

■ 大市透視 ■ 第一上海首席策略師 葉尚志

空軍有再度發難跡象

5月30日。港股反彈了三個交易日後，在期指結算日掉頭回挫，在外圍市況不穩的背景下，港股仍有延續中期跌浪的趨勢，大盤的短期波動性風險未可消除。事實上，歐洲市場的不確定性仍大，除了要面對希臘脫歐的危機之外，西班牙銀行體系穩定性亦有轉差跡象，都是目前不利的負面消息因素。歐元兌美元持續受壓，進一步跌穿了1.25關口創新低，資金仍有繼續流出歐元區的趨勢。

恒生指數出現低開低走，兩隻權重股匯豐控股（0005）和中移動（0941）領跌，對大盤盤面構成新一輪的破壞打擊，要提防大盤穩定性有再度轉差的機會，大盤有伸展延續跌浪的傾向。恒生指數收盤報18,690點，下跌365點，主板成交量增加至553億多元，但是沽空金額增加的幅度更大，錄得有79.4億元，整體沽空比例再次達到超標的14.3%，空頭有再度發難的跡象。技術上，恒生指數仍處於中期跌浪的運行模式當中，反彈阻力在19,000至19,200點區間確立，以向下發展為主流方向。

延續跌浪 短線獲利

盤面上，匯豐和中移動依然是空頭追擊的目標，兩隻股份再度破底而落，分別再跌2.78%和2.1%。而沽空金額亦見明顯激增，分別錄得有10.7億元和5.1億元，沽空比例分別是61.8%和31.8%，壓盤力量異常沉重。另一方面，防守性較強的公共事業股持續受壓，似乎港股基金仍在出貨套現。中電（0002）跌1.25%，煤氣（0003）跌0.65%，電能實業（0006）跌1.74%。

目前，大盤的穩定性有再度轉差跡象，在欠缺大盤回復穩定的支持基礎下，操作上要維持謹慎態度，不宜過分激進。政策受惠股板如基建股、水泥建材股、家電股以及汽車股，甚至是在近來明顯跑贏大盤的內房股，雖然股價表現依然來得相對堅穩，但是在短期累積漲幅已多的前提下，加上大盤有延續跌浪可能，建議要注意短線追高的風險，並且可以考慮把握短線套利的機會。

■ 證券分析 ■ 群益證券(香港)研究部董事 曾永堅

內地促經濟防泡沫

市場自中央開始「五月宏調」後，加強對中國政府將陸續推出擴大內需的財政政策的憧憬，部分市場看法更沿着2008年金融海嘯後中央推行4萬億元財政政策時的思路，來估算中央是次推行的刺激經濟政策所涉及的產業範圍與投資規模。儘管市場普遍認為這一輪刺激經濟政策的規模將遠小於2008年的盛況，但市場仍充斥不少產業將受惠新一輪刺激經濟政策的思維與憧憬。

值得注意的是，中央是次推行的刺激經濟政策，並非只單純著眼於促進「量」的增長，即如2008年般不顧一切地只追求維持經濟高增長，而是在穩定經濟增長步伐的同時，需要顧及持續有利於經濟結構轉型的因素，從而達到繼續加快推動經濟轉型目標兼可盡量減少，如2008年4萬億元投資方案產生的後遺症如低效率基建投資、房產泡沫及通脹問題。由此反映，這一輪穩定經濟政策的着墨層面將會環繞改善民生、改善社會耗能耗效益、積極引進民間資金以及避免再觸發資產泡沫危機的領域。

我們認為投資策略上，較適宜採取短線具靈活度的操作方式，捕捉受惠這次政策特式的產業而當中具持續競爭優勢的企業，預估恒生指數短線於19,300至18,300區間震盪。

■ AH股差價表 ■ 5月30日收市價 *停牌
人民幣兌換率0.81886 (16:00pm)

名稱	H股(A股) 代號	H股價 (港元)	A股價 (人民幣)	H比A 折價(%)
洛陽玻璃	1108(600876)	1.53	7.09	82.33
儀征化纖股份	1033(600871)	1.62	6.95	80.91
南京熊貓電子	0553(600775)	1.76	6.47	77.72
昆明機床	0300(600806)	2.06	7.08	76.17
東北電氣	0042(000585)	0.63	2.14	75.89
山東墨龍	0668(002490)	4.92	15.81	74.52
經緯紡織	0350(000666)	1.74	14.02	74.01
山東新華製藥	0719(000756)	1.76	5.52	73.89
天津創業環保	1065(600874)	1.91	5.85	73.26
廣船國際	0317(600885)	5.57	15.92	71.35
海信科龍	0921(000921)	1.58	4.30	69.91
上海石油化工	0338(600888)	2.28	6.01	68.94
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.41	3.60	67.93
金風科技	2208(002202)	3.38	7.44	62.80
北京北廣實業	0588(601588)	1.40	2.99	61.66
中國鋁業	2600(601600)	3.38	6.93	60.06
廣州藥業股份	0874(600332)	12.30	23.68	57.47
大連港	2880(602880)	1.72	3.28	57.06
大唐發電	0991(601991)	2.66	5.03	56.70
華電國際電力	1071(600027)	1.70	3.20	56.5
中國東方航空	0670(600115)	2.30	4.20	55.16
兗州煤業股份	1171(600188)	13.26	23.00	52.79
紫金礦業	2899(601899)	2.46	4.11	50.99
中海油田服務	2883(601808)	10.82	18.06	50.94
上海電氣	2727(601727)	3.54	5.76	49.67
中國中冶	1618(601618)	1.69	2.67	48.36
江西銅業股份	0358(600362)	16.74	26.04	47.36
比亞迪股份	1211(002594)	15.74	24.46	47.31
中海集運	2866(601866)	1.93	2.95	46.43
鳳鳴紙業	1812(000488)	3.30	4.76	43.23
中國南方航空	1055(600029)	3.37	4.82	42.75
上海發展股份	1138(600026)	4.25	5.98	41.80
深圳高速公路	0548(600548)	2.98	4.06	39.90
四川成渝高速	0107(601107)	2.82	3.84	39.86
金隅股份	2009(601922)	6.32	8.56	39.54
中國通洋	1919(601919)	3.76	5.08	39.39
廣深鐵路	0525(601333)	2.54	3.31	37.16
安徽皖通公路	0995(600012)	3.51	4.53	36.55
中國國航	0753(601111)	4.85	6.23	36.25
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	1.95	2.48	35.61
中煤能源	1898(601898)	7.21	9.16	35.55
東方電氣	1072(600875)	18.30	22.31	32.83
華能國際電力	0902(600011)	4.74	5.53	29.81
上海醫藥	2607(601607)	9.00	10.50	29.81
新華保險	1336(601336)	29.05	32.85	27.59
滬鐵動力	2338(600338)	34.00	34.37	19.00
中興通訊	0763(000063)	15.34	15.30	17.90
中國石油股份	0857(601857)	9.88	9.55	15.28
中國人壽	2628(601828)	18.26	17.57	14.90
中國石油化工	0386(600028)	7.05	6.77	14.73
中聯重科	1157(000157)	11.50	11.03	14.62
中國中鐵	0390(601390)	2.99	2.86	14.39
交通銀行	3328(601328)	5.07	4.77	12.96
中國太保	2601(601601)	22.95	21.47	12.47
中國神華	1088(601088)	28.45	26.43	11.86
鞍鋼股份	0347(000898)	4.60	4.26	11.58
工商银行	1398(601398)	4.65	4.22	9.77
中信証券	6030(600030)	15.70	13.82	6.97
民生銀行	1988(600016)	7.38	6.42	5.87
農業銀行	1288(601288)	3.12	2.69	5.02
建設銀行	0939(601939)	5.25	4.50	4.47
江蘇寧滬高速	0177(600377)	7.37	6.06	0.41
青島啤酒H	0168(600600)	47.00	37.56	-2.47
中國交通建設	1800(601800)	7.49	5.64	-8.75
中國鐵建	1196(601196)	6.14	4.57	-10.02
安徽海螺	0914(600585)	24.10	17.92	-10.13
中國平安	2318(601318)	57.70	42.25	-11.83
中信銀行	0998(601998)	6.02	*	-
中國南車	1766(601766)	4.17	*	-
招商銀行	3968(600036)	14.84	*	-
中國銀行	3988(601988)	2.94	*	-
北人印刷	0187(600860)	*	*	-

■ 股市縱橫 ■

資金換馬 中糧油抗跌強

港股連升三日後，在昨日期指結算日又告掉頭急挫，過去三日的上升累積點，已一次過被抹去，而6月期指又持續大炒低水，都凸顯淡友壓市依然不遺餘力。淡友再度大開殺戒，惟觀乎大跌市之中，部分板塊的個股仍有不俗的表現，可見市場繼續傾向炒股唔炒市。

由於中央透過擴大內需刺激經濟增長的國策確立，因此對相關股份續可望帶來支持作用。事實上，有跡象顯示，資金換馬流入內需股，也難免相關板塊股份得以跑贏大市。在昨日大跌市中，中國糧油控股(0606)仍見逆市走強，曾走高至5.48元，收市報5.42

元，仍升0.04元或0.74%，成交增至2,368萬元，且為連續第三個交易日造好，該股抗跌力經得起考慮，若市況回穩，預計其後市不難續有好表現跟尾。值得注意的是，中糧油經過連升3日後，已企穩於10天、20天及50天等多條重要平均線之上，在技術走勢漸見改善下，其仍不失為逢低收集作中線持有的捧場對象。

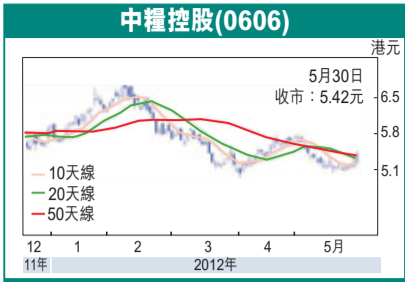
中糧油主要從事油脂加工、大米貿易及加工、啤酒原料、生化能源，以及小麥加工等農產品訂單種植、儲存、加工、物流、行銷一條龍業務。集團去年全年收入按年增長53.9%至823.5億元，純利按年增長39.2%至23.7億元。雖然

去年原材料價格大部分時間維持高水平，但集團透過擴大業務規模及適時採購的控制成本方式，令全年整體毛利率提升2.2個百分點至8.2%。

新產能投入添動力

油籽加工續為集團最大的收入來源，全年收入上升68.3%至555.2億元，佔整體收入的67.4%。截至去年年底，集團擁有14個油籽加工廠，年壓榨產能和精煉產能分別達到1,038萬公噸及417萬公噸，當中期內新投產的4個菜籽油加工項目以及廣西和天津的大豆壓榨新廠，帶動產能和銷量提升，也為未來盈利增添動力。

韋君



港股成大鯉提款機

■ 數碼馬 收發站 ■
美股隔晚急升125點躍上12,580，西班牙債務升溫影響亞太區內投資者情緒而獲利回吐，多個市場回落0.2%至0.7%，但港股適逢期指結算，在大鯉操控期指淡倉加上長和等重磅藍籌除息的因素下，港股再上演一幕典型的「提款機」大跌市，恒指曾大跌逾400點低見18,634，即使午後即月期指大致完成結算，但大鯉在6月期指續以大低水力壓大市，似配合今天場外期指結算，恒指尾市收報18,690，全日跌365點或1.92%，為區內最大跌幅市場，成交增至553億元。6月期指續大低水380點，今為場外期指結算，淡鯉料續壓市食大茶飯，實力投資者唯有靠耐力。 ■司馬敬

6月期指曾低至18,305，收報18,310，跌415點。6月輪到內銀四大行除息，但較恒指低水達380點，背後操作顯然有部署。6月17日是希臘再度大選，是右翼政黨還是左翼政黨執政，關乎希臘留歐或脫歐，對歐債危機自然有莫大衝擊，目前是右翼政黨領先，情況比兩周前略好轉，但港市期指大鯉則大炒低水，似豪賭希臘脫歐。

長和仔實在周二除息前獲大盤迫入彈升，不過昨日除息竟成淡鯉「開刀」對象，長實(0001)末期息2.63元，除息價91.67元，最後被質落至90.15元報收，跌1.52元，連除息計，合共拖低指數19.35；和黃(0013)末期息為1.53元，除息價66.47元，收報65.05元，再跌1.42元，合共拖低指數21.13。兩股共拖低大市40.51。當然，大鯉主力攻匯豐(0005)及中移動(0941)，分別拖跌指數81.66及34.4，兩股已跌超過110點。

忠旺加碼投資做「龍頭」

前年底受美國「雙反」影響而改變策略全力

張怡

中冶估值不貴宜低吸

憧憬中央加碼推出刺激經濟措施的熱度有所降溫，投資者傾向離場觀望，均導致內地及港股昨日出現調整行情，尤其是後者拋風最盛。A+H股方面，重慶鋼鐵(1053)受惠注資消息的支持，其於兩地的表現均見不俗，當中A股(601005.SS)大漲1成至停板，反而H股(1053)相對較遜色，僅升2.17%。中資個股方面，內房板塊個股的抗跌力仍佳，就以剛出售旗下廣州國金中心的越秀地產(0123)便見逆市升近4%。

雖然中央短期再大量出招撐經濟的可能性已減低，不過既然擴大內需的大方向不變，預計近期已轉強的中資基建股後市續走強的機會仍大。中國中冶(1618)在昨日調整市中的抗跌力尚算不俗，該股曾高見1.72元，收市報1.69元，僅跌1仙，成交縮減至155萬股，較周二大減逾5成，反映現水平的市場拋壓壓力並不大。

中冶去年全年錄得純利倒退2成，業績表現令人失望。而最新的營運數據顯示，集團今年首四個月份累計新簽合同額752.5億元(人民幣，下同)，較上年同期降低27.3%，其中海外合同72.6億元，也缺乏驚喜。不過該股現價相比其於09年9月上市的招股價6.35元，已有一段頗長的距離，何況其PB約0.55倍，相比不同內地大型同業已有被低估之嫌。此股是於本月18日退至1.5

元的今年以來低位獲支持後展開反彈走勢，趁股價調整部署收集，中線目標為今年以來一直受制的2.2元阻力，惟失守1.5元支持則止蝕。

友邦硬淨 購輪17669較貼價

友邦保險(1299)昨逆市平收，為少數表現較佳的重磅藍籌股，若繼續看好其後市表現，可留意友邦大和購輪(17669)。17669昨收0.224元，其於今年11月5日到期，換股價為24.88元，兌換率為0.1，現時溢價7.83%，引伸波幅32.82%，實際槓桿6.33倍。此證為價內輪，又有較長的期限可供買賣，現時數據又為同類股證較合理的一隻，故屬較貼價之選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢

港股再度掉頭急跌，市場氣氛轉弱，難免影響中資股表現。

中國中冶

現價遠低於上市價，估值已處於吸引水平，在逆市沽壓不大下，有利後市回升。

目標價：2.2元 止蝕位：1.5元

海通證券

■ 滬深股評 ■

平保估值觸底可收集

中國平安（601318.SS）5月29日晚公告，公司近日收到保監會批覆，同意之前申請的發行A股次級可轉換公司債券，發行規模不超過人民幣260億元。對此，我們點評如下：

中國平安於2011年12月正式公告計劃發行260億元（人民幣，下同）可轉債用以解決近年來持續抑制公司的償付能力問題。此次最終獲保監會批准基本符合市場預期。考慮到目前轉債市場規模僅約千億元，而中國平安之前仍有民生銀行和中石化共約500億元轉債等待發行，預計中國平安此次批准後到正式發行仍需一段時間。

260億可換股債獲批

此次中國平安採用次級可轉的模式，轉債持有人索償權位於普通債權人後，因此債券發行後可直接計入集團償付能力計算。靜態測試，融資後平安集團償付能力由167%上升至約202%，資本金問題基本得以解決。

可轉債從啟動、申請到實際發行需較長時間，從發行到最終轉股期開始一般需要一年以上，對股東利潤攤薄效應也將是溫和且逐步釋放的。在目前流動性偏緊的市場環境下，相比二級市場公開增發，轉債更易被市場接受。同時考慮到中國平安此次轉債後資本金問題基本得以解決，短期內也基本排除了公司再次股權融資的可能性。

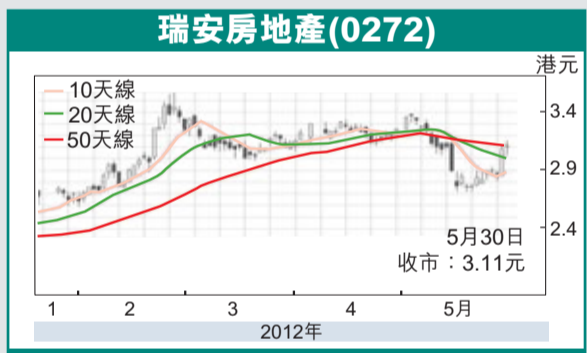
行業估值觸底，行業基本面趨勢向上。目前保險行業平均12PEV（股價對內涵價值）僅1.4倍，估值接近歷史底部。展望未來，行業整體趨勢向上：一方面，投資回暖引領淨資產高速反彈；另一方面，下半年保費基於基數原因同比增速有望逐步恢復。

投資建議：公司目前12PEV僅1.116倍，估值接近歷史低點，股價安全性高。未來伴隨行業景氣回暖，公司業績有望保持穩健增長。轉債發行後公司資本金問題基本得以解決，而員工股減持問題則通過引入戰略投資者也得已解決。抑制公司股價最大因素消除後目前股價具有較大吸引力。我們維持中國平安「買入」評級，給予12倍新業務價值倍數，6個月目標價59.47元。（摘錄）



■ 港股透視 ■

國浩資本



瑞安房地產（0272）已向聯交所提交建議分拆其商業地產部門。周二股價上揚7.3%。評論：本行認為此次分拆將大幅改善其財務狀況並使其房地產資產的內在價值得到明確，這將使公司的估值得到正面的重估。

投資物業總值364億

瑞安房地產是一間中等規模的房地產開發商，商業地產的比重相對較高。截至2011年12月31日，已完工項目的可出租面積為66.4萬平方米，其中(i) 79%由子公司持有，21%由聯營公司持有；(ii) 58%位於上海，42%位於中國內地其他城市；(iii) 54%是寫字樓，46%是商場；(iv) 總出租率約85%。已完工項目和在建項目的賬面價值分別為180億元人民幣（88%在上海，12%在其他城市）和184億元人民幣（50%在上海，50%在其他城市）。投資物業總值364億元人民幣，相當於其資產總值的53%，而行業平均水準僅為14%。2011年通過子公司持有的投資物業獲取的租金及相關收入增長20%至8.49億元人民幣，約佔公司核心盈利的30%。

資產淨值折讓5成

截至2011年12月31日，公司淨負債191億元人民幣，淨負債權益比率為68%，而行業平均水準為65%。根據市場共識，2012年每股核心盈利按年下降3%，目前股價相當於2012年8.6倍的市盈率及2011年0.47倍的市賬率，相對於每股資產淨值6.6元有53%的折讓。商業項目較多的中資地產股如SOHO中國（410）、方興地產（817）和明發集團（846）目前股價分別為2011年1.06倍、0.77倍和1.44倍的市賬率。十大中資地產股2012年平均每股核心盈利增長為12%，目前股價相當於2012年7.5倍的市盈率，2011年1.30倍的市賬率，相對於每股資產淨值有41%的折讓。

如果分拆得以落實，瑞安房地產和同業間的估值差距將不合理。因此本行建議投機性買入瑞房地產，6個月目標價為3.6元（昨收市3.11元），相對於每股資產淨值有45%的折讓。