

匯業證券策略師 岑智勇

板塊 拆局

## 水務股熱炒 粵海估值仍合理

今年的全國兩會(全國人大會議和全國政協會議)將分別於3月5日及3月3日開幕,會期大約兩周左右。會期公佈後,一眾憧憬受惠於國策的板塊,例如環保節能、醫療、石油等,都紛紛炒起。當然,本週要談的水利板塊,也是有機會受惠於政策的板塊。

大部分從事水利業務的公司,都能錄得盈利,個別公司如中國控股(0202)更錄得2.5倍的邊際利潤,遠勝其他同類公司。究其原因,是因為該公司除了經營自來水處理廠及污水處理廠的業務外,亦有涉足物業投資,以及在香港提供融資服務及證券投資的業務。正因如此,公司每年要為物業及證券投資重新估值,增加了盈利的波動性。再者,環保水務業務只佔公司盈利很少的比例,所以應該要剔出討論範圍。

除國中外,邊際利潤較高的公司還有粵海投資(0270)及中環環保(1363),兩者的邊際利潤分別為44.1%及46.2%。同樣地,粵海投資除了銷售淡水及電力業務外,也有經營其他業務,例如投資物業。因

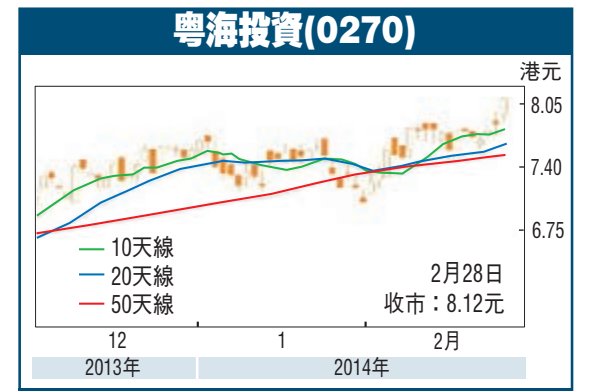
此,該公司的盈利水平亦會較波動,但由於供水業務是該公司的主要盈利來源,所以仍切合本文的討論範圍。

中環環保主要從事污水處理設施建設、污水處理設施經營服務、供應工業用水及提供熱服務,雖然其邊際利潤偏高,但公司於2013年9月才上市,上市時間不算長,仍需觀察。

## 邊際利潤高 ROE達16.36%

若以股東回報率(ROE)角度去看,粵海投資及中國水業(1129)的ROE都高於15%,分別為16.36%及16.16%。雖然兩者的ROE相若,但公司質素就大為不同。誠如上文提及,粵海的ROE主要由高邊際利潤帶動,而中國水業則是以高負債去高ROE。以估值去看,粵海的市賬率(PB)為1.96倍,而中國水業則為3.2倍;兩者比較,以粵海的估值相對合理。

至於近期熱炒的北控水務(0371),該公司主要經營



水處理服務、水環境治理建造及技術服務。該公司的邊際利潤達20%,奈何財務槓桿達3.38倍,而且市盈率及市賬率分別達44.4倍及21.4倍,估值明顯偏高。

事實上,多隻熱炒的水務股,現時的市賬都都升至偏高水平,再博上升的空間有限。加上全國兩會舉行在即,投資者不妨先佔估值過高者沽出,以鎖定利潤。

(筆者為證監會持牌人,無持有上述股份)

## 具競爭優勢 信達看高一線

紅籌國企 高輪 張怡

內地股市昨日以反覆向好為主,上證綜合收市報2,056點,升0.44%,而深圳綜合指更升1.43%。A股造好,這邊廂的港股經過周四勁升近400點後,大市昨晚變得較波動,惟最後仍能保持升市完場。港股投資氣氛尚好,中資股則以個別發展為主。個別股方面,中聯重科(1157)在追落後買盤推動下,走高至5.79元報收,升8.84%。至於比亞迪(1211)更創出51.8元的年內新高,收報51.2元,仍升8.13%。

比亞迪剛派發去年全年業績,錄得純利5.5億人民幣,大增5.8倍,其業績勝預期,加上消息面亦屬利好,都將有利其後市升勢延續。MSCI明晟環球標準指數系列之中國指數,納入中國信達(1359)及石業集團(1093)為成份股,沒有股份被剔出,並於昨日收市後生效。信達昨收升1.3%報4.68元。信達是於去年12月12日來港掛牌,當時的上市價為3.58元,而現價較上市價升達3成,表現不俗。值得一提的是,信達自上市後,已獲得多個重要指數納入成為成份股,對其日後晉身藍籌股行列亦屬有利,其後市造好潛力也不妨看高一線。

## 上望目標年高位5.53元

信達為內地處理不良資產管理公司的龍頭企業,截至2012年底,集團收購不良資產達1,106億元人民幣,市佔率達到35.5%,居四大資產管理公司之首。集團在處理不良資產的回報率,在2010年至2012年度和去年上半年度,集團不良資產經營的平均稅前回報率分別達到43%、44.5%、31.4%和30.4%(年化),可見業務表現相當不俗。儘管內行整體不良貸款率尚未顯著惡化,惟集團收入增長主要來自銀行以外機構不良貸款的增長,包括信託等銀行業務,故預期信達業務前景仍佳。現水平上車,上望目標仍離年高位的5.53元,惟失守4.4元支持則止蝕。

## 港股向好 購贖13363較可取

港股向好勢頭未變,若看好後市表現,可留意恒指瑞銀贖贖(13363)-13363昨收0.093元,其於今年7月30日到期,行使價為23,700,現時溢價6.22%。此證雖仍為價外證,但因數據較合理,交投也較暢旺,故續為可取的吸納之選。

## 投資策略

紅籌及國企股走勢

港股向好勢頭未變,續有利中資股後市表現。

中國信達

獲重要指數納入成份股,業務前景樂觀,料續有利股價表現。

目標價:5.53元 止蝕位:4.4元

2月28日收市價 \*停牌  
人民幣兌換率0.79233 (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(%)
浙江世寶	1057(002703)	3.23	19.82	87.09
山東墨龍	0568(002490)	2.13	8.39	79.88
洛陽玻璃	1108(600876)	1.34	4.89	78.29
京城機電股份	0187(600860)	2.19	6.35	72.67
東北電氣	0042(000585)	0.85	2.32	70.97
南京熊貓電子	0553(600775)	3.72	8.45	65.12
昆明機床	0300(600806)	2.14	4.73	64.15
天津創業環保	1065(600874)	4.00	8.81	64.03
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.10	2.31	62.27
儀征化纤股份	1033(600871)	1.65	3.25	59.77
山東新華藥業	0719(000756)	3.40	6.51	58.62
洛陽鉚鋸	3993(603993)	3.14	5.74	56.66
第一拖拉機	0038(601038)	4.92	8.84	55.90
上海石油化工	0338(600688)	2.32	3.74	50.85
晨鳴紙業	1812(000488)	3.06	4.35	44.26
上海電氣	2727(601727)	2.65	3.74	43.86
紫金礦業	2899(601899)	1.69	2.38	43.74
北京北辰實業	0588(601588)	1.81	2.50	42.63
東江環保	0895(002672)	28.50	38.94	42.01
大連港	2880(601880)	1.75	2.35	41.00
四川成渝高速	0107(601107)	2.14	2.79	39.23
中國銀行	0998(601998)	4.17	5.27	37.30
天康藥業	0991(601991)	3.12	3.92	36.94
中國冶	1618(601618)	1.31	1.64	36.71
鄭煤機	0564(601717)	4.58	5.68	36.11
兗州煤業股份	1171(600188)	5.57	6.55	32.62
中國鋁業	2600(601600)	2.78	3.21	31.38
中海集運	2866(601866)	1.92	2.19	30.53
比亞迪股份	1211(002594)	51.20	56.91	28.72
金風科技	2208(002202)	8.71	9.57	27.89
白雲山	0874(600332)	25.05	27.01	26.52
中煤能源	1898(601898)	3.97	4.27	26.33
廣汽集團	2238(601238)	7.20	7.72	26.10
廣船國際	0317(600685)	17.00	17.45	22.81
深圳高速	0548(600548)	3.42	3.50	22.58
安徽皖通	0995(600012)	3.98	3.92	19.55
中國遠洋	1919(601919)	3.34	3.26	18.82
民生銀行	1988(600016)	7.72	7.53	18.77
江西銅業	0358(600362)	13.46	12.96	17.71
中國南方航空	1055(600029)	2.70	2.59	17.40
東方電氣	1072(600875)	12.42	11.70	15.89
中國石油股份	0857(601857)	8.18	7.69	15.72
中海油田服務	2883(601808)	21.05	19.53	14.60
海通證券	6837(600837)	10.36	9.59	14.40
華電國際電力	1071(600027)	3.30	3.00	12.84
中國東方航空	0670(600115)	2.82	2.54	12.03
金隅股份	2009(601992)	5.78	5.11	10.38
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	1.82	1.60	9.87
新華保險	1336(601336)	24.55	21.53	9.65
長城汽車	2333(601633)	35.40	30.89	9.20
中聯重科	1157(000157)	5.79	5.00	8.25
海信科龍	0921(000921)	12.42	10.28	4.27
中海發展股份	1138(600026)	5.05	4.17	4.05
中興通訊	0763(000063)	16.44	13.15	0.94
復星醫藥	2196(600196)	27.65	21.75	-0.73
中國石油化工	0386(600028)	6.89	5.37	-1.66
中國集團	2039(000039)	18.94	14.72	-1.95
中國銀行	3988(601988)	3.26	2.51	-2.91
廣深鐵路股份	0525(601333)	3.52	2.68	-4.07
交通銀行	3328(601328)	4.98	3.79	-4.11
中國國航	0753(601111)	5.06	3.69	-8.65
招商銀行	3968(600036)	13.62	9.93	-8.68
建設銀行	0939(601939)	5.33	3.86	-9.41
工商銀行	1398(601398)	4.65	3.34	-10.31
中國南車	1766(601766)	5.84	4.17	-10.97
農業銀行	1288(601288)	3.29	2.33	-11.88
中國中鐵	0390(601390)	3.37	2.38	-12.19
青島啤酒股份	0168(600600)	58.35	40.82	-13.26
華能國際電力	0902(600011)	6.93	4.81	-14.16
中國交通建設	1800(601800)	5.42	3.72	-15.44
上海醫藥	2607(601607)	20.20	13.85	-15.56
中國證券	6030(600030)	16.10	10.83	-17.79
中國神華	1088(601088)	21.10	13.80	-21.15
中國鐵建	1186(601186)	6.44	4.02	-26.93
中國平安	2318(601318)	63.05	38.50	-29.76
中國人壽	2628(601628)	22.70	13.85	-29.86
中國太保	2601(601601)	26.65	16.09	-31.24
鞍鋼股份	2338(000338)	29.30	17.45	-33.04
瀋陽鋼鐵	0347(600098)	4.87	2.80	-37.81
江蘇寧滬高速	0177(600377)	9.88	5.52	-41.82
安徽海螺	0914(600585)	28.30	15.07	-48.79
經緯紡織	0350(000666)			

## 市底承接佳 3月市仍樂觀

聯儲局主席耶倫周四再開口,言論對股市有正面刺激,道指收市漲74點或0.46%,以科技股為主的納指更升0.63%。耶倫表示,如果美國經濟趨於疲軟,聯儲局將考慮調整減持量寬策略。美股有運行,亞太區股市也以普漲回應,其中又以印尼雅加達股市漲1.12%,表現較突出。恒指昨高開114點後,盤中曾出現倒跌,全日高低位為22,986/22,709,最後以22,836點收,升不足9點或0.04%,成交增至769億元。港股繼周四大幅抽升近400點後,市況昨於逼近23,000點雖出現回氣走勢,但好倉的承接力仍佳下,將續有利3月市進一步向23,000/23,500點推進。 ■司馬敬



股王騰訊控股(0700)昨日反覆市下依然是強勢畢呈,盤中再新高631元,收報622.5元,仍升6元或0.97%,成交則減至39.41億元。有報指,騰訊已委聘投資銀行,就入股網購平台京東商城進行評估;之前傳騰訊擬入股京東5%-6%,並把旗下購物網站易迅併入京東。騰訊愈愈有,擴大網購業務,對股價構成動力。騰訊高處不算高,大行也樂於錦上添花,有指再有大有升騰訊目標價,大和最新目標是710元,稍高於高盛的700元。

長和仔寶放榜,交出優良成績,特別是和黃(0013),去年盈利311.2億元,增20%;撤除物業重估及出售投資收益,核心盈利達310.28億元,升17%,派末期息1.7元,全年股息2.3元,較2012年增加10.58%。至於長實(0001)去年盈利352.6億元,增加10%,其中攤佔和黃的盈利貢獻為196.11億元。

## 誠哥海嘯千億投資睇得準

和黃業績省鏡,主要是歐洲業務「大躍進」佔39%,港佔11%,內地佔13%。歐洲3G業務貢獻急升,歐洲3集團的除稅前盈利(EBIT)大增54%,達到48.56億元,3G客戶總人數增加13%至2,660萬,而客戶基礎已過渡至非資助手機模式。可以說,和黃逾千億投資歐3G業務,經10多年堅持不

懈,終進入翻身年,未來項目提供百億貢獻亦非奢望。

講開又講,誠哥在08年美歐金融海嘯爆發後,實行審慎投資歐洲業務的政策,近四年投約千億併購基建、電力、環保業務,如今歐洲經濟已走出谷底,並穩步增長,長和系在歐洲的巨型投資已進入收末期。金融海嘯是歷史上罕有的超級風暴,誠哥當年聯準美歐央行及各國合力挽救避免金融系統崩潰及經濟大蕭條,到去年下半年,歐美經濟回升及問題機構回購政府注資,已反映出歐美已走出金融海嘯困境。

誠哥在這次重大戰役已勝券在握,昨日在記招再被問及會否退休,佯笑目前無意退休,仍有很多事情未做,仍在處理基金會及醫療等方面工作。當然,香港也正值普選的政治紛亂期,誠哥仍有發揮穩定力量的重大作用。

## 環保概念股輪動 君陽炒上

在昨日反覆市中,環保概念股輪動見輪動,電動汽車電池商的中聚電池(0729)繼周四炒高近32%後,昨進一步升至0.54元,再漲8%,成交達4.23億元,論鑊氣仍盛。此外,君陽太陽能(0397)見接力炒上,近高收0.081元,升0.015元或22.73%,成交金額達1.32億元。

## 大市 透視

2月28日,港股經歷了周四的突破性升勢後,在周五保持上攻的勢頭,恒指在盤中曾高見22,987,挑戰23,000關口。美聯儲主席耶倫在參議院發言,表示美國經濟受到惡劣天氣影響而出現走差,市場預期美國退市的步伐有放慢機會,消息刺激美股繼續做好,而標普500指數也再度向上突破創歷史新高。內地方面,上綜指連漲三日,周五再漲0.44%至2,056收盤,未能擺脫弱勢反彈的格局,要進一步升穿2,080圖表阻力位來扭轉弱勢。

## 指數股陸續創新高

恒指在周五出現震動上行的走勢,上攻勢頭保持完好,尤其是權重指數股有陸續向上突破創新高趨勢,大盤短期上衝動力有進一步加強的機會。恒指收盤報22,837,上升9點,主板成交量增加至769億多,而沽空金額錄得有76.8億元,沽空比例有9.98%。技術上,恒指仍處短期伸延浪當中,初部支持在22,300至22,500區間建立,估計有朝着23,200至23,500區域來進發的

## 證券 分析

## 業績強勁 信義玻璃可捧

信義玻璃(0868)公佈2013年盈利為35.2億元,按年升196%。若撇除因為分拆信義光能(0968)上市所錄得的13.2億元一次性收益,經常性盈利應按年升86%至22.1億元(每股盈利0.576元),與市場估計大致相符。公司同時派發末期息0.14元,若計入中期息0.13元後,全年的派息為0.27元,按經常性盈利計算相當於派息比率達47.2%,與公司過往的派息比率一致。

業務方面,汽車玻璃的收入及毛利分別享有7%及8%的穩定增長,而毛利率亦改善0.5個百分點至43.3%。受惠於政府大力推動節能用建材的應用及自2013年下半年開始新建築動工回暖的因素,low-E建築玻璃及浮法玻璃的業務環境皆有重大的改善。其中low-E建築玻璃的收入及毛利分別按年升37%及47%,而毛利率由37%擴闊至40%。由於需求反彈令行業的供需關係得到舒緩,浮法玻璃業務的收入按年

## 新股 透視

港股回升,新股市場轉熱。昨日(28日)招股的新華金控(3903)為內地最大的信用擔保公司及第二大微貸款公司,曾為約2萬家小微企業提供信用擔保及融資方案,主要收入來自擔保及諮詢費(去年首10個月收入佔比59%)及利息及手續費(佔41%)。

## 內地財仔 瀚華金控可留意

港股回升,新股市場轉熱。昨日(28日)招股的新華金控(3903)為內地最大的信用擔保公司及第二大微貸款公司,曾為約2萬家小微企業提供信用擔保及融資方案,主要收入來自擔保及諮詢費(去年首10個月收入佔比59%)及利息及手續費(佔41%)。

## 主攻小微企 盈利快速增長

內地中小企融資需求強勁,研究機構歐睿預料小額貸款於2017年前可維持20%以上的年均增長。惟內地銀行貸款偏重於大型及國有企業,未能滿足中小企的需要,衍生出中小企對融資擔保及貸款的強勁需求,有利主攻小微企的瀚華發展。瀚華紮根重慶、四川,近年不斷做强做大,一方面把業務擴展至遼寧、北京、上海、深圳等地。另一方面,把註冊資本提升至30億元人民幣,為過去盈利快速增長帶來支持,公司2010至2012年淨手續費及利息收入複合年增長88.5%。而公司目前融資擔保額的資產淨值槓桿比率僅5.3倍,低於法律上限之10倍,而小微貸款實收資本槓桿比率為1.5倍,未來仍有上升空間。上市集資所得七成計劃用於小微貸款業務,兩成用於信用擔保業務,增強資金實力,以推動盈利進一步向上。

## 防經濟欠佳時違約風險高

惟需留意,公司超過51%的擔保額,及90%的小微貸款都沒有抵押品作抵押,於經濟欠佳時,違約風險亦高。於2012年起內地經濟增長放緩,中小企經營環境轉差令違約個案增加,其資產質素亦顯著惡化,擔保業務的違約率及損失率分別由2011年之0.4%及0.2%,增加至2013首10個月之1.4%及1.1%,損失對收入比率由3.5%升至18.8%,而小微貸款的減值貸款率亦由0.7%增至2.6%,損失對收入比率由6.7%升至16.6%,宜留意壞賬增加的趨勢會否持續。整體而言,瀚華金控於小微企信用擔保及貸款市場有領導地位,不妨留意。

## 浮法玻璃產能年底將增27%

展望將來,本行相信各業務的毛利率在2014年將有輕微改善,惟擴闊幅度將會低於2013年。因此盈利增長的主要來源將來自產銷量的增長。公司營口項目第1期的兩條浮法玻璃生產線在2014年第1季已經開始營運,而另外兩條位於德陽的生產線亦正在興建,預計在2014年第3季落成投產。全年計信義玻璃的浮法玻璃產能在年底將有27%的增長。同一時間,汽車玻璃及low-E建築玻璃今年的年產能亦預期分別增加10%及40%。

管理層指出此兩業務本年至今的訂單表現非常理想,其中low-E玻璃的訂單已排至120天,而以往的平均水平為40天,這主要是由於市場對節能用建材的需求增加所致。另外,信義玻璃最近成功上調浮法玻璃的產品價格,反映在經過一個疲弱的2013年第4季後,浮法玻璃的供需關係已開始得到改善。

## 訂單表現理想 產品價上升

本行將2014年的盈利預測輕微上調3%至24.2億元(每股盈利0.62元),以反映2014年較預期高的建築用玻璃產量增長。若以相同業務計,即計入信義光能作為聯營公司的收入,以及撇除分拆業務的一次性收入,2014年的每股盈利增長達20%。股價現時相當於11.0倍2014年市盈率及4.2%股息率,本行認為估值並不昂貴,因中國正在加快淘汰落後玻璃產能的步伐以減低污染水平,這將令到玻璃行業的供應過剩情況得到改善。重申買入評級,目標價不變仍為8.9元,相當於14.5倍2014年市盈率。市場共識目標價為8.76元。

## 國浩資本

想,其中low-E玻璃的訂單已排至120天,而以往的平均水平為40天,這主要是由於市場對節能用建材的需求增加所致。另外,信義玻璃最近成功上調浮法玻璃的產品價格,反映在經過一個疲弱的2013年第4季後,浮法玻璃的供需關係已開始得到改善。

## 國浩資本

本行將2014年的盈利預測輕微上調3%至24.2億元(每股盈利0.62元),以反映2014年較預期高的建築用玻璃產量增長。若以相同業務計,即計入信義光能作為聯營公司的收入,以及撇除分拆業務的一次性收入,2014年的每股盈利增長達20%。股價現時相當於11.0倍2014年市盈率及4.2%股息率,本行認為估值並不昂貴,因中國正在加快淘汰落後玻璃產能的步伐以減低污染水平,這將令到玻璃行業的供應過剩情況得到改善。重申買入評級,目標價不變仍為8.9元,相當於14.5倍2014年市盈率。市場共識目標價為8.76元。