

證券分析

國浩資本

# 蒙牛利潤率提升存疑

自本行2014年4月14日給予沽售評級後，蒙牛乳業(2319)的股價已下跌逾15%，跑輸恒生指數15.7%，已達到我們之前的目標價。股價下行主要源於消費需求疲弱及公司不同業務板塊正面臨經營風險。

由於消費慾望不振及來自較國產產品存在價格優勢的進口產品的競爭日趨激烈，市場對國產液態奶的需求正呈現低迷。在這種情況下，國產品牌近期加大了折扣力度及廣告費用的投入以刺激購買力。為了解決高庫存的問題，蒙牛的高端高溫液態奶產品特蘇蘇推出了促銷活動。早前，管理層就預期2014年

產品價格沒有上調的空間。故就算公司不斷優化產品結構，在需求減弱及促銷活動增加的背景，我們開始懷疑其2014年提升利潤率的能力。

蒙牛於2013年8月完成對雅士利(1230)的收購，並持有其76.58%的股權。雅士利成為蒙牛經營嬰幼兒配方奶粉的主要平台。2013年下半年，雅士利的淨利按年跌42.6%之後，預期2014年的恢復情況仍未算理想。公司主要於低級城市的商超渠道分銷產品。大量進口嬰幼兒配方奶粉品牌進行渠道下沉並通過網購平台進入低級城市的市場。商超渠道亦持續被母嬰店及電商搶走市場

份額。

## 旗下雅士利面臨經營挑戰

雅士利正面臨經營上的挑戰，這可能致使其市場佔有率下跌並對利潤率產生壓力。基於市場共識，公司2014年的預測淨利將按年下滑2.5%至人民幣4.28億元。雖然分析員於過去4周已將盈利預測下調19.3%，但我們認為下跌風險依然存在。對於嬰幼兒配方奶粉的業務板塊，蒙牛的附屬公司君樂寶新推出的產品取得了初步的成功。這一消息使我們興奮，但規模的建立仍然需要時間。面臨疲弱的消費需求、來自進口高



# 重行有力浮出「水面」

## 紅籌國企高輪

張怡

人行繼續回購操作，加上料新股活動鎖定資金逾3,000億人民幣，上證綜指繼周四急挫1.55%後，昨反彈動力依然欠佳，尤其是早市受重慶股行A股(601398.SS)除息拖累，低見2,010，惟最後輕微倒升完場，收報2,026，升0.15%。A股跌勢放緩，港股在連跌4日後，大市昨日也告反覆偏好，而觀乎中資股續以個別發展為主。內銀股之中，哈爾濱銀行(6138)獲准降存準金率0.5個百分點，股價以全日高位的3.02元收報，升0.23元，升幅為8.24%，創出上市以來新高。

哈行是於今年3月底來港上市，上市價為2.9元，換言之，已因昨日急升，成功浮上「水面」。重慶銀行(1963)日前公布，由於該行符合「三農」和小微企業貸款佔比的有關規定，其存款準備金率已由周一(16日)起獲下調0.5個百分點至17.5%。據悉，獲下調存款準備金率的銀行須符合以下條件：去年新增涉農/小微貸款佔全部新增貸款比例超過50%，且去年末涉農/小微貸款餘額佔全部貸款餘額比例超過30%。

## 市帳率0.86倍仍偏低

重行昨收5.25，升0.18元，升幅為3.56%，成交276.6萬股，交投雖不算暢旺，但因二三線內銀炒味轉濃，該股仍「潛水」，故不妨加以留意。重行是於去年11月6日來港掛牌，上市價為6元，現價市盈率3.79倍，而今年預測市盈率略升至4倍，在同業中仍處偏低水平。此外，重行每股帳面4.983元人民幣(約6.07港元)，市帳率(PB)約0.86倍，也具吸引。就股價技術走勢而言，其已企於多條重要平均線，論走勢已呈強。現水平伺機上車，目標價仍睇上市價的6元，惟失守50天線支持的4.85元則止蝕。

## 中移購輪 14593 較可取

中移動(0941)昨收報75.85元，升0.46%，表現跑贏大市。若繼續看好該股後市表現，可留意中移瑞銀購輪(14593)。14593昨收0.092元，其於今年10月3日到期，換股價為80.93元，兌換率為0.1，現時溢價7.91%，引伸波幅18.73%，實際槓桿18.44倍。此證雖仍為價外輪，但因數據尚算合理，交投也較暢旺，若正股有力再升，此證也可望跟貼上好。

## 投資策略

### 紅籌及國企股走勢

港股整固形態未變，料中資股續以個別發展為主。

### 重慶銀行

受惠中央「降準」，估值仍偏低，料後市有力重返上市價。  
目標價：6元 止蝕位：4.85元

6月20日收市價 * 停牌				
AH股 差價表 人民幣兌換率 0.80322 (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)	6.71	20.07	73.15
山東墨龍	0568(002490)	3.57	8.37	65.74
洛陽玻璃	1108(600876)	3.72	7.28	58.96
東北電氣	0042(000585)	1.29	2.26	54.15
洛陽鉚接	3993(603993)	3.98	6.58	51.42
京城機電股份	0187(600860)	3.35	5.51	51.17
天津創業環保	1065(600874)	4.88	7.96	50.76
山東新華製藥	0719(000756)	3.24	5.27	50.62
昆明機床	0300(600806)	2.60	4.21	50.40
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.35	2.18	50.26
東江環保	0895(002672)	26.00	41.09	49.18
上海石油化工	0338(600688)	2.10	3.08	45.24
經緯紡織	0350(000666)	6.80	9.81	44.32
第一拖機股份	0038(601038)	5.07	7.25	43.83
大連港	2880(601880)	1.80	2.37	39.00
晨鳴紙業	1812(000488)	3.25	4.17	37.40
北京北辰實業	0588(601588)	1.89	2.42	37.27
紫金礦業	2899(601899)	1.75	2.16	34.92
上海電氣	2727(601727)	3.10	3.79	34.30
大唐發電	0991(601991)	2.93	3.55	33.71
四川成渝高速	0107(601107)	2.44	2.74	28.47
金隅股份	2009(601992)	5.03	5.62	28.11
民生銀行	1988(600016)	6.97	7.71	27.39
中國中冶	1618(601618)	1.53	1.69	27.28
兗州煤業股份	1171(600188)	6.06	6.66	26.91
鄭煤機	0564(601717)	4.41	4.70	24.63
白雲山	0874(600332)	22.85	24.34	24.60
比亞迪股份	1211(002594)	43.80	46.60	24.50
中海集運	2866(601866)	1.97	2.09	24.29
中國鋁業	2600(601600)	2.83	2.99	23.98
金風科技	2208(002202)	8.95	9.33	22.95
江西銅業股份	0358(600362)	12.08	11.88	18.33
中煤能源	1898(601898)	4.07	3.95	17.24
中國遠洋	1919(601919)	3.02	2.93	17.21
中國南方航空	1055(600029)	2.34	2.26	16.83
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	1.61	1.53	15.48
中國東方航空	0670(600115)	2.42	2.27	14.37
中海油田服務	2883(601808)	19.20	17.67	12.72
中信銀行	0998(601998)	4.67	4.28	12.36
海科龍	0921(000921)	9.33	8.47	11.52
廣深鐵路股份	0525(601333)	2.80	2.51	10.40
東方電氣	1072(600875)	13.00	11.60	9.98
深圳高速公路	0548(600548)	3.92	3.48	9.52
長城汽車	2333(601633)	29.80	26.26	8.85
安徽皖通公路	0995(600012)	4.92	4.27	7.45
廣汽集團	2238(601238)	8.75	7.55	6.91
中海發展股份	1138(600026)	4.70	3.97	4.91
中集集團	2039(000039)	14.86	12.54	4.82
新華保險	1336(601336)	24.50	20.64	4.66
中興通訊	0763(000063)	15.38	12.78	3.34
中聯重科	1157(000157)	5.39	4.41	1.83
中國銀行	3988(601988)	3.47	2.75	-1.35
中國石油股份	0857(601857)	9.71	7.56	-3.16
海通證券	6837(600837)	11.76	9.05	-4.37
上海醫藥	2607(601607)	15.74	11.99	-5.44
中國南車	1766(601766)	5.80	4.37	-6.61
中國國航	0753(601111)	4.45	3.24	-10.32
交通銀行	3328(601328)	5.33	3.84	-11.49
建設銀行	0939(601939)	5.85	4.14	-13.50
工商銀行	1398(601398)	4.93	3.45	-14.78
華電國際電力	1071(600027)	4.33	2.98	-16.71
中國中鐵	0390(601390)	3.72	2.56	-16.72
中國交通建設	1800(601800)	5.41	3.70	-17.44
農業銀行	1288(601288)	3.68	2.51	-17.76
中國石油化工	0386(600028)	7.49	5.09	-18.19
招商銀行	3968(600036)	15.10	10.21	-18.79
中國鐵建	1186(601186)	6.76	4.55	-19.34
青島啤酒股份	0168(600600)	59.75	40.12	-19.62
中國人壽	2628(601628)	21.00	14.05	-20.05
中信證券	6030(600030)	17.04	11.30	-21.12
復星醫藥	2196(600196)	29.00	19.22	-21.19
華能國際電力	0902(600011)	8.43	5.58	-21.35
中國太保	2601(601601)	27.60	18.04	-22.89
中國平安	2318(601318)	61.55	40.03	-23.50
中國神華	1088(601088)	22.45	14.52	-24.19
江蘇寧滬高速	0177(600377)	9.12	5.88	-24.58
鞍鋼股份	0347(000898)	4.82	2.90	-33.50
瀋陽藥機	2338(000338)	29.55	17.61	-34.78
安徽海螺	0914(600585)	26.70	15.67	-36.86
廣船國際	0317(600685)	*	*	*
南京龍貓電子	0553(600775)	*	*	*
儀征化纤股份	1033(600871)	*	*	*

# 上落市悶局 資金「炒新」

美股道指繼周三急漲近百點後，周四續見持穩，收市再升近15點，而標普500指數則升0.15%，更創盤中與收盤新高。美股保持升勢，不過亞太區股市昨日則互有升跌，其中首爾跌達1.3%，報1,968，創逾1個月低位；紐股跌0.91%，均為區內表現最差的市場。至於上證綜指於周四急跌1.55%後，昨微彈0.15%。港股高開31點後向上，在濠賭股反彈領漲下，恒指最多升117點，其後升幅緩步收窄，收市報23,194，升26點或0.11%，成交稍增至510億元。現貨月期指全日大部分時間輕微高水，收報23,171點，倒退24點，轉炒低水23點。下周為現貨月期指結算周，在本周好友佔主導下，料大市會在23,100至23,400點的區間內尋求突破。

美聯儲主席耶倫稱將堅持低利率政策，加上上周首次申請失業救濟等數據表明美國經濟持續復甦，對穩定金融市場有利。不過，港股連跌4日後僅微幅反彈，反映上落市格局未變。板塊方面，近期備受壓力的濠賭股見回勇，兩大藍籌濠賭股昨均現較佳的反彈走勢，金沙(1928)旗下金沙廣場宣佈新增15萬平方呎零售空間開幕，股價曾高見55.3元，收報54.6元，仍升1.25元或2.34%；銀娛(0027)則揚1.777%。

對於澳門金管局計劃進一步限制中國銀聯卡在賭場內使用，封堵資金流入澳門賭場。澳門金管局在回應媒體採訪時表示，中國銀聯卡早已禁止銀聯卡在博彩行業使用，金管局方面亦將進一步加強收單業務的風險管理及持續客戶盡職審查。有關方面明顯加強了對賭業的監管，估計短期難免會窒礙投資者的高追意慾，而賭場未來的收益變化，則仍待稍後公布的營運數據評估，在行業消息面仍然冷淡下，料板塊股份繼續炒上落的機會較大。

金礦業(1818)及靈寶黃金(3330)分別揚6.84%及2.54%。招金被視為最受惠惠金價上升的股份，其昨日發力湧高至4.53元收報，升0.3元。伊拉克亂局未有緩和跡象，地緣避險情緒升溫，料鑽金金價有支撐，較落後的金礦股，這次的炒作相信不會像之前那樣短癮，招金反彈空間可看高一線。

世界盃期間，股友無心戀戰，整體市況暫難擺脫悶局，不過尋寶熱則仍見持續，個別半新股便成為資金落錘對象。事實上，內地淨水器服務供應商的浩澤淨水(2014)，於周二上市後，便一直企於上市價的2.7元樓上，於周四曾出現較大的波動，高見3.22元，昨則收3.11元，升0.14元或4.71%，成交7,510萬元，較周四為減少，但貨源似漸趨穩定，料後市不難續有高位可見。

資金「炒新」，剛於周四登場的綠色動力環保(1330)，掛牌兩日鎊氣都頗盛，昨再破頂，近高收4.11元，全升0.34元或9.02%，成交2.88億元。綠色動力為內地垃圾焚化發電商，是次來港上市共發售3億股H股，公開發售獲52倍超額，認購一手中籤率僅50%；股份以高於招股範圍(3-3.7元)中位數的3.45元定價。新能源股早前曾為市場熱炒板塊之一，因業務有國策支持，故龍頭企業多享有高估值，該股買盤動力不俗，有望成為焦點股之一。

**數碼收發站**

司馬敬

**伊拉克亂局 金礦股回勇**

周四紐約8月期金升3.3%，錄4月14日以來最高，刺激金礦股昨日造好，紫金礦業(2899)及中國黃金國際(2099)分別升2.94%及2.35%；招

## 大市透視

6月20日。港股大盤仍處於震動調整的周末，尤其是在周末假期前夕，市場淡靜氣氛更見明顯，謹慎態度未能盡去。總體上，我們對於港股後市走勢維持正面看法，港股戰年內最高位23,469的機會。

已建立形成輪動態勢

目前，權重股板塊，包括內銀股、石油化工股以及香港地產股，已建立形成了輪動的態勢，可以給到大盤帶來維穩推動效力。而值得注意的是，資金有流入香港的趨勢，港匯從6月份開始走強，目前已升近7.7500的強方保證，這對於港股來說，會是利多的正面因素。

中資股依然是多空對戰的主戰場，而內地A股的表現，會是關鍵影響因素。上綜指連跌三天後，在周五終止跌勢，微升0.15%至2,026收盤。內地拆息持續高企不下，依然是短期困擾因素。然而，隨著滬深300股期貨交割後，估計對於盤面構成的技術性沽壓將有所舒緩。另外，上綜指亦已回壓至貼近2,000政策底，在內地逐步放鬆銀根的背景下，相信A股在現水平的承接力將可增強。如果上綜指能夠回企至2,050以上，可發出較明確的回穩信號。

**強勢股可優先留意**

葉尚志 第一上海首席策略師

## 新股透視

守穩23000上續可看好

恒指在周五繼續反覆震盪行情，未能打破悶局，但估計已到了關鍵時間窗口，期指市場即將結算，可能是催化突破走勢出現的因素。恒指收盤報23,194，上升26點，主板成交量有510億多元，而沽空金額錄得有44.1億元。技術上，恒指的支撐開口仍見於23,000水平，守穩其上，穩中向好模式可望保持延續。操作方面，我們建議可以優先關注一些已率先出現突破的強勢股品種，如在6月份創出了52周新高的，包括中外運(0598)、復星國際(0656)、東江環保(0895)，以及舜宇光學(2382)等等，股價在悶市當中仍能率先向上突破，是資金流入推動的最好證明，可以關注股價回整時的吸納機會。(筆者為證監會持牌人)

## 新鴻基金

金茂拓高端 息率逾8.5厘

新股混戰，商業信託金茂投資(6139)以高息突圍。公司是由母公司方興地產(0817)分拆出來的酒店業務，核心資產包括位於上海核心地段的甲級寫字樓金茂大廈(佔上市資產總值46%)及位於上海、北京、深圳、三亞、麗江等地的高端酒店。公司走高端路線，旗下所有酒店皆與國際知名酒店營運商如Marriott萬豪、Hyatt凱悅、Hilton希爾頓、Starwood喜達屋合作。

內地經濟增長放緩，且三公消費被限制，經營高端酒店的金茂亦難免受到影響，旗下酒店加權平均租用率由2011年之71%跌至2012年之65.8%，2013年回升至67.6%，但金茂大廈的辦公室及零售店舖的出租率均維持高水平(2012年辦公室最低為97%，2013年回升至98.7%，零售區連續兩年為100%)，且收入由2011年之5.3億港元遞增至6.2億港元，為期內總收入帶來支持。公司2011至2013年總收入為26.9億、26.5億及26.3億元。2014年底前將有兩家酒店—北京金茂萬麗酒店及麗江金茂悅酒店開業，料可添增長動力。

較適合長線息客

金茂為商業信託，有最低分派保證，2014年及2015年度分派可供分派收入之100%，其後財年則降至90%。招股書披露，2014年每個股份合訂單位分派(DPU)為24.1港仙，以5.35港元至5.65港元的發售價計算，年度化分派回報率達8.5至9厘，亦屬可取。金茂的收入相對穩定，股價上市後短線上升動力未必太大，較適合長線息客。

## 板塊 拆局

# 利錢高 財仔行業吸引

渣打銀行(2888)早於今年初便打算出售非核心業務，包括為在香港市場甚為進取的安信信貸。據外國媒體報道，渣打出售安信信貸的競投已去到最後階段，市傳共有5個競投者，包括周大福、凱雷投資集團、亞洲聯合財務、日本新生銀行及Pepper Australia (PA)，傳聞中的估值介乎5億至7億美元。

然而，所謂「有人辭官歸故里，有人漏夜趕科場」，正當渣打銀行打算出售安信信貸之時，近期卻相繼有新競爭者加入市場。先有香港教育(1082)於6月13日宣佈以85萬元收購一間財務公司；隨後TOM集團(2383)與紅杉資本於6月16日，以1.08億元注資互聯網金融科技公司WeLab，雙雙涉足貸款業務。

金管局關注銀行私貸風險

為甚麼香港教育及TOM集團亦會「不務正業」，相繼進入貸款市場呢？相信與金管局關注銀行私人貸款業務的風險有關。金管局於年初對銀行進行壓力測

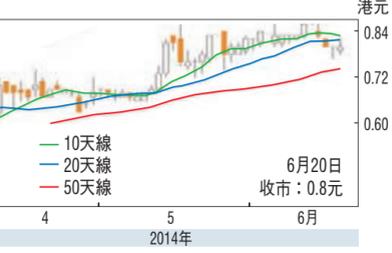
試後，曾表示關注香港私人貸款上升過快，2013年的數字達到3700億元，佔GDP的16.3%，遠高於2000年時的9.9%。為此，金管局已向銀行發出通告，要銀行加強私人貸款的風險管理。

雖然金管局已表明並非打壓銀行的貸款增長，僅希望有關貸款具可持續性，但或多或少也會影響到銀行的私人貸款業務。香港金管局2014年第1季的信用卡貸款調查指出，信用卡應收帳款總額於2014年第1季減少6.7%至1,101億港元，同期轉期金額(即客戶利用信用卡借取的金額)於季內輕微減少1.2%至184億港元。

上述數據，正好反映銀行在香港的貸款業務出現放緩。然而，由於市場需求仍在，相信為銀行以外的機構帶來商機，例如財務公司，相信這是吸引香港教育和TOM集團等進入市場的原因。

事實上，在香港上市公司之中，也有從事貸款業務的公司，例如香港建屋貸款(0145)、AEON信貸財務(0900)、香港信貸(1273)及靈華押業信託(1319)等。這

## 香港建屋貸款(0145)



些公司的特點是股東回報率(ROE)不俗，全都錄得11%或以上；而且邊際利潤偏高，其中香港信貸及靈華押業信託的邊際利潤分別為52.3%和42.9%，利錢甚高，相信也是吸引更多公司加入市場的原因。

美國聯儲局於周內議息後，上調了未來兩年的息口預測，似乎釋放出會提早加息的訊號。若美國加息的話，香港很大機會也會跟隨，令銀行和財務公司的經營環境改善，有利盈利和股價表現，值得繼續留意。(筆者為證監會持牌人，無持有上述推介股份)