

# 美國虛構復甦假象

□大衛

帶動全球金融股絕地大反彈，滙豐控股由三十三元低位急升至五十五元，累升了六成六，一洗頹風。

## 業績好轉半信半疑

同時，美國當局有意無意間出口術，進一歩提高股市。繼美國總統奧巴馬指房產再融資增加，經濟露曙光之後，美聯儲局更聲稱出現衰退近尾聲的跡象，掀起牛市重臨之說。

不過，近日美國經濟依然差勁，連串經濟數據令人失望。一是上月零售數字意外下跌百分之一點一，私人消費繼續收縮。二是三月份破產宗數按年增四成六至十三萬宗，今年破產宗數料會達到百五萬宗與百六萬宗，經濟最惡劣情況還未到來。四是信用卡撇帳續升，連通三月壞帳率升至百分之八點八，快將升破雙位數。

五是破產潮接踵而來。美國第二大商場發展商 General Growth Properties 以及在美加擁有多間新聞紙廠的 Abitibi Bowater，分別申請破產保護令，看來企業破產倒閉潮剛剛開始。

上述利淡消息如對奧巴馬與美聯儲當頭棒喝，出口術唱好無助拯救經濟，只益了企業趁股市大反彈進行抽水集資行動。

## 國泰講真話未復甦

就在股價急升了六、七成之後，高盛與摩根大通分別配股發債集資五十億美元與三十億美元，類似大型集資活動相信會陸續有來。

事實上，本港股市從三月低點急升四千多點，幅度接近四成，公司集資活動近日顯然頻繁起來，裕元有基金大手配售，中移動則傳有策略股東減持。

另外，近日金融股業績有驚喜，主要受惠放寬市價入帳，業績經過人工修飾才見人，盈利是否真的好轉令人半信半疑。

總之，世界經濟仍未擺脫衰退困局，誰在胡亂吹水、說謊，大家心中有數，而國泰航空行政總裁湯彥麟透露正面對近年來最大的挑戰，難以預見經濟何時復甦，坦然說出了真心話。  
電郵: kwlo@takungpao.com.hk

## 金針集

好友連環大合唱，谷高全球股市，從三月九日低位計起，美股勁升二成四，而亞洲股市普遍急彈二成七，高盛、摩根大通以至滙豐控股等金融股大報復，股價在短短一個多月內急漲六、七成，市場瀰漫樂觀氣氛，但股市狂升背後已隱約傳來公司開動抽水機之聲，意味今次反彈市離頂不遠了。

## 猛出口術唱好股市

其實，市場在今年初仍憂心忡忡花旗集團最終會被全面國有化，怎料三月初美國金融股突然齊齊唱好，表示今年首兩個月有盈利，揭開了反彈市序幕，然後傳出高盛與摩根大通準備提早向政府還債，跟着又傳出十九間美國銀行全部通過壓力測試。

金融股升勢如脫韁野馬，高盛由三月九日的七十四美元，急升至近日最高的一百三十美元，升幅高達七成五，並且

## 股海管窺

# 安徽海螺穩步擴張

□時富金融

安徽海螺水泥(00914)於日前公布08年度業績，公告顯示公司08年度經營收入為242.28億元人民幣，同比增長29.04%。可供公司股東分配的淨利潤約為26.07億元人民幣，較2007年度上升5.12%，低於我們12.7%的預測值。期內公司實現每股基本盈利1.55元人民幣，董事會建議派發2008年末期股息，每股0.30元人民幣。我們給予公司增持評級，12個月目標價46.6港元，對應09年預期市盈率25.8倍。

銷量上升帶動銷售額增加，產能規模有望穩步擴張：2008年公司的營業收入達到了242.28億元，同比上升了29.04%，這主要得益於水泥和熟料銷售量的上升。隨着公司在產能擴張上繼續穩步前進，我們預計公司2008至2010年的年複合增長率將達到19.12%。

西部戰略布局將成新的利潤增長點：隨着四川地震災後重建工作的啓動，西南區域的水泥市場呈現供不應求的局面，公司的戰略目標也瞄準了這一地區，位於西部的四川達州、廣元，重慶忠縣，甘肅平涼等項目的建設將會加快，預計這些項目從2009年年底開始將陸續投產，預計到2011年底，公司在西部區域的熟料產能將達到2500萬噸左右。

2008年煤炭價格的飆升導致公司產品利潤率下降，公司盈利能力有望從09年下半年開始改善：迅速飆升的煤炭價格對公司的盈利能力形成了較大的負面影響，2008年公司的煤炭採購成本高達每噸749元人民幣，導致綜合成本同比上升了21%，使得公司2008年的毛利率同比下降了6.13個百分點，隨着國家4萬億元人民幣投資的落實，基建項目的開工也將使得水泥的價格回穩，在2009年下半年逐步好轉的供需關係下公司有望迎來盈利能力的改善。

給予增持評級：預計2009年公司的水泥和熟料銷量1.2億噸，在行業產能過剩的背景，假設公司單位水泥現價下降9%，煤炭均價下降17%，同時以自由現金流折現法為估值基礎，我們將平均資本成本率定為9.5%，永續增長率設定為3%，將目標價定為46.6港元，較每股淨權益值51.8港元折讓10%，及相當於09年度市盈率25.8倍。

## 大行研究報告

### 國航國際航線樂觀

高盛證券發表研究報告表示，中國國航(00753)第一季業績較預期為佳，主要是由於有未變現燃油對沖收益9.92億元人民幣，而撇除有關燃油對沖因素，未計及特殊項目前淨虧損6.9億元人民幣，較預期的8.24億元人民幣為少。

高盛指出，對國航第二季國際航空運量復甦樂觀，料市場會留意今年虧損會有所減少，今年至今，國航的國際航線下跌6.7%，料下半年餘下日子將下跌5.3%，全年則跌5.5%。

高盛維持國航「買入」投資評級，H股目標價3.3港元。

### 中鋁短期供應轉壞

高盛證券發表研究報告表示，由於中國鋁業(02600)股價近期回勇，但短期供應轉壞，故將其投資評級由「買入」，降至「中性」，並於買入名單中剔除，惟H股目標價則維持於6.6元不變。

該行指出，目前中鋁股價約6.2元，已接近目標價，自2月9日調高評級以來，已累升49.3%，升幅超越MSCI中國指數16.7%。

另外，高盛表示，本週本土鋁現貨價下跌8%，至每噸1.361萬元人民幣，因入口增加，反映短期有供應風險。

### 德銀維持沽售東航

德銀發表研究報告指出，由於東方航空(00670)去年的除航油外每單位成本按年升8.7%，故預料旅客量反彈亦無助其短期盈利能力。

報告又謂，除60億元人民幣衍生工具合約外，截至2008年底，東航的累計淨負債超過500億元人民幣，母公司注資70億元人民幣亦難以令該公司達成收支平衡。

該行維持東航H股「沽售」評級，目標價0.5港元。

## 異動股

# 大摩維持蒙牛評級

摩根士丹利發表研究報告指出，維持蒙牛乳業(02319)「增持」的投資評級，目標價升至14.8元。

大摩表示，蒙牛的銷售復甦進展良好，目前的銷售已回復至毒奶危機事件前逾80%，故對公司復甦之路及長遠強勁增長前景感到樂觀。大摩續說，公司銳意整合上游原奶供應，現在只有三分之二的原奶由規模更大的牧場供應，餘下三分之一由備受密切監管的奶站供應。

大摩又認為，在原奶監控轉嚴及產品發展能力加強之下，蒙牛長遠而言能夠奪得更大市場份額。

蒙牛2008年錄得虧損9.49億元人民幣，較大摩估計的8.88億元人民幣為多。但收入則較預期為佳，因為產品銷售復甦快速，但由於發生毒奶事件後，公司需要為存貨作撥備及撇帳，又為市場推廣作較大開支，故經營溢利較預期差21%。

報告續稱，在目前經濟環境下，投資者對個別品牌的風險胃納減少，因此防守性股份如蒙牛股價短期內或難有強勁表現，惟若市場需求出現持續復甦的話，股價將會造好。

## 高盛評級買入

另邊廂，高盛證券發表研究報告表示，雖然蒙牛乳業去年錄得虧損億元，但業績仍有正面因素，包括銷售上升12%，優於預期，經過毒奶事件後，復甦較預期為快，毛利率水平達19.6%，亦較預期為高；財務狀況亦健康，淨現金達13億元。

高盛調高蒙牛每股盈利預測，2009至2010年升幅介乎17%至21%，因毛利前景看俏，及復甦情況較預期為佳，目標價亦由11.7元，升至13.8元，維持「買入」投資評級。

**心水股**

- 安踏體育 (02020)
- 蒙牛乳業 (02319)
- 中國自動化 (00569)



國泰航空行政總裁湯彥麟言行業迎接巨大挑戰。圖為國泰飛機

# 香港中旅受惠擴展旅遊政策

□大福證券

## 市場脈搏

於審閱香港中旅(00308)的2008年業績後，我們將該公司的評級調低至持有，並將其目標價調整至1.55元，相當於10年預計市盈率26.7倍，與其內地上市同業的平均水平相若。

香港中旅的2008年業績令人失望，其總營業額同比减少1%至43.88億元，令其純利亦同比下跌16%至5.31億元。雖然該公司的毛利率穩穩39%水平，但其經營利潤率卻由2007年的10%減少至7%。

## 資產負債表強健

整體來說，該公司的持續經營業務所得利潤同比下滑72%至1.73億元，此乃主要由於其應佔發電業務利潤同比下挫76%，以及其應佔渡輪業務由2007年的6800萬元利潤轉盈為虧至4200萬元虧損所致。然而，香港中旅的資產負債表依然強健，該公司於2008年年底擁有淨現金14億元。

中國(包括澳門)依然是香港中旅的主要業務市場，佔

該公司總營業額的50%，而香港市場則佔40%。業務分部方面，該公司的旅行社及相關業務佔其總營業額的57%，同比减少8%至24.99億元，而該分部業績亦同比下跌37%至7100萬元。

雖然套票業務的收入因北京奧運而同比增加30%，但受四川地震及全球經濟下滑導致市場氣氛疲弱所拖累，其赴內地的旅行團收入卻同比减少約20%。

香港中旅的旅遊網站芒果網佔內地旅遊網站市場約12%，其2009年首兩個月的機票銷售額同比躍升50%。隨着內地互聯網用戶大增(於2008年同比上漲42%)，加上香港中旅的市場知名度，預期芒果網將持續穩健增長。

香港中旅的酒店業務佔該公司總營業額的15%，同比躍升36%至6.84億元，其分部業績同比减少9%至1.01億元。若撇除投資物業的重估價值，在該公司於2008年5月向其母公司收購3間內地酒店所帶動下，其酒店業務的分部業績則同比上漲56%。香港中旅於香港、澳門及內地合共擁有8間酒店，在全球經濟放緩下，其2008年的入住率均有所下跌。

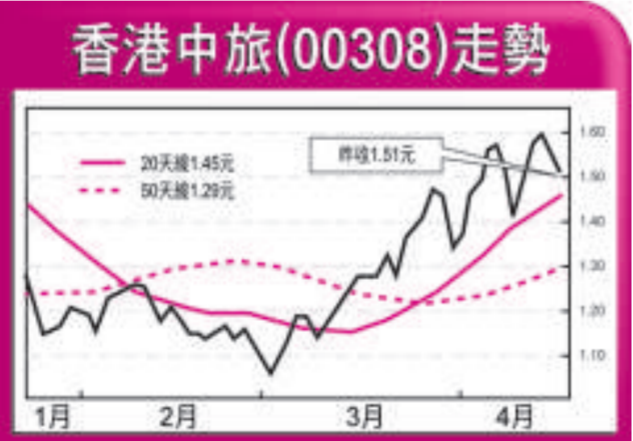
香港中旅的景區及度假區業務，分別佔該公司營業額的11%及8%，分別同比上升4%至4.86億元，以及同比下跌4%至3.40億元，而其分部業績亦分別同比增长10%至1.69億元，以及同比下滑862%至6200萬元虧損。

## 注資可鞏固業務

於2008年年底，香港中旅擁有兩個度假區，分別為珠海海泉灣溫泉度假村及咸陽海泉灣溫泉度假村。後者仍在興建中，並已於2008年10月局部開放，其開辦成本乃是導致該分部錄得虧損的原因。

展望將來，政府推出國民旅遊休閒計劃及擴展內地個人遊計劃等政策，無疑將可刺激全國的旅遊業。不過，全球經濟下滑將繼續影響香港中旅的發電等業務，然而，我們認為該公司的發電業務將於2009年下半年開始復甦。

此外，香港中旅的母公司中旅集團將很可能向香港中旅注入更多酒店資產，以及旅行社業務，以進一步穩固香港中旅的業務。



# 投資者宜趁好消息減持港股

□金榮財富管理首席基金經理 史理生

過去一周港股創出金融海嘯後的新高，內地公布的經濟數據較預期理想，部分人理解為中港經濟將見底回升，推動股市再展升浪。

內地亦於過去一周公布連串的經濟數據，表面在在都顯示中國經濟已逐步擺脫金融海嘯的衝擊。今年第一季國內生產總值增長了6.1%，固然令一眾已發展國家羨慕不已，同時亦顯出中國的經濟底子舉世無匹，中央的刺激經濟措施是何等的有效。

正是由於4萬億元人民幣刺激經濟方案才是剛剛開始，加上內地銀行在首季新增貸款更創出4.58萬億元人民幣的天文數字，內地經濟增長動力似有餘未盡，中國經濟重踏坦途之說又響遍整個股市。

然而，剛公布的數字最令入費解的是，也為溫家寶總理所重視的領先經濟指標之一的用電量，於今年首兩月回升後，3月中旬又再回落，4月上旬降幅更達3.57%。面對傳媒質疑社會用電量減少與工業生產增長5.1%之矛盾，國家統計局發言人在上週四記者會上只強調了有關數據是「準確的」，但卻無法解釋這種反常的關係。正當領導人對內地經濟形勢深表欣慰之餘，值得注意的是，一些內地官方智囊機構則大唱反調，近日還大潑冷水。

國家發改委宏觀經濟研究院發展戰略與規劃研究室主任王小廣表示，中國經濟形勢尚未見底回升，市場調整遠未結束；國家信息中心首席經濟師兼經濟預測部主任范劍平也說，目前不能確認中國經濟已有回升趨勢，更談不上好轉。

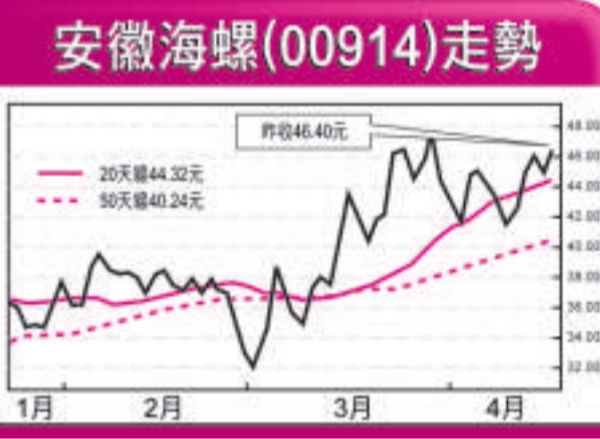
中國首季增長的最大貢獻是消費的環節，不能忽略的是，首季消費增長猛增15%主要是由財政撥款帶動，包括家電下鄉補貼104億元人民幣、汽車下鄉補貼50億元人民幣，還有各地的旅遊券、消費券及現金補貼。這種由政府補貼的消費是一時權宜之計，能否長期繼續下去？

首季全國財政收入減少8.3%，支出卻急增34.8%，可見財政赤字之嚴重，這入不敷支的情勢能撐得多久呢？

內地銀行大量放寬信貸的行為偏離正常商業行為，能否成爲趨勢，這點也是值得關注的。

百年一遇的金融海嘯對歐美日的打擊，是以年而非月作爲單位，我們不應因內地近日好轉的經濟數據，而放下投資者應有的風險意識，反而應借利好消息減持升勢已有點過急的中資股。

(作者爲證監會發4、5、6、9類持牌人士)



## 經紀愛股

# 中國自動化·安踏體育

□泓福資產管理研究部主管 鄧聲興

本港受惠於內地股市及美股向好，恒生指數過去一周，合共上升699點，並且突破年初高位15700點。

然而，大市在16000點水平剛有回吐壓力，相信預期會落在15000至16000點水平將會先行整固。

後市走勢方面，若從技術上而言，恒指只要守穩在10天線之上，走勢則會仍然向好。

是次建議的兩隻股份，分別爲中國自動化(00569)及安踏體育(02020)。

中國自動化主要從事提供安全及緊急控制系統，相關工程和保養服務，並從事銷售石油化工儀器，以及火車軌道設備之貿易。

受惠內地大力推動鐵路發展，以及高的行業入門門檻，集團上年度EBITDA大幅上升107%，而至2.26億元；純利亦上升49%，而至1.49億元。

集團整體毛利率及純利率，分別達39%及19.61%的高水平，高於中交建(01800)的10%毛利率。不過，集團只有9倍P/E，低於中交建的15倍。

依上述分析，投資者可以將目標價位訂在2.6元，止蝕價位則於2元。另一邊廂，較早時公布上年度純利大幅上升的安踏體育，首季表現繼續承接上年走勢而向好。

集團首季同店銷售增長達10%，雖較2008年同期有所放緩，但是已較同業爲佳。

事實上，集團於已完成的今年首季的訂貨會中，錄得雙位數的訂單增長。至於剛完成的第四季訂貨會中的銷售，亦超過20%增長水平。同時，集團現時淨現金達33億元，有利作出收購合併之用。

依上述分析，建議投資此股目標可訂在7元，止蝕價位則於5.4元。

(筆者並未持有上述股份)

