

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

跌浪進入尋底最後階段

5月11日。港股仍在延續短期單邊跌勢，依然處於向下尋底格局。目前，全球股市已進入同步向下運行周期，正在按不一樣的節奏來向下尋找支撐。由於內地最近公布的經濟數據表現轉弱，內地A股逐步展現出比較明確的回整勢頭，上證綜合指數在周五跌穿2,400點整數關卡收盤，相信對於正處於弱勢的港股，會構成進一步的拖累。

空頭建倉積極性有所提升

恒生指數在周五再現裂口下挫，並且跌穿了前期低點20,036點，盤面上受到了進一步打擊，短期跌勢仍有加劇伸張的傾向。恒生指數收盤報19,965點，下跌262點，主板成交量進一步回落至513億多，資金入市意慾依然不大，預示着後市仍有下跌空間。反過來，空頭建倉的積極性卻有所提升，周五的整體沽空金額錄得有56億元，佔了整體成交比例有10.9%，顯示潛在沽壓增加並且有待釋放，要提防空頭仍有隨時趁機發難的可能。

技術上，恒生指數已走了一波七連跌的行情，短期跌浪仍處於尋底階段。以這種單邊下挫的走勢來看，最終以出現恐慌性拋售來結束跌浪的可能性較大。大市成交量激增和跌勢進入嚴重超跌，是判斷恐慌性拋售出現的兩個指標。目前，大市成交量一直偏少，恒生指數的9日RSI指標最新報27.9，開始進入超跌階段。因此，我們估計這一波跌浪已走到了尾聲階段，操作會上會等候恐慌拋售出現時所帶來的低吸交易機會。

證券推介 國浩資本

華晨估值便宜行業首選

中國汽車工業協會於5月9日公布4月份汽車銷售數據。乘用車銷量於4月份按年升12.5%至128萬部。乘用車銷量於首4個月按年升1.9%至495萬部。

雖然4月份雙位數的增長部分由於去年第二季受日本地震影響而令其較低，但本行認為銷量的回升趨勢仍然持續。豪華品牌表現繼續優於行業水平，當中奧迪及寶馬4月份銷量分別按年升44%及31%。

本行仍然偏好豪華汽車品牌，而現時汽車製造商的首選為華晨中國(1114)。基於本行2012年盈利預測23.51億元(人民幣，下同)，每股盈利0.470元，華晨中國現以13.5倍2012年市盈率交收，相當於寶馬分部14倍及輕型客車及汽車零件分部7倍。考慮到寶馬分部處於最佳的豪華板塊以及得到寶馬集團的支持，本行認為估值便宜。

隨着下半年推出寶馬新款3系，本行保守估計股價於下半年至少可回升至(或升穿)過去6個月7.5元至9.5元的橫行區頂部。基於寶馬分部14倍2012年市盈率及7倍輕型客車及汽車零件分部2012年市盈率，本行得出2012年綜合市盈率為16.3倍，相當於6個月目標價9.44元。維持買入。

AH股差價表 5月11日收市價 \*停牌 人民幣兌換率0.81322(16:00pm)

Table with 5 columns: Name, H股(A股)代號, H股價(港元), A股價(人民幣), H比A折讓(%)

證券分析

龍湖朝陽東部項目具優勢

龍湖地產(0960)的北京長樞天街是位於東五環外的多功能型物業項目。該項目擁有朝陽區東部最大的購物中心，佔地約226,000平方米，臨近北京傳媒產業中心。距離市中心有一定路程，但由於周邊區域的購物中心較少，購物中心面臨的競爭壓力要小得多。同時，項目將吸引周邊人群尤其是傳媒產業人士。龍湖地產有意將該購物中心作為投資物業持有。

該購物中心計劃於2014年10月開業，部分最大的單位目前已鎖定了租戶，包括永輝超市、一家IMAX影院及一家溜冰場。百貨商場部分的潛在租戶包括百盛和當代商城。

除購物中心的投資物業外，目前預售(現金流入)的重心是商用類型產品，包括零售店、辦公樓及服務式公寓。商用物業最近一次開盤是在2011年底，至2012年2月59套物業幾乎全部售罄。

零售店的銷售均價為40,000-70,000元

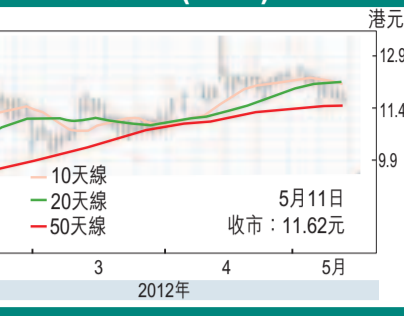
人民幣/平方米，而上一次開盤的銷售均價為40,000-65,000元人民幣/平方米。底層商舖租金為15元人民幣/平方米/天，收益率約為7.8%，較為可觀。

寫字樓和服務式公寓的銷售均價分別為30,000元人民幣/平方米和26,000元人民幣/平方米，需求主要來自小型傳媒企業。

已開盤住宅物業認購率逾90%

住宅物業曾於2011年3月開盤，認購

中銀國際 龍湖地產(0960)



率超過90%。綜合性物業的優勢以及龍湖優美的景觀設計使得住宅物業更具吸引力。當前住宅物業的銷售均價約為30,000元人民幣/平方米，而2011年3月開盤時均價為26,000元人民幣/平方米。

冠君高息回報防守力強

數碼收發站

美國最大儲蓄銀行摩根大通於美股隔晚收市後表示，交易虧損20億美元，帶動銀行股下挫也拖低美股期貨，亦成為昨日亞太區股市普遍受壓的藉口。此外，中國剛公布的4月份消費者價格指數(CPI)雖符合預期，惟工業增加值及消費品零售總額則遜於預期，也利淡市場氛圍。亞太區股市之中，又以韓、台及本港股市跌逾1%，表現較為遜色。恒指昨低開144點，報20,083點，已為全日高位，午後曾低見19,901點，最後則以19,965報收，仍跌262點或1.3%，也令跌市延至第7日，成交稍減至513億元。 ■司馬敬

5月期指全日跌幅較恒指為輕，惟全日低水大部分時間均達200點，收市報19,745，跌178點，炒低水220點，若扣除月內藍籌股的除息因素，低水約30點，反映淡友續佔主導。儘管港股已一口氣連跌7日，但投資者觀望氣氛未見改善，預計大市短期仍難擺脫反覆尋底的頹勢。

中國數據方面，據國家統計局周五公布，內地4月份CPI較上年同期上升3.4%，低於3月份3.6%的升幅，但仍在市場預期之內。此外，4月份中國工業增加值同比增9.3%，錄得近三年最低增速；消費品零售總額增14.1%，增幅均較上月也有所放緩。中國經濟數據續見放緩，而通脹則受到控制，可令人擁有的空間通過放鬆貨幣政策支持經濟增長。若人行短期一如所料出放寬銀根的措施，估計對已急跌的港股，可望帶來支持作用，屆時不排除會出現較像樣的反彈。

置富產業信託(0778)在昨日調整市中，續成為資金換馬吸納對象，該股曾創出4.36元的上市以來高位，收市報4.34元，仍升0.13元或3.1%。置富12財年第一季可供分派收益按年增長17%至1.32億港元；季內每基金單位分派0.0778港元，增加16%，以年度化

計算，息率可達7厘。據摩根大通的研報告指出，置富旗下兩個商場正進行翻新改造，有助推高租金收入，該行上調其2012-13年每基金單位分派2.9%及2.8%。維持評級「增持」。目標價由4.88元升至5元。

旗下朗豪坊出租率高企

資金流入防守性較強的股份中，冠君產業信託(2778)因股價相對仍落後，加上估值依然偏低，而股息回報又具吸引力，因此該股不失為防守性較強的佳選之一。據管理層日前表示，旗下「花旗銀行廣場」出租率維持九成，與去年底相若。至於位於旺角的朗豪坊，寫字樓的出租率仍維持於98%至99%，租金按年有輕微上調；而商場今年首季人流保持強勁，按年有4%至5%增長，銷售額增長基本與市場同步，有雙位數字增長。

冠君昨收3.17元，現價較每股資產淨值的7.819元，有近6成折讓，而股息率7.04厘，論派息率也具吸引力。在置富產業信託已率先創出新高下，冠君無疑仍有落後可追，若股價重返年高位的4.32元，則仍有約36%的上升空間，論值博率也不俗。

紅籌國企/高輪

張怡

中國製藥可追落後

內地股市昨現調整走勢，滬綜指更跌穿2,400點大關，收市跌0.63%。至於這邊廂的港股又維持反覆尋底的格局，都難免影響中資股的表現。A+H股方面，廣州藥業於兩地的表現均出色，其A股(600332.SS)大漲1成至停牌，而H股(0874)也「唔執輸」，收市報10.36元，升幅亦達8.82%，並創出一年新高。

據內地傳媒報道，工信部消費品司醫藥處正會同食品藥品監督局等部門，制定促進企業兼併重組的政策措施，目標是在「十二五」期間提高產業集中度，力爭前100位的企業銷售收入佔全行業的50%以上。中央支持醫藥行業兼併重組，已推動廣州藥業得以脫穎而出。相比之下，同業的中國製藥(1093)近日曾創出年內新低，在股價已「大脫腳」下，其後市追落後潛力也不妨看高一線。

中國製藥股價不振，相信與業績未如理想不無關係。集團日前公布截至今年3月底止首季業績，錄得虧損8,503.2萬元，轉盈為虧，每股基本虧損5.56仙，不派息。中國製藥在通告中表示，期內整體營商環境仍然相當艱困。市場產能過剩及中國限制使用抗生素繼續導致維生素C及抗生素產品之售價下跌。此外，成藥產品的銷售亦顯著放緩。基於種種不明朗因素，集團已發盈警，截至6月底的中期可能錄得虧損。儘管中國製藥短期業績已難有太大寄望，不過該股現價1.58元，較每股資產淨值的3.857

元，已有很大的折讓，在股價昨逆市抗跌不弱下，料其後市的反彈空間仍在，中線博反彈目標為2元，惟再失守1.48元支持則宜先行止蝕。

騰訊抗跌強 騰購17572可取

騰訊(0700)為昨日少數抗跌力較強的大藍籌，若繼續看好其後市表現，可留意騰訊大和騰購(17572)。17572昨收0.211元，升0.007元，升幅3.43%，成交2.2億股。此證於今年11月1日到期，換股價為230元，兌換率為0.01，現時溢價12.3%，引伸波幅39%，實際槓桿5.41倍。17572雖爆發力不算強，不過此證有較長的年期可供買賣，現時數據又屬合理，加上交投較暢旺，故不失為可取的捧場選擇。

投資策略

紅籌及國企股走勢

港股走勢仍然反覆，市場觀望氣氛仍濃下，料中資股暫也難有太大作為。

中國製藥

股價尋底已逐步反覆首兩季業績欠佳的不利因素，中央鼓勵行業併購，料對落後股價有推動作用。

目標價：2元 止蝕位：1.48元

滬深股評

華泰證券

希努爾新店進入收成期

希努爾(002485.SZ)對終端體系的經營思路是，對於空白市場，直營店先進入，依托公司的資金實力，在市場培育成熟，當具有一定知名度後，再吸收加盟商加盟。2010年，公司直營店約有20家，大部分位於山東省內。2011年新開直營店約27家。

山東市場具較高知名度

新開的27家直營店培育成熟至少需2-3年時間。因而加盟店的快速開店期，我們認為會在明、後年開始。公司之所以採取先直營，後加盟的渠道策略，與公司的知名度相關，希努爾品牌在北方市場、特別是山東市場，具有較高的知名度。在省外市場，為保證盈利的確定性，先發展直營，是穩健的策略。

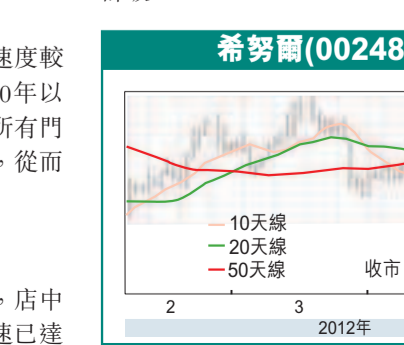
發展早期，為佔領市場，加盟店擴張速度較快，隨着希努爾品牌形象的提升，2010年以來，公司對舊有門店推出整改策略，將所有門店統一整改，重新裝修，提升門店形象，從而增加客流量。

今年將開設100家直營店

2011年，公司新開設直營獨立店27家，店中店約30家，門店增速達到11%，開店增速已達

到前二年的2倍。這些門店在2011年並未提供太大的銷售增速，2012年開始，隨着門店的成熟，將開始貢獻業績，2013年將進入成熟期。預計今年公司將開設100家直營店，增速達到15%，新開門店數量進一步提速。2014年後，隨着直營店所在區域市場的培育成熟，加盟店開設速度加快，公司收入增速將進一步提高，進入新的發展階段。另外，今明二年，舊店改造陸續完成，單店平效提高，成為收入增長的另一動力。

預計2012年-2014年公司每股收益分別為1.28元(人民幣，下同)、1.70元、2.16元，按2012年20倍估值，6個月內目標價25.6元。給予「買入」評級。



港股透視 海通國際

銀河娛樂(0027, 簡稱銀娛)於2012年第一季度連續第十四個季度錄得經調整扣除利息、稅項、折舊及攤銷前盈利(EBITDA)增長，並再創新高21.53億港元，按季增長1%(按年+202%)。EBITDA的增長主要受到澳門銀河及星際酒店娛樂場較強的中場博彩收益所帶動。集團收益為131.64億港元，按季下跌8%或按年上升130%。

於季內，專注於貴賓博彩業務的星際酒店娛樂場的貴賓博彩轉碼數按季增長1%或按年增長16%，在貴賓博彩贏率於季內處於較低水準2.7%(2011年第四季度：3.1%)的影響下，物業的貴賓博彩收益按季下跌12%(按年+7%)。儘管貴賓博彩收益按季下跌，物業仍能連續第十五個季度錄得經調整EBITDA增長(按季+3%/按年+28%)，而經調整EBITDA利潤率由2011年第四季度的14%微升至本年第一季度的15%。

此升幅主要受到利潤較高的中場博彩市場所帶動，中場博彩收益錄得按季13%的增長，並高於澳門中場博彩市場7%的按季增長。星際酒店娛樂場於季內並未受壓於澳門銀河，受惠於與澳門銀河交義推銷的努力以同時提升兩間物業的盈利表現。

路氹項目營運表現提升

至於集團位於路氹的綜合度假村勝地—澳門銀河，於去年5月中旬開幕，現今已營運三個完整季度，而其營運表現繼續提升，於本年第一季度，經調整EBITDA為13億港元(按季+6%)，而收益為72億港元(按季-5%)。儘管貴賓博彩轉碼數按季增長3%，貴賓博彩贏率處於較低水準3%(2011年第四季度：3.3%)，在此影響下，貴賓博彩收益按季下跌7%。

受到中場博彩贏率處於較高水準27.1%(2011年第四季度：24.1%)的支持，中場博彩收益按季增長16%，帶動經調整EBITDA利潤率由2011年第四季度的16%提升至本年第一季度的18%。物業中場博彩收益的升幅亦優於澳門中場博彩市場的增長率。展望未來，在更多產品提升以增強物業高端中場博彩業務的支持下，如增設高角子機博彩設施，我們認為澳門銀河的利潤率可進一步改善。

於4月底，管理層宣佈耗資160億港元的澳門銀河第二期工程已於本年第一季度開始建築，並計劃於2015年中開幕。我們認為澳門銀河第二期工程將增加集團的價值，為集團盈利帶來增長動力。基於未來三年估計資本開支約160億港元及目標投資資本報酬率約20%，該項目預計可提供EBITDA約32億港元。假設企業價值對EBITDA比率約12倍及12%之折現率，該路氹項目可為集團額外提供每股約2.7港元之價值。我們重申其強烈買入評級，目標價為29.4港元，意味着升值潛力達36%，銀娛仍是我們在該板塊的首選之一。

銀娛利潤率可望續改善