



大市透視

第一上海首席策略師 葉尚志

恐慌性終極一跌似未現

10月3日。港股繼續進行尋底的下跌行情，恆生指數跌穿了前期低點再創新低。正如我們早前提出，在面對信心危機的背景下，全球股市已逐步形成了互相拖累下挫的局面，出現連鎖式下挫的行情。由於中美關係有轉趨緊張的可能，加上內地公布的宏觀經濟數據持續疲弱，對於港股來說，將會構成更直接的影響。目前，歐債危機依然是市場的最大關注點。雖然歐洲央行在上周已提出擴大救援基金的規模，但是消息未能穩住市場的信心，歐元兌美元進一步下跌並且創出近期新低，資金流出歐元區的趨勢仍有加劇跡象。

事實上，不單是歐元出現下跌，亞洲以及新興市場的貨幣(兌美元來說)，在過去兩個月都出現了顯著跌幅。韓國(Korean Won)和印度盧比(Indian Rupee)，都分別累跌了13%，俄羅斯盧布(Russian Ruble)累跌了16%，巴西雷亞爾(Brazilian Real)更是累跌了接近20%。貨幣的下跌，是資金流出的最好證明。從環球資金流向來看，似乎都出現了流出金融資產的跡象，就算在早前被市場認為是避險品種的黃金，價格在近來亦出現了急滑，失去了避險的功能。美國長期債券是剩下來稀有品種，是目前環球資金在去槓桿過程中，從金融資產退出來後，較過去相對穩健的品種。

沽空92億佔比例達12%

恆生指數在周一出現裂口下挫，連續第二個交易日走了一波低開低走的行情。由於恆生指數跌穿了前期低點17,000點關口，再度出現了破盤的走勢，可以看到的是弱勢盤面出現進一步惡化，周一的個股漲跌比例是85隻：1,128隻。恆生指數收盤報16,822點，下跌770點，主板成交量回降至763億元。目前，空頭未有退場的跡象，依然是短期市況走勢的主導，而周一的總體沽空金額錄得92億元，沽空比例達到了12%的超標水平。現階段，我們估計港股仍處於尋底行情，從大市成交量和技術指標來看，恐慌性的終極一跌該未出現，要提防短期跌浪仍有隨時再度加劇的可能。

投資觀察

群益證券(香港)研究部董事

曾永堅

內地經濟前景受市場關注

儘管德國國會上周以大比數通過政府支持擴大歐洲金融穩定設施(EFSF)權限方案，有助穩定市場對歐債危機趨擴散的憂慮，但投資市場繼續關注歐美經濟再步入衰退以及希臘一旦違約對歐洲銀行體系構成的系統危機爆發的風險，持續打擊投資情緒以及投資人風險胃納。

根據彭博通訊社近期對機構投資人的調查，當中59%受訪人認為中國經濟增長未來五年內將放緩至不足5%，而47%更認為未來兩年內經濟增長將低於5%，有關結果正反映法人資金對中國經濟前景轉趨負面的看法，亦反映中資股特別是對經濟周期敏感度較高的股份面對顯著賣壓的趨勢短期內將會持續。意味短期內投資人宜留意目前跟中國經濟周期關聯度較高的板塊如資源、內銀、內房、航空及航運，短期內仍將繼續面對外資拋售套現的壓力，因市場傾向下调中國未來五年內的經濟增長預測將拖累上述產業的需求增長前景，有關企業的營收及盈利成長性普遍面對市場重估而傾向下调的壓力，形成市場逐漸憂慮這些板塊的股份普遍容易墮進「價值陷阱」，從而影響資金於估值偏低時收集的意慾。預估恆生指數短期內面對反覆尋底而下測16,500關卡的壓力。

AH股差價表

人民幣兌換率0.83311

		10月3日 收市	9月30日 收市	
名稱	H股(A股) 代號	H股價 (港元)	A股價 (人民幣)	H比A 折讓(%)
儀征化纖股份	1033(600871)	1.41	8.28	86.06
洛陽玻璃	1108(600876)	1.43	7.85	85.09
東北電氣	0042(000585)	0.73	3.62	83.50
南京無線電子	0553(600775)	1.18	5.69	83.03
昆明機床	0300(600806)	1.81	7.82	81.06
山東新華製藥	0719(000756)	1.70	6.61	78.95
北人印刷	0187(600860)	1.75	6.44	77.76
海信科龍	0921(000921)	1.50	5.19	76.35
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.06	3.35	74.10
經緯紡織	0350(000666)	3.70	11.28	73.15
國船國際	0317(600685)	4.82	14.41	72.62
天津創業環保	1065(600874)	1.85	5.42	72.06
廣州藥業股份	0874(600332)	4.27	12.35	71.70
金風科技	2208(002022)	3.53	9.94	70.93
北京北廣實業	0588(601588)	1.07	2.97	70.51
中海集運	2866(601866)	1.07	2.91	69.91
華電國際電力	1071(600027)	1.01	2.74	69.83
上海石油化工	0338(600688)	2.66	7.10	69.34
大唐發電	0991(601991)	1.89	4.49	65.55
中國鋁業	2600(601600)	3.46	8.10	65.04
中國中冶	1618(601618)	1.34	3.04	63.92
上海電氣	2727(601727)	2.75	6.04	62.74
江西銅業股份	0358(600362)	12.18	26.70	62.66
中國東方航空	0670(600115)	2.24	4.74	61.32
金隅股份	2009(601992)	5.28	11.02	60.79
中國遠洋	1919(601919)	3.02	6.17	59.94
紫金礦業	2899(601899)	2.17	4.34	59.08
兗州煤業股份	1171(600188)	14.68	29.07	58.67
晨鳴紙業	1812(000488)	2.97	5.76	57.80
中國中鐵	0390(601390)	1.55	2.90	56.26
中國南方航空	1055(600029)	3.45	6.42	56.02
中國南車	1766(601766)	2.45	4.51	55.54
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	1.57	2.83	54.60
中海油田服務	2883(601808)	9.01	14.88	50.44
中國國航	0753(601111)	5.18	7.86	46.06
四川成渝高速	0107(601107)	2.83	4.24	45.37
比亞迪股份	1211(002594)	13.04	19.30	44.70
廣深鐵路	0525(601333)	2.25	3.21	42.63
中信銀行	0998(601998)	3.02	4.30	42.52
中海發展股份	1138(600026)	4.84	6.79	41.66
鞍鋼股份	0347(000898)	3.75	5.18	40.75
深圳高速公路	0548(600548)	2.80	3.78	39.37
華能國際電力	0902(600011)	3.16	4.21	38.57
東方電氣	1072(600875)	16.94	22.47	38.30
中國鐵建	1186(601186)	3.33	4.34	37.20
民生銀行	1988(600016)	4.29	5.52	36.39
中煤能源	1898(601898)	7.01	8.95	35.90
中國銀行	3988(601988)	2.29	2.85	34.24
中聯重科	1157(000157)	8.24	9.51	29.09
滙柴動力	2338(000338)	33.00	37.26	27.51
工商銀行	1398(601398)	3.60	3.98	25.97
安徽皖通公路	0995(600012)	3.89	4.30	25.96
招商銀行	3968(600036)	10.56	11.06	21.86
中國石油股份	0857(601857)	9.43	9.87	21.80
農業銀行	1288(601288)	2.37	2.46	21.15
交通銀行	3328(601328)	4.36	4.48	20.35
江蘇寧滬高速	0177(600377)	5.51	5.30	14.91
建設銀行	0939(601939)	4.59	4.40	14.62
上海醫藥	2607(601607)	15.68	14.52	11.62
中國石油化工	0386(600028)	7.65	6.93	9.65
中興通訊	0763(000063)	21.20	18.90	8.20
中國華華	1088(601088)	28.85	25.34	6.82
中國平安	2318(601318)	38.30	33.57	6.62
中國太保	2601(601601)	21.15	18.49	6.38
安徽海螺	0914(600585)	20.10	17.20	4.36
中國人壽	2628(601628)	17.74	14.74	1.50
青島啤酒H	0168(600600)	41.85	33.06	-3.60

股市縱橫

創維尋底提供低吸機會

希債危機繼續困擾環球金融市場，不過港股昨下挫逾700點，則予人有過度敏感之嫌。經過昨日一跌，面對上周一低位支持的16,999已告輕易棄守，在淡友絲毫未肯罷手下，本地市場反覆尋底的格局預計難以避免，投資者撈底實宜量力而為。

零售板塊過去一段時間成為機構投資者大舉拋售的主要對象之一，其中國美電器(0493)更是慘不忍睹，該股昨收1.56元，再挫14.75%，若相比9月1日高位阻力的3.59元，跌幅高達56%。國美自從宣布成立合營公司在內地從事物業開發及投資業務後，股價即惹來更大沽壓，但值得注意的是，儘管

該公司近日已叫停成立物業合營，惟拋風依然未有收斂。從國美愈跌愈有也可見，市場投資氣氛一旦逆轉，機構投資者爭相「跳車」，股價跌幅往往是市場難以預料的。

受家電下鄉政策結束影響微

家電股過去一段時間也告持續受壓，主要是投資者擔心，內地第一階段地區的家電下鄉政策將於今年11月30日如期結束，會對板塊內公司的盈利構成負面影響。不過創維數碼(0751)管理層日前已指出，過去數年及未來較長時期，內地電視機銷售市場的需求主要由更新換代主導，按目

前形勢發展，即使政策結束後，電視機需求於未來的中期仍會繼續增長，政策結束對集團影響程度是微乎其微。

根據創維日前的公布，今年4月1日至8月31日期間在「家電下鄉」政策第一、二及三階段地區的電視銷售量比例分別為5%、8%及16%。

講開又講，創維較早前公布8月份銷售數據，電視機總銷售量按年升36%至82萬台，銷售總額則增20%，表現較同業為優。高盛在之前的研究報告中指出，2011/12年保障房竣工目標仍然樂觀，因此對2012年銷售反彈有信心。高盛維持對創維正面看法，相信



3D電視於產品結構中比重持續上升，將提振2011年整體銷售均價及收入。該大行重申創維「買入」評級，目標價5.5元，即較現價2.53元，有逾1倍的上升空間。

創維於2011年預測市盈率約5倍，息率逾5厘，PB則低於1倍，均具吸引力。趁股價尋底作中線收集，博反彈目標為20天線的3.69元。

信心受摧殘 期指淡 經食糊

數千股 收發站

10月首個交易日，亞太區股市一如預期追隨美股大跌而全線下瀉，其中以印尼跌5.64%、台股跌5.12%及本港跌4.38%為最大跌幅市場，菲、台、星亦分別下瀉3.35%、2.93%、2.01%。在「股災月」的氛圍下，港股甫開市即大跌413點，在大鱷狂沽匯豐(0005)、內銀、本地銀行及長和等帶動下，恆指輕易跌穿萬七關，低見16,717，大跌870點，尾市跌幅略為收窄，收報16,822，全日跌770點，成交額763億元。大市下破萬七關後，市場信心進一步受摧殘，形成尾市反彈力薄弱，由於上周二反彈上18,100到昨天16,800，三個交易日已跌逾千三點，短線16,500/16,300料有承接及反彈。 ■司馬敬

紅籌國企/高輪

張怡

北控業務防守強利中線

昨日港股續挫，中資股亦紛紛錄得不同程度的跌幅。不過觀乎部分板塊的個股走勢卻頗見參差，就以煤炭股而言，當中被視為板塊強勢股的兗州煤業(1171)便曾造出14.62元的年內低位，收市報14.68元，續跌14.25%；反觀同業中相對較落後的中煤能源(1898)則現不俗的抗跌力，一度逆市走高至7.3元水平，最後報7.01元，跌0.85%，論表現已明顯跑贏大市。

港股已出現恐慌性拋售，市場投資者傾向要錢唔要貨，但既然有跡象顯示，資金有趁淡市調整投資組合的情況，因此個別業務防守性較強的股份仍不妨加以留意，當中北京控股(0392)為其中之一。事實上，在昨日大跌市中，北控相對的抗跌力也較佳，其一度逆市走高至39.95元，收市報38.35元，跌1.25元，跌幅為3.16%，成交稍減至190.4萬股，顯示現水平的沽壓並不嚴重。

北控較早前公布6月底止中期業績，錄得純利升5.6%至16.5億，每股盈利1.45元，中期息維持25仙。期內主營業務的天然氣分銷業務收入升13.6%，淨利潤升2%至5.28億元；啤酒業務方面，旗下的燕京啤酒收入升28.8%，純利升9.6%至2.61億元。至於透過子公司北控水務(0371)，從事污水處理及水務業務，也獲佳績，應佔溢利為1.34億，按年大增66.2%。

集團業務均涉及民生，受經濟循環的影響較少，其防守性較強，將有助吸引保守型基金作

滬深股評

濱江集團低吸杭州土儲

作為浙江省內房地產龍頭企業，濱江集團(002244.SZ)在杭州的市場佔有率穩步提升。目前佔杭州市場商品房銷售份額的12%。公司近兩年加快了在周邊城市布局的步伐，逐漸將業務範圍擴展到浙江省其他城市。

2010年調控以來，杭州市商品房市場呈現出了明顯的「量減價平」的特徵。數據顯示，2011年上半年市區新房和二手房成交數據創近年來的新低。價格上，主城區銷售均價並沒有太大波動，近郊房價有所下降，但幅度有限。

公司土地儲備含金量高，三費控制在較低水平。公司採用「逆周期」拿地策略，以相對低的價格儲備了一批地段優越的土地資源，是公司能夠獲得高毛利率的基礎。公司在管理上採用「扁平化」的模式，使得銷售費用和管理費用一直保持在A股上市公司中較低的水平上。

負債率3成 風險可控

上半年公司扣除預收賬款之後的資產負債率僅為30%。貨幣現金15.7億元(人民幣，下同)，一年期到期的流動負債19.5億元。隨著四季度

中線收集。就股價走勢而言，該股9月初以來，一直在37.3元至43.9元水平上落，可考慮在37.3元水平附近部署上車，惟反彈至43.9元則先行獲利，一旦失守35元則止蝕。

騰訊破位跌 沽輪14185可取

騰訊(0700)昨破位而下，收市跌9.26%，但今年預測市盈率仍高達20倍，論估值依然不宜，若繼續看其後市表現，可留意騰訊麥銀沽輪(14185)。14185昨收0.31元，升0.083元，升幅為36.56%，成交6,509萬股，已為同類股證中交投較暢旺的一隻。此沽輪於明年6月4日到期，其換股價為160元，兌換率為0.01，現時溢價13.42%，引伸波幅49.8%。14185勝在數據較合理，交投也不算太靜，故仍不失為淡市下較可取的選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股跌勢持續，市場投資氣氛欠佳，中資股也難獨善其身。

北京控股：

業務涉民生，防守性較強，可考慮趁淡市作上落市買賣。

目標價：	止蝕位：
43.9元	35元

華泰證券

濱江集團低吸杭州土儲

萬家星城一期29億元預收款進入結算，資金壓力不大。

我們預測公司2011-2013年營業收入分別為38.06億元、82.28億元和128.63億元，歸屬母公司淨利潤分別為10.97億、20.58億、30.73億元，對應每股盈利(EPS)分別為0.81元、1.52元和2.27元。公司目前股價較其每股淨值(NAV)折價約39%。考慮到公司在主要市場杭州銷售良好，周邊城市業務擴展開始加速以及業績鎖定性強，給予公司「推薦」評級。



H股透視

國浩資本

中國石化(0386)



中國石化(0386)9月份股價升1.3%，是恒指成份股中表現最佳的股份，分別優於恒指及國指15.6%及19.8%。本行仍然認為政府傾向於縮短成品油定價機制中的時間周期，從目前的22個工作日變為10個工作日，此變化可能是煉油公司股價表現的催化劑。為了令下游石油產品價格更能緊貼上游油價變化，發改委對定價機制作出改革的意向相當明確。近日發改委副主任在夏季達沃斯論壇上的講話令本行認為改革在2011年推進的概率將大大提升。這將令市場上調對中國石化的盈利預測，並減低公司的政策風險折價，從而提升公司的估值水準。

中國石化發佈了優於預期的中期業績，純利增長12%至412億元人民幣(每股盈利0.48元人民幣)，同時公佈中期派息0.1元人民幣，按年增長25%。

煉油虧損少於中石油

煉油業務錄得虧損，但虧損額少於中國石油：煉油板塊2011年上半年虧損122億元人民幣，2010年同期為57億元人民幣的利潤。按照原油加工量10,850萬噸計算，每噸虧損112元人民幣，與中國石油(857)平均每噸虧損352元人民幣相比(按照原油加工量6,650萬噸和總虧損額為234億元人民幣計算)表現較好。

營業利潤按年增長了96%至163億元人民幣。其中乙烯產量按年大幅提升了19%至500萬噸。零售業務更加向零售傾斜(按年增長了21%)，零售比重增加5.6個百分點至66.8%，而批發量按年下降了29%。因此零售業務營業利潤按年增長36%至196億元人民幣。

勘探開發受惠產品升

勘探開發板塊受惠於產品價格的提升，營業利潤增長26%至346.5億元人民幣。主要原因是原油和天然氣實現價格分別按年增長了33%和26%。

7月以來化工業務的毛利水準仍在持續恢復之中。本行預測第3季度的綜合毛利水準仍舊能夠恢復到第1季度的水準。本行預測2011年每股盈利將按年增長9%至0.9元人民幣，較市場共識0.88元人民幣高2%，現時股價相當於2011年7.1倍的市盈率，較行業平均的9倍2011年市盈率有很大程度的折讓。本行認為重風險十分有限。

本行重申對公司的買入評級，6個月目標價9.2元，相當於8.5倍2011年市盈率。主要的下行風險是油價大幅飆升使煉油盈利受損和內地需求的大幅回落。

韋君