

板塊 拆局

匯業證券策略師 岑智勇

# 煤炭業或見底 神華可博反彈

回顧2014年，美匯指數升至90水平，創了近8年的高位，成為全球投資市場的焦點之一。在美匯上升的同時，以美元報價的商品價格卻紛紛下跌。反映19種大宗商品價格的CRB指數，於2014年下跌逾15%，當中又以能源相關商品的跌幅最厲害，原油、汽油及天然氣分別下跌近41%、44%及27%，而且跌幅都主要是在第四季出現，跌勢有待喘穩。

### 煤出口減稅有利出口

至於未有反映在CRB指數的秦皇島煤價，在2014年下跌近15%，但價格在第四季反彈近7%。近期國家陸續推出針對煤炭供應的國策，例如在2014年下半年推出一系列煤炭限產、提高煤

炭進口關稅等政策，去舒緩煤炭產業化解過剩產能的情況，相信是煤價喘定的原因之一。至於需求方面，中國政府亦在1月1日起降低煤炭產品出口關稅稅率，有望帶動煤炭的出口市場。再者，近期推出的其他國策，如「一帶一路」等政策，都能拉動煤炭等能源的需求，有望成為支持煤炭價格的另一因素。

在香港上市公司中，不乏從事煤炭相關業務的公司，但受近年煤炭行業不景氣影響，不少公司在最新財年都錄得虧損。幸而，煤炭行業在經歷多年不景氣後，終於有見望底，甚至出現反彈；惟在挑選投資對象時，應挑選實力較佳者，以提高投資組合的防守性。

### 邊際利潤15.9%勝同業

以股東回報率(ROE)去衡量，在最新財年中，以中國神華(1088)及伊泰煤炭(3948)的ROE最高，分別為15.82%及16.78%。雖然伊泰煤炭的ROE較高，但主要是靠高負債比率(Financial Leverage)去推動；若論盈利能力，則以中國神華稍勝一籌，其邊際利潤(Net Profit Margin)為15.9%，高於伊泰煤炭的14.1%。

換言之，伊泰煤炭的ROE質素稍遜，這亦能在其估值中反映。伊泰煤炭的市盈率(PE)及市賬率(PB)分別為5.4倍及0.87倍，都較中國神華的8.4倍及1.3倍為低。再從股價角度看，伊泰煤炭的股價自上市後反覆下跌，近期再創低



位；相反中國神華的股價表現相對較佳。

再者，對香港投資者而言，亦以早於2005年6月上市的中國神華較為熟悉，而伊泰煤炭於2012年7月才由B股轉H股於香港上市；兩者中又以中國神華較受機構投資者歡迎，股東名單包括J.P. Morgan Chase & Co. (9.98%)及貝萊德(8.31%)等。總體而言，若要博煤炭行業見底反彈，中國神華會是行業首選。

本欄逢周六刊出 (筆者為證監會持牌人，沒持有上述股份權益)

# 重慶行返「水面」續看漲

## 紅籌國企 高輪 張怡

港股在2015年首個交易日紅盤高掛，而觀乎中資股續成市場熱捧的焦點所在。

內房板塊受惠多項利好消息支持，升勢頗見全面，當中保利置業(0119)、首創置業(2868)、萬科企業(2202)和雅居樂(3383)等都漲逾1成。另外，南車落實吸收合併北車，大行紛紛錦上添花唱好，刺激「三車」續成資金熱捧對象，收市均再進賬超過1成。

內銀板塊在港股2015年首個交易日亦為焦點之一，當中又以二線內銀的升勢最見凌厲。重慶銀行(1963)昨現破頂行情，並以全日高位的6.11元報收，升0.12元，升幅2%，再創上市新高。儘管重慶行股價已創出新高，但該股2013年11月6日上市價為6元，換言之，該股只是剛「浮出水面」，加上其本身估值在同業中依然較為偏低，故其後市表現仍續可看好。

消息方面，重慶行旗下信託資產證券化計劃已獲批准，將旗下不良資產或流動性較低的資產，組成信託資產證券，發行總規模約19.13億元(人民幣，下同)，總年期不超過3年，其後將在內地銀行間證券市場發行上市。董事會指出，該計劃可改善該行的信貸資產結構，以及促進建立長效機制，以確保該行的資產充足水平。

該行去年上半年純利16.66億元，增長18.1%；每股盈利62分，不派中期息。期內，淨利息收入29.83億元，增加20.6%；淨利差2.61%，收窄0.02個百分點；淨利息收益率2.86%，上升0.05個百分點。重慶行今年預測市盈率約4.77倍，在同業中處偏低水平，而息率近5厘，也具吸引力。

此外，該股市賬率仍低於1倍，也有被低估之嫌。趁股價剛重返「水面」跟進，下一個目標上移至7元(港元，下同)水平，惟失守10天線支持的5.94元則止蝕。

### 中行購輪17900貼價之選

內銀股紛高掛，當中中國銀行(3988)更再度破位而上，收報4.43元。若繼續看好中行後市攀高走勢，可留意中行摩通購輪(17900)。17900昨收0.415元，其於今年9月29日到期，換股價為4.38元，兌換率為1，現時溢價8.24%，引伸波幅34.1%，實際槓桿5.3倍。此證為輕微價內輪，現時數據又屬合理，加上交投較暢旺，故為較貼價之選。

## 投資策略

### 紅籌及國企股走勢

港股勢頭向好，有利資金流入中資股。

### 重慶銀行

估值在同業中仍偏低，剛重返上市價，有利其後市走高。

目標價：7元 止蝕位：5.94元

## AH股 差價表

名稱	H股(A股)代號	1月2日收市價		12月31日收市價		H比A折讓(%)
		H股價(港元)	A股價(人民幣)	H股價(港元)	A股價(人民幣)	
浙江世寶	1057(002703)	6.68	25.95	6.68	25.95	79.40
山東墨龍	0568(002490)	2.99	8.63	2.99	8.63	72.27
京城機電股份	0187(600860)	2.93	6.93	2.93	6.93	66.16
儀征化纖股份	1033(600871)	2.49	5.85	2.49	5.85	65.93
昆明機床	0300(600806)	3.20	7.32	3.20	7.32	65.01
第一拖拉機股份	0038(601038)	5.78	13.02	5.78	13.02	64.47
東北電氣	0042(000585)	1.86	4.06	1.86	4.06	63.33
山東新華製藥	0719(000756)	3.68	7.97	3.68	7.97	63.04
天津創業環保	1065(600874)	5.19	11.06	5.19	11.06	62.44
經緯紡織	0350(000666)	9.01	18.00	9.01	18.00	59.94
上海電氣	2727(601727)	4.15	8.25	4.15	8.25	59.74
上海集運	2866(601866)	2.50	4.94	2.50	4.94	59.49
兗州煤業股份	1171(601088)	6.70	13.18	6.70	13.18	59.31
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.74	3.33	1.74	3.33	58.18
洛陽鉚鋸	3993(603993)	4.65	8.75	4.65	8.75	57.46
中國中冶	1618(601618)	2.71	5.06	2.71	5.06	57.13
上海石油化工	0338(600688)	2.32	4.32	2.32	4.32	57.02
中國通海	1919(601919)	3.89	7.20	3.89	7.20	56.76
南京熊貓電子	0553(600775)	5.75	10.39	5.75	10.39	55.70
北京北辰實業	0588(601588)	2.69	4.79	2.69	4.79	55.05
中國鋁業	2600(601600)	3.54	6.27	3.54	6.27	54.81
大連港	2880(601880)	2.62	4.60	2.62	4.60	54.41
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	2.30	4.01	2.30	4.01	54.09
晨鳴紙業	1812(000488)	3.69	6.17	3.69	6.17	52.13
中海發展股份	1138(600026)	5.60	9.11	5.60	9.11	50.80
大唐發電	0991(601991)	4.25	6.87	4.25	6.87	50.48
四川成渝高速	0107(601107)	3.38	5.42	3.38	5.42	50.09
鄒煤煤	0564(601717)	4.83	7.65	4.83	7.65	49.46
深圳高速公路	0548(600548)	5.23	8.28	5.23	8.28	49.44
廣船國際	0317(600685)	22.70	35.60	22.70	35.60	48.96
紫金礦業	2899(601899)	2.21	3.37	2.21	3.37	47.51
中海油田服務	2883(601808)	13.80	20.76	13.80	20.76	46.79
中國鐵建	1186(601186)	10.34	15.27	10.34	15.27	45.80
金隅股份	2009(601992)	6.96	10.13	6.96	10.13	45.01
東方電氣	1072(600875)	14.22	20.64	14.22	20.64	44.86
中國南方航空	1055(600029)	3.63	5.16	3.63	5.16	43.69
中國中鐵	0390(601390)	6.62	9.30	6.62	9.30	43.02
中煤能源	1898(601898)	4.93	6.92	4.93	6.92	42.98
中國東方航空	0670(600115)	3.70	5.18	3.70	5.18	42.83
中國交通建設	1800(601800)	10.00	13.89	10.00	13.89	42.38
江西銅業股份	0358(600362)	13.36	18.44	13.36	18.44	42.01
中信銀行	0998(601998)	6.29	8.16	6.29	8.16	38.30
中集集團	2039(000039)	17.12	21.89	17.12	21.89	37.40
東江環保	0895(002672)	27.30	34.74	27.30	34.74	37.10
海信科龍	0921(000921)	6.60	8.35	6.60	8.35	36.73
中國國航	0753(601111)	6.27	7.85	6.27	7.85	36.07
中國石油股份	0857(601857)	8.69	10.80	8.69	10.80	35.60
廣汽集團	2238(601238)	7.16	8.67	7.16	8.67	33.90
新華保險	1336(601336)	41.00	49.50	41.00	49.50	33.70
比亞迪股份	1211(002594)	31.75	38.15	31.75	38.15	33.39
海通證券	6837(600837)	20.25	24.07	20.25	24.07	32.66
安徽皖通公路	0995(600012)	5.24	6.19	5.24	6.19	32.24
廣深鐵路股份	0525(601333)	3.83	4.52	3.83	4.52	32.18
金風科技	2208(002202)	12.16	14.13	12.16	14.13	31.12
中聯重科	1157(000157)	6.34	7.06	6.34	7.06	28.12
中國證券	6030(600030)	30.50	33.90	30.50	33.90	27.99
中國人壽	2628(601628)	31.40	34.11	31.40	34.11	26.32
中國通訊	0763(000063)	16.86	18.06	16.86	18.06	25.28
民生銀行	1988(600016)	10.36	10.88	10.36	10.88	23.78
華電國際電力	1071(600027)	6.68	6.99	6.68	6.99	23.51
建設銀行	0939(601939)	6.50	6.74	6.50	6.74	22.81
中國石油化	0386(600028)	6.28	6.49	6.28	6.49	22.55
上海醫藥	2607(601607)	17.08	16.49	17.08	16.49	17.10
長城汽車	2333(601633)	44.20	41.55	44.20	41.55	14.85
鞍鋼股份	0347(000898)	6.56	6.15	6.56	6.15	14.62
中國銀行	3988(601988)	4.43	4.14	4.43	4.14	14.35
農業銀行	1288(601288)	3.99	3.71	3.99	3.71	13.92
交通銀行	3328(601328)	7.34	6.79	7.34	6.79	13.48
中國平安	2318(601318)	83.10	74.77	83.10	74.77	11.04
中國神華	1088(601088)	23.15	20.29	23.15	20.29	8.68
工商銀行	1398(601398)	5.77	4.87	5.77	4.87	5.17
招商銀行	3968(600036)	19.90	16.59	19.90	16.59	3.99
滙豐銀行	2338(000338)	33.35	27.29	33.35	27.29	2.19
中國太保	2601(601601)	39.85	32.30	39.85	32.30	1.25
華能國際電力	0902(600011)	10.90	8.82	10.90	8.82	1.08
江蘇寧滬高速	0177(600377)	9.14	7.30	9.14	7.30	-0.22
青島啤酒股份	0168(600600)	52.45	41.40	52.45	41.40	-1.40
復星醫藥	2196(600196)	27.60	21.08	27.60	21.08	-4.80
安徽海螺	0914(600585)	29.30	22.07	29.30	22.07	-6.26
中國北車	6199(601299)	12.94	7.10	12.94	7.10	-45.88
中國南車	1766(601766)	12.32	6.38	12.32	6.38	-54.56
白雲山	0874(600332)	*	*	*	*	*
洛陽玻璃	1108(600876)	*	*	*	*	*

# 紅盤高掛 港股首季撲25,000

亞太區股市昨日新年首個交易日，雖有約一半市場包括中、日等仍休市，但無阻個別市場開紅盤氛圍，並以印度挺升1.38%及港股升1.07%的表現最佳，而去年大落後的港股以紅盤高掛收市更令投資者有意外驚喜。港股高開78點見23,684，再拋離50天線23,576，稍回後即受內銀、內險、內房及基建鐵路股挺升而突破23,800，一度高見23,867，最多升262點，收報23,858，全日升253點，成交727億元。港股新年首日即顯著追落後，亞洲道指期貨曾大升逾百點，成為港股新年紅盤高收的利好因素之一。恒指已迅速收復50天線，而10天線再呈升穿20天線的態勢，下周港股重上24,000關的機會頗大。 ■司馬敬

踏入2015年，亞太區股市向好為主，油價在去年底跌至53美元水平，有利依賴進口原油的亞洲新興經濟體，對企業、消費者而言，無疑等同大減稅，對經濟持續增長有實質利好作用。而道指期貨昨日曾急升逾百點，增加市場信心並加速了港股補倉盤入市，形成周末市港股再呈強勢。

英PMI失利 歐央行暗示擴買債

繼中國12月製造業PMI降至50.1後，昨日英國公布的12月製造業PMI急跌至52.5，創三個月新低，較預期升至53.7大跌1.2，亦較11月的53.3急跌0.8。數據公布後，市場批落英央行勢推遲加息，令英鎊跌穿1.55關，低見1.5409；兌港元亦跌穿12算。此外，歐元亦受歐央行總裁德拉吉暗示年初會作出擴大買債的言論，令歐元一度跌至1.2035，創2010年6月以來最低，其後徘徊1.2044水平上落。

昨日港股未受上周五美股急跌160點影響而高開高走，並重越23,800水平，恒指在新年首個交易日挺升253點，是名副其實的紅盤高收，預示今年港股有運行，而追落後會成主調。以首季走勢觀之，配合內地人行進一步放水預期、美聯儲局在首季內不加息、歐央行買主權債大量寬

勢在必行等大環境下，首季港股有望挑戰25,000關，投資者可留意未跟上升市的受惠國策的醫藥、新能源等板塊股份。

期指市場在港股收市後由高水轉炒，1月期指收報23,815，低水43點，主要受道指期貨升幅收窄及英國PMI數據失利影響。

中行「一帶一路」做金融龍頭

內銀四大行昨天齊創52周新高，可謂紅運當頭，成為領漲板塊之一。中行(3988)挺升1.3%收報4.43元，成交近16億元。中行在「一帶一路」業務上有大計劃，中行金融部大對內地媒體表示，為落實國務院常務會議「金融支持企業走出去」，中行將支持內地企業通過工程承包、併購、建廠等形式進行過剩產能的對外轉移。其設定的目標包括，中行2015年對「一帶一路」建設相關的授信不低於200億美元，未來三年授信金額達到1,000億美元。

中行將全力推進出口信貸、項目融資、船舶融資、飛機融資和租賃融資等結構化融資業務，以支持內地企業通過工程承包、併購、建廠等形式進行過剩產能的對外轉移，力爭2015年出口信貸和結構化融資項目金額達到100億美元等，而該戰略目標正在走總行的審批流程。



## 中資金融股再發力

1月2日，港股大盤在2015年首個交易日，有一個好開頭。強勢國指再度領漲，並且再創22個月新高12,252，中資金融股全面再啟動，內房股亦有加入創新高行列，都是加大盤面推動力的因素。雖然A股在周五繼續休市停開，但是港股部分有補漲、偷步的動作，如果A股在復市後能夠持續強勁，估計將可強化港股目前的升勢。操作上，建議仍以「抓大放小」為主策略，並且以中資金融股為主標的，而對於內房股的全面突破發展，也可以多加關注跟進。

內地公布了去年12月製造業PMI指數回落至50.1，創18個月以來的新低，顯示經濟下行壓力仍大。但是，這個反而激起市場對政策面有望進一步放鬆的憧憬預期，中資金融股繼續走高，而內房股也終於跟上了。目前，A股仍處於震動上行的總體趨勢，但盤面是否已完成了第三波短期震盪，仍有待觀察驗證，尤其是深綜指和創業板指數，在經歷了三四周的殺跌後，能否恢復穩定性，將會是上綜指延續中長期升浪的重要基礎之一。

國指出現高開高走，在盤中創出了12,252的新高，收盤報12,245，上升261點或2.17%，由12

## 核電將重啟 上海電氣具優勢

去年中央政府多次表態加快沿海核電項目重啟事宜，而今年下半年中國自主設計的三代核電技術「華龍一號」已通過國家能源局和國家核安全局聯合組織的設計審查，並在去年11月初，國際能源局同意福建福清5、6號機組工程調整為「華龍一號」技術方案。

未來5年料投入6000億

近期國家發改委正式向國務院申報啟動核電新項目審批，以上都預示着核電重啟已經進入倒計時階段。根據《核電中長期發展規劃》，中國在2020年在運核電機組將達到5,800萬千瓦，在建核電機組將達到3,000萬千瓦。按照存量數據測算，如需完成上述規

## 證券透視

南北車合併效應待發揮

中國南車(1766)及中國北車(6199)周三分別急升32.3%及45.1%。兩間公司停牌接近兩個月後，周二晚公布合併計劃，股價周三隨即急升。兩間公司由2014年10月27日至2014年12月30日期間停牌，尋求當局審批合併計劃。兩間公司停牌期間，鐵路基建股平均升50%，而這些股份周三則下跌0.8%至2.3%。本行相信兩間鐵路設備股股價急升主要是迫迫停牌期間同業之表現。展望將來，若本行的判斷正確，因應表現落後而追入的上升空間已不大。股價進一步上升的空間來自合併所產生的協同效應，而這些好處需要時間發揮。

回望股份合併計劃，中國南車將全面收購中國北車，每股中國北車股份可換1.1股中國南車股份。中國北車將退市，而新合併的公司將改名為中國中車，中國中車將持有中國南車及中國北車所有資產，承擔所有負債、合約及責任，接收所有營業資格、員工及權益。是次交易看來較利好南車股東，南車僅佔2014年預測合併盈利的48.4%，惟南車股東將佔合併後中國中車的50.58%股權。在是次合併建議前，本行建議買入中國南車及中國北車，當時的目標價分別是7.60元及8.60元。

股價急升後估值已偏貴

然而，兩間公司經過後周三急升後，估值已偏貴。中國南車現價相當於21.0倍2014年市盈率，每股盈利增長34%，而中國北車現價相當於18.4倍2014年市盈率，每股盈利增長14%，以市盈率計，兩間公司的估值創四年高位。本行將中國北車(6199)及中國南車(1766)降至持有評級，目標價分別是9.05元及9.95元(昨天收市12.04元及12.32元)，相當於18.1倍2014年市盈率及20倍2014年市盈率。

成本優勢和我國政府大力推介下，核電出口有望未來在國際市場上斬獲一些訂單，有利於相關核電設備製造商。

2013年核電目前在中國發電總裝機量佔比僅為2.1%，世界發達國家平均水平約為18%，還具有很大的發展空間。

內地的核電主設備商市場主要由三大製造商上海電氣(2727)、東方電氣(1072)和哈爾濱電氣(1133)所掌握，其中又以上海電氣和東方電氣最具競爭力。如果以市佔率考量，我們認為上海電氣在核島設備中具有較大的優勢(約45%市佔率)，特別是在幾項毛利率較高的設備，例如控制棒驅動裝置和堆內構件，