

內地經濟放緩無可避免

□吳小野

營綜合購物百貨公司及其他零售店，包括超市、折扣店、家居廣場、百貨公司及網上零售店等等。2008年公司全購深圳永旺，擴大永旺於國內的版圖。目前公司在港有6間吉之島百貨公司、5間超市、21間生活廣場、4間日式便當專門店及1間高檔精品超市。於廣東省六市（廣州、東莞、深圳、佛山、中山及珠海）分別設有百貨公司及超市，順德及惠州開設購物中心。永旺在最近數年不斷擴張，成績有目共睹：2011年上半年總收益達32.44億元，比2010年同期增長5.91%；下半年總收益34.43億元，增長加快至13.11%，令全年總收益達66.86億元，比前年增長9.5%，增長主要原因是下半年於香港荔枝角開設旗下第二大旗艦店，以及在廣州增添兩間新店所致。永旺於2010年以3.1億元代價收購葵涌威信物流中心，以此作為中央配送及加工設施。根據獨立估值師估值，購入的大廈應值3.3至3.4億元，已訂的租賃協議於2013年3月尾屆滿，以月租160萬計，年回報超過6%。由於大廈估值上升，購入後不足一年已為公司帶來驚喜，可見管理層眼光獨到。2011剛公布盈利為4.54億元，增長42%，即使扣除投資物業的公允值收益8626萬元，增長仍達15%，

成績十分亮麗。現價每股盈利1.56元，以上周收市價22.5元計，市盈率14.41倍，扣除物業公允值收益每股盈利1.42元，市盈率15.89倍。

永旺管理層眼光獨到

由2006年至2010年計，永旺的平均市盈率為20.92倍，最低為2007年的14.95倍，如果以最低市盈率計現在最吸引股價約21.17元。同業利福（01212）普通及灘薄市盈率分別17.14倍及17.29倍，比永旺遜色。市值計利福是永旺的5.5倍，資產淨值計亦約是這樣倍數，但以營業額計利福還不及永旺，因為利福盈利大部分依靠銅鑼灣崇光及物業方面的收益，可謂「一隻養全家」，但後者則不斷擴充，於荔枝角及廣州等新區大放異彩，永旺前景明顯較佳。利福股息率2.33厘，與永旺的2.39厘相若，然而前者派息比率一直約4成，後者是5成，至2011年才降至約4成。永旺有別於利福背負達數十億計有擔保債券，未來永旺更具派息空間。現價22.5元可吸一注，待21.2元再入。由於交投不多，買永旺只宜中長線投資。

人在缸湖

中國公布第一季國內生產總值為8.1%，比預期8.3%為少。自溫家寶總理於第十一屆人大第五次會議指出今年經濟增長目標為7.5%時，市場已接受中國經濟出現放緩是客觀事實，只要看看各個領域的表現便可知曉：出口增長因歐美經濟疲弱而下滑、息口及存款準備金率維持不變，難以吸引商營機構進一步加大投資、通脹3.6%市民捉襟見肘，消費增長開始放慢。作為經濟動力的三頭馬車：出口、投資及消費均現疲態，所以中國經濟減速是無可避免，問題只是軟着陸還是硬着陸。

經濟三頭馬車現疲態

在這種情況之下，對經濟敏感行業如內銀及內房股要暫避，因為即使經濟軟着落，這些行業必首當其衝。雖然中國今年經濟表現未完全明朗，投資機會還是有，今次研究對象是百貨股永旺（香港）（00983）。永旺於1987年成立，1994年上市，主要業務為經

財經縱橫

□趙令彬

中國今年首季GDP增長8.1%遜預期，引起了各方議論。自去年初起GDP增長逐季下行，由首季的9.7%跌至末季的8.9%而破九，今年首季再跌至近八，若跌勢持續下季便可破八。目前經濟狀況及動向為何，和應採何種策略應對等都值得探討。主要問題是GDP增長下行是否已形成了趨勢，從而驗證了軟着陸的預測？對此目前尚難判定，若如一些評論指增長將於首季見底，意指下季增長會止跌甚至回升，則下行之勢便暫難成立。對此問題除了要讓時間解答外，還可藉由尋求增長放慢的原因中進行探索。當然，原因中自包括政策因素。

對增長放慢的具體情況須從多個角度審視。按產業分以第一產業增長3.8%較為正常，反映農業表現良好，肉類增產達4%還有助穩定物價。第二、三產業的增長（分別為9.1%及7.5%）則屬偏低，尤其工業增長放緩乃GDP增長偏低的重要原因。首季工業的11.6%增長顯著低於近兩年表現，其中還有幾個結構性特色：（一）出口交貨值只增7.4%，外資企業只增6.4%均屬偏低，反映了外需不振的影響。（二）東部地區只增8.9%亦屬偏低，反映了外資及出口較集中所帶來的不良影響，在外需不振時打擊較大。此外，東部成本上升較多也加快了產能外移，中部在承接轉移中受益尤多，令工業增長16.9%。西部表現亦好，增長達14.5%。（三）重工增長11%低於輕工的13.2%，扭轉了近年「重快輕慢」的格局，反映了重點投資及消費項目的放緩。首季汽車無增長，反映在刺激軍事政策取消後銷情轉淡。鋼材、水泥及有色金屬等增長均不高於7%，則反映基建及住房投資減速。

GDP增長放緩的情況，還可從增長動力源「三頭馬車」的變化中看出。有估計指消費對GDP增長貢獻76%，投資34%，而淨出口拉低了近10%。首季外貿錄得順差七億美元，數額雖微卻已比去年首季的10億逆差好，減輕了淨出口的拉低幅度，但仍比去年全年的拉低幅度約半成為差。內需方面，投資明顯表現較弱，以致貢獻只約為消費的一半。投資放慢有兩大原因：房地產及基建投資轉冷。首季地產投資增23.5%，比上年全年回落四個多百分點，住宅投資增19%，回落更多達11個百分點，樓市降溫的表現十分明顯。與此同時，基建投資增幅低於總投資的20.9%乃近年少有現象，其中對電熱氣水供給的投資約為18%，其他的基建更下降2%，主要是因溫州事故後鐵路建設停頓，導致全年鐵路投資大降近42%。

由上述可見，首季GDP增長動力已高度失衡：除過度依賴內需外，內需中又過度依賴消費。

個股篩選

德銀維持蒙牛買入評級

德意志銀行發表研究報告指，蒙牛乳業（02319）新任總裁孫伊萍曾於國企任職，並於飲食行業有多年經驗，相信她能勝任蒙牛集團的職務。研究報告預計，蒙牛的公司架構、文化及發展策略，不會有太大改變。德銀維持蒙牛「買入」投資評級，因蒙牛於食品安全問題發生後，銷售恢復速度良好。報告指，中糧集團現為蒙牛的最大股東，持股近28%，而新任總裁孫伊萍曾於中糧集團任職，顯示中糧集團將更積極控制蒙牛集團的日常運作。美銀美林發表研究報告指，蒙牛任命孫伊萍任新總裁，由於孫氏獲任命前，於中糧集團任職，反映中糧集團正逐步加強對蒙牛的控制，有助消除投資者對其食品安全的憂慮及產品質素等問題，反應正面。該行上調其目標價17.8%，至26.5元，投資評級維持「中性」。



心水股

信義玻璃	(00868)
東方電氣	(01072)
蒙牛乳業	(02319)



▲作為經濟動力的三頭馬車：出口、投資及消費均現疲態，內地經濟難以避免減速

東方電氣估值偏低可吼

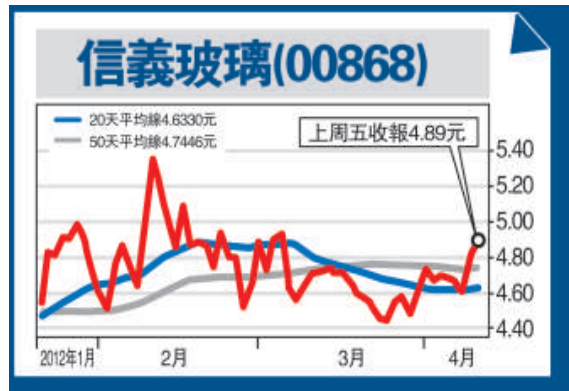
□群益證券

大行分析

東方電氣（01072）發布2011年業績，實現營業收入429.17億元（人民幣，下同），實現淨利潤約30.56億元，每股盈利1.53元，符合預期。今年年中核電審批有望重啓，公司作為國內主要核電核島製造商，將直接受益於核電審批重啓。目前公司在手訂單超1500億元，公司未來業績增長有保障。預計公司2012、2013年實現營收分別為480.51億元、550.35億元；實現淨利潤35.51億元、39.38億元；每股盈利1.77、1.97元，考量核電審批重啓是大概率事件，當前價值低估，維持「買入」建議，H股12個月目標價26.20。火電業務高峰期已過，寄望非電業務，核電重啓將直接利好公司：2011年發電設備產量3970萬千瓦，根據公司目標計劃，今年發電設備產量將同比減少10%，主要在於火電新建項目放緩導致火電機組下降所致。汽輪機發展勢頭良好，實現11.23億元，預計今年將有5台套排產，收入超20億元。核電受日本核電事故影響，收入低於預期，其中常規島收入33億元，核島收入16.5億元。根據公司訂單交貨期安排，今年核常規島、核島收入有望分別達40、30億元，進入核電交貨高峰期。長期來看，天然氣發電興起使燃機業務高速增長，核電審批重啓加速核電發展，有望彌補



火電下滑。新增訂單480億元，核電審批重啓有望恢復訂單增長步伐：2012年公司新簽訂單480億元，分項看，高效清潔能源訂單受大幅增長34.0%（汽輪機新簽訂單約50億元，2011年不到10億元）；水能與工程服務較去年分別下降10%、14%；新能源新簽訂單（風電、核島）52.8億元是總訂單下降的主要因素。我們認為核電審批今年中期重啓審批較為確定，今年核電新簽訂單有望恢復增長步伐。從2011年四季度看，新能源新簽訂單23.6億元，環比上升86%，由於風電盈利能力仍較差，公司表示不新接盈利較低的風電項目，因此我們預計核島訂單有望開始恢復。結構調整及降成本管理見效，公司綜合毛利率回升0.6個百分點：2011年公司綜合毛利率20.88%，同比上升0.6個百分點。高效清潔設備、水能、工程服務毛利率分別上升0.7、0.2、4.6個百分點，新能源下降0.7個百分點。展望2012年，我們認為一方面高效清潔能源、水能環保產業景氣度較好，毛利率有望維持穩定；新能源業務受核島（毛利率35%）佔比提升毛利率有小幅上升；工程業務今年EPC項目增量較多，毛利率在10%左右，將拉低該業務毛利率。綜合來看，整體毛利率呈現穩定狀態。我們預計公司於2012、2013年的每股盈利分別為1.77、1.96元。



信義玻璃可短炒 上望5元

□時富金融策略師 黎智凱

信義玻璃（00868）行政總裁董清世表示，今年首季玻璃價格大幅回升，首季毛利率及產量更創歷史新高。3月份的需求量大於同月產量，公司消除了去年積壓的存貨，周轉天數降至17日，毛利率也創下新高，較2010年的40.1%更高。隨著更多建築項目落成，預計今年整體玻璃產能按年增近20%。信義玻璃的主要業務涵蓋了汽車玻璃、建築玻璃、浮法玻璃和太陽能玻璃。在幾大玻璃產品中，汽車玻璃和建築玻璃去年以來發展狀況較好，浮法玻璃和太陽能玻璃的市場環境並不理想。從2011年下半年開始，浮法玻璃和光伏玻璃行業都面臨需求不足、產能過剩的問題，太陽能玻璃及浮法玻璃毛利率分別跌至36%及11%。筆者認為，上年浮法玻璃價格從2月高峰一直回落，公司應已積極消化庫存，到2012年4至5月，價格可望見底回升。另外，國內今年將會加快進行保障房建設，將可抵銷商品房調控所下降之影響，由於預期國內建築總量仍會上升，有利帶動公司毛利。據董清世指出，建築玻璃方面的訂單已經排至今年6月，由去年供應400幢大廈，升至今年的目標1000幢。另外，原材料純鹼價格於首季大幅下降，較高位回落25%，料季將

續跌至每噸1600元，將有利提振行業信心。公司2011年全年銷售收入為82.3億港幣，同比增長29.3%，股東純利12.6億港元，同比下降19.5%。每股盈利0.35港元。業績公布後股價相對穩定，市盈率維持13倍，反映投資者預期公司於2012年將會回復一定增長。另外，公司分拆信義光能於主板上市計劃，筆者相信上年年底已完成有關上市準備，現時只取缺於環球資本市場狀況。上市後市值將不多於120億元，筆者預期隨着股市氣氛轉好，信義光能將可於上半年完成上市。今年二季度由於去年部分在建、續建工程開工建設，玻璃需求將相對穩定，有利繼續支持玻璃價格，惟筆者認為在房地產調控的大環境下，預計房地產新開工面積仍會下滑，固玻璃需求於第三季有機會下滑。筆者認為信義玻璃於第二季度之毛利將會繼續創新高，加上分拆子公司之預期，筆者認為股價短期有炒作空間及概念，建議投資者可在4至5元區間短炒。但投資者需考慮行業競爭激烈，太陽能玻璃出口疲弱，房產調控等負面因素，不宜作長線投資。筆者為證監會持牌人士，沒有持有上述股份。

實力雄厚 信譽超卓

天順證券投資有限公司

SKYWAY SECURITIES INVESTMENT LIMITED

香港銅鑼灣希慎道33號利園33樓3302室

電話：(852)2987 2300 傳真：(852)2987 2309 電郵：info@www.hk

上海辦事處 電話：(021)6129 9409

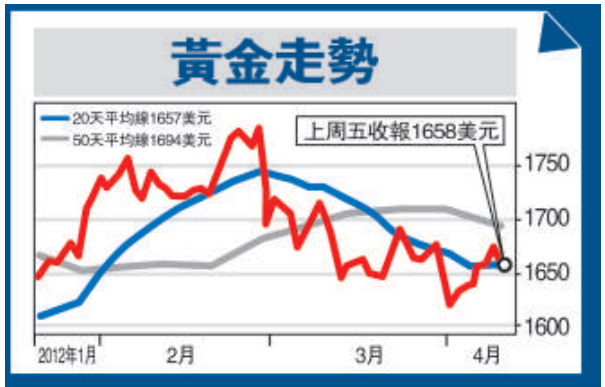
頭牌手記

□沈金

今日調整考慮低吸

上周股市四個交易日中二跌二升，恒指最低見二〇〇三五點，最高二〇七一九點，收市報二〇七〇一，較前周升一〇八點，是第二周上揚，兩周合共升了一四六點，相當溫和。上周五大市的表現較令人欣賞，不但股價升，而成交額也跟着增加。上周五成交六百一十八億元，不但是全周最多，而與前周最多的一日成交六百三十一億元比較，只少十三億元而已。現時，大家有興趣知道的是：本周能否在價量兩個方面都打破前一周的紀錄。計恒指的高點為二〇八一六（見於四月三日），收市高點為二〇七九〇，而成交額亦為四月三日的六百三十一億元。由於港股仍缺乏自己運行的方向，全倚靠外圍市的指引，故美股和內地股市的升降繼續成為港股的馬首是瞻。上周五美股道指調低逾百點，相信對今日重開的港股會有催化調整的壓力，估計恒指會在二〇五〇〇關有不俗的支持，因為從走勢看，上周四和周五的上升，顯示仍未升夠，還有餘力與餘勢，今日若有深度一點的整固，對有膽執平貨的投資者，正好提供一次見低吸納的機會。大戶動向方面。對後市的看法可以講好淡壁壘分明，淡友繼續大手沽空，部分還將矛頭直指民企股份，以致出現一些民企股無風三尺浪的現象。至於李嘉誠與李兆基，則繼續逢低吸納長實及恒地。上周表現以恒地較強，收四十五元二角半，較前周升一元三角，長實則乏力，只收一〇〇元，較前周下跌一元九角。換言之，從彈力看，恒地遠優於長實，但從迫追後的策略看，長實的吸引力又相對大一些。若相信長實跌得過分，本周可把握低吸的機會。

內銀股仍看好中行、工行和中銀香港，滙控上周仍跌八角五仙，故也是落後股。我頭牌已訂下目標，滙控見七十五元時，一定會買多少。上周我看中了一隻高息股，為慶鈴汽車（01122）是也。該股已宣布派息一角二仙，現價二元三角，光這一期息就有五厘二，可在現價或稍低價位吸納。



貴金屬天地

儲局議息左右金價走勢

□瀨天貴金屬高級分析師 許永添

上周金價走高得得益於市場避險情緒上升以及印度黃金節度消費預期。金價震盪上行，至周五中國公布首季GDP遜於市場預期，加上美元走強，金價出現回吐，收報1657，全周上升了27美元。預計下周金價還將震盪上行，不過隨着美聯儲議息時間臨近，將左右金價的走勢，預計今周的金價繼續維持震盪盤整的勢態。從大格局看，日線一舉突破均線系統壓制，也衝破了布林通道中軌阻力位，整個價格形態擺脫了下跌通道，金價有望構築大頭肩底形態，要形成突破行情，必須有效突破1700至1720美元區間，才有可能形成中期級別的上漲行情。短期看，日K線MACD呈現低背離形態，價格將衝擊1700美元大關。上周初，西班牙債務危機加劇，引發市場避險情緒，由此帶動金價和美元指數同步上漲。但從長期看，之前歐洲央行二次發行「三年期再融資操作」為歐洲銀行業構築抵禦流動性風險的堤壩，因此西班牙債務問題對金價威脅不大，反而是階段性避險情緒助漲金價。相對於歐債問題，美聯儲4月24日議息將決定本月是否推出QE3，一旦4月24日QE預期落空，金價將受到顯著打壓。印度珠寶商抗議政府提高黃金進口關稅而舉行的三周罷工在上周六結束，印度的珠寶商重新營業是為了迎接4月24日印度即佛陀滿月節，這一時期是印度黃金飾品銷售旺季。黃金的實物需求可能有所提升，黃金在多空因素膠着下，可能繼續維持震盪盤整的勢態。

大選年美經濟政策存變數

現時市場對聯儲局加推QE3的揣測此起彼落，令美元走勢起伏不定。但若客觀地看，聯儲局首度推出QE1，是雷曼爆煲後經濟危在旦夕，其後兩次加推量寬，包括前年的QE2及去年的扭曲操作（OT），均是復蘇半途夭折，人心惶惶下的副產品。縱使美國3月就業報告表現未如預期理想，但無論是股市表現或其他數據表現，均未能給予聯儲局加推QE3的藉口，除非經濟及股市再度急轉直下，聯儲局上半年加推QE3的機會，確實不高。不過筆者深信，美國在年內推出QE的機會相當高，長遠來看，建議投資是逢低買進。