



■ 大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

匯豐沽空巨 隨時引爆

6月15日。港股經歷了周一和周二的企穩動作後，出現掉頭下打的行情。雖然隔夜晚上歐美股市出現反彈，但是對港股未能帶來刺激推動效力。內地人民銀行上調了準備金率的消息，對於中港兩地股市構成較大打擊，內地上證綜合指數在周三跌了有接近1%，有再度下探年內低點2,661點的機會。事實上，我們相信歐美股市仍站在相對高位水平，依然站在250日均線的上方。在全球股市未能擺脫調整勢頭的背景下，一些站在高位的股市，因為超跌了出現反彈是可以理解的，但是對於其他股市的指導性不大，對於一些已打到了相對低位的股市，不一定能夠帶來刺激的帶動作用。反過來，我們更關注的是，偏高股市在反彈過後有加速下來的可能。

恆生指數在周三出現高開低走的行情，並且以接近全天最低點來收盤，即月期指在收盤時的低水幅度亦再度擴大至超過100點，看空氣氛有加劇跡象。恆生指數收盤報22344點，下跌152點，主板成交量有611億多元。目前，大盤的反彈受阻於250日均線(最新報22,656點)，未能擺脫震動打底的局面，相信有再度下探年內低點22,123點尋找支撐的可能。事實上，我們早前一直在關注的空頭倉股匯豐控股(0005)，依然未能扭轉危機，是港股大盤這一波尋底跌浪裡面的關鍵引爆點之一，是市場進行撈底時的重大顧慮。匯豐昨日下午跌了1.27%至78.05元收盤，是年內的最低收盤價水平，而沽空金額激增至10.6億元，沽空比例達到超標的43.2%，潛在沽壓似乎已積累到沸點，相信有隨時爆發的可能。

出口航運股受壓

盤面上，紐約期油在周二晚上出現反彈，但是對於石油相關股未能帶來推動。中石油(0857)跌了0.75%，中海油(0883)跌了0.76%，我們建議還是要注意短期風險。另外，市場對於歐美經濟的憂慮，似乎有進一步加劇的跡象，出口股和航運股出現集體跳水創新低的動作。出口股方面，思捷環球(0330)跌了5.05%，利豐(0494)跌了2.44%，都出現了破底而落創新低的行程。航運股方面，東方海外(0316)跌了3.02%，中國遠洋(1919)跌了3.72%，太平洋航運(2343)跌了2.67%。

投資觀察

群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

中美經濟放緩風險增

儘管中國5月份工業增加值及固定資產投資數據反映中國經濟維持增長動力，但環球經濟放緩、歐債危機憂慮加深、以及中國持續面對加息壓力等負面因素，持續削弱投資人目前風險胃納。美國近期多個領域的經濟數據普遍反映當地經濟復甦轉弱程度較預期嚴重，導致市場對美國經濟面臨(雙底衰退)風險的憂慮日益升溫；另一方面，中國通脹壓力持續上升意味人行須進一步緊縮貨幣政策，令未來中國仍面臨經濟增長加快放緩的風險，兩大國經濟未來十二個月皆面對不同性質的放緩風險，加深市場對環球經濟下半年復甦將受阻的預期。

在上述情況下，預期港股短期缺乏來中長線資金的承接力，實壓隨時因宏觀經濟轉壞以及歐債問題惡化而增加，預估港股短期弱勢持續，恒生指數短期反覆下測22,000關卡。

AH股差價表

6月15日收市價 *停牌

人民幣兌換率0.83247

名稱	H股(A股) 代號	H股價 (港元)	A股價 (人民幣)	H比A 折價(%)
洛陽玻璃	1108(000876)	2.95	10.78	77.22
儀征化纖股份	1033(000871)	2.64	9.49	76.84
南京聯錫電子	0553(000775)	2.04	7.28	76.67
東北電氣	0042(000585)	1.43	4.32	72.45
昆明機床	0300(000806)	3.90	11.30	71.27
上海石油化工	0338(000688)	3.28	8.89	69.29
北人印刷	0187(000860)	2.68	7.23	69.14
山東新華製藥	0719(000756)	2.67	7.16	68.96
天津創業環保	1065(000874)	2.32	6.18	68.75
重慶鋼鐵股份	1053(001005)	1.78	4.19	64.64
華電國際電力	1071(000027)	1.58	3.48	62.21
海得科龍	0821(000921)	3.04	6.64	61.89
廣州機電股份	0874(000332)	7.16	15.47	61.47
廣船國際	0317(000685)	12.94	27.60	60.97
大唐發電	0991(001991)	2.73	5.75	60.48
經緯紡織	0350(000666)	8.83	12.07	59.79
北京北辰實業	0588(001588)	1.78	3.57	58.50
中國南方航空	1055(000029)	3.69	7.33	58.09
紫金礦業	2899(001899)	3.85	7.09	54.80
中國鋁業	2600(001600)	6.63	11.47	51.88
金風科技	2208(002202)	8.79	14.99	51.19
上海電氣	2727(001727)	4.06	6.83	50.52
中國東方航空	0670(000115)	3.12	5.04	48.47
農場紙業	1812(000488)	5.03	7.29	42.56
四川成渝高速	0107(001107)	4.09	5.69	40.16
中海集運	2866(001866)	2.58	3.55	39.50
中國通海	1919(001919)	6.22	8.44	38.65
江西銅業股份	0358(000362)	25.40	33.88	37.69
中國冶	1618(001618)	2.93	3.83	36.32
華能國際電力	0902(000011)	4.26	5.55	36.11
金隆礦業	2009(001992)	10.66	13.77	35.56
中國國航	0753(001111)	7.07	9.00	34.61
廣深鐵路	0525(001333)	3.19	4.01	33.78
中海油田服務	2883(001808)	14.52	17.91	32.51
中海發展股份	1138(000026)	7.17	8.36	28.61
安徽海螺	0914(000585)	33.05	37.20	26.04
兗州煤業股份	1171(000188)	29.90	33.00	24.58
中國中鐵	0390(001390)	3.68	4.02	23.80
中國石油化工	0386(000028)	7.42	8.08	23.56
滬東動力	2338(000338)	42.65	44.80	20.75
深圳高速公路	0549(000548)	4.45	4.66	20.51
中國石油股份	0857(001857)	10.62	10.92	19.04
中國銀行	0698(001988)	5.08	4.88	13.35
中國鐵訊	0763(000063)	27.95	26.66	12.73
中煤能源	1898(001898)	10.40	9.60	9.23
中國鐵建	1186(001186)	6.62	5.94	7.72
東方電氣	1072(000875)	27.85	24.86	6.75
安徽皖通公路	0995(000012)	6.05	5.37	6.22
中國南車	1766(001766)	7.81	6.81	4.53
鞍鋼股份	0347(000898)	8.05	6.92	3.16
中聯重科	1157(000157)	17.28	14.40	0.11
江蘇寧滬高速	0177(000377)	6.94	5.65	-2.25
中國銀行	3988(001988)	3.89	3.12	-3.79
民生銀行	1988(000016)	7.21	5.78	-3.84
中國華聯	1068(001088)	36.25	28.48	-5.95
青島啤酒	0168(000600)	43.50	34.07	-6.28
上海醫藥	2607(001607)	21.40	16.36	-8.89
交通銀行	3328(001328)	7.39	5.56	-10.64
工銀銀行	1398(001398)	5.88	4.27	-14.63
建設銀行	0939(001939)	6.94	4.90	-17.90
中國人壽	2628(001628)	26.35	18.56	-18.18
招商銀行	3968(000036)	18.88	12.84	-22.40
中國大保	2601(001601)	31.00	20.54	-25.63
農業銀行	1288(001288)	4.12	2.71	-26.55
中國平安	2318(001318)	77.15	46.39	-38.44
馬鞍山鋼鐵	0323(000808)	3.46	*	-

股市縱橫

新創建被低估可收集

雖然外圍美股隔晚勁升，但港股卻未見受惠，淡友明顯佔上風已表露無遺。大市投資氣氛審慎，不過資金有跡象流入防守性較強的股份，反映淡市下，投資者輪流換馬的情況不變。

由新世界系分拆的新礦資源(1231)，雖然早前未能成功掛牌，但在補交上市文件之後已再捲土重來，並獲港交所放行，將於下周二(21日)開始招股，本月30日上市。作為新創建(0659)的股東，可優先認購新礦資源股份亦已於昨日除淨，該股昨收10.06元。據悉，新礦資源擁有及經營河北省岡家莊鐵礦的採礦權，而鐵礦擁有的礦產儲量為2.6億噸。

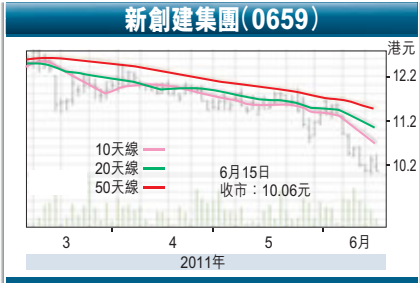
新創建表示，在分拆新礦資源上市後，仍然會持有其股份作長線投資，並會把新礦資源作為投資採礦業務的平台，將收購鋼鐵供應鏈內的各項採礦資產。這次新礦成功重啟上市，但半年內估值已大升3倍，作為大股東的新創建自然是水漲船高。不過，新創建分拆落實的消息曝光，對股價並未見太大刺激，相比之下，該股於2月25日，即使有首度分拆新礦資源遭聯交所否決的消息入市，惟股價尚能企於12元水平之上，其被嚴重低估也可見一斑。

另一方面，集團剛於周一（13日）就收購邵國祥旗下Widefaith、所持Chinese

Future Corp. (下稱「CFC」)之22.68%股權訂立協議，該交易涉資2.27億美元(約17.69億元)。CFC現時持有一條位於浙江省杭州市的「杭州繞城公路」95%權益，公路長度為103.4公里，為雙向4至6車道。於買賣協議完成後，新創建將擁有該高速公路之約21.55%權益。

收購公路權益有利前景

集團本身已營運共20個道路及相關項目，覆蓋香港及廣東、廣西、山西、天津等多個中國內地城市，所有道路項目總長度約618公里，如今收購再有進展，勢將進一步增強相關組合的實力。



新創建月初曾以每股27.31元至27.45元，配售友邦(1299)1,971.54萬股，套現最多5.41億元，預計獲利約1.5億元，在適時沽出非核心業務後，隨即再增持核心業務，都將有利提升集團盈利表現。此股現價市盈率不足8倍，息率則近6厘，也具吸引力。由於集團業務防守性較強，加上股價尚處低水平，故預計趁低吸納的值得率不俗，上望目標暫睇4月中以來的12元阻力位。

星麗門和解 豐德麗獲益巨

數碼收發站

美股隔晚受經濟數據跌幅比預期少而顯著上升，道指急升123點收復12,000關，升幅達1.03%。不過，周三亞太區股市普遍先升後跌，美元回升及道指期貨下跌削弱區內股市紛圍，以印度股市跌0.96%、內地球0.9%及港股跌0.68%壓力較大，而菲股則升1.48%、印尼升0.56%為區內最佳市場。港股承接外圍升市而高開並升叩22,600關後，即遭遇較大型沽盤力壓內銀、匯豐(0005)、石油、原材料股下反覆跌穿22,400水平，尾市低見22,327，並以22,344近低位報收，全日跌152點，成交額611億元。即月期指尾市復大低水104點，反映大戶看淡短期走勢。 ■司馬敬

昨日提及的豐德麗(0571)官司再贏一仗，主要是涉及澳門路氹星麗門項目的官司上訴成功，豐德麗旗下子公司並可以就違反合約的五位董事提出賠償索。高院作出判決後，星麗門項目的合資公司也迅速有新動向，據聞雙方已就項目發展達成和解協議，美資公司承接整個項目新動向，豐德麗則退出，獲取約2.8億美元(相當於21.78億港元)，退出條件十分優厚，對合資股東的豐德麗及麗豐(1125)有巨額現金回流。

星麗門項目，是由豐德麗子公司東亞衛視與美資公司Medco合作，東亞衛視持有星麗門計劃60%權益，而豐德麗和嘉德置地則透過東亞衛視分別持有星麗門計劃40%及20%有效權益。據市場消息，岳少決定退出星麗門計劃，美方願意付出2.8億美元作為購入東亞衛視所持項目的6成權益。

初步計算，豐德麗每股可攤分1.8元，每股資產淨值5.10元；而麗豐每股可攤分0.8元，每股資產淨值3.3元。星麗門因有訴訟問題而凍結數十億資金，豐德麗退出既可令數十億資金鬆綁，另外再獲約20億現金回籠，相信對豐德麗及麗豐股價有莫大利好刺激，原因兩股都是大折讓，豐德麗昨收報2.47元，麗豐收報0.29元，料有大升場面。值得一提的是，豐德麗退出星麗門而擁巨資，相信岳少必有大計劃在部署，不會持有大量資金不作發展也。

玖紙事件 證監應查標普操守

昨日波動市的焦點股為玖龍紙業(2689)，中午復牌後大幅反彈，最高見6.51元，升15.22%，收報6.43元，升13%，成交額達8.07億元。玖紙前日午市突然遭標普撤銷評級而在40分鐘內暴瀉17.4%，昨午玖紙發出駁斥聲明後，股價隨即大幅反彈，兩日股價大落大上，倘非玖紙夠實力，可能已在市值大蒸發的過程中被淹沒。

張怡

紅籌國企/高輪

中聯重科3連升漸入佳境

人行再度上調銀行存款準備金率，內地股市昨日復市後以反覆偏軟為主，滬綜指收市跌0.9%，而深證成指則跌1.01%。

此外，這邊廂的港股跌勢也告擴大，均利淡投資氣氛，而觀乎A+H股方面，周二在A股市場曾漲停牌的金隅股份(2009)昨續漲達4%，並為當地表現較突出股份，反觀其H股則跌1.11%。本地中資股方面，有注資消息可予憧憬的中遠國際(0517)再成逆市奇葩，收市漲5.13%。

中聯重科(1157)昨日淡市下的抗跌市亦見不俗，曾走高至17.42元，收市報17.28元，仍升0.28元，升幅為1.65%，也令反彈走勢延至第3日。值得一提的是，此股近日在16元水平形成雙底不破的形態，如今可連續3個交易日反彈，令其見底之說更可確證。集團一向被視為內地「十二五」規劃的主要受惠股，但港股近期投資氣氛轉弱，該股也難逃被拋售的命運，但觀乎其經過一段時間的調整，已吸引買盤收集，因此不妨續加留意。

高盛在最近的研究報告中，雖將中聯重科的目標價由21.2元，下調至20.8元，不過評級則由「中性」升至「買入」。高盛指出，公司的混凝土機械、塔式起重機及環境業務，可續維持穩定增長，加上其資產負債表擁210億元人民幣現金，為行內最高，

滬深股評

雲鋁新項目投產添動力

近日我們做了雲鋁股份(000807.SZ)的公司分析報告。我們認為雲南鋁業的核心競爭力在於兩點：一是得天獨厚的稟賦優勢。主要體現在兩個方面：在上游資源獲取方面具有天然的地理和渠道優勢；有充足的水力發電資源。

二是雲南鋁業充分利用資源實施上下游一體化的清晰戰略。平滑掉經濟周期，從公司本身實施投入到實現回報的周期角度看，公司現在處於盈利景氣周期的底部，潛在盈利能力釋放空間巨大，投資價值凸顯。

明年將釋放大部分產能

我們預計文山氧化鋁項目下半年開始投產：預計今年三季度末出產氧化鋁，全年產量10萬噸左右，明年將釋放出大部分產能，項目達產後每年將能夠生產平均80萬噸氧化鋁，按照公司50萬噸的電解鋁產能，一噸電解鋁需1.95噸鋁土礦的前提下，大概能夠實現氧化鋁82%的自給率。

此外，我們認為雲南鋁業下游鋁板帶項目提高鋁加工產品附加值。公司目前在產鋁加工產能基本為初級產品，鋁合金主要用於汽車輪轂，鋁圓杆主要用於電線電纜，加工費均不高；鋁板帶附加值較高，目前加工費平均約2,500元/人民幣，下

同)/噸，新投放產能附加值更高，預計達4,000元/噸以上，未來公司新增鋁加工產能主要為鋁板帶，是目前公司向下游鋁材深加工領域進軍的主要項目。

能源約束小 限電利好

我們認為，能源成本支撐鋁價：鋁的電力成本佔比較高，約為40%。通過各項成本構成計算，目前電解鋁基本處於盈虧平衡水平。近期受美國二次量化寬鬆政策行將結束和其他周期性經濟因素影響，基本金屬價格普遍出現大幅回調，但鋁價表現較為堅挺，我們認為其原因主要為成本上升預期因素。鋁價在其成本線附近，具有較強支撐。另一方面，今年內地電力限制預期強烈，鋁價由於供給緊縮預期得到支撐，而雲鋁股份能源約束較小，限電利好雲鋁股份。

綜合以上各業務業績推算，我們預計雲鋁股份未來三年營業收入分別為88億元、92.7億元和101.4億元，實現每股收益分別為0.012元、0.342元和0.712元。若再考慮公司未來在上下游一體化戰略中的收購鋁土礦、參股水電等預期，我們給予其2013年20倍以上市盈率水平較為合理，目標價15元/股，並給予公司「買入」的投資評級。

章君

H股透視

國浩資本

長汽毛利改善 估值吸引

長城汽車(2333，長汽)主要於內地生產及銷售運動型多功能車(SUV)、轎車及皮卡車。於2010年，長汽為國內最大之SUV及皮卡車之生產商，擁有11%及27%之市場佔有率。

本行認為內地SUV市場於2011年將持續受惠消費升級之需求(例如，SUV擁有較高之安全性及高端的四輪驅動技術)，銷售將保持高於整體內地汽車市場。長汽的SUV銷售額佔比於H股汽車股份中為最大(2010銷售額之42.5%)，因此將最受惠SUV需求之上升。除了SUV分部，隨着去年年中C30的成功推出及今年下半年C50之推出，轎車分部亦將成為另一亮點。

更新車款 冀銷售達標

管理層計劃於2011年銷售50萬部(按年增長37.6%)。為達成此目標，長汽將更新其車款，推出5部新車款，包括2款SUV，1款轎車及2款皮卡車。長汽亦會擴展及重組其銷售渠道以加強於低端城市之銷售。目前，其分銷商於同一店舖可銷售3種不同車種。未來，長汽會將分銷店舖以車種歸類(1個分銷商只專注1種車種)，以為客戶提供更度身訂造之銷售服務。管理層亦指引於2011年將店舖類目於2011年700間增至1210間。

今年首5個月，長汽共銷售18.5萬部汽車。雖然該銷售額只佔管理層全年目標之37%，但按年上升約46%的数字仍然令人鼓舞。於下半年，隨着競爭對手推出新型號SUV車種(如比亞迪(1211)之S6、吉利(175)之EX7等)，SUV市場之競爭將有所升溫。但長汽亦已為此準備，計劃於下半年推出新車種，包括HoverH6(SUV)及C50(轎車)。總體來說，本行認為長汽下半年銷售將受新車種帶動而增加，並預計全年銷售46.5萬部，按年增長28%，較管理層指引低7%。

預測2011年盈利增長16%

本行稍為調低2011年收入增長預測，由37%調低至27.3%，當中仍然假設長汽於推廣至低端城市時經濟型車款佔比將上升，令平均售價輕微下跌0.5%。而毛利率則輕微由20.9%調高至21.4%(按年下跌0.5個百分點)，以反映今年第一季SUV及轎車分部毛利率之改善，同時維持平穩營運成本之預測。計及5月26日收購華北汽47.0%股權之影響，本行預測2011年盈利為31.4億元人民幣(每股盈利1.15元人民幣)，增長16%。

長汽現價相當於2011年7.6倍市盈率。本行認為近期股價之大幅調低並未考慮公司之高增長前景。HoverH6(SUV)及C50(轎車)下半年之推出將為股價帶來催化劑。本行重申長汽的買入評級，6個月目標為\$15.1，相當於2011年11.0倍市盈率。