

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

港股盤穩 資金吸優質股

11月20日。港股出現高開後回壓的走勢，雖然未能走出一波三連漲，亦未有擺脫縮量的狀態局面，但是大盤的總體穩定性確實是恢復過來了。過去三周，港股大盤的穩定性是我們的關注重點，在未有新一輪熱錢流入消息報告的背景下，加上外圍股市出現顯著跌幅，都是加劇了港股大盤波動性的考慮因素。但是，從近日來的市況觀察，港股大盤有跌不下去的走法，尤其是在內地A股創46個月新低的背景下，港股大盤仍然能夠保持抗跌力，說明了港股在連跌兩周後，短期下跌調整走勢已暫告一段落，穩定性有逐步恢復的傾向。

外圍股市方面，內地A股未能擺脫低迷狀態，上證綜指跌了0.4%至2,008收盤。市場人氣仍有待提振恢復，但是在A股已處於差不多4年來低位水平的形勢下，加上內地穩增長是目前首要任務之一，A股現水平不宜過分看空。至於歐美股市方面，出現了較強力的跌後反彈，在累跌幅度已多的背景下，似乎技術性買盤開始有介入的跡象。美股指指從近期高點13,661，下跌至上周五的低點12,471，累跌幅度已達到8.7%，並且已跌近中長期圖表支撐12,417。

續關注內房博彩基建股

恒指高開低走，在首個反彈阻力21,400水平遇壓回落，但是實質沽壓未見加劇，權重股呈現個別分化走勢。恒指收盤報21,228，下跌34點，主板成交量有485億多元。技術上，在成交量未能回升增加之前，估計恒指仍缺乏短期再度上衝的動力，但是相信穩定性已有逐步好轉的傾向，恒指在21,000關口水平有建立起初步支撐的機會。

盤面上，正如我們在早前指出，資金趁大盤下跌調整時，有進行換馬重新配置操作的機會。尤其是大盤目前已有回穩跡象，形勢上將會加速換馬的動作，資金會從弱勢股加快流出，並且流入質優股和強勢股，令到質優強勢股出現愈走愈強的行情。內房股、澳門博彩股，以及基建股，依然是我們重點關注的強勢板塊。世茂房地產(0813)、融創中國(1918)以及綠城中國(3900)，都再創了52周新高。澳博(0880)、永利澳門(1128)以及金沙中國(1928)，亦都出現逆市上行的走勢。

投資觀察 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

財崖尋共識 風險胃納增

綜合傳媒的報道，儘管美國兩黨就削赤方案達成共識之路尚有距離，但兩黨領袖皆對這次財政懸崖談判表示樂觀。根據白官發言人Jay Carney指出，與會者皆表示願意對削赤方案找尋共識的方向，意味兩黨於首輪談判中對於早前各自就增加收入與削減開支的立場與改善財赤方式上，皆抱開放而隨時願意讓步的態度。

若果未來的談判形勢按照此一基礎發展，預估談判開展至達成共識所需要的時間可能較市場早前預期為少。由於共和黨眾議院議長John Boehner於上周五會後表示是次討論具建設性，加上，共和黨願意將收入納進議題，來換取削減開支的協議，加強市場普遍對是次談判能較早地達到共識轉往較樂觀看法。

若美國國會兩黨領袖於感恩節後重返財政懸崖談判能夠進一步走近共識，相信對全球主要股市能夠帶來進一步振奮作用，市場將加強美國國會可於今年底前達成財政懸崖協議的預期，投資人風險胃納將再擴大，有助資金進一步重返港股領域，預計恒指經過短線整理後，今年內可望再上測今年新高點(22,150點)，短線初步技術阻力於21,600點。

AH股差價表 11月20日收市價 人民幣兌換率0.80372 (16:00pm)

名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折價(%)
山東龍騰	0568(002490)	2.67	10.45	79.46
儀征化纖股份	1033(600871)	1.62	5.73	72.28
洛陽玻璃	1108(600876)	1.50	5.27	77.12
南京熙貓電子	0553(600775)	1.86	5.17	71.08
天津創業環保	1065(600874)	1.83	4.93	70.17
昆明機床	0300(600806)	1.74	4.41	68.29
東北電氣	0042(000585)	0.91	2.27	67.78
北人印刷	0187(600860)	2.52	5.98	66.13
洛陽鉗業	3993(603993)	3.15	7.28	65.22
經緯紡織	0350(600666)	4.44	10.14	64.81
上海石油化工	0338(600688)	2.22	5.02	64.46
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.12	2.37	62.02
山東新華製藥	0719(000756)	2.00	4.23	62.00
廣船國際	0317(600685)	5.49	10.98	59.81
海信科龍	0921(000921)	2.68	5.12	57.93
金風科技	2208(002202)	3.01	5.28	54.18
大連港	2890(601880)	1.66	2.92	52.69
北京北廣實業	0588(601588)	1.70	2.75	50.32
華電國際電力	1071(600027)	2.33	3.64	48.55
大唐發電	0991(601991)	2.71	4.05	46.22
廣州藥業股份	0874(600332)	12.68	18.77	45.70
兗州煤業股份	1171(600188)	11.24	16.54	45.38
中國鋁業	2600(601600)	3.23	4.71	44.88
鳳凰紙業	1812(000488)	2.72	3.75	41.70
中國中冶	1618(601618)	1.51	2.01	39.62
四川成渝高速	0107(601107)	2.42	3.12	37.66
上海電氣	2727(601727)	3.14	3.88	34.96
紫金礦業	2899(601899)	3.12	3.72	32.59
中國東方航空	0670(600115)	2.63	3.11	32.03
中國遠洋	1919(601919)	3.51	3.96	28.76
深圳高速公路	0548(600548)	2.83	3.19	28.70
第一拖拉機股份	0038(601038)	6.59	7.30	27.44
中海發展股份	1138(600028)	3.96	4.16	25.42
中海集運	2866(601866)	2.04	2.17	24.44
江西銅業股份	0358(600362)	19.28	20.44	24.19
中海油田服務	2883(601808)	14.90	15.55	22.99
華能國際電力	0902(600011)	6.41	6.32	18.48
中國南方航空	1055(600029)	3.40	3.32	17.69
安徽皖通公路	0995(600012)	3.85	3.74	17.26
金開股份	2009(601992)	6.16	5.95	16.79
廣深鐵路	0525(601333)	2.61	2.48	15.41
東方電氣	1072(600875)	13.16	12.26	13.73
中信銀行	0998(601998)	3.86	3.58	13.34
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.05	1.90	13.28
中煤能源	1898(601898)	7.45	6.88	12.97
中國國航	0753(601111)	5.11	4.55	9.74
中國鐵道	3968(601968)	3.13	2.78	9.51
新華保險	1336(601336)	22.85	20.12	8.72
中聯重科	1157(000157)	9.27	8.12	8.24
中國石油股份	0857(601857)	10.16	8.54	4.38
民生銀行	1988(600016)	7.24	6.07	4.14
比亞迪股份	1211(002594)	19.12	15.74	2.37
農業銀行	1288(601288)	3.29	2.57	-2.89
中國人壽	2628(601628)	22.05	17.08	-3.76
交通銀行	3328(601328)	5.38	4.16	-3.94
工商銀行	1398(601398)	5.06	3.83	-6.18
中國石油化工	0386(600028)	7.96	6.02	-6.27
建設銀行	0939(601939)	5.65	4.16	-9.16
瀋陽動力	2338(000338)	28.70	21.00	-9.84
青島啤酒H	0168(600600)	41.70	30.19	-11.01
鞍鋼股份	0347(000898)	4.58	3.31	-11.21
中國通訊	0763(000663)	11.14	8.04	-11.36
中信證券	6030(000030)	14.66	10.44	-12.86
上海證券	2607(601607)	15.02	10.68	-13.03
招商銀行	3968(600036)	13.92	9.83	-13.81
中國南車	1766(601766)	6.49	4.54	-14.89
中國神華	1088(601088)	30.55	21.37	-14.90
江蘇寧滬高速	0177(600377)	6.91	4.82	-15.22
中國太保	2601(601601)	24.05	16.48	-17.29
中國中鐵	0390(601390)	4.21	2.76	-22.60
中國交通建設	1800(601800)	6.72	4.34	-24.45
安徽海螺	0914(600585)	24.90	16.03	-24.85
中國鐵建	1186(601186)	8.36	5.23	-28.47
中國平安	2318(601318)	57.75	35.33	-31.38

股市縱橫

韋君

玖紙發力看高一線

美股隔晚急漲逾200點完場，惟港股好友追高意慾不強下，致令炒上落市的格局未能扭轉，恒指於逼近21,500點關前即惹來較明顯的沽壓，午後尾段更止升為跌，市況變得無所適從，無疑也令後市去向更不明朗。好淡角力趨於白熱化，不過部分板塊個股在極為反覆市下的表現依然悅目，相關股份可以一枝獨秀，亦是貨流盡入強者之手的表現。

受惠行業經營環境改善

多隻紙業股昨明顯跑贏大市，其中又以理文造紙(2314)的彈力最強，一度

搶高至4.28元，進一步逼近近年高位。該股的承接力仍佳，最後回順至4.2元報收，仍升0.42元或11.11%，成交6,027萬元。理文造紙於中午港股休市期間公布，上半年純利按年升4.3%至6.74億元，略高於市場預計6.72億元，每股盈利14.38仙，中期股息按年升逾4%至5仙。期內，毛利升10%至11.09億元，毛利率亦提升了1.6個百分點至15.3%，主要受惠於原材料、製成品及應收帳周轉日全線下降。理文業績稍優於預期，毛利率回揚，也顯示行業的經營環境已有所改善，有關因素除了有利

本身股價攀高外，預計對同業亦有正面的支持作用。

同屬紙業領先企業的玖龍紙業(2689)，在昨日反覆市下的表現也十分亮麗，曾高見5.95元，最後回順至5.8元報收，仍升0.21元或3.76%，並成功收復10天線(5.62元)，成交逾倍增至1.85億元。該股年高位曾見過7.79元，在理文已蓄勢攀高下，若玖紙發力炒上，其上升空間自然也較大。就業績表現而言，截至6月底，玖紙全年純利14.2億(人民幣，下同)，按年倒退28%，毛利率由17.3%降至16%，負債比率達99.7%。不過，集團在10月和11月相繼



調高了產品的平均售價後，10月份的每噸淨利將明顯反彈至超過150元，明顯高於9月份結束的第一季的平均每噸淨利50-60元，將有助提升盈利表現。

玖紙今年預測市盈率約11倍，低於理文造紙的約13倍。此外，玖紙PB約1倍，也較理文造紙的1.46倍為低。由於玖紙估值仍有偏低的優勢，在股價技術走勢向好下，料其後市被位擴升勢的機會仍在，中線目標仍睇年高位的7.79元。

內地經濟回升 煤股可低吸

數碼收發站

美股道指隔晚以大升207叩12,800，回應財政懸崖憂慮紓緩，不過周二亞太區股市在前市已上升，加上法國評級被下調，主要市場互有升跌，而連日急升的日股回軟，菲、韓、紐、澳則上升0.5-0.94%較佳。內地股市續弱勢處於2,000點水平爭持，令港股高開215點見21,478後，即在短線沽壓下拾級而落，午市更倒跌至21,213，收報21,228，跌33點或0.16%，成交485億元，內銀、內險受壓，但證實洽售平保(2318)股權的匯豐控股股(0005)仍升0.5%支撐大市。大市雖升越10天線(21,387)後復失，但希臘獲新貸款及美財政懸崖有轉機仍有利市場氛圍，短期有望向21,500/21,600推進。 ■司馬敬

紅籌國企/高輪

張怡

華晨調整後有力走強

內地股市昨日維持偏軟走勢，滬綜指續於2,000點關前展開攻守戰，收市2,008點，跌0.4%。滬深股市未見太大起色，反而這邊廂的中資股續以個別發展，部分板塊的個股仍見受捧。就以剛晉身為國指成份股的長城汽車(2333)為例，便曾創出25.1元的上市以來新高，收市報24.8元，仍升3.12%。長汽愈升愈有，已明顯拋離其他同業，同被為汽車股強勢股之一之華晨中國(1114)，繼月初逼近近年高位，高見9.82元後即掉頭回落，觀乎其近日有參差見底的跡象，昨收報8.84元，也因為股價已自高位回落，所以仍值得繼續跟進。

華晨中國近期股價出現較明顯的獲利回吐壓力，主要是受到有大行發表報告指出，華晨寶馬的盈利能力在今年上半年已經見頂的言論所影響。不過，華晨中國作為內地唯一與寶馬有合資公司的中國汽車製造商，又屬中國第二大高檔車製造商，僅次於一汽奧迪，配合集團近年積極積極擴大產能，並推出新的車型應市，加上中日關係仍然緊張，日系車的銷售表現大倒退，在此消彼長下，都令寶馬合營車的競爭實力增強。

雖然德銀在較早前發表的研究報告中，也預見寶馬合營將下調今年底止的增長率，但認為2013年銷量增長仍有機會達30%水平，加上未見利潤率新壓力，所以重申對其「買入」評級；同時，調高2012年-2014年每股盈

利預測3%/4%/3%，因計入更高銷量及合營產品組合改善。目標價也由9.6元上調至11.4元，即2013年預測市盈率15倍，較現價有約27%的上升空間。趁股價趨穩上車，博反彈目標為年高位的9.89元，惟失守近日低位支持的8.59元則止蝕。

購輪16072數據較合理

華晨短期反彈之勢可期擴大，惟該股名下可供選擇的認購輪並不多，當中華晨法巴購輪(16072)算是較可取的一隻。16072昨收0.133元，其於明年4月3日到期，換股價為8.18元，兌換率為0.1，現時溢價7.58%，引伸波幅53.36%，實際槓桿4.39倍。此證為價內輪，兼且有較長的期限可供買賣，現時數據又屬合理，故即使成交不算暢旺，爆發力亦欠勁，惟仍為其中一隻較可取的捧場選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢

外圍投資氣氛有所改善，續有利資金流入中資股。

華晨中國

在行業中的競爭實力可以看好，股價已自高位回落，料漸消化之前的獲利貨。

目標價：9.89元 止蝕位：8.59元

高盛高華證券

滬深股份

麗江旅遊新建兩度假村

11月18日，麗江旅遊(002033.SZ)公告，公司與雲南省寧蒗縣政府以及瀘沽湖管委會簽訂合作框架協議：(1)後兩方同意麗江旅遊在瀘沽湖景區內投資建設兩個度假村項目，涉及土地共計25公頃。兩個項目的建設內容主要是國際品牌酒店、會議中心、少數民族體驗區，以及餐飲區；(2)兩個項目建築面積共計10萬平方米，總投資額14億元(人民幣，下同)。公司沒有披露在項目中佔投資比例，以及建設的具體時間點，但是提及動工之日起2年完成。

近瀘沽湖景區 投資14億

未來兩年，寧蒗到成都高速公路將修成，縣機場將啟用，我們預計瀘沽湖景區將實現遊客量增長的加速。考慮到該區域尚沒有高端酒店供應，我們認為麗江旅遊在當前時間點作出這一投資決策較為合理。但是，由於建設期需要兩年，估計2015年之後方能實現收入貢獻；再融資可能性加強；假設麗江旅

遊在新項目中投資比例為100%，加上前期公告的麗江古城服務區以及香格里拉項目，公司共需要22億元資金投入資本開支。

根據我們的預測，公司2012年底現金約為5.06億元，2013-14年經營性現金流5.83億元，雖然公司已於10月份完成2.5億元中期票據發行，我們仍然認為再融資可能性加強。潛在影響：我們的盈利預測、目標價以及評級沒有變化。



港股透視

海通國際

上周五，我們於新鴻基公司(0086)總部與管理層進行了會面。新鴻基公司是一家領先的非銀行金融機構，創建於1969年，於1983年在香港證券交易所上市。公司目前擁有私人財務、資本市場、理財和投資四大塊業務，旗下有兩家子公司：新鴻基金融和亞洲聯合財務。2012年上半年，公司的私人財務業務收入佔到了公司總收入的81%。私人財務亞洲聯合財務位於香港，是一家新鴻基公司控股58%的子公司，主要專注於無抵押個人貸款與按揭貸款。儘管香港資本市場低迷，但公司的私人財務業務仍然同比增長26%，達12億港元，而公司經營收入同比增長19%。2012年上半年末，公司總放貸餘額達到125億港元，其中消費金融貸款、保證金貸款與結構化融資貸款分別佔64%、29%和7%。

亞聯財務內地分支110家

中國內地分部的貸款業務始於2007年深圳的「小額貸款業務」，目前已佔到亞洲聯合財務總放貸餘額的20%。迄今為止，亞洲聯合財務目前擁有110家分支機構，5萬名客戶和3,000名員工，遍及內地9個城市，總實收資本達28億港元。超過一半的中國消費金融客戶是一些規模較小的公司，其年銷售額不足200萬元人民幣。每筆貸款的平均數額僅為50,000-60,000元人民幣，因此，我們認為，儘管新鴻基金融進入中國內地市場相對較晚，但其風險是可控的。2012年上半年末，合計18億港元(佔總實收資本64%)已被借出(同比增長14%)。由於新分支機構通常需要18個月才能放出其貸款，隨著越來越多的新成立分支機構日漸成熟，我們預計亞洲聯合財務中國的利息收入將實現高增長。

港私貸平均收益率33%

公司的香港個人貸款業務平均收益率33%，貸款期限通常為3年。由於來自商業銀行的激烈競爭，公司的房貸業務收益率低於個人貸款業務(約為15%-20%)。香港當前融資成本極低，通常低於5%。而規定的消費金融利率上限達60%之高，因此消費金融業務利潤極高。至於中國內地業務方面，消費金融業務收益甚至比香港還高約45%，這是由於中國內地市場的融資成本遠遠高於香港。由於強烈的融資欲望仍然存在，我們認為貸款餘額增長仍有巨大潛力，尤其是亞洲聯合財務中國。

當前公司的資產回報率(ROA)高達6.3%；但由於所採用槓桿水平較低(資產負債率僅為16%)，ROE(淨資產收益率)表現較弱，約8.4%。目前資產負債表以短債及股權權益為主，公司計劃未來將發行長期債券來逐步替代股東權益，將ROE(淨資產收益率)提高至12-15%。2012年上半年，公司回購1150萬股；9月，公司發現發行年化收益率為6.375%的5年期無擔保債券。

亞洲聯合財務業務已成為新鴻基公司最重要的部分。目前，超過80%的公司收益來自利息收入，與交易佣金收入相比，利息收入對資本市場表現的依賴程度較低。經紀業務正向財富管理業務轉變，以減小其對股票市場的依賴程度。鑒於公司在香港小額貸款市場(市場佔有率約為7%-8%)的領導地位、強大的資本基礎以及高盈利能力，我們看好公司的亞洲聯合財務業務。目前股價(4.71元)對應2012年0.8倍的市淨率，估值吸引。