大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

港股進入短期調整

3月6日。港股連跌了第二個交易天，進一步確認回吐調整走勢經已出現。事實上，港股這一波中期升浪，由去年12月19日的17,822點起步開始，上衝至2月20日的高點21,760點，累漲了3,938點。全球央行的放水行動，包括有歐洲央行推出的兩輪長期再融資操作、英倫銀行和日本央行的擴大買債規模行動、以及內地人民銀行再度調降存款準備金率，是推升港股的主要刺激消息因素。但是，隨着歐洲央行在上周推出第二輪長期再融資操作後，加上市場預期美國聯儲局短期內實施三度量寬的可能性不大，全球央行的放水行動該已暫時告一段落，市場焦點轉移至實體經濟增長放緩的狀況方面，是觸發港股出現回吐調整的原因。

21760確認中期見頂

目前，港股走了一波兩連跌的行情，是一個月以來的第一次，調整勢頭來得比較明顯。另一方面，在這兩天的跌市行情裡面，恒生指數一舉下破了10日和20日均線，是1月10日以來的首次。從技術走勢來看，我們相信恒生指數這一波中期升浪已有在21,760點見頂的機會，市況進入回吐調整階段。由於大盤已失守了21,000點的心理整數關，市場謹慎的氣氛有加劇趨勢，估計短期調整空間有進一步擴大的可能。我們估計恒生指數的第一道防守線是在20,600點，也就是最近一輪資金流入港股的起步點。另外，如果以黃金比率來計算這一波中期升浪回調幅度的話，0.382倍的回調目標會在20,256點。因此，20,200至20,600點區間，可以看作為短期調整的目標區範圍。

恒生指數出現跳空下挫，在開盤初段已失守了21,000點整數關，進入弱勢盤面，沽盤成為了市場目前的主導。恒生指數收盤報20,806點，下跌459點，主板成交量激增至1,271億元，而其中有467億元相信是涉及友邦保險(1299)配售交易。盤面上，內地金融股依然是跌市的重災區，內銀股的平均日內跌幅都超過了2%，內地保險股的跌幅更是超過3%。另一方面，受到內地下調今年預期經濟增長目標的影響，水泥建材股遇到較大沽壓，華潤水泥(1313)跌了5.12%，中國建材(3323)跌了6.67%。

投資觀察 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

大市將反覆下試20500

溫總把今年經濟增長目標下調至7.5%，並強調加快轉變經濟發展方式，反映中央已接受在經濟轉型下，經濟增長將放緩的趨向。

除歐美地區的緊縮財政狀態令海外需求疲弱對中國出口構成萎縮壓力外，中國經濟亦面臨因住房市場步進調整而衍生內需弱化的壓力。推動中國經濟過去高增長時期的「三駕馬車」中的固定資產投資已呈現放緩趨勢，主要因投進房地產的資金收縮。

固定資產投資於2011年12月的全年增幅降至23.8%，相對2011年首三季增幅徘徊於25%水準以上顯著回落。自2011年第四季起內地房地產建設活動持續放緩，形成第四季以至2012年第一季內房地產投資及整體固定資產投資增速的放緩速度更明顯，而房地產市場調整產生的負面情緒將影響其他產業，亦令總體需求面臨較大的下降壓力。

除個別產業及個股外，我們預計「兩會」行情對港股的短線利多效應已逐漸消化，市場注意力將重返內地本周五開始發佈的多項經濟數據以及國企中資股未來發佈的業績，在市場逐漸意識到中央將不會推行較大規模的刺激經濟措施之下，預估大盤短期內呈現反彈後將續借勢回吐，恒生指數將反覆下測20,500關卡。

AH股差價表 3月6日收市價 *停牌

人民幣兌換率0.817(16:00pm)

名稱	H股(A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)	1.77	6.93	79.24
東北電氣	0042(000585)	0.84	3.01	77.32
儀征化纖股份	1033(600871)	2.37	7.64	74.79
北人印刷	0187(600860)	1.69	4.92	72.08
山東新華製藥	0719(000756)	2.30	6.27	70.19
天津創業環保	1065(600874)	2.17	5.91	70.16
海信科龍	0921(000921)	1.80	4.50	67.49
經緯紡織	0350(000666)	4.91	11.35	64.84
廣船國際	0317(600685)	7.86	17.58	63.66
山東墨龍	0568(002490)	5.06	11.26	63.48
上海石油化工	0338(600688)	2.95	6.40	62.54
大唐發電	0991(601991)	2.71	5.43	59.44
北京北辰實業	0588(601588)	1.56	3.00	57.74
中國鋁業	2600(601600)	3.91	7.33	56.65
金風科技	2208(002202)	4.64	8.61	56.20
華電國際電力	1071(600027)	1.82	3.17	53.34
中國東方航空	0670(600115)	2.88	4.25	44.93
兗州煤業股份	1171(600188)	17.56	25.02	42.96
金隅股份	2009(601992)	7.09	9.95	42.09
中國中冶	1618(601618)	2.01	2.77	41.03
江西銅業股份	0358(600362)	19.18	26.43	41.02
上海電氣	2727(601727)	4.14	5.70	40.97
中國南方航空	1055(600029)	3.86	5.24	40.13
中海油田服務	2883(601808)	12.62	17.05	39.85
紫金礦業	2899(601899)	3.40	4.53	39.00
晨鳴紙業	1812(000488)	4.15	5.46	38.23
比亞迪股份	1211(002594)	21.45	26.65	34.59
中國國航	0753(601111)	5.67	6.91	33.31
深圳高速公路	0548(600548)	3.38	4.07	32.51
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.30	2.71	31.03
中海發展股份	1138(600026)	5.54	6.52	30.95
廣深鐵路	0525(601333)	3.00	3.49	30.14
東方電氣	1072(600875)	20.80	23.60	28.37
四川成渝高速	0107(601107)	3.53	3.96	27.55
中國遠洋	1919(601919)	5.03	5.64	27.52
中海集運	2866(601866)	2.69	2.98	26.64
華能國際電力	0902(600011)	4.78	5.26	26.15
中煤能源	1898(601898)	9.43	9.60	20.17
安徽皖通公路	0995(600012)	4.74	4.62	16.62
鞍鋼股份	0347(000898)	5.12	4.81	13.49
中國銀行	3988(601988)	3.23	3.02	13.08
中國中鐵	0390(601390)	2.93	2.71	12.13
中國石油股份	0857(601857)	11.18	10.32	11.96
民生銀行	1988(600016)	7.08	6.49	11.34
新華保險	1336(601336)	31.90	29.15	11.06
中聯重科	1157(000157)	11.00	9.85	9.24
濰柴動力	2338(000338)	39.05	34.76	8.70
上海醫藥	2607(601607)	13.38	11.88	8.47
中國南車	1766(601766)	5.49	4.79	6.85
中國石油化工	0386(600028)	8.71	7.45	4.98
青島啤酒H	0168(600600)	40.60	33.62	1.86
工商銀行	1398(601398)	5.26	4.34	1.50
交通銀行	3328(601328)	6.08	4.93	-0.23
中國人壽	2628(601628)	22.15	17.69	-1.76
中國太保	2601(601601)	25.50	20.24	-2.39
中國鐵建	1186(601186)	5.51	4.31	-3.90
中國神華	1088(601088)	34.45	26.89	-4.12
建設銀行	0939(601939)	6.23	4.81	-5.26
江蘇寧滬高速	0177(600377)	8.06	6.18	-5.99
中興通訊	0763(000063)	22.20	16.99	-6.19
招商銀行	3968(600036)	16.50	12.58	-6.59
中信証券	6030(600030)	16.38	12.18	-9.29
農業銀行	1288(601288)	3.65	2.71	-9.46
安徽海螺	0914(600585)	24.05	17.19	-13.70
中國平安	2318(601318)	61.80	39.44	-27.35
昆明機床	0300(600806)	2.45	*	-
南京熊貓電子	0553(600775)	1.73	*	-
中信銀行	0998(601998)	4.95	*	-
廣州藥業股份	0874(600332)	*	*	-
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	*	*	-

股市縱橫 韋君

中信資源財務轉佳可吸

港股昨日再現逾400點的大跌市，受市場氣氛轉弱影響，不少前期熱炒的個股也出現較明顯的獲利回吐。就以中信資源（1205）為例，即使剛公布的成績表收入及純利均創新高，但有投資者借公司預留發展資金而不派息做藉口計賺錢數，致令股價繼周一急跌逾6%後，昨進一步退至1.26元報收，再跌0.07元或5.26%，成交3,502萬元。雖然中信資源連日急回表現欠佳，但因本身集團的基本因素仍佳，故近日的調整反而可作為趁低收集的機會。

中信資源日前派成績表，截至去年12月底年度，錄得總收入約385億元，較去年上升28%（不包括錳業務），股東應佔溢利為22億元，增長100%。據了解，集團收入及純利均創新高，主要是受惠於出售澳洲Macarthur股份獲得稅前收益超過37億港元，以及產品銷售價格上升。

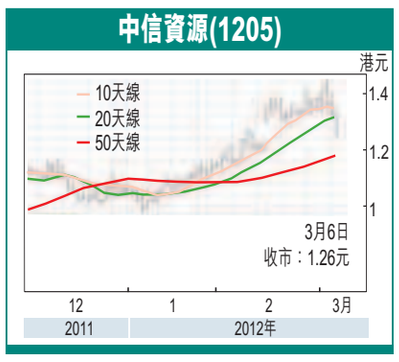
值得留意的是，集團淨債務與淨總資本比率顯著從49.7%大幅改善至9.7%。現時集團手持現金逾100億港元，除了可確保有足夠資源應付未來的併購機會，同時亦為應付將於2014年到期的10億美元債券再融資而作好準備。

月東油田進商業生產階段

在業績報告中顯示，哈薩克斯坦Karazhanbas油田繼續為公司整體原油生產帶來的貢獻最大，每日生產量穩定維持約36,200桶（以項目100%為基礎計算）。另外，集團近年全力拓展的月東油田項目，已經進入商業生產階段，以項目100%為基礎計算，去年總產量超過49,000噸。首兩批原油已經在年內起航。餘下三個人工島中，其中人工島B更接近完成。人工島C及D，以及相關的生產設施包括海底輸油管、陸上原油處理廠已隨即開始建設，預計2013年將逐步完成建設。

據管理層透露，集團未來發展策略會繼續以石油和煤為核心業務，並繼續在熟悉的市場尋找投資項目。近期國際油價已企穩於每桶100美元之上，中信資源旗下的石油業務已步入收成期，估值上調的空間大。趁股價調整部署收集，短期博反彈仍睇1.44元阻力。

中信資源(1205)



調整加速 候低收集

數碼收發站

美股隔晚雖急挫後反彈令跌幅收窄至14點，道指仍守12,960水平，不過周二亞太股市跌勢進一步擴大，內地今年經濟增長目標下調至7.5%將影響資源、商品需求成為沽售藉口，並以港股急跌2.16%、新加坡股市跌2%為跌幅最大市場，而內地股亦終急跌1.41%而險守2,400關，加重港股跌市氛圍。日、台、韓股市跌幅不足1%，承接力不俗。港股低開90點後即在技術性看淡沽盤湧現下向21,000關推進，尤其午市內地股市跌幅擴大而拋壓加劇，當20,900的250天線失守後，恒指進一步插至20,789，金融、資源、內險、汽車及地產股跌幅較大，尾市收報20,806，全日跌459點，成交增至1,271億元，扣除友邦(1299)配股467億元，成交亦較周一上升。大市調整在預期之內，兩日急跌751點後，可候20,500水平收集。 ■司馬敬

3月期指收報20,691，低水115點，成交增至9.24萬張合約，計及本月中匯豐控股(0005)等藍籌除息的因素，低水幅度並非很大，亦預示這次調整市退近20,500水平有承接。

留意短中線低吸機會

從技術走勢而言，大市自21,760水平輾轉回落，在21,300/21,500爭持後，終在昨天失守21,000/20,900的重要支持而急挫至20,789的水平，累計跌幅約千點，故大市退近20,500/20,400水平已值得收集，倘整固打底後重拾升勢，上望可挑戰22,000點水平，這次回調市，應看作過去兩個月大升逾3,900點後調整市的短中線低吸機會，而非離市。

內銀四行過去兩月股價急升，昨跌幅較大，反而是獲利投資者候低收集機會。工行(1398)又傳高盛計劃減持而遭拋售，急跌3.8%收報5.26元，成交達31.13億元，基於工行將派成績表盈利高增長可期，倘折讓低價配股料受歡迎，消化後反有利股價反彈。

國壽(2628)發盈警引發大跌，原先24個證券商預期國壽純利只會下跌18%，賺274.31億元人民幣，但國壽公布預計去年度股東應佔溢利，將較2010年度下降約40%至50%，即介乎168.13億元至207.15億元人民幣。結果引發國壽急跌3.6%收報22.15元，成交16.27億元。

明日是希臘民間債權人決定是否換債的最後期限。倘希臘換債不順，歐元區許多國家的國債孳息會上升，故受注目。

紅籌國企/高輪 張怡

上石化逆勢呈強可留意

中資石化板塊在昨日大跌市下的表現相對較佳，當中儀征化纖(1033)便曾走高至2.49元，收市報2.37元，仍升0.11元，升幅為4.87%，成交大增8倍至6,265萬股，而該股高位則已升穿去年8月上旬以來的2.41元阻力。印度取消棉花出口，有效地撤銷多達260萬捆棉花出口證書，消息亦令5月份棉花期貨價格急升逾4%，創近9個月最大升幅，亦是儀征曾破位走高的原因。

上海石化(0338)昨逆市下的抗跌力亦見不俗，曾高見3.04元，最後回順至2.95元報收，仍升0.04元，升幅為1.37%，成交逾倍增至3,262萬股。上海石化較早前發出全年預減，截至去年12月底的年度淨利潤會較2010年下降50%-70%。據了解，集團業績倒退，主要歸咎於國際油價高企，導致營業成本上升，而內地成品油價未能充分及時調整到位，以及第4季需求增長放緩、價格回落，市場競爭加劇，都利淡其盈利表現。

儘管上石化去年盈利倒退，惟其預測市盈率低於12倍，尚處於合理水平。另外，發改委從2月8日零時起上調內地汽柴油最高零售價，漲幅均為300元(人民幣，下同)/噸。調整後，汽油、柴油最高零售價分別為每噸9,380元及8,530元，加幅分別為3.3%和3.65%。由於成品油加價因素，對上石化業績改善有利，而在股價逆市向好下，料其反彈空間仍在，若短期升穿近期阻力位的3.2元，下一個目標將上移至3.5元水平，惟失守2.85元支持則止蝕。

友邦受壓 沽輪16867派用場

友邦(1299)受母公司減持影響，大跌逾8%，若繼續看淡其短期後市，可留意友邦荷合沽輪(16867)。16867昨收0.188元，升0.063元，升幅為50.4%，成交4,102萬股。此證於今年12月17日到期，行使價為23.5元，兌換率為0.1，現時溢價19.18%，引伸波幅36.14%。16867有較長的期限可供買賣，故現時數據仍屬合理，因此料其續可在淡市下派用場。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股跌勢轉急，投資氣氛趨審慎，中資股難免也受到影響。

上海石化：

內地上調成品油價，現時估值仍屬合理，加上逆市有勢，料反彈空間仍在。

目標價：3.5元 止蝕位：2.85元

滬深股評 財富證券

玉龍受惠油氣管網大建設

玉龍股份(601028.SS)具備焊管四大系列產能：螺旋埋弧管產能26萬噸、直縫埋弧焊管20萬噸、直縫高頻焊管16萬噸、方矩形焊管14萬噸，另外募投項目新疆伊犁25萬噸埋弧管和無錫本部17萬噸埋弧焊管，主要作為油氣、水、電力等的輸送用管、機械製造以及建築用管。

油氣輸送管為焊管中技術、毛利最高的產品，主要有螺旋埋弧和直縫埋弧，其中直縫埋弧因焊縫可鋪設朝上，便於維護，用於沼澤、河流、人口密集區等穿越地段，毛利率在四大焊管中最高，螺旋埋弧焊次之，預計隨着公司募投項目的投產，油氣輸送管產量佔比將從2010年的26.7%上升到2013年的57.14%。

「十二五」油氣管網投資3500億

到2011年底我國油氣輸送管網約8萬公里，預計到2015年總里程將達到15萬公里，「十二五」油氣管網總投資將達到3,500億元(人民幣，下同)。2011年因是兩個五年計劃銜接期間及宏觀調控的影響，管網建設處於放緩階段，2012年將是「十二五」油氣管網建設的開局之年，預計上半年有西氣東輸三線、中亞C線進行招投標，下半年可能有西四線、中石化煤製天然氣新疆—浙江線招投標，大項目招投標數量將遠多於2011年。從長期來看，相比其他國家，我國油氣管網建設仍有很大的增長空間。

鋼管行業受國外雙反以及國內基建放緩影響，2011年需求減少競爭激烈，2012年大型項目招投標重啟，油氣管線子行業受需求拉動預計毛利率將率先止跌回升。

2012年為「十二五」油氣管網大建設的開局之年，公司新疆、無錫項目將分別於2012年和2013年投產，油氣管網屬高毛利產品，公司將迎來業績快速增長時期。長遠來看，管道行業第一陣營10家企業已初步確立，競爭格局趨於穩定，未來5-8年是油氣管網建設的高峰時期，公司可充分利用這一行業黃金時期做大做強，當然最大的不確定性在於最終招投標份額獲取的多少。

預計公司2011-2012年收入分別為26.96億元、32.41億元，淨利潤分別為1.7億元、2.27億元，每股收益分別為0.53元、0.72元，公司現價市盈率分別為19.98倍、14.7倍，我們認為不能把公司視為鋼鐵冶煉企業，應視為製造行業，行業景氣初期可給予20倍PE估值，給予公司「推薦」評級。

港股透視 中銀國際

恒生無參與興銀增發利好

3月5日，恒生銀行(0011)的內地聯營公司興業銀行宣布將通過定向增發募資264億元人民幣。恒生銀行將不參與此次定向增發，因此其對興業銀行的持股比例將由12.8%攤薄至10.7%。我們認為，這對恒生銀行形成利好，因為這將節約一級資本，而對2012年盈利的攤薄效應只有2%左右。

我們認為，恒生銀行不參與此次定向增發的決定將消除投資者對公司派息前景和即將實行巴塞爾協議III後資本狀況的擔憂。鑒於恒生銀行2012年股息收益率預計在5%左右，我們維持對該股的買入評級。

支撐評級的要點：興業銀行的聯營公司地位不會改變：興業銀行完成此次定向增發後，恒生銀行對興業銀行的持股比例將由目前的12.8%攤薄至10.7%。然而，我們相信，興業銀行作為恒生銀行聯營公司的地位並不會改變，因為通過其在興業銀行董事會和執行委員會的代表，恒生銀行仍對興業銀行有很強的影響力，同時也有能力參與決策。

攤薄影響有限 紓減憂慮

由於恒生銀行對興業銀行的持股比例將被攤薄至10.7%，我們估計，對恒生銀行2012年盈利的攤薄效應在2%左右。由於我們之前就假設恒生銀行不會參與興業銀行此次的定向增發，因此攤薄效應已反映在我們的盈利預測中。我們維持對恒生銀行的全年盈利預測不變。

對資本狀況和股息前景的擔憂解除：我們認為，恒生銀行不參與此次定向增發的決定將消除投資者對公司派息前景和即將實行巴塞爾協議III後資本狀況的擔憂。我們維持恒生銀行2012-14年每股派息5.20港幣的預測。

評級面臨的主要風險：進一步降低股息；香港/內地宏觀經濟前景惡化。

估值：鑒於恒生銀行2012年股息收益率預計在5%左右，我們維持對該股的買入評級。同時維持118.00港元的目標價(昨收市107港元)。

恒生銀行投資摘要 (貨幣：港元)

年結日：12月31日	10年	11年	12年E	13年E	14年E
淨利潤(百萬)	14,917	16,680	16,673	17,937	19,554
全面攤薄每股收益(元)	7.80	8.72	8.72	9.38	10.23
變動(%)	13.5	11.8	-	7.6	9.0
市場共識預期每股收益(元)			8.70	9.43	10.07
市盈率(倍)	13.7	12.3	12.3	11.4	10.5
每股現金流量(元)	36.6	41.2	44.7	48.6	53.6
價格/每股現金流量(倍)	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
淨資產收益率(%)	22.6	22.4	20.3	20.1	20.0
每股股息(元)	5.20	5.20	5.20	5.20	5.20
股息率(%)	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9

E=預測

資料來源：公司數據及中銀國際研究預測