



【大市透視】第一上海首席策略師 葉尚志

跌抵17800點關 宜嚴控風險

11月24日。港股出現先跌後倒漲的震動走勢，但是在交易量未能出現提振之前，似乎港股仍然未可擺脫「量縮價跌」的低迷狀態。目前，港股主要是受到兩方面消息因素的影響。一方面是歐債問題的持續性困擾，在歐盟國之間的矛盾未能化解之前，似乎整個救援計劃的進程仍然會來得相當緩慢，令到債務問題有擴散深化的危機。另一方面是內地政策有逐步走向放鬆的趨勢，這個因素對於港股市場帶來了預期憧憬，但是在未有出現全面放鬆之前，要提防市場的能耐能否堅持下來。

資金撤離亞洲愈趨明顯

事實上，在資金緊絀的背景下，環球資金從亞洲市場撤離的跡象來得愈來愈表面化。在歐美股市仍未破底跌穿10月份低點之前，印度SENSEX指數和台灣TWSE指數，都已經跌穿了前期低點創出兩年半以來的新低。至於亞洲貨幣方面，俄羅斯盧布、印度盧布、韓圓、以及新加坡元，近月來的跌勢都有加速加劇的跡象，資金外流對包括港股在內的亞洲市場，可能會帶來新一輪衝擊。

資金低位介入積極性弱

恒生指數在周四出現跳空低開，在盤中曾一度下探到17,658點的一個半月新低點，然後跟隨內地A股做出反彈修復，但是彈性依然未見增強，資金在低位介入的積極性仍弱，市況仍在延續乾跌的低迷狀態。恒生指數收盤報17,935點，上升71點，主板成交量有537億多元，維持在相對偏少的水平。

目前，由於恒生指數已跌抵了17,800點的判斷分水線，說明了歐債問題依然是主導影響因素，內地政策面逐步放鬆的利好因素，對於港股的支撐力有減退跡象。在港股盤面再度轉差的形勢下，我們建議要嚴格執行調控倉位的操作，來控制大盤有二度探底的風險。

【證券分析】國浩資本

中煤能源調整買入機會

市傳發改委將限制現貨煤價於每噸800元人民幣及容許合同煤價按年升5%。煤炭商表示未有收到政府通知。本行視這個傳言對中煤能源(1898)而言屬中性偏正面的性質。

本行對限制現貨煤價措施的有效性感到懷疑，畢竟相關措施於2008年推行期間已證明失敗。當時內地政府亦嘗試凍結現貨煤價，但現貨煤價於限價令公佈後1個月急升15%。失敗的原因主要是由於現貨市場實在太分散。本行認為只要現貨市場仍由中小型交易商主導，當局推出限價措施的機會不大。

另一方面，本行比較看好合同煤價上調的機會。在煤炭商成本上漲及通脹率見頂回落的背景，發改委會接受合同煤價凍結一年後溫和上升。這將利好中煤能源的盈利前景，因為公司的合同煤比例將達53%左右，這比例是3間在港上市動力煤炭商中最高。本行估計合同煤價上揚1%，2012年每股盈利將上升2%。隨著傳言於交易時間蔓延，中煤能源股價周三跌4.9%。預料傳言未來數日仍將困擾煤炭股的交易情緒，這將創造一個短線買入的機會。維持中煤能源的買入評級，6個月目標價10.30元，相當於2012年10倍市盈率。

【AH股差價表】11月24日收市價 *停牌
人民幣兌換率0.81629

名稱	H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)	1.63	8.36	84.09
德化龍騰股份	1033(600871)	1.79	8.58	82.97
南京熊貓電子	0553(600775)	1.38	6.32	82.18
東北電氣	0042(600585)	0.86	3.40	79.36
海信科龍	0921(000921)	1.38	4.62	75.62
山東新華製藥	0719(000756)	2.01	6.72	75.59
昆明機務	0300(600806)	2.31	7.44	74.66
廣船國際	0317(600685)	5.60	17.83	74.37
北人印刷	0187(600860)	1.91	5.89	73.54
天力金環環保	1065(600874)	2.04	6.05	72.48
經緯紡織	0350(000666)	4.01	11.55	71.67
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.22	3.37	70.46
山東墨龍	0568(002490)	5.00	13.33	69.39
上海石化化工	0338(600688)	2.67	7.01	68.92
北京北辰實業	0588(601588)	1.20	2.90	66.23
中國鋁業	2600(601600)	3.50	7.98	64.21
中海集運	2866(601866)	1.29	2.90	63.70
金風科技	2208(002022)	4.45	9.65	62.37
華電國際電力	1071(600027)	1.50	3.20	61.75
上海電氣	2727(601727)	3.11	6.00	57.70
中國遠洋	1919(601919)	3.29	6.19	56.63
大唐發電	0991(601991)	2.58	4.85	56.59
中國中冶	1618(601618)	1.55	2.90	56.38
晨鳴紙業	1812(000488)	3.23	5.59	52.85
金隅股份	2009(601992)	5.69	9.62	51.73
中海發展股份	1138(600026)	4.44	6.91	47.56
中國南方航空	1055(000029)	3.81	5.76	46.02
中國東方航空	0670(600115)	2.95	4.45	45.90
兗州煤業股份	1171(600188)	17.72	26.49	45.41
江西銅業股份	0358(600362)	17.12	25.46	45.13
四川成渝高速	0107(601107)	3.02	4.33	43.08
中海油田服務	2883(601808)	11.32	16.21	43.01
紫金礦業	2899(601899)	3.15	4.33	40.63
比亞迪股份	1211(002594)	18.66	25.30	39.81
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.12	2.82	38.65
中國國旅	0753(601111)	5.56	7.18	36.81
中國中鐵	0390(601390)	2.31	2.97	36.53
廣深鐵路	0525(601333)	2.71	3.35	33.98
中國銀行	3988(601988)	2.39	2.90	32.75
華能國際電力	0902(600011)	4.20	4.99	31.31
鞍鋼股份	0347(000898)	4.53	5.03	26.51
東方電氣	1072(600875)	22.40	24.66	25.87
中國南車	1766(601766)	4.71	5.18	25.80
中聯重科	1157(000157)	8.19	8.90	24.90
中信銀行	0998(601998)	4.05	4.22	21.68
中國鐵建	1186(601186)	4.35	4.53	21.64
中煤能源	1898(601898)	9.11	9.30	20.06
中國石油股份	0857(601857)	9.53	9.68	19.66
滙豐銀行	2338(000338)	34.90	35.45	19.66
工商銀行	1398(601398)	4.23	4.28	19.35
安徽皖通公路	0995(600012)	4.50	4.49	18.21
民生銀行	1988(600016)	6.10	5.86	15.05
交通銀行	3328(601328)	4.89	4.60	13.25
上海醫藥	2607(601607)	15.32	14.16	11.71
建設銀行	0939(601939)	5.21	4.75	10.49
中國石油化工	0386(600028)	8.11	7.30	9.34
中國人壽	2628(601628)	19.86	17.84	9.15
青島啤酒	0168(600600)	40.55	36.36	8.99
中國太保	2601(601601)	22.50	18.88	2.75
江蘇寧滬高速	0177(600377)	7.02	5.81	1.40
招商銀行	3968(600036)	14.02	11.58	1.20
中興通訊	0763(000063)	22.75	18.65	0.45
農業銀行	1288(601288)	3.16	2.57	-0.34
中國証券	6030(600030)	13.72	11.15	-0.42
中國神華	1088(601088)	32.80	25.78	-3.83
安徽海螺	0914(600585)	23.95	16.88	-15.79
中國平安	2318(601318)	53.10	36.14	-19.90
深圳高速公路	0548(600548)	3.20	*	-
廣州藥業股份	0874(600332)	6.07	*	-

股市縱橫

江銅核心盈利佳可收集

美股道指隔晚勁挫236點，惟對昨日港股並未構成太大的利淡衝擊，恒指早市稍為跌穿10月20日支持位的17,782點，低見17,657點已重獲支持，最後更能保持反彈勢頭至完場。過去一段時間，港股持續走低，港匯又見受壓，資金似有外流跡象，本地淡嚙明顯佔上風已不待言，惟港股昨日卻不跌反升，不排除已有淡倉大戶趁市況低迷先行計賺錢數。

值得一提的是，即使港股短期去向變得不明朗，不過炒股唔炒市更續為市場特色。內房股方面，即使中央已多次重

申調控樓市政策不會鬆手，但觀乎昨日依然不乏錄得可觀升幅的股份。就以主要在成都及重慶經營房地產業務的中渝置地(1224)為例，該股昨急升近1成，反映市場資金對估值已變得吸引的實力內房股依然情有獨鍾。

外圍市況不明朗，作為行業龍頭股的江西銅業(0358)近日也以反覆調整為主，其昨以17.12元報收，升0.46元或2.76%，成交稍增至2.01億，因現價較10月28日高位阻力的21.2元，回落幅度已近24%，在股價已漸趨賣下，其也是值得留意的

低吸選擇。集團此前公佈第3季度純利較上年下降3%，較上1季度下降53%，至12.4億元(人民幣，下同)，相信是股價近期受壓的原因之一。

套期損失致第3季業績倒退

江銅第3季度業績未如理想，主要是受9.27億元套期損失所拖累，若剔除套期損失，集團的經常性純利為20.2億元，符合市場預期。事實上，集團第3季業績出現倒退，不過首3季盈利仍按年增60.8%至54.68億元，而收入則較去年同期增加57.2%至899.36億元，並提早完成了2012年實現的全年銷售收入目標。

花旗較早前的研究報告，基於江銅今年撥備預測調高，以及2012年內地銅價預



測下跌等因素，而將其2011-12年每股盈利測下調12%-20%。不過花旗仍認為江銅估值不高，加上該公司的資產負債表並不太緊張，因此維持「買入」評級，目標價則由26.1元調低至22.6元，但較現價仍有32%的上升空間。就股價走勢而言，江銅昨已收復50天線(16.75元)，論走勢已有所改善，趁股價喘穩伺機博反彈，中短線上望目標仍睇近期高位阻力的21.2元。

深度調整 淡鯉食糊

美國周四為感恩節休市，不過道指期貨昨晚已跟隨歐股市普遍反彈而升逾百點，倘歐股收市時無異樣，對今日港股重越萬八關必有助。今晚美股只有半日市，由於前市跌幅過大，最終較顯著反彈度周末的機會仍大。

回說港股，面對美股大跌230點，而仍能低開後給級反彈倒升，主要是近期跌幅過大，在大鑪完成割牛(18,000/17,800)後，明顯地趁美股大跌市低開後補倉食糊，特別是期指市場，從昨日11月期指成交量高達9.25萬張可見一斑。11月期指在下周二結算，今日及下周一會成為大戶轉倉高峰，好友大戶隨即作出反攻，為近期大調整市成功尋底畫上句號。

從技術走勢來看，自10月4日16,170低點反彈上10月28日的20,272高點，累升4,102點，調整一半為18,221，調整0.618為17,737，昨日低開逾200點低見17,657後隨即急速反彈，並逼近18,000水平，充分反映了大戶已把握深度調整後的平淡倉食糊機會。這次調整市合共下跌2,615點，以反彈0.382計，即反彈998點，即恒指可見18,933，可作為博反彈參考。

昨日大市回穩，動力來自內銀喘定，水泥、內房、材料股較明顯反彈，而弱勢股依然是港地產股，新盤鬥平賣影響原來的盈利預估算成為沽售藉口，不過基於主要地產股低價促銷策略亦有助加快資金回籠，為購入平價土儲作準備，已急跌的股價已反映相關因素，故地產股跌幅已明顯收斂。以新地(0016)為例，以90.8元大幅低開後，即拾級反彈，收報92.05元，雖仍跌0.45元，但已明顯有大盤收集。

張怡

紅籌國企/高輪

中國電力被低估可跟進

內地股市昨先跌後回升，滬綜指依然未能重返2,400點大關之上報收，僅微升0.1%。至於這邊廂的港股走勢也相若，在早市尋底後，亦出現反彈行情。A+H股方面，重磅股的中國人壽於兩地均有較佳的表現，其H股(2628)漲1.85%，而A股(601628.SS)則升3.3%。

另一方面，中資電力股亦為昨市亮點之一，當中華潤電力(0836)及華能國電(0902)均升逾5%。電力股有運行，相信部分原因與大行「發功」有關。花旗剛發表的研究報告認為，電力股將受惠於今年11月及明年電費上調。該行又估計，電價每上調1%，中資電企2012年盈利可提升18%，因此建議投資者在加電費前收集。

中國電力(2380)盈利表現一向在同業中並不遜色，但估值則有被低估之嫌。事實上，中國電力昨收1.68元，現價市盈率10.91倍，相比同為紅籌電力股的華潤電力(0836)約14.14倍，已有偏低感。此外，中國電力每股資產淨值為2.396元人民幣(約2.92港元)，現價股價淨值比(P/B)僅0.57倍；反觀華潤電力則為1.67倍。

中國電力最近與中煤能源(1898)建立戰略夥伴關係，宣佈成立合營從事投資、建設及經營燃煤發電站；生產和銷售電力；供熱；以及生產和銷售發電副產品，總投資額49.8億人民幣(約61.1億港元)。合資註冊資本10億人民幣，中國電力及中煤各持股80%及20%。內地電企一直

滬深股評

水井坊聚焦白酒重拾正軌

水井坊(600779.SS)郫縣的商住用地成本很低了，公司原計劃在「蓉上坊項目」結束後對該土地進行房地產開發。從公司公告的內容看，能夠很好的了解此次公司剝離該塊商住用地的原因。

今年是公司產品銷量和業績全面回升的重要一年，前三季度公司業績增長保持了高速增長，業績回升勢頭強勁。特別是第三季度，公司淨利潤同比扭虧，回升至09年同期的水平，收入回升尤為明顯(單季同比增長88%)。在商務部核准帝亞吉歐(Diageo)成為公司實際控制人後，公司管理層消除了分散開展業務精力的關鍵點，公司運行重新步入正軌，扭轉了2010年業績下滑的勢頭，公司全年業績將會有較好的表現。

增強主業市場競爭力

此次公司剝離郫縣商住用地的原因主要有以下幾個方面：一是聚焦白酒主業，目前白酒行業競爭激烈，隨著主要競爭對手實力的進一步加強，我們認為行業各個檔位的產品競爭激烈程度會加劇，對於實力偏弱水井坊而言，需要聚焦有限資源重點發展白酒主業，特別是世界烈性酒巨頭帝亞吉歐控股公司後，公司更應乘勢而上，利用好實際控制人的各項資源，穩固國內市場，積極走向國際市場。

二是國家對房地產的嚴格調控政策，目前調控政策已經出現實效，市場形成房價進入下降

通道的預期，公司進行房地產開發的成本優勢減弱。

剝離地產有利再融資

三是監管規定，我們對此的理解是監管部門對上市公司再融資方面的一些硬性規定，最重要的一條就是擁有房地產項目的企業進行再融資基本不可能。在以上這些原因存在的情況下，公司此次剝離郫縣商住用地就順理成章。

我們維持公司的盈利預測，在今年公司沒有房地產業務業績貢獻的情況下，我們預計2011年-2013年每股盈利(EPS)分別為0.65元、0.82元和0.95元。公司在外資帝亞吉歐控股後，業績扭轉態勢已經確立，水井坊主品牌銷售向好勢頭恢復，另外考慮到帝亞吉歐在公司業務和管理方面對公司有加分，加之能夠幫助公司擴展海外市場，我們維持對公司的「增持」評級。



內銀股透視

交銀國際

全球經濟較高增長時代積累的不平衡問題早已存在。此時全球經濟呈下行趨勢，是聽之任之，從企業債務危機爆發，再到國家債務爆發，最終導致全球經濟的更大衰退，犧牲短期的經濟增長，換取痛苦之後的平衡？還是盡量避免短期的震盪，盡量維持短期的復甦即使仍然是不平衡的復甦？理念不同療法不同，政策着力點自然不同。不平衡的復甦是緩及慢處理的方法，平衡的衰退是急及快的處理方法。

兩難選擇之下何為最優？美國、中國等對次貸危機的態度及措施說明了一切，即盡量維持復甦是政府的不二選擇。對複雜的經濟體及涉及全球人民的經濟政策而言，緩及慢的不平衡的復甦政策相對更為穩妥。如果平衡的目的仍然是為了復甦，只不過是所謂結構更優的復甦，那麼放棄當前可以挽救的復甦而將其推至衰退的深淵，以等待未來的平衡的復甦，就特別有意義嗎？

應適度維持不平衡復甦力度

如果刺激復甦的政策力度無約束，會導致既有問題更加嚴重，反而引發平衡的衰退的更快到來！對中國來說教訓尤其深刻，2012年不可能有像2008年一樣大力度的政策放鬆刺激。即使有放鬆措施，2012年的經濟依然呈下跌的大趨勢，預計GDP增速在百分之八點多，只是季度間可能前低後高，谷底會有政策適度刺激，從而對市場階段性行情有所幫助。

如果歐洲及美國危機加深，中國經濟深度下跌至8%以下，則引發的政策刺激及經濟與銀行股的反彈力度會更大。中國的決策體制決定了中國的維持復甦的政策會執行得較有效率，中國的經濟潛力存在刺激經濟的潛在空間。

市場在等待最壞時刻的來臨。等待起死回生一刻的來臨，目前的政策轉向市場反應平淡，市場更着重下行的經濟而不是下行之後的放鬆，說明經濟下行大環境下悲觀及被動等待的投資氣氛越來越濃厚，將抑制短期內股價上行空間。

增速放緩 降行業評級至同步

銀行2012年業績增速將下降，不良餘額也將溫和反彈。雖然銀行盈利增長和盈利能力橫向比較依然相對較高，資產品質也依然較好，估值仍處歷史低位，但鑒於投資者在2季度經濟見底和政策明顯放鬆之前更注重負面因素，及銀行股前期漲幅較大，下調行業評級至同步。個股上，下調建行(0939)、中信(0998)、民生(1988)評級至中線買入，下調Beta(啤打系數)較高的重慶農商行(3618)評級至中性。由於對明年2季度之前銀行股表現持謹慎看法，對上市銀行目標價也有所下調。偏好防禦性相對高的工行(1398)、建行。

聲明：交行(3328)目前處於我們的Restricted list中，暫不能給予評級。

H股上市銀行估值指標

H股	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	11PB	評級
工行	0.47	0.59	0.66	5.83	5.15	1.28	長線買入
建行	0.54	0.70	0.78	6.05	5.41	1.30	長線買入！
農行	0.29	0.40	0.48	6.28	5.20	1.25	長線買入
中行	0.37	0.43	0.50	4.51	3.88	0.70	長線買入
招行	1.19	1.38	1.56	8.08	7.12	1.45	長線買入
中信	0.55	0.62	0.70	5.32	4.74	0.86	長線買入！
民生	0.66	0.90	1.02	5.45	4.77	1.01	長線買入！
重農行	0.34	0.44	0.53	5.95	4.98	0.94	中性！

EPS=每股盈利 PE=市盈率 PB=股價淨值比

資料來源：交銀國際