



【大市透視】 第一上海首席策略師 葉尚志

回升走勢未獲成交配合

11月28日。港股連跌了四周時間後，在昨天出現縮量反彈的走勢。恒生指數回升至18000點水平，但是在交易量未能增加配合的背景下，我們對於目前的回升走勢，只能以技術性反彈來看待，對於港股反彈的後續性和穩定性，仍將持有謹慎的態度。事實上，在德國上週發債未能獲得足額認購之後，顯示出歐債問題的影響已蔓延擴散至核心成員國方面去，倘若歐盟之間仍未能化解矛盾達成共識，歐債問題有一觸即發再度引爆危機出現的可能。

歐盟財長會議今明舉行

市場傳出國際貨幣基金已預備了6,000億歐元的救援方案，來協助意大利過渡債務難關。消息刺激周一亞洲區股市出現大面積的反彈回升，但是歐債市場卻仍未見有明顯的好轉。意大利的國債息率繼續高企不下，而5年期的債息率更是反常的高於10年期的債息率，似乎歐債市場的運作仍處於混亂局面，新秩序未能重新建立起來。歐盟財長會議將於今明兩晚舉行，要密切注視有否新消息公布。

恒生指數在周一跳升330點開盤後，再度出現窄幅震動的日內行情，日內波幅僅有141點。由於市場仍然存在較多的不確定性，資金入市的意慾積極性未能提振。在缺乏資金參與的背景下，我們相信港股依然處於低迷的狀態當中，短期走勢對於後市發展未能帶來有效的參考。然而，在歐債問題的持續困擾下，加上內地政策逐步放鬆對港股的支持力出現減退，我們估計港股的下行風險未能消除，要提防港股在反彈過後，有再度向下尋找支撐的可能。恒生指數收盤報18,038點，上升348點，主板成交量比對上周五略為增加至411億多元，但是仍處於偏少的水平。值得注意的是，即月恒指期貨將於今天進行交割結算，過去幾個交易日的轉倉掉期活動，對於港股帶來了短期反覆波動的技術性因素。

【投資觀察】 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

也談歐元區共同債券

雖然歐債危機上周呈現擴散及惡化，但德國政府基於其人民普遍持反對意見（相信德國政府亦計劃趁機爭取大幅修訂《歐盟條約》的籌碼），故於上周重申反對發行歐元區共同債券及擴大歐洲央行職能的立場。

歐債危機發展至這地步，歐洲政府只有能通過發行歐元區共同債券的建議以及擴大歐洲央行職能以讓其能推行量化寬鬆措施，才可制止歐債危機惡化而避免導致歐洲銀行體系崩潰，從而避過引發更大型及破壞力強大的金融災難。故此，我們估計德國社會最終將了解到事件惡化將令該國付出更大的經濟代價，繼而同意政府推行更進取的歐債拯救方案；同時歐元區其他國家最終將同意接受更嚴格的「歐盟條約」監管其財政後，歐洲央行將可獲擴大職能繼而推行量化寬鬆措施，另發行歐元區共同債券方案亦可望獲通過。我們由此推論，屆時美國聯儲局亦將推行第三輪量化寬鬆措施以配合控制歐債危機惡化。我們對上述控制歐債危機的方案能於未來三個月內達成持審慎樂觀的態度。預估恒生指數本周將在17,500至18,600區間震盪。

【AH股差價表】

11月28日收市價 *停牌
人民幣兌換率0.81938

| 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) | 1.70 | 8.57 | 83.75 |
| 儀征化纖股份 | 1033(600871) | 1.79 | 8.36 | 82.46 |
| 南京熊貓電子 | 0553(600775) | 1.39 | 6.18 | 81.58 |
| 海信科龍 | 0921(000921) | 1.40 | 4.53 | 74.69 |
| 山東新華製藥 | 0719(000756) | 2.09 | 6.75 | 74.64 |
| 昆明机床 | 0300(600806) | 2.39 | 7.68 | 74.51 |
| 廣船國際 | 0317(600685) | 5.48 | 16.85 | 73.36 |
| 北人印刷 | 0187(600860) | 1.90 | 5.74 | 72.89 |
| 天津創業環保 | 1065(600874) | 2.03 | 6.11 | 72.79 |
| 經緯紡織 | 0350(000666) | 3.95 | 11.69 | 72.33 |
| 重慶鋼鐵股份 | 1053(601005) | 1.23 | 3.31 | 69.56 |
| 上海石化化工 | 0338(600688) | 2.65 | 6.93 | 68.68 |
| 山東墨龍 | 0568(002490) | 5.21 | 13.32 | 67.96 |
| 北京北紅實業 | 0588(601588) | 1.18 | 2.86 | 66.21 |
| 中國鉅業 | 2600(601600) | 3.61 | 7.93 | 62.72 |
| 華電國際電力 | 1071(600027) | 1.44 | 3.11 | 62.08 |
| 金風科技 | 2208(002202) | 4.42 | 9.46 | 61.73 |
| 中海集運 | 2866(601866) | 1.38 | 2.86 | 60.48 |
| 大唐發電 | 0991(601991) | 2.63 | 4.81 | 55.22 |
| 中國中冶 | 1618(601618) | 1.58 | 2.89 | 55.22 |
| 上海電氣 | 2727(601727) | 3.22 | 5.86 | 55.00 |
| 中國遠洋 | 1919(601919) | 3.42 | 6.09 | 54.01 |
| 金隅股份 | 2009(601992) | 5.54 | 9.57 | 52.59 |
| 鳳鳴紙業 | 1812(000488) | 3.35 | 5.56 | 50.65 |
| 中海發展股份 | 1138(600026) | 4.39 | 6.84 | 47.43 |
| 中國油田服務 | 2883(601808) | 10.74 | 15.97 | 44.92 |
| 兗州煤業股份 | 1171(600188) | 17.84 | 26.49 | 44.84 |
| 四川成渝高速 | 0107(601107) | 2.91 | 4.30 | 44.57 |
| 江西銅業股份 | 0358(600362) | 17.32 | 25.44 | 44.24 |
| 中國南方航空 | 1055(600029) | 3.86 | 5.58 | 43.34 |
| 中國東方航空 | 0670(600115) | 3.12 | 4.44 | 42.45 |
| 紫金礦業 | 2899(601899) | 3.10 | 4.34 | 41.50 |
| 比亞迪股份 | 1211(002594) | 18.34 | 24.61 | 38.96 |
| 馬鞍山鋼鐵 | 0323(600808) | 2.22 | 2.82 | 35.52 |
| 中國國航 | 0753(601111) | 5.59 | 7.10 | 35.52 |
| 中國中鐵 | 0390(601390) | 2.35 | 2.91 | 33.86 |
| 廣深鐵路 | 0525(601333) | 2.74 | 3.34 | 32.81 |
| 中國銀行 | 3988(601988) | 2.42 | 2.90 | 31.65 |
| 深圳高速公路 | 0548(600548) | 3.28 | 3.89 | 30.94 |
| 華能國際電力 | 0902(600011) | 4.11 | 4.86 | 30.74 |
| 中聯重科 | 1157(000157) | 7.77 | 8.45 | 24.69 |
| 中國南車 | 1768(601768) | 4.70 | 5.11 | 24.67 |
| 東方電氣 | 1072(600875) | 23.45 | 25.49 | 24.65 |
| 中煤能源 | 1898(601898) | 8.74 | 9.41 | 23.93 |
| 鞍鋼股份 | 0347(000063) | 4.71 | 5.00 | 22.85 |
| 中國鐵建 | 1186(601186) | 4.23 | 4.43 | 21.79 |
| 中信銀行 | 0998(601998) | 4.05 | 4.15 | 20.07 |
| 中國石油股份 | 0857(601857) | 9.61 | 9.72 | 19.02 |
| 滙柴動力 | 2338(000338) | 34.75 | 34.85 | 18.33 |
| 安徽皖通公路 | 0995(600012) | 4.50 | 4.42 | 16.61 |
| 工商銀行 | 1398(601398) | 4.31 | 4.23 | 16.55 |
| 民生銀行 | 1988(600016) | 6.24 | 5.84 | 12.49 |
| 交通銀行 | 3328(601328) | 4.90 | 4.54 | 11.60 |
| 上海醫藥 | 2607(601607) | 15.14 | 13.76 | 9.88 |
| 中國石化化工 | 0386(600028) | 8.02 | 7.24 | 9.27 |
| 中國鐵道 | 0939(601939) | 5.27 | 4.71 | 8.36 |
| 青島啤酒 | 0168(600600) | 41.20 | 36.36 | 7.19 |
| 中國人壽 | 2628(601628) | 19.76 | 17.22 | 6.02 |
| 江蘇寧滬高速 | 0177(600377) | 6.67 | 5.77 | 5.32 |
| 中國太保 | 2601(601601) | 22.30 | 18.46 | 1.06 |
| 招商局銀行 | 3968(600036) | 14.06 | 11.46 | -0.48 |
| 中信証券 | 6030(600030) | 13.80 | 11.14 | -1.46 |
| 興業證券 | 1288(601288) | 3.18 | 2.55 | -2.14 |
| 農達通訊 | 0763(000063) | 23.10 | 18.20 | -3.95 |
| 中國神華 | 1088(601088) | 33.05 | 25.81 | -4.88 |
| 安徽海螺 | 0914(600585) | 24.70 | 16.91 | -19.63 |
| 中國平安 | 2318(601318) | 53.85 | 36.04 | -22.38 |
| 東北電氣 | 0042(000585) | 0.79 | * | - |
| 廣州藥業股份 | 0874(600332) | 6.07 | * | - |

【股市縱橫】

農行仍「潛水」可趁低吸

港股昨日再現逾300點的反彈市，不過成交就依然欠旺，反映投資者對短期後市依然十分審慎。雖然港股反彈動力嫌不足，但個股炒味卻有轉濃的跡象，就以利豐（0494）而言，便告急漲1成完場，最難得是成交高達4.1億元。利豐再成市場熱捧對象，相信與美國於上周「黑色星期五」銷售數據十分理想，而該公司又是以當地為主要市場，在買盤紛紛「埋位」下，其因而得以脫穎而出。利豐最近在反彈至16元水平遇阻，惟調整至14元附近復獲支持，而經過連日日升日跌後，若今日可以續升，並成功突破16元阻力，將可望扭轉過去一段

時間的橫行整固的局面，而下一個目標將上移至6月下旬阻力位的17元。全球最大珠寶商周大福（1929）下周將啟動招股，多隻影子股已見異動，當中又以行業強勢股的六福（0590）升勢最為凌厲，最後以近全日高位的28.3元報收，升達8%，成交也達1.86億元。六福於昨日派發中期成績表，但執筆時仍未知結果如何，若業績對辦，估計對初現反彈勢頭的股價會有正面的刺激作用，不妨繼續盯緊。內銀股也為昨日升市的主要「火車頭」，當中龍頭股的工行（1398）漲幅逾3%。高盛早前在場外減持工行17.52

億股或2.02%，每股作價4.88元，涉資85.49億元，最新持股量降至10.11%。工行較早前高位5.22元水平滑落，在大行減持因素漸淡化下，其後市不再難成大市反彈的領軍對象。不過追捧內銀股，韋君仍較為看好農業銀行（1288），主要是該銀行早年招股時引入的策略股東，並沒有「大平賣」，大戶的入股價與一般散戶投資者一樣均為3.2元，而該股昨收3.18元，仍然「潛水」，亦是該股值得看好的原因。

預測市盈率低於7倍具吸引

農行較早前公布第三季純利按年大增



約4成，達340.9億元(人民幣，下同)；而累計首三季，純利亦飆升43.59%。就估值而言，農行2011年預測市盈率將進一步降至低於7倍，在同業中仍處於偏低水平。另一方面，人行早前預示會根據市場經濟狀況，進行適時適度微調政策，一旦中央推行放寬銀根措施，對一向表現跑贏同業的農行，將會最為受惠。趁股價反彈初現跟進，博反彈仍睇4元。

結算效應 大跌後反彈

【數碼收發站】美國感恩節零售創新高，以及傳出國基會大額支持意大利債務的利好消息刺激，周一亞太股市普遍扭轉上周弱勢而顯著反彈，並以印度大升3.01%、韓股升2.19%、港股升1.97%及台股升1.76%的表現最為突出。內地股市則反覆微升。港股甫開市即高開近300點重越萬八關，曾升上18,095，其後即在18,070/17,954爭持，匯豐（0005）、內銀、兩地地產及資源、材料、出口股等領漲，惟成交量不大，期指轉倉效應下反覆以18,037報收，全日升348點，成交只有411億元。今日期指結算，大戶造好造淡仍未明朗，但短線有利跌逾2000多點後的進一步反彈。 ■司馬敬

【紅籌國企/高輪】

張怡

中國海外反彈潛力看好

港股昨日出現較像樣的反彈行情，受惠市場投資氣氛改善，有表現的中資板塊也告明顯增多，當中又以內房股的整體升勢較為悅目。雖然國務院副總理李克強近日在河北省強調，會堅持實施遏制房價過快上漲政策措施，並將繼續維持保障房建設力度。另一方面，繼南京有五家銀行將首套房貸利率上浮幅度之前10%降至基準利率5%後；北京市住建委和市地稅局剛發布通知，放寬普通住宅認定中的房價標準，預計當地有逾7成以上的購房家庭能夠享受到普通住宅的稅收優惠。從一眾內房股紛紛在大成交配合下反彈，反映消息面對相關股份有正面的推動作用。

內房股有運行，當中龍頭股的中國海外發展（0688）曾高見12.98元，最後以近高位的12.96元報收，仍升0.76元，升幅6.23%，成交增至3,123萬股，增幅達7成。集團較早前宣布，首10個月累計實現銷售額781億元，按年增長46.4%；累計實現銷售面積494.7萬平方米，同比增長17.7%。截至10月底，集團全年銷售目標已完成97.6%，基本達標。

麥格理在較早前的研究報告中，基於該公司可供銷售的土地儲備總建築面積為

2,420萬平方米，預計其2011年的合約銷售額將達815億港元，2012年合約銷售額將升至979億港元，而2013年更進一步增至1,064億港元。此股現價市盈率約8.55倍，尚處於合理水平，在未來樓盤銷售額可期穩升下，仍不妨考慮趁股價反彈之勢漸形成跟進，上望目標為10月28日阻力位的15.9元，惟失守近日11.52元支持則止蝕。

建行購輪15199續可取

建行（0939）昨漲1.74%，惟成交仍達1.9億股，若繼續看好其後市表現，可留意建行大和購輪（15199）。15199昨收0.194元，升0.017元，升幅為9.61%，成交1.77億股。此證於明年3月12日到期，其換股價為6元，兌換率為1，現時溢價為17.53%，引伸波幅39.2%，實際槓桿8.3倍。15199勝在交投較暢旺，數據又屬合理，加上爆發力亦不弱，故續為可取的捧場選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：港股反彈力度不俗，市場投資氣氛有所改善，有利中資股回升。

中國海外發展：今年銷售目標已達，未來兩三年銷售也可看好，料有利其後市表現。目標價：15.9元 止蝕位：11.52元

【滬深股評】

方正證券

浙富拓海外 訂單勢增

浙富股份（002266.SZ）獲中標Xekaman1電站項目，是公司第一單國外大中型水電站機電設備總成套項目。公司2006年即中標日本和韓國項目，2010年公司海外訂單佔訂單總金額的18.64%。東南亞水電蘊藏巨大市場，開發東南亞近鄰國家水電資源，並通過特高壓輸電網實施「西電東送」，已經成為我國解決電力緊缺問題的一個重要戰略步驟。公司成立專門的境外國際工程子公司，海外擴張戰略與內地市場形成補充，我們預計公司未來將繼續在海外市場大舉斬獲大中型水電項目及訂單。

水電設備行業明年好景

預計大部分常規水電項目將在2010-2015年間完成設備招標，2012年-2014年將成為水電設備需求高峰年，年需求量將達3,000萬千瓦左右。另外，我們預計「十二五」期間抽水蓄能項目將進入核准高速增長

創維毛利率持續改善

【港股透視】

中銀國際

創維數碼（0751）上半年營業收入及毛利率符合預期，但由於支出大幅上升，淨利潤低於預期。同期，對志高股份（0449）的股票投資錄得7,900萬港元的虧損。我們認為，公司毛利率改善的趨勢將得以延續，明年3D電視的普及預期將繼續對毛利率提升起到幫助。廣告成本及渠道終端投資的上升僅是暫時性的，因為成本將在初期投資階段過後回復至正常水平。我們認為公司基本面不存在重大風險。因此，維持對該股的買入評級，並將目標價下調至4.44港元。

受惠3D電視頻道明年初開播

在過去1年半的時間裡，創維的毛利率持續改善，尤其是在最後的6個月。LED電視及3D電視銷量在電視總銷量中的佔比有所上升，這對毛利率的提升極為有利。由於中國首個3D電視頻道將於明年初開播，3D電視銷量預計將佔到明年中國市場LCD電視總銷量的50%。由於較早進入該產品領域，創維將從中受益，其3D電視銷量預計將佔到公司LCD電視總銷量的50%以上。

銷售、管理及一般性費用將於12財年下半年回復至正常水平。銷售、管理及一般性費用意外上升，主要是由一次性廣告費用及分銷渠道建設費用所致。我們認為，公司的費用率將於下半年回復正常水平。

公司預測，未來在銷售渠道建設或代工生產方面可能與志高存在合作機遇。志高股價的變動對創維的影響有限。

根據Display Search調查，由於下游生產商和品牌對3D電視進行連續推廣，再加上終端消費者對3D電視的認識和興趣日漸上升，11年3季度3D平板電視在LCD平板電視總銷量中的滲透率達到12%。

據Display Search預測，2011年3D LCD平板電視銷量將達到2,150萬台，3D電視在LCD平板電視中的滲透率達到10%。隨著新開發的一系列低成本3D解決方案推向市場，平板電視生產商計劃至12年3季度將3D電視在LCD平板電視總銷量中的滲透率提高至20%。

費用率將於下半年回復正常

我們認為，公司的營收增長及毛利率符合我們的預測，但淨利增長不及預期，主要是由於銷售及分銷成本費用（包括一次性廣告費用及分銷渠道建設費用）高於預期，分別佔2011年上半年及2012年上半年總銷售額的11.8%及13.9%。薪酬成本上升67%，高於預期，主要是由於公司變更了部分促銷人員成本的計算方法，該成本原計入銷售和促銷費用，目前則計入薪酬成本。我們認為，公司的費用率將於下半年回復正常。評級面臨的主要風險：由於春節將於明年1月份到來，2012年1季度的銷售情況或不盡如人意。價格戰可能超出市場預期。

創維投資摘要(貨幣：港元)

| 年結日：3月31日 | 09年 | 10年 | 11年 | 12年E | 13年E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 銷售收入(百萬) | 15,329 | 22,769 | 24,339 | 28,031 | 30,950 |
| 變動(%) | 12.5 | 48.5 | 6.9 | 15.2 | 10.4 |
| 淨利潤(百萬) | 460 | 1,252 | 1,174 | 1,331 | 1,469 |
| 每股收益(元) | 0.2 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 市盈率(倍) | 15.8 | 6.4 | 7.2 | 6.4 | 5.8 |
| 每股收益增長率(%) | 1.1 | 146.1 | (10.7) | 11.5 | 10.3 |
| 先前預測每股收益(元) | 0.20 | 0.49 | 0.44 | 0.60 | 0.61 |
| 市場共識預測每股收益(元) | | | | 0.55 | 0.61 |
| 每股收益 vs 市場預測(%) | | | | (10.3) | (10.3) |
| 經常性每股現金流量(元) | 0.35 | (0.93) | 0.62 | 0.58 | 0.47 |
| 價格/每股現金流量(倍) | 9.0 | NA | 5.1 | 5.4 | 6.8 |
| 企業價值/息稅折舊前利潤(倍) | 8.1 | 5.3 | 5.3 | 3.6 | 2.9 |
| 每股股息(元) | 0.08 | 0.17 | 0.14 | 0.18 | 0.20 |
| 股息率(%) | 2.5 | 5.3 | 4.5 | 5.6 | 6.2 |
| 淨資產收益率(%) | 11.1 | 24.7 | 18.3 | 16.4 | 14.8 |

資料來源：公司數據及中銀國際研究預測