

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

中資股沽壓較大 提防國指先破底

8月31日。港股在破下了19,600關口後，短期弱勢出現進一步加劇，走了一波三連跌的行情。目前，歐美股市已有從高位回落的傾向，對於正處於弱勢盤面的港股，可能會構成進一步的打擊。至於A股方面，內地經濟下行的風險憂慮未除，加上市場對於政策面的預期出現變化，相信A股目前難以擺脫尋底格局。不排除A股在超跌後有技術性企穩或者有小幅反彈的空間，但是在現階段，要把整體弱勢扭轉過來確實不容易。

關注市場對QE3預期

投資者對於QE3的憧憬期待，依然是目前影響全球金融市場的最大因素。以美國近來表現時好時壞的經濟數據來看，該遲遲未到伯南克早前說的必需時刻，到了要推出QE3的時間點。因此，我們估計美聯儲在11月總統大選前，落實推出QE3的可能性不大。而我們更關注的是，市場對於QE3的預期能否保存溫度，對於仍然處於相對高位極點的美股，有構成爆發性的影響可能，要提防有「小黑天鵝」事件出現的概率。

低位反彈動力仍疲弱

恒生指數經歷了周四下跌超過200點後，在周五繼續震盪走低的行情，低位反彈的動力依然疲弱，走了一波三連跌的行情。恒生指數收盤報19,483，下跌70點；主板成交量有394億元。而整體沽空金額持續高企，在周五錄得有49.5億元，沽空比例有12.5%繼續超標，空頭有積累倉位的部署跡象，潛在沽壓仍未散去。值得注意的是，國企指數繼續領跌，以周五的收盤價9,280來算，僅差159點或1.74%，就會打低到年內最低點9121。情況說明了中資股的壓力依然較大，並且要提防國企指數有率先破底的可能性。操作上，建議要繼續保持謹慎的態度。

證券推介 時富金融

工行領導地位看高一線

工商銀行(1398)周四公布中期業績，截至六月底上半年，公司純利按年升12.5%至1,231.6億元(人民幣，下同)，每股盈利0.35元，不派中期息。期內，實現淨利潤按年增12.5%至1,232.41億元；手續費及佣金淨收入增長1.9%至548.04億元，佔營業收入比重約21%。而利息淨收入則按年增16.9%至2,040.58億元，佔營業收入77.6%，主要由於優化投資組合結構及控制負債成本。同期，雖然淨利息差較去年下降0.01%至2.48%，惟淨利息收益率(NIM)卻上升0.05%至2.66%，反映工行上半年利率市場化的改革對工行貸款業務的壓力有限。截至六月底，工行不良貸款率從去年底的0.94%降至0.89%，雖然逾期貸款較去年底增加7%至620.5億元，但增幅仍較其他大型銀行低，資產質素屬可接受範圍內。可是，若單看工行第二季度的表現，其純利按季升幅不足1%，當中，手續費及佣金淨收入更倒退8.5%，或成為其下半年前景的隱憂。

總括而言，工行下半年的發展實存不少風險，惟整體盈利能力及其於行內仍佔據領導地位，因此，下半年可於同行中繼續看高一線，現價附近相信將有承接，短期內料可重回50天日線上方。

AH股差價表 8月31日收市價

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

證券分析

東風調整反映負面因素

東風集團(0489)於8月29日公布中期業績，營業額按年升6.8%至681億元(人民幣，下同)但淨利潤則按年下跌8.4%至53.7億元。股價昨日跌0.2%。

雖然銷量維持理想，平均售價及利潤率被一定程度犧牲。受最高利潤率的車款天賴佔比下降以及整體車價疲弱，乘用車分部的平均售價按年下跌2.5%而毛利率亦收縮1.0個百分點至20.9%。銷售費用按年增18.2%至30.6億元，並佔營業額4.5%(按年升0.4個百分點)。

現時庫存高於健康水平

現時庫存水平超過60天，高於健康水平30-45天。東風已關注到這情況並將密切監控情況，及致力於年底將庫存水平降至60天以下。然而，東風並未下調全年銷售目標(更有所上調)。故

對補貼或推廣力度加大以致利潤率收縮的擔憂將持續。本行調整2012年營業額、毛利率、銷售費用佔營業額佔比及淨利潤預測至1,423億元(按年升8.3%)、19.4%(按年跌0.7個百分點)、5.0%(按年升0.2個百分點)及104.8億元(按年持平，每股盈利0.122元)。

本行將估值水平調低至2012年8.9倍市盈率(較2011年平均高9%或1個標準差)，目標價為13.2元。一方面，股價的結構性復甦將有賴堅實的信號如理



想的汽車銷售、庫存回落至正常水平及售價趨穩。於呆滯的經濟情況下這些信號看似遙遠。另一方面，本行認為現時相當於2012年6.8倍市盈率(較2011年平均低17%或約2個標準差)的估值已反映大部分負面因素。維持買入評級。

港地產股前景仍佳

數碼收發站 對美聯儲局推QE3預期降溫引發的調整延伸至美股，隔晚道指回落百點險守13,000關，周五亞太區股市互有升跌，觀望伯南克在聯儲局年會演說成主調，台、星、紐、菲股市溫和上升，而日股則跌1.6%失守9,000關。內地股市續弱勢而跌幅收窄，港股低開36點後一度低見19,451，全日在百點內上落，金融、電訊股拖累大市，但港地產股普遍反彈回應特首十招樓市措施，恒指收報19,483，全日跌70點或0.36%，成交額394億元。伯南克對QE3意向及經濟情勢的言論將左右未來兩周大市走向，港市已回落至承接區內待變。 司馬敬

特首梁振英公布十項短中長期措施回應近月的樓市狂熱，大方向是從供應入手，之前市場流傳配合收緊非自置按揭或在額外印花稅落實落空，港地產股應聲反彈，長實(0001)反彈1.6%；新地(0016)重返百元關升1.4%；恒地(0012)升2.1%；新世界(0017)升0.6%；信置(0083)升0.1%。正如昨日所言，今次十招穩定樓市措施中，加快批售樓花對地產股屬有利消息，根據昨日發展局局長披露的消息，地政署正處理21個申請預售樓花項目，涉及9,000個單位，可以預期，新批樓花進度肯定會較前快速，以配合增加土地供應及住宅需求的大方向。已擁有多個大中型項目的發展商如長實、新地、恒地及信置、合和(0054)、嘉華(0173)、嘉里(0683)、九龍建業(0034)等將受惠，有利今年盈利前景預期。

內地PMI勢加快人行放水

另一方面，地政署已公布第3財季(10月至12月)賣地計劃，共推出6幅住宅地皮招標，可提供1,760個單位。

內地8月份製造業採購經理指數(PMI)今日揭盅，由於匯豐中國8月份PMI初值已跌至47.8，較7月份急跌1.5個百分點，預示內地經濟進一步放緩，今早公布的內地PMI料會跌穿50點大關，跌幅有多大成關注點。

話說回來，內地PMI進一步轉弱，勢將加快人行減息及下調存款準備金率的行動，對以炒作前景的股市反而成為利好預期，在A股已處3年多以來的低水平而言，當人行或國務院有具體措施支持實體經濟及內需，A股反彈動力必強。

8月份股市單日計數跌341點或1.71%，收報19,483，全月走勢先升後跌，曾升叩20,300高位，尾市低收，主要是熱炒內地放水預期仍然落空，加上聯儲局推QE3預期降溫，引發回吐壓力。大市跌穿250天水平，但仍處於政策市左右，美QE3預期、人行採措施支撐經濟及歐央行實質性解歐債危機等，均直接左右未來兩周大市走向，基於大市已回吐千點並處於19,500/19,300的承接區，現水平大跌的機會較低。

紅籌國企 張怡

基建板塊回落可留意

反覆波動的8月市於昨日劃上句號，觀乎國指成份股之中，前期較落後的藥業股再獲垂青，當中龍頭股的國藥控股(1099)便於月內累升8.1%，表現明顯跑贏大市。國藥較早前公布，截至今年6月底止中期業績，股東應佔溢利為9.59億元人民幣，同比上升22.3%，不派息。除了業績表現符合市場預期外，根據國務院的規劃文件，未來五年內地醫藥產業規模的複合增長率將保持兩成以上，對作為行業龍頭的國藥也將受惠，而該股技術走勢已呈強，料後市反覆走高的機會仍大。

相比之下，基建股表現則相對遜色，當中中國中鐵(0390)和中交建(1800)便於月內分別下跌14.1%和12.7%。中鐵剛公布上半年業績，截至今年6月底止，股東應佔利潤為23.9億元(人民幣，下同)，較去年同期跌2.2%，每股基本盈利11.2分，不派中期息。期內，營業收入為1,909億元，較去年同期跌11%。基建業務為集團最大收入來源，其內收入達到1,618.44億元，按年下跌15.2%，主要是因為鐵路建市場投資大幅減少所致。不過，毛利率則同比上升0.92個百分點至8.67%，主要是受到鋼材、水泥等主要材料價格下跌降低工程成本，加上毛利率較高的城市轨道交通業務佔比上升所帶動。

滬深股評

廣州友誼收入增速回暖

廣州友誼(000987.SZ)2012年上半年實現營業收入21.4億元(人民幣，下同)，同比增長0.6%，和去年同期基本持平，淨利潤1.92億元，每股收益0.53元，同比下降5.4%，和我們前期業績預覽一致，佔我們全年預測的51%。其中2季度單季收入同比增長7.3%，淨利潤下降4.0%，比1季度略有收窄。

毛利率提升1個百分點

上半年受經濟下行、消費疲軟影響，北上廣深等一線城市、沿海城市零售市場增長乏力，公司積極調整商品結構，開展客戶服務和促銷，收入基本持平。其中，2季度收入顯著回升至7.3%，毛利率提升幅度較1季度的1.3個百分點收窄至0.6個百分點。

上半年銷售管理費用同比增長23.4%，顯著快於收入增速，主要受國金店以及租金、人工等剛性成本上升影響，營業利潤同比下降2.6%。但是，公司2季度通過努力實現轉正，同比上升2.1%。

盈利具備彈性，但廣州新增商業物業較多，可能會有所分流，需持續關注。公司定位高檔，同時精細化經營水平高，若消費趨勢有所回暖，盈利具備彈性。但是需要適當關注的是太古匯、高德置地春夏、花城匯等商場陸續開業，新增商業面積對原有零售商可能會形成一定影響。

中鐵手頭訂單充裕博反彈

另一方面，集團上半年新簽合同額增長21.7%達2,904.1億元，完成全年目標6,500億元的44.7%。截止6月底止，公司的未完工合同額上升8.25%，達到11,453億，當中基建佔9,373億。集團手頭訂單充裕，加上內地通脹持續受控，而中央稍後將進一步推出刺激經濟，都可望提升業務表現。此外，中鐵剛表示，將投資逾14億元與母公司合資設立中鐵財務，也屬利好消息。趁股價調整部署收盤，博反彈目標仍勝年高位的3.58元，惟失守下一個支持位的2.7元則止蝕。

投資策略：

紅籌及國企股走勢

港股調整壓力未消，預計中資續以個別發展為主。

中國中鐵

上月累積的跌幅已大，手頭訂單充裕，續受惠國策支持，料反彈空間仍在。

目標價：3.58元 止蝕位：2.7元

中國國際金融

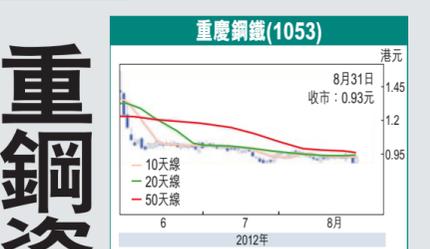
估值處於行業最低水平

維持中性。目前公司2012年-2013年市盈率11.2倍和9.4倍，估值處於行業最低水平，主要來自市場對於高端消費增速放緩，公司銷售表現弱於預期影響。目前來看，公司經營情況體現出一定的回暖趨勢，且其經營管理能力優秀，現金充沛(15.26億元現金)、分紅比率平均達到50%左右，若經濟好轉其彈性也相對更大，可開始適當關注。

廣州友誼(000987.SZ)



國企透視 交銀國際



重慶鋼鐵(1053)上半年實現營業收入102.8億元(人民幣，下同)，同比下降21.2%，淨利潤為負648百萬元，每股虧損0.374元。下游鋼材需求較弱，致鋼價大幅下跌是利潤由盈轉虧的主要原因。

鋼價同比大幅下降

自去年4季度以來，鋼材市場持續低迷，上半年公司鋼材(坯)銷售均價為3,755元/噸，同比下跌12.4%，分產品來看，各類產品毛利率大幅下降，除去板材及熱卷，其餘產品毛利率均為負值，而板材及熱卷的價格較去年同期相比出現大幅下跌，去年同期佔公司銷售收入32.5%的板材價格同比下跌14.8%，收入減少8.35億元，公司銷售收入30.9%的熱卷價格同比下跌10.9%，收入減少4.89億元。銷量方面，鋼材(坯)銷量為260.2萬噸，同比降低0.56%，型材及線材的銷量分別下跌97.7%與97.6%，生產線搬遷是造成銷量出現大幅下跌的主要原因，生產成本有所提高。

下游需求不容樂觀

廠區搬遷後。可以預見的是生產線從調試到正常生產還需要較長一段時間，在此階段中成本將會提高，而下半年需求形勢將比上半年更為嚴峻，目前仍有盈利的板材類鋼材為近兩年產能過剩最為突出的品種，加上近期主要原材料價格出現下跌，預計下半年價格仍將處於低迷的狀態。

發改委已下文核准環保搬遷工程，但投資部分尚未得到批准，而重鋼集團之前表示，如果未能獲得政府補貼或政府補貼少於15億元人民幣，集團將以現金或資產的方式對上市公司進行補足，我們認為未來兩年間，隨着廠區的搬遷，公司各項費用的支出費用較高，目前資產負債率已達87.39%，而產能釋放需要一個過程，且下半年至明年鋼鐵行業難見明顯改善，預計這部分補貼將緩解重慶鋼鐵目前的經營壓力。

公司搬遷後部分生產線仍處於調試中，各項成本將給公司帶來較大負擔，且下半年鋼鐵行業將面臨更嚴峻的形勢，唯期待資產重組完成後公司能得到補貼，我們認為下半年虧損將擴大，明年公司有可能獲得補貼，調整12/13年每股盈利(EPS)從之前的-0.15/0.02調整為-0.425/0.01，維持「中性」的投資評級，下調公司目標價從1.21港元至1.06港元。現目標價對應2012年PB為0.45倍。