



■ 大市透視 ■ 第一上海首席策略師 葉尚志

基金出貨 最後一跌已現

8月22日。港股繼續反覆波動的行情，但是總體上，我們還是相信港股大盤的穩定性有逐步好轉的機會。事實上，恒生指數目前的預期市盈率僅有10.4倍，屬於中長線吸納價值水平。因此，以大盤而言，恒生指數的階段性底部，該已在本月9日的盤中低點18,868點出現。然而，在操作的層面上，為了控制風險，我們建議還是可以先挑一些指數成份股，在現水平來分批參與。

分批吸納指數成份股

美資投行雷曼兄弟在2008年9月中宣布破產，把席捲全球的金融海嘯推向最高峯，而當時的觸發點就是流動性出現斷流，全球市場在欠缺流動性的背景下，令到整個金融市場陷入休克窒息的境況。因此，歐洲銀行借錢的消息，難免令到市場揣測是流動性出了問題的先兆。但是，亦正正是在經歷了流動性斷流的事件和後遺症之後，相信全球央行會傾盡全力來避免事件再次發生。目前，雖然市場憂慮歐洲流動性有出現問題的危機，但是以歐元3個月LIBOR拆息來看，從8月初開始出現回軟走勢，似乎市場的憂慮，並未有確實在拆息市場方面表現出來。

恒生指數在周一表現反覆波動，在日內600點的波幅裡面，走了三次的來回。上半年呈強的板塊，如水泥股、澳門博彩股，以及香港珠寶零售股等等，確實是有遭受基金洗倉的跡象，而基金洗倉的目的，估計主要是為了控制流動性出現問題的風險，以及為了應付投資者有可能把基金贖回的可能。恒生指數收盤報19,487點，上升87點，主板成交量有882億多元。

一方面，基金被迫出貨，基於市場運作模式來說，很大機會是短期跌浪的最後一跌。另一方面，在強勢股全面下挫的形勢下，市場氣氛也該是打到了最悲觀的時候，物極必反這個市場法則，是派上用場的時刻了。事實上，即日期指在周一收市時，就已經轉炒高水了。

投資觀察

■ 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

風險資產資金續流出

市場對歐美經濟再步向衰退的憂慮升溫以及擔心歐債危機趨向惡化並擴散至美國銀行系統，導致避險情緒再急升，令資金再湧進美債、黃金、瑞士公債等避險領域，全球主要股市再現拋售潮。由於市場對環球經濟前景的關注以及歐債危機目前的發展形勢難以在短期內扭轉，相信投資人對這兩大領域的戒心難以在短期內消除。因此，資金由風險資產流出的趨勢短期內將持續，對港股將持續帶來負面影響。

另一方面，市場擔心美國房地產市場在第二輪量化寬鬆措施結束後將面對再轉弱的趨勢，近期發佈的房地產相關數據逐步加深市場對此憂慮，令市場對美國經濟正步向衰退邊緣的憂慮升溫。

多方面的數據正反映歐美經濟持續轉弱的勢頭，但歐債危機惡化的風險並未受控，現時歐債危機演進狀況正損害商業及經濟活動的信心，有關情況趨向惡化，導致市場越來越擔心如歐債危機繼續擴大不單危及歐美金融系統，更將加速歐美經濟陷進衰退困境，進一步削弱投資人風險胃納。由此顯示，目前港股面對的處境，並非估值便宜不便宜的問題，而是市場有趨向爆發系統性恐慌的危機。

AH股差價表

8月22日收市價

人民幣兌換率0.82091

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(600878)	2.06	9.26	81.74
儀化工程股份	1033(600871)	2.04	8.32	79.88
東北電氣	0042(000585)	1.00	3.95	79.22
昆明機床	0300(600806)	2.60	9.54	77.63
南京熊貓電子	0553(600775)	1.86	6.72	77.29
北人印刷	0187(600860)	2.10	7.07	75.62
山東新華製藥	0719(000756)	2.21	7.00	74.09
天津創業環保	1065(600874)	1.90	5.74	72.84
海信科龍	0921(000921)	1.99	5.68	71.25
上海石化	0338(600688)	2.70	7.44	70.22
金風科技	2208(002202)	4.50	12.30	69.98
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.37	3.61	68.86
廣船國際	0317(600685)	6.99	18.15	68.40
經緯紡織	0350(000666)	4.78	12.40	68.37
華電國際電力	1071(600027)	1.21	2.98	66.68
廣州藥業股份	0874(600332)	6.05	14.58	65.95
大唐發電	0991(601991)	2.01	4.80	65.64
上海電氣	2727(601727)	3.10	5.86	56.59
北京北辰實業	0588(601588)	1.69	3.18	56.39
中國鋁業	2600(601600)	4.90	9.05	55.57
中海集運	2866(601866)	1.79	3.10	52.62
中國遠洋	1919(601919)	4.10	6.84	50.81
金隅股份	2009(601992)	7.71	12.75	50.38
農鳴紙業	1812(000488)	3.92	6.29	48.86
江西銅業股份	0358(600362)	19.56	31.20	48.55
紫金礦業	2899(601899)	3.67	5.71	47.26
中國南方航空	1055(600029)	5.03	7.64	45.97
四川成渝高速	0107(601107)	3.16	4.74	45.29
中國東方航空	0670(600115)	3.60	5.37	44.99
兗州煤業股份	1171(600188)	21.00	29.91	42.38
中國中鐵	0390(601390)	2.18	3.09	42.10
中國中冶	1618(601618)	2.20	3.11	41.95
比亞迪股份	1211(002594)	18.88	26.31	41.11
中海油田服務	2883(601808)	10.28	14.30	41.01
華能國際電力	0902(600011)	3.31	4.41	38.41
廣深鐵路	0529(601333)	2.72	3.45	35.30
中海發展股份	1139(600026)	5.52	6.96	34.92
中國鐵建	1186(601186)	3.65	4.56	34.31
深圳高速公路	0548(600548)	3.41	4.16	32.73
中國國航	0753(601111)	7.38	8.98	32.56
滙豐動力	2338(000338)	33.05	39.77	31.80
中國南車	1766(601766)	4.53	4.96	25.05
中信銀行	0998(601998)	4.05	4.37	23.95
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.78	2.99	23.70
安徽皖通公路	0995(600012)	4.49	4.79	23.08
中國石化	0386(600028)	6.62	6.98	22.17
中國石油股份	0857(601857)	9.34	9.77	21.55
中興通訊	0763(000063)	17.70	17.67	17.80
中煤能源	1898(601898)	9.68	9.45	15.94
中國銀行	3988(601988)	3.04	2.93	14.86
東方電氣	1072(600875)	24.15	23.10	14.21
上海醫藥	2607(601607)	16.20	14.76	9.93
民生銀行	1988(600016)	6.22	5.59	8.69
鞍鋼股份	0347(000898)	6.29	5.52	6.49
建設股份	0939(601939)	5.20	4.45	4.11
工商銀行	1398(601398)	4.79	4.08	3.66
交通銀行	1157(000157)	12.34	10.49	3.46
中國鐵道	3328(601328)	5.45	4.60	2.77
江蘇寧滬高速	0177(600377)	6.69	5.56	1.26
青島啤酒H	0168(600600)	43.55	35.94	0.56
中國神華	1088(601088)	31.30	25.24	-1.77
招商銀行	3968(600036)	15.38	11.56	-9.18
安徽海螺	0914(600585)	29.65	21.75	-11.87
中國人壽	2628(601628)	22.00	15.95	-13.19
中國太保	2601(601601)	28.00	20.00	-14.89
農業銀行	1288(601288)	3.69	2.57	-17.83
中國平安	2318(601318)	62.25	40.42	-26.38

股市縱橫

領匯防守強反彈可期

港股昨波幅擴大至逾600點，不過與之前多日先高後低走勢所不同之處，是最後可以倒升完場，而現貨月期指更轉炒高水完場。值得留意的是，在頗為反覆的市況中，一些之前熱炒的濠賭、水泥及珠寶鐘錶等板塊雖現洗倉式下跌，反觀資金轉而追捧匯豐(0005)、中移動(0941)及防守性較強的公用股上。

公用股的中華煤氣(0003)昨以近全日高位17.96元報收，升3.1%，為板塊中升幅最大股份。中華煤氣今年預測市盈率仍達23倍，而息率則低於2厘，論估值及派息率都不算吸引，但股價仍有好表

現，可見市場對防守股依然青睞。同被視為防守性較強的領匯房產基金(0823)昨收報26.8元，仍跌0.45元或1.65%，表現雖未如理想，但因現息率超過4厘，PB只是稍高於1倍，相比不少公用股更具吸引力，因此股價走疲，反而提供趁低收集的機會。

事實上，面對上周五逾600點的跌市，領匯只是小跌報收，而該股昨股價受壓，相信部分原因是受到有基金公司減持的消息所影響。據聯交所資料顯示，Capital Research申報於上周二（16日）在場內減持領匯146.6萬股，每股平均價

27.358元，令持股量降至6.97%。值得一提的是，Capital Research於上月初曾按每股26.81元增持過相若數量的領匯，如今可算是「高沽」，因此預計減持非與公司基本因素無關。

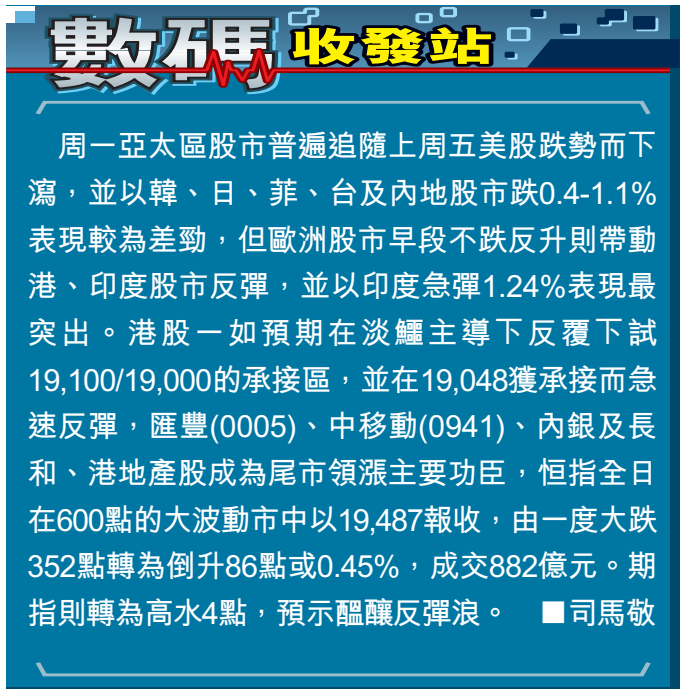
購南豐廣場獲市場看好

領匯於05年11月上市以來，鮮有「大動作」公布，惟於本年6月，集團宣布以11.7億元收購將軍澳南豐廣場商場部分，連帶相關租約但不涉及產權負債。該商場總建築面積約17.61萬平方呎，現時擁有208間零售商舖，每月總租金收入



為407萬元。花旗集團的研究報告看好領匯併購南豐廣場，認為可反映集團管理公營及私營商場的能力，加上其繼續物色併購的可能性，因此仍維持其「買入」投資評級，目標價睇29.61元，即較現價尚有約1成的上升空間。在市場對防守性股份仍有很強需求下，料領匯有力再試年高位的28.2元，中線則睇30元。

淡友大補倉 內銀強反彈



紅籌國企/高輪

廣汽估值吸引承接力強

個別中資股昨日沽壓明顯增大，尤其一些在行業中估值偏高、之前又一直被炒高的股份，更成為被主要拋售對象。就以前期汽車「明星」股的華晨汽車(1114)為例，便曾走低至7.91元，最後雖顯著回升至8.75元報收，仍跌0.78元，跌幅為8.19%。華晨現價市盈率仍高達29.17倍，在同行中已不便宜，何況其PB又逾6倍，估值也有被高估之嫌，在目下資金對高估值股份仍存戒心下，該股即使低位回升力度頗強，但既然市場投資氣氛仍弱，暫時還是先行觀望為宜。

同為汽車股的廣汽集團(2238)則見逆市向好，曾走高至8.19元，收市報7.93元，仍升0.22元，升幅為2.85%，成交稍增至1,144萬股。有報道指出，國家主席胡錦濤於早前參觀廣汽車廠，並對其產品的安全標準均已達世界先進水平表示讚賞，也成為該股得以跑贏大市的原因。另一方面，廣汽現價市盈率2.29倍，估值在同行中雖不算最便宜，但PB約2倍，則屬一線汽車股中被低估的一隻。另一方面，廣東省發改委最近正式發佈《戰略性新興產業基地（新能源汽車）評審辦法（暫行）》，觀乎廣汽「十二五」期間，在新能源汽車新產品開發及研發能力建設會投入約28億元；並計劃在「十二五」末期，實現形成各種節能和新能源汽車產銷20萬

滬深股評

大冶特鋼新產能提升盈利

大冶特鋼(000708.SZ)上半年實現每股收益0.71元(人民幣，下同)，同比增長8.36%上半年公司實現營業收入45.39億元；同比增長17.75%實現營業利潤3.54億元，同比增長8.09%實現淨利潤3.18億元每股收益0.71元，同比增長8.36%，基本符合預期。

毛利率呈現下降，與下游機械汽車等行業景氣下降有關。上半年公司綜合毛利率10.58%，較去年同期下降1.73個百分點，其中第一季度毛利率10.98%，第二季度毛利率10.19%，環比呈現下降。我們認為公司毛利率環比的下滑，與下游機械、汽車等行業景氣出現下降有關。

當然，公司依然保持優秀的管理能力，上半年三項費用率只有2.74%，同比下降了1.08個百分點，其中第一季度三項費用率2.95%，第二季度三項費用率2.52%，在一定程度上減弱了毛利率下滑的影響。真空特冶鍛造等專案今年投產，成為公司新的利潤增長點根據公司2011年年初的全年規劃，今年計劃產鋼127萬噸，產材140萬噸，鋼材銷售140萬噸同比略有增長，同時擬實現營業收入90億元，同比增長14%。

就上半年的經營績效來看，營業收入實現了全年規劃的50.43%。下半年汽車、機械及鐵路建設等行業景氣度雖然有一定的下滑，但是公司新專案也在逐步投產過程中，將為公司帶來新的收益。

全面投產後淨利潤逾1.5億

新建專案中，1)、特殊鍛造工程中產能規模

張怡

廣汽估值吸引承接力強

輛的目標。廣汽在配合國策拓展新能源方面亦可望跑贏同業，在估值偏低下，料其後市反彈的潛力仍在，中線上望目標為10元關，惟失守年低位的7.52元則止蝕。

國壽趨穩 購輪13859可取

中國人壽(2628)昨大部分時間呈向好走勢，收市漲1.85%，近期的沽壓似已漸見收斂，若看好其後市反彈行情，可留意國壽摩通購輪(13859)。13859昨收0.164元，升0.015元，升幅為10.07%，成交3.56億股。此證於今年12月8日開盤，換股價為22.88元，兌換率為0.1，現時溢價11.46%，引伸波幅42.1%，實際槓桿6.4倍。13859勝在數據較合理，交投也屬暢旺，故不失為博反彈兼顧對象。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股走勢仍然反覆，惟資金有跡象流入個別落後實力股。

廣汽集團：

估值處合理水平，力拓新能源汽車領域，增長潛力看好。

目標價：10元 止蝕位：7.52元

國信證券

大冶特鋼新產能提升盈利

3.5萬噸的45MN快鍛液壓機組於2011年2月底試車投產，產能規模4.5萬噸的16MN精軋生產線也將於近期投產；2)、公司真空特殊冶煉、鍛造、軋環生產線的真空感應爐、真空自耗爐和5M軋環機已進入試生產階段，快鍛液壓機組和軋環機已於2010年投產。這些新專案噸鋼盈利更高，投產後將給公司帶來新的利潤來源，預計完全投產後對淨利潤的貢獻將在1.5億元以上。

估值優勢依舊明顯，維持「推薦」評級考慮到下半年公司毛利率可能存在一定的下滑風險，我們調整公司2011年業績預測到1.37元，並預計2012年全年業績在1.62元左右，較我們之前的業績預測分別下調了0.11、0.11元。雖然對公司業績有所調整，但目前公司股價對應市盈率分別為9.9、8.4倍，估值優勢依舊明顯，維持公司「推薦」投資評級。



H股透視

交銀國際

平保長遠優勢領先同業

中國平安保險(2318)公布2011年上半年業績。淨利潤同比增長31%至129億元(人民幣，下同)，較我們預期低2%，主要由於來自深圳發展銀行的投資收益低於預期。淨資產較年初增19.3%至1,390億元，不過扣除再融資的影響後，淨資產只增5.6%，低於我們預期的11.2%。

儘管價值增長符合預期，但是年化保費增長仍弱於預期。公司新創造的價值符合我們預期，內含價值自年初增16%至2339億元，而新業務價值增加18%至101億元，新業務價值增長貢獻主要來自於新業務利潤率增加(2011年上半年為34.2%；2010年上半年為31.3%)以及精算假設的變動。雖然總保費上升20.9%至110億元，但是首年保費及標準保費只分別增加2.9%和0.15%至496億元和296億元。個人業務首年期繳保費首次下跌，跌幅3.68%，反映公司在2011年上半年嚴峻的經營環境。我們認為下半年基數較低，加上代理人員增加(較年初上升4.67%)，情況將會改善。

財險及銀行業務增長強勁

財險及銀行業務增長強勁，分別躍升147%和117%，佔總利潤增長的94%。在綜合比率下降，保費及投資收入增加的帶動下，公司的財險利潤增加147%至26億元，我們相信財險的強勁業績有望維持。銀行盈利為人民幣23億元，低於我們的預期(人民幣27億元)，原因是來自深發展的投資收益低於預期，但我們認為深發展於11年下半年將帶來更大的貢獻，原因是平安與深發展的併表。證券及其他業務遜於2010年上半年，原因是A股表現較弱，但符合我們的預期。

基於資產增加以及投資回報增長，總投資收入增52.7%至人民幣158億元。由於加息及資產增加，利息及股息收入增長28.59%至人民幣162億元。淨投資回報增長20個基點至4.3%，符合我們的預期。由於A股表現較2010年上半年更佳，總投資收入增52.7%至人民幣158億元。投資回報增長50個基點至4.2%，較我們的預測高出10個基點。ASF從年初減少人民幣54億元至人民幣94.5億元，原因是滬深300指數下跌5%。我們認為11年下半年的投資收入將會較11年上半年為佳，原因是A股表現或會較佳，下半年仍有加息潛力。

維持「買入」評級，目標價100港元。儘管公司的人壽保險業務於短期內將面對若干挑戰，但憑藉有效管理，清晰領先的戰略與綜合服務概念等優勢，我們認為公司長遠將可領先同業。公司現時估值為2011E(1.78倍) P/EV及2011E(6倍)NBM，接近歷史低位(1.2倍及2.4倍)。我們重申公司「買入」評級，目標價100港元，較我們原來的目標價低10.9%，原因是我們將隱含NBM從23倍調低至18倍，相當於2011年度預測，2012年度預測2.66倍/2.2倍P/EV及18倍/11.5倍NBM。

中國平安估值表(貨幣：人民幣)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入(百萬元)	84,337	104,313	189,439	234,968	295,423
同比增長		23.69%	81.61%	24.03%	25.73%
純利(百萬元)	1,635	14,482	17,938	23,049	32,693
同比增長		785.75%	23.86%	28.49%	41.84%
每股收益(元)	0.21	1.83	2.17	2.82	4.04
每股股息(元)	0.05	0.46	0.57	0.73	1.03
股息率	0.09%	0.72%	0.89%	1.14%	1.62%
市盈率	263.57	30.25	25.51	19.63	13.70
E=預測					資料來源：交銀國際