)分別為0.22、0.74元、1.66元(人民幣，下同)，給予「買入」評級。鑒於公司進入高速發展時期，給予2012年20倍市盈率(PE)，第一目標價格14.80元。



## H股透視

國浩資本

## 招金急跌提供買入機會



隨着金價在9月下旬急跌，招金礦業(1818)的股價自8月底水平回落30%，表現分別較恒生指數及國企指數差12%及7%。然而基於黃金獨有的避險性質，本行仍看好金價的長期走勢，並相信招金最近的股價回調為長線投資者帶來一個吸納良機。

金價在9月份急跌11%，是2008年10月以來最大的單月跌幅。本行相信這是源於一系列負面因素：1)黃金是眾多投資者手中唯一仍有利潤的金融資產，這迫使部分投資者沽出其黃金資產以彌補在其他市場的損失；2)最近的歐債風波令美元有一明顯反彈，對金價構成短暫的壓力；及3)最近上海及芝加哥的商品交易所不約而同提高期金的保證金要求，這引發短線投機客拋售黃金。

## 避險功能吸引資金重投

雖然金價急挫，但本行認為這次的調整是短暫的，而投資者最終將會重投金市避險，因為持續的歐洲債務危機已嚴重損害市場對環球經濟前景及貨幣的信心。韓國央行公布在5、6月份增持25噸黃金，為14年來首次。而其他國家如泰國、玻利維亞及俄羅斯亦先後在今年增持黃金。此現象顯示出新興市場的政府正積極將其外匯儲備分散至其他資產，因其對美元及歐羅的前景看淡。

招金礦業中期收入及盈利為25億元人民幣及7.2億元人民幣，分別按年增長49%及28%。每股盈利為0.25元人民幣，按年升32%。自產礦金的產量升12%至11.4噸，相當於全年產量目標的48%。另一方面，其平均銷售價格為每克314.2元人民幣，按年升19%，並較期內上海期金交易所的平均售價高3%。

雖然公司礦產金的綜合克金成本較去年同期僅升14%，但毛利率卻由去年上半年的61%急跌至今年同期的52%，因公司的副產品(硫酸)產量增加，而公司的冶煉業務亦加大了對原材料的採購。由於此兩業務的毛利率偏低(生產硫酸的毛利率為23%，而黃金冶煉的毛利率則為7%)，公司整體的毛利率因而受到影響。本行預期公司在下半年的毛利率有望提升，因金價處於強勢(上半年平均金價為1,449美元。金價雖然最近急速回調，但現水平仍達1,660美元)，而規模效應亦有助降低公司在招遠地區外新投產礦山的開採成本。

## 今年產金量料年升15%

在本港上市的金礦股中，招金礦業對金價的敏感度最高(黃金佔公司整體營業額90%)。公司在執行能力上的往績不錯，而2011及2012年的礦產金量預計可按年升15%，本行相信公司將會是金價強勁的主要受惠者。

本行維持公司2011年及2012年的盈利預測為16.8億元人民幣(每股盈利0.58元人民幣)及20.9億元人民幣(每股盈利0.72元人民幣)，2012年的盈利預測是建基於金價均價將維持在1,660美元水平及礦產金產量將錄得15%增長。本行的盈利預測反映公司的每股盈利在2010至2012年間將錄得30%的年複合增長。

現價相當於14.5倍2012年市盈率，本行認為估值並不昂貴。重申買入評級，目標價仍為19元，相當於22倍2012年市盈率。