

■ **大市透視** 第一上海首席策略師 **葉尚志**

## 10天線下壓到23231點

2月16日。港股回軟了一天之後，周三又見回升。一日跌、一日漲的動作，難免令人失去了對大市走勢判斷的方向感。然而，在大市成交量出現縮減的背景下，市況出現短期反覆是正常的現象。但是在外圍不確定性未能消除之前，我們對於港股後市，依然維持謹慎的態度。資金流出亞洲，以及歐美股市呈現短期嚴重超買，是目前港股的潛在風險因素，我們估計港股在完成反彈後，仍有再度回壓尋找支撐的機會。

恒生指數在周三出現反覆上行的態勢，但是短期上衝動力未見增強，資金介入的積極性仍弱，市場觀望氣氛愈來愈濃厚。恒生指數收盤報23,157點，上升257點，主板成交量仍處於近期的低水平，僅錄得676億多元。技術上，除非恒生指數能夠站回到23,400點上方來扭轉弱勢，否則後市仍處於反覆向下的發展模式。值得注意的是，恒生指數的10日均線已下移到23,231點，要提防下壓的力量有加劇可能。

### 整體弱勢仍未有改善

盤面上，中資金融股的集體反彈，是拉動大市周三回升的主板板塊。內銀股日內漲幅最大的是建行(0939)，漲了2.13%。中資保險股中國財險(2328)在跌近年線9.16元後，做出較強力反彈，日內漲幅有3.33%。然而，從其他個股和板塊的動作來看，似乎整體弱勢仍未有改善的跡象。

### 東亞短期下跌風險高

我們點評過的信心指標股騰訊(0700)，在周三出現逆市走疲的態勢，沽空金額錄得有6,800萬港元，沽空比例提升到11.7%，空頭壓盤的力量未除。另一方面，在周二(15日)中午公布了盈利創新高的東亞銀行(0023)，周三出現逆市放量下挫的走勢，股價跌了3%至32.2元收盤。東亞銀行的沽壓依然沉重，周三的沽空比例激增至超標的28.2%，相信股價有進一步跌穿32元圖表支撐的可能，短期下跌風險仍高。

■ **投資觀察** 群益證券（香港）研究部董事 **曾永堅**

## 內地將壓抑大宗商品需求

1月份中國居民消費價格指數(CPI)按年升4.9%，低於市場預估的5.3%至5.5%水準。儘管考慮到有關國家統計局更改CPI統計權重對數據表現實際只有邊緣影響，但影響民生的食品價格上漲達到10.3%，當中糧食價格上漲15.1%、鮮蛋價格上漲20.2%、鮮果價格上漲34.8%，上述數據顯示生活必需品的價格升幅實值得關注。目前不利天氣因素仍然對國內農產品的供給帶來最大的不確定性，因此，通脹預期壓力持續高企的風險仍未解除。

另一方面，反映上游通脹的工業品出廠價格指數(PPI)，1月按年升6.6%，高於市場預估的6.2%，亦較12月份的5.9%增幅加快上升，當中原料工業價格上漲10%；若連同1月份進口大宗商品的量和價值皆顯著上漲一併考慮，中國正面對由大宗商品價格推動的輸入式通脹所持續威脅。1月份鐵礦砂進口額按年大增145.7%(當月進口量增長47.9%)；原油進口額按年增長達50.8%(進口量按年增幅為27.4%)。反映大宗商品進口量及價格皆增長強勁，令中國面對的輸入式通脹壓力增加。如中國政府以壓抑通脹及控制通脹預期為經濟政策首要目標，意味未來須加大收緊政策力度，以壓抑經濟及大宗商品的需求增長。預期短期內恒生指數將再反覆下測22,400水準。

■ <b>AH股差價表</b> 2月16日收市價 <span style="float:right">*停牌</span>				
人民幣兌換率0.84573				
名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
南京熊貓電子	0553(600775)	2.23	8.22	77.06
洛陽玻璃	1108(600876)	2.3	7.4	73.72
東北電氣	0042(000585)	1.47	4.42	71.88
儀征化纖股份	1033(600871)	4.27	12.33	70.72
天津創業環保	1065(600874)	2.84	7.08	66.09
北人印刷	0187(600860)	3.09	7.6	65.62
大唐發電	0991(601991)	2.69	6.37	64.3
山東新華製藥	0719(000756)	3.26	7.65	63.97
中國南方航空	1055(600029)	4.12	9.3	62.54
昆明機床	0300(600806)	5.87	13.16	62.29
華電國際電力	1071(600027)	1.59	3.26	58.76
廣船國際	0317(600685)	16.74	33.19	57.36
廣州藥業股份	0874(600332)	11.66	22.42	56.03
中國東方航空	0670(600115)	3.63	6.93	55.71
經緯紡織	0350(000666)	7.28	13.6	54.74
上海電氣	2727(601727)	4.95	9.23	54.66
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	2.11	3.93	54.61
中海油煉服務	2883(601808)	14.84	26.74	53.08
上海石化化工	0338(600688)	4.67	8.31	52.49
北京北辰實業	0588(601588)	2.02	3.56	52.03
海信科龍	0921(000921)	4.44	7.78	51.75
江西銅業股份	0358(600362)	25.75	43.79	50.28
中國國航	0753(601111)	7.88	12.54	46.87
金風科技	2208(002022)	13.52	20.47	44.16
中國鋁業	2600(601600)	7.79	11.43	42.38
中海集運	2866(601866)	3.66	5.3	41.61
四川成渝高速	0107(601107)	5.02	6.69	36.56
中國遠洋	1919(601919)	8.6	11.21	35.14
華能國際電力	0902(600011)	4.28	5.55	34.8
紫金礦業	2899(601899)	6.11	7.62	32.21
中國中冶	1618(601618)	3.37	4.15	31.34
兗州煤業股份	1171(600188)	23.25	28.42	30.83
晨鳴紙業	1812(000488)	6.49	7.78	29.47
廣深鐵路	0525(601333)	3.15	3.76	29.17
中海發展股份	1138(600026)	9.05	10.63	28.02
東方電氣	1072(600875)	30.25	34.72	26.34
中國石化化工	0386(600028)	8.27	9.27	24.57
滄柴動力	2338(000338)	5.5	61.32	24.17
深圳高速公路	0548(600548)	4.9	5.43	23.71
中國石油股份	0857(601857)	10.6	11.7	23.4
中信銀行	0998(601998)	4.98	5.35	21.3
安徽皖通公路	0995(600012)	6.29	6.57	19.06
中國中鐵	0390(601390)	5.27	5.15	13.48
中煤能源	1898(601898)	11.38	10.76	10.58
青島啤酒H	0169(600600)	35.4	32.68	8.42
安徽海螺水泥	0914(600585)	37.9	34.41	6.88
中國鐵建	1186(601186)	9.07	8.21	6.6
中國南車	1766(601766)	9.44	8.5	6.1
興通迅	0763(000063)	32.65	29.03	4.91
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	4.35	3.76	2.19
中國銀行	3988(601988)	4.02	3.29	-3.31
江蘇寧滬高速	0177(600377)	8.2	6.67	-3.94
中國神華	1088(601088)	31.1	25.18	-4.42
中聯重科	1157(000157)	19.36	15.05	-8.76
民生銀行	1988(600016)	6.71	5.14	-10.37
工商銀行	1398(601398)	5.77	4.34	-12.41
交通銀行	3328(601328)	7.54	5.66	-12.63
中國人壽	2628(601628)	30	22.03	-15.13
中國太保	2601(601601)	32.1	23.51	-15.44
建設銀行	0939(601939)	6.72	4.9	-15.95
鞍鋼股份	0347(000898)	11.46	8.2	-18.16
招商銀行	3968(600036)	18.34	13.12	-18.19
農業銀行	1288(601288)	3.78	2.67	-19.7
中國平安	2318(601318)	78.8	51.49	-29.39
中國聯通	0762(600050)	12.96	5.99	-82.93

■ **股市縱橫**

# 併購潛力大 鞍鋼蓄勢升

港股維持日升日跌的行情，繼周二回落逾200點，大市昨日又告反彈超過200點完場，並成功收復所有失地，惟美中不足之處是反彈市成交依然未能配合，可見投資者觀望氣氛仍濃。雖然港股出現升唔上又跌唔落的走勢，不過既然市場沽壓不算大，投資者仍不妨採取炒股唔炒市的策略。事實上，在昨日反覆波動的市況，部分個股的炒味仍濃，就以剛落實注資的MI能源(1555)而言，便借消息炒高14%，收報2.58元。

繼滬市掛牌的武鋼(600005.SS)近日宣布上調3月份出廠價後，同於上交所上市的寶鋼(600019.SS)亦於周二決定上調3月份

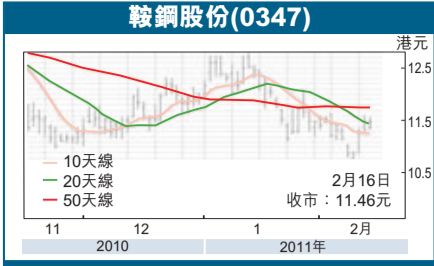
碳鋼板材產品期貨價格，主要品種將在2月份基礎上，每噸提價200-300元人民幣。同業有加價需要，反映鋼鐵業低迷的環境已有改善跡象，作為本地鋼鐵龍頭股的鞍鋼股份(0347)沉寂了一段頗長時間，不妨趁低收集博反彈。

鞍鋼較早前曾發盈喜，按中國會計準則，鞍鋼去年盈利會按年大增1.34-1.61倍，至人民幣17億至19億元，主要是產品結構調整，增產高效品種，同時加大降本增效力度所致；惟下半年度鐵礦石及焦煤價格上漲，對成本帶動巨大壓力。值得留意的是，自去年首三季度淨利潤25.72億元計，預增顯示本季虧損明顯。

不過，內地大型鋼廠紛上調出廠價，鞍鋼跟隨加價估計只是時間問題。內地鋼鐵業鋼價行情看俏，鞍鋼扭轉去年末期業績欠佳也可預期。法巴早前的研究報告也預計，鞍鋼今年第一季度利潤率將擴大而利潤將強勁反彈；該行估計，鋼鐵價格每上漲1%，鞍鋼2011財年利潤預期將上升17.8%。

### 鋼價看漲 業績可期改善

另一方面，來自內地媒體的消息指出鋼鐵行業「十二五」規劃初稿已經基本完成，下一步要向企業和相關部門徵求意見，預計很快將正式發布。據消息透露，



鋼鐵行業「十二五」規劃仍將着重於兩大主線：鼓勵兼併重組和優化產業布局，以及淘汰落後產能和節能減排。中央鼓勵鋼鐵業強強整合，鞍鋼透過注入資產壯大規模的潛力也值得看高一線。

鞍鋼昨收11.46元，升0.14元或1.24%，成交1.39億元，表現不算突出，不過現價離低位支持的10.76元，反彈的幅度不算大，隨著內地資源股回升力度加強，預計其後市回升的空間仍在，上望目標為去年11月中旬以來一直受制的13元關。

# 實力資金低吸中資金融股



■ **紅籌國企/高輪**

張怡

# 東航復甦概念值博高

內地股市昨日續走高，滬綜指收市漲0.85%，並金穩於兩個月高位之上。滬深股市緩步走高，這邊廂的中資股也不乏炒作熱點，尤其是部分H股較A股折讓大股份，升勢最見突出，當中昆明機床(0350)升幅便達1成，而現時H股較A股折讓約62%。此外，市場憧憬人民幣再升值，消息刺激保險股尾市受追捧，其中財險(2328)升幅最悅目，漲達3.3%，而龍頭股的國壽(2628)也漲達2.2%。

航空板塊股份昨日整體升勢也頗為全面，人民幣炒升值預期升溫，加上中國民航業公布1月利潤總額34億元人民幣，勁增逾6倍，都有利相關股份造好，其中南航(1055)升近4%，收報4.12。東方航空(0670)昨跟隨其他同業反彈，收市報3.63元，升0.06元，升幅1.68%，成交則稍減至644萬股。東航較早前曾發盈喜，受惠於航空市場快速復甦，預計截至去年底止全年度歸屬於母公司所有者的淨利潤約為上年的10倍左右，在股價仍處偏低水平下，其博反彈潛力仍可看好。

東航股價滑跌，主要因為內地大力建設高鐵，市場擔心會搶走航空公司的生意。不過，一如高盛較早前的研究報告指出，儘管高鐵加快開市，惟航空營運環境仍然理想，當中東航更因能受惠國際航線收益率及上海世博後運量

■ **滬深股評**

# 宇通產能提升前景樂觀

宇通客車(600066.SS)2011年1月產銷量分別同比增長4%、27%，符合預期。1月份，公司客車產量3437輛(增長4%)，其中大、中、輕客分別為1,761輛(25%)、1,430輛(-12%)、246輛(-12%)；銷量4,662輛(27%)，其中大、中、輕客分別為2,306輛(50%)、2,058輛(14%)、298輛(-8%)。1月是大中客傳統旺季，公司表現符合我們預期，預計1季度銷量接近9000輛，同比增長28%。

### 今年注重「調結構」

2010年公司通過訂單管理、調節生產節奏盡量釋放產能，全年產能利用率達到137%，部分月度已選擇性接受訂單；2011年在產能進一步偏緊的情況下，公司將更注重「調結構」，主要表現為高端車型佔比增加、單車價格及附加值提升。注意到1月大客產銷增速明顯高於中客，我們小幅上調公司2011年銷量預測至4.65萬輛(13%)，在產品結構提升的影響下，收入增速將高於銷量增速，毛利率保持較高水平。

### 全力發展各細分市場

2010年公司大中客增速(51%)超越行業1.2倍，市場份額達到24.9%，其中在客運市場的份額近40%；新增的2.5萬台客車擴產項目，預計於2012年4季度完成，在1月26日通過的配股方案中，1萬台節能與新能源客車生產基地項目屬於擴產規劃的一部分，屆時年設計產能有望達到5.5萬輛，新一輪的

成長空間也將隨之打開。

目前在國內大中客主要細分市場中，需求佔比近4成的公交通場競爭仍較分散，而且附加值偏低(毛利率一般低於客運6個百分點至8個百分點)。2010年公司公交通場銷量約8,500輛(55%)，市場份額接近17%。我們認為，新能源客車產業化項目有助於公司增強在公交通場中的地位和盈利能力，並推動其估值水平上行；未來幾年，大中客行業寡頭的資金、規模、技術核心優勢將持續擴大，公司有望在各個細分市場樹立標杆，繼續實現超越行業的成長。

我們看好宇通客車中長期前景，小幅上調公司2010年至2012年攤薄前每股收益預測分別至1.67元、2.13元、2.6元，給予其2011年目標價格30元，維持「推薦」評級。

風險方面，要留意國內大中客行業景氣度回落，以及鋼材等原材料成本大幅上漲等因素。



■ **H股透視**

交銀國際



受中國市場對於銅需求增長超預期的影響，國際國內銅價近期持續走強。LME三月期銅前日收於10,160美元/噸，為2月份內第二次突破1萬美元關口，而國內上海期銅及現貨銅也已達到76,000元/噸的歷史峰值水平。1月份中國進口銅達到36.4萬噸，超出此前市場預期，顯示國內市場對於銅的需求依然十分強勁，成為推動近期銅價上漲的主要動力。

同時根據國際銅業研究組織（ICSG）的數據顯示，2011年全球銅市場將出現供應短缺，市場對於銅供應偏緊的擔憂將使得銅價上漲的趨勢在1季度得到延續，我們預計上半年LME銅價將有望上漲至12,000美元/噸左右。

### 銅價上漲中受益顯著

江西銅業（0358）礦產銅業務於銅價上漲中受益最為顯著。根據測算，若銅價每上漲2,000元/噸，則公司礦產銅業務的毛利潤將增加30多億元，而EPS將增加0.1元。銅價的快速上漲將顯著提升公司2011年的盈利水平。

加工費上調改善公司進口銅精礦加工業務的盈利水平。除了銅價上漲超預期將給公司帶來超額收益外，2011年銅冶煉加工費水平的上調也將明顯改善公司的進口銅精礦加工業務的盈利狀況。2011年進口銅冶煉加工費（長協）水平為70美元/7.0美分，該加工費水平比2010年增長30%以上。公司目前進口銅原料約佔總消費量的40%，加工費水平的提升將顯著提升公司外購銅精礦加工業務的盈利能力。

### 維持「買入」投資評級

公司銅冶煉及銅精礦的生產規模均居國內首位，銅價持續上漲將使公司受益顯著。公司2011年預計電解銅生產規模將達到100萬噸左右，我們保守估計公司2011/2012年的電解銅銷售均價分別為72,000元/噸和76,000元/噸，則對應公司2011/2012的EPS分別可達1.97元和2.48元，對應公司2011/2012年的PE僅為10.8倍和8.5倍。

公司2011/2012年的淨利潤增速分別可達29.8%和25.8%。考慮公司在銅冶煉領域的絕對領先地位，我們認為公司目前估值水平依然偏低。我們繼續給予公司「買入」的投資評級，給予公司的目標價為33.6港元，對應2011年的PE為14.0倍。

### 江西銅業估值表

	08年度	09年度	10年度F	11年度F	12年度F
營業收入(百萬元)	539.7	517.1	728.2	848.8	951.7
同比增長	24.5%	-4.2%	40.8%	16.6%	12.1%
淨利潤(百萬元)	22.9	23.5	45.9	59.6	75.0
同比增長	-49.6%	2.8%	95.5%	29.8%	25.8%
每股盈利(元)	0.76	0.78	1.52	1.97	2.48
市盈率(倍)		27.8	14.3	10.8	8.5
每股資產淨值(元)	6.9	7.6	8.8	10.4	12.4
市淨率(倍)		2.9	2.5	2.0	1.7

註：貨幣：人民幣 F：預測 資料來源：公司，交銀國際