



■ 大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

進入嚴重超跌階段

9月26日。港股繼續尋底的行情走勢，恒生指數走了一波四連跌的行情，進一步下探到了17,000點關口來尋找支撐。目前，我們未能判斷市場信心是否已經修復過來，在信心危機仍未平復下來的背景下，我們還是建議要繼續嚴格執行倉位的風險管理，可以等候尋底行情裡面的終極一跌出現時，在短期階段性底部出現時，可以關注撈底博反彈的交易機會。

現階段，全球股市仍是處於連鎖式的下跌環路裡面，屬於互相拖累的格局。在上周，美股道瓊斯工業平均指數累跌了6.41%，德國股市DAX指數累跌了6.76%，內地上證綜合指數累跌了1.98%，港股恒生指數累跌了9.18%。當然，風眼還是在歐洲的債務危機問題身上。在剛過去的周末，二十國集團也開了會，但是依然未能穩住市場信心。我們在上周密切關注的其中一個參考指標，就是歐元兌美元的匯率走勢。歐元在昨日亞洲市交易時段，再度下跌至1.34美元關口，也就是說在二十國集團開完會後，資金有繼續流出歐元區的趨勢，這個不是一個好的信號，要提防歐美股市仍有震盪的危機。事實上，美股道瓊斯工業平均指數在10,600至11,500點區間，已打橫了有接近兩個月的時間。倘若美股最終跌穿了這個橫盤區，出現進一步破盤的走勢，對於全球股市將會構成新一輪的沉重打擊。

撈底短期操作打開

恒生指數在周一出現平開低走，在盤中曾一度下跌超過600點，下探到了17,000點關口後，終於出現了盤中的修復動作，收平了日內的跌潮。但是，總體盤面的彈性依然疲弱，周一的個股漲跌數字比例是133隻：1138隻，屬於普跌的狀態。恒生指數收盤報17,408點，下跌261點，主板成交量回降到了791億元。技術上，恒生指數已出現了四連跌，9日RSI指標已下跌至20.24，開始進入了嚴重超跌的水平，撈底的短期操作空間開始打開。另外，恒生指數的首個反彈阻力，已從18,200點下移到17,800點水平，在未能站回到17,800點上方之前，要提防大盤仍有尋底的傾向。

■ 投資觀察 群益證券(香港)研究部董事曾永堅

港股反彈空間受限

目前困擾全球投資市場風險資產的主要因素仍然是歐債危機演進及環球經濟前景。一方面，歐美經濟數據進一步反映當地經濟轉弱，加深市場對經濟步向衰退的憂慮；另一方面，歐債危機沒完沒了，歐元區核心國尤其德國未能向市場展現其拯救歐債危機的決心及展示較具體的行動，導致市場對歐債危機趨勢惡化的憂慮升溫。現階段投資情緒極度脆弱，儘管港股經歷大幅度調整後，估值已屆極偏低水準，但港股仍未能擺脫弱勢。主因歐債危機已發展至隨時觸發歐洲銀行系統爆發系統性風險的相當兇險地步，令投資人普遍維持相當高的避險意慾。

上周二十國集團(G20)發表的聲明被市場普遍認為只屬限於言論而欠實際的舉動。因直至目前歐盟及主要國家仍然未有就加強EFSF規模及力量上表示任何較實際行動的訊息，尤其是德國其內部政治環境以及政客的態度皆表現不願意增加對EFSF規模的支持及承擔，引發市場的不安情緒持續。故此，受制上述環境，預估短期內港股的反彈空間有限，預期恒生指數短期阻力在18,300點。

■ AH股差價表 9月26日收市價 人民幣兌換率0.82059

名稱	H股(股代號)	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
洛陽玻璃	1108(600876)	1.49	8.79	86.09
儀化化纖股份	1033(600871)	1.51	8.49	85.41
東北電氣	0042(00585)	0.76	3.79	83.55
南京無線電子	0553(600775)	1.23	5.96	83.07
昆明機床	0300(600806)	1.87	8.40	81.74
北人印刷	0187(600860)	1.86	6.81	77.59
山東新華製藥	0719(000756)	1.82	6.58	77.31
經緯紡織	0350(000666)	3.48	12.38	76.94
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.05	3.42	74.81
廣船國際	0317(600885)	5.09	15.45	72.97
天津創業環保	1065(600874)	1.96	5.85	72.51
金風科技	2208(002202)	3.60	10.38	71.55
廣州藥業股份	0874(600332)	4.62	13.16	71.20
上海石化化工	0338(600688)	2.59	7.16	70.32
北京北辰實業	0588(601588)	1.09	3.01	70.29
中海集運	2866(601866)	1.14	2.95	68.29
華電國際電力	1071(600027)	1.12	2.81	67.30
中國鋁業	2600(601600)	3.58	8.33	64.74
金隅股份	2009(601992)	5.21	11.88	64.02
大唐發電	0991(601991)	1.97	4.43	63.51
上海電氣	2727(601727)	2.80	6.00	61.71
江西銅業股份	0358(600362)	12.52	26.78	61.64
中國遠洋	1919(601919)	3.09	6.27	59.57
紫金礦業	2899(601899)	2.22	4.50	59.52
晨鳴紙業	1812(000488)	2.92	5.87	59.19
中國中冶	1618(601618)	1.57	3.07	58.04
中國東方航空	0670(600115)	2.60	5.01	57.42
中國南方航空	1055(600029)	3.58	6.65	55.83
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	1.54	2.84	55.51
中國中鐵	0390(601390)	1.65	2.99	54.72
兗州煤業股份	1171(600188)	16.28	28.51	53.15
比亞迪股份	1211(002594)	11.00	19.20	52.99
中海油服務	2883(601808)	8.90	15.18	51.90
四川成發高遠	0107(601107)	2.88	4.31	45.18
中國南車	1766(601766)	3.12	4.64	44.83
中國國航	0753(601111)	5.42	8.05	44.76
深圳高速公路	0548(600548)	2.70	3.91	43.34
廣深鐵路	0529(601333)	2.36	3.31	41.50
中海發展股份	1138(600026)	4.87	6.81	41.33
中信銀行	0998(601998)	3.21	4.43	40.55
華能國際電力	0902(600011)	3.12	4.30	40.47
鞍鋼股份	0347(000898)	3.81	5.20	39.89
中國鐵建	1186(601186)	3.26	4.45	39.89
中聯重科	1157(000157)	7.21	9.61	38.44
中煤能源	1898(601898)	7.30	8.86	32.40
中國銀行	3988(601988)	2.50	2.85	28.03
安徽皖通公路	0995(600012)	3.90	4.40	27.28
東方電氣	1072(600875)	19.98	21.91	25.18
滙豐動力	2338(000338)	34.90	37.59	23.83
民生銀行	1988(600016)	5.20	5.56	23.27
中國石油股份	0857(601857)	9.03	9.63	23.07
工商銀行	1398(601398)	3.85	3.95	20.03
江蘇寧滬高速	0177(600377)	5.14	5.27	19.98
中國石化化工	0386(600028)	7.17	6.90	14.74
交通銀行	3328(601328)	4.65	4.43	13.88
農業銀行	1288(601288)	2.64	2.48	12.66
中國通訊	0763(000063)	20.05	18.59	11.51
招商銀行	3968(600036)	12.10	10.90	8.92
建設銀行	0939(601939)	4.91	4.34	7.18
上海醫藥	2607(601607)	16.98	14.79	5.81
中國太保	2601(601601)	22.10	18.65	2.78
中國人壽	2628(601628)	17.70	14.91	2.60
安徽海螺	0914(600585)	21.90	18.12	0.84
中國神華	1088(601088)	31.55	25.52	-1.43
中國平安	2318(601318)	42.50	34.37	-1.45
青島啤酒	0168(600600)	40.75	31.85	-4.97
海信科龍	0921(000921)	1.66	*	-

■ 股市縱橫

春天百貨被低估可中線

歐債危機繼續困擾全球金融市場，港股為開放型市場，資金出入自由，表現自然也較為波動，而昨日跌市，恒指曾一度失守萬七大關，最多跌669點，但尾市補倉盤湧現下已見大為收窄。港股暫時在萬七大關附近似有初步支持，過去一段時間又已嚴重超賣，若外圍無進一步的利淡消息，不排除會借勢作出反彈。

內地一連七天的「十一」黃金周將至，儘管本地市場的投資氣氛轉濃，不過部分零售消費股仍能逆市走強，其中聯華超市(0980)昨以近高位的11.34元報收，升0.72元或6.78%。雖然面對長江

三角洲地區超市行業競爭加劇，加上更多國際零售商進入市場，難免會對聯華超市構成較大的競爭壓力，但集團作為地區性龍頭超市，續享有較佳的市佔優勢，從股價可以在跌市下跑出，反映中國消息龍頭股對投資者的吸引力仍大。

春天百貨(0331)昨續受基金洗倉之苦，一度被質低至0.9元的上市以來新低，收市報0.96元，仍跌0.1元或9.43%，成交2,604萬元。春天百貨是於09年12月來港上市，當時招股價為1.95元，而受惠於投資者對內地百貨業前景抱有信心，該股於掛牌初段曾漲至逾3元之上，如今股價自高位已回落逾7

成，其被過度拋售可見一斑。

高檔百貨店需求甚殷

集團在中國從事經營百貨店業務，主營高檔及豪華商品，並透過轉租及特許專營安排方式提供旗下自有百貨店的部分零售位置，此外亦將部分自有百貨店的營業空間轉租予其他公司，如餐廳。春天百貨較早前公布上半年業績，收入5.83億元(人民幣，下同)，按年增加12.8%。錄得純利增長12.5%至1.81億元，每股盈利4.29分。期息1.8分，上年同期派息1.5分。論業績也對辦。內地富裕人士對高檔商品需求日隆，對集團



旗下的百貨業務長遠增長大有裨益。管理層之前對第三季趨勢亦維持正面看法，目標全年增長15%-17%。瑞銀在發展研究報告中，基於春天百貨具購物中心先驅優勢，以及現價估值被低估，維持其「跑贏大市」評級。雖將其目標價由2.7元下調至1.9元，相當於2012/13年預期市盈率14/11倍，但較現價尚有近98%的上升空間。在股價正處於尋底階段部署收集，博反彈目標為50天線的1.59元。

割牛後抽升 大鱷予取予攜

數碼天地 收發站

本月最後一個交易周昨日展開，亞太區股市未能追隨上周五歐美股市回升的走勢，反而出現普跌1%，並以泰股暴跌5.65%、菲股跌4.24%、印尼跌3.22%最駭人，而韓、台、日股亦瀉逾2%。內地股市一改上周尾市反彈走勢而急跌1.64%，2,400關再度失守，成為港股再度出現超跌大波動市提供機會，恒指由早段17,735高位反覆急插至17,000點始喘定反彈，大量以萬七點之內為回收價的生證變成廢紙，而尾段受到歐股回升而又挾升上17,407報收，全日跌261點或1.48%，成交略減至791億元。大鱷飽食牛證之後，大市短線成功尋底的機會已大為提升。

■司馬敬

9月期指在周四結算，但昨日在大鱷操控割殺牛證的部署中，似乎已提前作出平倉獲利行動，期指由17,740下插至16,999，尾市轉炒高水17點，收報17,425，成交高達13.2萬張。

匯豐和黃中移動尾市發力

港股上周暴跌9%，跌幅遠超歐美乃至區內股市，但國際對沖基金已進駐港股的市場，明顯地又再上演近期即市大落大上的伎倆，在周邊股市急跌的氛圍下，刻意推跌港股，並以狂掙中移動(0941)、長和、平保(2318)、新地(0016)及內銀四行、石油股等，重磅股即市暴跌7-14%，有效摧毀市場信心。從大市在下午市插至17,000點便止跌抽升來看，大量在萬七點之內的牛證便因觸及回收價而變廢紙達到宰牛目的，單以17,399點至17,000涉及達8億份牛證來看，即市十大跌幅牛證成交額高達70億元，換言之，即市博反彈的牛證，散戶投資者全部變成大鱷的點心，至於上述8億份牛證由發行至期間買賣，涉及市值恐怕逾百億元

■ 紅籌國企/高輪

張怡

青啤享高估值利走強

受港股持續的跌勢所拖累，本地中資股昨日沽壓依然十分沉重，尤其是一些行業強勢股拋風最見慘烈。不過，在昨日的淡市氛圍下，個別業務防守性較強的中資股尚現不俗抗跌力，當中安徽皖通(0995)便於逆市下一直保持升勢，並以全日高位的3.9元報收，升4.84%，觀乎該股近日一直可以守穩於年內低位的3.6元之上，而現價息率高達6.36厘，較高的股息回報估計是吸引避險資金換馬吸納的原因之一。

昨日提及似有初步見底跡象的中國海外(0688)，早市曾一度搶高見11.96元，但港股跌勢加劇，在買盤放軟手腳下，該股也見掉頭回落，但於退至年內低位的10.62元水平拒絕再跌，反映此承接區經得起考驗，最後以11.42元報收，倒升1.78%，論表現明顯跑贏大市。青島啤酒(0168)同屬昨日少數逆市有勢的中資股之一，該股曾高見41.6元，收報40.75元，而是日均價為40.92元，可見其買盤追貨意慾頗強，若市況趨穩，料不難有較像樣的回升行情，可考慮續跟進。

青啤在行業中一向享有較高的估值，最近港股不少高估值股份紛紛被洗倉，但其相對沽壓並不算太嚴重，股價在退至39.65元水平獲支持，反映自4月以來一直有不俗支持的40元附近區域，續吸引實力買盤逢低收集。上半年青啤總銷量375萬千升，增長20.6%。其中，青島主品牌銷量203萬千升，增長23%，業績符合市

■ 滬深股評

東方證券

復星拓展海外提升盈利

復星醫藥(600196.SS)於2010年底又收購了瀋陽紅旗70%的股權，後者是中國抗結核藥的龍頭企業，預計復星將移植桂林製藥的經驗，積極利用自己在資金、人才、投資併購、產業整合等多方面的經驗和優勢，推進紅旗製藥在全球抗結核藥物領域的發展，把抗結核藥打造成進入國際市場的第二張名片。這種模式或許是目前中國醫藥工業企業參與國際市場較現實的途徑。

收購和整合有戰略佈局

桂林製藥和瀋陽紅旗是公司收購的兩個代表，其實公司整個工業體系主要是通過收購建立的，並在整合後形成目前淨利潤率約10%的產業組合。公司新一輪收購正在進行，預計會使公司醫藥工業的銷售體量今後三年擴大到40億、60億和100億元(人民幣，下同)。公司工業部分原有淨利潤率約為10%，而新收購專案的淨利潤率都遠超10%，我們認為未來公司的盈利能力也會逐步提高。

價值未體現 仍被低估

我們預計公司持有國藥控股股權的市值約100億元人民幣，按照目前國藥控股股價和當前匯

場預期。此股今年預測市盈率仍達25倍，論估值不算便宜，但對內地消費龍頭股情有獨鍾，將有利其調整後重拾升軌。短線可考慮在退至40元附近收集，並於45元水平附近獲利，失守39元則止蝕。

中海油趨穩 購輪14447可取

中海油(0883)為昨日少數收市可以錄得微幅進幅的大藍籌，若看好該股的後市反彈潛力，可留意較近期的海油比聯購輪(14447)。14447昨收0.13元，升0.006元，升幅為4.84%，成交1.42億股。此證於今年3月15日到期，換股價為12.8元，兌換率為0.1，現時溢價18.69%，引伸波幅51.3%，實際槓桿4.4%。14447勝在較遠期，現時數據又屬同類股證較合理的一隻，其交投也較暢旺，故為可取的兼顧對象。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股跌勢未止，市場觀望氣氛濃厚，仍將繼續限制中資股的表現。

青島啤酒：

資金對優質內地消費股續有憧憬，該股近日已曾回試低位尋得支持，昨逆市有勢，可見市場沽壓已漸消去。

目標價：	止蝕位：
45元	39元

■ 港股透視

中銀國際

興業太陽能脫穎而出

9月23-24日，我們參觀了興業太陽能(0750)，未有評級位於湖南省的新生產基地，並且與公司的管理層進行了溝通交流。我們將此行中了解到的主要信息以及我們對於行業和公司前景的初步看法概括如下：

興業太陽能成立於2003年，最初是一家國有企業，之後被管理層收購，並進入下游的太陽能設備行業。公司於2009年1月上市。繼2011年6月以每股6.80港元的價格增發募集2.34億港元之後，目前，主席劉紅維先生和其他高管人員創立的Strong Eagle持有公司37.4%的股權，其餘為流通股。公司致力於建築幕牆、BIPV(光伏建築一體化)等系統解決方案的設計、加工裝配和安裝，同時生產和銷售光伏產品。今年上半年，公司的常規幕牆業務和太陽能相關產品分別佔總收入的52.4%和47.6%，分別佔毛利潤的33.6%和66.4%。常規幕牆和太陽能業務的毛利率分別為15.8%和34.3%。

受惠低成本太陽能元件

興業一直在不斷的開拓新業務機會。公司正通過有利的定價條款進口低成本的太陽能晶片，並為客戶定製安裝於屋頂的多彩太陽能模組。同時，公司也在擴大BIPV系統和下游的太陽能系統集成安裝，包括智能電網，拉動建築業務的收入增長。公司的主要客戶包括市政工程，例如體育館、地鐵站以及上游的供應商客戶。公司在提供整體的解決方案時，更傾向於系統安裝，而不是元件製造。因此，其資產負債表面臨的壓力比其他太陽能同業更小。公司直接交易的對象是運營商而不是政府，不管項目內部收益率或是補貼風險如何，公司通常可以通過EPC合同鎖定利潤率。我們認為公司將成為低成本太陽能元件的主要受益者。

新工廠在2011年7月投入運營。我們參觀了所有的5間工廠，即太陽能電池、模組、幕牆和組裝(2間工廠)。新工廠的規模是珠海廠的幾倍，預計利用率將達到80%以上。一期電池和模組產能分別為50兆瓦和200兆瓦，總產能分別為100兆瓦和400兆瓦，自動化操作將使勞動力投入降到最低。管理層表示，新僱傭的大部分勞動力為銷售人員，目前主要專注於市場營銷。公司所生產的安裝有太陽能電池的雙面玻璃幕牆號稱是全國第一。公司已經準備將玻璃幕牆的產能從30萬立方米擴大到200萬立方米。目前，公司擁有20.8兆瓦的屋頂太陽能轉化場，成本僅10.5人民幣/瓦，主要用於火力發電。由於BIPV系統節省了能源，因此湖南工廠所生產的雙面幕牆回收期約為5-6年。

國策及新產品成驅動力

目前，公司在手訂單價值為23億元人民幣，相當於11年上半年收入的2.3倍，包括金太陽項目新增的60兆瓦，價值為10億人民幣。這60兆瓦中，絕大部分已經鎖定了明年的收入(例如2012年破土動工)，因為2009年的項目必須在2011年9月竣工投產，2010年的項目必須在2011年末開工。公司的第二大動力來自於智能微網(<100千瓦)。自動數據處理、預測、控制和兼容將有利於BIPV和BAPV發電機組的利用率提高。根據金太陽補貼(約有50%的成本將返還)和10%電網上網後的終端用戶電價(0.87-1人民幣/千瓦時)，興業預計運營商客戶的回收期為2-3年。第三大動力則是新產品，例如ITO(氧化錫鎢)導電薄膜，類似於應用在觸摸板中的元件。這類產品可被用作幕牆，可以根據陽光條件調節亮度。我們預計2012年公司的收入將同比增長40%左右。