

章君

股市 縱橫

首置息率吸引攻守兼備

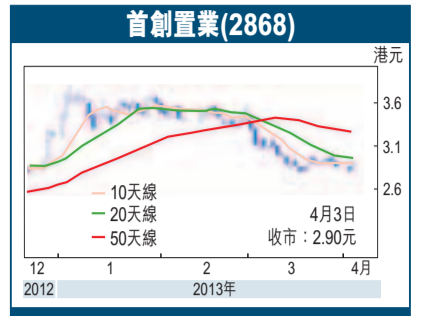
最近包括北京在內的多個城市紛紛宣布了「國五條」實施細則，普遍較預期溫和，而日前公布的3月份房價連續第十個月按月上漲，反映剛性需求依然強勁，都有利內房股回穩。首創置業(2868)於周三反彈至全日高位的2.9元報收，觀乎該股近期主要在2.8元至3元的區間內上落，現正處於橫行區的中游位置，若股價短期成功突破3元頂部阻力，升勢將可望重展，遇回落可考慮吸納。

今年毛利率具回升空間

首置日前公布了最新的營運數據，截至2013年3月底，集團首季累計實現簽約面積約27.6萬平方米，較去年同期下降14%，簽約金額約24億元(人民幣，下同)，較去年同期上升10%，尚有簽約未認購金額10億元，正在辦理換簽手續。不過，單計3月份，集團實現簽約面積13.5萬平方米，只是稍低於首2月的約14萬平方米，至於簽約金額則為11.1億元。值得一提的是，集團去年超額完成全年銷售目標，由原訂120億元升至133億元，管理層認為，今年的市況較去年好，旗下項目可提價5-10%，有信心達到今年200億元的銷售目標。

售價也按年跌17.9%至每平方米7,682元。究其原因，主要由於期內北京高端項目銷售佔比由2011年的28%下跌至17%，而天津的佔比亦跌至16-17%，但今年相信京津項目佔整體銷售比率將超過40%，故集團有信心今年毛利率將回升至30%左右。至於派息有所減少，主要希望預留資金作發展現有項目及投地。

由於集團去年積極投地，並持有多個項目，致令淨負債比率由2011年56%，大幅上升至99%。正因為新增項目為未來帶來的收益，仍未真正反映在業績中，故也是該股較具價值之處。另外，集團最新宣布透過全資附屬發行4億美元8.375%高級永續證券，



所得淨額約3.94億美元，將用作營運資金及一般企業用途，而樓盤資金逐步回籠，所以其財政狀況仍將保持健康狀態。該股現價市盈率約4.2倍，在同業中有偏低感，而息率則近7厘，回報則不俗。請開又講，該股0.16元人民幣的末期息將於4月19日除淨，週市弱股價回落部署上車，日後不難「財息兼收」，中線上望目標為年高位的3.81港元。

聯想整固期部署收集

紅籌國企 高輪 張怡

中資股在周三清明節公眾假期前續以個別發展為主，惟炒作的亮點卻見不太明顯，在短期市況趨於不明朗下，入市買股仍應以績優股為首選之材，當中聯想集團(0992)可算是其中之一。聯想去年全年累升逾35%，不但明顯跑贏大市，也屬主要強勢中資股之一。踏入2013年，該股仍先尋頂後整固的行情，曾創出9.07元的年內新高，而隨後的調整，在退至7.35元已獲支持，本周三以7.63元報收，今年以來共漲8.69%，論表現依然優於大市及紅指。

聯想走勢強勁，相信與其競爭優勢獲業界認同分不開。事實上，研究機構Gartner統計出2012年第三季全球PC出貨量衰退8.3%，但作為行業龍頭的聯想卻可續創高峰，錄得銷量7.9%增長，出貨量達1,410萬台，創歷史新高。據Gartner的統計，聯想更以些微的差距領先惠普成為全球最大的個人電腦製造商。另一方面，受惠於聯想旗下的內地智能手機業務有理想的表現，令季內純利按年大增33.5%至2.05億美元，下同)，創單季純利新高。收入按年增長12%至93.59億，毛利增長15%至11.01億，毛利率提高0.4個百分點至11.8%。

目前中國個人電腦滲透率不足30%，遠低於已發展國家水平，隨着內地加大推進城鎮化的力度，預計個人電腦市場將可望受惠消費力提升，所以在中國市場已執行業牛耳的聯想，其於相關板塊的前景仍可樂觀。至於集團旗下的智能手機，在內地的市佔率為14-15%，正力爭未來進一步搶佔市場，冀擁有與個人電腦業務相若的市佔率，即約35%。聯想現價預測市盈率約16倍，論估值仍不算貴，趁股價處整固期上車，博反彈目標仍睇年高位的9.07元(港元，下同)，惟失守7.35元支持則止蝕。

友邦呈強 購輪20996可取

友邦保險(1299)乃屬近期明顯走強的藍籌股，若繼續看好其後市攀高行情，可留意友邦美林購輪(20996)。20996現價報0.176元，其於今年9月30日到期，換股價為35.05元，兌換率為0.1，現時溢價7%，引伸波幅23.1%，實際槓桿9倍。此證雖為價外輪，但因期限較長，現時數據又屬合理，故續為看好正股的兼顧選擇。

投資策略

紅籌及國企走勢

港股觀望氣氛轉濃，預計中資股暫仍以個別發展為主。

聯想集團

旗下個人電腦及智能手機業務增長動力仍佳，現時估值亦屬合理，故料整固後仍有力回升。目標價：9.07元 止蝕位：7.35元

AH股 差價表 4月3日收市價 人民幣兌換率0.79902 (16:00pm)

Table with 5 columns: 名稱, H股代號, H股價(港元), A股價(人民幣), H比A折讓(%). Lists various stocks and their price differentials.

弱圓橫流 港股候低吸

全球關注的日本央行如何推動2%通脹目標的寬政策昨午揭盅，行長黑田東彥果然令市場預期更感意外的狂量寬規模，不僅提前實行無限寬量資產，每月買資產規模與美聯儲局相若，影響所及，日股未受隔晚美股急跌111點影響，反而承接周三勁升2.88%之勢，再急漲272點或2.2%，衝上12,634水平。區內股市則受美股拖累普遍下跌，印度跌1.55%、印尼跌1.18%，而韓股受局勢緊張升級而急挫1.2%。內地清明節假連休市兩天，港股昨休市後，今天復市將對日本狂量寬及歐央行議息後作出反應，在美股步入創新高後調整及空軍主導的技術弱勢下，近日22,200/22,500爭持區的下位支持將受考驗，倘失守，22,000/21,700會成另一支持區，基於日本狂量寬將引發新一輪利差交易的資金追求高資產回報，亞洲市場料成為弱圓橫流下受追捧市場，港股及內地A股料成熟錢部署低吸目標，遇急跌市，績優內銀、內險及資源、原材料股可作為中線收集對象。



內銀 透視

規範影子銀行 抑理財泡沫

中國銀監會下發了「關於規範商業銀行理財業務投資產運作有問題的通知」，對銀行理財產品提出了更嚴格精確的風險管理要求。

影響集中兩個層面

影響比較明顯的主要體現在兩方面：1.一一對應原則：商業銀行應實現每個理財產品與所投資資產的對應，做到每個產品單獨管理、建賬和核算。通知印發前已投資的達不到上述要求的非標準化債權資產，銀行應比照自營貸款，於今年底前完成風險加權資產計量和資本計提。

2.限額管理原則：商業銀行應當合理控制理財資金投資非標準化債權資產的總額，理財資金投資非標準化債權資產的餘額，在任何時點均以理財產品餘額的35%與商業銀行上一年度審計報告披露總資產的4%之間孰低者為上限。

短期利淡 長期利好

我們在今年月12日《更要關心各類融資工具背後的風險》提示了當前各類非信貸類融資的潛在風險，沒有料到銀監會行動迅速，很快就出台了理財產品的規範文件，這對當前直接融資要大發展、各類理財工具紛紛湧現的熱潮好像是澆了一點冷水，但無疑對銀行業更健康更高质量的發展理財及表外業務起到重要作用，短期泡沫式的理財高增長受到

一定壓制，但有利於中長期銀行業的發展，對中長期投資者有利。

信行民理財額超標

相對總資產的4%，理財產品餘額的35%是主要制約因素。之所以設定35%的門檻，我們估計可能是因為35%左右是行業平均水平。按照7.1萬億元的存量，估計存量非標準類理財產品在2.5萬億元(人民幣，下同)左右。估計部分中小銀行目前非標準類理財產品佔比超標，短期存在壓縮壓力。H股銀行中，估計中信銀行(0998)、民生銀行(1988)的比例超標。信行信貸類理財產品1,410億元，非標類1,515億元，而按照2012年末2,830億元理財產品餘額，信行的非標準類上限只有991億元。民行3季度的理財餘額大約為2,900億元，如果按照信行非標準類佔理財產品的比例粗略估計，民行有1,500多億非標準產品，也超過980億元的上限。招行(3968)略超一點，3-4個月內即可符合監管要求。

盈利和風險衝擊有限

對銀行盈利和風險的實質衝擊有限。銀行在過渡期內有足夠時間達標，為滿足客戶後續融資需求，銀行可以通過產品創新，重新設計標準類產品，轉由第3方代持，或是轉為表內。只是理財產品市場整體收益率將下降，從而吸引力和理財產品的增速將

交銀國際



民生銀行北京分行。資料圖片

放緩，但更為理性和可持續。轉為表內也會佔用資金和信貸額度。

料出台其他規範政策

雖然該政策對銀行實質影響有限，但考慮到以下潛在的不確定性，我們仍維持行業同步評級。(一)銀監會可能就影子銀行出台其他規範政策，政策累積下，將可能對社會融資總量預期和投資者的心理產生影響；(二)李克強總理表示金融改革要在推動利率和匯率市場化、發展多层次資本市場方面推出新的舉措，預計利率市場化進程將繼續較快推進。當然，目前估值已經較低，即使出台以上政策，股價下跌空間已經不大。目前H股銀行2013年動態PE和PB分別為6.10倍和1.09倍。短期內仍以防禦性為主，短期推薦順序為：中行(3988)、招行、重慶農商行(3618)、民行、信行長線買入評級。

比富達證券(香港)

應較為負面。

新能源汽車或添動力

筆者認為各有利弊。長期來看，新能源汽車將是未來汽車產業的發展方向，以解決中國目前的污染問題，這是毋庸置疑的。然而，短期來講，新能源汽車研發成本將會大幅增加，繼而拖低毛利率。目前仍未公布該款新能車是混合動力或純電動，該公司表示將於4月12日公布，預計第四季度登場。如銷售反應理想，說不準這計劃能為該股帶來另一個增長動力。

基於新能源車業務存在不確定性，但仍長線看好中國豪華車市場，華晨是全線汽車股中豪華車的代表，所以筆者仍保持長線買入華晨的觀點，惟需調低12個月目標價至11元(港元，下同)，可待調整至8元附近長線持有，相等於2013年預測市盈率10.5倍。短線部署方面，目前股價已經跌至250天線8.6元附近，加上14RSI已經進入超賣區，可嘗試短線博反彈至9.3元(周三收市價8.77元)。

證券 推介

華晨跌幅大 長短線皆宜

近期汽車股板塊全線下跌，單計3月份，一眾汽車股平均跌幅逾12%，當中華晨中國(1114)應該是跌幅之冠，以3月份高位11.28元算，至今跌幅高達23%。近期急挫主要原因是2012年下半年業績未如市場預期般高，市場預期下半年盈利為10.09億元(人民幣，下同)，結果盈利只有9.68億元，環比倒退27%。但事實上華晨去年全年盈利高達23.01億元，較2011年的盈利仍增長27%。所以，其業績已算是交足功課，惟市場早前預期過高，股價在過往期間已累積一段升幅，才導致近期急挫回調。加上，市場預期該股進入新能源汽車市場後，將增加其研發成本影響毛利率，亦是加速該股跌勢的原因之一。上述兩個拖累股價的原因之中，後者的實質影響性比較大；然而，長期來講，筆者仍較為看好華晨在豪華車市場的發展。

合營業務。

寶馬合營業務表現強勁

去年寶馬合營為華晨帶來23.25億元淨利潤，佔總盈利101%，反映自家品牌客車業務錄得微虧。寶馬業務表現強勁，去年該業務錄得同比增长35%，淨利潤率由2011年8.7%提升至2012年12.6%。今年華晨寶馬的銷售目標為20萬輛，相當於按年增長24%。今年的銷售目標增幅雖較去年低，令市場失望，惟此增長率仍非常可觀。過去10年中國汽車市場增長迅速，預計未來增速將稍放緩，然而豪華汽車市場的增速仍較整體汽車市場為快。另外，華晨寶馬的第二個新廠房已於年初投產，預計年產量將有望達到40萬輛。華晨現準備加入新能源汽車市場，目前正研發一款具新能源功能的自主品牌汽車，市場對此計劃反

華晨2012年淨利潤23億元，盈利主要來自寶馬