

大市透視

第一上海首席策略師 葉尚志

內銀股成為空頭追擊目標

11月18日。港股在周五繼續回整的走勢行情，連跌第四個交易日。由於內地A股亦加劇了回調幅度，對近期表現出相對強勢的中資股構成打擊，市場氣氛因此而進一步趨向觀望謹慎。內地公布了10月份房價運行數據，在70個調查中的大中城市，新建商品住宅價格環比上升的有16個，環比下跌的有34個。房價出現下跌的城市數目，相比9月份增加了17個，高企不下的房價似乎有出現了下行拐點的機會。這個該是中央管理層樂於看到的，亦跟溫家寶總理早前提出的政策微調論沒有衝突。我們相信內地政策面逐步走向放鬆的趨勢不變，在這個前提背景下，政策受惠的中資股仍將成為資金吸納的目標。

市底承接力料有轉好機會

恒生指數在周五出現裂口低開，下探到了18,400點關口後呈現窄幅徘徊。而內地A股在午盤加大了日內跌幅，對港股大盤構成壓力，但是恒生指數總算未有出現破底再跌的走勢。目前，港股已走了一波四連跌行情，恒生指數累跌幅度有1,017點，加上已回到了估值率高的位置水平，我們估計市底承接力有逐步轉好的機會。恒生指數收盤報18,491點，下跌326點，主板成交量有529億多元，資金流量維持在相對偏少的水平。技術上，17,800點仍然是大盤的底部防線，但是要盡快恢復19,000點關口來提振人氣。

在大盤呈現弱勢跡象的形勢下，空頭有再度建倉的動作，港股在周五的總體沽空金額錄得有58.8億元，佔總體成交量比例達到超標的11.11%。由於內地房價開始較全面的回落，市場憂慮會影響到內銀股的房貸質素，內銀股成為了空頭追擊的主要對象。四大國有銀行，建設銀行(0939)、農業銀行(1288)、工商銀行(1398)、以及中國銀行(3988)，在周五的沽空金額分別錄得有5.3億元、1.5億元、2.2億元和1.4億元，而佔其成交金額比例分別是30.1%、26.7%、15.4%和15.9%，都是達到了超標的水平，估計多空對戰將出現激烈狀況，是考驗內銀股能否保持強勢的時機。

證券分析

國浩資本

佐丹奴成本控制得宜

佐丹奴 (0709) 公佈2011年第3季營業額按年增18.6%，1-9月按年增22.1%。第3季毛利率按年增長0.8個百分點至57.5%，但低於上半年的59.7%。同店收入增長按年增速從第1季的15%減少至第2季的13.4%，第3季進一步減少至8.3%。

截止9月底公司持有淨現金11.1億元，相當於每股0.73元，財務狀況仍然健康。展望未來，本行預計在內地和香港經濟回落的大環境下，第4季度營業收入的增速會進一步降低。本行對於2011年營業收入和純利的預期分別是56.50億元和7.1億元(每股盈利0.47元)，按年分別增長20%和33%。目前股價相當於2011年13.2倍的市盈率，股息率為5.8%，本行認為佐丹奴的估值水平仍然偏低。維持買入評級，給予7.05元的目標價，相當於2011年15倍的市盈率。(摘錄)

AH股差價表

11月18日收市價

人民幣兌換率0.81633

名稱	H股(A股) 代號	H股價 (港元)	A股價 (人民幣)	H比A 折讓(%)
洛陽玻璃	1108(600876)	1.63	7.93	83.22
南京熊貓電子	0553(600775)	1.36	6.47	82.84
儀征化纖股份	1033(600871)	1.90	8.64	82.05
東北電氣	0042(005585)	0.90	3.50	79.01
山東新華製藥	0719(000756)	2.05	6.80	75.40
昆明機床	0300(600806)	2.38	7.73	74.87
北人印刷	0187(600860)	2.01	6.46	74.61
海信科龍	0921(000921)	1.50	4.80	74.50
廣船國際	0317(600685)	5.88	18.39	73.90
天津創業環保	1065(600874)	2.12	6.06	71.45
經緯紡織	0350(000666)	4.09	11.66	71.37
山東鳳凰	0568(002490)	4.88	13.63	70.78
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.29	3.36	68.67
北京北廣實業	0588(601588)	1.14	2.90	67.92
上海石油(化工)	0338(600688)	2.83	7.08	67.38
華電國際電力	1071(600027)	1.38	3.19	64.69
中國鋁業	2600(601600)	3.72	8.10	62.52
中海集運	2866(601866)	1.35	2.93	62.40
金風科技	2208(002202)	4.67	9.78	61.03
大唐發電	0991(601991)	2.47	4.81	58.09
中國中冶	1618(601618)	1.62	2.94	55.03
農鳴紙業	1812(000488)	3.25	5.66	53.14
上海電氣	2727(601727)	3.51	6.06	52.73
金隅股份	2009(601992)	5.90	10.14	52.51
中國遠洋	1919(601919)	3.70	6.28	51.92
中國東方航空	0670(600115)	2.94	4.54	47.15
中國南方航空	1055(600029)	4.02	6.05	45.77
江西銅業股份	0358(600362)	17.66	26.08	44.74
兗州煤業股份	1171(600188)	19.48	28.29	43.80
四川成渝高速	0107(601107)	3.16	4.37	40.98
紫金礦業	2899(601899)	3.24	4.45	40.58
中海發展股份	1138(600026)	5.09	6.94	40.14
中海油田服務	2883(601808)	11.92	15.90	38.82
比亞迪股份	1211(002594)	19.08	25.12	38.01
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.16	2.83	37.71
中國國航	0753(001111)	6.03	7.76	36.58
廣深鐵路	0525(601333)	2.71	3.29	32.77
深圳高速公路	0548(600548)	3.18	3.86	32.76
華能國際電力	0902(600011)	3.95	4.79	32.70
中國中鐵	0390(601390)	2.57	3.01	30.32
中國銀行	3988(601988)	2.56	2.93	28.69
中國南車	1766(601766)	4.78	5.15	24.25
中聯重科	1157(000157)	8.44	9.01	23.55
鞍鋼股份	0347(000898)	4.85	5.09	22.23
中信銀行	0998(601998)	4.23	4.24	18.58
中國石油股份	0857(601857)	9.96	9.81	17.14
中煤能源	1898(601898)	9.96	9.81	17.14
東方電氣	1072(600875)	25.10	24.47	16.28
工商銀行	1398(601398)	4.44	4.30	15.73
民生銀行	1988(600016)	6.09	5.87	15.33
滙豐動力	2338(000338)	37.20	35.72	15.00
中國鐵建	1186(601186)	4.85	4.63	14.51
上海醫藥	2607(601607)	15.44	14.56	13.45
安徽皖通公路	0995(600012)	4.80	4.46	12.16
中國石油(化工)	0386(600028)	7.97	7.23	10.03
交通銀行	3328(601328)	5.21	4.68	9.14
青島啤酒	0168(600600)	40.00	35.02	6.78
建設銀行	0939(601939)	5.40	4.72	6.63
中國人壽	2628(601628)	20.20	16.98	2.91
中信証券	6030(600030)	14.00	11.43	0.94
中國太保	2601(601601)	23.40	18.97	-0.67
招商銀行	3968(600036)	14.10	11.43	-0.68
江蘇寧滬高速	0177(600377)	7.20	5.81	-1.14
中興通訊	0763(000063)	24.00	18.50	-5.88
中國神華	1088(601088)	34.90	26.63	-6.96
農業銀行	1288(601288)	3.37	2.55	-7.86
安徽海螺	0914(600585)	24.35	17.35	-14.54
中國平安	2318(601318)	54.50	36.38	-22.26
廣州藥業股份	0874(600332)	6.07	*	-

證券推介

銀娛上升潛力看好

銀河娛樂(0027)位於路氹的旗艦物業澳門銀河，匯聚了世界級酒店品牌，5個主題博彩專區連同超過50間餐飲食府，零售店及其他娛樂及休閒設施，我們相信該物業已成功地把本身區分為一個綜合渡假勝地。澳門銀河是2011年唯一一間於澳門落成的新項目，連同位於澳門半島並以貴賓博彩業務為主的星際酒店娛樂場，集團在澳門半島及增長中的路氹地段均擁有旗艦業務，將進一步鞏固集團在澳門的席位。

內地旅客消費力不斷上升

中國經濟擴張，湧入澳門的內地旅客消費力不斷上升，我們認為澳門銀河為集團的盈利帶來刺激及推高市場份額的同時，亦可把其業務多元化，擴大於中場業務的收入來源。

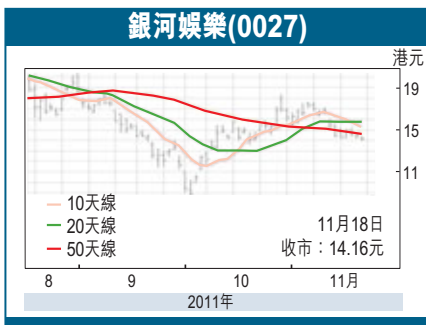
內地旅客消費力不斷上升

我們對於該物業帶來盈利的潛力仍充滿信心，預計可於2011年度及2012年度帶動集團的博彩收益分別按年上升113%及33%。預計受惠於堅實的博彩業務，

以及澳門銀河的開業，集團的經調整EBITDA將於2011年度及2012年度分別按年上升145%和39%。

澳銀河業務提升盈利增長

銀河現時的股價相當於2012年度估計企業價值對EBITDA比率約8倍，與其自2009年1月以來的歷史平均水平8倍相近。隨著內地消費需求上升，加上澳門銀河業務的提升以及管理層的執行力，將可於未來一同帶動盈利增長，我們相



信該股將有進一步上升潛力。我們重申對該股的強烈買入評級，目標價為22.22港元，相當於2012年度估計企業價值對EBITDA比率約12倍，意味着上升潛力達53%。

大型上落市格局未變

數碼收發站
美股隔晚一度跌逾230點，埋單計數仍跌135點退守11,770水平，歐債危機困擾及技術走勢轉弱成為急跌市主因，周五亞太區股市追隨急跌，尤以台股跌2.08%，以及韓股跌2%，跌幅較大。港股在金融、資源股急跌拖累下，低開256點後一度跌逾400點，恆指低見18,398，重回18,500/18,000的另一承接區，最後反覆回升至18,491報收，全日下跌326點，成交縮減至529億元。連日爭持的50天線終告失守，代表近期的反彈浪又無功而回，不過萬八點仍是近期的強大支撐水位，波幅市的特點未變。司馬敬

匯豐(0005)的60元關終不保，甫開市已低見58.9元，其後亦在58.4至59.3元上落，最後收報59.25元，跌1.66%，作為指數重磅股，遇急跌市亦難避免。內銀股也如是，四行亦成相關期指力壓對象，並非代表內銀有特別的壞消息。工行(1398)、建行(0939)相繼遭美資減持，股份輾轉落入主權基金，除了新加坡淡馬錫之外，傳聞中央匯金也是主角之一。早前匯金高調宣布增持內銀四行，不過入市規模不大，對股價刺激力度不大，但遇跌市，匯金作護盤角色，也有穩定投資市場對國有商業銀行盈利前景的信心。

前日提及的電信板塊，面對昨日急跌市，股價仍相對硬淨，尤以聯通(0762)和中電信(0728)較突出。大市退至18,500/18,000的承接區，電信股已成資金換馬對象。

歐債危機爆發以來，歐盟諸國均致力削赤，縮減政府開支，特別是歐豬五國，削赤力度更大，失業率上升，示威浪潮不止。這邊廂的港、澳兩地，得益於財政盈餘，派錢紓解通脹成為課題，與歐豬景況成鮮明對比。

澳門人均儲備勝港人

澳門最近剛公布的派錢方案可謂大手筆，永久居民每人派錢7,000元，遠高於去年的4,000元，另注入中央儲蓄

戶口每人6,000點元；非永久居民則有4,200元。打工族續減收職業稅25%。敬老金增至6,000元。每人續派500元醫療券，每戶每月電費補貼180元。

一連串的派錢，基於人口只有55萬人，故涉及開支只為85億元，相對於香港今年向合資格居民(18歲以上)每人派6,000元，涉資380億元，澳門派錢規模只及香港22%。

講開又講，港、澳兩地一水之隔，回歸之後，澳門得益於開放賭權，回歸11年，澳門人均GDP已成為亞洲第二，人均約39,100美元，已高於香港人均約31,000美元。若果從特區政府外匯儲備作人均擁有財產計算，澳門到今年10月底的外匯儲備為2,534億澳門元(約316.9億美元)，人均44.9萬元；香港10月底的外匯儲備為2,817億美元，以705萬人口計算，人均31.16萬港元，即澳門人均財產高於港人13.78萬元。澳門已是連續5年派錢。

澳門面積細，基建發展有限，正着力解決房屋問題，相對於年收賭稅逾千億元，財政收支仍有豐厚盈餘，每年派錢還富於民，便成為這個「東方拉斯維加斯」娛樂賭城的特色。

澳門特首在宣布「派錢」當日向媒體提及，澳門明年博彩收益每月會超過200億元，但對歐債問題不會掉以輕心，居安思危，審慎理財。

中資股透視

中銀國際



中國建築國際(3311)公告10月份新增合同收入27.7億港元，這主要是得益於杭州市的兩個新安置房工程，建築面積約分別為50萬平方米及31萬平方米。這兩個項目皆為BT項目，回款期僅有兩年（自13年下半年起），據我們估測毛利率至少為12%。兩個項目的建設期都應在24個月左右。

2011年1-10月，中國建築國際共取得價值286.8億港元的新合同（同比增長19%），相當於我們全年預測的95%，符合預期。我們維持303億港元（同比上升22%）的全年目標不變。

截至10月份，未完成訂單總額達511億港元（同比上升35%），未完成訂單額/11財年預期營收之比高達4.29倍。

另一方面，公司收到來自唐山濱海大道BT項目1.2億元人民幣的一期回購款，該項目為公司2009年簽訂的第一個BT項目。正如預期所料，該筆款項已如期支付。由於更多BT項目開始回款，我們預測未來幾年內中國建築國際收到的類似現金流入將越來越多。

明年的催化劑依然存在

儘管我們認為近期新訂單量不會出現大幅上升，但明年的催化劑依然存在，即香港的超大型建築項目及澳門的潛在賭場項目。考慮到公司過去的平均贏率超過40%，我們仍對公司的盈利前景持樂觀態度。

目前股價相當於10.2倍12財年市盈率，我們認為估值具備長期吸引力。我們維持對該股的評級及8.60港元的目標價不變。該目標價是基於折現現金流平均值（13%的加權平均資本成本及3%的永續增長率）及12.8倍的11財年預期市盈率，比中期值高1個標準差。

潤電基本面佳有利反彈

華潤電力(0836)公告，在併表基礎上，10月售電量環比下滑11%，但同比增長10.3%至8.4太瓦時。1-10月，售電量為92.4太瓦時，佔我們全年預測的81.2%（考慮到冬季供暖導致電力需求反彈，這一表現符合我們的預期）。上月，受到江蘇、河南等高能耗地區的拖累，同電廠利用率同比下降8.5%。1-10月總售電量增長20%，雖然高於全國平均增速12.3%，但是差距正在縮小。換句話說，華潤電力相對於行業整體，增速正在放緩。

煤炭業務方面，受到9月亞美大寧煤礦正式復產的推動，10月煤炭產量從9月的130萬噸增至160萬噸。1-10月，煤炭產量同比增長52%至1,300萬噸，佔我們全年預測的73%。因此，我們將全年預測下調7%至1,700萬噸，主要是考慮到合資控股公司，因此這對淨利潤的影響不大。

最近該股的表現一直超出市場平均水平。我們認為股價重整旗鼓主要得益於電價上漲的傳聞，但相對於其他獨立發電企業來說，華潤電力受電價上漲的推動相對較小。我們依然看好該股基本面。我們認為，該股無論是在電力需求的上升或下滑周期中都能提供極好的回彈力。

紅籌國企/高輪

張怡

上藥逆市有勢看高一線

內地股市昨持續受壓，滬綜指收市跌近2%，而港股也以反覆調整為主。受投資氣氛轉弱影響，有突出表現的中資股因而明顯減少。A+H股方面，比亞迪(1212)於港深兩地的報價均見受壓，其A股(002594.SZ)挫5.35%，而H股(1211)也跌2.85%。中資個股方面，較落後的中國製藥(1093)逆市走強，收報2.12元，升5.47%。中國製藥較早前被高盛及大摩等美資大行出報告唱淡，成本增加的壓力，成為兩大行不好看該股的主要原因。

雖然高盛唱淡中國製藥，但就將上海醫藥(2607)視為藥業股的首選之一。此外，MSCI明晨環荷指數系列中的中國指數換馬，上藥也榜上有名，顯示集團在資本市場的知名度漸隆。面對昨日的大跌市，上藥的抗跌力亦見不俗，該股曾逆市走高至15.96元，收市回順至15.44元報收，仍升0.26元，升幅為1.71%，跌市下有此表現，已十分難得。上藥今年5月來港上市，但表現一直未有太大作為，現價較招股價的23元仍跌近33%，也因為股價仍「潛水」，故論值博率也較大。

上藥較早前公布截至9月底止第三季業績，錄得純利3.58億元（人民幣，下同），增3%，首三季則累賺17.13億元，每股盈利0.7353元。集團第3季維持增長勢頭，凸顯其在行內的競爭優勢，因此即使第4季原地踏步，也賺3.58億元，全年

滬深股評

華泰聯合

新希望打造世界級農牧集團

新希望(000876.SZ)重組完成，除了原有的農牧資產外，將擁有六和集團、新希望農牧和楓潤科技100%的股權。2010年公司飼料總銷量達1,273萬噸，居內地首位(8%)及全球第三。養殖業務，雞鴨苗達2.41億隻，生豬2.3萬頭，屠宰加工量達到178萬噸，均位居前列。

巨人瘋長的秘訣：1)「微利經營」模型薄利多銷，主動與養殖戶和客戶共享利潤，快速佔領市場。2)「聚合成長」模式通過與競爭對手、供應商、客戶等股權聯合，消除競爭，共享成長。3)「擔保雞」模式是目前最具競爭力的發展模式，大大降低了養殖風險，使得養殖戶迅速上規模，滾動式發展。4)「全產業鏈」戰略，打造世界級農牧集團，引領行業發展。

未來成長空間依然巨大

近三年來六和集團憑借模式創新，迅速實現了500萬噸至1,000萬噸的蛻變，但未來成長空間依然巨大，中國作為全球最大的養殖和肉類需求國理應擁有最大規模的農牧企業。微觀來看：(1)目前公司只是滲透了一個山東(市佔率50%)和半個河南(市佔率10%)，全國範圍市佔率飼料8%，肉製品3%，養豬業務剛剛起步。未來公司憑借六和模式在其他養殖大省推廣潛力巨大。(2)新希望股份海外業務盈利能力強，東南亞國家市場需求增長迅速，而飼料行業較為落後，公司未來將加大海外市場的擴張步伐。(3)「擔保雞」模式憑借整合後的平台有望複製到豬產業鏈，發展空間成

料賺20.71億元，即全年每股盈利約1.07港元，預測市盈率約14倍，估值在同業中仍處合理水平。趁股價逆市有勢跟進，博反彈目標仍睇9月中阻力位的19.1元，惟失守14元支持則止蝕。

和黃硬淨 購輪15339可取

和黃(0013)昨逆市跌不足0.5%，算是表現較硬淨的大藍籌股，若繼續看好其後市表現，可留意和瑞銀購輪(15339)。15339昨收0.1元，跌0.01元，跌幅0.1%，成交5.44億股。此證於明年10月31日到期，換股價為68.9元，兌換率為0.01，現時溢價15.27%，引伸波幅42.4%，實際槓桿3.78倍。15339因有較長的期限可供買賣，現時數據應屬合理，加上交投較暢旺，故為可取的捧場選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股投資氣氛轉弱，中資股暫也難有太大作為。

上海醫藥：

現價仍大「潛水」近33%，估值不算貴，料有利後市反彈。

目標價：	止蝕位：
19.1元	14元

華泰聯合

倍提升。

未來成長不乏看點。(1)六和模式在其他地區推廣潛力巨大。(2)飼料和養殖行業的集中度具有提升趨勢，帶來飼料行業利潤率的提升和工業飼料的普及，龍頭企業受益最大。(3)公司增長取向由規模走向效益，在核心市場具有定價權，能轉嫁成本上漲壓力，具備主動提升經營效益的能力。(4)公司已打通雞、鴨、豬產業鏈，巨大的協同效益除了改善子公司的效益，還使品牌建設躍上新台阶，實現食品品質可控，利潤率可控。

我們預測11年-13年農牧主業攤薄每股盈利(EPS)為1.04元、1.24元和1.41元。扣除民生銀行股權價值，農牧主業股價約為17元，對應PE17倍、14倍和12倍，估值優勢顯著。公司合理市盈率(PE)為飼料25倍，養殖15倍，主業合理股價為23.3元，加回民生銀行後股價26.8元。給予「買入」評級。

