

內地證券股只宜短線

□吳小野

券商存展認購為109萬，離2000萬元公開發售集資額有一定距離。後者公開發售部分錄2倍超額認購，佔總集資額95%的國際配售部分提早截飛。

由於海通招股時間已過，我們要研究的是究竟海通在上市後是否值得吸納。其在國內證券業份屬翹楚，以2011年資產總額、資產淨值、總收入計名列第二。客戶人數甚廣，包括4百萬零售客戶、1.2萬名機構及高淨值客戶、14.5萬名經紀客戶（海外）。

由2009至2011年，佣金收入、收入、盈利及綜合盈利均呈下降趨勢，分別跌25%、3.8%、29.6%及67%，主因是行業市場競爭激烈，導致股票及基金的業內平均佣金率由2007年0.16%劇減至0.099%。預期行業在來年競爭白熱化，因此買此類內地證券股只宜短線。

海通於上海A股價格比H股招股定價10.6元有約17%折讓，然而這並不是買入海通H股的理由，如果純按AH股折讓買股的話，理論上洛陽玻璃（01108）、熊貓電子（00553）等比A股有重大折讓的H股早已被在港覓食的投資者炒起了。市場有識之士大有人在，為何鮮有炒作？究其原因可能是A股股市屬政策主導，基本因素面對股價影響太少，人為操作太多，以

致不論是超值或過於昂貴，股價離合理價總有長期偏差。

看看其投資者名單有中投、新加坡政府投資公司GIC、中國人壽（02628）、平保（02318），11名機構投資者包括日本金融集團SBI、太盟投資集團、凱基證券等等，可謂星光熠熠。

保薦人是海通國際及大摩，包銷商包括保薦人本身及瑞信、德銀、花旗、瑞銀、滙豐（00005）、野村、渣打（02888），數目太多未能盡錄，是今年內最陣容鼎盛的保母組合。

穩陣波炒影子股概念

海通H股股價最好與同在香港上市的家行比較。海通以招股價計市盈率為26.3倍，中信（06030）和光控（00165）分別10.86倍及11.22倍。若以股價對每股資產淨值看，海通約1.5倍，中信及光大分別是1.1倍及0.8倍，兩組數據均顯示海通較兩同業昂貴。但由於上市班底甚強，預料股價在上市時可熱鬧一番。小野建議穩陣波可選中信和光控炒影子股概念，現價買入，目標17.3元及13.2元，如有利潤在手，宜在海通上市前食糊。

人在缸湖

二十四季中的穀雨剛至，然而大市繼續五行欠水，恒指重越21000點關口卻欠成交配合，每日成交額縮減至500億樓下，猶如無人駕駛沒有方向。後市走勢還看中美兩地表現。中國股市在底位後反彈，是由於市場炒賣加大逆回購操作力度和下調存款準備金率之預期，但這確有危險性，因為如果事實與預期相若，由於不是驚喜，大市只會平穩發展。若減存準備會落空，加上歐債風暴再起，大市則會利用藉口大插。

另一邊廂美國本周將公布重要數據如4月消費者信心指數、上月耐用品訂單及第一季GDP初值，加上有蘋果及亞馬遜公布上季業績，將左右美股表現，並直接反映在翌日港股開市表現，讀者宜多留意數據是否略合預測數字。

宜多留意本周公布數據

回到新股，剛截止認購的中盛資源（02623）及海通證券（06837）市場對之反應迥異。前者計及10間

財經縱橫

□趙令彬

中國重工主導出口轉型

中國出口正面臨多種內外不利因素，但結構優化可助抵銷其負面影響（本欄4月13日）。無疑，隨着中國工業及科技水平的不斷提升，對外經貿也出現了一些值得注意的新動向，顯示中國經濟的國際影響力將持續擴大和深化。

當中國與發達地區的外貿放緩之時，與新興經濟群的則迅速擴張。例如有估計指今年非洲對華出口將超過對美國的，令中國成為非洲產品的最大市場。與此同時，中國對非洲出口也同樣迅速擴大，並出現重要的結構性變化，反映新經貿模式的形成。有研究報告指在2002至2011期間，中國產品佔非洲入口的比重上升逾二倍至近17%，產品結構也有很大轉變：由初期的廉價消費品，擴展至包括汽車及農機等機電產品。自2008年來變化尤大：期間中國對非出口大增38%，而非洲自日本及歐洲等國的入口則下降。在貿易擴張的同時，中國投資亦加快流入非洲，至今累計已達百餘億美元。

上述情況顯示中國貨在非洲已進入「第三方競爭」時期。最初的輕紡消費品具有價廉物美優勢，直接衝擊了非洲的本地工業，但現時因中國貨移向較高端，與當地生產競爭減少，反而是取代第三方（主要是日歐）產品。

中國產品相比日歐貨品雖在質素及水平上仍稍遜，但其價格及特點更適合非洲這類發展中地區。中非間政治關係良好和各種政府援非計劃，都有助中國貨開拓非洲市場。對中國來說，向非洲等發展中地區推銷較高端產品，還可形成過渡機制，由擴大規模及積累出口經驗，來為進軍發達國市場鋪路。

中國重工產品出口大增，反映了近年來這方面發展的突飛猛進，包括形成了一些重點企業。例如在建造工程機械行業中，全球頭十名企業中便有三家來自中國，而近日備受海外傳媒注目的是其中的三一重工。這家企業準備把出口銷售額比重由目前的5%於五年內提高至10%，並正進行或計劃多項海外併購及投資。除已在德國設點外，最近還收購了德國著名的同行Putzmeister，且正計劃在印度、巴西和美國設廠，和在美國設立研發中心，反映了建立大型跨國企業的決心。與建造機械業情況相似的還有造船及鐵路等行業。中國已超越日韓成為全球首位造船大國，佔有全球市場約四成。鐵路設備出口近年亦進展神速，並開始進入發達國市場，如內燃機車出口澳洲、高檔地鐵出口歐盟等。最近較為矚目的是，向孟加拉出口動車組牽引及網絡控制系統等包含核心技術的設備，顯示出口的技術含量正大幅提高。

無疑，中國重工帶動的出口轉型，正為對外經貿孕育新模式和拓展廣闊新空間。

個股點評

聯通數據令人失望

麥格理發表研究報告指出，聯通（00762）3月份營運數據，令人失望，拖累其股價表現，仍維持其「遜於大市」投資評級，目標價12元。

報告指出，雖然3月份3G上客較2月份有所改善，但該行認為表現令人失望，相信需要在今年餘下時間，利用較高的成本，以及較低每月每戶平均入（ARPU）來加快3G客戶增長進度。不過，其2G上客表現相對較強，但以無限通話時間來搶客，可能會令2G客戶ARPU下跌。

心水股

煤氣（00003）
達芙妮（00210）
光控（00165）



◀近期陸續有內地券商股上市，而行業競爭日趨白熱化，因此買此類內地證券股只宜短線



達芙妮伺機吸納

□時富金融策略師 黎智凱

個股分析

內地企陸續公布業績，在上年原材料，租金，以及人力資源上漲等因素下，大部分民企業績皆出現倒退，當中不少為早前城中熱炒之明星民企。面對中國經濟放緩之預期，筆者認為投資者應用心選擇績優股，並着重其核心競爭力，以及盡量避免盈利波動性大的股份。

筆者建議投資者留意達芙妮（00210），截至2011年12月底止全年業績，公司純利9.33億元，增加57%。增長原因主要為受惠於之前優化供應鏈，使毛利上升。最重要是達芙妮在國內已成功建立品牌優勢，其大衆市場定位，於3-6線城市銷售高度集中，旗下核心品牌「達芙妮」及「鞋櫃」去年第四季同店增長錄26%，全年則為21%。所以儘管面對租金及勞工成本上升壓力，公司經營利潤率仍由上年之17.7%上升至20.3%，反映優化供應鏈使營運效率獲得有效提升。

公司股東Top Glory Assets早前配售3000萬股，筆者相信主要為其家族內部之正常資產調配，並不影響其公司發展。相對來說，投資者更應該關心國內女鞋業之激烈競爭及庫存高企而引起減價戰。

國內女鞋企業之庫存問題一直受投資者關注，從

各鞋企所發布之業績顯示，各鞋企庫存增幅明顯，部分企業庫存增幅甚至將近100%。庫存高企的主要原因在於早前為了拓展銷售管道和增加業績，過量開店造成產能過剩。資料顯示，達芙妮去年將銷售網路擴大至6165個零售店，較上年同期的5199家零售店新增966家。擴張速度造成庫存積壓，集團去年的存貨周轉天數，按年增加44日至172日，惟公司仍有空間透過改善供應鏈，強化物流管理等方法節省成本，以及完善化銷售管道以加快去存貨速度。達芙妮新舊貨比例為8:2，仍屬理想水準。另外，今年公司管理層明言會增加直營店數目，固筆者預期今年新店數目將會減少，但將加強管理以減少營運風險，有效進一步強化品牌。

筆者預計中國女鞋市場未來三年複合增長率仍超過10%，故2012年女鞋市場銷售額有望超過1200億人民幣。達芙妮較其他公司具品牌優勢，公司提到今年將繼續連銷，可抵銷擴張門店數目所可能產生之庫存壓力，筆者預期未來一年公司同店銷售增長仍可維持約15%，但同時面對原材料、人工以及採購成本上漲，預計下年毛利率將下降至55%。持續改善供應鏈的優勢於日後將更加明顯，並有效帶動盈利增長，惟公司仍需面女鞋業之激烈競爭而影響整體毛利，建議待股價回調至10元附近買入，中線目標價11.2元。

東方海外盈利能力勝同業

行業趨勢

大和指出，東方海外（00316）受惠泛太平洋及亞太區的航線業務佔比重（預期合共佔今年68%的收入），而這些航線的盈利能力勝過歐洲航線，故認為該公司屬行業首選。預期今年下半年行業復蘇，該公司今年泛太平洋及亞太區航線收入將分別按年升9%及6%。東方海外今年無計劃提升運力，加上自3月份起已經受惠運費提升。其客戶分布廣泛，可以增加對運費的議價能力。

該行給予該公司「買入」的初始評級，首予6個月H股目標價70元，料今年至2014年的純利率維持高於同行。

中海集運亞歐線供過於求

大和預期中海集運（02866）（滬：601866）今年仍然維持虧損，不過虧損會較去年收窄，原因是公司業務佔比重的亞洲至歐洲航線仍然供過於求，令運費受壓。即使亞洲區內及中國境內的貿易會逐漸反彈，都難以抵銷歐洲航線的虧損。

另外，該公司難以降低營運成本，因為現時燃料的價格維持高企，而該公司來自天然料的成本比例較同行為高。該行給予該公司「持有」的初次評級，首予6個月H股目標價2.7元。

中遠洋乾散貨業務難扭虧

大和對中國遠洋（01919）（滬：601919）的

前景維持審慎，因為市場運載力過剩，看淡於過去5年佔該公司收入約四成的乾散貨業務。有預測指今年乾散貨的運載力會按年提高11%，但需求僅增4%。該行料該公司今年乾散貨業務仍會虧損嚴重，最快明年才扭虧。

該行較為看好集裝箱業務，指受惠運費回升，今年該業務有望錄得盈利，預期能貢獻總收入的37%。至於其他業務如碼頭營運、貨櫃製造等，預期能按年錄得5至12%的收入增長。該行給予「持有」的初始評級，首予H股目標價4.9元。

太航拖船業務續強現價低

花旗將太航（02343）目標價由4.4元升至4.85元，相等於今年預測市帳率達0.8倍，給予「買入」投資評級。今年太航首季營運數據，大致上已反映一如預期的疲弱乾散貨市場。以及，相信今年拖船業務將意外地造好，可抵銷部分乾散貨船盈利能力下跌的影響，故將其盈利調升。

另外，經過18個月的調整後，市場對太航的盈利已變得合理，太航的估值亦便宜，等於今年預測市帳率0.7倍。該公司增加購買船隻，有助進一步推高股本回報率。該行估計太航今年乾散貨船分部利潤遜去年，不過仍然是有利可圖。預計該分部今年毛利下跌16%至8100萬美元。至於拖船業務，去年下半年賺1170萬美元，相信今年仍可保持正面勢頭，料達2000萬美元。

實力雄厚 信譽超卓

天順證券投資有限公司 贊助

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 http://www.sans.hk
上海辦事處 電話：0216129 3400

頭牌手記

□沈金

七小福變八大件

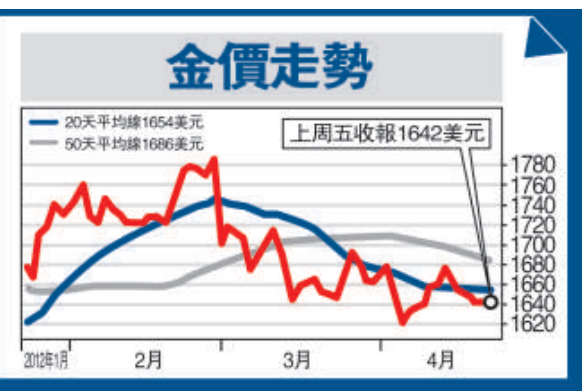
上周股市三升二跌，恒指以全周高位二一〇一〇點收市，較前周升三〇九點，是連續第三周上揚，三周合共升了四五五點，表現良好。

儘管每日的成交金額仍處平淡和偏低水平，表面看與大市的升勢未能匹配，但因為仍在市場活動的都是「精英資金」，即使減少一般散戶的參與，也無損大市的穩定。事實上大戶每每與小戶對着幹，在小戶仍忐忑不安不知如何進退之時，善於使用「人棄我取」策略的醒目基金，已經提前偷步入市了。看來這是為何在一般人未有太多心理準備之時，恒指「靜悄悄地」升越二一〇〇〇關的原因。

上周五外圍歐美股市均造好，道指重上一三〇〇〇關，將對今日重開的港股有肯定的支持作用。現時，中資企業股已進入公布首季業績的階段，大家可以細閱業績報告，以決定相關股份是否值得持有或增加投資。我頭牌一向認為，按業績選股是最正路的投資法，不必考慮太多其他的「旁門左道」，總之，業績好、前景佳就買，否則就換馬擇優而吸納之。

本周要留意的因素是期指結算以及內銀股於本周四及周五公布首季業績，這兩個因素都足以左右大局，需要密切注視。期指市場上今似乎是好友取得先手，淡友只在月初時威了一陣，月中之後就一直捱打。現指數較三月底的二〇五五五高出四五五點，如無意外，這一戰果可望在本周的結算前得以保持，如此這般，四月份將扭轉三月下跌的局面，轉為上升月。因三月份恒指跌了一一二五點，四月份能否完全收復失地，本周就是關鍵，也就是說，本周末恒指回升至二一六八〇點水平，這個失地才能光復。

我頭牌於年初提供的「七小福」即工行、中行、中銀香港、上實、合和、新世界、希慎可以繼續持有，最新擬加入一隻公用股煤氣，以平衡組合，因而變為「八大件」——「小福」今年普遍升了二成至三成，算是長大了，故改稱「大件」亦無不可。



貴金屬天地

黃金長線漲勢依舊

□瀨天貴金屬

上周金價最高1657美元，最低1631美元，收報1642美元，高低波幅只有26美元。在歐債危機惡化的風險加劇、美國全面復蘇無望、中國經濟增速下調及全球各大央行爭先恐後地加入到印鈔大軍行列的大背景下，黃金正在尋底，長期上漲趨勢依舊。

近期再次躍入投資者視野的歐債危機，對黃金接下來的走勢尤為關鍵。而從目前歐債危機的整體情況來看，並沒有因為3月份希臘私人債權人債務重組以及包括歐盟、歐洲央行、國際貨幣基金組織的三駕馬車對其二次援款問題的順利通過而有所緩解，相反，目前其惡化跡象卻逐漸顯露，甚至有向核心國蔓延的加速之態。

歐元區第三大經濟體西班牙國債收益率頻頻攀升至6%的高位，距離當時希臘、葡萄牙、愛爾蘭尋求國際救助時7%的收益率僅一步之遙。其次，作為歐元區第四大經濟體意大利的銀行流動性問題也逐步顯現，其銀行壞帳率也攀升至16.5%，遠遠高於2008年全球金融危機時3%的壞帳率，為12年來的新高，說明意大利經濟運轉鏈條也岌岌可危。而一旦以西班牙、意大利為主角的危機序幕拉開，歐債危機風暴將會全面來襲，歐元區能否承受住這次風暴的洗禮，也是前途未卜。筆者分析，短期歐元下行格局難以扭轉，金銀下挫行情在所難免。但若4月份歐元區國債的償付高峰期一過，歐元也會面臨臨空出盡，有望迎來階段性的觸底反彈，使美元指數承壓，從而提振貴金屬價格。

與金銀負相關性極強的美元指數，近期一直受QE3預期強弱所主導。而從目前美國經濟的整體運行情況來看，經濟數據喜憂參半，並非如市場所預期的順利回歸正軌，尤其是經濟政策制定的風向標非農就業數據連續好轉幾個月之後，3月份戛然而止，大幅低於預期，使QE3魅影重現，美元指數的階段性上漲之路頓時迷霧重重。在美國經濟並未完全企穩，CPI依舊在可控範圍內運行的背景下下，美聯儲依舊有推行QE3的動機。但從目前情況來看，短期推行QE3的時機還不夠成熟，美聯儲會繼續觀察相關經濟數據的動態後，再有所行動。

值得注意的是，在外圍環境依舊危機重疊的背景下，中國進一步實施寬鬆貨幣政策的預期也逐漸增強，從而限制黃金的下跌空間。從圖表上看，金價短期受制於1653的阻力，建議可在1653附近做沽，向下目標價1641、1631、1625、1616、1602，如突破1655，則有機會上試1671。

hytong2008@gmail.com