

■ 大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

沽空超標 淡友隨時發難

3月21日。港股仍然處於短期下跌調整走勢當中，在未有新資金回流市場之前，空頭將繼續是短期市況的主導，估計後市將以震動下行為發展模式，並且要在沽售壓力釋放後，港股才可以找到短期跌浪的底部位置。現階段，我們相信港股未能擺脫弱勢盤面的狀態，尤其是港元匯價持續走低，兌美元下跌至兩個月來的低位水平，在資金有初步流走跡象下，估計對市場氣氛會構成負面打擊。另外，環球市場對於內地經濟增長放緩的關注度出現提升，一方面對於衝高了的歐美股市，帶來了高位回壓的借口。另一方面，亦影響了外資對於中港兩地股市的態度看法，加重了港股目前的壓力。

恒生指數繼續震動下行的走勢，在盤中曾一度受到權重股中移動（0941）的拉動而出現技術性反彈，但是市場繼續有托中移動派貨的行動操作，盤面上的整體彈性依然疲弱，市況仍然處於消耗性下挫的狀態。恒生指數收盤報20,857點，下跌32點，主板成交量有612億元。目前，恒生指數已連跌了有四個交易日，國企指數更是走了一波六連跌，短期跌勢仍有延續傾向。值得注意的是，港股的總體沽空金額錄得有64.2億元，佔總體成交量的比例達到10.49%，屬於超標的水平，似乎空頭有準備進一步發難的可能。因此，在短期下跌風險未能解除之前，我們還是建議要提高防守的意識，尤其是在弱勢盤面的形勢下，短線抄底博反彈的值得率不高，可以先等待大盤回復穩定後，再挑選優質股來吸納介入。

成品油價升 汽車航空股受壓

盤面上，內銀股板塊仍然處於弱勢，是目前拖累整體市況表現的元兇。另外，發改委上調成品油零售價的消息，對於相關板塊繼續帶來壓力。汽車股、航空股以及航運股，依然面對較大沽壓。長城汽車（2333）跌了3.6%，中國國航（0753）跌了1.73%，中國遠洋（1919）跌了2.19%。

■ 投資觀察 群益證券（香港）研究部董事 曾永堅

美國債孳息率上升惹疑慮

希臘信貸違約掉期（CDS）於周一經過兩輪拍賣後，持有希臘CDS獲共25億美元的賠償，暫消除金融市場對希臘公債進入技術違約階段而可能觸發主權CDS等較新類金融衍生產品爆發新一輪危機，替全球金融市場暫解除一項主要不明朗因素。不過，投資市場開始關注葡萄牙面臨目前的經濟衰退困境下的財政狀況趨惡化，憂慮該國可能步希臘後塵。有關發展，可能隨時再觸動投資市場的情緒轉壞。

另一方面，投資人亦開始加強關注美國利率政策隨時改變的可能性。儘管聯儲局主席伯南克近期仍然強調維持近零利率政策至2014年底，但美國十年期國債孳息率自聯儲局3月議息會後從2.035%持續上升至19日的2.38%水平，開始引發市場對美國中長期利率回升的顧慮以及對聯儲局利率政策會否改變的揣測。建議投資人未來須留意資金於美國債市場的退場壓力導致孳息率升勢，繼而引發拖累美國經濟復甦的疑慮隨時升溫。

我們預期短期內如觸發港股從現水平呈現較大程度的調整（最低程度從21,000點調整5%至7%），將會是受歐美市場等因素所牽動，包括歐債危機憂慮重燃以及美國債市場呈現較大賣壓等因素。預計投資人對短期內人行將放寬政策包括進一步下調存款準備金率，將對恒生指數於20,500/20,300區間構成初步技術支撐。

■ AH股差價表 3月21日收市價 *停牌

人民幣兌換率0.81449(16:30pm)

| 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(000876) | 1.76 | 7.28 | 80.33 |
| 東北電氣 | 0042(000585) | 0.82 | 3.28 | 79.66 |
| 南京熊貓電子 | 0553(000775) | 1.73 | 6.55 | 78.51 |
| 德化龍股份 | 1033(000871) | 2.01 | 7.27 | 77.50 |
| 北人印刷 | 0187(000860) | 1.63 | 5.34 | 75.16 |
| 昆明機床 | 0300(000806) | 2.50 | 7.54 | 73.02 |
| 山東新華製藥 | 0719(000756) | 2.08 | 5.78 | 70.72 |
| 山東墨龍 | 0568(002490) | 5.00 | 13.64 | 70.17 |
| 天津創業環保 | 1065(000874) | 2.13 | 5.72 | 69.70 |
| 海信科龍 | 0921(000921) | 1.70 | 4.26 | 67.53 |
| 經緯紡織 | 0350(000666) | 4.45 | 10.42 | 65.25 |
| 廣船國際 | 0317(000686) | 7.59 | 16.78 | 63.20 |
| 上海石化化工 | 0338(000688) | 2.95 | 6.25 | 62.90 |
| 金風科技 | 2208(002202) | 4.23 | 8.43 | 59.17 |
| 大唐發電 | 0991(601991) | 2.66 | 5.30 | 59.16 |
| 中國鋁業 | 2600(601600) | 3.83 | 7.59 | 58.94 |
| 北京北京實業 | 0588(601588) | 1.50 | 2.92 | 58.20 |
| 華電國際電力 | 1071(600027) | 1.85 | 3.14 | 52.06 |
| 中國石油服務 | 2883(601808) | 11.50 | 17.89 | 47.70 |
| 兗州煤業股份 | 1171(600188) | 16.92 | 25.59 | 46.20 |
| 上海電氣 | 2727(601727) | 3.92 | 5.80 | 45.01 |
| 江西銅業股份 | 0358(600362) | 18.18 | 26.45 | 44.08 |
| 中國東方航空 | 0670(600115) | 2.74 | 3.96 | 43.70 |
| 金隅股份 | 2009(601992) | 6.13 | 8.85 | 43.64 |
| 中國中冶 | 1618(601618) | 1.89 | 2.72 | 43.46 |
| 紫金礦業 | 2899(601899) | 3.09 | 4.43 | 43.25 |
| 中國南方航空 | 1055(600029) | 3.60 | 4.83 | 39.36 |
| 晨鳴紙業 | 1812(000488) | 3.96 | 5.16 | 37.56 |
| 比亞迪股份 | 1211(002594) | 20.55 | 26.33 | 36.50 |
| 中國國航 | 0753(601111) | 5.12 | 6.53 | 36.20 |
| 中海發展股份 | 1138(600026) | 5.03 | 6.37 | 35.75 |
| 東方電氣 | 1072(600875) | 19.02 | 23.28 | 33.52 |
| 四川成渝高速 | 0107(601107) | 3.17 | 3.88 | 33.52 |
| 華能國際電力 | 0902(600011) | 4.31 | 5.26 | 33.33 |
| 中海集運 | 2866(601866) | 2.41 | 2.88 | 31.91 |
| 中國遠洋 | 1919(601919) | 4.47 | 5.29 | 31.25 |
| 深圳高速公路 | 0548(600548) | 3.41 | 3.97 | 30.11 |
| 廣深鐵路 | 0525(601333) | 2.93 | 3.39 | 29.68 |
| 馬鞍山鋼鐵 | 0323(600808) | 2.31 | 2.59 | 27.43 |
| 中煤能源 | 1898(601898) | 8.82 | 9.21 | 22.08 |
| 中國中鐵 | 0390(601390) | 2.54 | 2.63 | 21.42 |
| 安徽皖通公路 | 0995(600012) | 4.85 | 4.55 | 13.27 |
| 中國銀行 | 3988(601988) | 3.21 | 2.98 | 12.36 |
| 上海醫藥 | 2607(601607) | 13.80 | 12.81 | 12.35 |
| 中信銀行 | 0998(601998) | 4.81 | 4.41 | 11.26 |
| 鞍鋼股份 | 0347(000898) | 5.14 | 4.68 | 10.64 |
| 新華保險 | 1336(601336) | 32.45 | 29.40 | 10.19 |
| 中國石油股份 | 0857(601857) | 11.16 | 10.10 | 10.10 |
| 中國南車 | 1766(601766) | 5.08 | 4.57 | 9.56 |
| 進來石油 | 2338(000338) | 37.20 | 33.16 | 8.72 |
| 中國石化化工 | 0386(600028) | 8.62 | 7.52 | 6.73 |
| 中國石油 | 1157(000157) | 10.78 | 9.39 | 6.59 |
| 民生銀行 | 1988(600016) | 7.14 | 6.20 | 6.30 |
| 中國交通建設 | 1800(601800) | 6.72 | 5.81 | 5.89 |
| 中國人壽 | 2628(601628) | 20.00 | 16.85 | 3.43 |
| 工商銀行 | 1398(601398) | 5.13 | 4.31 | 3.16 |
| 中國鐵建 | 1186(601186) | 5.01 | 4.12 | 1.06 |
| 中國通訊 | 0763(000063) | 21.07 | 17.53 | -0.72 |
| 交通銀行 | 3328(601328) | 6.02 | 4.73 | -3.55 |
| 中國太保 | 2601(601601) | 25.15 | 19.71 | -3.82 |
| 青島啤酒 | 0168(600600) | 44.65 | 34.99 | -3.83 |
| 建設銀行 | 0939(601939) | 6.08 | 4.72 | -4.81 |
| 招商銀行 | 3968(600036) | 15.48 | 12.00 | -4.96 |
| 中國神華 | 1088(601088) | 34.25 | 26.29 | -6.00 |
| 中信証券 | 6030(600030) | 15.18 | 11.61 | -6.38 |
| 江蘇寧滬高速 | 0177(600377) | 7.81 | 5.85 | -8.62 |
| 農業銀行 | 1288(601288) | 3.56 | 2.62 | -10.56 |
| 安徽海螺 | 0914(600585) | 22.95 | 15.91 | -17.37 |
| 中國平安 | 2318(601318) | 60.10 | 38.93 | -25.61 |
| 廣州藥業股份 | 0874(600332) | 6.07 | * | - |
| 重慶鋼鐵股份 | 1053(601005) | 1.38 | * | - |

股市縱橫

國美退近承接區可收集

港股昨日依然無太大作為，好淡大戶繼續在20,800點水平展開攻防戰，不過收市依然可以守穩於此關口之上，加上權重股的中移動（0941）再度回勇，應有利好友整固後伺機反撲。講開又講，中移動近日回氣，惟在完全補回之前兩個大型上升「裂口」後，即有強勁的反彈，也可見優質股仍為實力資金逢低收集的佳選。

市場觀望氣氛轉濃，即使是一些有業績支持的個股，在淡市下也明顯被冷落。就以大成生化（0809）為例，集團剛公布去年多賺2.95倍，並倍增派息至2仙，惟觀乎股價依然被大盤壓力壓，收市報1.8元，跌達5.26%。由於該

股現價市盈率已降至4.47倍，論估值在同業中已處於偏低水平，因此有貨在手仍不妨考慮續持有。

為了全力刺激內需，中央於「兩會」後會逐步推出利好政策，相關的股份不妨繼續留意。事實上，商務部部長陳德銘日前表示，中央目前正在研究出全新的擴大消費政策，在今年繼續實施家電下鄉之外，下一步方向是吸納綠色、低碳、節能、環保等產品和專案。政策面繼續有利家電股，加上

月下旬內地實行「消費月」，百貨股直接受惠，國美（0493）近日股價亦已然

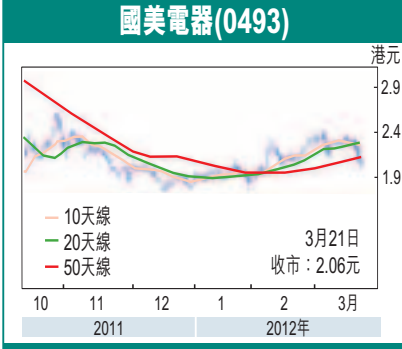
調整，因此不失為伺機上車對象。

另一方面，國美較早前與中國電信

（0728）簽署合作協議，自3月9日在前者旗下1,600多家門店開始進行全國首售中國電信版iPhone 4S手機。這是繼首發聯通版iPhone 4S後，國美在全國同步銷售中國電信版iPhone 4S，成為蘋果iPhone手機在中國銷售的主要管道之一，也有利其進一步提升盈利表現。

下周放榜 業績可憧憬

國美已定於下周二（27日）派發成績表，觀乎集團首9個月銷售增長年增18%至440億元（人民幣，下同），整體毛利率改善1.3個百分點至18.9%，EBIT升22%至23億元；而第4季因有國



慶、聖誕節等假期因素，預計銷售表現不會太弱，因此全年盈利預測仍可望錄得雙位數的升幅。該股近期由2.4元水平回落，昨低見2元水平已復見支持，而此水位乃自2月8日以來的支持位，可見股價退近此承接區已吸引買盤收集，最後則以2.06元報收，跌1.9%。在盈利表現仍可憧憬，以及行業前景依然樂觀下，該股調整仍不妨部署低吸，炒上落目標睇2.4元。

西銀行增持撐東亞

數碼收發站

美股周二先急跌逾百點，最後收窄至68點跌幅，道指守穩13,100水平，影響所及，周三亞太區股市普遍上升，以印度股市急升1.71%最省鏡，星、馬、泰及韓股市溫和上升，而菲股急跌1.26%則最為失色。內地股市先跌後微升有助改善港股氛圍。港股高開後一度升逾百點，但受阻21,000而掉頭回落，再度考驗250天、50天線，低見20,756，一如預期獲大盤承接而反彈，午市一度倒升，尾市回軟收報20,856，跌31點，成交612億元。大市雖連跌四天，但大市已兩次考驗250天線而獲承接力，有利短期大市低位回升。

■司馬敬

期指主導近日的波動市，繼周一明顯轉淡大低水116點，大市跌穿21,000關後，迅即回落考驗250天線水平，周二期指淡倉已明顯於20,750/20,800補倉獲利，並轉為平水，反映已有短線好倉趁低增持。果然，昨日期指再尋底自20,734明顯反彈，以高水姿態出現，在港股收市後進一步挾升，3月期指收報20,909，倒升21點，較恒指高水達53點，並維持9.11萬張的大成交量，顯示好友大戶經兩天尋底後，已增持好倉，為下周期指結算前反彈做部署。

中移動（0941）成為期指相關買盤的主角，由開市時的82元水平一度抽升上84.1元，尾市仍收報83.15元，升1.85元或2.2%，成交達23.34億元，連帶中聯通（0762）亦先跌後升。

四叔增持未加派息

港地產股仍受壓，因一名執董被廉記拘查的新地（0016）沽壓未消，昨再跌1.9元或1.6%，最低曾見110.4元，收報111.1元，成交5.46億元。恒地（0012）放榜前微升企穩46元水平。收市後恒地公布去年12月底止全年業績，股東應佔溢利171.84億元，增長8.62%，每股盈利7.44元；末期股息70仙。扣除投資

及發展中物業估值變動，基礎盈利55.6億元，按年升10%，每股基礎盈利2.41元。

講開又講，四叔去年4月以每股58元行使認股證增持1.72億股，其後不斷在市場增持，目前持股增至61.77%，涉14.63億股。值得一提的是，按末期息0.7元計，與2010年度相同，即四叔未因自己去年慷慨高價行使股證增持而特別增加派息。以末期息計，四叔收取10.24億元股息。恒地今年賣樓目標增至4,000伙，是恒地值得看好的中長線因素。

東亞銀行（0023）的西班牙銀行主要股東CaixaBank近日再大手增持值得注意。據港交所資料顯示，西班牙CaixaBank於3月16日增持東亞股份約620.8萬股，平均每股28.99元，涉資約1.8億元，持東亞股權增至17.3%。東亞一直有增資提升核心資本充足率壓力，西班牙銀行此時肯大手增持，對投資東亞的「進取策略」未有改變。至於第二大股東的大馬郭令燦旗下的國浩，持股權為14.03%，是否增持值得留意。

公司動向方面，國藝控股（8228）發盈喜，表示2011年12月結轉虧為盈，主要是基於重估西礁山影城投資物業及影片之海外特許權收入。國藝預期在下周一（26日）公布業績。

H股透視

交銀國際

重慶農商行（3618）2011年實現淨利潤42.48億元（人民幣，下同），同比增長38.77%；實現每股收益0.46元，好於我們預期2.13%，也好於市場一致預期，主要是由於利息收入和手續費收入均好於預期，手續費收入的高增長主要來自諮詢及顧問服務費的貢獻。截至2011年末，資產總額、貸款、存款分別較上年末增長20.76%、18.17%和19.74%。成本收入比下降7.71個百分點至36.69%。

基建租賃商務貸款增

從貸款結構看，公司貸款（不含貼現）和零售貸款佔比較上年末上升1.40和0.83個百分點；票據貼現佔比僅為0.2%，較年初下降1.2個百分點，體現公司的貸款額度非常緊張；公司貸款的行業結構上，貸款佔比上升的行業包括基建、租賃商務及服務業，下降的主要包括房地產、製造業；零售貸款結構上，住房及商鋪按揭貸款和個人經營性貸款佔比上升，農戶貸款佔比下降。縣域資產和收入佔比延續下降趨勢。中小企業貸款佔比較去年中期有所下降，這主要由於公司信貸向主城區的轉移和基建等領域佔比的上升。

受益於資產收益率擴大幅度快於負債成本上升，集團4季度息差繼續擴大。2011年淨利差和淨息差分別為3.13%和3.36%，同比分別提高16和29個基點，淨息差較前3季度繼續擴大6個基點。以期初期末餘額平均測算，4季度單季淨息差3.61%，環比上升14個基點。存貸利率差5.17%，較上半年提高12個基點。公司資產向主城區的轉移和在基建等領域貸款比重的提高，中小企業貸款、農戶貸款佔比的下降將制約信貸定價能力提升，預計2012年息差同比有所下降。

資產質量表現勝同行

關注類和不良貸款延續變降趨勢，撥備計提力度加大。資產質量表現好於行業整體趨勢。期末不良餘額20.82億元，環比下降4.6億元；不良率1.44%，環比下降0.35個百分點；關注類佔比4.68%，較中期下降4.01個百分點；逾期貸款佔比2.56%，較中期下降0.88個百分點。全年不良貸款淨形成率0.31%，同比上升30個基點，但仍屬極低水平。4季度公司加大了貸款減值準備組合計提的力度，單季資產減值損失5.48億元，佔全年的64.6%。全年信用成本0.42%，同比提高42個基點。公司按照監管規定對投資購買的理財產品計提減值準備，2011年計提其它資產減值撥備為損失淨額2.93億元。撥備覆蓋率265.24%，環比提高58.30個百分點。撥貸比3.83%，環比提高0.12個百分點。

公司2011年如期在資產質量、中間業務等方面繼續受益於改制帶來的基本面改善。未來公司存貸比上有提升空間，不過在資產質量上的改善潛能縮小，資產向主城區的轉移也將制約公司定價能力，預計2012年公司的息差同比將有所下降，不過去年的撥備計提非常充分，信用成本可能下降。上調手續費佣金收入預測，略上调息差息預測，同時下調成本收入比預測，上調2012/2013年盈利預測幅度分別為3.8%/2.8%，預計2012/2013年盈利增長21.9%/16.8%。目前2012年市盈率、市賬率分別為5.98倍/1.03倍，維持長線買入評級。

紅籌國企/高輪

張怡

中旅醞釀收購仍看俏

內地股市昨先跌後回穩，滬綜指微漲0.06%，而這邊廂的港股則依然反覆偏弱，都影響到中國資股的表現。A+H股方面，中國鋁業A股（601600.SS）漲1成至停板，為兩地成份股之中表現最突出的股份，而H股（2600）則升1.06%。市傳印度將關閉鋁錫土出口，可望刺激內地氧化鋁需求上升，成為中國鋁股急漲的原因，但集團去年淨利潤大降近7成，論基本面並未改善，則可能限制該股的後市表現。

香港中旅（0308）在昨日頗為沉悶的市況則見持穩，收市報1.58元，微升0.01元，成交稍減至839萬股。儘管中旅近日表現平平無奇，但公司消息面則依然良好，所以仍不妨加以留意。就業績表現而言，中旅較早前公布2011年度全年業績，錄得收入43.53億元，按年雖微跌2.5%；惟毛利21億元，則按年增9%。純利增長更達3.5倍至6.95億元，每股12.21仙。派發末期息3仙，增派2仙，全共派5仙。受惠旅遊業持續復甦，其中，珠海海泉灣實現扭虧為盈，期內撇除投資物業重估和其他重要項目，純利5.77億元，實增224%。

另一方面，據集團管理層表示，將投資7.3億元於現有項目擴建及起動旅遊房地產業務，目前旅遊地產可建業面積64平方米，當中包括珠海、咸陽海泉灣及深圳聚豪球會周邊地區。此外，集團正與政府洽談多個景區項目，包括江蘇、浙江等地，及會致力關注

滬深股評

唐山港攻守兼備 估值吸引

唐山港（601000.SS）2011年實現淨利潤4.61億元（人民幣，下同），對應完全攤薄每股收益0.41元，同比增長34%。2011年報業績比我們預測值低4%，基本符合預期。公司每10股進行現金分紅0.8元，對應分紅比例20%。

首鋼碼頭投產 吞吐量大增

礦石吞吐量將大幅增長，首鋼碼頭開始貢獻增量利潤：2011年公司吞吐量同比增長11%，其中煤炭、礦石和鋼材分別同比增長+16%、+9%和-2%。其中礦石吞吐量在2011年四季度月度均值達到323萬噸，比前三季度249萬噸的月度均值高30%，主要得益於首鋼碼頭的投產。2012年前2個月礦石吞吐量同比增長55%，2月單月的已升至390萬噸，比投產前高出了141萬噸。

141萬噸的吞吐量已經超過了首鋼碼頭每月110萬噸盈虧平衡點，這意味着首鋼碼頭已開始為公司貢獻增量利潤，而下半年的業績貢獻將更為突顯。若礦石吞吐量增長

2,500萬噸，2012年首鋼碼頭投產可帶來0.12元每股收益。我們看好2012年公司礦石吞吐量的增長，並不是因為我們看好全國和河北的鋼產量增長，而是因為京唐港靠泊能力的提升帶來礦石量的回流。2011年公司單噸裝卸堆存收入增長8%。

公司公告新的煤炭專業碼頭建設規劃（3個下水碼頭，2個焦煤進口碼頭），產能設計規模為4,600萬噸，粗略估計滿產後可以貢獻2億元利潤。集團尚有國投京唐港20%股權、遼寧鐵路30%股權、曹妃甸實業公司10%的股權，預計合計可貢獻2億元以上利潤。為了避免同業競爭，這些股權存在注入上市公司的客觀需要。

唐山港對應2012年市盈率約11倍，具備較顯著的估值優勢。從最近的業務數據來看，公司很可能超過我們2012年的盈利預測。

考慮到2012-2013年業績確定性的高增長，繼續將唐山港和連雲港列為A股散雜貨港口公司僅有的兩隻個股推薦。（摘錄）