

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

謹慎氣氛濃 市況續分化發展

8月17日。港股繼續整固、回整的行情，在缺乏成交量的形勢下，相信港股有逐步放下的傾向。雖然歐美股市在周四晚上進一步衝高，美股指更是升穿了13,100至13,200的中短期徘徊區，但是對於港股構成的刺激推動暫時未見明顯增強。目前，市場重點似乎是放在內部的中報方面，以及內地A股的探底行情方面。總體上，市場的謹慎氣氛仍然相對濃厚，新資金介入的積極性有待激發。在這個狀況未有改善之前，估計市況將以個別分化走勢來發展。

A股仍處探底行情

內地A股仍處於探底行情，上證綜合指數在周五在盤中曾一度打到2,100關口，尚算未有破底而落。但是以另一個相關股指來看，滬深300指數已率先跌穿了近期的低點。以這種走法來判斷，估計內地A股整體上仍未擺脫探底的局面。如果人行在周末期間未有推出新一輪的放水行動，未有再次減息和調降存準率，要提防市場對政策的憧憬預期，會受到進一步的打擊，對內地及本港兩地股市的人氣會構成重大關鍵影響。

沽空比例越警戒線

恒生指數周五出現反彈修復，回企至20,000整數關的上方，但是能否再度伸展漲勢，仍有待考驗。恒生指數收盤報20,116，上升153點，主板成交量回升至474億多元，而沽空金額亦同步增加至49.5億元，沽空比例超出10%的警戒線。事實上，權重股中移動(0941)在中報出來後，股價連跌了兩個交易日，在周五再跌3.68%至83.65元收盤，成交金額進一步增加至51.3億元，是今年來最大的單日成交。而在周五收盤後，招商銀行(3968)公布了中期業績，盈利增長了26%至234億元人民幣。招商銀行在周五上升0.28%，收盤報14.18元。

證券分析

時富金融

聯想可作中線吸納

聯想集團(0992)周四公布季度業績。截至今年6月底止3個月，集團收入同比上升35.3%至80.1億元(美元，下同)，純利同比增长29.9%至1.41億元，毛利率則由去年同期的12.5%跌至12%。每股基本盈利增加0.26仙至1.37仙。期內，個人科技產品及服務收入同比增长25%至71.4億元，其中台式電腦收入同比增25.8%至25.45億元，筆記本電腦收入同比增22.5%至43.33億元，移動互聯及數位家庭產品(MIDH)收入更同比增长173%至5.87億元。

另外，聯想個人電腦銷量同比上升24%至1,280萬台，全球市場份額上升3.1%至15%，達歷史新高。聯想是次業績表現不俗，銷售增長勝預期，加上其PC+策略帶動，集團其他收入對其整體收入的貢獻有望繼續提高。而且在內地電訊商大力推動廉價高速上網下，集團相關的科技產品銷售亦獲推動。估值上，集團以現價計算的2013年市盈率約為15.5倍，頗為吸引。因此，建議投資者可考慮吸納作中線投資。

AH股差價表

8月17日收市價

人民幣兌換率0.82078(16:00pm)

Table with 5 columns: 名稱, H股(代號), H股價(港元), A股價(人民幣), H比A折價(%)

證券推介

雅居樂全年銷售料可達標

雅居樂(3383)2012年上半年業績略高於市場預期。收入溫和增長1.1%，增至118.48億元(人民幣，下同)，其中73.9%來自於珠江三角洲地區，海南省緊隨其後貢獻了13.4% (2011年上半年為5.7%)。確認的銷售面積同比下降4.4%，降至102萬平方米，而平均售價則提高4.5%，達到每平米11,298元，這受益於來自海南清水灣更多的貢獻，該項目的平均售價較高，達到每平米26,670元。

公司的毛利率為45.3%，比2011年上半年低7.1個百分點，但是仍高於30%-

40%的市場平均水平。毛利率的下降主要是由質量升級產生的建設成本和裝修材料成本上漲造成的。核心淨收入(不包括投資不動產重新估值的影響)同比下降17.7%，降至21.21億元。2012年的核心淨利潤率從2011年的22.0%下降至17.9%，主要是由管理成本的上漲造成的，其中工資和薪水同比上漲17.5%。

推小型單位滿足「剛性需求」

截至8月16日，公司實現合同銷售額約174.9億，相當於其全年銷售目標約50%。該公司計劃在下半年推出9個全

新項目和另外8個現有項目都分別有新的一期推出。據該公司的管理，鑒於持續的緊縮政策，雅居樂將採取靈活的定價政策，並調整其產品組合，推出更多小型單位，以滿足「剛性需求」。隨着產品結構的調整，更多的推廣和更多的可供銷售的資源，我們相信，該公司將能夠實現其2012年全年銷售目標。

截止2012年上半年末，公司的總現金資源為121,310億元，同比增長65.5%。相比2011年末的61.9%，公司的淨槓桿率為67.4%。隨着從地產銷售

海通國際



收回更多的現金，我們預計2012年底的槓桿率將下降至60%。

在對中期業績進行評估並且預期較慢的交付時間表及運營成本將會提高之後，我們將公司的2012-2014財年盈利預測下調5%-23%，預計2012年盈利增長為24%。公司的目標價由12.42港元下調至11.13港元，相當於7.5倍的2012年市盈率，而評級則由「強烈買入」下調至「買入」。

匯豐中移背馳 大戶角力

即月期指扭轉周四尾市炒低水狀態，全日多以平水為主，收報20,115，與恒指接近平水，成交合約5.53張。

美國7月份新建許可達81.2萬宗，按月升6.8%，為4年以來高位，多於預期的76.9萬宗。上述消息成為美股再挺升85點衝上13,250水平，而標普更升近10點至1,415，凸顯美股在過去一個月來的強勢表現。

美股這次升市由企業業績預期展開，其後在歐債危機舒緩、美非農職位大增及零售銷售大幅增長，推升道指重越13,000、標普登上1,400關，風險資金重投股、匯市成為近一個月來的最大特色。此外，第二大經濟體中國的數據失利，但市場反而傾向中國即將推出寬鬆措施及刺激經濟手段，致未阻止環球股市的持續升市。

炒人行放水預期落空，成為今周內地股市失色於亞太股市，上證綜指昨日曾跌至2,101，險守2,100關而反彈上

2,115，倒升3點。上證綜指由2,170水平掉頭急墮至2,100邊緣，未再破關而下，仍與市場預期人行遲早放水構成支持。

逆回購利率升 人行快放水

事實上，繼周四人行推出900億元人民幣逆回購後，昨日中國銀行逆回購利率升上3.6%，而國債價格則持平，反映金融機構對人行即將下調存備金率仍抱厚望。因此，這兩天周末假期乃至8月底前，人行「出招」撐經濟的機會仍十分大。

中移動繼周四大跌5%之後，昨日在51.33億元的大成交下再瀉3.6%，急跌至83.65元，兩日大跌9%，與剛公布的上半年業績仍有1.5%增長極不相稱，究其原因，當與大量衍生工具的殺倉行為有關，從業務的佔有率到息率逾4厘，坐擁逾千億現金，中移動這次急回，反而是中線收集機會。

匯豐控股周三除息後，經周四調整，昨日已抽升上69.1元報收，升0.95元或1.3%，成交近9.8億元，已高於除息價，表現不俗。中移動、匯豐均是兩大重磅股，兩股大背馳，反映操控相關指數工具的好淡大戶激烈角力，但礙於環球股市氛圍在超低息環境下持續向好，好友仍佔據上風，料下周期指結算有望向20,500推進。

國際資源(1051)宣布配股集資7.76億元，主要繼續投入已試產的印尼金礦，由於這次配股以大折讓12%，按每股0.38元配售，引致昨日股價收報0.375元，跌13%，低於配股價。這次配售由同系的中科礦業(0985)認購70%，斥資達5.43億元。中科昨日亦跌1.7%收報0.115元。中科在6月完成售出秘魯銅礦項目，淨獲利1.79億美元，今次認購國際資源而股價回落，令市場預期中科未來派特別息大打折扣。

紅籌國企

張怡

資金垂青 基建股受捧

內地股市昨日依然反彈乏力，反觀這邊的港股在連跌兩日後則持續向好，而觀乎資金換馬流入實力中資股的趨勢則仍未見有變。就以中資基建股為例，多隻個股表現便明顯跑贏大市，尤其是剛獲國內外總額約127億元人民幣合同的中國南車(1766)，便曾搶高至5.9元，並以近高位的5.88元報收，漲5.57%。

據中國南車的通告顯示，集團近期簽訂若干項重大合同，包括與上海鐵路局的機車銷售合同、北京鐵路局客車銷售合同等。除了新合同訂單的消息刺激外，內地媒體報道指出，地方政府上月下旬開始出刺激經濟增長投資計劃，而新項目仍以鐵路為主，都為相關股份帶來刺激。基建股近期一直吸引市場資金吸納及建倉，在市場消息面仍利好下，預計相關股份也可保強勢。

中交建追落後潛力看好

鐵路基建板塊被視為最直接受惠國策的股份，不過中國南車現價的市盈率已達14.63倍，而同系的南車時代電氣(3898)也相若，相比之下，中國交通建設(1800)昨收7.05元，其現價市盈率7.24倍，在同業中仍有落後可追，故不妨加以留意。中交建公佈，子公司四公局中標內蒙古省道216線鄂托克旗察汗淖至敖勒其鎮段一級公路路面工程施工第SD216LM-3標段，中標金額3.31億元人民幣，工期14個月。此外，二公局也中標福建省湄洲灣至重慶高速公路三明(莘口)至明溪(城關)段路基A4合同段項目，中標金額3.82億元人民幣，工期則為24個月。這是集團繼本月初附屬振華重工獲1.9億美元合同，和中標三項涉資8.8億元人民幣後，再有中標消息傳來。

滬深股評

安信證券

深圳燃氣業務發展看好

深圳燃氣(601139.SS)上半年實現營業收入42.3億元(人民幣，下同)，同比上升12.8%；實現營業利潤4.5億元，同比上升30.6%；實現利潤總額4.6億元，同比上升32.6%；實現歸屬於上市公司股東的淨利潤3.7億元，同比上升30.3%；實現基本每股收益0.18元，其中二季度實現基本每股收益0.11元，環比增加0.03元。

受惠管道燃氣銷量提升

管道燃氣銷量提升為業績上升主要原因：公司業績提升的主要原因在於管道燃氣銷量提升，管道燃氣營業收入同比增加4.4億元，上升33.4%，其銷量同比增加1.32億立方米，上升37.6%，其中一季度管道燃氣銷售量同比增加3,363萬立方米，上升17.2%，二季度同比上升63.3%，環比上升10.8%，可見二季度管道燃氣銷量增速進一步加快，部分原因在於西氣東輸二線接通後氣源增多，加大了管道燃氣銷售，但由於對毛利率較低的電廠用戶銷售量佔比上升，管道燃氣業務毛利率同比下降1.28個百分點，毛利額增加1.3億元，同比上升25.2%。

其他影響因素：(1)天然氣批發：公司調高了液化天然氣批發銷售價格，營業利潤率同比

勒召其鎮段一級公路路面工程施工第SD216LM-3標段，中標金額3.31億元人民幣，工期14個月。此外，二公局也中標福建省湄洲灣至重慶高速公路三明(莘口)至明溪(城關)段路基A4合同段項目，中標金額3.82億元人民幣，工期則為24個月。這是集團繼本月初附屬振華重工獲1.9億美元合同，和中標三項涉資8.8億元人民幣後，再有中標消息傳來。

另一方面，中交建最近獲中國證監會批准境內發行公司債券，本金總額不超過120億元人民幣。集團無論訂單或財政狀況情況都樂觀，在估值仍相對落後下，料不難吸引機構投資者的注意。趁股價仍處整固期部署吸納，上望目標暫看年高位的8元，而中長線則看10元關，惟失守過去一段時間橫行區底部支持位的6.62元則止蝕。

投資策略：

紅籌及國企股走勢

港股表現仍然反覆，惟資金流向續有利實力中資股。

中國交通建設

訂單前景樂觀，獲批准發債，都有利業務發展，股價上升潛力看好。

目標價：10元 止蝕位：6.62元

中資透視

交銀國際

中國製藥併購提升估值

中國製藥(1093)上半年收入31.7億港元，同比下降24%，主要原因是維生素C和抗生素原料藥價格同比大幅下降；淨利潤虧損1.37億港元，按現有股本，每股盈利(EPS)為-0.090港元，按配股後股本，EPS為-0.050港元，高於我們此前預計的-0.059港元(配股後股本)。高於我們預期的主要原因是成藥業務第2季度利潤貢獻好於我們預期。

7-ACA價格在第二季度有所上漲，從3月份的470元人民幣/公斤上漲至6月份的550元人民幣/公斤，因此公司抗生素原料藥業務的虧損額從2012年第1季的8,000萬港元下降至2012年第二季的2,300萬港元。7月份7-ACA價格又降至520元人民幣/公斤，但是，由於抗生素分級管理政策引起的擔憂，2季度抗生素行業去庫存化較明顯，因此4季度將有補庫存需求，我們預計屆時抗生素原料藥價格有上漲動力。

維生素C原料藥仍低迷

維生素C行業仍處於景氣低位，價格上半年一路下跌，內銷價格從年初的34元人民幣/公斤下跌至2季度的24元人民幣/公斤，其後穩定；上半年維生素C海關出口銷量同比下降13%，銷售金額同比下降34%，出口價格已是近5年的低點。公司維生素C業務雖然第1季度略有盈利，但第2季度再次虧損，我們暫時難以看到維生素C好轉的跡象，預計下半年仍將繼續虧損。

成藥業務環比快速增長

雖然仍然面臨抗生素分級管理政策帶來的負面影響，但公司的成藥業務成為第2季度唯一盈利的業務，2012年第2季收入環比增長20.5%，利潤環比增長54.3%。

我們仍然認為，公司市值被低估。公司7月初公告向大股東增股和發行可轉債，以收購大股東旗下的恩必普藥業等資產，預計收購資產今年淨利潤在6億港元左右。目前正在等待股東會通過。我們認為，新收購的優質資產將使公司逐漸轉型為製劑藥公司，減少原料藥周期性變動對公司業績的影響，將有望獲得更高估值。今年原料藥業務的虧損使市場對公司存在低估，事實上，即使完全不考慮原料藥業務，目前股價對應新收購業務的12PE也不到10倍，低估較為明顯。

維持「長線買入」評級。按配股後、轉股前的股本27.25億股，我們預計2012-2014年度EPS分別為0.22/0.33/0.39港元(為了避免低估，我們假設新收購資產今年全部並表，實際情況可能是收購資產僅下半年業績並表)。我們維持「長線買入」評級和目標價2.57港元，定價方法如下：原有資產按股價上漲之前的30天均價1.45港元，攤薄後為0.81港元；收購資產按非常保守的8倍12PE，對應價格1.76港元。

風險提示：1) 收購資產2012年和2013年業績有達不到預期可能；2) 大股東如果轉讓可轉債予第三方，將使可轉債有轉換可能，攤薄股本；3) 維生素C原料藥價格持續低迷，業績有可能低於我們預期。