



【大市透視】第一上海首席策略師 葉尚志

震動回穩 上試18700

11月22日。港股連跌了五個交易天之後，在周二出現震動回穩的態勢。美國國會負責削減的委員會，在11月23日的限期前未能達成共識，市場憂慮美國的信貸評級可能會因此而被調低，消息加劇了歐美股市在周一晚上的下跌調整走勢，歐美主要股市指數的跌幅擴大到2至4%不等。但是，觀乎周二亞洲區股市表現，似乎未有受到太大的衝擊，韓國股市、印度股市、新加坡股市以及港股，都在震動後出現溫和升幅。

目前，在歐債問題的困擾下，加上美國債務亦再次引起市場的關注，市場氣氛是難以擺脫觀望謹慎的狀態。然而，股市在短期累跌擺脫已多的背景下，估計跌勢有喘定機會。以歐元區的主要股市來看，除了希臘和葡萄牙股市跌穿了10月初的前期低點之外，其他的包括法國和意大利股市，到目前為止總算未有出現破底而落的走勢。

內地政策面走向放鬆

內地政策面逐步走向放鬆，是目前支持兩地股市的最強力因素。我們相信內地持續了兩年的收緊政策，已到了大轉向的時間窗口。在「保經濟」的前提下，估計內地最快在明年初有下調存款準備金率來進一步釋放流動性的可能。配合溫家寶總理在10月底提出的政策微調論之後，國務院副總理王岐山在出席中美商貿聯委會時亦表示，確保經濟復甦是壓倒一切的任務。由此看來，中央管理層的口徑是一致的。

恒生指數在周二出現震動回穩的動作，再次險守18,000點的心理關口，但是市場人氣仍有待提振，積弱的氣氛需要觸發點來扭轉，而受惠於內地政策的中資股能否重拾強勢，是我們目前的最大關注點。恒生指數收盤報18,252點，上升26點，主板成交量回升至580億多元。技術上，17,800點仍然是恒生指數的重要關鍵底部支撐，而經歷了兩日來的反覆震動之後，估計有出現跌後反彈的傾向，有望向上填補跳空下跌裂口，首個反彈回升阻力在18,700點。

【投資觀察】群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

三周內歐債消息暫紓緩

歐美債務問題持續打擊投資人信心，目前市場較失望的是歐美主要國家皆缺乏駕馭能力及凝聚力的領袖來帶領國家走出經濟困境及解決財務危機。美國民主共和兩黨仍就加稅與削弱福利開支問題上爭持不下，令市場普遍預期就額外削減1.2億美元赤字方案未能於周三前達成，進一步突顯政治因素始終為目前解決歐美債務問題上最大障礙。

就歐元區共同債券方案的可行性，市場正期待歐盟委員會就歐債問題發表的改革建議書，市場對目前歐債危機步向惡化的形勢或可加快歐元區朝向整合及走向「歐洲聯邦化」的步伐，存有一定程度的憧憬，故此，歐盟委員會若能帶來相關正面的消息，將對投資市場帶來短暫穩定作用。

另一方面，投資市場亦普遍期待12月9日的歐盟峰會，將就如何透過槓桿擴大歐洲金融穩定設施(EFSF)至1萬億歐元的規模提供細節內容。市場憧憬以中國為首的新興國家及美國最終願意通過IMF提供資金以協助控制歐債危機。由此反映，就未來三周內(即於歐盟峰會前)，歐債危機的憂慮在上述的憧憬及預期效應支撐下將有所紓緩。預期恒指的短線技術支持於17,800/18,000區間。

【AH股差價表】11月22日收市價 *停牌
人民幣兌換率0.81655

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(000876)	1.67	8.32	83.61
儀征化纖股份	1033(000871)	1.83	8.73	82.89
南京鋼鐵電子	0553(000775)	1.38	6.38	82.34
東北電氣	0042(000585)	0.87	3.47	79.53
山東新華製藥	0719(000756)	2.01	6.78	75.80
海信科龍	0921(000921)	1.40	4.68	75.58
昆明机床	0300(000806)	2.36	7.64	74.78
廣船國際	0317(000685)	5.64	18.02	74.45
北人印刷	0187(000860)	1.98	6.20	73.93
天津創業環保	1065(000874)	2.07	6.12	72.39
經緯紡織	0350(000666)	4.03	11.74	71.98
山東龍龍	0568(002490)	4.85	13.68	71.06
重慶鋼鐵股份	1053(001005)	1.21	3.40	70.95
上海石油化工	0338(000888)	2.76	7.11	68.31
北京北廣實業	0588(001588)	1.15	2.91	67.74
華電國際電力	1071(000027)	1.39	3.25	65.09
中國鋁業	2600(001600)	3.64	8.86	63.13
大康科技	2208(002202)	4.61	9.86	61.04
天津發展	0991(001991)	2.50	4.86	58.01
中國中冶	1618(001618)	1.58	2.94	56.13
上海電氣	2727(001727)	3.32	6.12	55.72
中國海洋	1919(001919)	3.43	6.25	55.20
金隅股份	2008(001992)	5.79	10.12	53.29
晨鳴紙業	1812(000488)	3.26	5.66	52.98
中國東方航空	0670(000115)	2.90	4.48	47.16
江西銅業股份	0358(000362)	17.32	25.86	45.33
中國南方航空	1055(000029)	3.86	5.76	45.29
兗州煤業股份	1171(000188)	18.52	27.09	44.19
中海發展股份	1138(000026)	4.85	7.00	43.44
上海油田服務	2883(001808)	11.56	16.58	43.08
紫金礦業	2899(001899)	3.11	4.42	42.56
比亞迪股份	1211(002594)	18.46	25.40	40.67
四川成渝高速	0107(001197)	3.20	4.39	40.50
馬鞍山鋼鐵	0323(000808)	2.22	2.84	36.19
中國國航	0753(001111)	5.78	7.24	34.83
深圳高速公路	0548(000548)	3.18	3.96	34.45
中國中鐵	0390(001390)	2.45	3.01	33.55
華能國際電力	0902(000011)	3.94	4.83	33.41
廣深鐵路	0525(001333)	2.71	3.31	33.16
中國鐵建	3988(001988)	2.45	2.91	31.27
中聯重科	1157(000157)	8.20	8.99	25.54
中國南車	1766(001766)	4.83	5.25	24.90
鞍鋼股份	0347(000898)	4.78	5.10	23.49
東方電氣	1072(000875)	24.25	25.06	21.01
中國信託	0998(001998)	4.12	4.25	20.86
中煤能源	1898(001898)	9.45	9.61	19.73
中國鐵建	1186(001186)	4.60	4.63	18.90
安徽皖通公路	0895(000122)	4.56	4.58	18.72
中國石油股份	0857(001857)	9.84	9.77	17.78
進業動力	2338(000338)	35.60	35.29	17.65
工商銀行	1398(001398)	4.31	4.22	16.63
民生銀行	1988(000016)	6.05	5.91	16.43
上海醫藥	2607(001607)	15.42	14.41	12.64
交通銀行	3328(001328)	5.04	4.64	11.33
青島啤酒	0168(000600)	40.45	36.42	9.33
中國石油化	0386(000028)	8.11	7.29	9.18
建設銀行	0939(001939)	5.29	4.68	7.73
中國人壽	2628(001628)	20.20	17.61	6.36
江蘇寧滬高速	0177(000377)	7.01	5.85	2.18
招商銀行	3968(000036)	14.04	11.55	0.77
中信證券	6030(000030)	14.14	11.53	-0.11
中國太保	2601(001601)	23.50	19.13	-0.28
農業銀行	1288(001288)	3.21	2.54	-3.17
中國通訊	0763(000063)	23.60	18.60	-3.58
中國神華	1088(001088)	33.90	26.06	-5.88
安徽海螺	0914(000585)	24.00	17.24	-13.64
中國平安	2318(001318)	53.50	36.34	-20.18
廣州藥業股份	0874(000332)	6.07	*	-
中海集運	2866(001866)	1.32	*	-

【股市縱橫】

澳博部門整合有利走強

港股昨日先搶高後尋底再回升，好友在力守18,000點大關不失後發力挾淡倉，惟力度始終依然不大，反映本地市場觀望氣氛濃厚，仍未脫淡市特色。不過觀乎部分板塊的個股仍有不俗的表現，就以濠賭股而言，便不乏逆市走強的股份，當中之前曾熱炒「柒藍」概念的金沙中國(1928)，全日均呈升勢，曾高見21.25元，最後以21.05元報收，仍升1.05元或5.25%。

濠賭股反彈，作為行業龍頭的澳博控股(0880)也見止跌回升，該股昨收22.26元，升0.18元或1.49%，成交則增至1.11億元。澳博剛於日前宣布，獲持有55.23%股權的控股股東澳娛轉讓澳門及

香港部門，包括地產工程部、澳門服務部、公關秘書處、機電工程部、貨倉部、車務部及香港服務部。根據轉讓協議，轉讓事項涉及僱員合約、租賃協議、從澳娛收購部門的若干資產、以及商業合同等。董事會認為，轉讓完成後，預期可減少集團與澳娛間有關上述服務的大量持續關連交易，又將提高部門的營運效率。據悉，集團在獲得完全控制權後，會將該等部門的營運進行精簡整合，此舉除了有助節省成本，長遠也可提升盈利表現，對股價中長線走強應屬有利。

集團較早前派發截至今年9月底止的第三季度成績表，期內錄得博彩收益190.57

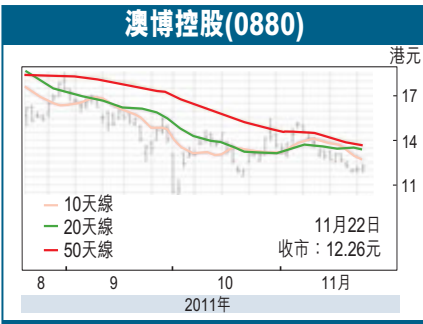
億元，按年增加36.2%；經調整EBITDA 16.51億元，增長40.2%，經調整EBITDA率由8.4%升至8.6%。錄得純利增長35.3%至11.73億元。

龍頭地位未變可追落後

不過，博彩收益市場佔有率卻較去年同期下跌2.4個百分點，但其市場龍頭地位未變，於博彩收益市場佔有率仍達28%。而截至9月，集團擁有現金191.37億元，負債33.32億元。澳博資金充裕，不但有利其按承諾維持每年派息率50%水平，更不排除會考慮派發特別股息。

現時澳博旗下的娛樂場有旗艦新葡京、十六浦、海立方、葡京酒店、集

韋君



美、澳門蘭桂坊及凱旋門等，為澳門最大的娛樂場經營商，也因為網點分佈廣，因此其競爭優勢在短期被逾越的難度仍大。基於此股於2011年的預測市盈率約12倍，估值較同業有偏低的優勢，配合集團積極減少成本，以及全力搶佔市場，加上其派息率有提升的空間，都有利吸引基金買盤垂青。趁股價初現反彈跟進，博反彈目標仍睇本月初阻力位的15元水平。

港藍籌反彈 中銀和黃省鏡

【數碼手】收發站

美股隔晚暴跌248點回應美國兩黨削赤談判無法達成協議，不過根據規定會自動啟動削赤機制，加上奧巴馬宣布動用否決權排除修改削赤方案，加上尾市較低位反彈百點，令周二亞太區股市普遍反覆回穩並錄得溫和升幅，並以印尼、泰國升逾1%較突出。內地股市急跌後幾收復失地，有利區內股市表現。港股昨日在330多點內抽上、抽落，全日高低位為18,355/18,018，收報18,252，倒升26點，成交增至580億元，連日弱勢的中資金融及港銀行股低位獲承接，資源、水泥、貴金屬板塊獲資金追捧。萬八大關連續兩天獲承接反彈，短線有利向18,700/19,100推進。

■司馬敬

美國兩黨削赤談判未能在周三前達成協議，道指曾暴瀉300多點「回應」，擔憂美債務風險成為拋售藉口。不過，這次事件不會令美國政府陷入債務違約，即時的效應，是啟動自動削減財政開支的機制，在2013年起共削減1.2萬億美元開支，當中國內及國防開支各佔一半。另一方面，總統奧巴馬即時宣布動用否決權，封殺任何不當的預算刪減。評級機構標普及穆迪今回無落井下石，不會就這次事件調低美主權評級。

面對美股大跌近250點，亞太區主要股市不跌反升，雖然多屬溫和升市，但也說明市場經歷多月來的大幅震盪後，對大落市況已屬見慣不怪，並未引起新一輪的恐慌反應。事實上，緊接亞太區的歐洲股市也全線反彈，凸顯了周一美股曾暴跌330多點屬過敏反應。

大鱷操控 好淡友通殺

回說港股，在大鱷操控衍生產品支配大波動市下，昨日早段抽升後即掉頭下插至18,000邊緣，但尾市已戲劇性地反彈收復失地，結束了五連跌，而衍生產品佔成交額達4成，即市好淡友通殺，風險甚大。

張怡

【紅籌國企/高輪】

中建材反彈初現可跟進

滬綜指昨日繼續在2,400點水平上落拉鋸，收市僅跌0.1%，反映偏弱格局未變。至於這邊廂的港股在連跌5日後終於小幅反彈，不過投資者入市意慾欠佳下，有突出表現的中資股依然不多。A+H股方面，兩地的電力板塊股份表現相對較佳，當中華能國電A股(600011.SS)漲5%，其H股則小漲0.51%。另一方面，水泥板塊股份也見回勇跡象，安徽海螺H股(0914)漲3.45%，而A股(600585.SS)則微升0.12%。

水泥板塊近期備受沽壓，除了行業本身處於淡季，價格有調整壓力外，中央堅持房地產調控不放鬆，加劇各路資金對水泥產業未來需求的擔憂，都成為相關股份出現調整行情的原因。不過值得留意的是，現時不少水泥股較高位回落的幅度仍大，估計已基本反映行業不利因素。作為水泥龍頭股的中國建材(3323)於本月7日攀高至11.16元水平遇阻回落，而觀乎該股於周一退至8.6元復獲支持，並於昨日展開較佳的反彈走勢，收市報9.1元，升0.45元，升幅5.2%，而收市價已重返50天線(8.76元)之上，論走勢已有回穩跡象。

根據港交所資料顯示，摩根大通繼11月2日於場內以平均價10.23元增持1,044萬股後，再於本月15日以10.12元增持624萬，現時的持股量已增至22.17%，續為集團最大單

【滬深股評】

瑞貝卡中高端產品拓歐美

自2010年起，瑞貝卡(600439.SS)針對歐美市場公司進行了戰略調整，重點做中高端產品，追求訂單質量的提升而非單純的數量增長。2011年進行了進一步的貫徹落實。我們預計隨着未來中高端產品比重的不斷增加，公司歐美出口業務的收入和盈利增長將主要來自於產品單價和毛利率的提升。另外，從2008年金融危機後公司在歐美市場的出口實績看也證明了高端產品需求反而保持良好增長，中端產品受經濟影響比較明顯，因此我們認為公司在歐美市場的發展戰略是符合歐美市場實際的，未來受經濟波動的影響也相對較小。

出口非洲立足銷量增長

對於非洲市場，公司目前主要還是以走量為主，今年非洲市場形勢逐步好轉，公司銷量快速提升。全年看我們預計非洲市場的銷售有望超過5億元(人民幣，下同)。2012年起公司在非洲市場仍將立足當地產能增加帶來的銷量增長，同時根據目前非洲市場的消費情況(貧富兩極分化)，公司在非洲市場的高端品牌零售店也將穩步推進，2011年在非洲開設的高端品牌零售店鋪銷售良好，我們預計公司未來在非洲市場的高端零售店存在約100家左右的開店空間。

內地零售明年開始發力

除了出口業務的穩步增長外，我們始終認為主導公司中長期盈利增長和估值的更重要因素是內地品牌零售業務的發展。值得欣喜的是，2011年公司內地零售業務實現了預期中的快速發展。我們預計公司今年全年內地店鋪數有望達到260家左右，內地零售業務有望實現收入1.6億元左右(報表收入)，並且能夠實現2,000萬元左右的盈利。2012年起隨着瑞貝卡和Seck的雙品牌的共同推進，我們預計公司2012年內地零售業務報表收入在2.5億-3億元左右。2013年有望達到4億元左右。中長期看公司也將考慮對品牌和渠道控制力進行逐步提高。

根據公司目前的經營戰略，我們預期公司未來的報表將伴隨產品結構的調整和內地零售業務比重的提升，整體呈現出盈利增速明顯超過收入增速的態勢。根據前三季度持續跟蹤的情況，我們維持預測公司2011年—2013年每股收益分別為0.34元、0.48元和0.61元。

參照品牌服裝企業，給予公司2012年25倍的估值水平，對應目標價格為12元。公司目前股價相對去年的定價價格折價33%左右，維持公司「增持」評級。

【H股透視】

交銀國際

信行定位調整提升效益

中信銀行(0998)的戰略願景可概括為：四化一行，即專業化、綜合化、國際化、特色化，走在中外銀行競爭前列的一流商業銀行。「十二五」期間，管理目標高於財務目標，帶動財務效益提升。規模不必爭第一，效益保持股份制銀行前三，資產品質優於行業平均。市場定位調整：客戶定位方面，對私向上一—拓展零售高端客戶；對公向下一—大型客戶佔比適度下降。客戶結構目標為：(按貸款規模計)大客戶20%，中型企業40%，小型企業20%。業務定位：對公為支撐，對私為增長點。區域定位：東部加速佈局，西部選擇性佈局；積極在一線城市加大同城網點佈局；加大與信銀國際的整合。

汽車金融佔供應鏈業務近半

供應鏈金融通過流程降低風險，構建資本節約型模式，實現了低風險和較高的綜合收益率，發展潛力大。相關產品的存款派生率基本在50%以上，甚至可以達到或超過100%。不完全計算，風險回報率比全行對公客戶高1-2個百分點。短期性、特定化、全流程跟蹤特徵有助於改善風險管理，目前沒有不良。中信銀行供應鏈業務具有三大平台，四大增值鏈，五大特色網路，其中汽車金融業務量佔到供應鏈金融近一半。

當前地方財政壓力大，政府融資平台貸款風險需要發債進行化解。從貸款期限看，1年以內到期佔比26%，1-3年到期佔比33%，3年以上到期佔比41%。公司將繼續加大存量平台貸款壓縮力度，繼續做好政府平台貸款整改工作。公司認為政府有到期還款的能力，也有部分政府平台貸款期限不匹配，特別是公路，3年內可能會出現不良貸款，但長期看沒有問題，明後年可能會有限期重組，但整體風險不大，目前無不良貸款；公司嚴控房地產貸款風險。資產品質目前看不到大的風險，貨幣政策適度微調將緩解中小企業融資困境。明年資金鏈相對今年會略有寬鬆。

零售業務進入轉型第三階段

2011-2015年零售業務進入盈利為導向的第三階段。業務定位：重點加大個貸和中間業務的拓展，全面增強創收能力；以客戶資產管理總額作為主要考核指標，驅動客戶人均收入貢獻度的提升。客戶定位：繼續將中高端客戶作為核心客戶群，提高中高端客戶的獲取和保留能力，同時適當關注和培育高潛力人群。產業定位：將信用卡、個人經營性貸款、消費性貸款及個人理財等產品作為戰略突破的重點。業務模式：從以往產品為中心轉向以客戶為中心，轉型關鍵是實現零售條線統一的客戶分層體系。公司表示零售業務的盈利能力的實質提升需要一個量變到質變的過程。

轉型將是中信貫穿「十二五」的主題，方向是在穩健的基礎上，轉向資本節約型，風險回報率高的經營模式。我們期待轉型的效果逐步體現。目前2011年動態PE和PB分別為5.24倍和0.86倍，估值偏低，維持買入評級。

中信銀行H股估值表 (貨幣：人民幣)

(百萬元)	09年	10年	11年E	12年E	13年E
主營業收入	40,801	55,765	73,399	85,344	98,534
營業利潤	19,122	27,969	38,465	43,371	49,255
淨利潤	14,560	21,779	29,526	33,276	37,766
同比增長	9.3%	49.6%	35.6%	12.7%	13.5%
每股收益(元)	0.37	0.56	0.63	0.71	0.81
同比增長	9.3%	49.6%	13.1%	12.7%	13.5%
PE	8.87	5.93	5.24	4.65	4.10
PB	1.21	1.04	0.86	0.75	0.65
每股派息	0.09	-	0.13	0.16	0.19
股息率	2.66%	0.00%	3.81%	4.94%	5.61%
E=預測 資料來源：交銀國際					