



■ 大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

## 下調存備率 影響待觀察

11月30日。港股反彈了兩日之後，在周三再度掉頭回落，恒生指數回壓至18,000點關口下方。在整體不明朗因素未能消除的背景下，我們相信港股仍然處於逐步放下來之階段行情。恒生指數在上周四曾一度打破了17,800點，我們當時的判斷是內地逐步放鬆的政策，對於港股的支撐力已出現了減退的信號跡象。而內地A股在11月中亦開始出現衝高後掉頭回落的走勢，上證綜合指數在周三更是確認跌穿了2,400點關口，急挫3.2%至2,333點收盤，僅差26點或1.1%，就跌抵2,307點的政策底。以內地A股的走勢來看，跟我們早前的判斷該是一致的，市場對於內地逐步放鬆的政策已失去了耐性，經濟增長放緩的風險出現增加，估計對於兩地股市都會構成新一輪的壓力。而人民銀行亦終於宣布，下調存款準備金率50個基點，我們會關注消息對於市場能否帶來足夠的刺激力度，能否扭轉對於宏觀面的謹慎看法。

恒生指數在周三出現低開低走的行情，在盤中曾一度下挫接近有400點，但是在17,800點水平出現承接，在收盤前能夠收窄日內跌幅。恒生指數收盤報17,989點，下跌267點，主板成交量增加至779億多元，是11月3日以來的最大日成交量。港股周三的交易量出現提升，一方面是建設銀行(0939)再度遭受大股東大額配股的影響，另一方面資金在MSCI指數成份股正式改動前進行相對應的換碼活動，都是刺激成交量上升的原因。

### 匯豐降評級 沽空大增

盤面上，權重股匯豐控股(0005)被國際評級機構標普下調了信貸評級，股價下跌了2.05%至57.45元收盤。值得注意的是，匯豐周三的沽空金額錄得有4.3億元，佔其成交金額比例達到了超標的42.5%，潛在沽壓有明顯加劇跡象。另一方面，內地電力股在近期表現出相對強勢，市場憧憬內地有上調電費的可能，是刺激股價走強的因素。發改委在周三港股收盤後，終於宣布上調銷售電價和上網電價，以目前市場的狀態來看，建議要提防電力股有趁消息出貨的可能。

■ 投資觀察 群益證券(香港)研究部董事

曾永堅

## 大型新股集資 流動資金添壓

市場對歐元區公債需求下降以及對區內高負債國的風險溢價要求持續提高，除反映投資人對歐洲貨幣聯盟可能瓦解的憂慮升溫，亦反映市場預期歐元區一旦進行更深入的財政整合而把債務共同化後，將增加德國的財務負擔以及風險承擔，導致德國信貸成本亦趨升，令德國發行的債券亦需較高溢價以補償。目前區內公債孳息率以及拍賣息率回升，只是重返正常的基本狀態，讓公債孳息率曲線重拾能較真實反映一國經濟及財務基本面的能力。

港股方面，在近期呈現反彈及市場氣氛稍改善下，卻須面臨接踵而至的股份募資壓力，包括接二連三的大型新股募資活動以及二級市場配股活動，有關活動將對市場流動資金構成壓力，從而抑制港股短線彈升動力。預估短期內恒生指數升近18,300/18,500區間將遇一定程度的實壓。

■ AH股差價表 11月30日收市價 \*停牌  
人民幣兌換率0.81905

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)	1.64	8.02	83.26
儀征化纖股份	1033(000871)	1.76	8.08	82.16
南京熙貓電子	0553(000775)	1.36	5.95	81.28
東北電氣	0042(000585)	0.74	3.21	81.12
山東新華製藥	0719(000756)	1.90	6.45	75.88
昆明機床	0300(000806)	2.19	7.18	75.02
北人印刷	0187(000860)	1.75	5.46	73.75
海信科龍	0921(000921)	1.40	4.36	73.71
天津創業環保	1065(000874)	2.00	5.96	72.52
廣船國際	0317(000685)	5.80	17.20	72.39
經緯紡織	0350(000666)	3.88	11.25	71.76
重慶鋼鐵股份	1053(001005)	1.22	3.20	68.78
山東墨龍	0568(002490)	5.16	13.22	68.04
上海石油化工	0338(000688)	2.70	6.71	67.05
北京北辰實業	0588(001588)	1.19	2.78	64.95
華電國際電力	1071(000027)	1.41	3.08	62.51
中國鋁業	2600(001600)	3.54	7.68	62.26
金風科技	2208(002202)	4.28	9.18	61.82
中海集運	2866(001866)	1.43	2.77	57.73
大唐發電	0991(001991)	2.57	4.63	54.55
中國遠洋	1919(001919)	3.29	5.86	54.03
中國中冶	1618(001618)	1.62	2.82	52.96
上海電氣	2727(001727)	3.37	5.67	51.33
金隅股份	2009(001992)	5.55	9.00	49.50
中海發展股份	1138(000026)	4.34	6.53	45.58
兗州煤業股份	1171(000188)	17.38	25.66	44.54
晨鳴紙業	1812(000488)	3.70	5.40	43.89
江西銅業股份	0358(000362)	17.14	24.84	43.50
四川成渝高速	0107(001107)	2.91	4.17	42.86
中海油田服務	2883(001808)	11.44	16.12	41.89
中國東方航空	0670(000115)	3.20	4.31	39.20
紫金礦業	2899(001899)	3.25	4.27	37.68
比亞迪股份	1211(002594)	18.10	23.35	36.53
馬鞍山鋼鐵	0323(000808)	2.12	2.73	36.41
華能國際電力	0902(000011)	3.95	4.84	33.17
中國中鐵	0390(001390)	2.36	2.85	32.19
中國國航	0753(001111)	5.69	6.84	31.88
廣深鐵路	0525(001333)	2.76	3.30	31.51
中國銀行	3988(001988)	2.41	2.88	31.48
深圳高速公路	0548(000548)	3.34	3.91	30.05
中國南車	1766(001766)	4.68	5.09	24.71
中煤能源	1898(001898)	8.75	9.23	22.37
中聯重科	1157(000157)	7.81	8.17	21.72
中國鐵建	1186(001186)	4.20	4.32	20.39
中信銀行	0998(001998)	4.00	4.04	18.93
鞍鋼股份	0347(000898)	4.74	4.78	18.80
東方電氣	1072(000875)	24.75	24.65	17.78
中國石油股份	0857(001857)	9.56	9.46	17.25
滙豐動力	2338(000338)	34.85	34.30	16.80
工商銀行	1398(001398)	4.31	4.19	15.77
民生銀行	1988(000016)	6.17	5.80	12.89
上海醫藥	2607(001607)	14.34	13.29	11.65
交通銀行	3328(001328)	4.86	4.49	11.37
安徽皖通公路	0995(000012)	4.78	4.31	9.19
中國石化H	0386(000028)	7.89	7.10	9.00
建設銀行	0939(001939)	5.26	4.69	8.16
中國人壽	2628(001628)	19.26	17.13	7.93
青島啤酒	0168(000600)	41.60	35.58	4.26
中國太保	2601(001601)	21.50	18.13	2.89
中信證券	6030(000030)	12.74	10.74	2.82
江蘇寧滬高速	0177(000377)	6.75	5.63	1.82
農業銀行	1288(001288)	3.12	2.54	-0.58
招商銀行	3968(000036)	13.88	11.21	-1.39
中國華星	1088(001088)	32.65	25.39	-5.30
中興通訊	0763(000063)	22.70	17.37	-7.01
中國平安	2318(001318)	51.15	35.26	-18.79
安徽海螺	0914(000585)	23.90	16.30	-20.06
廣州藥業股份	0874(000332)	6.07	*	-
中國南方航空	1055(000029)	3.98	*	-

■ 股市縱橫

# 中製藥盈利大跌候低吸

內地股市昨大挫逾3%報收，加上包括匯豐(0005)在內的15間國際大銀行被標普一口氣調低評級，而港府公佈就規管一手樓銷售進行諮詢，也都成為淡友反攻的藉口。另一方面，建行(0939)雖被標普上調評級，但市傳一直充當「大好友」的策略股東淡馬錫配售其4億股股份，也對股價構成負面影響。

港股顯著反彈兩日後，昨又再掉頭回落，面對市場依然存在太多變數，預計短期大市會暫時在17,600點至18,400點約800點之間上落，這個區間到底最終是上破頂部阻力，抑或是跌穿底部支持，都會對後市有一定的啟示作用。在上落市格局未有太大變化前，投資者不妨將焦點繼續放在個股上。

中國製藥(1093)於下午市跌穿2元支持，中段連10月2日低位支持的1.94元也告棄守，低見1.82元，收市報1.86元，仍跌0.2元或9.71%，成交增至1,134萬元。本來該股跌穿近月來的低位支持，論表現的確不敢恭維，但基於其股價過去一段時間已累積了頗大的跌幅，相信基本上已反映業績未如理想的利淡因素，因此仍不妨考慮部署作中線收集。中國製藥剛於昨日中午公佈今年首9個月成績表，雖然其間收入達59.29億元，按年微升2.6%；惟錄得純利卻倒退51.9%至2.86億元，每股盈利18.69仙。同時，管理層又發出盈警，預計第4季業績表現可能進一步倒退，2011年度利潤將大幅低於去年。

受到主營產品維生素C行業產能嚴重過剩影響，而經營生產成本壓力短期也不易有太大舒緩，加上國家發改委自今日開始對中國藥品價格進行一輪嚴苛調查，難免都將影響到中國製藥的股價表現。不過話又講番轉頭，中國製藥過去一段時間已然大跌，即使稍後公佈的全年業績大倒退已難避免，但該股現價2011年預測市盈率也不過升約5倍水平，論估值在同業中仍處於偏低水平。此外，該股每股資產淨值為3.74元，現價PB僅為0.49倍，也有被明顯低估之嫌。

### 估值在同業中處偏低水平

另一方面，若集團稍後公佈的全年業



績，一如09年度及10年度股，均派末期息24仙，現股息率將高達12.9厘，即使減半派息12仙，息率也逾6厘。值得一提的是，中國製藥母公司為聯想集團，自從09年5月易手後，市場已多次傳出將獲控股股東注入資產，這方面因素將可望成為該股後市造好的催化劑。該股年低位為1.67元，趁股價已退近年內低水平附近部署作中線收集，反彈目標為10月下旬以來的2.33元阻力。

# 人行放水 有利環球股市

內地股市昨日急瀉搶先對今日公布的製造業指數(PMI)預期大跌，上證綜指瀉78點收報2,333，股市瀰漫一片拋售風。早前匯豐中國已發表內地10月PMI(預覽)指數大跌至48點，預示經濟急放緩，故內地股市昨突然破位大跌，對今日公布的數據大跌已無懸念。另一方面，市場也預期稍後公布的11月份CPI有可能跌至5%(10月為5.5%，9月為6.1%)。股市大瀉，動搖市場信心，未知是否要「出招」穩定市場及果斷應對經濟急放緩的環境，人行在昨日傍晚突然宣布降低存款準備金率0.5個百分點，即降至21%，代表人行開閘放水，應對經濟下行風險不斷擴大。

今次人行削減存款準備金率比市場預期為早，對低迷的投資市場肯定是正面信息，代表人行認同通脹

見頂回落，而經濟下行風險提升，須果斷作出行動。故此，今日公布的PMI數據急跌已在昨日的跌市作出反應，人行「出招」救市後，今日可望顯著反彈，炒明年持續放寬銀根政策。

銀行系統可釋出3400億

存款準備金率降50個基點，代表內銀六大銀行可釋出3,000億元人民幣，整體銀行系統可達3,400億元人民幣，對流動性緊絀的經濟環節肯定有利好影響，內銀、資源、材料、內房股直接受惠。

講開又講，中國作為世界第二大經濟體，今次放鬆銀根行動對世界經濟、資源商品行情有正面刺激，相信歐美股市及大宗商品價格會作出反彈。

溫總上月已預布作出微調經濟，

今月又是中央經濟工作會議，在制定明年經濟、貨幣政策前夕，人行改為調低存款準備金率，代表過去一年多抽緊銀根嚴控通脹的階段已完結，並開始作適度放鬆銀根，由通脹重點轉為經濟。

回說股市，建行(0939)在大手配售上板後，股價曾受消息影響跌至5.13元低位，但明顯地有大盤資金趁低收集，尾市回升上5.26元報收，雖仍跌4仙或0.7%，全日成交達101億元，貨入強者手後，反而吸引更多大型的買盤吸納。在存款準備金率下調的利好消息配合下，建行不難作出拋售後的急反彈，原因是預測PE只約6.6倍，中線極具吸引。至於農行(1288)、工行(1398)和中行(3988)，有力回升可期。昨日提及的中銀香港(2388)，跌市中承接力佳，力守17元關，同樣具反彈動力。

■ 紅籌國企/高輪

## 中海石化反彈有餘未盡

內地股市昨再現較大的拋售壓力，滬綜指收市大瀉逾3%，加上本地股市也掉頭回落，都利淡投資氣氛。A+H股方面，晨鳴紙業H股(1812)逆市升5.71%，惟A股(000488.SZ)卻跌達4%；至於安徽皖通H股(0995)漲4.59%，而A股(600012.SS)仍跌3.15%。從A+H股表現反映，本地H股的表現明顯較A股為佳。

在一眾重磅中資股之中，中海油(0883)逆市下的抗跌力也見不俗，曾高見14.28元，收市報14.20元，跌0.57%。中海油日前公布，就斥21億美元收購的加拿大油砂生產商OPTI的交易已完成，OPTI向多倫多創業交易所提交除牌申請，預期今日(周四)起正式除牌。集團「大製作」陸續有來，而股價逆市下的抗跌力也屬不俗，因此其後市反彈的潛力也不妨看高一線。

中海石油化學(3983)在昨日弱市下的抗跌力亦頗為不俗，該股收市報6.07元，升0.12元，升幅為2.02%，成交稍增至464.7萬股。經過昨日回升，此股已收復10天線(6元)和50天線(5.916元)，並已逼近20天線(6.13元)。根據港交所資料顯示，包括惠理基金及摩通大通曾於10月在市場減持中海石油化學，但11月2日已復見外資機構投資者Blackrock, Inc在市場增持210萬股，購入均價為6.104元，也令其持股權「浮出水面」至5.01%。

■ 滬深股評

## 永清獲石門項目增收益

永清環保(300187.SZ)公告，2011年11月28日公司與湖南華電石門發電公司簽署了《湖南華電石門發電有限公司2×300MW機組煙氣脫硝特許經營項目合作意向協議書》，協議約定公司負責2×300MW機組投資、設計、建設、運營、維護、管理脫硝實施，同時享有脫硝電價及脫硝副產物所帶來的收益。

### 明後年可持續獲脫硝訂單

目前公司持有大唐株洲攸縣電廠、國電寶慶電廠、以及華電石門電廠合計三個脫硝項目。我們認為，2012年上半年，脫硝電價出台是大概率事件。在國家強制要求火電廠在「十二五」期間完成脫硝的背景上，預計公司在明後年將持續獲得脫硝訂單。

石門電廠脫硝項目盈利分析：公司具備的脫硝技術是後端煙氣脫硝技術。若公司對石門電廠脫硝項目採用SCR技術，按照100元-150元/千瓦的造價計算，預計該項目金額在6,000萬-9,000萬元人民幣，下同)，預計該項目建設期的毛利率在20%左右。市場預計脫硝電價在0.008元-0.012元/千瓦時，按照脫硝電價0.008元/千瓦時計算，運營期間僅考慮脫硝電價收益，預計該項目運營期間的毛利率在12.5%左右，項目回收期7-8年。在脫硝電價為0.008元/千瓦時的保守估算下，脫硝項目

可維持一定的盈利水平，從項目的經濟效益角度考慮，火電廠有動力去完成脫硝任務。

### 「十二五」重點控制SO2排放

維持「增持-A」評級。根據公司訂單情況，暫時維持公司2011年到2013年的盈利預測，預計每股收益分別為0.77元、1.38元、2.02元，對應PE分別為69倍、39倍、26倍。控制鋼鐵燒結機SO2排放，是「十二五」期間控制SO2排放的重點。公司已經陸續在其他省份獲得燒結機脫硫訂單。「十二五」期間，火電脫硝市場空間巨大，預計公司脫硝訂單會持續快速增長。我們看好公司長期發展，認為可給予公司一定的估值溢價。因此維持公司「增持-A」評級。



■ 新股透視

群益證券

# 中國休閒食品具品牌優勢

中國休閒食品(1262)為中國內地果凍產品市場的領先供應商。按零售銷售值計算，公司為內地第二大果凍產品生產商，市場份額為10.3%。以其核心品牌「蠟筆小新」以及其他副品牌營銷旗下產品。公司亦銷售及出售甜食產品，主要包括棒棒糖、奶糖、軟糖及巧克力。其他產品包括速溶奶茶。截止2010年12月31日止，公司來自果凍產品、甜食產品及其他產品的銷售額分別佔銷售額的83.3%、11.4%及5.3%。公司銷售網絡龐大，遍佈全國31個省、市及自治區逾190個獨立經銷商。我們建議投資者小注認購該股。

公司優勢：(1) 於中國休閒食品5行業有廣泛的品牌認知度。按零售銷售值計算，公司為2010年中國第二大果凍產品生產商，市場份額為10.3%。公司以核心品牌「蠟筆小新」以及「陽光城市」及「幽沫」等其他副品牌在多個產品分部出售旗下產品；(2) 龐大的內地分銷網絡，與經銷商及重點客戶關係穩固。於2011年10月31日，與遍佈全中國31個省、市及自治區的逾190名獨立經銷商合作；(3) 致力維持嚴格的质量標準及控制。控制程序一般包括驗收運抵的原材料、維護生產設備及生產基地環境、監察生產流程以偵測任何有害污染、對所有最終產品進行抽樣檢查及維護存貨倉儲區，以免產品變壞；(4) 強大的產品開發能力，以及往績卓著的产品創新。

### 第二大果凍生產商

果凍市場由五大果凍生產商主導，按零售銷售總值計算，五大生產商於2010年的合併市場份額為48.0%。其中廣東喜之郎佔比為19.7%，中國休閒食品及中國旺旺則分別列第二及第三，市場份額分別達10.3%及7%。

據Euromonitor研究，甜食產品市場可大致分為三類產品：糖果、口香糖及巧克力。甜食產品的零售銷售總值由2008年的人民幣57,817百萬元增加至2010年的人民幣64,319百萬元，年複合增長率為5.5%，預期於2013年將達到人民幣79,678百萬元，令2010年至2013年的年複合增長率達到7.4%。

獲利能力及財務數字：以過去3年的往績紀錄計算，集團的收入由2008年財政年度的人民幣7.21億元上升至2010年財政年度的人民幣9.32億元，複合年增長率為14%，增長來源主要來自於果凍產品。截至2011年首5個月，收入達人民幣6.07億元，同比增長46.57%，其中果凍產品的銷售額貢獻率高達82.9%，甜食產品及其他產品佔比分別為10.2%和6.9%。

公司生產原材料成本主要包括包裝材料、果凍粉、糖、水、罐頭水及香精，2008年至2010共佔公司銷售成本的89.6%、81.6%及84.4%。2008年至2010年，公司毛利由人民幣2.82億元增至人民幣3.41億元，毛利率分別為39.2%、37.4%及36.7%，2011年首5個月為40.71%。淨利潤率由9.51%上升至15.86%。

### 招股市盈率低於12倍

估值：公司預計2011年財政年度盈利的預估為不少於人民幣205百萬元（相等於251.2百萬港元），為此2008年至2011年淨利潤複合增長率為44%。每股盈利人民幣0.182元（相等於0.223港元）。公司此次招股價格為2.65元，相對應市盈率為11.88倍。於公司業務相近的康師傅控股(0322)、旺旺中國(0151)及統一企業(0220)現有市盈率均位於30倍以上，相比之下公司此次招股價格偏低。但是考慮到公司產品與行業競爭者識別度不高，存在較大的替代風險。且產品品類較為單一，主要營收來源於果凍產品，一旦消費者觀感及喜好的改變將對公司營收帶來較大的衝擊。