

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

呈現震動打底初步現象

6月13日。港股在連跌了7個交易天之後，在周一終於出現先抑後揚的企鵝動作，走出了縮量反彈的日內行情。總的來說，我們相信港股這一波跌浪，已到了尋底的最後階段，大盤的階段性底部位置，在周內是有機會出現的。因此，短期抄底交易操作的時間窗口，正如我們在周一指出的一樣，該已經是打開了的，建議做好抄底的準備，先鎖定選好一些超跌了的指數股來參與。在大盤穩定性確認恢復過來之後，再來參與中小票的操作部署。

我們在早前也提及過，在港股最近的這一波跌浪裡，有兩個影響爆發點是值得關注的。其中一個是美股的下跌調整後的發展模式，而美股道瓊斯工業平均指數也終於在上周五跌穿了12,000點的心理整數關，這個對港股來說，反過來可能是一件好事。我們估計站在相對高位水平的美股，仍將朝着250日均線來靠攏，但是起碼在破了12,000點關口之後，緩解了市場在抄港股底時候的操作顧慮。因此，美股道瓊斯工業平均指數在上周五跌穿了12,000點，但是港股在周一反過來出現先跌後漲的行程。

匯豐沽壓大 淡友未罷休

另一個影響爆發點是權重股匯豐控股(0005)的潛在沽壓。在過去一周，匯豐一直是空頭追擊建倉的主要對象，在周一就錄得有5.4億元的沽空金額，沽空比例達到37.7%的嚴重超標水平。在空頭仍未退場並且有隨時發難的背景之下，這個仍將會是市場不敢過分激進來撈底的考量因素。

恆生指數在周一出現先抑後揚的走勢，在早盤初段曾一度打壓到22,157點，險守在年內低點22,123點後，展開反彈修復動作。恆生指數收盤報22,508點，上升88點，主板成交量回縮到僅有602億多元。目前，大盤已初步體現出震動打底的現象，但是在缺乏成交量的配合支撐下，第一波的反彈力量有多大，仍有待觀察驗證。以目前形勢來看，恆生指數要回穩到250日均線22,635點上方，會有一定的難度。

投資觀察 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

內地經濟放緩減升值壓力

中國5月份出口同比增長19.4%，相對4月份的同比增長29.9%顯著放緩，亦較市場預期遜色(21%)；進口方面，5月同比增長28.4%，遠高於市場預期的22.5%，目前中國已形成進口增速大於出口增速的趨勢，令貿易順差較預期縮窄至130.5億美元，由於今年第一季中國呈現貿易(逆差)，目前的趨勢有助縮減全年貿易順差令貿易結構趨向平衡，紓緩人民幣升值壓力，以及有助降低因應人民幣升值預期而持續湧進中國的熱錢流進壓力。故此，外貿放緩實際有助控制通脹。不過，中國5月份出口增速下滑，符合早前發出的製造業PMI指數中的新出口訂單指數環比回落0.22個百分點至51.5%表現，反映全球製造業下降的勢頭已形成，進一步令投資者對環球經濟前景持更審慎的看法，而促使其傾向採取防守性的投資策略。

儘管我們認為目前全球經濟仍處於復甦的軌道，未來十二個月內中國將不會出現2008至2009年出口快速下滑的狀況，預期下半年中國出口增速只降至15%至20%區間。

AH股差價表 6月13日收市價 *停牌 人民幣兌換率0.83294

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

股市縱橫

台泥調整近尾聲趁低吸

雖然外圍美股上周五急跌報收，而滬深股市昨日早市亦受壓，都利淡市場氣氛。港股連跌7日後，市況昨日卻出現先低後高的走勢，恆指於退近日本「311」大地震後所形成的22,123點低位支持附近，復見補倉買盤入市撈底，從反彈市成交縮減可見，投資者觀望氣氛仍濃。不過值得留意的是，多隻基金愛股在早市尋底後，尾段再現頗為悅目的反彈走勢，這類股份可以止跌回揚，多少也顯示早前的「洗倉」潮已可望近尾聲。就以中投「三寶」之一的旭光高科技(0067)而言，早市曾觸及3月18日以來的

2.65元低位，惟最後則以近全日高位的2.93元報收，倒升6.55%。旭光年高位為4.52元，換言之現價較高位回落幅度仍達35%，在短期可望初步見底下，預計後市反彈空間仍在。水泥股也為前期基金愛股，惟該板塊的股份昨日卻以個別發展為主，當中中國建材(3323)跌達3%，反觀安徽海螺(0914)則升2.34%。台泥國際集團(1136)也屬較有表現的水泥股，該股早市回落至3.99元的4月6日以來低位支持後，即獲大盤承接，最後以4.09元報收，倒升0.04元或0.99%，成交1,261萬元。

台泥去年完成併購昌興水泥業務，加計後者生產線後，產能立刻躍居為1,700萬噸，成為廣東第一水泥廠。據管理層表示，今年首四個月水泥平均銷量按年增加33%，售價上升28%至平均每噸約人民幣380元；預期今年內地水泥需求量會增8%-10%，下半年表現可望更佳。

盈利續受惠水泥價看俏

中國水泥協會日前表示，長江流域乾旱，華東六省及重慶、京津唐等10個地區出現電荒，限電陰影將拉高長三角、華中及華南地區水泥價格，第三季上漲



趨勢未變。水泥業者認為，漲幅會在5-8%。水泥價格升勢未止，台泥近年全力拓展產能，應可望成為其中的主要受惠者。台泥2011年預測市盈率仍低於10倍，在同業中享有估值偏低的優勢，預測息率將增至約3厘。在股價走勢呈強下，料後市有力再試5.18元的年高位。可趁股價短期低位初現部署收集，中長線博反彈目標仍睇年高位的5.18元。

大戶入市 淡友紛紛補倉

數碼收發站 周一亞太區股市承接上周美股大跌市全線低開，尤以香港、內地初段跌幅較大，而印尼、印度、菲律賓等市場亦跌幅超過1%，惟部分市場大跌後獲承接而自低位顯著反彈，內地、香港及印度表現較為出色，內地股市在5月份CPI公布前夕，自低位反彈險守2,700關激勵人氣，並帶動港市中資股明顯反彈。港股大幅低開247點報22,173後，略跌至22,157低點便在大戶力吸內銀、電訊、資源等績優股下帶動回升，午市期指挾淡倉加速反彈，尾市抽升至全日高位22,508報收，倒升87點或0.39%，成交602億元。大市接近今年3月低位22,123即顯著反彈，終止7連跌，已有初步見底回升勢頭。 司馬敬

政府上周五出招，期指淡鏢乘勢大力造淡，當日大低水145點報收，而美股上周五也大跌172點「呼應」，為淡鏢昨早營造大插水氛圍添加動力。事實上，上周五大低水的未平倉合約就增加912張，至97,921張，外圍大跌市造就了大淡鏢獲利機會。從昨日午市期指低水收窄來看，淡友獲利大補倉成主要特色。5月期指尾市收報22,420，仍低水88點，對今天內地公布CPI數據有相應的對沖活動。

今公布數據 內地春江鴨入市

內地上證綜指昨日開市後一度下瀉至2,669或跌1.33%，不過隨即有大盤承接而反覆重上2,700關報收，僅微跌5點，明顯地有鳳凰盤整入市或補倉，可以說是今日重要數據公布前的「春江鴨」行為，明顯對今早公布的結果——CPI不過分悲觀。目前市場預測，最樂觀是上升5.3%，最悲觀是5.6%，不超過5.6%可視為上周大跌市已作出反應，倘CPI增幅為5.3/5.4，可視為好消息，可舒緩加息壓力。回說港股，面對美股大跌市在前，下試今年3月17日的22,123低位已成大市內外的一致看法，結果期指淡鏢也乘勢大幅低開，並一度低見22,085，頗有製造大殺倉的局面，不過，現貨市場明顯地出現好淡大戶的角力，當恆指低開並繼續跌至22,157後，即

有大型買盤入市，而營造了「單日轉向」的走勢，尤以下午市的升勢最為明顯，迫使淡倉大舉回補。

內銀電信石油受追捧

大戶趁低入市，可從三大板塊在大幅低開後即拾級回升而可見一斑。三大板塊包括電信、內銀四行、石油雙雄，都有同一特點，就是開市時已為當日低價，並以接近全日高位報收，買盤意向鮮明。例如中移動(0941)低開至69元後，便逐步抽升至70.45元報收，由大跌0.85元轉為倒升0.6元或0.8%；中聯通(0762)由15.68元升上16.72元，升0.36元或2.2%。至於內銀四行亦十分悅目，建行(0939)升0.11元或1.6%、工行(1398)升0.13元或1.3%；中行(3988)升4仙或1%、農行(1288)升6仙或1.4%，上述四行都呈低開高收之勢，預示上周的大弱勢已有見底回升之兆。內銀在5月新增貸款放緩數據公布後止跌回升，對支撐大市回揚有積極作用。

至於和黃(0013)亦由85.15元低位抽升至86.7元報收，倒升0.8元或0.9%，亦對大市回升起支撐作用。

從技術走勢而言，大市在連跌7日加上昨早大跌累跌1,500點後，深度調整已有跡象在22,157獲得支持而築底回升，與今年3月的22,123形成雙底回升的態勢，已顯著調整的業優股續有中線低吸價值。

紅籌國企/高輪

紫金蓄勢破悶局可留意

內地股市昨日先跌後回穩，滬綜指收市跌0.18%，而深證成指則跌0.62%。中國將於今日公布重要的通脹數據，在投資者入市意慾不大下，滬深股市欠缺方向。這邊廂的港股7連跌後，反彈力度依然欠奉，在市場籠罩觀望氣氛下，中資股表現因而也受到限制。A+H股方面，中國鋁業(2600)的A股漲1成至停牌完場，H股則升3.4%，投資者憧憬集團稍後有注資消息跟尾，成為該股得以脫穎而出的原因。

紫金礦業(2899)在近期港股反覆尋底的市況中，主要在3.6元至4元的區間內上落，似受大市「低氣壓」影響並不算大，無疑也是其承接力較強的表現，該股昨收3.89元，現價離橫行區頂部阻力不算遠，若短期可以逼近，甚至一舉突破，將有望展開較佳的反彈行情，因此續可留意。集團最近落實斥資人民幣9,350萬元向閩西興杭收購金藝銅業46.5%權益，在股份轉讓協議完成後，紫金將擁有金藝銅業全部股權。閩西興杭是紫金礦業的主要股友，目前持有紫金礦業28.96%的權益。金藝銅業主要從事籌建開發、生產空調和冰箱製冷用的高性能內螺紋銅管和其他銅合金管。雖然集團暫時來自金藝銅業的收益不會太多，紫金進一步加大業務多元化的力度，應可望提升盈利來源。另一方面，集團已在菲律賓、印尼及塔吉克斯坦設立辦公室，將加快速度在東南亞及中亞的勘探速度。此外，集團早前曾表示，計劃最多投資90億元人民幣，用作併購及業務擴展，也令其長遠前景備受看好。此股今年預測市盈率約11倍，尚處於合理水平，趁股價走勢向好跟進，上望目標為4.5元，惟失守3.6元支持則止蝕。

工行購輪28945數據較合理

內銀股再成反彈市的「火車頭」，其工行(1398)更在大成交配合下升1.38%，若繼續看好其短期回升行情，可留意工行渣打購輪(28945)。28945昨收0.246元，升0.036元，升幅為17.14%，成交2.11億。此證於今年8月18日到期，其換股價為5.88元，兌換率為1，現時溢價4%，引伸波幅24.1%，實際槓桿12.6%。28945勝在數據較合理，爆發力亦強，加上交投亦屬暢旺，故為可取的捧場之選。

投資策略：

- 紅籌及國企股走勢：港股先跌後反彈，有利市場氣氛改善，中資股回升力度也可望加強。 紫金礦業：續擴展非貴金屬業務，有助提升業績表現，估值仍合理，有利後市反彈。 目標價：4.5元 止蝕位：3.6元

滬深股評

三友化工受惠兩靦景氣

三友化工(600409.SS)國內產能排名第二的純鹼企業，已經完成對集團黏膠短纖業務的收購。公司10年純鹼產能為200萬噸，僅次於山東海化(220萬噸)，完成收購後具備24萬噸黏膠短纖產能，另外還擁有30萬噸的氯鹼和6萬噸的有機矽。

純鹼和燒鹼開工率高企

據我們多方面了解，行業協會統計的產能數據偏高，目前大型純鹼廠和中西部地區的燒鹼廠商均已滿負荷，估計目前純鹼和燒鹼的開工率分別為90%和85%，供給相對緊張。電荒持續時間可能超預期，進一步助推兩靦的景氣。受去年四季度節能減排的影響，純鹼和燒鹼單季度均價分別環比上漲50%和33%，但持續時間較短，純鹼的價格從12月就出現下滑。今年4月下旬開始，電荒在全國大範圍蔓延，與去年四季度不同，我們認為這次電荒至少將持續到三季度，甚至2012年供電也會受到影響。據我們測算，公司11年電力自給度為62%，且集團擁有熱電廠可充分保障剩餘電力供應，因此公司將成為電荒中的受益者。我們預計未來公司原鹽供給將主要來源於集團大清河鹽場(承諾將來注入)、青海鹽湖資

申銀萬國

三友化工 (600409.SS) 股價走勢圖。圖表顯示了從2011年3月到6月的股價走勢，標註了10天、20天和50天移動平均線。6月13日收市價為10.79元人民幣。

行業透視

交銀國際

日前，國家發改委體改司副司長連啟華在「2011年深化經濟體制改革重點工作意見」通氣會上透露，新的成品油定價機制以及階梯電價等資源性產品價格改革將在年內推出。根據發改委向國內主要油企下發的意見徵求稿，成品油調價間隔將從目前的22個工作日縮短至10個工作日，並有可能將成品油定價權下放給中石油(0857)、中石化(0386)、中海油(0883)三大石油巨頭。

中國現行成品油定價機制不是市場化的定價機制，其實質是政府定價。成品油價格分兩種情況，分別實行政府指導價或政府定價。當國際市場原油連續22個工作日移動平均價格變化超過4%時，可相應調整國內成品油價格。當國際市場原油價格低於每桶80美元時，按正常加工利潤率計算成品油價格。高於每桶80美元時，開始扣減加工利潤率，直至加工零售利潤率計算成品油價格。高於每桶130美元時，按照兼顧生產者、消費者利益，保持國民經濟平穩運行的原則，採取適當財政政策保證成品油生產和供應，汽、柴油價格原則上不提或少提。國家發展改革委制定各省(自治區、直轄市)或中心城市汽、柴油最高零售價格。汽、柴油最高零售價格以國際市場原油價格為基礎，考慮國內平均加工成本、稅金、合理流通環節費用和適當利潤確定。

歷次成品油定價機制改革最終都沒有正常地反映供需的關係。自2000年6月，中國政府宣布成品油價格與國際接軌以來，成品油定價機制已經歷多次改革，但始終未能最終穩定下來。無論是最初的一月一調，還是現行的以「國際油價22個工作日的移動平均價格變動超過4%即可調整成品油價格」的機制，都沒能形成國際油價、成品油的生產商和成品油的消費者等三者之間正常的成本傳導機制，不能令成品油價格及時地反映國內市場正常的供需關係。

定價權下放機會不大

在實際操作過程中，成品油定價機制常常被人為擱置。儘管歷次的成品油定價機制都有較為詳盡的操作細則和規範，但在國家發改委具體的執行過程中，國內成品油價格往往是該調不調，定價機制常被束之高閣。

成品油價格非市場化的深層次動機。當前，人民幣持續升值，土地成本和勞動力成本等要素成本已大幅上漲，如果再令成品油價格和電價完全市場化，並大幅提高國內製造企業的環境成本，那麼中國製造業的國際競爭力就會遭遇嚴峻挑戰。再者，成品油價格和電價高度關係民生。因而，國家發改委歷來在成品油價格和終端電價市場化問題上非常慎重。

維持石油石化行業「領先」的投資評級。成品油定價權若能下放三大國有石油公司，這將有利於中國石油和中國石化改善其煉油業務的盈利能力，是重大利好。不過，我們認為「成品油定價權下放、三大石油公司獲得自主定價權」的可能性不大。繼續維持石油石化行業「領先」的投資評級。

公司推薦與估值

Table with columns: 公司名稱, EPS (11年), EPS (12年), PE (11年), PE (12年), 目標價, 投資評級