

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

撈底交易機會開始浮現

8月5日。受到歐美股市加劇跌勢的拖累，港股在周五也延續了恐慌性拋售。事實上，全球股市可以說是出現了一個小型股災，歐美債務問題是這一輪拋售潮的觸發點，而在全球經濟增長速度放緩的前提下，股票市場仍將難以擺脫弱勢的盤面，而目前面對的該是信心方面的問題。

關注內地居民消費數據

正如我們在早前指出，增長速度放緩是現實，但並不是最差最壞的。倘若通脹情況能夠受控，實體經濟尤其是在亞洲這一邊，將有望出現軟着陆的機會，對於亞洲股市包括內地A股以及港股，都有帶來回穩轉好的可能。因此，內地即將公布的最新宏觀經濟數據，特別是在下周二公布的內地居民消費物價指數，肯定是市場的最大關注點。溫家寶總理在6月出訪歐洲時，曾表示內地通脹可控性很大。而事實上，全球商品以及農產品價格都展現出相對明顯的回落勢頭，紐約期油更是跌回到90美元每桶以下的水平，我們相信溫總理的言論是可以兌現的。

目前進入短期尋底行情

恒生指數在周五加速跌勢，走了一波四連跌的行情，並有有愈跌愈急的狀態，估計恐慌性拋售的市場行動該已出現，目前進入了短期尋底的行情。恒生指數收盤報20,946點，下跌939點，主成交量激增至1,247億多元，是今年來的最大日成交量。放天量下挫，是恐慌拋售的特徵之一，而即日期指在收盤時大炒低水205點，也說明了市場的看空氣氛已到了相對的極點。通過恐慌拋售來把活壓放出來之後，倘若港股從現水平進一步往下打的話，可能是一個撈底的交易機會。

證券分析 交銀國際

世茂樓盤銷售可達標

世茂房地產(0813) 2011年首7個月的合約銷售完成全年目標的48.8%，與業相若。今年首7個月的合約銷售收入同比上升31.7%至175.5億元(人民幣，下同)，相當於全年目標(360億元)的48.8%。公司在過去數月的銷售表現不斷改善，目前已達到行業平均水平。期內，合約銷售量和平均銷售價格同比分別上升13.8%和15.7%。

世茂有望實現全年目標。世茂如要完成今年的銷售目標(360億元)，就必須要在餘下5個月完成185億元的銷售額，平均每月的銷售額為37億元。考慮到每月合約銷售數據持續上升，加上公司未來將於無錫、長沙、大連、青島及浙江推出更多品牌新項目，我們認為世茂房地產完成銷售目標的難度不大。

11年首7個月的合約銷售呈現穩定的環比增長。另一方面，7月份的合約銷售收入同比增65%或環比增3%至人民幣33億元。我們認為，隨著未來推出更多項目，銷售收入的環比增長料可維持。

我們暫時維持公司「中性」評級。公司於過去數月的銷售數據已有改善，且無須降價。合約平均銷售價格從FY10的人民幣12,500元/平方米升至11年首7個月的人民幣13,055元/平方米。我們認為，世茂房地產無須於下半年降價。我們認為，現時的股價並未全面反映銷售情況改善。

AH股差價表 8月5日收市價 *停牌 人民幣兌換率0.82542

Table with 5 columns: Name, H Share Price, A Share Price, A/H Ratio, and % Change. Lists various companies like 洛陽玻璃, 德化龍山, etc.

證券分析

粵投業務防守強具吸引

在過去3個月，粵海投資(0270)的表現優於恒生指數23%。本行相信這是因為粵海投資的業務在震盪市況下更加吸引投資者。粵海投資的水務與房地產投資業務於過去5年平均貢獻了69%的營業額及95%的息稅前利潤。由於水務的獨家經營權及投資物業的出租率高企(2010年香港物業出租率94%，中國物業出租率99%)，這些業務所產生的現金流意外下跌的概率很小。

業務穩定 派息前景樂觀

分析員普遍預期2011年公司將每股派

發股息0.15元，相當於股息回報率3.3%。本行認為這個預期比較現實，因為粵海投資自由現金流在過去5年從未低於每股0.41元，本行預計2011年每股自由現金流達0.56元。

公司股價主要刺激因素是2011年下半年水費上升。廣東與香港之間的水務合約今年將更新，預料兩地政府將於2011年第四季完成談判。今年的合約對粵海投資未來3年的盈利非常關鍵，因為向香港的供水收入佔公司2010年總營業額的50%。

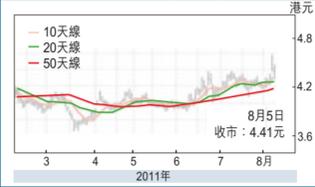
通脹、人民幣兌港幣匯率與經營成本是水務合約談判的主要考慮因素。管理

層預計費率增速為個位數，因為通脹目前在高位。分析師一般預期2012年至2014年費率每年上升6%，與2006年至2011年複合增長6%的水平相當。

基於人民幣以及通脹升幅較預期強，本行正重新審視粵海投資的每股資產淨值，暫時維持此前每股資產淨值6.1元的估值，主要假設包括：1)向香港供水的收入未來3年複合增長6%，以後每年增長1%；2)向深圳與東莞供水的收入每年增長1%；3)折現率9.5%；4)中國投資物業收益資本化率10%，香港投資物業收益資本化率5.5%；5)其他資產價值按

國浩資本

粵海投資(0270)



帳面價值進行保守估計，為每股0.3元。相對其每股淨資產價值折讓20%，本行對粵海投資的目標價為4.9元。

潛在的併購機會可刺激公司的股價表現，但公司於2011年下半年進行併購的機會不大。長遠而言，本行認為粵海投資將剝離電力資產，收購水務、收費公路與投資物業資產。關鍵下行風險是合約費率上升幅度低於預期。

管理層回購 路遙知馬力

收發站 數碼馬 美道指隔晚急瀉512點，亞太區股市昨日全線應聲「倒下」，錄得下跌2%-4%的市場比比皆是，其中台股更挫逾5%，表現最為差勁。恒指甫開市即裂口低開945點，報20,939點，之後主要在20,800至21,000點水平上落，午後淡盤在期指市場「發功」，股指一度低見20,643點，大跌1,241點，而尾段則因空倉回補，致跌勢有所放緩，收市報20,946點，仍跌938.6或4.29%，成交暴增至1,247.77億元。8月期指全日均炒低水，收市報20,741點，跌964點，低水擴至205點，淡友來勢洶洶，港股尋底格局未變。 司馬敬

歐債危機惡化，加上市場憂慮經濟可能陷入衰退，拖累環球股市急挫。本地股市更因屬全面開放型市場，資金出入自由，加上全球大對沖基金已雲集香江多時，淡盤此番擺明車馬要「提款」，港股推沽已難避免。事實上，來自期指市場的消息指出，過去一段時間不少歐美大行頻頻累積期指空倉，而最近牛證街貨又主要集中在21,000至21,400點水位，大戶昨日的「殺牛行動」展開，已即時令大量的牛證「死亡」，市況之凶險可見一斑。

長和系剛派發亮麗的成績表，不過依然逃不過淡友的狙擊，其中長實(0001)大跌6.18%，而和黃(0013)更挫8.25%，觀者後者成交大增至45億多元，可見好淡大撼場面之震撼。講開又講，和黃這次中期業績大賺6.3倍，3G業務EBIT更扭虧賺7.67億港元，不少大行隨即推出的「書仔」都以唱好為主，目標

價均為100元樓上，摩通更睇111元，無奈淡鱷要壓市，該股即使有業績支持，也敵不過市場的沽壓。

誠哥有買無賣長和顯信心

不過，誠哥在記者會上已表明，對公司股票有買無賣，未來10年都唔會賣長和，反映對系下公司前景信心十足。至於誠哥最近因公布業績有禁售期的關係，因此無繼續增持活動，隨著業績公布期已過，加上又逢大跌市，誠哥趁低撈底將拭目以待。據港交所資料顯示，誠哥今年起已合共斥資約3.5億元，分別6次增持長實及和黃股份，長實持股比率由年初的42.57%增至42.61%；至於和黃，誠哥的持股比率則由50.34%增至52.39%。長和業績對辦，估計誠哥增持因素會對股價長遠有正面的支持，所謂路遙知馬力，長和系中長線跑贏大市已可預期。

作為香港最大地產公司之一的新鴻基地產(0016)，過去一段時間也頻頻傳出獲大股東增持的消息。據交易所資料顯示，大股東郭氏家族本月12日增持100萬股，每股平均價114.396元，主席鄺肖卿持股量由42.36%增加至42.39%，副主席郭炳江及郭炳聯的持股量就分別增至15.62%及15.66%。

另一方面，恒基地產(0012)主席李兆基曾高頻增持公司股份，至於嘉里建設(0683)大股東郭孔丞也有增持舉動，信和置業(0083)則以公司名義頻頻在市場回購股份。二三線股份方面，信義玻璃(0868)日前獲主席斥資逾4,800萬元增持，以每股平均價6.44元，增持751.4萬股。本地大中型上市公司未因市況有變而繼續回購或增持股份，無疑是對業績前景信心的表現，因此可以預期的，若外圍市況趨穩，該等股份不難展現較佳的回升行情。

紅籌國企/高輪

越秀地產已過度拋售

港股昨日大跌超過4%，內地股市跌勢相對較輕，但滬綜指收市仍跌達2.15%。兩地股市沽壓沉重，影響所及，A+H成份股出現大面積的下跌，當中東方航空(0670)的A股漲近3%，已屬當地少數有表現的股份，反觀H股則仍勁跌逾6%。據悉，美國QE3的預期加強，令市場憧憬人民幣進一步升值，是刺激內地航空股A股逆市上升的原因，但本地航空股無力跟炒，反映資金對相關板塊的前景仍有戒心。

由於港股投資氣氛明顯轉弱，連帶部分即使有消息跟尾的中資股也難有作為，就以剛發盈喜的越秀地產(0123)為例，便造出年內新低的1.27元，惟該股全日的波幅並不大，也因為股份未能反映利好因素，因此仍不妨考慮作為低吸博反彈對象。越秀地產已定於本月17日公布中期業績，據集團的盈喜指出，預期集團截至今年6月底止6個月純利將去年同期錄得可觀增幅，主要因為今年首6個月交付上年度部分已進行之物業銷售而確認所得收益顯著增加，以及有投資物業重估增值入帳。

越秀地產現價市盈率8.74倍，2011年預測市盈率更可望降至6.8倍，估值在同業中仍有偏低的優勢。此外，該股每股資產淨值為1.71元人民幣(約2.08港元)，即PB僅為0.62

倍，論估值也有被低估之嫌。趁股價調整部署博反彈，上望目標暫睇50天線的1.47元，惟失守1.2元則宜先行止蝕。

國壽超賣 購輪12880鑊氣盛

重磅股國壽(2628)昨日也造出年內新低位，超賣情況已十分嚴重，若博其後市反彈，可留意國壽法興購輪(12880)。12880昨收0.158元，跌0.038元，跌幅為19.39%，成交16.49億股，為同類股證中交投最暢旺的一隻。此證於今年12月28日到期，其換股價為25.28元，兌換率為0.1，現時溢價11.22%，引伸波幅33.62%，實際預釋7倍。12880勝在交投暢旺，亦有較長的期限可供買賣，現時的數據亦屬合理，故可作為博正股反彈的兼顧對象。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：港股投資氣氛欠佳，預計中資股也暫難有太大作為。

越秀地產：

未反映盈喜因素，估值處於偏低水平，有利股價反彈。

目標價：止蝕位：1.47元 1.2元

華泰聯合

滬深股評

烽火通信受惠光進銅退

我們認為，未來三年將是光通信產業投資的黃金期，催化劑來自於運營商集採，國家相關政策扶持的預期兌現。烽火通信(600498.SS)作為我國光通信產業龍頭，擁有最完整的光通信產業鏈，主营产品包括通信網絡、光纖光纜、數據網絡。儘管公司在這兩年的增速不是光通信板塊中最快的，但在未來一定是增長最穩健且受益周期最長的標的。

海外市場勢成收入增長點

我們預測烽火通信11-13年收入增速分別為20.7%、22.6%和20.1%。從產品結構分析，我們認為烽火通信將在初期接入網FTTX大規模建設中受益，11、12年的收入增速主要來自通信網絡中接入網設備以及ODN產品收入的增長，從13年開始接入網網絡設備增速放緩，公司將受益於傳輸網升級和擴容。另外，新增數據網絡業務將在現有產品線的基礎上外延，公司也公開表示未來將將看海外市場，這都將給公司帶來新的收入增長點。

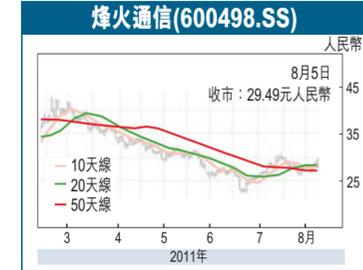
烽火通信10年毛利率為25.1%，我們認為產品結構的變化以及競爭壓力趨緩，11年開始毛利率將緩慢回升，預計未來三年分別為25.5%、25.5%、26.1%。同時隨着規模效應

的顯現，管理費用率及營銷費用率也將逐年下降。

穩定的產品質量，競爭力價格以及與運營商良好的關係係烽火通信在國內光通信競爭中，佔有一席之地。我們認為未來幾年其在運營商的市場地位將持續保持。

未來三年複合增長率為28%

我們預計，烽火通信11-13年的EPS分別為1.07元、1.39元、1.77元(人民幣，下同)；未來三年複合增長率為28%。對於一個穩健成長，且處於行業上升期的光通信產業龍頭，我們認為給予11年28倍PE是合理的，因此公司合理的價值區間應該在38-42元，給予「買入」評級。



港股透視

中銀國際

恒生淨息差表現穩定

恒生銀行(0011)公告2011年上半年實現淨利潤80.57億港元(同比增長15.7%/環比增長1.3%)，比我們的預測高1%，差異主要來自信用成本低於預期(只有6個基點)以及聯營公司利潤貢獻高於預期。儘管監管儲備增加了12億港元，但一級資本充足率依然環比提升了20個基點至11.0%。我們將2011-13年盈利預測小幅下調了0%-3.5%，主要反映了貸款增長放緩的預期和更為保守的淨息差假設。由於該股長期淨資產收益率可達22%-24%且股息率頗具吸引力，因此，我們維持對該股的買入評級和152.00港元的目標價。

2011年上半年，恒生銀行淨息差較上半年進一步縮窄5個基點至11.75%，這主要是由於資金成本上升以及收益率較低的離岸人民幣業務(儘管貸款定價能力有所提高)。展望未來，我們對該行的淨息差表現仍持謹慎樂觀的看法。我們預計，下半年隨着離岸人民幣貸款業務的增長以及貸款定價能力的提升，淨息差將趨於穩定；

上半年恒生銀行貸款環比增長6.5%，增速遠低於系統整體水平14.3%，原因主要是去年下半年該行貸款環比激增20%後，公司決定要更有選擇性的擴大貸款規模。期內貸款增長主要來自貿易融資和內地相關貸款；

上半年淨手續費收入環比持平，符合我們的預期。銀行卡服務費收入增長強勁抵銷了股票經紀業務手續費收入下降的影響；

興業銀行增長動力強勁

對興業銀行的投資被證明是強勁的盈利增長動力，上半年聯營公司利潤貢獻同比大幅增長50%，環比增長20%，成為了一個意外的驚喜；

上半年，核心資本充足率環比上升了20個基點至11.0%，這主要得益於風險加權資產增長放緩(儘管根據香港金管局的要求，上半年監管儲備增加了12億港元)。管理層表示，另50%需增加的監管儲備將於下半年提取，但不會對損益表產生任何影響。目前，該行的監管儲備率已由去年年末的0.5%上升至了0.7%，預計到今年年末，監管儲備率將達到1%。

調整盈利預測：考慮到更為保守的淨息差假設和貸款增長放緩的預期，再加上信用成本低於預期和聯營公司利潤貢獻高於預期的因素，我們將2011-13年盈利預測小幅下調了0%-3.5%。

估值：目前，該股2011財年預期市淨率為3.1倍，比歷史平均水平低1個標準差。我們認為，估值不高。我們維持對該股的買入評級和152.00港元的目標價(基於3.6倍市淨率及2012年中期每股賬面淨值)。

恒生銀行投資摘要

Table with 5 columns: Year (2009, 2010, 2011E, 2012E, 2013E) and various financial metrics like 淨利潤, 全面攤薄每股收益, etc.