

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

值博率提升 趁低吸納

11月10日。受到多項內外負面消息的同步打擊，港股出現三個月來的最大單日跌幅，恒生指數日跌幅錄得有1,050點。外圍方面，意大利10年國債息率升穿7厘的警戒線關口，加劇了市場對於歐債的恐慌憂慮，引發全球股市出現回壓下挫。但是，意大利債務問題並不是新的突發消息，在歐盟忙於處理希臘債務期間，意大利的10年國債息率已逐步上升至6厘以上。

完成補倉料意息回軟

歐洲最大結算所LCH在周三調高了意大利國債的買賣交易保證金，估計是觸發補倉盤湧現刺激意債息率急升的導火線，情況並不一定代表意大利的債務狀況出現進一步的惡化。倘若市場完成了補倉行動，相信意大利的債息率在短期內有從高位回軟的可能。

恒生指數在周四出現跳水超過900點來開盤，在盤中主要是在19,000至19,200點範圍內打橫徘徊，收盤前再度出現沽壓，把大盤壓穿了19,000點關口。恒生指數收盤報18,964點，下跌1,050點，主板成交量增加到了有747億多元。港股周四的日內跌幅達到了5.25%，比對外盤甚至是區內股市都要大，一方面是受到歐美股市的拖累，另一方面是受到內部兩隻權重股的下滑影響。匯豐控股(0005)季報表現差於預期，股價暴跌了9.13%。而工行(1398)受到高盛配售減持的消息打擊，股價亦急挫了8.67%。兩隻權重股合共對恒生指數帶來了接近400點的跌幅，佔了恒生指數周四的總跌幅有36.7%。

內銀內險油股可關注

因此，大盤周四的跌幅是來得有點過分誇張的，但是未至於出現崩盤的狀態。而周四的回壓下挫，正好是對大盤低承接力的考驗。目前，大盤已回壓到了19,000點水平，也就是10月底資金首度介入時的位置，估計盤面的承接力會有所增強。技術上，恒生指數在17,800點有強力支撐，這個點位是內地A股在10月下旬成功收底的相對應位置。在值博率的考慮下，現水平有趁低吸納的操作機會，建議可以關注內銀股、內地保險股、以及石油化工股。

證券分析 時富金融

潤燃組合營拉動增長

華潤燃氣(1193)日前宣佈，公司斥資60億元人民幣成立合營於天津從事城市燃氣相關業務，並追認成立合營建議條款。

拓天津市燃氣業務

合營建議註冊股本為50億元人民幣，其中由華潤燃氣以24.5億元現金注資，並且佔有49%的股權；天津燃氣則以轉讓其注資資產的所有權權益的方式注資，並佔有51%的股權。

在宏觀經濟增長放緩的環境下，天然氣行業的發展也受到了一定的影響。然而華潤燃氣此次建立合營公司估計可以拉動增長，盈利前景可觀，建議投資者關注。

AH股差價表 11月10日收市價 *停牌 人民幣兌換率0.81587

Table with 5 columns: 名稱, H股(A股)代號, H股價(港元), A股價(人民幣), H比A折價(%)

股市縱橫

中糧未轉弱續可留意

港股昨日投資氣氛突然逆轉，市場利淡消息紛呈，導致恒指單日挫逾千點的場面再現。意大利債息終升破7厘的警戒線，令歐債危機再添陰霾，隔晚歐美股市已告拋風四起，這邊廂又有匯豐(0005)第3季業績欠理想，以及工商銀行(1398)遭高盛大手減持的消息入市，淡友乘機反撲，港股萬九關因而輕易失陷。

雖然港股昨日大跌，惟成交只有747億元，而現貨月期指收市轉炒高水69點，均予人本地股市市底不算太弱之感。事實上，過去一段時間歐債危機時好時壞，加上港股充斥衍生產品，大戶要舞高弄低股市可謂予取予攜，致令市況變得十分波動。不過，港股現水平估值並不算貴，何況內地經濟保持平穩的增長勢頭，則繼續有利投資者炒股唔炒市，而受惠中國強勁內需支持的中資概念股，因而值得趁大市調整收集建倉，當中中糧控股(0606)便為其中之一。

中糧本月初在守穩5.54元支持而展開反彈，而周三在觸及6.47元遇阻回調，港股昨日大跌，該股也見受壓而走疲，並跌穿6元心理關口，以近低位的5.96元報收，跌0.44元或6.88%，成交42,714萬元。雖然該股昨調整，已失守10天線，惟退至20天線(5.86元)及50天線(5.89元)水平附近已復獲支持，在市場沽壓未算嚴重，以及技術走勢未全面轉弱下，仍不妨作為趁調整收集的選擇之一。

通脹回落助減輕經營成本

中糧為內地最大的食用油及油籽生產商之一，內地通脹見頂回落，有助減低公司的經營成本，觀乎近日日本地多隻食品股借有關因素走強，因此該股回落，無疑提供低吸的良機。集團較早前公布中期業績，錄得純利按年增長21%，其中油籽加工業務收入按年增約7成。受惠於內地下半年通脹壓力減輕，



而產品價格又具調升空間，對其提升盈利能力有助。

大摩在較早前的研究報告中，也對中糧銷售增長前景表示樂觀，並指該股股價相對同業折讓大，估值吸引，因而給「增持」評級，目標價10.2元。趁股價調整部署作中線收集，料中短有力再試6.47元阻力位，一旦逾越，下一個目標將上移至7.6元水平。

大市「跌過龍」隨時反彈

專為股市收發站. 美股隔晚暴瀉3.2%回應意大利債息飆升引發對歐債危機進一步擴散的憂慮，觸發周四亞太區股市普遍大跌，並以港股狂跌5.25%、韓股跌4.94%、日股跌2.91%最為差勁，而內地股市也隨外圍股市急跌1.89%。港股裂口低開逾900點後，全日在19,199/18,946的256點內低位爭持，50天線的18,888獲補倉盤承接，尾市最終失守萬九關收報18,964，全日跌1,050點，成交額增至747億元。即月期指則受到歐股市回穩而轉炒高水69點收報19,033，預示港股「跌過龍」將有技術性反彈。 司馬敬

紅籌國企/高輪

越交併購壯大可收集

內地股市昨日出現調整壓力，滬綜指收市跌1.8%，而港股更受歐美股市大跌所拖累，瀉逾千點，都對市場構成負面影響，本地中資股也告紛紛借勢回吐，能逆市向好的個股因而變得寥寥可數。昨市所見，近期反彈力度較強的鋼鐵、內銀、內險、內房及建材等板塊調整壓力均十分明顯，當中又以馬鋼(0323)和TCL通訊(2618)齊齊挫逾1成，表現較為差勁。另一方面，部分國企內需股則現不俗的抗跌力，包括青啤(0168)和長城科技(0074)便見逆市向好。

越秀交通(1052)昨隨大市調整，曾低見3.42元，收市報3.44元，跌0.18元，跌幅為4.97%，成交稍減至75.4萬股。越交於本周二曾見異動，由周一收市價的3.36元，一度攀上全日高位的3.73元，當日稍回至3.7元報收，但單日仍漲逾1成，而成交也明顯增多。雖然該股其後兩日已未見再進，不過觀乎成交也同步縮減，反映階段投資者依然十分惜售，因此其後市動態續可留意。

集團上月底宣佈以初步代價10.6億元(人民幣，下同)，收購許許高速公路的權益及經營權。許許高速公路位於河南省中部，收費里程約64.284公里，特許權期限至2035年5月屆滿前尚餘超過23年期限。由於越交今年用於收購目標的資金高達40億元，預計未來續有收購大計落實，勢成未來盈利增長的動力。摩根大通對越交透過併購公路項目以增加盈利亦表認同，

滬深股評

東方通信轉型前景樂觀

東方通信(600776.SS)經過戰略轉型，毛利率較高的金融電子設備和交換傳輸網絡逐漸成為公司的核心業務，而毛利率較低的通信電子製造呈逐年減少趨勢。金融電子今年的主要目標是突破中國銀行、農村信用社等，自主研發的POTEVIO系列ATM機是內地唯一入圍總行的產品，銷售收入增長超50%是大概率事件；交換傳輸網絡毛利率穩定在40%-50%，未來將保持20%左右的穩定增長。

數字集群迎來業績拐點

我們認為公司目前的技術儲備，具備承接國內大型項目的能力，TETRA從2007年開始立項，每年7,000萬-8,000萬元的研發投入，系統已有了成熟產品；PDT從2011年3月開始投入研發。eTRATM是公司自主研發的數字集群通信系統，支持TETRA和PDT的混合組網。「十二五」期間，公安數字將會大規模建網，每個省的投資規模達到3-5個億，遠遠超過模擬專網的投資規模。目前，公司在遼寧(瀋陽)、山東(棗陽、泰安)、江蘇省(無錫)等地區的試驗網工作

料其2012年及13年每股盈利將增5%及7%。該大行重申越交「增持」評級，目標價5元。趁股價調整部署收集，上望目標為7月中以來阻力位的4元關，惟失守3元支持則止蝕。

恒指受壓 沽輪15213派用場

港股昨曾失守萬九點大關，為10月26日以來所僅見，收市仍挫近5%，若看淡短期後市表現，可留意剛於昨日首日登場的恒指瑞信沽輪(15213)。15213昨收0.164元，成交達20.65億股。此證於明年3月29日到期，換股價為18,300，現時溢價11.28%，引伸波幅37.8%，實際槓桿5.12倍。此證在同類恒指認沽輪之中，為交投最暢旺的一隻，加上數據尚算合理，因此不失為淡市下可取的捧場選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股跌勢突轉急，不利市場氣氛，中資股也難獨善其身。

越秀交通：

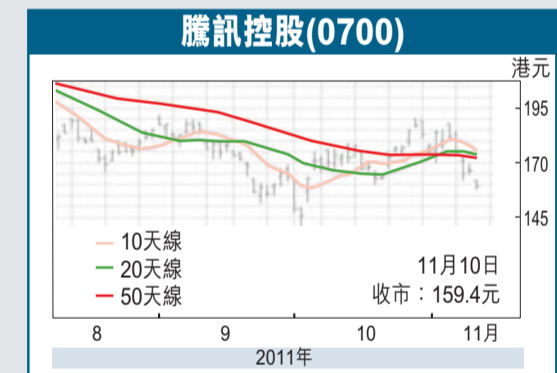
透過收購公路項目有助增加盈利，股份近日曾異動，料有後着跟尾，可考慮趁股價調整收集。

Table with 2 columns: 目標價: 4元, 止蝕位: 3元

港股透視

中銀國際

騰訊盈利能力仍強



2011年3季度，騰訊控股(0700)總營業收入環比增長11.2%，同比增長43.4%至74.962億元人民幣。經營利潤環比增長7.5%、同比增長12.2%，但經營利潤率由11年2季度的41.3%下降至39.9%。淨利潤環比增長4.1%、同比增長13.6%，淨利率由11年2季度的34.8%縮窄至32.6%。我們對在線遊戲及廣告收入的增長印象深刻，但對利潤率的下滑存有擔憂。

我們看好騰訊，是因為公司對用戶庫進行了有效利用，且在利潤率下滑的情況下依然具有很強的盈利能力。另一方面，我們擔憂利潤率中期將延續下滑趨勢，盈利增長將受到限制。我們建議投資者等待更好的介入時機。

看好在線遊戲及廣告增長

根據我們的預測，在線遊戲每用戶平均每月收益達到53.5元人民幣的歷史最高水平，而2011年2季度及2010年3季度分別為47.6元人民幣及38元人民幣。互聯網增值服務註冊用戶較上季度僅增長1.3%。我們認為，當前主要遊戲品種的內置廣告及新推出的玩法模式是推動環比增長的主要因素。

根據3季度業績，視頻廣告是除即時通信、門戶網站及搜索服務外的第四大主要營收來源。我們看好視頻廣告的增長，但仍對目前的利潤率存有擔憂。即時消息活躍用戶及付費用戶增長有所放緩，目前付費用戶為7,750萬。用戶池的收益提升或將面臨挑戰，共享用戶基礎亦不利於社交網絡平台的增長。

3季度銷售及營銷費用同比上升123%、環比上升37%，研發費用同比上升64%、環比上升10%，管理及一般性費用環比上升150%、同比上升14%。由於4季度的營銷及薪酬費用通常較高，我們擔心這一趨勢將有所延續。

得益於當前遊戲組合的收益提升，在線遊戲同比增長62%；4季度，《英雄聯盟》等新遊戲預計將與《穿越火線》、《地下城與勇士》及《QQ炫舞》一道齊頭並進。來自即時通信、門戶網站、搜索及視頻服務的在線廣告收入同比勁增57%。

受無線QQ及微信註冊用戶強勁增長的推動，2.5G/3G無線增值業務收入同比增長52%；其他無線應用服務或可推動未來增長。

投資虧損升致利潤率下滑

經營費用及戰略投資虧損上升導致利潤率下滑；用戶池飽和限制了付費用戶的增長，共享付費用戶基礎亦不利於社交網絡平台的增長。

估值：我們將2011及2012年營收增長預測分別上調3.6%及3.8%，並將盈利預測分別下調5.2%及4.1%。維持對該股的持有評級，但將目標價下調至190港元，仍對應22倍2012年預期盈利，為過去7年的歷史平均交易水平。

