

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

短期跌勢有加劇可能

7月18日，港股在周一繼續出現震盪整理的態勢，呈現先揚後抑的行程。我們維持早前的判斷，港股本盤未能擺脫弱勢，短期跌勢仍有加劇的可能，恆生指數有出現二度探底的機會。一方面，外圍的不明朗因素未能消除，美國政府債務上限未獲提高前的不確定性，歐債危機憂慮仍有擴大跡象，內地國務院重申調控房價的政策，都是對港股構成波動因素的關注點。

另一方面，港股在過去四個交易日，出現明顯縮量的狀態，從上週三的647億元，逐日遞減至618億元、607億元、甚至是週一的512億元。在縮量的背景下，說明了資金在相對低點介入的積極性仍弱，現水平的穩定性未有增強，萬一有負面消息出來的話，對於已處於脆弱狀態的港股，會帶來進一步的打擊影響。

恆生指數在周一出現先漲後跌的行情，在農業銀行(1288)領漲帶頭下，大盤曾一度漲了有150多點，但是在22,000點整數關遇到阻力，到了午盤更是出現相對較大的回壓。恆生指數收盤報21,805點，下跌71點，主板成交量縮減到僅有512億多元，是5月30日以來的最少日成交量。技術上，恆生指數在盤中曾一度失守了21,775點的圖表位，過去四日的每天低點逐步上移趨勢，受到了破壞，給大盤延續跌浪的走勢，發出了首個信號。

農行反彈 沽空再建倉

盤面上，農業銀行的一年禁售期已過，三大基石投資者表示不會在短期內減持，消息刺激在上週剛發了盈喜的農業銀行，做出了跌後的反彈動作，漲了有2.78%，也帶動了其他內銀股出現企穩的動作。值得注意的是，在農業銀行反彈的過程中，空頭有再度建倉的跡象，周一的沽空金額錄得有2億元，沽空比例有16.1%。

權重股匯豐控股(0005)的走勢，也是值得去關注。上週歐洲銀行進行了壓力測試，90家銀行有8家未能過關，歐洲銀行有集資提高資本充足率的可能，對於歐洲銀行股價便是一個不利的消息。以德國的德意志銀行來參考，股價就跌到了36歐元的水平，也就是28個月以來的新低。匯豐可能也會受到拖累影響，空頭有再度發難的跡象，沽空金額錄得有1.7億元，沽空比例有17.7%。

投資觀察 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

壓測過關 利好匯豐

上週市場焦點之一為歐洲銀行局(EBA)針對歐洲90家銀行的壓力測試結果，結果為共有8家銀行包括5家西班牙銀行、2家希臘及1家奧地利銀行未能通過壓力測試，是次結果較市場早前預期共有10至15家銀行未能合格為佳。

由於是次壓力測試結果首次披露九十家銀行的盈利預測、持有主權債券的詳細分類及借貸成本、以及資本緩衝質素等，總合相關三千項詳細資料，遠多於一年前壓力測試的約百多項資料，預期是次壓力測試的結果及資訊披露，有助消除部分歐洲銀行股不明朗的因素。因匯豐控股(0005)及渣打集團(2888)是次能輕鬆過關，預期消息對兩股股價短期內將有較正面影響。

預估短期內恆生指數將在21,500至22,300區間震盪，但歐債危機趨惡化的跡象將對港股本盤構成主要威脅。

AH股差價表 7月18日收市價 \*停牌 人民幣兌換率0.82977

Table with 5 columns: 名稱, H股(代號), H股價(港幣), A股價(人民幣), H比A折讓(%)

股市縱橫

李寧拋售過度未宜太淡

內地體育用品生產商經歷早前的「洗倉」潮後，個別股份已出現「跌唔落」的情況，其中又以龍頭股的李寧(2331)較具苗頭，該股昨輕微走低至8.94元水平即告掉頭回升，即使面對午後港股走勢轉弱，其依然可以保持較佳的升勢，一度走高至9.4元，收市報9.36元，仍升0.4元或4.46%，成交稍減至1.11億元，但也顯示該股經過早前的尋底，現水平的沽壓已見收斂。

李寧是於本月6日公布上半年營運情況、業績預估及全年展望，但卻被市場視為利淡因素，並招致大行紛紛加入唱淡行列，而多個策略股東又大舉減持，都導致股價創出逾2年低位，即使該股昨日彈力不俗，惟相比當日高位的14元，回落幅度仍逾3成，其地風之烈可見一斑。

李寧剛公布的最新營運數據預計，上半年收入按年下降約5%；毛利率較去年同期47.9%下降1個百分點左右；費用率上升7個百分點至38.8%；稅前溢利率較去年同期的17.6%下降8個百分點，股東應佔溢利率由去年同期12.9%降至6%-7%左右。集團又指出，鑒於下半年原材料成本按年仍大幅增加，預計下半年毛利率同比將有所下降，受此影響，全年股東應佔溢利率將較2011年上半年下降約1-2個百分點。市場分析認為，假設公司收入保持不變，李寧今年中期

淨利潤率若由2010年中期的12.9%下降至6%-7%，即意味其純利將下降一半，因而將集團公布的最新營運數據視為實際上的盈利預警。

調整分銷渠道成效待顯

雖然單從數據看，李寧短期的業績表現暫難寄予厚望，但這次導致集團預計收入和利潤率均將下降，主要是公司因應市場重新調整分銷渠道所致，但現階段便斷定「改革」成敗實在有點言之尚早，而作為行業的龍頭，本身品牌在業界又有強烈的叫座力，何況股價已然大跌，所以現階段過分看淡已屬不宜。事實上，在6月結束的今年第四季度

韋君



新產品訂貨會上，儘管李寧品牌訂貨量下降比率約為高單位數，惟訂單金額按照零售價格計算，按年增長依然超過5%，服裝和鞋產品的平均零售定價均增長超過10%。另一方面，基於集團於6月止，已完成整合256家低效率的單店分銷商，並預計到2011年底，將完成400家單店分銷商整合，相信「改革」的成效將可逐步顯現，加上股價大跌估計已逐步反映行業的不利因素。趁股價低位承接力漸現部署博反彈，上望目標為11元。

郭老太增持新地有啟示

數碼收發站

周一亞太區股市普遍偏軟，投資者關注美國債上限能否通過抱持觀望，內地股市在限購令擴至二三線城市的不利消息下仍力守2,800關，偏軟市況有助港股低位重獲承接力。港股低開近150點退至21,728後重獲承接，內銀四行受資金追捧帶動大市反彈，一度重上22,000高見22,027，午市反覆回順至21,805報收，全日跌70點或0.32%，成交額則減至512億元。大市仍處於21,700/22,000上落尋求突破，21,500/21,400為短線支持水平。 司馬敬

期指全日在22,027/21,728上落，在港股收市後，有短線補倉盤推動而令低水收市，收報21,788，全日跌56點，低水僅17點，反映期指大戶對短線走向仍非太淡。

昨日反覆市的最大特色，是內銀四行獲大盤承接，尤以農行(1288)、工行(1398)、建行(0939)逆市上升最為悅目。農行剛上市一周年，禁售股亦解凍，上週市場淡友曾以策略股東套現為藉口而拋售，股價一度低至3.81元水平。其後農行發盈喜預告上半年盈利將增長45%，帶動股價回升，而管理層亦宣布三大策略股東無意減持股份，刺激昨日股價一度升上4.12元，收報4.06元，仍升0.11元或2.7%，成交達12.44億元。農行現價PE為10.4倍，預測盈利的PE將降至單位數，面對績優股，策略股東等更高價食樹亦是合理回應。事實上，農行在去年7月以3.2元招股，現價計有26.8%升幅，而農行在4月底曾創出4.85元新高，過去兩個月，相信部分大戶已

完成獲利及補倉，而3.8元已成為新升浪的支持位。

農行無引進創始股東明智

講開又講，農行是國有銀行最後一家上市，與已上市的大行最大不同之處，是農行並無吸納「創始股東」，即以低於上市售價給予策略投資者，涉及124億H股的每股成本價同為3.2元，25%的升幅當然不足以導致卡塔爾、淡馬錫急於出售獲利。相對於中行(3988)、建行等上市前已入股而獲利達倍，所面對的沽售壓力大為減輕。從這個角度來看，農行去年的「皇帝女唔嫁」企硬以招股價配售，是相當明智的決定。 招行(3968)已宣布A及H股同步供股，以每10股不多於2股，集資約350億元人民幣，採市價折扣定價。招行供股目的是為提高資本充足率，以支付業務持續發展。招行約2成的供股比率受市場受落。昨日招行升0.14元或0.7%，收報18.14

元，是對少比例供股作出正面反應。

在內銀四行中，工行年前成功將工銀私有化，配合工行擴大內地及向外拓展市場，經歷過去大半年人行不斷調高存款準備金率，將工銀私有化的確是工行的重大決策。工銀透過在港同業拆息市場及零售網絡級納大量資金，支持工行內地龐大貸款業務，優勢凸顯。

華資大股東回購公司股份，繼四叔之後，新地郭老太亦十分「活躍」，最新消息，郭老太在7月12日再入市增持100萬股，每股平均價114.39元，涉資1.14億元，持股權由42.36%增至42.39%，已是6月29日以來第9次增持，涉資已數億元。郭老太連番增持向市場發出的正面信息，起碼有幾點，其一是現價偏低(現價PE為10.4倍)；其二是回購股份收益更划算；其三是將公布的成績表有良好表現。至於是否有其他收購、合併在醞釀則屬後話。

紅籌國企/高輪

中興候承接區博反彈

內地股市昨日觀望氣氛仍濃，當中滬綜指全日主要在2,800點大關之上窄幅上落，最後微跌0.12%完場。A+H股方面，比亞迪(1211)的A股再見受捧，收市漲達7.48%，反觀H股則升0.67%；此外，大唐發電(0991)的A股升3.37%，而H股卻微跌收。

中資個股方面，慶鈴汽車(1122)和香港中旅(0308)分別升6.4%及5.19%，已屬表現較突出的股份。值得一提的是，中旅日前曾發盈喜確證研究分析拆酒店業務，而股價昨日已突破近期於1.6元水平形成的阻力位，在消息面依然利好下，其後市表現仍然樂觀。

中興通訊(0763)自4月初以來，股價主要在26元至29元的區間內窄幅上落，觀乎該股於早市走低至26.15元重獲支持後，曾反彈至26.95元始告遇阻，收市報26.35元，倒跌0.1元，雖表現不算突出，但其低位承接力仍經得起考驗，因此不妨考慮作上落市買賣。中興近年積極拓展全球移動市場，截至6月底，集團已於全球15個國家25個全球領先運營商建設TD-LTE實驗局和商用網路，遍佈歐洲、印度、獨聯體、亞太、東南亞、美洲等區域。

此外，集團近來又與馬來西亞的Telenor/Digi、俄羅斯的Sistema/MTS、東南亞的Axiata以及英國的BT等簽署了一系列重要的合同和合作框架協議，都是其海外業務前景備受看好的原因。現水平部署上

H股透視

潤電為電力板塊首選

在工業增長強勁的拉動下，今年上半年用電量同比增長12.2%至22,520億千瓦時。繼4月份發電量增長略有放緩後，5月、6月發電量增速重拾升勢，接近全年最高水平。發電量是反映經濟增長動力的晴雨表。

最近的數據表明，高耗能行業增長迅速，同時，一些企業也在此前的限電措施後開始補充庫存，因為隨着全國進入汛期，水電發電量開始大幅增加。我們將全年發電量增速預測上調至了12%。儘管沿海和中部地區的利用率較高，但燃料成本控制對發電企業來說仍是長期挑戰。

水電和核電增長最強勁

上調銷售電價可以一定程度上緩解能源緊缺局面的惡化，但受益更大的還是電網公司，而不是獨立發電企業。上半年，發電行業投資同比增長11.7%，其中水電和核電增長最為強勁。我們維持對華潤電力及東方電氣的買入評級，但同時維持對電力板塊整體的中立評級。

主要發現：1、6月，總體工業增加值和重工業增加值分別同比增長15.1%和15.6%，創13個月以來的新高；2、上半年，重工業電力需求在總用電量中的佔比達62%，並在總電力需求增長的12%中貢獻了5個百分點。這說明結構問題依然存在；3、6月發電量增長格外強勁，增速達16%。儘管水電發電量有所釋放，但仍再次引發了限電的風險；4、上半年總體利用率與去年同期基本持平，火電

車，博反彈目標為橫行區阻力位的29元，惟失守25.5元則宜先行止蝕。

農行呈強 購輪11281較可取

農業銀行(1288)昨日為內銀股之中表現最突出的一隻，該股在成交額增配下，升近3%，若繼續看好其後市表現，可留意農行渣打購輪(11281)。11281昨收0.167元，升0.026元，升幅為18%，成交1.7億元，並為同類股證中交投較暢旺的一隻。此證於今年10月28日到期，換股價為4.38元，兌換率為1，現時溢價12%，引伸波幅33.7%，實際槓桿9倍。11281雖為價外輪，但因尚有逾2個月的期限可供買賣，而現時的數據又屬合理，加上爆發力亦不弱，故為可取的捧場之選。

投資策略：

- 紅籌及國企股走勢：市場觀望氣氛轉濃，中資股料以個別發展為主。
中興通訊：集團力拓海外市場，未來增長潛力仍看好，股價逼近承接區，可作上落市買賣。
目標價：29元 止蝕位：25.5元

張怡

滬深股評

長城證券

華工主營業務增長強勁

華工科技(000988.SZ)上半年經營性利潤預計增長79-169%。公司去年上半年淨利潤扣除轉讓銳科股權和出售長江證券股票淨收益1.12億元以及營業外收入396萬元後為5,884萬元(人民幣，下同)，2011年上半年淨利潤扣除營業外收入後為1,061.59億元，經營性利潤的同比增長達到79%-169%。

激光業務競爭優勢明顯

激光業務和光通信器件仍將是未來增長兩大主要驅動力。公司激光業務在高功率產品中競爭優勢明顯，未來3-5年將保持30%-50%的持續增長，公司2009年募投項目產能將在2011年得到充分利用。公司5月6日公告與中國兵器工業集團簽署戰略合作框架，將打開軍工企業激光設備和光通信器件的銷售空間。公司光通信器件在華為和中興的銷售2010年同比增幅分別為197%和78%，並獲得惠普和諾西供應商資格。2011年FTTH大規模建設真正啟動，運營商移動網絡PTN建設力度加大，受到FTTH和移動互聯網兩大需求驅動，公司的光通信器件產品將保持未來3年每年40-50%左右的增長。

維持「推薦」評級。在不考慮公司轉讓華工團結股權帶來收益的情況下，按照增發後股本攤薄預測，公司2011年-2012年每股盈利(EPS)為0.6元和0.85元，按照當前股價對應市盈率(PE)為32倍和23倍。維持對公司推薦評級。

中銀國際

會有所上升；

c、下一步的電價調整更可能是在終端用戶層面；
d、由於2季度的提價效果顯現，獨立發電股短期內可能出現機會，但利用率和動力煤價格保持高位將限制上升空間；

e、考慮到燃料成本無法控制、電價管制以及較差的財務狀況，我們對獨立發電板塊的長期前景持謹慎看法；
f、水電和核電投資增長較快，而風電投資有所下降，這對相關行業和整體經濟走勢有很重要的指示作用。

個股觀點：買入華潤電力(0836)。華潤電力是我們在電力板塊中的首選股票，理由包括煤炭產量上升、電廠位置優越且財務表現強勁。買入東方電氣(1072)。因為公司已擁有可支撐至2012年的核電訂單，並且水電和EPC承包服務合同也有進一步增長空間。

獨立發電股估值對比

Table with 10 columns: 公司名稱, 市值(百萬元), 收盤(元), 評級, 市盈率(倍), 市淨率(倍), 股息率(%), 淨資產負債率(%), 淨資產收益率(%)

資料來源：國家統計局，中銀國際研究