

# 美七千億救市資金快用光

口大衛

本月底，若政府不肯放水，將會清盤收場，其中通用汽車要在本月底與下月底分別需四十億美元資金應急，之後再要泵水一百億美元，前後合共一百八十億美元，這比兩周之前突然多出了六十億美元，再過一陣子，實際所需金額又會增加，真的是無底洞！

## 數百億美元救車廠

佳士拿的情況與通用汽車相若，本月底前要獲得七十億美元，才能經營下去，而福特汽車則要求高達九十億美元的緊急貸款。

美國汽車業能否打動國會批出數百億美元資金，目前屬未知之數，但為何通用汽車燒銀紙的速度如此快速？箇中龐大虧蝕原因何在？都是令人大惑不解，美政府要用納稅人金錢拯救車廠，其實只是將問題延續下去，令問題惡化到最後藥石無靈，便救無可救。

雖然美國汽車業涉及數百萬計就業，但使用公帑救非金

融業的先例一開，相信會有大批陷入有財困的商業企業排隊等政府注資，七千億美元難以承擔得來。

## 企業排長龍等急救

據華爾街日報報導，美國財長保爾森正在考量動用七千億美元救市方案中剩餘三千五百億美元資金，最快在下周一向國會提出，這意味最初三千五百億美元已經用得七七八八，提早申請動用餘下的三千五百億美元救市資金。

其實，美政府向金融業注資的規模比預期為大，如打救花旗的金額便由八百五十億美元，增加至一千二百億美元，如美國救市對象擴大至非金融機構，未等候奧巴馬上台，餘下三千五百億美元也很快用光。

百年一遇的經濟衰退，重創美國商業企業，倒閉、減值撥備沒完沒了，美國政府只有不斷將救市資金規模加碼，否則如何執拾這個萬億美元計的爛攤子。

電郵：kwlo@takungpao.com.hk

## 金針集

美國經濟步入漫長的衰退期，美股反彈一次比一次弱，道指急跌近七百點之後，回升不到三百點，歐亞股反亦軟弱無力。隨著美國經濟持續惡化，企業爆災事件接踵而來，若當局決定拯救三大車廠，等待政府打救的企業將排長龍，七千億美元救市資金很快會用光。

## 提早動用救市餘款

美國三大車廠正設法說服國會批出救市錢，給予其緊急借貸作續命。

據最新的資料顯示，通用汽車、佳士拿及福特汽車合共要求政府借貸三百四十億美元，較兩周之前為多。

原來通用汽車與佳士拿的處境最惡劣，手上現金捱不到

## 頭牌手記

口沈金

# 電信股強 地產股弱

受隔晚美股反彈的帶動，恒指昨日回升一八三點，以一三五八八點收市。國企指數收七二二二點，升二〇三點。全日總成交三百七十九億元，與上日差不多。

藍籌股互有升降，以電信股、電信設備股、內銀股表現最佳，包括騰訊、聯通、建行、工行在內。下跌股主要是本地地產股甚弱，銀行紛紛調高按揭息率，令新樓的準買家卻步。新地急跌百分之六，恒隆地產、信置的跌幅在百分之三至五。由於恒指成分股中，地產的比重不少，若地產股受壓，恒指要闖過一四〇〇〇關，就非加碼努力不可。

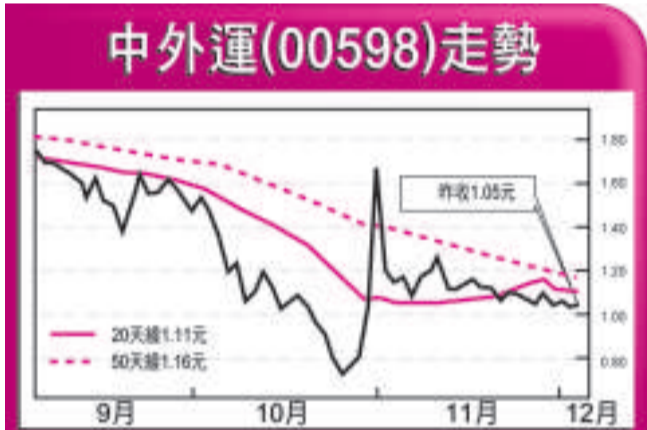
國企股一枝獨秀，全面報升。大唐發電、財險均升一成，升百分之八至九的還有富力地產、中通信、華能、中建材、馬鋼。

中企股以窗口股表現較突出。越秀升百分之八，深控升百分之九，粵海升百分之五，同為表表者，此外，方興地產、中信資源、首長國際、中國電力表現亦佳。

十二月期指報收一三五四五，低水四十三點，成交五萬七千手。國企期指收七二〇五，低水二十七點，成交三萬八千手。

從走勢看，恒指雖然跟貼美股的走勢，但國企股仍然以內地深滬股市的表現為馬首是瞻，昨日國企股表現優於恒指成分股，其中一個因素與內地股市動升有關。昨日深A股升百分之三點九，滬A股升百分之四，均頗為出色。

還有十八個交易日就送別二〇〇八，迎接二〇〇九年了。二〇〇八年乃大事頻生，變幻莫測，最終演變出一個經濟衰退來。由於股市走在經濟前頭三至六個月，所以今年最壞的情形已見到，指數低至一〇六六點，相信今年在餘下的日子，不會重現這個低位了，一二八〇〇至一四五〇〇的上落市走勢料會持續。



## 經紀愛股

### 中外運反彈潛力強

口大福證券

雖然現時疲弱經濟環境不利中外運(00598)等提供貨運、快遞服務、倉儲及碼頭服務、船務代理以及海運等綜合服務的物流服務供應商，但由於中國外運的估值下跌，故大福證券認為該股仍有可觀的反彈潛力。該股目前的股價僅及其內涵現金價值，意味著其整體業務並無反映在股價內。故此繼續建議買入該股，目標價為2.4元，相當於09年整體及扣除現金後的預計市盈率分別11.3倍及6.3倍。

中外運擁有63.5%權益的A股上市附屬公司中外運空運以6.58億元人民幣，向其他合作夥伴蒙家供應鏈出售其於金鷹國際貨運服務合營企業的50%權益，該項特殊收益帶動中外運於08年上半年的盈利躍升60%至6.85億元人民幣。其核心業務於08年上半年普遍穩定，其合併營業額及經營利潤分別同比增加14%及5%至207.8億元及6.99億元人民幣。貨運、快遞服務、倉儲及碼頭服務以及船務代理業務的利潤比例為34:26:21:19，經營利潤維持同比增长0.5至3.3%。由於中外運的船運組合改善令經營利潤同比增加3.2個百分點，故其海運業務的虧損亦同比减少一半至3400萬元人民幣。

按地理位置分類，華東及華南的貢獻仍是中外運最大的利潤來源，分別佔該公司08年上半年總收益的69%及13%，以及經營利潤的66%及30%。華南是獲利最豐的地區，其經營利潤率高達7.9%，遠較整體利潤率3.6%為高。

出售金鷹國際貨運服務合營企業所造成的盈利差異，可於本年初的資產注資完成後得以填補。中外運以合共11億元人民幣購買其母公司的部分物流資產。於08年上半年，中國外運擁有淨現金約40億元人民幣(即每股94分人民幣)，憑藉其強健的內部資源，該公司應可應付其他收購活動的開支。

大福證券預期中外運的08年及09年盈利分別為10.86億元人民幣(每股盈利為25.5分人民幣)及8.03億元人民幣(每股盈利為18.9分人民幣)。不計及07年解散快遞服務合營企業而向聯合包裹收取的最後賠償2.3億元人民幣，預期中外運於07至09年的經常盈利將可達致年複合增長率18%。

### 心水股

中外運 (00598)  
合生創展 (00754)  
中國綠色 (00904)

## 財經縱橫

口趙令彬

# 中國不致出現嚴重通縮

最近中國經濟有加快下滑之勢，發改委亦公開承認問題的嚴重性，與之前一味宣傳「基本面良好」空談對比強烈，中央也連番出手，推行宏調擴張政策以期扭轉跌勢。但除了GDP增長下滑的危險須予高度關注外，對伴隨而來的通縮及失業等問題，亦不能掉以輕心。

## 工資樓價面臨下調壓力

年中時令人擔心的通脹形勢一下逆轉，CPI升勢在二至四月達高峰後便一直下降，由逾8%降至十月的4%；PPI升勢則稍為延後，但亦在七至八月達到約10%高峰後，下降至十月的6.6%，令兩項指數升勢同時回落，PPI對CPI的上下游傳導效應隨之減少。GDP平減指數(deflator)在三季度已比上季降0.1個百分點，結束了連續五季的上升。

因此央行已提出貨幣政策的新策略，由過去防通脹改為「近期防通縮，遠期防通脹」。遠期是否要防通脹，可待日後再說，但目前要防通縮則屬合理；這表示要採用有利於維持GDP增長的寬鬆政策。

通縮一般被視為負面狀態，不少評論甚至視之為比通脹更可怕，之前日本的逾十年通縮乃經典範例。中國的情況如何，應先看兩個問題。

首先是通縮是否真如一些論者所料，於明年內出現。近期中國通脹上升主要來自農產品帶動的食品漲價，令其通脹達一成多，而非食品通脹仍只有2%多點。食品及國際商品價格下跌，乃近月通脹趨步下降的主因，食品及商品項目極有可能出現通縮，但會否導致總體CPI通縮則未必，還要看其他項目的價格走勢。食品降價乃供給回升所致，其他項目降價則要來自需求滑落，總體CPI升幅即使未致轉為通縮，估計亦將降至很低水平。此外，在貨物降價外，工資及樓價將面臨與日俱增的下調壓力；失業的困擾已重新浮現，而樓市亦進入了加快調整時期。

## 通縮收緊效應不會很強

第二個問題是通縮的影響如何。通縮預期令人減停消費、投資及借貸，又可加快經濟的下滑，形成惡性互動。但在中國預計通縮即使出現亦不會嚴重，其收緊效應也不會很強。中國仍有較高增長，通縮的影響會被沖淡，不如西方在衰退中通縮那樣痛苦。

另一方面，通縮也有利好效果，如可降低生產成本而有助提高國際競爭力，可抵銷物價下跌的擠壓利潤，還可提高人民的實際收入。

此外，最近中國連串的宏調擴張政策出台，將可扭轉經濟下滑，從根本上消除需求收緊型通縮，和有助阻止通縮預期。最近兩個多月的連環減息，亦有助抵銷通縮預期對信貸的不良影響。另一方面，當局亦可趁物價下降之機，放開各種物價管制措施，推行必要的物價改革，既有利長遠發展及完善市場機制，又有助短期間抗通縮。增加商品儲備也有同樣功效。看來當局亦將有所行動：現正計劃改革油價電價，提高農產品收購價和增拓農產、石油及金屬儲備等，並已解除年初出台的限價措施。

## 異動股

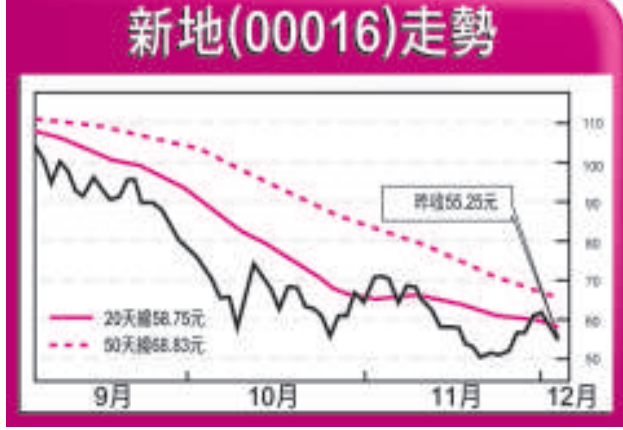
### 新地試新低位

口羅星

美股大幅反彈，但亞太區股市彈力平平，恒指一度升逾三百點，最後僅升一百八十二點，以一三五八八收市。

國企指數則升二百三十點，報七二二三收市，全日大市成交金額有三百七十九億元。

新鴻基地產低於市場預期的價格賣樓，毛利率要重新評估，新地(00016)股價逆市大跌百分之六，以五十五元二角五仙收市，跌三元五角五仙，短期將下試今年新低，即四十八元六角。



新地近日熱賣新盤元朗原築

# 合生創展現金流充裕

## 市場脈搏

工商東亞發表報告，維持合生創展(00754)「買入」評級，目標價6.5元，認為該公司最近以8.59億元人民幣投得北京朝陽區地皮，顯示現金流充裕，外界過度憂慮其資金及負債水平。

工商東亞估計，上述工程完成後每平方公里保守計可售2萬元人民幣，為合生帶來7.62億元人民幣盈利。該行認為，這次購地顯示合生現金充裕，將成為該股反彈動力。工商東亞認為，合生擁有合約銷量改善、儲備土地位置良好以及連續9年派息等優勢，最近內地推出多項支持樓市措施，估計未來數月將令交投回升及樓價回穩。

## 遠洋地產市場佔有率增

摩根士丹利發表報告表示，首予遠洋地產(03377)「增持」的投資評級及目標價3.62元，指其於渤海地區擁領導

場地位，因其在目前擁有較強業務經驗、知名度、以及母公司強力支持，相信可進一步鞏固北京及周邊地區市場。

大摩表示，予遠洋地產2008至2010年每股盈利預測為0.3、0.31及0.38元人民幣。而該行估計其今年在北京市場佔有率可提升至逾5%，明顯高於去年的3%，並在渤海地區其他市場取得類似佳績。

## 碧桂園信貸憂慮已反映

高盛發表報告，指碧桂園(02007)現價已反映最近的信貸憂慮。雖然近日標普調低其長期企業信貸及可換股債券評級，但長期企業信貸評級仍高於同業雅居樂地產(03383)及世茂房地產(00813)以及合生創展。該行予該股目標價1.4元，較09年預測資產淨值2.8元折讓50%。

高盛認為，市場過分憂慮碧桂園年初至今逾預期的預售情況。該行對碧桂園的財務狀況預測已計入其高負債比率及低覆蓋率因素。不過，該行又認為，碧桂園最近減慢旗下發展項目進度可保持現金流。

## 指點股壇

# 銀娛回購票據明智決定

瑞信發表報告分析稱，銀河娛樂(00027)斥1.8億美元回購票據屬明智之舉，因此將其投資評級由「跑輸大市」調高至「中性」，目標價由0.26元調高150%，至0.65元。

瑞信指出，銀河娛樂若成功回購票據最多可獲利13億元，但亦令其需於2010年再融資以完成銀河渡假城。不過，該行又謂，願意投資者數目仍是未知之數。瑞信表示，銀河娛樂原計劃於2010年投放50億元資本開支於銀河渡假城，現時金額並未簽訂，仍有調整彈性。依上述分析，瑞信遂預測，銀河娛樂2008年至2010年分別錄得淨虧損74.75億元、2.48億元及4.22億元。

另一邊廂，摩根大通發表研究報告，維持銀河娛樂

「中性」評級，認為銀河娛樂開始回購票據是一明智決定。

摩通稱，估計回購票據的作價比市價高10%，故難以預計最終有多少票據能被購回。若銀河娛樂的要約應付最高金額為1.8億美元，該公司每年應能因此節省2.5至3億元利息支出，而再度融資的風險應顯著減少。

摩通表示，回購票據或進一步將路氹的銀河渡假城項目發展延遲至少6個月甚至1年。該行相信，若銀河娛樂希望於2010年前完成項目，該公司有需要於2009年末至2010年初提高資本。

該行又指出，該股估值雖然吸引，但不見行業有強勁的利好催化劑，故維持其「中性」評級。

## 大行研究報告

### 美林：中國綠色睇6.5元

美林表示，將中國綠色食品(00904)目標價由12元降至6.5元，反映市場關注食物安全因素，短期內將影響其食品出口量；予其「買入」投資評級，因其具長線增長潛力。美林稱，下調中國綠色食品2009年及2010年盈利預測各6.5%及13.6%，至4.94億元及5.63億元人民幣，認為市場關注食品安全問題，將影響其主要出口市場的需求，包括佔其營業額兩成的日本市場，估計未來3年對日本的銷量只會持平，但歐盟、東南亞及非洲市場的增長，可抵銷日本市場轉弱的影響。另外，美林估計中國綠色食品將受到三聚氰胺事件間接影響，將其09年飲品銷量預測下調18%。

### 摩通：長汽盈利能力下降

摩根大通發表報告，維持長城汽車(02333)「增持」評級，但目標價由7.6元大幅下調至3.9元，認為內地汽車

業盈利能力愈劇惡化。摩通指出，近期內地汽車銷量急速下滑，其中客車銷量增長率由第一季的20.4%跌至第三季的負0.5%，加上實現售價減少，內地汽車業今年首8個月淨資產回報率跌至12.97%，明顯低於去年的17.92%。摩通將長城汽車今年明年純利預測分別下調23%及42%，至6.29億元及5.3億元人民幣，但認為該股目前估值不太高，加上資產負債表強勁以及股息回報率達6%等因素可支持股價。

## 花旗削大成生化目標價

花旗發表報告指大成生化(00809)估值吸引，因此維持其「買入」評級，但目標價由4.95元大幅調低至1.38元。花旗指出，大成生化近期股價下跌，主要反映市場對小型企業抱負面情緒，以及多元醇下半年價格下跌。該行料，多元醇下半年毛利由上半年的39%跌至26%。另一方面，雖然賴氨酸價格上半年升21%有助抵銷藥米成本上揚，但自9月起賴氨酸價格疲弱。花旗表示，大成生化上半年盈利優預期，因此調高其08年全年盈利預測4%，但由於多元醇盈利能力下跌及產能擴充延遲，調低其09年盈利預測29%。