

小幅上落悶局一場

□沈 金

頭牌手記

昨日港股先跌後穩，最低時恒指報一九七二三，跌七十五點，下午略有反彈，收一九八一，升十三點。國企指數收九五二一，跌二十二點。國指表現失色，與公佈業績的板塊多數未符理想有關。全日總成交下降至三百六十億元，較上日少三十三億元。

悶氣繼續開放，主要是欠缺方向感，不少人只是觀望，不願入市。市場仍寄望美聯儲局於本周六公布推第三輪量化寬鬆政策，但又因為沒有把握，十五六年，所以買賣只是淺嘗即止，完全提不起勁。

滙控、中移動兩隻重磅股都有小升，這對撐住指數有幫助，不過保險股、商品股仍不振，抵銷了兩大股指給大市營造的定力。內銀股個別發展，交行較佳

財經縱橫

□趙令彬

中國經濟出現「少失業下滑」

七月中國通脹（以 CPI 計）跌至 1.8% 的 30 年新低（本欄 8 月 23 日），有助維持經濟的穩定高增長，但也令人擔心會否引發菲臘曲線效應，即失業率隨之上升，故溫總之前在地方考察時，便指出要關注就業，就業優先的發展方式要更受重視。

對就業前景的擔心非無根據，在 2007 及 2008 金融海嘯發生時，中國便曾在這方面大受衝擊：隨着 GDP 增長及出口滑落，大量民工失業回鄉，估計最多時達到二千萬人。當時的中央及地方政府均十分緊張，除怕這會對經濟有不利外，還怕會引致社會不安。對地方政府來說壓力是多重的：（一）失去了民工匯回的工資，令地方收入大減。對一些較窮困落後地區，這是個重要的生活資金及財政收入來源。（二）一時難以提供相應的大規模地方就業機會。（三）民工多缺社會保障，失業後便生活維艱。的確，問題的規模不容忽視，2000 萬民工涉及以千萬計家庭，若包括家庭成員人口有過億人。在維穩的考慮下，中央乃急忙推出四萬億元刺激經濟方案，首先是希望可助安定民心和保住信心。

這輪經濟下滑就業情況大為不同，至少到今天為止，未見有大規模的民工返鄉潮，上半年外出打工的民工還稍有增加，而次季城鎮失業率亦維持於去年底的 4.1% 水平。雖然有一些關於企業關閉、裁員及民工返鄉的報道，請人空缺及工資增長的勢頭亦有所減弱，但總體來說勞工市場仍可保基本穩定。雖然今後情況還可能有所惡化，但重現大失業及返鄉潮的機會看來不高。

幾年間的變化巨大，確值得探究其原因。目前外圍形勢（尤其歐洲的）雖然差劣，卻未致如之前般引發巨大震盪，中國的 GDP 下滑較緩，出口仍未見負增長（七月雖已只有 1%）。與上述宏觀因素相比更重要的，乃中國人口及勞工市場近年出現的結構性轉變，正處於轉折點上。最根本的變化是人口紅利可能正在消滅：在海嘯前各地已開始出現民工荒，但其發育卻為海嘯打斷，突然由「荒」變「剩」，問題也由勞工不足逆轉為高失業。然而當經濟 V 型反彈後，民工荒重現且不斷深化。除了新增民工數基於人口因素而放緩外，內陸地區開發初見成效，產生更多職位，民工即使外出打工也不必跑到沿海，而可改在當地謀生。

因此新一輪經濟下滑暫未引致大失業，反而有助紓緩日益惡化的民工荒及工資急升等問題，且只要經濟不急瀉並逐步回穩，大失業將不會出現。目前中國經濟的「少失業下滑」，與美國的「少就業復蘇」已成為強烈對比，反映兩國国情完全不同。

股海篩選

太保估值偏低

群益證券

中國太保（02601）上半年實現營收 923 億元（人民幣，下同），按年增長 5.8%，實現淨利潤 26.4 億元，按年減少 55%，每股稅後盈餘（EPS）為 0.31 元，與業績快報一致。其中，壽險淨利潤 10.6 億元，按年減少 62%，產險淨利潤 15.7 億元，按年減少 33%。

業績下滑的主要原因在於：壽險保費增長延續低迷態勢，且一季度計提浮虧大幅增加；產險賠付增加提升綜合成本率；投資收益在資本市場低位震盪的格局下難有出色表現。公司二季度淨利潤約 20 億元，按年減少 16%，降幅已經較一季度收窄 65 個百分點。

賠付增加和退保率上升構成短期業績壓力，料公司 2012、2013 年分別可實現淨利潤 100 億元和 133 億元，按年分別增長 20% 和 34%，EPS 分別為 1.16 元和 1.55 元，H 股對應 2012 年動態 PE 為 16.5 倍，P/EV 為 1.3 倍，隱含一年新業乘數為 5.5 倍，估值顯著偏低。考慮到承保回暖趨勢和去年低基期的影響，下半年業績可望獲得顯著提升，維持買入的投資建議。目標價在 28 港元。

心水股

信和置業（00083）
鞍鋼股份（00347）
紫金礦業（02899）

政經才情

容道

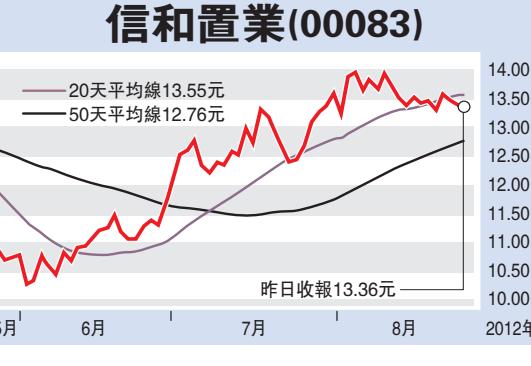
周初外圍股市飄忽不定，但 A 股則在周一呈單邊向下殺跌態勢，我所持 A 股當然受傷了，但總體還是較滿意的，因為早段時間賺來的，就足夠把這陣子的損失抵銷了。而且，我這階段的現金水平維持較高，所以心理質素十分好，仍然如常繼續入貨。

對於是否破上證 2000 點這些爭論也沒有太在意，只覺得眼前很多股價實在是太吸引（數月前若說出這些是我的目標價，肯定會給人罵和打的），不由得繼續下買單，到周一晚收市總結一下：A 股倉位在一天內已增加 2%，至 33% 了。

到周二，A 股卻又變成第二個樣，市場突然說着第二個故事，變得亢奮，大量資金湧入，來一次難得的普漲！

不否認 A 股是政策市，這個現象大家心裡都有底，我在進出 A 股時也會以此作為一個要參考的基本因素看待。可是於我而言，這比重不是太大，因為政策變化可以很快，很大，而且最要命的是把政策如何演繹更是沒譜……

不過，開題說到極端情況，就是於此時大幅增加這個政策（風險）的變數比重，因為這個轉



一一，只升十五點，餘下三個交易天，是龍是蛇，這才見真章。我頭牌是好友底，總是希望可以逢凶化吉，一九五〇〇至一九六〇〇的區間可以守住，後市去留，只能看外圍的指引了。



▲市場再度燃起美國推出 QE3 的預期，此舉有望形成支撐金價走高

紫金短期或藉 QE3 呈反彈

□勝利證券 高鵠

券商薦股

港股周二低開之後小幅上升，隨後保持橫盤整理走勢至午盤，之後受到內地 A 股權重股上升的影響，恒生指數止跌反彈，尾盤有所收窄，上方壓力仍較為沉重。恒指報收於 19811 點，上漲 0.07% 或 13 點，全日成交額約 360 億元，較上一個交易日的交易再次萎縮。恒生分類指數方面，地產下跌 0.15%、工商業上漲 0.13%、金融上漲 0.11%、公用事業下跌 0.02%、地產下跌 0.38%。

藍籌股中，中國旺旺（00151）上漲 2.9%，可能源於貿易銷售業務的好轉，盈利預期增加。周邊消息面也異常靜淡，美國道指周一報收於 13124 點，下跌 33 點。大市交投量僅為 3 個月平均的 80%。市場靜待美國聯儲局是否會推出刺激經濟政策，同時前期獲利盤再次抑制了股票的上漲。德國商業信心指數繼續下跌，至歷史以來新低。

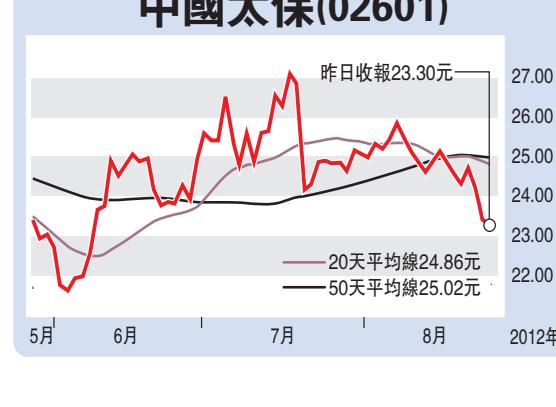
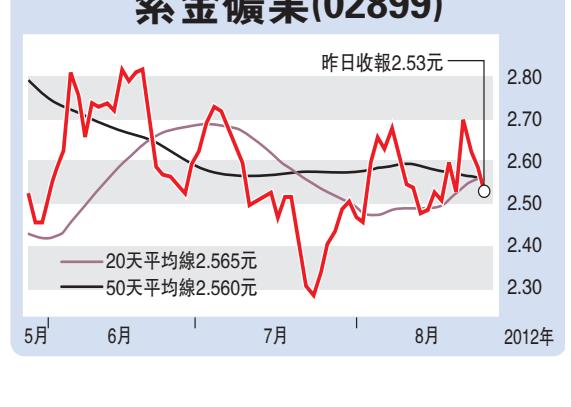
港股目前成交持續萎縮的前提下，以牛熊證的分布作為投資的指引，因為衍生工具的交投很可能是主宰沉悶大市的最大因素。牛證數目遠比熊證為多，而

收回價處於 19400 到 19550 之間，或許後市向下的概率還會大一些。

從近期的市場氛圍來看，短炒獲利的概率在降低，需要投資者價值投資並長期的去持有。或時刻關注企業的贏利點出現了之後，再去進行確定性的投資，靜靜等待同時也是價值投資的一部分，在行業周期下行的背景下，其實好的企業仍然還是會脫穎而出，更多的要去精選個股。

目前內地還在等待刺激政策出台，但是遲遲未見，各項經濟資料持續下滑，人們的投資意願極度低迷，在此情況下，港股市場縱然再受到美國的帶動也難有大的反轉，預計恒指近期仍將窄幅震盪，短期內難有起色。

是次個股推薦為紫金礦業（02899）：美國重新燃起的 QE3 的預期，故此有望對金價形成支撐。黃金價格也已經開始新一輪的反彈，有走強的預期。中國國慶及中秋節長假期在即，受秋季中國等主要黃金消費國節日假期來臨，黃金實物需求有望提升，進一步支撐公司的業績。然而，公司運營的成本上升部分抵銷盈利的增長空間。同時，股價被年線拋離過大，存在短期反彈可能。目標價格 2.90 元，止蝕價格 2.3 元。



開始考慮極端情況

□容道

變或許就是一隻超大黑天鵝，數十年來，大家也有意無意避開不談的——戰爭，及其所引發的一系列的國策改變！

其實，我真不在乎上證是否破 2000 點，因為我年初就看今年最低點會有機到達 1600！（大家可以回看我的年初預測）；但我真怕戰爭到來！

因為這會完全改變中國過去 30 年的發展格局，而香港那過去數十年的繁華穩定更是不用說了。

美元轉強

考慮到戰爭，也是我近月把現金水平維持較高水平的一個重要原因！

同時，我相信無論你願不願意看到，若然戰爭爆發，首先是債及黃金變強，跟着就是美元會更強（或許這就是美國對近日軍事取態的深層次道理了！）那樣的話，全球股市的走向大家就要有所準備了。

最後，報告一下，我持有的債券已增加至 5% 了。外圍不變仍是 8%，現金為 54%！

<http://blog.sina.com.cn/yongdao2009>

實力雄厚 信譽超卓

天順證券投資有限公司 賽助

香港銅鑼灣希慎道 33 號利園 33 樓 3302 室

電話：(852) 2907 2300 電郵：(852) 2907 2309 網址：<http://www.skw.hk>

上海辦事處 電話：(021) 6120 9408

板塊尋寶

□贊華

舖租高企加上消費增長放緩，打擊卓悅（00653）的賺錢能力。集團早前公布截至今年 6 月底止中期業績，盈利倒退 35% 至 8,474 萬元，一度拖累股價跌穿 0.9 元，惟有券商認為市場反應過敏，股價急挫後更具投資價值。

卓悅上半年純利雖減少，但總營業額仍增長 4.8% 至 13.1 億元。另由於改善產品組合及引入更多較高利潤的獨家產品，毛利率更由 44.5% 微增至 45.7%。公司亦維持慷慨派息政策，派息率高逾 80%。

放寬自由行將受惠

隨着內地進一步放寬來港自由行安排，相信有助改善卓悅下半年度盈利表現。深圳非戶籍居民 9 月起可申請「一簽多行」赴港，預計年底合資格人數達 410 萬。此外，京滬穗、天津及重慶五大城市打工或讀書非戶籍人士，亦准免回鄉申請來港旅遊簽證，料符合資格人數逾千萬。

卓悅上半年的同店銷售增長僅 7.2%（不計日本奶粉），增幅放緩，但今年 7 至 8 月同店銷售增長已回升至近 10%，業務狀況良好。

今年上半年，集團分別於銅鑼灣啓超道及旺角朗豪坊附近增加兩間新鋪，目前零售店舖總數共 49 間。因內租金高企，故零售及批發分部租金成本對營業額比率由去年 12.1% 上升至 14.6%。另因兩間新舖的租金已入數，但營業額未完全反映，都是租金比率上升之原因。

卓悅為應付租金壓力，若面對不合理的租金升幅，會將之結業，並在鄰近地點開新店取代，相信有助降低營運風險及租金急升的威脅。

至於集團的美容服務專門店「悅榕莊」，於上半年錄得分部溢利 1,451 萬元，同比下跌 7.3%，主要原因只是套票贖回率／使用率減慢；事實上，美容套票銷售總額並無下跌，更錄得 1.3% 的增長。網上購物網站則錄得銷售增長增加 1.5%，收入達 1,980 萬元。

星展渣打報告唱好

此外，卓悅在內地現有 4 間零售店，全部位於廣州，方便管理，已達至收支平衡，營業額有上升趨勢，相信中國業務將成為集團未來發展的亮點。

星展高達發表報告予卓悅「持有」評級，目標價 1.04 元；渣打則予其「不變」評級，目標價 1.1 元。加上公司已進行回購，料有利股價回揚。

卓悅控股(00653)

