

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

期指將結算 加劇波動

1月26日。港股連跌4日後，終於出現反彈修正的動作，但是彈升動力未見增強，大市暫時仍未能擺脫縮量的格局。目前，我們對於港股後市維持偏向樂觀的態度看法，現水平的安全邊際已經是挺高的了，但是能否立即重拾強勢擴張升浪，則仍有待觀察。然而，正如我們在近來指出，只要恆生指數能夠守穩在23,482點之上，從去年12月中展開的中期推升浪結構將不會受到破壞，後市趨勢可以繼續看好。

恆生指數在周三出現反覆波動，在早盤下跌了超過100點之後，出現快速上拉倒漲接近200點，但是在24,000點關口前再度遇壓並且收窄漲幅。恆生指數收盤報23,843點，上升54點，主板成交量略為回增至682億多元，但是仍處於相對偏低水平，在縮量格局未有出現改變之前，估計短期市況仍將以反覆為發展模式。另一方面，在周五期指結算日逐步逼近的背景之下，期指的轉倉掉期活動已進入白熱化階段，亦是加劇了港股大市短期波動的技術因素。

科技互聯網板塊轉強

和黃(0013)以及騰訊(0700)，一如估計繼續成為領漲的火車頭，周三股價分別再漲2.08%和1.86%。另外，周三點評過的A8電媒音樂(0800)，都漲了有2.68%。而同屬於科技互聯網板塊的阿里巴巴(1688)，技術走勢也有轉強的跡象，建議可以關注跟進。然而，盤面上的套現壓力未盡消除，尤其是一些還站在相對高點的中小盤股，在短期操作方面要特別的注意謹慎。

外圍方面，英國公布了第四季的國內生產總值，出乎意外的按季收縮了0.5%，消息令市場對即將在周五晚上公布的美國第四季國內生產總值數據，提高了關注程度，而市場目前的平均估計是增長3.5%。而美國總統奧巴馬亦發表了年度的國情咨文，呼籲各方團結一致振興經濟，消息對於逐步形成復甦預期的情緒，可望帶來強化作用。然而，美股已走出了一波連漲八周的行市，道瓊斯工業平均指數累漲了有20%，在12,000點整數關出現漲後整固，又或者是獲利回吐，實不足為奇。

投資觀察 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

資金流向暫不利港股

恆生指數動力明顯由強轉弱，主要原因除投資人預期中國人民銀行將於農曆新年前後將調升利率而暫採取觀望態度外，目前兩地市場流動資金趨向收縮，以致市場憂慮歐美資金逐步撤走，為影響港股表現的主要因素。

近日美股走勢與港股表現背道而馳，引起市場擔心是否有資金逐步由亞洲區股市回流美股，因市場預期在聯儲局維持較進取的貨幣政策下美國經濟復甦步伐將加快，相反亞洲地區國家陸續收緊貨幣政策以遏抑通脹，有關行動將或多或少對經濟增長構成負面影響，故形成投資人在資金針對投資組合地區配置方面產生調整的傾向。目前市場開始關注中國經濟今年增長會否受政府較積極地作政策收緊而明顯放緩。

近期港匯匯價轉弱，除引起市場對歐美資金正逐步撤走的憂慮外，其主導因素主要為中國貨幣市場資金異常緊張，部分中資將資金回流內地。儘管人行已因應市場資金緊張狀況而自上周起釋放多達3,500億元人民幣，但從上海銀行同業拆息周二回升，反映市場流動資金緊張局面仍沒有明顯紓解，內地資金持續緊張狀況勢迫使部分於香港內地、港股市的資金需套現回流以及令投資人的避險意慾上升，預估除非內地拆息回落，否則港股短期將受上述利空影響，恆生指數短期於23,200至24,300區間反覆偏弱。

AH股差價表 1月26日收市價 *停牌 人民幣兌換率0.84533

Table with columns: 名稱, H股(代號), H股(港幣), A股價(人民幣), H比A折價(%)

股市縱橫

伯明翰傳加碼注資地產

港股近日走勢頗為反覆，大戶在期指市場舞高弄低，致令市況變得十分飄忽，稍有定力往往好易被「震」出局。儘管港股陷入悶局，不過英格蘭聯賽盃四強的賽事就十分緊湊，阿仙奴已率先進入決賽；另一張決賽入場券今日凌晨派發，由本港上市公司伯明翰環球(2309)持有的伯明翰，主場迎戰韋斯咸。韋君無意在此品評賽事，不過對作為班主的伯明翰環球近日的股價技術走勢呈現「黃金交叉」就有所注意，當然該球隊若可以順利勝出，估計會有錦上添花之效。

伯明翰環球最近頻有動作傳出，早於去年12月中旬，便以總代價7,500萬元人民幣，收購一幅位於中國重慶市沙坪壩區西永組團R分區A3地塊之土地，並將發展為多層商用物業。集團日前復牌又宣布進一步將資金投入內地樓市，向大股東楊家誠，間接收購遼寧省一幅面積約96.73萬平方米工商用地90%，總代價不少於人民幣4.3億元(約5.02億港元)但不多於人民幣13.32億元(約15.51億港元)，將以現金支付1.8億元，及發行最多68.56億股可換股優先股支付，發行價及兌換價0.2元。

據了解，集團這次收購的地皮，位於遼寧省盤錦市遼濱經濟區內的待開發空地，擬發展為建築面積165.41萬平方米之多層工業建築物，第一期建設工程預期今年6月展開，估計成本約3.5億元。物業預期於6-8年完全開發，每年完成建築面積20-25萬平方米。值得一提的是，集團有意樹立「高新工業與運動」的城市形象，以及將英式教育、醫療等元素注入盤錦市項目，並全力打造成富獨特英倫風格的「伯明翰」品牌生活社區。

遼寧房產潛力看好

儘管未來一段長時間的開發資金壓力不輕，不過集團已預計，可透過內部資源、承包商融資、預售所得及將進行之集資活動撥付。另外，來自市場消息指出，伯明翰環球會繼續在遼寧省物色地產項目，而焦點會是那些已動工的項目，若消息屬實，將有望令資金回籠的

韋君



時間大為縮短，有望令集團的財政狀況改善。

受到集團進一步拓展內地房地產業務的消息刺激，此股日前復牌即見搶升，單日升達15%，惟其後兩日於攀升至0.25元水平則見遇阻，但回試0.21元卻復獲支持，昨收報0.223元，現價已企穩於多條重要平均線，而平均線組合也呈強。在股價走勢向好的下，料短期有利升破0.25元阻力關，而下一個目標為0.3元。

港股落後外圍 好友力撐

收發站 美股昨晚急跌後幾收復失地，道指僅跌3點收報11,977，帶動周三亞太區股市普遍上升，尤以印尼及泰國同升1.97%、星股升1.25%、韓股升1.14%表現最佳，而連日弱勢的內地股市亦先跌後升1.17%受注目。港股昨日表現反覆，高開後一度反覆下試23,662承接區，午市得力於內銀、長和及資源股上升而再度逼叩24,000關，高見23,976，尾市再遇沽壓，回順至23,843報收，全日小升54點或0.23%，成交682億元。1月期指轉炒高水15點，顯示好友大戶在周五期指結算前維持較高位的意向。 ■司馬敬

昨日大市表現一如預期反覆回落考驗承接區，並初步在23,600/23,700水平獲支持，20天線失而復得，顯示好友大戶力撐大市在23,600水平之上結算。事實上，昨日升叩24,000關再遇阻力，顯示續有大戶趁反彈減持，大市仍處於近期反彈市的健康調整。

期指相關資產昨日力吸和、建行(0939)及多重重磅資源股，帶動大市維持反彈態勢，令「連跌」結束。

澳博(0880)昨日復牌，一如所料遭遇拋壓，曾低見12.58元，收報13.14元，跌0.68元或4.9%，成交達15.35億元。賭王昨日已親自開腔，確認所持澳娛31%股權轉讓給二、三房的決定是其意願，不會改變。不過，另一邊廂的四房則承認事件存在家庭糾紛，交由律師處理，令外間覺得這次「終極」分產仍未完全平息，對澳博股價仍存在不明朗的壓力。另一方面，花旗則認為賭王開腔確認後，維持澳博營運表現穩健的看法，認為不會受轉讓股權事件影響，維持買入評級，目標價維持16.5元，並直言現時股價較疲弱為買入時機。

澳博原來的控股權由澳娛主控，現時澳娛股權已分配到二三四房，倘有爭拗，當不利澳博營運。澳門特首也開腔，表示澳娛未將分配股權的決定通知澳門政府，原

因是霍老已將所持澳娛26.5%股權捐予澳門慈善基金會，由澳門政府持有。

二套房收緊按揭 內房已消化

溫總昨日主持國務院會議後，宣布進一步調控房地產市場，實施強化差別化住房信貸政策，對貸款購買第二套房的家庭，首期付款提高至不低於6成，貸款利率不低於基準利率的1.1倍。另外調整個人轉讓住房營業稅政策，對個人購買住房不足5年轉手交易的，統一按銷售收入全額徵稅。進一步收緊第二套房的樓貸至6成，已在內地主要城市實行，對內房股應不致引發新一輪拋壓。

公司動向方面，新時代(0166)報喜訊，其在阿根廷西北 Tartagal 區域之CAX-1002油井已經過抽吸測試，每天生產15立方米不含水分之百分之百石油，相當於每天94桶石油。新時代股東資料顯示，大股東乃彤叔，持有12.3%股權。在周二急升的結好控股(0064)，昨日停牌，表示將公布認購新股份及認股權，以及成立合營公司。結好周二升上0.6元報收，升7%，創出一年新高。傳聞結好將引入台資大財團入股，並合作發展澳門金都休閒業務。

紅籌國企/高輪

張怡

國航反彈續可跟進

內地股市昨日展開反彈行情，滬綜指重上2,700點大關之上，收報2,708點，升1.17%，當中廣船國際(0317)於滬市的A股漲近1成至停牌報收，而受惠於AH股互動，本地H股也回升3.53%。此外，昆明機床(0300)的A股急升6.11%，H股也升2.76%報收。中資個股方面，長城汽車(2333)每10股獲發15股於昨日除權，股價曾高見11.98元的年內新高，收報11.72元，升幅仍達6.16%。

中國國航(0753)近期股價反覆調整，惟近日於退至8元水平已復見不俗支持，反映上月20日所造出的7.94元低位附近已吸引買盤收集。此股昨曾高見8.48元，收市報8.44元，仍升0.34元，升幅為4.19%。國航較早前曾發盈利預告，預期截至去年12月底止全年度淨利潤按年上升2倍，主要受惠於內地宏觀經濟持續快速增長和全球經濟趨穩回暖，致令營業利潤實現大幅增長。此外，國航增持深圳航空成為控股股東，由此產生協同效應亦對業績的提升作出貢獻。儘管內地全力發展高鐵，對未來前景難免會構成不明朗，不過集團作為內地最大及最賺錢的航空公司，本身又有大量的跨境航線，因此競爭實力仍難替代。另一方面，人民幣升值預期不斷升溫，航空公司一向被視為主要的受害者，有助減輕經營成本，何況股價已沉寂

了一段時間，在沽壓漸消下，預計其反彈空間仍在。趁股價反彈初現跟進，上望目標為近日阻力位的9.6元，惟失守7.94元支持則止蝕。

建行購輪27498爆發力強

建設銀行(0939)昨企於7元報收，升1.6%，成交稍增至2.17億，若繼續看好其後市表現，可留意建行瑞信購輪(27498)。27498昨收0.127元，升0.006元，升幅為4.96%，成交5.84億股。此證於今年4月26日到期，換股價為7.76元，兌換率為1，現時溢價12.62%，引伸波幅26.8%，實際槓桿13.6倍。27498勝在交投較暢旺，現時數據又屬合理，其爆發力較強，也是此證較可取之處。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：港股走勢依然反覆，加上臨近長假期，料中資股續以個別發展為主。

中國國航：股價近期明顯跑輸大市，在沽壓已漸減下，料反彈的空間仍在。

Table with 2 columns: 目標價: 9.6元, 止蝕位: 7.94元

滬深股評

光大證券

合肥百貨增發 短期看升

合肥百貨(00417.SZ)公告概稱：2011年1月11日，本公司、本公司控股子公司安徽百大合家福連鎖超市股份有限公司以及本公司全資子公司合肥百貨大樓集團銅陵合百商廈有限責任公司與東方明珠簽訂《產權轉讓合同》，轉讓金額為人民幣19,994.55萬元。截止2011年1月19日，東方明珠按《產權轉讓合同》的規定全額支付了相關款項。截止2011年1月24日，拓基地產、百大置業和銅陵拓基已經完成本次股權轉讓的工商登記變更工作。

地產業務轉讓利今年業績

我們認為此次地產業務轉讓之後，公司及子公司將不再受因地產業務限制，導致增發資格受阻的困擾。有利於未來全資控股投資產質量較好的合家福超市以及樂普生股權，鑒於此二項資產歷史淨利潤較好的表現，我們認為即使因增發攤薄，也將增厚公司2011年業績。我們在後文對收支預測以及EPS進行了一定的拆分，認為非定向增發業務鑒於發行股本從原有9,000萬下降到4,500萬，因而將直接夯實2011及2011年以後的主營業績，成為股價短期催化劑。

現價低於增發價，提供一定安全邊際：公司股價自2010年11月25日短期最高點21.60元以來，已回調近25.4%空間，甚至低於公司目前非公開發行二次修正稿發行價底線16.83元，我們認為16.11元目前的價格，已經遠遠低於公司實際的合理價值，也低於未來定增參與的10家機構認購底價，因此提供了一定的安全邊際。我們對公司2011-12年的預測相對樂觀，但認

為是建立在根據公司歷史門店盈利情況以及之前門店脫離培育期屢超預期的前提下做出的合理判斷，考慮到未來公司融資需求將和資本市場利益趨同性因素，我們認為公司未來也有動力較為充分地釋放業績。

我們維持2011年初公司定增成功且捆綁銷售地產業務於2011年初結算完畢的推斷，根據目前非公開定增最新4,500萬股本上限，調整2010-2012年全面攤薄後每股盈利(EPS)分別至0.50/1.05(扣除出售地產業務後為0.81元)/0.95元，以2009年為基期未來三年CAGR35.4%，認為公司合理價值在24.25元，對應主營業務2011年30倍市盈率。我們認為合肥百貨從歷史上來看業績較為確立，且屢超預期，對於目前市場較為擔憂的安徽零售市場競爭加劇，我們認為外來和尚的定位和目前合百整體定位仍存在一定錯位，因此投資者無需因此過分擔心，建議積極配置，買入評級。

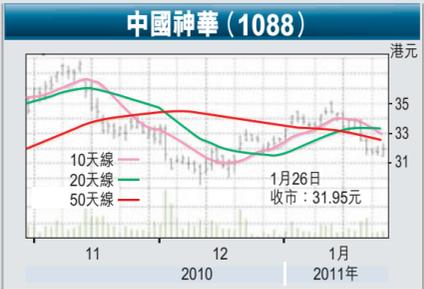
風險分析：公司非公開增發進程低於預期，安徽零售市場競爭加劇。



H股透視

交銀國際

神華進入平穩發展期



中國神華(1088)2010年煤炭銷售量實現15.1%的增長。2010年產量數據顯示，公司全年煤炭銷售量和商品煤產量分別為2.926億噸和2.248億噸，同比分別增15.1%和6.9%。此外，公司自有鐵路運輸周轉量達1,503億噸公里，同比增8.8%，總售電量為1,314.1億千瓦時，同比增幅達34.5%。產量數據印證了我們此前對公司增速已逐步放緩的判斷。

儘管公司煤炭銷售量實現兩位數的增長，但商品煤產量卻只同比增長6.9%，表明公司的煤炭銷售總量中，外購煤佔比有所提升，而外購煤的銷售毛利率非常低。正如我們此前的觀點，公司最近一兩年來，產量基數已經超過2億噸，要在這個基數上實現兩位數的增長，就需要每年至少增產2,000多萬噸，而當前國內新建噸煤產能需要的資本開支超過1,000元，算下來就需要200多億元的資本開支規模。這對企業的資金實力和新發現資源儲量都有比較高的要求。

今年受制政府價格管制

2010年末，國家發改委曾經出台文件要求2011年度國有和地地方大型煤礦企業的合同煤價格必須保持在2010年上半年水平。就中國神華而言，其合同煤佔到總銷售量的7成，剩下的3成則按市場價格銷售。因而，儘管我們預期2011年國內煤炭市場平均價格將上漲約10%，但其對公司整體業績的貢獻將因佔到7成銷量的合同煤價格按兵不動而打折。

長期來看公司的業績增長將主要依賴煤炭價格上漲的推動。我們預計，伴隨着經濟的整體復甦、國內城市化的進程以及居民消費水平的提高，煤炭將繼續呈現供需偏緊的格局，煤炭價格仍將保持總體上升的態勢。未來公司業績的增長更多地依賴於煤炭市場價格上漲以及合同煤價格最終向市場價靠攏帶來的公司綜合售價的提升。

將投資評級調低至「中性」。儘管2010年公司的業績增速超過20%，但跨入2011年以後，2010年的輝煌已成為過去。我們預計2011-2013年公司的業績複合增長率極有可能低於10%，這意味着公司已正式由前些年的高速增長期步入平穩發展期。結合當前的股價水平，我們認為，有必要將公司的投資評級由前期的「長錢買入」調低至「中性」，目標價調低至34.16元，對應於14倍2011年動態市盈率。

神華估值表

Table with columns: 12月結(百萬元人民幣), 08年, 09年, 10年F, 11年F, 12年F

資料來源：交銀國際、公司