

第一上海首席策略師 葉尚志

大市透視 大市低走 關注19600

8月24日，港股繼續震盪走低的回整格局，外圍市況對港股構成短期波動的因素。投資者的焦點，似乎有放多一點在宏觀經濟方面去的跡象，令到全球市場再度面對宏觀面跟政策面的對決當中。歐元區和內地的製造業PMI指數持續低於50，說明了製造業依然處於收縮階段。而美國出來的最新申請失業援助數據，亦顯示勞動市場未有明顯起色。總體上，全球宏觀面的不確定性仍多，而市場有機會把目光再次放在這個層面上。

提防美國QE3降溫

另一個值得關注的，是市場對於政策面的期待和憧憬。美聯儲會否在短期內推出一輪新的量寬政策，市場目前仍在積極討論。但以美國公開市場委員會成員近來放出來的口風來看，似乎更多的是希望能夠維持市場對於政策面的預期，也就是說短期內推QE3的概率不大。事實上，美國總統大選的日子逐步迫近，在新總統出來前推重大政策的可能性不大。因此，要提防市場對於政策面的憧憬，確實有降溫的機會。

成交偏少呈弱化

恒生指數在周五再度出現低開低走的行情，繼續震盪走低的態勢。由於大市成交量持續偏少，大盤的短期穩定性仍有進一步弱化的可能。恒生指數收盤報19,880，下跌252點，主板成交量再度回落至398億元。以過去一周來算，港股的日均成交量錄得有409億多元，比對前一周的平均數字452億多元減少了一成的幅度，也是連續第三周出現了下降。在成交量縮減的背景下，估計港股大盤的短期波動性仍有加劇機會。而期指市場將於周四(30日)進行結算，未來幾天的轉倉掉期活動會明顯增加，可能是加劇港股大盤短期波動性的因素之一，建議繼續關注19,600的支撐力。

證券分析

富昌證券

九倉內地物業項目高增長

九倉集團(0004)始創於1886年，集團實力雄厚，綜合資產總值達港幣3,180億元，以發展內地、香港地產及基建業務為策略重點。集團為會德豐有限公司(0020)的附屬公司。九倉以地產發展為業務的策略重點，致力於收購土地、融資、項目發展、設計、建築及市場推廣。集團卓越的商場發展及管理傲視同儕。

九倉集團於2011年錄得創紀錄的財務表現，股東權益回報達17%。集團的甲級資產已超過3,000億港元，加上超卓的管理、執行及管治能力，在未來年日將為股東帶來更高的回報。

集團上半年盈利同比大幅上升65.3%至236.46億元，若不計入投資物業重估盈餘及特殊項目收益，核心盈利升至54.25億元的歷史新高。期內對盈利貢獻最大的是地產投資，其營業盈利增加15%至42.64億元，而貨櫃碼頭收入則由於經濟環境低迷而大幅減少，盈利僅有5.77億元。九倉在首8個月就已完成100億元的全年內地物業銷售目標，超出市場預期，反映銷售策略成功。由於入股綠城中國(3900)，內地土地儲備增加50%，相信未來內地物業有更大的發展空間，亦可令地產投資項目收益持續強勁增長。

九倉股價在業績公布後大幅收市，市場追捧績優股下，仍有上升空間，建議48元買入(昨收市49.25元)，上望55元，跌破46元止蝕。

AH股股價表

8月24日收市價 人民幣兌換率0.81970 (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(%)
山東龍鳳	0568(002490)	2.8	12.35	81.42
儀化	1033(000871)	1.57	6.13	79.01
洛陽玻璃	1108(000876)	1.43	5.16	72.28
南京無線電子	0553(000775)	1.58	5.33	75.70
東北電氣	0042(000585)	0.63	1.81	71.47
昆明機電	0300(000806)	1.71	4.86	71.16
海航國際	0921(000921)	1.53	4.28	70.7
船舶控股	0317(006885)	4.97	13.78	70.44
天津創業環保	1065(000874)	1.8	4.96	70.25
重慶鋼鐵	1053(01005)	0.93	2.53	69.87
山東新華製藥	0719(000756)	1.8	4.83	69.45
經緯紡織	0350(000666)	3.87	9.99	68.25
北人印刷	0187(000860)	2.09	5.32	67.8
上海石化	0338(000888)	2.09	5.27	67.49
金風科技	2208(002202)	2.65	5.8	62.55
北京北辰實業	0588(01588)	1.31	2.67	59.78
中國鋁業	2600(01600)	3.27	5.82	53.94
大唐發電	0991(01991)	2.62	4.61	53.41
大連港	2890(01880)	1.7	2.85	51.61
廣州藥業	0874(00332)	15.58	26.32	51.48
華電電力	1071(000027)	2.42	3.8	47.80
克州煤業	1171(000188)	11.68	18.22	47.45
農鳴紙業	1812(000488)	2.64	3.88	44.23
四川成渝	0107(01107)	2.24	3.29	44.19
紫金礦業	2899(01899)	2.63	3.84	43.86
中國東方航空	0670(00115)	2.52	3.64	43.25
中國中冶	1618(01618)	1.58	2.22	41.66
中海發展	1138(000026)	3.25	4.42	39.73
東方電氣	1072(000875)	11.84	15.89	38.92
上海電氣	2727(01727)	3.18	4.22	38.23
第一拖機股份	0038(01038)	6.25	8.22	37.67
中海集運	2866(01866)	1.84	2.35	35.82
中國遠洋	1919(01919)	3.29	4.15	35.02
華能國際電力	0902(000011)	5.38	6.71	34.28
中國石油	2893(01808)	13.02	16.17	34
粵電電力	0548(00548)	2.86	3.53	33.50
馬鞍山鋼鐵	0323(000808)	1.66	1.95	30.58
廣深鐵路	0525(01333)	2.27	2.66	30.05
江西銅業	0358(00362)	18.54	21.11	28.01
安徽皖通公路	0995(00012)	3.42	3.86	27.37
金隅股份	2009(01992)	5.13	5.75	26.87
新華保險	1336(01336)	23.85	26.47	26.14
比亞迪股份	1211(002594)	13.74	14.91	24.46
中煤能源	1898(01898)	6.87	7.25	22.33
中國南方航空	1055(00029)	3.57	3.76	22.17
中國國航	0753(01111)	5.01	5.02	18.19
中國銀行	0998(01998)	3.94	3.83	15.68
中聯重科	1157(000157)	8.84	8.38	13.53
中國藥業	3988(01988)	2.95	2.78	13.02
上海醫藥	2607(01607)	12.62	12.07	12.94
中國石油	0857(01857)	9.65	8.85	10.62
中國通訊	0763(000063)	11.92	10.9	10.35
鞍鋼股份	0347(000898)	4.06	3.65	8.82
交通銀行	1398(01398)	4.39	3.81	5.55
交通銀行	3328(01328)	5.17	4.36	2.8
民生銀行	1988(00016)	6.99	5.87	2.39
中國石化	0386(000028)	7.17	6.02	2.37
滙豐	2338(000338)	22.05	18.15	0.42
中國中鐵	0390(01390)	3.03	2.45	-1.38
農業銀行	1288(01288)	3.07	2.48	-1.47
中國人壽	2628(01628)	21.3	17.18	-1.63
中國太保	2601(01601)	24.25	19.42	-2.36
中信證券	6030(000030)	13.72	10.76	-4.52
中國南車	1766(01766)	5.52	4.2	-7.73
青島啤酒	1068(000600)	43.15	32.83	-7.74
建設銀行	0539(01939)	5.26	3.95	-8.33
中國神華	1088(01088)	29.5	21.93	-10.27
江蘇寧滬高速	0177(000377)	6.7	4.9	-12.08
招商銀行	3968(00036)	13.9	9.92	-14.86
中國鐵建	1186(01186)	6.22	4.35	-17.21
中國平安	2318(01318)	59.1	40.87	-18.53
安徽海電	0914(000585)	20.55	14.06	-19.81
中國交通建設	1800(01800)	6.85	4.54	-23.68

證券推介

中聯通保利潤率重建信心

中國聯通(0762)公布上半年中期業績，收入按年升20.0%至1,217億元(人民幣，下同)。EBITDA按年升12.5%至360億元，而盈利按年升31.9%至34.3億元。

這份中期業績優於市場預期，當中第二季EBITDA利潤率(以服務收入計)按季上升1.8個百分點至36.2%，證明聯通於爭取收入增加同時亦能保存利潤率，而這正是多數投資者所擔憂的。

移動服務收入按年上升23.4%至605億元(佔總收入50%)，主要受3G服務收入急增104%至269億元(佔移動服務收入44%，按年增17個百分點)。雖然3G ARPU(平均每月每戶收入)按年跌22%至91.8元，較高ARPU的3G業務佔比上

升提升了整體移動業務ARPU2.8%至48.1元(2G ARPU按年下跌8.9%至34.9元)。合約用戶佔3G總用戶48%(按年升24個百分點)並將改善用戶流失率。

固網收入按年微增1.5%至415億元(佔總收入34%)。寬帶業務按年13%的增長(至194億元，佔固網收入47%)抵銷了本地電話收入按年跌15%(至151元，佔固網收入31%)。

營運支出方面，折舊攤銷只按年升6.2%至302億元(佔總收入24.8%，按年降3.2個百分點)，因規模效益開始顯現。銷售及市場推廣支出(200億元，包括手機補貼)佔收入比例維持於16.3%水平。3G手機補貼支出成功控制於35

億元(按年升15%，或佔3G服務收入的比例按年降10.1個百分點至13.1%)，因公司集中於非手機補貼的優惠推廣，如存費送費及購機送費。

3G上客提速 助股價轉勢

總括而言，本行相信這組業績將令投資者重拾信心，中聯通的一眾負面因素已反映在價格之中，在估值低殘的背景下，3G上客量重新提速將有助公司股價於下半年會出現轉勢。2012年上半年的業績反映公司的成本控制得宜，有能力在3G上客量的增速浪潮中創造更多利潤，這一點正填補了公司整個復甦故事較為缺失的一環。

國資資本



美股調整 港股成驚弓鳥

數碼收發站

美股道指隔晚突急跌115點退至13,057，有聯儲局委員唱反調不支持推QE3，周五亞太區股市全線回落，並以日、港、韓、紐、菲股市跌逾1%的跌幅較大，而內地股市亦再跌穿2,100關。港股裂口低開202點並跌穿二萬關，匯豐控股(0005)、中移動(0941)及內銀四行等重磅股備受壓力，最多跌292點，恒指低見19,840，收報19,880，全日跌252點，惟成交額縮減至398億元。大市上攻失利，又再回落到19,800/19,900近日承接區爭持，下周期指結算，好淡大戶角力料更白熱化。 ■司馬啟

8月期指隨大市回落到19,937/19,808爭持，雖面對急跌市，但低水幅度未顯擴大，收報19,863，全日跌262點，較恒指低水17點，成交合約減至5.88萬張。

觸發美股急回的導火線，是聖路易聯邦儲備銀行行長James Bullard唱反調，表明如果美國經濟今年餘下時間保持2%左右的溫和增長，聯儲局就有充分理由按兵不動，而且數據也持續表明美國經濟正在好轉。表面上，按美股跌幅似乎反映上述銀行行長的言論有影響力，但以道指單日跌幅0.88%而言，相對於美股已連升3週逾3%，美股屬借勢獲利調整，市場並無恐慌退市，而急回約1%亦在可接受預期之內。美股周五收市倘能企於13,000關之上，仍有利下周市勢反彈。

人行在6月的誠意也在市場淡忘中突然出招，8月份內減息或減存備金率幾乎是各方預期，從昨日急跌市來看，這一個周末似乎又要落空。中銀香港(2388)在中期放榜後，股價隨大市回落0.30元或1.2%，收報24.60元，成交2.89億元，略多於周四創出24.95元一年高位的成交額。中銀香港上半年盈利112.4億元，減6.3%，扣除去年同期雷曼事件回撥，核心盈利實際增長16%，代表中銀

香港業務正步入人民幣業務帶動淨息差快速增長期。今年是中銀上市十周年，中期息0.545元，較去年同期0.63元減少13%，主要是去年同期雷曼回撥盈利大增而增加派息。末期會否增派派息，成為下半年業務表現的關注點之一。

中銀香港候回調收集

中銀是在2002年7月以每股8.5元發售24.54億股舊股上市，以昨日股價24.60元計，漲了1.89倍，而歷史高價為2010年11月11日的29.40元，歷史低價為2009年3月9日的6.30元。上市後每年派息穩步增長，但在2008年受金融海嘯影響，雷曼事件引發巨額賠償，導致該年度末期無息派，及至2009年中期息也減至0.285元，遠低於2008年中期息0.438元。不過自2009年末期至今已恢復正常派息水平，去年中期更增加派息回購股東支持。十周年會否派特別息仍屬未知之數，但以維持去年末期息0.558元計，全年股息最少有1.103元，現價計息率為4.48元。中銀今年以來股價累升33%，業績對辦，但派息無驚喜，股價見高後調整十分合理，當股價回至相當於息率逾5厘水平，投資者可再收集。

紅籌國企/高輪

張怡

醫藥龍頭股續看高一線

內地股市在周末前沽壓增大，滬綜指進一步失守2,100點大關，收報2,092點，跌近1%。至於這邊廂的港股也繼續「單跳」，繼周四漲逾200點後，又告一次過全數「拱手讓人」。受市場氣氛轉趨影響，也導致有表現的中資也告減少，A+H股方面，科龍A股(000921)漲近5%，而H股(0921)更升近7%，已為少數於兩地彈力均佳的股份。

重中資股方面，電訊股續為市場焦點所在，但中國聯通(0762)先升後回，由高位的13.78元，反彈回順至13.1元報收，僅升0.08元，則令捧場客大失所望。值得一提的是，聯通近日股價明顯跑贏大市，即使股價昨跌頭尾，但全周計仍漲達10.45%，在港股短期走勢欠方向，該股高位遇阻也十分自然。不過聯通業績表現已有改觀，加上過去一段時間累積的跌幅已不少，在股價技術走勢已轉強下，預計後市不難維持高位可見。

多隻醫藥股已先後公布完中期業績，當中中國藥業(1093)盈轉虧，而上海醫藥(2607)和聯邦製藥(3933)則倒退，反觀龍頭股的國藥控股(1099)則表現增長勢頭。截至今年6月底止，作為中國最大的醫藥分銷商的國藥，中期純利約9.59億元(人民幣，下同)，按年升22.26%，其中佔集團收入約95%的醫藥分銷分部收入為62.9億元，按年增加40%，雖升幅較2011年上

半年的49.3%有所回落，惟其盈利表現優於同業，反映內地醫改，龍頭股反而成為行業主要的受惠者。

國藥呈強升勢有餘未盡

另一方面，醫藥股一向被指視為防守性較高的板塊，原因是內地醫療改革逐步發展，加上人口老化，國民對醫藥需求有增無減，醫藥股中長線具投資價值，而國務院較早前下發的《社會保障十二五規劃綱要》，也有利醫療消費需求的增加。國藥昨曾高見25.4元，創出年內新高，收市報25.1元，仍升0.3元，升幅為1.21%，而全周計，其更升0.7元，升幅2.87%，相比周內恒指和國指分別跌1.17%及1.6%，表現亦明顯跑贏大市。可考慮趁股價回調部署上車，下一個目標價上移至27元，惟失守10天線的23.9元則止蝕。

投資策略：

紅籌及國企股走勢

港股走勢依然十分反覆，但預計資金流向仍有實力中資股。

國藥控股(1099)

業績保持增長勢頭，股價走勢亦呈強，資金持續流入強勢股，該股也將受惠。

目標價：27元 止蝕位：23.9元

中國國際金融

滬深股評

包鋼稀土弱勢料持續

包鋼稀土(600111.SS)2012年上半年實現營業收入63.0億元(人民幣，下同)，同比增長5.3%；歸屬母公司淨利潤15.7億元，折合每股收益0.65元，同比下滑20.6%，略低於我們預期約7%。其中2季度實現每股收益0.15元，環比下降70%，環比下滑主要原因是稀土產品銷量及價格下降。

2季度毛利率環比下滑29個百分點至33%，主要原因是稀土市場低迷，價格下跌以及生產成本上升所致。2季度銷售收入環比下滑24%，同比下滑29%，主要原因是稀土產品價格及銷量下滑所致。至於2季度計提資產減值損失1.6億元，影響每股收益約0.06元，主要原因是2季度末多數稀土產品價格低於上年末水平，公司對部分存貨補提了存貨跌價準備。

次季稀土產品價跌2成

2季度稀土產品價格環比平均下跌約20%，近期稀土價格已現企穩跡象，但由於下游需求依然疲弱，稀土產品成交依然非常清淡，因此價格上行動力仍顯不足，我們判斷短期內稀土價格將會維持平穩走勢。

H股透視

交銀國際

經濟乏力 中煤盈利續下滑



中煤能源(1898)2012年上半年公司實現收入45,407.7百萬元(人民幣，下同)，同比增長5.4%，實現淨利潤5,123.6百萬元，同比下降8.2%，實現每股收益0.39元。綜合近期內地煤炭類上市公司的半年報數據來看，盈利能力同比下滑似乎已成「共性」。

上半年，公司完成商品煤產量5,524萬噸，同比增長6.4%；完成煤炭銷售量7,209萬噸，同比增長8.7%，其中，自產煤銷售量5,375萬噸，同比增長7.2%。

上半年，內地市場環境較差，公司現貨煤價大幅下跌，但自產煤的綜合售價仍同比提高2元/噸。2012年上半年，公司自產商品煤合計5,375萬噸，其中，內銷自產煤佔到5,336萬噸，佔99.3%。公司的長單銷量(內銷)為2,352萬噸，這部分煤炭售價僅463元/噸，同比提高56元/噸。公司執行現貨價格的銷量(內銷)為2,981萬噸，這部分煤炭售價由上年同期的575元/噸下降為519元/噸，同比減少56元/噸。公司的合同煤佔比由上年同期的56.2%下降至44.5%。公司自產商品煤綜合售價為496元/噸，同比提高2元/噸。公司銷售到，上半年環渤海動力煤綜合售價下跌約13%，而公司自產商品煤綜合售價卻略有上升，這其中的關鍵就在於，合同煤起到了「價格穩定器」的作用。

下半年售價料低位運行

成本的剛性上漲導致淨利潤同比下滑。上半年，公司增收卻不增利，銷售成本較快增長是主要原因。期間，公司的銷售成本上升8.9%，其中，員工成本、折舊及攤銷費用、維修及保養費用的增幅都超過9%。因而，公司的綜合毛利率僅為23.4%，同比下滑2.5個百分點。

我們判斷，當前的內地動力煤價格離最低點已經不遠，但仍在尋底過程中，下半年，由於經濟增長乏力，煤價可能將保持低位運行格局，因而，公司下半年綜合售價水平將低於上半年。結合中期業績數據以及我們對行業和公司下半年運行趨勢的判斷，我們此次將公司2012/2013年盈利預期由此前的0.82/0.92元/股下調為0.73/0.80元/股。

公司的新建產能正在穩步推進過程中，未來的增長潛力仍值得看好。我們維持公司「長線買入」的投資評級，並維持此前的目標價8.51港元(昨收市7.05港元)，對應於8.7倍2013年動態市盈率，潛在升幅為17.4%。