

港股牛皮 短期觀望為上

□吳小野

是次招股集資主要用在擴展內地零售網絡，亦是公司最大賣點，皆因由2008至2009年，內地收益增幅達8倍！而2009至2010年，增幅亦有1倍，主因是這段期間有兩間於北京的分店開張。

北京每間分店的收益平均計「只有」2300萬港元，少於香港的6454萬港元，但內地增長潛力極大，目標在2011和2012年將於內地開設共11間分店：今年北京、上海及杭州共開6間店；明年廣州、杭州及成都共開5間店。以上城市人口及規模皆超過香港，亦是迅速富裕地區，以內地為擴展目標正確。

擴展內地目標正確

即使每間店沒有香港的營業額，只及去年的營業額，以極保守方法估計今年整個集團收益也至少升兩成。去年內地業務毛利率32%，高於香港的23%，來年的擴張必為集團提高毛利。

目前米蘭站仍是業內翹楚。另一同行「Brand Off」以日本為基地，由於其回收價在行內是以高昂著名，因此成為米蘭站主要競爭對手。除了在本土有大量分店外，「Brand Off」於台灣及香港也有業務，前者市場米蘭站亦曾涉足，及後因經濟轉壞令毛利及盈利被大量蠶食，因而壯士斷臂將區內所有業務售出；後者「Brand Off」分店只有五間，與米蘭站有直接競爭的地段只有尖沙咀及銅鑼灣

，並不包括米蘭站三大旗艦地段之一的中環，在內地也未有開展業務。

小野曾到銅鑼灣世貿中心「Brand Off」分店走一趟，發現未行到入去，四處皆有同行；地下對面「Hannah」專做自由生意，一樓又有間名店「Agnes B」、同層的「Twist」以折扣價賣各款名牌手袋，行到二樓最篤先見到間「Brand Off」，單是附近競爭已異常激烈。至於米蘭站分店位置皆處於人流地帶，來自「Brand Off」的挑戰應不足為懼。

以上分析可見米蘭站基本因素甚強，1.67元招股價上限計，歷史市盈率20倍可以接受。截至上週單計十間券商已累積借出存展額相當於公開發售超額691倍。今日中午前截止，建議有幾多抽幾多。

巨無霸上市見頂先兆

另一隻新股嘉能可主營商品經貿，是業內最強，有「業界高盛」之美譽。業務極為廣泛，由於篇幅所限本欄不會詳談。集資額高達989億元，港英兩地掛牌，上市後總市值接近5000億。經驗之談，凡超級巨無霸上市，皆會將市場資金抽乾，每每是上市見頂先兆。還記得99年最大投行高盛及07年最大私募基金黑石上市，一年後股市便爆煲。我相信短期未必有股災，但歷史將會重演，由於發行量大，故不會考慮認購。

人在缸湖

五月中旬，港股周內會一度升至23500點水平，恒指上周五收23276點。股市繼續牛皮，成交更縮減至不足700億。周末前美股三項指數分別跌0.79%至1.21%，拖累港股ADR急插322點（1.41%）。大市明顯未跌夠，繼續觀望方為上策。

本周將有三隻新股上市，分別是遠大（02789）、百安（02299）及上藥（02607），前者因超額甚少而減價，還要做到「人人有份」，但是否「人人高興」則不置可否。凡新股於招股後降價，皆反映保薦人信心不足，事後鮮有短期脫升者，做到唔潛水已經阿彌陀佛，這類股份還是避之則吉。後兩者定價中間落墨，未見得有何吸引力，建議唔吼。我們可集中焦點於尚在招股的美蘭站（01150）及嘉能可（00805）。

新股焦點集中米蘭站

米蘭站（01150）專營奢華手袋二手買賣，十年前於尖沙咀起家，其後便迅速擴大，現時在香港、北京及澳門皆有業務，分店數目分別是10、2及1間，另加1間以「法國站」品牌於銅鑼灣經營的分店。

財經縱橫

□趙令彬

美國反恐盲目樹敵

打擊恐怖主義不能只靠追殺，更重要的是消滅其滋生溫床，但美國只憑軍力蠻幹，結果十年間溫床區擴大，原有的則惡化（本欄5月13日），後果十分嚴重。伊拉克及巴基斯坦等國加入溫床區，其影響力比阿富汗可大以十倍計；巴基斯坦人口過億且擁有核武，而伊拉克則曾是主要石油生產及出口國。

由此可見反恐戰的效果，比全盤失敗更可怕，因為美國其實是在培養及壯大敵人，以萬億元投入進攻，結果敵人更多，於是又要再加大投入以擴大打擊，從而形成惡性循環。試想如果美國做法相反，以萬億美元軍費之部分投入於資助原本溫床地區發展，助其改善民生，則很可能恐怖主義威脅大減，美國仍可保其單極地位。顯然，美國在反恐戰中不可能打贏，因為它正在自己打自己，用自己的資源來壯大敵人而同時讓自己虛耗，這樣只會加快衰落。

實際上美國確是在製造敵人。例如薩達姆雖進入科威特，但趕走他算了，攻入伊拉克除薩的第二次海灣戰爭，對美國來說毫無意義；當時伊拉克仍可起鉗制伊朗的作用，且與拉登互為敵人，亦無支持恐怖主義。現時的伊拉克問題便比過去大得多，而利比亞的情況又與當年的伊拉克十分相似，西方正在重犯錯誤。

此外，美國學者亨廷頓提出了文明衝突理論，不幸者是恐怖主義的來源，除了前述的失敗國家外，還有更深層的文化歷史因素，可說是文明衝突的具體反映。例如拉登出自上流世家，參與恐怖主義全是為了思想及文化原因。文明衝突的事件更不斷出現：布什在發動反恐戰時，和卡扎菲在號召抗擊北約時，都提到了十字軍，都想利用上千年的宗教對抗歷史來為行動爭取支持。美國牧師燒古蘭經，引致阿富汗民眾攻擊聯合國駐阿機構又是一個。西方政府出台限制伊斯蘭教習俗事件（如法國不准女生戴面紗等）日多，和對伊斯蘭教人士的監察加強等，都令居處西方的伊斯蘭教徒深感不安，和感到是受歧視打壓的次等公民。文明的不同而引致的摩擦，在反恐戰下更變成了仇恨之火的不同劑。

現時在西方流行的一種觀點是：拉登等極端主義思維在伊斯蘭教及阿拉伯世界的影響力漸消，其主要證據是近月的中東北非「阿拉伯之春」震盪，顯示了區內人民追求西方的自由民主思想，和揚棄暴力並通過和平手段爭取要求。這些論點反映了西方評論的偏見或政治性誤導。事實是區內動盪必將令地區政治更伊斯蘭化，和日趨暴力化及激化，因此不論在思想及形式上，都將與恐怖主義趨近。恐怖主義是極端主義的思想及行動，永遠只會少數人跟隨，但大局的動盪不安，也正是極端思想萌生滋長及播種的時期，因為滋生茁長的基礎更闊，土壤也更肥沃。



◀新股米蘭站市場前景廣闊，且積極拓展內地市場，值得看好，招股今日截飛，建議趕緊入手

另闢蹊徑 米蘭站

□文少伯

盤房來料

米蘭站（01150）由上週三（5月11號）開始以1.17至1.67港元（下同）公開招股1.62億股。首日便超額認購330倍，至5月13號已逾661倍。市場如此熱烈追捧，是真的物有所值，還是投資者盲目跟隨？在做結論之前，不妨先研究一下公司的營運模式、盈利結構和發展前景。

營運模式：公司的貨源主要來自散客自賣的二手名牌手袋（佔供應八成）；向貿易商訂購的未經使用手袋則佔剩餘的兩成。散客遇上大店，定價能力自然不高，故米蘭站可在合理範圍內壓制二手回收成本。這類散客中有部分是手袋愛好者，她們將自己的舊貨套現後，可即時在米蘭站店內選購其他手袋。故此，她們即是供應商，也是顧客。這一類顧客多數為香港人，為米蘭站貢獻約兩成營業額。

別看米蘭站由香港起家，而且2010年香港分部佔總營業額的88.4%，但是內地顧客近年來成為公司主要收入來源。即便在香港的10家店舖中，內地顧客亦佔了六成。米蘭站的信譽和口碑溢價是公司有效吸引內地顧客的最大無形資產。

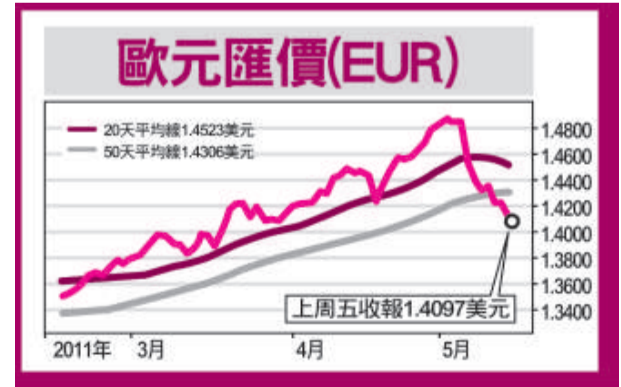
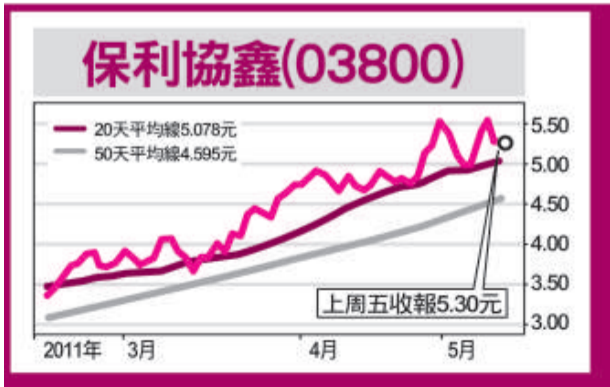
盈利結構：公司的銷售成本已佔去營業額的76%；舖租僅佔營業額7%，從今年到未來兩年的加租潮對其成本影響都有限。同時，由於米蘭站的店舖全部為出租，總資產值較小，資產回報率高。故就算公司負債少，財務槓桿不高，整體股本回報率在過去三年都能保持在40%以上。

發展前景：米蘭站在香港已經經營10年。在過去三年中

，其營業額增速下滑；以其他方法計算出的2010年市佔率（營業額佔整體香港奢華手袋銷售之比，招股書未披露）亦從2009年的6.3%降至5.2%。香港大小，公司目標市場的發展已趨飽和，難有再大的穿透和增長空間。藉助已經建立起來的品牌信譽和商業概念，挺進內地廣闊的市場，是公司維持高速發展的唯一出路。況且，內地二手手袋增值稅僅為2%；人民幣正加速升值；加上作為香港名店對內地顧客之吸引力可令公司對其產品有更强的定價能力。隨着內地分部佔公司營業額比重的增加，米蘭站的盈利能力定會提升，故米蘭站內地分部的發展前景是投資者對公司追捧的根本原因。

米蘭站在內地的目標市場為中高收入的白領階層，不但市場定位較之香港更加清晰，且收貨及銷售的渠道皆可觀地寬過香港。而如何維持品牌實業，擴大品牌影響力，是其在內地擴張和經營的重點。有人可能會擔心內地假貨多，收二手名牌手袋的難度和風險皆提高。其實香港毗鄰深圳，本身假貨也不少，米蘭站目前採取的收貨問責制和兩重檢驗程序，令其因假貨而遭受的損失佔營業額比極小。這種檢測模式在公司現有的兩家內地店舖經改良後，仍然運作良好，被證明可在其之後的擴張進程中被複製。

過去兩年中，超額認購300倍以上的新股共30隻，其中29隻的首日表現為正回報，相信米蘭站的首日亦會開紅盤。加上用招股價上限計，米蘭站的2011年預測市盈率為15倍，以增長潛力看，1.67元的價格不貴。因此，今日（周一）為公開招股的最後一天，可入表認購。就算沒抽到，在米蘭站周一正式上市之後，還是在2元以下小注追入，博公司高速成長。



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號利源33樓3302室
電話：(852)2917 2300 傳真：(852)2917 2309 電郵：info@upway.hk http://www.upway.hk
上海辦事處 電話：(021)6120 9400

頭牌手記

□沈金

仍是波幅千點上落市

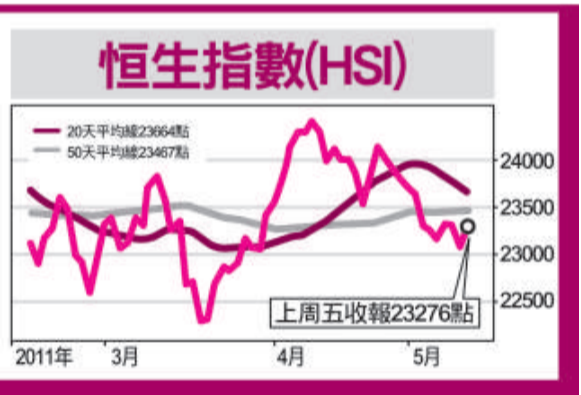
上周股市四個交易日中二升二跌，恒指最低見二二八八八，最高為二三五〇九，收市二三二七六，較前周升一七點，是連跌兩周失地近千點之後的反彈，不過，由於成交弱，全周僅二千六百四十九億元，平均每日六百六十二億元，屬較低水平，顯示入市資金意欲不強，採取靜觀其變態度的投資者數在增加中。

現時，高低指數的關鍵水位是：高點在二三五〇〇至二三六〇〇，低點在二二八〇〇至二三〇〇〇，任何的突破都值得留意。如果仍是上落波動，那就「孫悟空跳不出如來佛的手掌心」，依然是上落市，波動範圍約一〇〇〇點。

其實，不光是港股反覆，外圍的美股也一樣無方向感，幾乎是日升日跌的飄忽走勢。上周五美股道指又跌百點，將拖累港股今日低開，加上期指好友上周五對淡友施以突襲，淡友今日報「一箭之仇」的可能性不容抹煞，如此這般好淡刀來劍往，也增添了一些緊張氣氛。現在離五月期指結算還有十一個交易日，好淡開始進入短兵相接階段，且看這一浴血戰最終鹿死誰手了。四月底恒指收二三二七二〇，暫時是淡友贏了五〇〇點左右。

內地一再調高銀行的存款準備金率，這是以此為工具，加強調控，可惜招數不多，成效需時。至於何以不大刀闊斧加息，相信是「大有大的難處」，加息所牽涉的層面會更廣泛，如今「犧牲」商業國有銀行的利益，算是「犧牲小我，成就大我」了。短期內，內銀股仍受壓，尚未到放量吸納的時候。也許六月份份息前夕，收股息派才會探行動吧！

「五月窮」暫時是應驗了，至於是否「六月絕」？到月底再評估吧。不論五月六月，只要大市不崩盤，大型上落市無足懼，仍然可以運用我頭牌建議的：有多餘資金就擇本而吸納之。大家可以訂一個優質股的收集價位，到價就買，不到價就等待。有息收者且收息後再說。以守為攻，自可置於不敗之地！



基金人語

美元弱勢利好資產價格

□金榮財富首席基金經理 史理生

美元近期急速反彈，拖累大宗商品暴瀉，國際油價曾跌破100美元支持，金價銀價也不能獨善其身，有分析家更憂慮商品牛市已告終。

商品升勢轉急其實始於去年，背景是美聯儲局推出第二輪量化寬鬆政策下，美元供應大增，匯價節節敗退，更受到北非和中東的反思威浪潮愈演愈烈而再次重上100美元大關，金價則乘勢造好，白銀在投機資金的推動下價格迭創近年新高，就算連保守的投資者也認為投資組合中大宗商品是不可或缺的。

近日受「基地」領袖拉登被美國海豹特種部隊擊斃的消息刺激，美元一洗頹風，美匯轉強商品價格立即受壓，基金大戶趁勢沽出大宗商品以鎖定利潤，各種商品瞬間進入調整期。

美元要持續轉強必須有基本因素配合，此時此刻，連串的宏觀經濟數據顯示，美元中長期的變化因素至今仍未有太大的變化。據美國勞工部最新資料，4月份失業率雖然回升至9%，較3月份的8.8%為高，但4月非農業就業人數環比增加24.4萬，較平均預期為高。按就業報告，非農業就業人數增加之數，為去年5月以來最大增幅；其中，私人部門就業情況有所改善，當月新增就業崗位達27萬人，是2006年2月以來的最高水平；而美國政府部門4月份就業人數則減少2.4萬人，高於3月份的1.4萬人，成為失業率回升的「負能量」。

從上述的簡單分析已讓我們看到，美國經濟復蘇步伐雖可持續，但失業情況仍然嚴峻。總統奧巴馬也坦言，美國經濟要全面復元需時數年之久，他要連任就得繼續改善就業情況。如今所見，就業改善速度猶如蝸牛爬行，難免誘發聯儲局維持超低利率的決心。

照目前形勢看，聯儲局以超低利率水平維持經濟穩步復蘇，顯然是唯一的選擇。弱勢美元是這貨幣政策的必然副產品，也直接支撐了商品價格。歐洲經濟無顯著起色，使歐洲央行加息以遏止通脹有舉棋不定之勢，加上歐洲債務危機有擴大之勢，美元短期還可看高一線，但長期而言，在美國龐大的財赤和買赤，其匯率持續下跌在所難免。

大宗商品經過近兩星期的技術調整後，已有超賣現象。基於聯儲局維持超寬鬆的貨幣政策的機會極大，美元中期走勢仍不樂觀，那麼趁低吸納大宗商品相信是不錯的選擇，此外，上周五恒指及國指走勢表現亮麗，為入市增持之訊號。

大行報告

高盛大調協鑫目標價

高盛發布研究報告表示，保利協鑫（03800）首季硅片平均售價為每公斤0.76美元，高於該行預期的0.7美元，而多晶硅/硅片付運量符合預期。雖然該行下調次季平均售價至0.68美元，但上半年平均售價由0.7美元，上調至0.72美元。

因此，該行將其今年上半年每股盈利測由0.22元，上調至0.23元。下半年每股盈利測由0.28元，上調至0.37元。2011年至2013年每股盈利預測，上調18%、9%及8%，至0.6元、0.68元及0.79元，反映較高硅片售價，較低營運開支及較高內部多晶硅產能。目標價由5元，上調至6元。評級「買入」。今年預測市盈率8.9倍，比內地清潔能源行業的12倍為低。

心水股
米蘭站 (01150)
保利協鑫 (03800)

市場脈搏

希臘風險增 避險情緒漲

□敦沛金融市場及產品支援部 曾朗

希臘於2009年的財政赤字達到國內生產總值的12.7%，遠超歐盟規定的3%上限。於2010年歐盟與國際貨幣基金組織有條件地向希臘提供高達1100億歐元的援助計劃。但其主權債務危機未得到緩解，並一直為全球市場帶來隱憂，目前希臘主權債務餘額約為3250億歐元。

上週五市場傳出希臘可能退出歐元區重新使用其舊貨幣，希臘國債會因此而急劇增加，此消息期後雖遭希臘和歐盟高層官員否認，但市場仍擔憂希臘最終需要進行債務重組，令歐債危機重燃。

評級機構標準普爾亦於周一因希臘的債務重組風險持續上升，將希臘的長期信貸評級由BB-下降至B，而短期信貸評級由B下調至C，並維持負面評級展望，同時穆迪也表示可能下調希臘評級。市場上避險

情緒高漲，令歐元於本星期大幅回落3.32%至1.4316美元。

市場更預期2013年希臘主權債務規模佔國內生產總值的比例可能高達160%，假若希臘進行債務重組，或引起鄰近同樣受困擾的愛爾蘭相隨，將會調高額外批出貸款的可能性。希臘工會組織更於周三歐盟及IMF官員到訪當地時舉行示威，抗議希臘政府為削減開支而實施的財政緊縮政策。

由於希臘有望再獲額外援助，有避險作用的高品質歐洲國債價格略為回落。但中國、美國以及歐洲等數據均好壞參半，面對全球通脹仍然高企，同時經濟亦有所放緩的情況下，環球經濟形勢前景未明，市場把焦點放在下周的歐股部長會議上，預期投資者的避險情緒或會進一步上升。