

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

候恐慌拋售完全展現

5月23日。港股溫和反彈了三個交易日之後，在周一出現了掉頭急挫的走勢。正如我們在近期不斷提出的，在經濟增長速度放緩的前提下，全球股市已出現了調整的勢頭。國際評級機構標普在周末，把意大利的評級前景下調至負面，消息對於股票市場可以說是帶來雪上加霜的效應。亞洲地區股市在周一率先作出反映，出現全面下挫的態勢。值得注意的是，內地A股的弱勢有加劇跡象，上證綜合指數跌穿了2,800點的重要關口來收盤。市場傳出社保基金曾在上周入市護盤，但是在A股再度破關而落的影響下，相信對於市場信心人氣會構成打擊，對於兩地股市來說，都是不利的消息因素。

恒生指數在周一出現低開低走，一根大陰就吃掉了過去三天的反彈幅度，並且以接近全日最低點來收盤，相信已有重拾弱勢，出現再度探底的行情。恒生指數收盤報22,711點，下跌488點，主板成交量增加至645億多元。目前，我們仍在等候恐慌拋售的出現，來給這一波跌浪劃上階段性的句號。以周一的市場狀態來看，恐慌是恐慌的了，但是拋售似乎還未完全的表露出來，我們估計港股的成交量要進一步提升到800億元以上，就可以代表恐慌拋售的確實出現，這是有利於大盤在放出了沽壓後，有更大的機會找到階段性底部位置。

「死亡交叉」跌幅未達

技術上，恒生指數的20日均線，在上周五已下破了50日均線，發出了「死亡交叉」的利空信號。在過去的半年時間，包括這一次市場曾三度發出這種利空信號，前兩次分別發生在去年的12月8日和今年的2月22日，而在信號發出後，恒生指數在短期內都出現了急挫的走勢，兩次都累跌了有平均1,000點的幅度後，才找到支撐作出反彈。目前，這種「死亡交叉」利空信號已在上周五發出了，恒生指數在周一已應聲下挫了接近500點，倘若以前兩次的例子來參考，恒生指數從現水平再挫500點的話，可能是撈底短期操作的機會。

投資觀察 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

歐債危機升溫 利差交易退場

目前投資市場對歐洲主權債務危機的憂慮再度逐步升溫，投資人傾向避險。由於希臘面對經濟結構性及政治壓力，故在解決財務問題上舉步維艱，目前形勢將進一步深化市場對歐盟面臨解體威脅的憂慮，令歐元短期賣壓增加；另外，標準普爾突然調低歐元區第三大經濟體意大利主權評級展望，由穩定降至負面，相信投資市場短期內勢將加深歐債危機將蔓延至區內高負債大國的疑慮，對歐元匯價將產生雪上加霜的影響。

投資市場短期內的避險需求增加，對歐元中展線前景顧慮加深，以及市場普遍偏向預期美元供應可望在今年6月美國第二輪量化寬鬆措施結束後減少等因素，預估將支撐美元匯價短期內持續轉強，美匯短期內持續反彈，將引發更多美元相關利差交易退場。另一方面，預期將有不止已上市或計劃上市的企业趕緊在美國6月底結束次輪輸量寬前，在港股作募資活動，大量一級與二級市場的募資活動，勢將令港股場內資金趨緊，預估恒生指數短期內將反覆下測22,500區間。

AH股差價表 5月23日收市價 *停牌 人民幣兌換率0.83683

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

股市縱橫

聯邦製藥退近承接區

惠譽上周五突然將希臘信貸評級下調三級，標普又將意大利的主權信用評級前景降低至負面，淡友昨日再借歐債危機推低港股，恒指全日輾轉走低，最後連之前的低位支持也告棄守，埋單計數大跌488點。港股再度延續尋底走勢，前期多隻基金愛股沽壓依然未消，其中東岳集團(0189)瀕近1成，單日成交高達3.68億元；至於保利協鑫(3800)上周五反彈一日後昨日又再跌過，收報4.01元，再跌7.6%，成交仍達11.82億元。雖然不少基金股已較高位回落不少，但大戶減倉似未完結，現階段反彈實不宜有急功近

利的心態，一旦入市吸納應有中線持有的準備。市場投資氣氛欠佳，惟部分保健護理用品板塊的個股依然逆市走強，其中歐舒丹(0973)漲近4%，而東瑞製藥(2348)和瑞年國際(2010)也升逾1%。保健護理用品一向視為防守性較強的行業，在日下資金尋找避險股，此板塊因而也吸引熱錢流入。作為相關板塊一分子的聯邦製藥(3933)，近期受市況影響而走疲，昨曾低見12.44元，已退近月初低位支持的12.3元水平，收市報12.48元，跌0.24元或1.89%，論表現已較大市為佳，在資金尋

韋君

找防守優質股下，其不失較可取的低吸之選。

積極研發新藥前景樂觀

最近有消息指出，聯邦製藥正計劃來港發行約人民幣15億元離岸人民幣債券，瑞銀及高盛將擔任此次發行的承銷商。聯邦製藥近年積極研發新藥，在業內取得優勢，最新研發的糖尿病進入最後階段，首款胰島素產品已推出市場，市傳反應理想，若稍後落實發債，將令其有更多資源加快研發推出新藥，也是其業績前景值得看好之處。此外，集團目前共有5個胰島素產品已獲國家藥品監督局的批准，相對於外國產品，其價格較為便宜，未來市佔率進一步上升已可



預期。就業表現而言，集團去年錄得純利9.74億元，大幅增長79.9%，每股盈利為78.2仙，去年度的營業額及純利均創下歷史新高。此股2010年預測市盈率約13倍，處於十分合理水平。趁股價退近承接區收集作中線持有，上望目標為4月初阻力位的14.9元。

澳最後賭牌上市料受捧

數石車 收發站

亞太區股市面對意大利遭降級、希臘危機升溫及美元上升的不利影響，區內股市普遍下瀉逾1%，並以內地股市急跌2.93%、印尼跌2.44%、韓股跌2.64%、港股跌2.11%的表現最為差勁，而印度股市亦跌破18,000關，跌1.82%。港股甫開市已跌穿23,000關，全日市況備受內地股市跌幅逐漸擴大而下滑，上午市跌逾400點；下午市曾跌逾500點，最低跌見22,691，收報22,711，全日跌488點，成交額645億元。大市已跌破上周初的22,800支持位，短線有下試250天線22,443的機會，仍處中線分段收集的承接區。

紅籌國企/高輪

張怡

潤泥逆市有勢可跟進

內地股市昨日沽壓沉重，滬綜指收市跌達2.93%，而深證成指更挫3.44%。滬深股市跌勢急轉直下，這邊廂的港股在反彈3日後又告掉頭急跌，在市場氣氛明顯轉弱下，中資股也紛紛跟隨滑落，逆市靠穩甚至造好的股份變得寥寥可數。昨市所見，包括招金礦業(1818)、靈寶黃金(3330)、中航科工(2357)及華潤水泥(1313)等尚能錄得微幅漲報，已屬表現突出的中資股。

華潤水泥於4月27日創出8.18元的上市以來的新高後，股價隨即展開調整行情，不過觀者在昨日的大跌市中，該股表現卻十分硬淨，在早市回落至6.72元水平已獲承接，也反映上周五低位支持的6.7元經得起考驗，最後以6.95元報收，升0.03元，升幅0.43%，成交稍減至1,562萬股。潤泥再現不俗的抗跌力，料近期的調整走勢已漸近尾聲，不妨考慮伺機跟進博反彈。

集團較早前公布今年首季營運數據顯示，水泥銷量按年增加60%，平均售價將達每噸350元人民幣，較去年同期增長15%，預計全年水泥價格增長不低於10%。一如管理層所言，受惠於內地加大保障房建設，令水泥需求大幅增加，今年水泥銷售出現淡季不淡，旺季更旺的情況。匯豐證券較早前的研究報告，便基於潤泥強勁的銷售量，以及首季平均售價，而將其目標價由8元上

滬深股評

湘財證券

塔牌龍頭地位攻守兼備

近期我們對塔牌集團(002233.SZ)進行了調研，就公司的生產銷售、成本、產業鏈延伸、公司等未來的布局和發展、公司在區域的競爭等情況進行了交流與溝通。我們推薦公司的邏輯是：公司是粵東市場的區域龍頭，市場佔有率超過43%。而粵東市場相對封閉，市場的供求情況是供給端減量，需求端穩定增長，供銷兩好。攻，水泥價格的上漲將帶來公司業績的大幅增長；守，粵東市場淘汰量大，較為平穩，市場下行空間不大。

粵東水泥市場高佔有率

公司的主要市場在粵東，是粵東規模最大的水泥企業，目前在粵東地區的市場佔有率已超過43%，具有相對壟斷優勢，是該地區的價格主導者。武平二期的5000T/D生產線於2010年底試產，現已投產，公司目前擁有水泥產能約1,200萬噸左右。另在梅州蕉嶺地區有兩條10000T/D的計劃項目等待放開審批。公司在粵東的主要競爭對手是油坑集團，產能200萬噸左右，且大部分為立窯，面臨淘汰，油坑集團在建的4500T/D項目建成時間預計會推遲。

粵東地區是廣東省三大水泥熟料基地之一，主要以梅州、惠州為主。目前廣東省以及粵東的水泥結構性矛盾較為突出，落後產能佔比較高，其中梅州市落後水泥產能約佔全市水泥產能的68%，淘汰空間巨大。「十一五」期間廣東省共淘汰落後水泥熟料產能6,042萬噸，遠遠超過國家下達的3,200萬噸的淘汰任務，期間新增水泥熟料產能僅3,648萬噸，供給端減量淘汰。梅州市到2012年底計劃淘汰落後水泥產能1,178萬噸，年均淘汰300多萬噸。而另一方面，廣東以

調至9.8元並維持「增持」評級。趁股價逆市有勢低吸，中線上望目標仍睇高位的8.18元，惟失守6.7元支持則止蝕。

匯豐沽壓重 沽輪28994可取

匯豐(0005)昨在大成交配合下再度跌穿80元支持關，跌近2%，成為淡友壓市的主要「工具」，若看淡此股短期後市，可留意匯豐荷合升輪(28994)。28994昨收0.175元，升0.029元，升幅19.86%，成交3,555萬股。此沽輪於今年7月22日到期，其換股價為76.88元，兌換率為0.1，現時溢價5.44%，引伸波幅22.6%。28994雖為價外輪，不過就勝在數據較合理，其交投也為同類股證較活躍的一隻，故可作為淡市下的捧場選擇。

投資策略：

- 紅籌及國企股走勢：
港股投資氣氛進一步轉弱，中資股也難獨善其身。
華潤水泥：
集團業務未受淡季影響，反映增長動力仍佳，其逆市有勢，後市反彈可期。
目標價：8.18元 止蝕位：6.7元

紅籌透視

中銀國際

中國建築盈利前景樂觀

在參觀完天津保障房項目現場並與當地政府官員進行討論後，我們對中國建築國際(3311)的盈利前景及社會保障房總體發展更為樂觀。我們對公司保障房項目的規模和進展印象深刻，並更加堅信保障房建設的總體目標能夠得以完成。我們維持對該股的買入評級，並將目標價上調為9.50港元。

會議要點：中國建築國際堅信未來盈利將實現更快速的增長，並將淨利潤增長目標由原先的15%上調至20%以上。實際上，公司2005-2010年淨利潤的年均複合增長率高達51%。11年1-4月，公司共取得117萬平方米的保障房項目，佔公司全年目標的39%，市場份額為0.5%。公司計劃至「十二五」期末將市場份額提高至1%。

許多投資者對地方政府大舉開發保障房項目的資金承受能力抱有擔憂。在BT經營模式下，中國建築國際等建築公司需承擔10-15%的股權投資，項目啟動時當地政府的資金負擔有所減輕。因此，許多省級政府對這一經營模式持歡迎態度，這對中國建築國際十分有利。

得益於10個超大型項目對整個建築行業的拉動效應，公司預測香港建築業務的利潤率將維持在6%或以上。公司內部管理的改善是另一項有利因素。長期來看，公司希望進一步開拓包括印度在內的海外市場機遇，以實現業務的多樣化並保持盈利的增長勢頭。

社會保障房獲省市級政府支持

社會保障房參觀紀要：我們參觀的第一個項目是東麗區的華明示範鎮，該項目左鄰中央商務區，右鄰濱海新區。該示範鎮屬於「以宅基地換房」項目，佔地804公頃，共涉及12個村，13,000戶家庭，45,000名居民。該項目龐大的規模及優質的質量給我們留下了深刻的印象。

自華明示範鎮於2009年完工以來，天津有28個鄉鎮、全年範圍內有26個省份先後效仿了這一模式。該項目全部工程於3年內完工，總花費25億人民幣。

我們參觀的第二個項目是「金鐘街項目」。該項目佔地約3,000公頃，建成後可為近40,000人提供15,000套住房。戶型大小在60-120平方米之間，每位家庭成員的平均住房面積為30平方米。5年後允許以市價交易。目前市場價格超過10,000人民幣/平方米。

參觀當日，我們亦拜訪了當地政府官員，並就天津市的市政總體規劃及保障房開發情況進行了討論。當地政府的一個目標是，至「十二五」末期使城鎮化率達到100%，這為保障房建設提供了巨大的發展機遇，對中國建築國際極為有利。

估值及推薦：我們將2013年盈利預測上調了10%，以反映我們對保障房項目前景的樂觀預期。基於折現現金流的中間值(加權平均資本成本為12.3%，永續增長率為3%)及20倍的市盈率(此前為18倍)。

中國建築投資摘要

Table with columns: 年結日: 12月31日, 12-09, 12-10, 12-11E, 12-12E, 12-13E

資料來源：公司數據及中銀國際研究預測

