

# 美救市方案劣評如潮

口大衛

極之失望，大學拋售金融股。

在此之前，市場早已質疑成立壞帳銀行去收購銀行不良資產的做法。

首先，美國金融業已嚴重失血，大如花旗集團也無法覺得白武士打救，最終要靠政府注資才能得以續命，顯示現在根本沒有私人資本有興趣接手金融業爛攤子，但美國政府仍然提出設立一間公私合營的壞帳銀行，實在令人費解。

## 措施欠細節惹不滿

金融海嘯去年九月爆發至今未完，新一波海嘯衝擊又來，收購美林的美國銀行也自身難保，而大型對沖基金或私募基金則大都正在「養傷」，資金緊縮，要它們斥資千億美元計參股設立壞帳銀行，簡直是痴人說夢話。

其次，公布設立壞帳銀行的同時，卻沒有透露收購不良資產準則，不禁令人覺得有關措施未經深入考慮，便急就章

推出，為敷衍市場的伎倆。

據蓋特納表示，壞帳銀行收購的不良資產最高達到一萬億美元，可見有關收購不良資產的準則極其重要，涉及適當運用公帑的問題，不可能隻字不提，不禁令人懷疑設立壞帳銀行的可行性。

## 補窟窿治標不治本

此外，美國救市新措施還包括了擴大資產抵押貸款計劃至一萬億美元，金融機構以汽車、信用卡及學生貸款證券作抵押向聯儲局借款，又撥出五百億美元協助有財困的業主避免斷供物業，不過，上述舉措實際作用成疑。

美國經濟與樓市繼續滑坡，失業率有可能上升至雙位數字，物業斷供高峰潮還在後頭，金融機構壞帳只會愈來愈多，美國救市一味補窟窿，不是對症下藥，是治標不治本，注定失敗。

電郵：kwlo@takungpao.com.hk

## 金針集

美國又再累街坊，醞釀多時的二億美元拯救美國金融業新方案正式出台，美股即時反應非常負面，原因方案無具體細節，又不能對症下藥，道指在周二大瀉百分之四，拖累歐洲與亞洲股市普遍下跌，美股有可能跌穿去年十一月的低點，環球股市跌浪又來了。

## 設壞帳銀行受質疑

新任美國財長蓋特納以為做個好戲，公布拯救美國金融業的措施，卻竟然無交代具體實施細則，特別是市場最關注由公私合作成立的壞帳銀行，究竟如何運作、怎樣吸納私人資金參與、收購銀行不良資產的準則都一概欠奉，難怪市場

## 財經縱橫

口趙令彬

上文(本欄11日)引述評論指中國儲蓄率未太高，該評論作者 Calla Wiener 根據消費的生命周期(life cycle)理論作推理基礎。事實上儲蓄率受到經濟、社會以至文化等多種因素影響，會隨時間變動，實是經濟及社會發展的綜合反映，因此不可盲目去評論其過高或過低，更不宜妄以此作為政策目標，希望能加以調校：其複雜性每令調校措施至少在短期內難以產生顯著效果。

## 高儲蓄實有必要

當然，若如美國近年居民儲蓄率幾近乎零，並倚靠借貸支持消費的做法，可為經濟帶來巨大的系統性風險，則明顯是不適度的過低。另一方面，按中國國情看卻未覺有儲蓄率過高之弊。溫總指高儲蓄率在危機中是個優勢，其實即使在正常時期這同樣是個優勢。從宏觀層次看，這可保證有足夠的資金供投資所用，故可以加快現代化發展進程的步伐。因此，在發展初期階段和按發展是硬道理的原則看，高儲蓄高投資不單是優勢，而且是必要的。也正因此中國很快便克服了一般後進國在發展中遇到的資金與外匯瓶頸雙重制約。與印度相比，不少西方評論都指中國有建基快速改善的優點，印度則顯得投資不足。故當中國仍未達成現代化目標之時，在較長期內還要保持高儲蓄的狀況。

# 高儲蓄有利現代化

從微觀層次看，在高速發展時期，經濟活動難免有短暫波動及反覆，高儲蓄可助吸收風險，增強抗禦波動的能力。較多儲蓄可令企業增加營運的迴旋餘地，居民則可增加應付意外、就業或生意上失利的打擊。這又有助保障金融、樓市及社會穩定，實有利於長遠發展。總之，手中有錢心中不慌。

無疑，這次危機已暴露了美國借貸型經濟的高危性，也突顯了高儲蓄的優點。從長遠發展看，東亞的東方高儲蓄模式，勝過西方的借貸推動模式。西方模式的問題至少有兩大根源：(一)過度活躍的金融業及金融創新，扭曲了風險意識並做成濫貸，對其放任主義監管更起縱容作用。(二)福利國家制度。全保型的強力福利機制，做成人們過度依賴國家而不必自理財務。以上兩項久而久之，做成了西方人減少儲蓄甚至借錢消費的心態。但在金融風暴下，由這兩項引致問題都全面浮現，在受巨大衝擊後都要有所改變。

## 勿學西方福利制

可笑者是，近年中國內地有不少熱衷照抄西方模式的官員及智囊權威，大肆宣揚中國儲蓄過高論，並要學西方搞福利國家制度，由擴大社會保障來讓人們「放心消費」，想以此作為推動消費的長遠策略之一。對這些人來說，金融風暴的教訓必須認真汲取，更希望溫總關於高儲蓄之言，可起到振聾發聵的作用。



美國拯救金融業新方案出台，美股即時反應非常負面，後市有可能跌穿去年十一月的低點。

# 中海外樓盤售價再跌

## 市場脈搏

中銀國際發表研究報告表示，中國海外(00688)去年12月份的銷售額按年下跌58%，按樓面面積則跌12%，雖然1月份份銷售額及樓面面積分別按年反彈回升60%及1.5倍，其平均售價卻進一步下跌，12月份的每平方米售價為6990元(人民幣，下同)，較11月份的每平方米8199元有所下跌，今年1月份則為7541元，仍屬較低水平。該行表示，更肯定相信平均售價於未來有可能進一步下跌。

該行重新確認中國海外的評級為「持有」，目標價維持於10.2元。該行表示，有關評級的主要風險為內地經濟減慢較預期更為嚴重，以及物業銷售較預期為弱等。中銀國際料，中國海外08年度至2010年度預期盈利年複合增長只有約17.4%。

中銀國際指出，中國海外披露08年銷售增長19.3%至266億元，出售樓面面積按年增加25.4%至270萬平方米，意味著中國海外僅僅達到其08年合約銷售樓面面積270萬平方米。

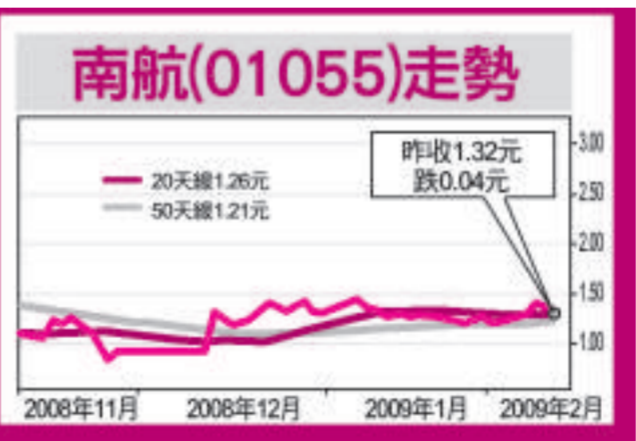
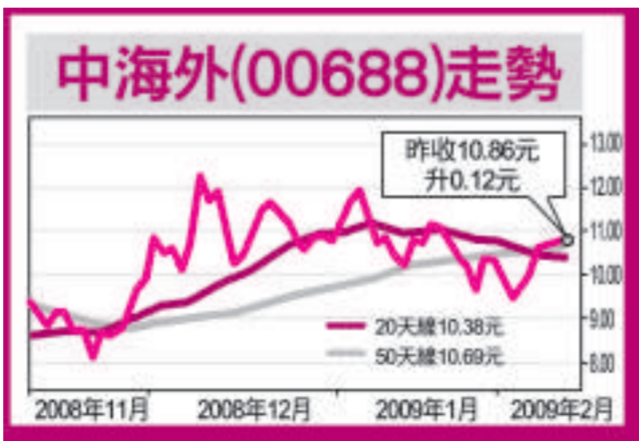
花旗集團表示，預期內房股08年度盈利表現參差，以反映該等公司的執行力及盈利可見性，中國海外、華潤置地

(01109)以及遠洋地產(03377)於執行力及盈利可見性，優於同業。

該行表示，據其分析，市場對碧桂園(02007)、合景泰富(01813)、中渝置地(01224)及雅居樂(03383)08年度盈利預測過高，縱然於過去12個月該行預測已明顯下調，預期盈利降幅多達30%至50%，尤其較高風險的碧桂園及合景泰富。

花旗表示，合景泰富、碧桂園、中渝置地及雅居樂於08年度及09年度鎖定的收入為行業中最低，截至08年12月底，合景泰富及碧桂園只達到市場預測收入的75%至80%。有部分發展商如雅居樂已鎖定小部分09年度收入，有部分原本計劃於08年落成的項目，將「技術性地延遲」至09年，使08年度及09年度的盈利變化不太大。報告指出，根據會計準則，發展商要就昂貴的土庫及貨尾單位於資產負債表中進行減值。雖然減值可能明顯地抵08年度盈利，但可反映很多發展商於07年大舉擴張的情況，預期潛在需要撥備的公司包括合景泰富、中渝置地、九倉(00004)、信置(00083)、遠洋地產、富力(02777)及雅居樂。

花旗首選行業股為中國海外、華潤置地、遠洋地產及方興(00817)，籲沽售碧桂園、雅居樂、合景泰富及綠城中國(03900)。



## 異動股

# 阿里巴巴高收

口羅星

美國拯救金融業計劃出台，美股出現好消息出貨，道指大跌百分之四，港股昨日大幅低開，一度跌五百點，收市時跌幅收窄至三四一點，以一三五三九收市。

國企指數則跌二五點，以七五九九收市，全日大市成交金額只有三百九十九億元。

阿里巴巴昨日表現突出，先跌後升百分之七，以七元七角八仙收市，阿里巴巴母公司旗下淘寶網去年網上交易額急升逾倍，引起市場對阿里巴巴業績的憧憬，但股價已連升多日，短期料有回吐。

## 心水股

- 東亞 (00023)
- 上實 (00363)
- 粵海 (00270)

## 指點股壇

# 南航票價仍有下調壓力

花旗發表報告，指南航(01055)上月收入客公里(RPK)雖然按年上升11%，但相信是由於農曆年假期因素及票價至少下降5%所致，故維持其「沽售」評級，目標價1.1元。

報告認為，雖然南航專注本土航線，受國際航線不振的打擊較少，但其競爭對手會將大量載運力由國際航線轉移至內地，對票價將構成下調壓力。另外，貨運業務崩潰亦會對南航構成重大損失。上月該公司國際航線客運量下跌18.8%，貨運量更挫43.8%，令整體客運跌2.7%，貨運跌5個百分點至61%。

據中國民航局數字顯示，於農曆年期間，客運量增長19%，較去年假期高8%，報告估計數字反映企業及個人消費持續收縮，仍予內地航空業「負面」評級。

花旗指出，雖然油價下降有助南航今年首季業績，但航空股價表現與油價升跌有聯繫外，與經濟表現亦難以分割。

## 摩通調低雨潤評級至減持

摩根大通發表研究報告表示，預料雨潤食品(01068)於2008及09年度上游業務量增長分別只有8%至15%，下游業務增長於期內則只有20%，較預期為低，因此該行估計其於09年度上游及下游業務的使用率，分別下跌至47%及61%，故調低其投資評級至「減持」，目標

價為8元。

另外，摩通又指，09年度生豬平均價格較08年度低12%，拖累雨潤每個生產成本盈利，因上游產品佔集團收入及毛利，高達80%及55%，若生豬價格下跌，亦令毛利貢獻減少。此外，該行又指，若集團持續增加資本投入，以提供更多營運資金，但其回報只會較低，亦會對盈利帶來攤薄效應。以往集團盈利有高增長主要受到豬肉價格的通脹所帶動，由於上游業務價值下降，因此雨潤食品的估值並不符合較高溢價。

## 鉀肥談判對中化化肥負面

瑞信集團發表研究報告指出，中化化肥(00297)的股價從去年10月的低位反彈達74%，表現超越MSCI中國指數逾50%，相信與內地於去年10月開始推行農業政策有關。

瑞信指出，中化化肥現價較環球同業溢價有逾50%，由於鉀肥的進口談判仍未完結，故對中化化肥的股價短期內帶來下跌風險。該行預期，本月後期鉀肥的談判會再開始，若結果屬負面，或未能達到共識，將對中化化肥的股價造成影響。

不過，該行將中化化肥的目標價由3.1元升至3.3元，仍較同業平均溢價20%，投資評級為「遜於大市」。

實力雄厚 信譽超卓

天順證券投資有限公司

SKYWAY SECURITIES INVESTMENT LIMITED

香港銅鑼灣新禧街33號利園33樓3302室

電話：(852)2907 2300 傳真：(852)2907 2309 電郵：info@sws.hk http://www.sws.hk

上海辦事處 電話：021-6129 9400

## 頭牌手記

口沈金

# 美股若反彈 港股必跟隨

美股隔晚重挫百分之四，令港股昨日無險可守，終以下跌三四一點收市，跌幅百分之二點四六，未有跟足美股的跌幅，基本上已算表現硬朗了。事實上，昨日亞太區股市中，不少並不怎樣跟跌，如東京股市，只跌百分之〇點二九，新加坡股市反升百分之〇點八，甚至韓國股市，也只跌百分之〇點七二，這麼看來，跌得多的還是香港。大概，此間投資者都知道美股波動無常，救市方案在參院通過，「一哄而散」效應隨之而起，冷眼旁觀者真的啼笑皆非之感。

連升五日的港股，借勢回一，也十分合理。藍籌中，不跌反升的有和黃、港燈、東亞、利豐、中國海外、騰訊、中鋁業；國企股則有青島啤、浙江滬杭甬、紫金礦業；中資股有粵海，均為強勢股。

眾所矚目的滙控，昨日低收五十九元九角半，跌百分之四點八四，跑輸大市。不過，本地銀行的東亞，卻逆流而上，升了四仙，最高曾升二角八仙。現在離東亞的業績公布日只有四個交易天，是龍是蛇，馬上有答案。從市場反應看，似乎信心十足。

對於美股會否反彈，市場也是看法分歧，若問我的意見，我估計短期美股已超買，應有一次反彈。而港股既能守住一三五〇〇關，則回氣後再上，也是常見的走勢。近期強勢股除東亞外，還有聯通、上實、粵海，二線股的筆克(00752)宣布業績不俗，雖然減派股息，但管理層言明目的是保留多一些現金以應付金融海嘯。現價五角一仙，末期派二仙，光這一期就有近四厘息，加上董事局對新一年業績有信心，所以現價在可攻可守下，風險反而不大，建議留意動態。昨成交激增至一千萬股，值五百萬元，顯示成交量有所加強。若資金持續注入，有機會挑戰今年一月高位五角七仙。

## 中新融資困難不意外

瑞銀集團發表研究報告表示，對於有報道指，中新地產(00563)成為首間上市內房股面對債務困難，該行對此並不感到意外，因中新地產已停牌多時，同時亦出現未能按時間償還債券利息等問題。

另外，瑞銀表示，本港主要上市的內房股出現破產機會較低，主要是由於有中央措施支持，而近期銀行亦放寬借貸；此外，出現破產及合併情況，主要集中在內地非上市及較低檔的發展商，因中央政府亦鼓勵地產行業進行整合。

瑞銀認為，目前出現較大價值折讓的內房股，主要受到早前憂慮出現破產危機的關注，而該類內房股的債券價格亦出現較大折讓，有關股份包括碧桂園(02007)、綠城中國(03900)、合景泰富(01813)，其股價於今年表現可能優於大市，主要是由於有關公司今年加快套現、內地借貸條件放寬，以及投資者可承受風險優於大市，而去年相對較穩健的內房股，於08年其表現已優於大市，有關股份包括中國海外(00688)及華潤置地(01109)。

## 經紀愛股

# 深高速目標3.2元

口大福證券

我們將深圳高速公路(00548)的目標價調整至3.20元，相當於10.3倍的08年預計市盈率及股息率4.9%。在宏觀經濟放緩下，於考慮該公司疲弱的盈利增長前景後，該估值對一隻發展成熟的基建股來說乃屬合理。

深圳高速公路於08年上半年的純利同比下降2%至人民幣2.84億元，我們預期該公司於08年的純利下跌10%。雖然南光高速公路於2008年1月通車並為深圳高速公路帶來收益人民幣2300萬元，而且鹽排高速公路、機場西段公路及鹽壩公路的路費收入分別增長21%、7%及6%，但梅觀高速公路及清連公路的路費收入分別同比下滑13%及59%至人民幣1.41億元及人民幣2400萬元，該公司於08年上半年的路費收入仍同比下降1%至人民幣4.6億元。梅觀高速公路的路費收入下跌主要由於其接駁公路莞深高速的維修工程所致，而清連公路則受其本身的高速公路升級重建工程所影響。

由於南光高速公路竣工後，就該公路融資的貸款利息開支不再資本化，故深圳高速公路的融資成本於08年上半年同比上升55%至人民幣1.17億元及估計08年全年增加90%。該公司的淨債項於08年上半年按半年上升28%至人民幣66億元，淨負債比率為1倍，由於該公司的資本開支預算為人民幣38億元，故該公司的淨債項應不會於未來1至2年顯著減少。

中央政府於2008年1月1日起統一外資及內地企業的稅率，由於深圳高速公路的適用利得稅率將於2012年之前由08年的18%逐步增加至25%，該公司已失去其稅務優勢。此外，深圳高速公路上周接獲內地稅務機關通知，該公司須就過去數年獲得的地方政府補貼繳納稅款約人民幣6000萬元，該等稅款已計入我們對該公司的09年盈利預測中，而該公司的盈利預測則同比下降6%。

