

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

空軍依然主導跌市

10月4日。港股走了一波四連跌的行程。在重陽節假期前夕，由於外圍的風險未有降下來，相信是進一步加劇港股沽壓的原因。目前，港股仍處於尋底行情裡面，我們正在等候恐慌性終極一跌的出現，來給這一波短期跌浪劃上階段性的句號。事實上，正如我們在早前指出，全球股市已形成了互相拖累的連鎖式下跌態勢。因此，在判斷港股是否已短期跌到位的話，除了看內部因素之外，外圍的發展形勢亦是重要看點。

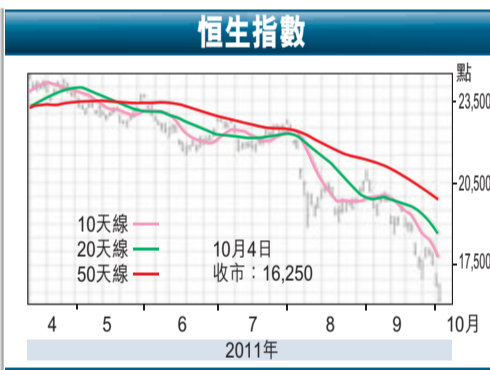
美股下跌風險未除

外圍方面，美股是我們近期的最大關注點。在這一輪全球股市集體跳水的行程裡，美股的表現是相對堅穩的，也就是說，在這次的循環裡，還欠美股的一跌來把整個循環來完成。在美股的下跌風險未能釋放解除之前，對於港股的操作方面，始終是一個隱憂，是空頭資金入市撈底的考慮點。反過來，倘若美股最終掉下來了，對港股的短期發展，可能是一件好事。

至於內部方面，從技術走勢來看，我還是會以大市的成交量和恒生指數的9日RSI指標，來判斷「放量、超跌」的狀態是否已經出現，這是恐慌終極一跌出現時的特徵。事實上，股市就是通過放量把沽壓放出來，然後再來修正超跌的狀態。在8月初，港股曾經出現了一次「終極一跌」。恒生指數在8月9日跌至當時的階段性底部18,868點，當天大市成交量有1,168億元，而按收盤價來算的9日RSI指標則12.89。以周二的數據來看，大市成交量有752億元，9日RSI指標則20.82，似乎仍未完全到達終極一跌的狀態。

沽空率12.7%超標

恒生指數在周二收盤報16,250點，下跌572點，連跌了四個交易日，累跌幅度有1,881點。目前，空頭市場稱謂空軍仍有繼續建倉壓盤的行動，周二的總體沽空金額錄得有95.7億元，沽空比例依然處於12.7%的超標水平。在空頭主導的背景之下，估計市況仍處尋底階段，我們正在等候終極一跌出現時，來進行撈底反彈的交易操作。



AH股差價表 人民幣兌換率0.81884

| 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) | 1.34 | 8.28 | 86.75 |
| 洛陽玻璃 | 1108(600876) | 1.35 | 7.85 | 85.92 |
| 南京熊貓電子 | 0553(600775) | 1.12 | 5.69 | 83.89 |
| 東北電氣 | 0042(000585) | 0.72 | 3.62 | 83.72 |
| 昆明機床 | 0300(600806) | 1.80 | 7.82 | 81.16 |
| 海信科龍 | 0921(000921) | 1.30 | 5.19 | 79.50 |
| 山東新華製藥 | 0719(000756) | 1.70 | 6.61 | 78.95 |
| 北人印刷 | 0187(600860) | 1.72 | 6.44 | 78.14 |
| 重慶鋼鐵股份 | 1053(601005) | 1.01 | 3.35 | 75.32 |
| 天津創業環保 | 1065(600874) | 1.70 | 5.42 | 74.32 |
| 煙台紡織 | 0350(000666) | 3.57 | 11.28 | 74.09 |
| 龍船國際 | 0317(600685) | 4.73 | 14.41 | 73.13 |
| 北京北辰實業 | 0588(601588) | 0.99 | 2.97 | 72.71 |
| 金風科技 | 2208(002202) | 3.37 | 9.94 | 72.25 |
| 廣州藥業股份 | 0874(600332) | 4.20 | 12.35 | 72.16 |
| 中海藥業 | 2866(601866) | 1.01 | 2.91 | 71.59 |
| 上海石化 | 0339(000888) | 2.57 | 7.10 | 70.37 |
| 華電國際電力 | 1071(600027) | 1.00 | 2.74 | 70.12 |
| 大唐發電 | 0991(601991) | 1.83 | 4.49 | 66.64 |
| 中國鋁業 | 2600(601600) | 3.39 | 8.10 | 65.74 |
| 中國冶 | 1618(601618) | 1.28 | 3.04 | 65.53 |
| 江西銅業股份 | 0358(600362) | 11.36 | 26.70 | 65.17 |
| 上海電氣 | 2727(601727) | 2.61 | 6.04 | 64.63 |
| 金隅股份 | 2009(601992) | 4.90 | 11.02 | 63.60 |
| 中國東方航空 | 0670(600115) | 2.11 | 4.74 | 63.56 |
| 紫金礦業 | 2899(601899) | 1.96 | 4.34 | 63.03 |
| 中國鐵道 | 1919(601919) | 2.84 | 6.17 | 62.32 |
| 兗州煤業股份 | 1171(600188) | 13.84 | 29.07 | 61.03 |
| 中國南方航空 | 1055(600029) | 3.16 | 6.42 | 59.71 |
| 中國中鐵 | 0390(601390) | 1.45 | 2.90 | 59.07 |
| 鳳鳴紙業 | 1812(000488) | 2.98 | 5.76 | 57.65 |
| 馬鞍山鋼鐵 | 0323(600808) | 1.50 | 2.83 | 56.61 |
| 中國南車 | 1766(601766) | 2.43 | 4.51 | 55.89 |
| 中海油田服務 | 2883(601808) | 8.80 | 14.88 | 51.59 |
| 中國國航 | 0753(601111) | 4.86 | 7.96 | 49.38 |
| 四川成渝高速 | 1017(601107) | 2.65 | 4.24 | 48.84 |
| 比亞迪股份 | 1211(002594) | 12.10 | 19.30 | 48.68 |
| 鞍鋼股份 | 0347(000898) | 3.50 | 5.18 | 44.69 |
| 廣深鐵路 | 0525(601333) | 2.19 | 3.21 | 44.15 |
| 中信銀行 | 0998(601998) | 2.95 | 4.30 | 43.84 |
| 中海發展股份 | 1138(600026) | 4.85 | 6.79 | 41.53 |
| 華能國際電力 | 0902(600011) | 3.02 | 4.21 | 41.28 |
| 東方電氣 | 1072(600875) | 16.52 | 22.47 | 39.82 |
| 中國煤業 | 1898(601898) | 6.60 | 8.95 | 39.63 |
| 中國鐵建 | 1186(601186) | 3.22 | 4.34 | 39.27 |
| 深州高速公路 | 0548(600548) | 2.82 | 3.78 | 38.93 |
| 民生銀行 | 1988(600016) | 4.28 | 5.52 | 36.53 |
| 中國銀行 | 3988(601988) | 2.21 | 2.85 | 36.52 |
| 瀋陽動力 | 2338(000338) | 31.35 | 37.26 | 31.12 |
| 中聯重科 | 1157(000157) | 8.05 | 9.51 | 30.71 |
| 工商銀行 | 1398(601398) | 3.50 | 3.98 | 28.01 |
| 招商銀行 | 3968(600036) | 9.94 | 11.06 | 26.43 |
| 安徽皖通公路 | 0995(600012) | 3.91 | 4.30 | 25.56 |
| 中國石油股份 | 0857(601857) | 9.04 | 9.87 | 25.02 |
| 農業銀行 | 1288(601288) | 2.29 | 2.46 | 23.80 |
| 交通銀行 | 3328(601328) | 4.17 | 4.48 | 23.80 |
| 建設銀行 | 0939(601939) | 4.44 | 4.40 | 17.40 |
| 中興通訊 | 0763(000063) | 19.70 | 18.90 | 14.68 |
| 安徽海藥 | 0914(600585) | 18.04 | 17.20 | 14.14 |
| 江蘇寧滬高速 | 0177(600377) | 5.65 | 5.30 | 12.73 |
| 上海醫藥 | 2607(601607) | 15.58 | 14.52 | 12.16 |
| 中國神華 | 1088(601088) | 27.50 | 25.34 | 11.16 |
| 中國石化 | 0386(600028) | 7.54 | 6.93 | 10.93 |
| 中國太保 | 2601(601601) | 20.15 | 18.49 | 10.79 |
| 中國人壽 | 2318(601318) | 38.65 | 33.57 | 5.75 |
| 中國人壽 | 2628(601628) | 17.24 | 14.74 | 4.26 |
| 青島啤酒 | 0168(600600) | 39.05 | 33.06 | 3.31 |

證券分析

兗煤購澳西農擴業務範圍

兗州煤業(1171)發布公告，擬以2.968億澳元的價款從澳大利亞西農有限公司收購澳大利亞普力馬煤礦公司和西農木炭100%股權。此項交易尚需獲得中國和澳大利亞政府主管機關及監管部門的最終批准。

普力馬煤礦公司主要從事煤炭生產和加工業務，其煤礦位於西澳大利亞州首府珀斯市以南約200公里，主要煤種為低灰分、低硫分次煙煤，並生產少量供應冶金客戶和工業客戶的塊煤。截至2011年6月30日，普力馬煤礦在JORC標準下

的煤炭儲量約為1.38億噸，資源量約為5.35億噸。目前，該煤礦生產能力為500萬噸/年，2011財政年度實際產量為350萬噸。

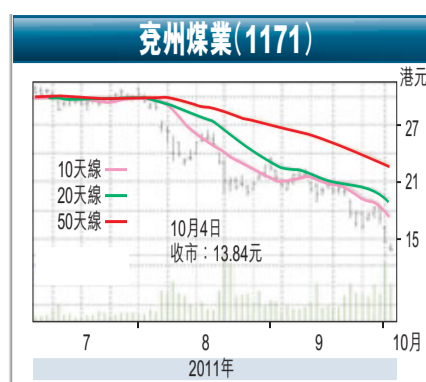
擁有創新性生產工藝

西農木炭公司擁有創新性生產工藝，可將低等級煤炭加工成煤焦，可取代某些工業使用的煤和碳質產品。公司已註冊了澳大利亞和國際技術專利。由於全球金融危機對主要客戶產生影響，西農木炭公司從2009年5月開始暫停經營。

資產賬面價值1.72倍

11財年，標的資產的主營業務收入為1.434億澳元，息稅前利潤為1,150萬澳元。截至2011年6月30日，標的資產的淨資產值為1.722億澳元。收購對應1.72倍標的資產的賬面價值。

由於普力馬煤礦是西澳洲目前僅有的兩座運營煤礦之一，本次收購將大大擴展公司的業務範圍，同時也將公司的澳洲煤炭儲量和總儲量分別提高15%和5.5%。雖然標的資產在短期內盈利貢獻



有限，但是普力馬煤礦的業務還有進一步擴張的空間。

我們暫時對該股維持原有的盈利預測和評級(A股持有，H股買入)。

熱門股失陷 引發斬倉潮

收發站

美股隔晚在波動市中再暴跌258點至10,655水平，加深了環球股市「股災月」的效應，周二亞太區股市連續第二天大跌，尤以韓股跌3.59%、星股跌3.45%、港股跌3.4%及印尼股市跌2.37%最為差勁。港股低開後雖曾反彈上16,841，但隨即被龐大沽盤力壓中移動(0941)、金融及石油、煤炭股等帶動下，16,500/16,300短線承接區失守，下午市再受歐股急跌而下插至16,170，收報16,250，全日大跌572點，成交額752億元。今天重陽休市，港股在大鱷狂轟濼炸之後暫時得以喘息。 ■司馬敬

港股連跌四日，由上周二的18,100，跌至昨日的低位16,170，合共1,930點或10%，足見跌勢之急。以過去一個月計累計則跌4,000點，跌幅達2成。在重陽休市前夕，10日期指昨日的成交合約達12.4萬張，反映大鱷在期指市場的活躍度相當大，收市報16,257，略高水7點。

昨日跌市的最大特色之一，是斬倉盤明顯加劇，一方面是證監加強提醒經紀仔展情況，另一方面是近日股價累積跌幅過大，迫使不少賣方股也加入斬倉行列，包括內銀、內房及部分資源內需股。

友邦長和破位拋壓增大

長和和友邦近日分別力守的80元關、55元關也在昨日被攻陷，長實(0001)低見79.1元，收報79.55元，跌1.4元或1.7%；和黃(0013)則降至

53.6元，收報53.9元，跌1.4元或2.5%。和黃曾一度上升1.45元見56.45元，埋單計數跌跌1.4元，足見和黃的拋壓甚大。

熱門股重要關口失守，如友邦(1299)的20元關、長實80元、和黃55元、匯豐58元關等，都成為Accumulator相關股份被迫買貨再沽售的連鎖式拋售壓力。這種累計股票拋售是愈跌愈要買貨，財力不足就要沽貨形成了大跌時的雪球滾滾。

國際對沖基金雲集的本港股市，在近兩個月來的大跌市，大鱷已嗜到巨利，上月初即市下插穿破萬七關，以一點絕殺大量牛證後即市抽升，以翌日高點計反彈千點，這一役已充分說明大鱷操作予取予攜，大量散戶成為「點心」。昨日七個證券團體要求當局正視沽空對港股市的影響，特別是目前正處於歐美金融動盪時刻，值得商討正視。

紅籌國企/高輪

張怡

中海海外抗跌強可留意

港股在周三公眾假期前繼續受壓，恒指收市再急瀉逾500點，受到市場投資氣氛進一步轉弱拖累，也直接影響了中資股的表現。昨日所見，個別板塊股份仍見被洗倉場面，當中汽車股的東風集團(0489)便告破位而下，收市跌11.44%，而該股現價市盈率已降至低於6倍，論吸引力已不俗，但既然市場已變得虛怯，估底並沒意義。此股，一向被視為水泥板塊強勢股的安徽海螺(0914)昨亦告破位而下，收市挫達1成，其今年預測市盈率已低於6倍，從中線角度看，投資吸引力已現，可考慮分段收集。

內房板塊昨晚個別發展，當中又以個別龍頭股的表現較佳，就以中國海外(0688)而言，便一度走高至10.98元，收市報10.36元，仍升0.3元，升近3%。根據聯交所資料顯示，母公司中國海外集團於上周五(30日)增持中國海外400萬股或0.05%，每股作價11.101元，涉資4,440.4萬元，最新持股量增至53.14%。雖然控股股東這次增持的數量並不算太多，但股價退至11元樓下，已惹來管理層關注，而現價已低於該水位，亦是該股具吸引之處。

另一方面，大和在最近的研究報告中，將中國海外列為行業首選，予其投資評級「買入」，目標價11.32元，可見該股亦吸引大行注意。中國海外股價由8月初高位17.86元跌

至現水平，下跌幅度已逾4成，並跌穿近兩年多以來形成的下降通道底部，但既然超賣情況已十分嚴重，加上昨日逆市下的抗跌力已現，故已不妨考慮在10元附近部署收集。博反彈目標為20天線的13.15元，惟失守9.5元支持則止蝕。

國指尋底 沽輪14329派用場

國企指數昨再跌逾3%，若繼續看淡股指後市表現，可留意中企麥銀沽輪(14329)。14329昨收0.465元，升0.065元，升幅為16.25%，成交1.95億股。此證於明年3月29日到期，其換股價為9,900，現時溢價3.69%，引伸波幅37.98%。14329勝在數據較合理，交投也十分暢旺，故應可望在淡市下繼續派用場。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股弱勢仍難擺脫，中資股暫也難有太大作為。

中國海外：

獲大行唱好，母公司也見入市增持，均有利後市表現。

目標價：13.15元 止蝕位：9.5元

滬深股評

東海證券

湘電「電動磁風電」現突破

由於稀土價格的暴漲，制約了湘電股份(600416.SS)直驅永磁風力發電機的批量生產，為了應對市場變化，公司迅速作出了研發電動磁風力發電機新產品的決定。公司首台電動磁風力發電機試驗在國家風力發電機試驗中心試驗成功，各項數據均達到設計要求，這標誌着公司在風電產業領域又一重大結構性突破。

2011年中報，其風力發電系統毛利率為8.03%，2010年同期風力發電系統毛利率為14.13%，2010年全年風力發電系統的毛利率為12.7%，2009年風力發電系統的毛利率為16.49%。2009-2010年風力發電系統毛利率下降的主要原因是風電整機價格持續下降，帶來公司風力發電系統的盈利能力下降，同時，公司關鍵零部件的自我供給速度較慢，從而使得風力發電系統的毛利率下降。

公司2011年中報風力發電系統毛利率下降，其有兩方面的原因，一方面是風電整機小幅的下降，另一方面是風電的直驅永磁風力發電機的磁鋼成本迅速上升，上半年稀土價格上升，帶來公司直驅永磁風力發電機的磁鋼價格上升7倍，直驅永磁風力發電機成本佔湘電風機成本30%左右，而磁鋼成本佔直驅永磁風力發電機的成本20-30%(未漲價之前)左右，因而使得湘電上半年的毛利率同期下降6個百分點左右。

風機產品毛利率將提高

公司開發的電動磁產品將對直驅永磁電機進行替代，我們了解到，在稀土價

格維持高位的情況下，湘電的內地風機將會使用電動磁的電機，電動磁電機的成本與直驅永磁風力發電機磁鋼未漲價之前的成本相當，因此，湘電未來風機的毛利率將有所恢復，我們有理由相信明年公司內地風力發電系統毛利率將恢復到2010年全年的水平。其主要原因：(1)電動磁電機的使用，將使得內地風力發電系統毛利率提高；(2)公司自主開發變流器的供應能力將會提高；(3)長沙水廠的鑄造廠對輪轂的供應能力提高。

上半年的風電整機銷售為260套左右，全年的銷售數量將難以達到年初規劃的800套，風電整機銷售收入將較前期估計有所下降，但風電帶來影響收入，但不影響公司淨利潤(風機虧損)，預計今年全年的EPS將維持在公司目標的0.42-0.52元之間，短期目標價12元，給予買入評級。



油氣行業透視

交銀國際

中海油具長線投資價值



由於國家要求把全國天然氣消費量由2010年的4%或940億立方米提升至2020年的10%，中國正致力入口更多天然氣。中石油(0857)目前向土庫曼輸入昂貴的天然氣，令其利潤率由歷史平均的約25%大幅下跌至2011年上半年的13%。近日中國宣佈減少天然氣補貼，並延遲天然氣價格改革，對中石油的增長帶來影響。

中石油上游業務負擔沉重

資源稅和特別的上游暴利稅為中石油的上游業務帶來沉重負擔。由於中石油主要的生產地位於資源稅首先推出的中國西部，公司在2010年和2011年上半年繳納了相當於期內經營利潤的6.4%和8.8%的資源稅，比例並不合理，而中石油(0883)在期內繳納的資源稅只相當於期內經營利潤的2.9%和3.6%。離岸油氣生產商中海油獲豁免繳納有關稅項。

中石油因過於集中上游業務，在原油價格較高時，公司須繳納較高的特別油稅。以目前原油價格每桶110美元為例，其中25.5美元屬於上游業務稅，相當於總收入的23%；而當原油價格每桶為80美元或90美元時，上游業務稅的開支分別相當於總收入的17%或19%。

中石化煉油銷售優勢

中石化為亞洲最大的煉油商，通過龐大營運規模享有煉油效益及銷售溢價優勢。2011年上半年，基於投入原油成本下降，加上市場推廣銷量增長，中石化錄得歷史盈利新高。基於煉油定價因素，中石化的波幅低於其他同業，以致歷史股價存在折讓。2011年上半年顯示出投資者的憂慮已不再相同。給予「買入」評級，目標價10港元，相當於2012年預測市盈率8.7倍。

中海油是一家頂尖的離岸營運商，產量增長及儲量替代率超越國內及國際同業。財務狀況方面，中海油的現金充裕。公司集資32.5億美元現金淨額，有助公司為開發項目及收購交易提供資金。短期而言，荔灣項目、南中國海項目、阿根廷PAEII項目及伊拉克項目將繼續貢獻儲量及產量增長。近期PAEII項目延誤及蓬萊19-3氣田關閉已分別減少產量3.5%及2%，令股價下跌38%，而布蘭特期油及恒生指數則分別下跌9.26%及25%。我們認為中海油的股價將會快速反彈，原因是過往經驗顯示負面因素消除後股價將會快速反彈。給予「長線買入」評級，潛在上升空間26%。

主要財務數據(美元)

| 公司 | 股價(元) | 市值(百萬元) | 營業額(百萬元) | P/E(11年度) | P/E(12年度) | ROE(11年度) | ROE(12年度) |
|-----------|-------|---------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 中石油(0857) | 9.67 | 276,520 | 119.8 | 8.9 | 9.3 | 16.3 | 14.5 |
| 中石化(0386) | 7.68 | 92,444 | 78.7 | 6.1 | 6.4 | 19.5 | 16.3 |
| 中海油(0883) | 13 | 74,553 | 169.0 | 6.5 | 8.1 | 30.1 | 20.3 |

註：P/E為市盈率，ROE為淨資產收益率或股本回報率
資料來源：公司、交銀國際(2011/2012年度預測為交銀國際預測)