

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

大市進入反覆震動階段

12月15日。港股繼續受到外圍市況的拖累，走了一波六連跌的行情。美國聯儲局在議息會議後，未有暗示將會推出新一輪量化貨幣寬鬆政策的言論，市場感到失望之餘，避險的意識亦有出現明顯提升。環球資金流入相對安全的美國債券市場避險，把美元指數推高至80以上的接近一年高位，令到以美元計價的商品期貨出現急挫。在周三晚上，紐約期金跌了4%失守了1,600美元關口，紐約期油亦急跌了5%至95美元每桶的水平，其他商品期貨如期銅、小麥和玉米等等，都出現了顯著跌幅。

恒生指數出現震動尋底的走勢，在盤中曾一度跌穿18,000點整數關下探至全日最低位17,895點，日內最大跌幅曾錄得有459點。到了午盤，內地A股進一步擴大跌幅並且以接近全日最低位來收盤，但是港股大盤拒絕再跌，反過來出現收窄跌幅的修復動作。恒生指數收盤報18,027點，下跌328點，主板成交量增加至586億多元。

內房股現抗跌力

目前，港股連跌了六個交易日，已把兩周前出現的巨型跳升缺口18,192至18,868點完全填補，並且跌穿了最近一輪政策推出來之前的低位17,613點。我們估計除非有急切性危機浮現，否則港股的短期走勢，將會從單邊下跌的走法，逐步轉為反覆震動的震盪模式。事實上，市場氣氛已出現悲觀情緒，在買盤入市意慾低迷的狀態下，賣盤在操作上亦將會面對流動性的困難。尤其是在港股已打到了相對低位的時候，賣盤有暫時收斂的機會，形勢上就可以給到市場帶來技術性反彈修正的空間。

兩隻首日掛牌的新股新華人壽(1336)和周大福(1929)，都出現了破發的走勢，分別較招股價跌了9.8%和9.2%。然而，內房股卻出現抗跌力，中國海外(0688)和華潤置地(1109)，都分別逆市上升了超過1%。

證券分析

凱基證券

廣深鐵路收入穩定

廣深鐵路(0525)主要經營提供鐵路客運和貨運業務。集團亦經營若干其他業務，主要包括車站內服務；以及在列車上和車站內銷售食品、飲料和貨品等。

2011年上半年，公司總營業額69.34億元人民幣，比去年同期增長9.9%；客運是公最要的主要的運輸業務，包括廣深城際列車、長途車和過港(香港)直通車運輸業務，佔集團總營業額56.3%，貨運佔9.2%、路網清算及其他佔34.5%。上半年業績略高於預期：2011年上半年實現收入69.34億元人民幣，同比增長9.9%；實現淨利潤9.15億元，同比增長32.3%，每股收益0.13元。廣深鐵路業績增長主要源於運價的提升和成本的控制。

鐵路業務帶來穩定收入，預期市盈率9倍，股息率逾4厘，防守性甚強。財務預估與大行看法：預估2011年淨利17.5億元人民幣，11年每股盈利(EPS)為0.244元人民幣，12年EPS為0.255元人民幣。

AH股差價表

12月15日收市價 \*停牌 人民幣兌換率0.81887

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

中旅消息利好 中線可吸

受外圍市況欠佳拖累，港股好友昨日再度全程推打，恒指雖險守於18,000點大關之上報收，但弱市本色未改，投資者過食其艱難也。在昨日跌市之中，適逢為周大福珠寶(1929)和新華人壽保險(1336)兩隻重量級新股首日登場的大日子，儘管兩隻股份均以招股價或接近下限定價，但都難逃「潛水」命運，兩隻實力新股表現如此失色，看來稍後登場的新股也不易有運行。

香港中旅(0308)早於11月初已因應市況持波動而叫停今年7月公布的酒店業務上

市以及收購青島海泉灣項目的計劃。值得一提的是，當時恒指尚企於19,000點樓上，董事局已認為市況並非進行分拆及收購的最佳時機，現時看來，有關決定可謂十分明智。事實上，中旅宣布暫停分拆及注資行動，恒指由高位的20,100點水平，一度急挫至17,600水平，但觀乎該股卻依然十分硬淨，主要在1.1元至1.24元的窄幅空間上落，而港股昨現逾300點的跌市，該股仍見逆市走強，收報1.2元，升0.02元，現價亦已逼近橫行區頂部的1.24元。

分拆及注資概念具吸引

中旅較早前公布截至今年6月底止中期業績表，半年賺3.49億元，按年大增4.3倍，主要因為去年業績包含折舊及減值因素；至於毛利率更上升12.6個百分點，至51.7%。雖然期間已沒有上海世博的因素，致令旅行社及相關業務盈利微跌8%至9,300萬元，不過核心業務的酒店業務保理想的增長勢頭，核心盈利因而大增53%至1.08億元。受惠本港及內地的旅遊業保持暢旺，預計中旅全年的核

心業務可望有理想表現，業績可持續改善。

截至今年6月底止，集團持現金26.65億元，只有銀行貸款2.45億元，呈淨現金24.2億元，反映其財政狀況十分健全，有利未來業務拓展。講開又講，根據港交所資料顯示，中旅近期頻頻在市場回購公司股份，反映股份跌至現水平已引起管理層的注意。就估值而言，此股現價資產淨值為2.09元，PB僅0.57倍，也可見其估值已被低估。基於集團尚有注資及分拆消息跟尾，而股價亦已固守了一段時間，料後市反彈的潛力不俗，現水平部署作中線收集，上望目標為2元關。

牆紙股東執身彩

數石馬 收發站 西班牙拍賣5年期國債收益率創14年高位再度引發歐債危機憂慮，歐元再散，美股隔晚再急跌131點退守11,823水平，帶動周四亞太區股市主要市場急跌約2%，內地股市跌穿2,200關急跌2.14%，對周邊股市也帶來衝擊，韓、台股市跌逾2%，港股更一度跌穿18,000關，而日股亦跌1.66%。港股低開231點後曾大跌459點，低見17,895，兩大新股周大福(1929)及新華人壽(1336)破底，尾市則得力補倉盤入市而險守萬八關，收報18,027，全日跌327點或1.78%，成交則增至586億元。大市已連跌6天逾1,200點，萬八關之下已現承接力。 司馬敬

金融及資源股成為跌市主角，紐約原油價晚急跌逾5美元，至94.95美元，是觸及油股及資源股急跌的原因。中海油(0883)昨急跌0.66元或4.5%，收報13.82元，成交12.25億元，全日在13.7/14元爭持，反映也有大盤樂於收集。油價上落除了受經濟因素外，受金融市場波動的資金流向所左右，原油有穩定需求，當金融市場回穩，金融及資源股是率先強力反彈板塊，故中海油、中石油(0857)及中石化(0386)、內銀四行，均是逢低收集對象。

遇上大市下破萬八關，兩大新股掛牌也破底急跌，其中周大福跌8%收13.8元，成交24.64億元；新華人壽跌9.8%收25.7元，成交16.85元；主要是孖展客特別是「頭槌飛」斬倉使然，倘跌逾1成，反而有短線博反彈價值。

牆紙股東執身彩，可說是停牌7年零八個月的大凌集團(0211)小股東的最佳寫照，該公司在過去數年恢復盈利派息、送紅股，除淨價為1仙，昨日復牌高開0.1元，即大升9倍，其後在套現壓力下回落至5.8仙，收報6.7仙，仍較除淨價大升5.7倍，全日成交3,990萬元，涉及5.8億股成交量，升幅與成交量均居首位。

大凌是在04年4月21日因申請供股遭聯交所否決

而一直被停牌，停牌時股價為2.5仙。據一名小股東介紹，他總共持有1,250萬股，平均每股成本價為0.35元，總成本437.5萬元，多年來選擇以股代息及送紅股，總共持有1,859.7萬股，以昨日收市價6.7仙計，總市值124.6萬元，由多年成為牆紙轉為有價值124萬元，的確係執身彩，算係今年聖誕最佳禮物。至於當年在低於0.1元或4、5仙入貨，經歷7年多「黑暗期」，總算有回報。根據聯交所資料，大凌在今年11月底止資產淨值2.7億元，以發行股數32.89億股計，相當於每股淨值8.2仙。

小股東抗爭7年零八個月

講開又講，大凌停市7年零八個月，原因複雜，坊間傳聞的故事，是大凌停牌後，內部有爭鬥，有人覬覦大凌資產，監管部門接投訴查管治，藉此長期審理不復牌要求，另一邊廂是小股東爭取討回「血汗錢」而成立小股東權益關注小組，多年來搞遊行及向公司管理層、聯交所、證監爭取復牌訴求，甚至狀告上市科大員，對小股東來講，抗爭7年多，堪稱係抗戰股東，最終成功爭取復牌而有套現機會。至於大凌大股東張志誠已退隱多年，交棒其子張浩宏(執董兼CEO)，公司業務持續擴展。

紅籌國企/高輪

張怡

東風逆市反彈炒上落

雖然匯豐公佈PMI預覽的12月初值數據為49，高於上月終值47.7，顯示中國製造業活動有所好轉，但依然未能為內地股市帶來支持，滬綜指更失守2,200點大關，收市續跌2.14%。至於這邊廂的港股亦在外圍股市表現欠佳的拖累下持續走低，都不利投資氣氛，而觀乎有表現的中資股也告明顯減少。A+H股方面，兩地電力股的表現依然跑贏大市，當中A股的華能國電(600011.SS)和華電國際(600027.SS)均逆市分別漲4.79%和5.44%，反觀H股的華能(0902)和華電(1071)則分別跌1%和0.67%，可見A股市場對電力股仍然情有獨鍾。

東風集團(0489)昨先跌後回升，早市在低見11.5元水平重獲支持，並展開反彈行情，中午收市前一度搶高至12.27元，最後以11.86元平收，成交量增至2,736萬股。此股自11月中旬以來，主要在11元至13元的區間內上落，在不少實力中資股紛紛破位走低下，其承接力已屬不俗，故預計短期會續在橫行區內作整固的機會仍大，投資者不妨考慮作為炒上落市的選擇。

集團最近宣佈營運數據，11月份汽車銷售按年增加9.11%至約19.27萬輛，按月回升6.05%，扭轉10月份銷量按月下跌之勢；而今年首11個月累計銷售按年增加11.02%至約196.83萬輛。面對汽車行業近期銷售情況有放緩跡象，東風集團銷售表現仍較不少同業為佳，顯示其競爭優勢已在淡

市中發揮作用。此股今年預測市盈率稍低於8倍，在同業中並不算貴，也是其較吸引力之處。趁股價逆市下的抗跌力漸現跟進，料短期有力再試13元阻力，惟失守11元支持則止蝕。

港股承接弱 沽輪15213可取

恒指昨雖險守於18,000點大關之上報收，但市場承接力欠佳下，預計大市反覆尋底之勢仍將延續，若繼續看淡後市表現，可留意恒指瑞信沽輪(15213)。15213昨收0.154元，升0.011元，升幅為7.69%，成交26.52億股。此沽輪於明年3月29日到期，換股價為18,300，現時溢價6.17%，引伸波幅31.1%。

15213為同類沽輪中交投最暢旺的一隻，現時數據又屬合理，故續為淡市下可取的捧場選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股跌勢未止，中資股暫也難獨善其身。

東風集團：

最近公佈的銷售情況有所好轉，現時估值不算貴，料後市回升的空間仍在。

目標價：13元 止蝕位：11元

申銀萬國

滬深股評

高德紅外防禦系統毛利高

高德紅外(002414.SZ)公告某型號產品通過空軍裝備部的定型鑒定評審，在2012年轉入批量生產。新品定型現現預期，印證了「11年看新品定型，12年看收入確認」的觀點。

明年為國防產品定型年

2011年作為十二五的開局年，是國防科工委與軍方的產品定型年，重點產品的定型將使公司未來數年的訂單得到保障。預計此次新產品為應用於空軍的紅外綜合防禦系統，毛利率將高於現有產品。按單套價格500萬，毛利率70%，明年在試點單位推廣20套保守測算，可貢獻收入1億元(人民幣，下同)，貢獻毛利7,000萬。

由於此類產品的交貨周期在6-12月，因此預計該產品的業績貢獻主要體現在明年下半年。

海外部分訂單有望在2012年一季度確認，或成市場預期轉折點。2011年海外訂單的延遲確認導致了公司今年的業績低於預期，目前股價也反映了公司近兩年業績的停滯。但隨着對應國家新的一年國防經費的到位，部分訂單有望在12年一季度得到確認。由於公司今年一季度業績基數較低，海外訂單確認導致單季度同比的大幅增長有望成為市場對公司成長性的預期改變的轉折點。

國防行業與經濟周期的相關性較小，在我國強軍戰略(航母+「走出去」)的背景之下，國防信

息化行業穿越經濟下滑周期是大概率事件。弱勢大盤下國防信息化板塊整體估值的下移一定程度抵消了對該行業「信息不透明」下不確定性的擔憂。美國經濟的轉型期間(73-82年)，國防行業的累計收益在所有行業中排名第一對我國國防信息化行業發展具有一定期借的借鑒意義。

預計2011-2013年公司實現收入3.1億元/5.9億元/8.9億元，實現每股盈利(EPS)0.40元/0.74元/1.04元。2012年業績的最大增量主要來自於紅外防禦系統、軍車車載、重點產品重新定型。我們看好今年新品定型後公司在2012年的業績釋放及在紅外領域的長期成長空間，且由於現有股價已反映盈利下降預期，維持「買入」評級。



港股透視

交銀國際

金鷹商貿值得享高溢價

金鷹商貿(3308)一直以來門店擴張速度和盈利增長的往績紀錄良好。快速的門店擴張和超出同業的店銷售(SSS)增長率為金鷹的增長打下了堅實的基礎，有鑒及此，其盈利增長有望超過行業平均水準(2012年-2013年預測的每股盈利複合年增長率為23%，高於行業平均的18%)。

65%門店為自有財產

此外，金鷹營運的地區亦錄得高於平均的零售銷售增長，亦為公司帶來優勢。鑒於金鷹在江蘇市場上日益提升的領導地位(預計2011年預測有78%的總銷售所得款項(GSP)來自江蘇各門店)，加上專注於現有經營區域擴張以減低執行風險，其長期增長前景看好。金鷹的資產中有65%的門店物業是自有財產(按建築面積(GFA)計算)(相對於同業的48%)，也是一項利好。重申公司「買入」評級，並將目標價從16.3港元上調至20.8港元，以體現較高的行業估值基準。

金鷹2012年-2013年預測每股盈利複合年增長率為23%，高於行業平均水準。集團2012年-2013年預測的總銷售所得款項增長率均能達到28%，而同店銷售增長率亦為17%，新增門店數分別為7家和6家，由此，每股盈利增長率也能在兩年內分別達到22%和24%。不過，由於年青門店比例增加，將略拖低佣金率，加上快速的門店擴張會帶來較高的營運成本比率(2011年-2013年預測的總門店建築面積複合年增長率為46%)，到2012年預測/2013年預測，營運利潤率會從2011年預測的45.8%略降至44.2%和43%。

商品組合處於改善中

雖然金鷹2011年第四季至今的同店銷售增長較第3季的26%稍稍放緩，不過表現仍然出眾。商品組合亦處於改善中。預計11月的同店銷售增長約為18%(10月增長為19%)。集團2011年預計的同店銷售增長率將達到25%(2011年上半年為29%)，並把2012年預測/2013年預測的同店銷售增長率由原來的19%/18%調整至17%/17%，繼續優於行業平均水準(2012年預測/2013年預測：13%/14%)，主要基於年輕的門店組合(2011年預測的加權平均為3.4年)，以及公司通過優化南京新街口店及揚州店等成熟門店成功啟動銷售增長。

黃金珠寶及鐘錶等利潤率較低的產品銷量增長強勁(62% VS. 37%)的總銷售所得款項增長，導致上半年的佣金率下滑。而下半年至今，利潤率較低產品的總銷售所得款項增長有所放緩(第3季增長為：37% VS. 31%)的總銷售所得款項增長，商品組合改善將令下半年的佣金率下降速度放緩。由於我們認為利潤率較低的產品銷量增長將於2011年預計見頂，2012年預測的佣金率跌幅將繼續收窄。因此，上調公司2011-2013年預計的佣金率預期0.1-0.2個百分點。調整以上假設數字後，2011年-2013年預測的每股盈利預期大致不變。

基於公司2012年預測22.5倍的市盈率計算，以及公司相對主要同業25%的溢價，我們把公司的目標價定為20.8港元。我們認為金鷹值得較高的溢價，主要由於公司具有好的執行能力、較佳的增長能力(預計2012年-2013年預測的每股收益複合年增長率為23%，而行業平均水準為18%)，以及較高的股本回報率(ROE)(預計2012年預測的ROE為28%，而行業平均水準為19%)。主要投資風險。新店的業績及同店銷售增長低於預期。