大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

資金流減 個別板塊急跌

11月12日。港股連跌兩日後，周一表現徘徊震動的運行模式。資金介入的積極性變得相對疲弱，觀望氣氛趨向濃厚。在未有新一輪熱錢流入的消息出現之前，港股人氣似乎是難以再度提振。由於港股的抗跌力是減弱了，在操作上要提防大盤有補跌的可能。因此，建議總體上要保持謹慎的態度，並且可以趁大盤進入調整階段的同時，來觀察驗證強勢板塊的表現，來給下一波行情部署做好準備。目前，內房股、澳門博彩業股、以及基建股，將會是我們重點關注的板塊。

港股仍處於我們早前指出的觀察期窗口，但是已接近尾聲。在過去一周的觀察期間，一些具影響力的消息都出來了，包括有奧巴馬連任美國總統、內地十八大會議召開、內地公布了一系列最新宏觀數據等等，消息總體上是符合市場預期的，但是相信難以進一步推升已衝高了的港股。與此同時，一些負面困擾消息亦開始浮現。美國政府的財政預算案即將討論，能否順利過渡「財政懸崖」，相信會是市場的關注重點。而歐債問題憂慮亦有抬頭跡象，歐元跌回到1.2800美元關口的下方，創出了兩個月來的新低。

重上21600可扭弱勢

恒指出現徘徊震動的狀態，日內波幅僅有123點，總體彈性不強，觀望謹慎氣氛有轉濃趨勢。恒指收盤報21,430，上升46點，主板成交量進一步縮減到僅有455億多元，是一個月來的最少日成交量。技術上，恒指繼續短期下跌調整的行情階段，要盡快回升至21,600以上水平來扭轉弱勢，否則仍有下探低位尋找支撐的傾向。

盤面上，在資金流轉弱的背景下，個別板塊開始出現大面積的回跌。機械股方面，中聯重科(1157)下跌3.05%，中國龍工(3339)下跌6.35%。太陽能股方面，卡姆丹克(0712)跌了9.92%，保利協鑫(3800)跌了7.84%。航運股方面，中海發展(1138)跌了5.73%，中國遠洋(1919)跌了3.46%，中海集運(2866)跌了6.25%。水泥股方面，安徽海螺水泥(0914)跌了3.23%，華潤水泥(1313)跌了4.03%，西部水泥(2233)跌了4.26%。

投資觀察 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

內地貨幣政策仍謹慎

在美國「財政懸崖」的陰霾下，市場普遍擔心美國近期漸現起色的經濟將重新面臨倒退威脅。加上，歐元區經濟前景惡化，令投資人的避險意識再漸現提升的苗頭。

市場密切關注本周中共十八大會議選出新一屆領導層後，於經濟政策方面的取向與經濟發展方向，不過預期在明年3月新一屆中央領導層正式上任之前，將不會有較重大的刺激經濟政策與支撐上述領域發展的產業政策細則出台，故預期短期內來自政策面對股價的催升動力將暫時逐漸弱化。

就中國貨幣政策方面，雖然今年10月份的全國居民消費價格總水平(CPI)同比升1.7%，創最近33個月最低水準，數據為人民銀行於調整貨幣政策提供更多彈性空間，但相信中央政府嚴防美國第三輪量化寬鬆措施(QE3)可能引發的輸進式通脹壓力，以及仍嚴格抑制內地住房漲價壓力的偏向，導致今年內地貨幣政策仍然以維穩為主。

市場繼續憂慮美國「財政懸崖」對全球經濟前景構成的風險，而中國短期內缺乏更多而實際的政策面消息，預計將對港股短線構成消極影響，預估恒生指數短線將於20,800/22,000區間反覆調整。

AH股差價表

11月12日收市價

人民幣兌換率0.80378 (16:00pm)

名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
山東墨龍	0568(002490)	2.77	11.39	80.45
洛陽玻璃	1108(600876)	1.60	5.79	77.79
儀征化纖股份	1033(600871)	1.68	6.06	77.72
南京熊貓電子	0553(600775)	1.94	5.30	70.58
昆明機床	0300(600806)	1.76	4.67	69.71
天津創業環保	1065(600874)	1.85	4.79	68.96
東北電氣	0042(000585)	0.97	2.45	68.18
洛陽鉬業	3993(603993)	3.27	8.01	67.19
北人印刷	0187(600860)	2.65	6.36	66.51
經緯紡織	0350(000666)	4.36	10.25	65.81
山東新華製藥	0719(000756)	1.92	4.51	65.78
上海石油化工	0338(600688)	2.23	5.22	65.66
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.12	2.53	64.42
廣船國際	0317(600685)	5.67	12.06	62.21
海信科龍	0921(000921)	2.72	5.45	59.88
北京北辰實業	0588(601588)	1.56	2.83	55.69
金風科技	2208(002202)	3.09	5.52	55.01
大連港	2880(601880)	1.68	2.87	52.95
華電國際電力	1071(600027)	2.05	3.47	52.51
大唐發電	0991(601991)	2.72	4.15	47.32
兗州煤業股份	1171(600188)	11.56	17.58	47.15
中國鋁業	2600(601600)	3.29	4.81	45.02
廣州藥業股份	0874(600332)	14.56	20.6	43.19
晨鳴紙業	1812(000488)	2.84	3.90	41.47
中國中冶	1618(601618)	1.52	2.08	41.26
上海電氣	2727(601727)	3.11	4.10	39.03
四川成渝高速	0107(601107)	2.45	3.17	37.88
中國東方航空	0670(600115)	2.74	3.31	33.46
紫金礦業	2899(601899)	3.21	3.84	32.81
中國遠洋	1919(601919)	3.63	4.11	29.01
深圳高速公路	0548(600548)	2.88	3.25	28.77
中海油田服務	2883(601808)	14.26	15.79	27.41
中海發展股份	1138(600026)	3.95	4.30	26.16
中海集運	2866(601866)	2.10	2.28	25.97
江西銅業股份	0358(600362)	19.66	20.92	24.46
華能國際電力	0902(600011)	6.18	6.54	24.05
第一拖拉機	0038(601038)	6.46	6.69	22.38
東方電氣	1072(600875)	13.16	13.24	20.11
中國南方航空	1055(600029)	3.51	3.51	19.62
安徽皖通公路	0995(600012)	3.86	3.81	18.57
金隅股份	2009(601992)	6.11	5.97	17.74
廣深鐵路	0525(601333)	2.68	2.60	17.15
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.04	1.96	16.34
中信銀行	0998(601998)	3.91	3.65	13.90
中國國航	0753(601111)	5.21	4.85	13.65
中煤能源	1898(601898)	7.54	7.00	13.42
中國銀行	3988(601988)	3.15	2.83	10.53
新華保險	1336(601336)	25.30	21.87	7.01
民生銀行	1988(600016)	7.36	6.23	5.04
中國石油股份	0857(601857)	10.34	8.75	5.02
比亞迪股份	1211(002594)	20.60	17.05	2.89
中聯重科	1157(000157)	10.16	8.27	1.25
交通銀行	3328(601328)	5.47	4.27	-2.97
農業銀行	1288(601288)	3.33	2.58	-3.74
中國人壽	2628(601628)	22.95	17.77	-3.81
工商銀行	1398(601398)	5.05	3.90	-4.08
中國石油化工	0386(600028)	8.10	6.24	-4.34
鞍鋼股份	0347(000898)	4.55	3.45	-6.01
建設銀行	0939(601939)	5.76	4.31	-7.42
中國太保	2601(601601)	24.30	18.01	-8.45
中信証券	6030(600030)	14.76	10.86	-9.24
青島啤酒H	0168(600600)	42.00	30.90	-9.25
上海醫藥	2607(601607)	15.08	11.00	-10.19
濰柴動力	2338(000338)	28.50	20.78	-10.24
中興通訊	0763(000063)	11.88	8.65	-10.39
招商銀行	3968(600036)	14.10	10.26	-10.46
中國神華	1088(601088)	31.55	22.81	-11.18
江蘇寧滬高速	0177(600377)	6.75	4.84	-12.10
中國南車	1766(601766)	6.80	4.80	-13.87
中國中鐵	0390(601390)	4.38	2.87	-22.67
中國交通建設	1800(601800)	7.12	4.59	-24.68
中國平安	2318(601318)	61.00	38.20	-28.35
中國鐵建	1186(601186)	8.76	5.38	-30.88
安徽海螺	0914(600585)	25.50	15.65	-30.97

股市縱橫 韋君

華藝轉型路演 基金垂青

港股經上周兩天急跌逾700點後，昨市在21,300/21,400重獲承接而小幅反彈，收報21,430，升46點。大市轉入整固，炒股不炒市再抬頭，如上周推薦的華彩控股(8161)便破位急升14%，重返毫子股，收報0.112元。此外，華藝礦業(0559)自收購國藏酒莊訂立協議後，上周出現回吐調整，周初升上0.415元後即掉頭回落至0.34元重獲大盤承接，昨天扳上0.375元報收，升2.7%，短期內有望重上0.415元高位。

華藝以2.6億港元收購國藏酒莊，獲五糧液60年釀神系列酒及五糧液釀神中國獨家經銷權及經銷網絡55%權益。五糧液享內地白酒一哥地位，而五糧液60年釀神系列酒將爭佔高端酒類市場，業務前景備受投資基金注視，聽聞已有基金主動敲門了解國藏酒莊的業務及盈利前景，而華藝管理層本周亦安排基金投資者前赴四川宜賓五糧液生產基地進一步了解，猶如提前「路演」。

華藝是以發行12.38億股按每股0.21元作價收購，總代價為2.6億元，賣方金信有限公司提供盈利保證，2013年底盈利不少於5,000萬元人民幣，2013至2015年總盈利不少於3億元人民幣，如未能達標，股份代價可按比例調整，而盈利保證亦有實際性，代價股份均存放於託管代理，在盈利實現前不能出售或抵押，反映賣方至少持股投資至2016年初。賣方所持代價股份相當於擴大股本後29.25%股權，已成為最大股東，換言之，華藝透過發新股收購，已變相賣殼，變身為經銷白酒為主要盈利來源。

國藏酒莊將先與華藝進行第三方合作，組成經銷商，由國藏佔55%權益，最少與不同省份的300家專賣點簽訂合約，並於2013年6月增至不少於500家專賣點。

擁五糧液釀神經銷權

五糧液為知名國產酒，穩佔全國白酒市場第一位，五糧液(000858.SZ)首三季實現營業收入211.27億元人民幣，按年增長35%；營業利潤106.96億元人民幣，按年增長61.89%；歸屬上市公司股東的淨利潤78.02億元人民幣，按年增長61.92%。

待收購完成，華藝將擁有五糧液60年釀神系列酒及五糧液釀神中國獨家經銷權，加上擁有龐大經銷網絡的55%權益，可拓寬收入來源，提升現金流及收入，前景可期。按盈利保證，2013年底賺5,000萬元人民幣，其後2年盈利遞增，3年合共3億元人民幣，到2015年估算賺1.5億元人民幣，按擴大股本後42.33億股計，每股盈利3.54仙，現價PE10.3倍。當然，此乃按賣方盈利保證計，若以明年6月不少於500家專賣店而每店年均賺100萬元，可賺5億元，華藝按佔55%權益，盈利達2.5億元，每股盈利5.9仙，現價PE只6.18倍，中線股價上升潛力大。

殺牛未果 大戶角力

數碼收發站

亞太區股市周一表現互有升跌，市場觀望美總統化解「財政懸崖」進展及希臘能否獲新貸款紓財困，而日本經濟萎縮幅度大引發日股跌0.93%退收8,676，為區內跌幅最大市場，其他主要市場處於溫和升跌。內地股市先跌後回升，對港股喘穩有支撐，低開退守21,339後即反覆向上，內銀靠穩，港地產及內房、賭業股成資金追捧對象，恒指曾抽升上21,462高位，收報21,430，升46點或0.21%，成交減至455億元。大市在一片殺牛下試21,000聲中，在21,300牛證重貨區出現好淡大戶角力，短期走勢料仍反覆，但中線上升走勢未改。 ■司馬敬

期指市場頗為反覆，即月期指曾轉炒高水，一度出現挾淡倉升市，不過在港股收市後復炒低水，收報21,404，仍低水26點，成交5.4萬張。至於12月期指收報21,420，低水收窄至10點，反映期指市場對短期走勢並非過於看淡。

美兩黨自殘機會低

對於美國「財政懸崖」，美國政客已開始放風相信兩黨均會作出讓步避免「財政懸崖」發生，令美經濟大滑坡。事實上，大選結果已定，落敗的共和黨已失去「倒奧」的急切性，兩黨自殘引發經濟惡果不獨自己受損，亦會受各國抨擊指責，故作出妥協達成協議已可預期，料延長減稅及調減原先的富人稅率，將成為市場期待的動向。

希臘國會已通過削赤預算案，已符合獲取歐盟新一輪貸款的條件，雖然周初的歐盟財長會議不會即時作出批准，但最終獲新貸款的綠燈已開，仍有利紓緩希債危機的爆發。

中證監主席郭樹清透露將大增RQFII額度至2,700億元人民幣，在內地、香港股市均有正面影響。最近一個月明顯有美資等熱錢流入亞洲市場，港股市為主要市場，也曾推升港股連升七周的紀錄。內地RQFII額度大加碼，合外資胃納A股的規模。昨日期指好淡大戶角力中，市場資金追捧兩地地產股，長實(0001)升1.3%收報114.4元，新地(0016)升0.7%收報113.4元，恒地(0012)升0.6%收報53.10元，恒隆地產(0101)升1.1%收報27.15元。內房股中，潤地(1109)升1.6%收報18.32元，中渝(1224)升2.6%收報1.92元，越地(0123)升1.7%收報2.29元。

最近麗新系股價大幅回升，麗新發展(0488)昨升3.7%收報0.224元，跑贏大市。最新動向，麗展已訂立一項貸款協議，涉及向該公司(作為借款人)提供最高達22億元之定期貸款及循環信貸融資，最長為期3年，預期首次動用該貸款之時間為今年11月底或前後。

紅籌國企/窩輪 張怡

中石化調整期部署收集

受內地經濟數據理想的支持，滬深股市昨反覆向好，滬綜指收報2,079點，升0.49%。內地股市靠穩，這邊廂的港股沽壓也見收斂，但市場觀望氣氛轉濃，致令中資股續以個別發展為主。

比亞迪(1211)昨進一步突破5月初以來一直受制的20元心理關口，高見20.75元，收市報20.6元，仍升1.08元，升幅5.53%，成交稍增至998萬股。比亞迪近期股價升勢凌厲，相信與其主席預告電動車業務將錄得盈利有關。有報道引述比亞迪主席王傳福指出，今年第四季旗下電動車領域可以實現盈利，主要是由於公交系統和計程車公司對其電動車的批量採購。

資金有跡象流入具復甦概念的行業龍頭，中石化(0386)旗下的煉油業務過往一直成為拖累集團業績的「絆腳石」，但受惠於成品油價今年以來已兩度上調，而內地媒體報道，成品油定價新機制方案已基本敲定，並有望在年內亮相，都可望成為其後市造好的催化劑。

中石化較早前公布截至今年9月底止的第3季度業績，錄得183.26億元(人民幣，下同)，按年雖倒退9.4%，按季卻增65%；惟首三季累計仍倒退30%，至428.29億元。集團第三季業績表現強勁，並明顯優於市場預期，主要是煉油及化工業務的息稅前收入帶動。

中石化昨收8.1元(港元，下同)，升0.4%，現價市盈率約9.15倍，仍處於合理水平。中石化月初由高位的8.64元回落，惟退至8元附近已獲承接，趁股價處調整期收集，博反彈目標仍睇近日高位的阻力的8.64元，而中線則睇年高位的9.67元，惟失守50天線的7.59元則止蝕。

騰訊購輪18325較貼價之選

騰訊(0700)昨漲逾1%，重企於270元之上報收，若看好其反彈之勢再度展開，可留意較貼價的騰訊法巴購輪(18325)。18325昨收0.129元，其於明年1月3日到期，換股價為268元，兌換率為0.01，現時溢價3.5%，引伸波幅27.34%，實際槓桿11.98倍。此證雖交投在同類股證不算暢旺，但因已為價內輪，加上現時數據又屬合理，其爆發力亦強，若正股有力攀高，此證可望跟貼而有較佳的升勢。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股現急跌後趨穩行情，續有利中資股整固後回升。

中國石化：

受惠成品油定價機制改革，旗下煉油領域業績具改善空間，料將支持股價走強。

目標價：9.67元　　止蝕位：7.59元

H股透視 交銀國際

上藥製藥業務呈復甦

上海醫藥(2607)已經確立華東、華北、華南三大主營區域，在這些地方持續進行終端併購、擴大覆蓋，將推動分銷業務的較快增長。由於分銷行業競爭越來越激烈，行業的毛利率無可避免地下降。但是，公司不斷提高一些高毛利率的新業務的比例，如疫苗和醫療器械的配送，有利於提升盈利能力，延緩了毛利率下降的速度。

產品聚焦提升毛利率

我們測算第3季度製藥業務收入同比增長17.2%，增速環比上半年大幅提高10個百分點。雖然這一增速加快存在季節性因素，但我們認為，公司近年實施的「產品聚焦」戰略也取得部分效果：1.公司重點推廣的58個品種前3季度收入40.5億元(人民幣，下同)，同比增長15.95%，增速較上半年提高2.6個百分點；2.由於產品聚焦戰略，製藥業務第3季度毛利率也達到46.93%(上半年毛利率46.55%)，維持了較好水準。

作為傳統國企，公司在09年重組之前，內部運營效率較低，但重組之後，在管理層的帶領下，公司分銷業務的費用率逐年下降，經營利潤率漸漸提升。公司治理結構的持續改良和各家分公司的逐步融合，使費用率仍有下降空間。

公立醫院改革中，零差率和二次議價如果得到推廣，我們認為將有利於上海醫藥這類醫藥工商業一體化的企業：工商業一體化公司可以在製藥、配送兩端讓利，進入醫院更有價格優勢；雖然藥品價格下降了，但如果醫院採購單一廠家，那麼對於絕大多數常用藥，企業可以減少銷售費用支出，實際藥品利潤下降幅度並不大。

我們預計預測2012-2014公司每股收益分別為0.74/0.85/1.03元，其中，估算分銷業務的每股收益貢獻分別為0.36/0.46/0.59元。分銷業務我們參照國藥控股（1099）的歷史平均市盈率(PE)，而製藥等其他業務由於增速較低，我們參照同為基本藥物企業的神威藥業（2877）的估值，我們給予十二個月目標價18.8港元(昨收市15.08港元)，對應2013市盈率18倍，相對當前股價有24.6%的上漲空間，首次覆蓋給予「長綫買入」評級。

滬深股評 國海證券股份

太陽鳥獲執法艇大單利好

太陽鳥(300123.SZ)11月8日發出公告，公司將與國家海洋局簽訂合同，標的數量為中國海監執法快艇32艘，合同金額為2.675億元(人民幣，下同)，合同收入佔2011年度經審計營業收入的57.67%。該合同預計於2013年內全部實現收入，將對公司2013年業績產生積極影響。

顯行業地位 惟毛利率降

這是自2010年以來公司連續3年中標，顯示了在複合材料船艇領域毋庸置疑的行業地位。但該系列大單擠佔了其他業務的產能資源，並且由於該業務毛利率相對較低，3季度毛利率下降至30.5%，並且有可能在4季度集中交付導致毛利率進一步降低。因此，2012、13年該系列大單在帶給公司銷售增長確定的同時也拉低了整體毛利率。

7月份公司及全資子公司廣東寶達與中國海關總署簽訂1.1億元特種艇合同預計於2012年全部實現收入；今年以來公司存貨、預付款和預收款均處於高位，截止3季報存貨和預收款分別高達3.2億元和2.04億元，顯示公司正積極備貨，可望於年底實現大部分相關收入。

隨着富裕階層的興起，我國遊艇行業前景廣闊，且國家層面的海權意識增強，使得我國執法艇方面的需求有望持續。公司在手訂單充裕，產能將在未來兩年進入快速釋放期，合計400艘的新增產能將有效釋放。遊艇的消費品屬性和特種艇的國家採購可持續性使得公司業績穩定增長的確定性較強，具有一定抵禦經濟周期的能力。

考慮到交貨進度有可能推後，調低2012-13年每股收益至0.46、0.60元，動態市盈率(PE)為30、23倍。作為朝陽行業嶄露頭角的民族工業代表，公司正處於核心盈利能力形成的關鍵階段，雖然可享一定程度的估值溢價，但宏觀經濟需求的不確定性和海洋局大單過於集中導致議價能力偏弱壓低了毛利率，其估值水平相對於目前的市場來說並不具有顯著優勢，故調低評級至「增持」。