

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

市場重燃對歐債問題憂慮

1月6日。港股在19,000點關口遇阻後，繼續向下回壓的動作，尤其是市場重燃對歐債問題的憂慮，消息加劇了港股在彈高後的下跌調整壓力。在過去的三周，全球主要股市都走出了一波小幅反彈的行情，美國經濟數據表現勝預期，刺激美股道瓊斯工業平均指數創出5個月新高，歐洲股市和港股亦出現跟升，但是僅能挑戰到去年12月的高點水平，彈性明顯較弱。目前，由於歐元的跌勢再度加劇，跌穿了前期低點1.2858美元創出新低，令到市場焦點轉回到歐債問題方面，對於仍然處於弱勢盤面的港股來說，盤面的壓力將會是難以消除的。恒生指數在周五出現平開低走，在開盤初段快速的打低到了18,500點關口後，展開了打橫的日內行情。石油化工股依然是護盤的主力，但是獨力難支，內地保險股和水泥建材股的加劇擴大跌勢，反過來對大市構成更大的拖累作用。恒生指數收盤報18,593點，下跌220點，主板成交量有437億多。技術上，我們估計大市的反彈已在18,971點基本到位，目前仍處於回壓的行情當中，較強力的圖表支撐在17,800至18,000點區間。在資金流量未能再度回升之前，短期市況仍將以反覆震動為發展主流。

石油化工股再漲空間受限

盤面上，石油化工股持續強勢，出現逆市走高的行情。經國務院批准後，財政部宣布對石油特別收益金的起徵點，從40美元上提到55美元。在石油企業少交了稅額的背景之下，石油化工股進一步擴展近期的漲勢。以最近一波升浪來算，中石化(0386) 累漲了15%，中石油(0857) 累漲了22%，中海油(0883) 亦累漲了15%。在短期累漲幅度已多的前提下，加上大盤處於回壓的行情當中，估計石油化工股短期再漲的空間會受到限制。

另一方面，內地A股仍然處於尋底局面，上證綜合指數在周五創出新低點2,132點後出現小幅反彈，但是對於內地保險股未能帶來支撐作用。內地保險股全線下挫，中國人壽(2628) 跌了2.69%，中國財險(2328) 跌了2.17%，中國太保(2601) 和中國平安(2318)，跌幅更是超過了4%。至於水泥建材股方面，弱勢仍在加劇，安徽海螺(0914) 和中國建材(3323) 在創出兩個月新高低後，股價在周五進一步走低，分別再跌4.96%和5.8%。

證券分析 國浩資本

利好支持 中海油彈力強

本行認為近期伊朗與西方國家的地緣政治緊張局勢加劇直接推高了油價。其間，美國經濟復甦亦增加了原油的實際需求。中線而言，各國政府均會向系統內注入流動性以解決目前惡化的經濟形勢，原油價格的上行概率較大。

2011年12月中海油(0883) 的股價表現落後大市7%。本行認為疲弱的股價表現已經反映了全部的負面資訊，例如蓬萊油田的漏油、資源稅的增加、阿根廷項目股權收購的終止及近期珠海海終端海底管線的洩漏等等。財政部周四公佈將原油暴利稅的起徵點上調至55美元，有效期追溯至2011年11月，這將增加中海油利潤9%。如果把資源稅的增加和暴利稅的變化都考慮進去，中海油在三大油公司中受惠最多，加上油價走勢強勁，以及公司進行股份回購(公司自11月29日至12月30日期間共回購2,290萬股，涉資3.15億元，每股成本為13.76元，本行上調目標價至17.2元，相當於2012年9倍的市盈率，與公司長期平均市盈率11.8倍相比折讓逾20%。

AH股差價表 1月6日收市價 *停牌 人民幣兌換率0.81252 (16:30)

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折讓(%)

證券推介

利邦擁優良品牌利拓展

利邦(0891)在大中華區及東南亞管理6個男裝品牌，為領先的奢華及高端男裝零售商。於2006至2009財年收入年均複合增長率達30%，毛利率保持在71%至75%，更於2011上半年升至80.8%，毛利率遠超同業。業績不斷實現理想增長歸功於在內地二至四線城市的優越地段穩健擴充其零售網絡、多品牌戰略及其垂直整合平台下的營運槓桿的不斷提升。

中國有望在2015年成為世界上最大的奢侈品消費國，佔全球奢侈品市場超過20%。得益於男裝的消費升級、快速增長的高端至奢侈品市場以及擁有巨大發展潛力的二至四線城市，相信利邦將成為最大受益者之一。

二至四線城市零售網增速快

利邦將繼續加快在內地二至四線城市的網絡拓展，該等地區未來的增速將遠超一線城市。預計公司2011財年將新開設50個新店，年底總數達到501個。因上半年的拓展速度較為緩和，我們預計將有更多的門店在下半年新

設。而在中國大陸的拓展速度最快，我們預計到2013財年大陸地區的門店可達到450個。

於2011年3月完成Cerruti的收購後，預計2011財年將帶來1.05億港元的授權收入，該品牌將於2011財年盈虧平衡，我們預測其2011-2012財年的經營利潤為1,000萬及1,300萬港元。我們預計今後仍有收購機會，專注於中國低線城市且已有盈利的國際高端知名男裝品牌將有可能成為潛在的收購目標。



利邦擁有優良的品牌價值、戰略清晰、管理能力卓越，而且是目前內地市場上唯一上市之真正經營奢侈品男裝企業，其估值較其他男裝同業應享有適度溢價。目標價7.38港元，相當於2011-2012財年預測市盈率26.6倍及20倍，2年市盈增長率0.8倍。「強烈買入」。

海爾逆市升有玄機

數石車收發站 美股隔晚跌逾百點後收窄至微跌2點報收，但歐元跌穿1.28水平，以及IMF延期發放希臘第七筆貸款的不利消息，周五亞太區除滬深、新加坡及印度股市外，其餘市場均告下跌，並以港股及韓股跌逾1%較大，不過滬綜指尋底後倒升0.7%為區內表現最佳市場。港股低開28點即向18,500的短線支持下滑，最多跌逾300點低見18,507，而內地股市午後倒升拉動港股反彈，三大石油股逆市急升成亮點，個別家電股亦受追捧，恒指尾市收報18,593，全日跌220點，成交額增至437億元。大市調整而力守10天、20天線，18,500的承托力不俗。 司馬敬

即日期指在港股收市反而轉炒高水57點收報18,650點，反映淡友對周末長假期前的歐債消息不致太悲觀，轉而補倉過市。

法國拍賣79億歐元國債順利完成，其中40.2億歐元的10年期國債收益率3.28厘，高於上次的3.18厘。法國債息上升引發歐元急跌，也曾令美股跌逾百點，但其後美國企業新增職位好於預期，帶動美股反彈並幾乎收復失地，說明美市場對經濟數據的好淡消息仍佔主導地位。過去兩天美股急升並重越12,400水平，日前公佈的去年12月PMI上升53.9勝預期，是支持股市向好的主要因素，當然也包括了第二大經濟體中國的PMI重越50點水平，凸顯經濟持續擴張的正面信息。

希臘第七筆救助貸款延期發放，希臘總理表明會致力通過削減開支以取得貸款的言論，在金融市場仍視為有信心落實，故金融市場的波動尚屬溫和，歐元曾回落至1.2759，但其後已回升上1.28水平爭持。事實上，周四法國拍賣國債以略高的債息順利售出近80億歐元債券，紓緩了歐債危機延至法國可能被降級的即時影響，而意、西拍賣國債，市場亦預期債息暫時不會重蹈目前的警戒水平。

回視港股，三大石油股逆市挺升，主要是受到財政部已批准將石油特別收益的起徵點，提高至每桶55美元，並追溯自去年11月起實施。換言之，三大石油股

繳付的「暴利稅」會因而減少，有利盈利提升。中海油(0883) 升3%最悅目，中石油(0857) 升2.3%，中石化(0386) 則升1.8%。不過，中海油、中石油即市表現仍屬高開低收，反映短線回吐壓力沉重。

人行暫停發央票有期待

內地家電下鄉及替換新措施在完結後有何安排，成為一眾家電企業及投資者的關注點，昨日家電股表現互有升跌，並以海爾(1169) 逆市升2%收報7.55元最省鏡，成交5,220萬元。圍繞家電政策的最新動向，商務部部長陳德銘在全國商務工作會議的談話中表示，「會總結家電下鄉和以舊換新的措施，及時研究制定替代接續政策，扶持節能環保產品的消費，以構建資源節約的環保消費模式。」談話中的制定替代接續政策，實際上是向社會發出仍會有舊換新的政策出台，只是不知甚麼類型的家電產品會持續受惠。從海爾股價逆市上升2%來看，莫非海爾旗下的白色家電產品會受惠替換新政策？另一家電概念股創維(0751) 昨自3.17元高位回落至3.09元，微跌1仙，與海爾走勢背馳，是否代表電視機的替換新政策已告一段落？

人行再次公佈停發央票，效果是維持市場的流動性，在春節即將來臨之際，有助紓緩市場因資金需求增加而令銀根抽緊。至於是否直接透過下調存備金率增加流動性，仍然是市場所期待。

紅籌國企/高輪

基金持重貨 濞柴可低吸

內地股市昨日出現先低後高的走勢，滬綜指倒升0.7%完場，但港股持續受壓，則利淡本地市場氛圍，中資股亦難以個別發展為主，當中重慶石油石化股再成市場焦點。A+H股方面，兩地不少股份出現背馳走勢，就以新華保險為例，其A股(601336.SS) 升3.84%，反觀H股(1336) 卻跌3.81%。

市場投資氣氛轉弱，連帶不少基金愛股沽壓也告大增，就以日前獲基金增持的濞柴動力(2338) 而言，亦跟隨大市走低，收市報36.1元，跌1.4元，跌幅為3.73%。根據港交所(0388) 資料顯示，施羅德於去年12月29日，以每股平均價37.655元，增持34萬股濞柴動力，令持股數目增加至2,036萬股，持股量亦由4.94%上升至5.03%，令持股「浮出水面」。濞柴一向被視為基金愛股，現時持有該公司的主要「大仔沙」，便包括Lazard Asset Management LLC(15.42%)、摩根大通(10.07%)、The Capital Group Companies, Inc.(8%)和德銀(7.15%)等。

由於眾多基金在該股股價處於較高水平時，一直都十分惜售，如今股價已跌至年內偏低位置，預計進一步減持的風險已降。就估值而言，該股

去年預測市盈率低於8倍，在同業中也不算貴，都有利其後市反彈。趁股價尋底收集，上望目標為去年11月初以來的44元阻力，惟失守35元支持則止蝕。

匯豐博反彈 14485可取

匯豐(0005) 昨再度跌穿60元支持，但因收市價貼近10天及20天線，暫時仍未明顯轉弱，若看好其短期反彈行情，可留意匯豐法興輪(14485)。14485昨收0.172元，其於今年3月28日到期，換股價為65元，兌換率為0.1，現時溢價12.13%，引伸波幅33.1%，實際槓桿10.77倍。此證勝在交投較暢旺，爆發力亦強，若股價可重返60元之上，也不妨作為博反彈兼顧對象。

投資策略：

- 紅籌及國企股走勢：港股觀望氣氛仍濃，中資股也暫難有太大作為。濞柴動力：基金愛股本色未變，估值不算貴，有利後市反彈。目標價：44元 止蝕位：35元

滬深股評

九牧王毛利率可保穩升

受南方天氣暖化和影響，九牧王(601566.SS) 2011年10月和11月的銷售收入增速環比下降，加之2012年春節提前，服裝行業整體促銷力度進一步增強，但考慮到公司2011年起高毛利率的上裝比重逐步增加(收入佔比50%以上)，同時公司直營專櫃的回款折率在2011年有一定上升，淨回款提高直接增厚毛利率，因此我們認為終端促銷對公司毛利率的影響較小。伴隨直營比重的穩步上升，上裝比重的提高和原料成本的下降，我們預計公司未來毛利率將維持穩定上升態勢。

商務男裝經歷了2007年行業高峯期後兩年多的消化，整體庫存壓力相對較小，公司目前存貨結構基本健康，未來抗風險能力強。公司2011年前三季末加盟零售率在80%左右，存貨結構健康。目前，對於加盟的庫存，主要是公司的加盟商通過終端促銷消化，對於直營的庫存，公司主要通過折扣店、網絡和正常渠道打折促銷來消化。2011年我們預計公司網絡銷售有望接近1億元(人民幣，下同)，我們認為，在2012年內地經濟增速下降的預期下，公司目前在行業內相對較低的庫存水平使其抗風險能力更強。

截止2011年9月底，公司銷售終端達到3,049個，其中直營店709個，加盟店2,340個，全年我們預計公司終端店舖總數有望超過3,100家，在經歷了前兩年的行業擴張調整期後，2011年公司依托上市，明顯加快了渠道的拓展，我們預計2012年起

公司仍將保持一個較快的開店速度，年新開店在500家左右，公司渠道的扁平化和渠道一二線覆蓋密度較高，三四線存在巨大空白點的結構，將支持公司渠道的快速拓展，另外經濟雖然有下滑的風險，但也增加了公司獲得便宜優質店舖的可能，畢竟從長期看，優質的店舖對於服裝零售企業來說永遠是稀缺的資源。

男士消費理念趨於成熟

內地男士的服飾消費理念日趨成熟，需要不同的服飾以滿足不同場合的需要，同時男士對品牌的忠誠度又很高，這為以單品牌起家的內地商務休閒男裝企業帶來了巨大的市場空間，有通過將核心品類的優勢延伸到其他品類，實現全品類、全系列的發展。公司在男褲方面擁有較高知名度，近年致力於將男褲的優勢逐步延伸至上裝品類，未來在良好品牌基礎上的產品系列進一步豐富將持續提升公司的收入和盈利空間。

我們小幅調整對公司銷售終端結構的假設，由此，對公司2011年至2013年的每股收益預測相應小幅調整為0.91元、1.20元和1.37元(原預測為0.91元、1.22元和1.38元)。基於公司良好的基本面和較強的抗風險能力，維持公司「買入」評級，目標價30.5元。

風險因素：2012年內地經濟增速下滑對服飾消費的影響。

H股透視 中銀國際

中建材續併購具吸引力

根據公司公告，中國建材(3323) 母公司已於1月3日簽訂協議，同意收購川煤水泥99%的權益、攀煤水泥100%的權益以及各自結其現有股東的股東貸款。

根據母公司與公司2006年2月28日訂立的避免同業競爭協議，公司已接獲母公司有關收購這兩家公司的潛在業務機會的通知，這一業務機會可能會構成對集團水泥業務的競爭。川煤水泥位於廣源市(四川省北部)，水泥年產能660萬噸，混凝土年產能200萬立方米。攀煤水泥位於攀枝花市(四川省南部)，擁有兩條年產能各為60萬噸的水泥粉磨站生產線。

西南地區產能將達1億噸

我們認為，中國建材最終將通過新成立的西南水泥從母公司收購這兩家目標單位，從而使公司在西南地區的產能在2-3年內達到1億噸的目標。據公司透露，如中國建材收購這兩家目標單位，則未來需支付的作價不應超過母公司支付的成本。

10-11月期間，中國建材同雲南的3家水泥公司、貴州的2家水泥公司(貴州黔南泰安水泥有限公司及黔西南泰安水泥有限公司)及重慶的1家水泥公司(科華集團) 簽訂了併購協議。因此，中國建材在西南地區的待整合產能約將達到2,000萬噸-3,000萬噸，約佔公司2012年預期產能的8%-11%。

中國建材11月中國聯合水泥/南方水泥/北方水泥的平均售價(不含增值稅) 環比保持穩定，分別為290/330/368人民幣。但由於停產導致固定成本上升，噸毛利分別微降至78/92/103人民幣。我們預測12月銷售均價環比持平，同時由於停產結束，每噸毛利將略微反彈。除北方水泥外，所有業務單位的銷量環比均有改善，分別為547萬噸/960萬噸/75萬噸。我們相信，公司能夠完成我們1.766億噸的2011年全年銷售預測。

我們認為，收購消息對中國建材股價的影響有限，但我們仍對該股持樂觀態度，原因有以下幾點：1) 1月底的春節結束後，水電價格應有所反彈；2) 儘管2012年保障房開工目標由2011年的1,000萬套下調至700萬套，但令人高興的是，500萬套的完工目標高於2011年，將對水泥需求起到支撐；3) 我們認為，該股估值具有吸引力，目前股價相當於5.1倍2011年市盈率，相當於同業平均水平。