紅籌國企 窩輪 張怡

中海外銷售理想彈力強

內地股市於昨日股指期貨交割日續反覆，上證綜指低開後迅速收復失地，收市報2,825點，升0.66%。至於連跌兩日的港股也止跌回升，收報19,852點，升0.8%。大市投資氣氛有所改善，中資股紛紛借勢作出反彈。

內房股也不乏炒作熱點，當中龍頭的華潤置地(1109)收報18.08元，升4.99%，其10天線也失而復得。同屬一線內房的中國海外(0688)亦現築底回升的勢頭，在低見21.6元獲支持後，反彈至22.5元報收，升0.75元或3.45%。中海外較早前公佈營運數據，4月份合約物業銷售金額約為155.63億元，而相應的樓面面積約為977,800平方米。1月至4月，累計合約物業銷售約為548.70億元，相應的累計樓面面積約為355.75萬平方米，即按年增19.4%及12.9%。

集團銷售情況保持理想，手頭資金充裕，料有助業務拓展。集團最近以48.11億元向中國建築(3311)出售中國海外大廈，估計出售的潛在淨盈利約為14.81億元。另外，公司以5.07億元向母企中國海外集團出售海華五全部已發行股本及銷售貸款。海華五主要從事物業投資，料出售的潛在淨盈利將約為5,000萬元。中海外往績市盈率6.23倍，估值仍處偏低水平。趁股價初現反彈跟進，上望目標為1個月高位的25.3元，惟失守低位支持的21.5元則止蝕。

購輪26372較貼價之選

中海外現反彈勢頭，若看好該股後市表現，可留意中海瑞銀購輪(26372)。26372昨收0.315元，其於今年12月6日到期，行使價為22.38元，兌換率為0.1，現時溢價13.47%，引伸波幅47.8%，實際槓桿4.1倍。此證已為價內輪（約0.53%價內），數據又屬合理，加上交投尚算暢旺，故為較貼價之選。

上海股市盤面述評

【大盤】：內地股市收市上揚，兩市成交縮減2.6%至3,659.4億元（人民幣，下同）。總結本周，滬指累計微跌1點，是連續5個星期下跌，5周累計跌8.2%。上證今低開14點後，一度失守2,800點，其後止跌回穩，在2,800點附近徘徊，尾段升幅擴大，以接近全日最高位收市，收報2,825點，升18點或0.66%，成交1,237.95億元，再創四個半月新低。

【投資策略】：各板塊普遍造好，次新股則升逾5%；水泥升近1%；石油、煤炭、金融、房地產、鋼鐵亦升逾0.5%；僅得陶瓷偏軟。本周市場成交持續低迷，致成交不斷萎縮，內地投資者多選擇觀望，而國家隊持續性買入權重股，令部分題材股強勢反抽，並堅守2,800點，但未能帶動市場氣氛，預料下周後市仍以區間震盪為主。不過，雖場外增量資金入市較少，但亦有不少存量資金在觀望準備吸納，料股指大跌空間不大，並持續考驗2,800點關口，短線大市難有大方向，建議投資者可逢低小注吸納，並在反彈時套利。 ■統一證券（香港）

AH股 差價表

5月20日收市價 人民幣兌換率0.84276 (16:00pm) *停牌

名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
洛陽玻璃	1108(600876)	4.16	26.05	86.54
山東墨龍	0568(002490)	2.66	7.63	70.62
昆明機床	0300(600806)	2.23	6.28	70.07
中石化油服	1033(600871)	1.42	3.94	69.63
京城機電股份	0187(600860)	2.92	7.93	68.97
廣汽集團	2238(601238)	8.55	22.88	68.51
中海集運	2866(601866)	1.61	4.16	67.38
南京熊貓電子	0553(600775)	5.23	13.32	66.91
兗州煤業股份	1171(600188)	3.89	9.24	64.52
上海電氣	2727(601727)	3.21	7.62	64.5
東北電氣	0042(000585)	2.23	5.22	64
山東新華製藥	0719(000756)	4.43	10.36	63.96
第一拖拉機股份	0038(601038)	3.97	9.21	63.67
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.11	2.5	62.58
海信科龍	0921(000921)	3.43	7.62	62.06
安徽皖通公路	0995(600012)	5.8	12.66	61.39
中船防務	0317(600685)	11.4	23.97	59.92
中海油田服務	2883(601808)	5.97	12.28	59.03
中國遠洋	1919(601919)	2.63	5.21	57.46
大唐發電	0991(601991)	2.01	3.93	56.9
天津創業環保	1065(600874)	3.89	7.47	56.11
中國中冶	1618(601618)	2.06	3.69	52.95
北京北辰實業	0588(601588)	2.26	4.03	52.74
鄭煤機	0564(601717)	3.18	5.54	51.62
中聯重科	1157(000157)	2.34	4.06	51.43
大連港	2880(601880)	3.14	5.43	51.27
東方電氣	1072(600875)	5.61	9.65	51.01
中國鋁業	2600(601600)	2.32	3.92	50.12
上海石油化工	0338(600688)	3.7	6.11	48.97
新華保險	1336(601336)	24.7	40.39	48.46
金隅股份	2009(601992)	4.76	7.76	48.3
中國東方航空	0670(600115)	4.21	6.84	48.13
馬鞍山鋼鐵	0323(600808)	1.51	2.44	47.85
晨鳴紙業	1812(000488)	5.06	8.12	47.48
四川成渝高速	0107(601107)	2.57	4.11	47.3
江西銅業股份	0358(600362)	8.42	13.02	45.5
中煤能源	1898(601898)	3.05	4.65	44.72
東江環保	0895(002672)	11.5	17.41	44.33
中集集團	2039(000039)	9.17	13.75	43.8
中國南方航空	1055(600029)	4.84	7.13	42.79
長城汽車	2333(601633)	5.63	8.29	42.77
比亞迪股份	1211(002594)	42.05	59.1	40.04
華能國際電力	0902(600011)	5.21	7.25	39.44
中國石油股份	0857(601857)	5.24	7.21	38.75
中國國航	0753(601111)	5.37	7.38	38.68
白雲山	0874(600332)	17.6	24.1	38.45
華電國際電力	1071(600027)	3.83	5.12	36.96
中興通訊	0763(000063)	10.02	13.27	36.36
紫金礦業	2899(601899)	2.34	3.05	35.34
中國交通建設	1800(601800)	8.39	10.8	34.53
民生銀行	1988(600016)	7.06	9	33.89
金風科技	2208(002202)	11.62	14.81	33.88
中國人壽	2628(601628)	16.58	20.65	32.33
中海發展股份	1138(600026)	4.94	6.14	32.19
中信銀行	0998(601998)	4.45	5.53	32.18
中國中鐵	0390(601390)	5.69	7.07	32.17
海通證券	6837(600837)	11.92	14.8	32.12
鞍鋼股份	0347(000898)	3.2	3.78	28.65
麗珠醫藥	1513(000513)	36.8	43.41	28.56
招商銀行	3968(600036)	15.16	17.87	28.5
交通銀行	3328(601328)	4.51	5.26	27.74
中國神華	1088(601088)	11.76	13.58	27.02
農業銀行	1288(601288)	2.69	3.08	26.39
深圳高速公路	0548(600548)	6.93	7.87	25.79
上海醫藥	2607(601607)	16.46	18.48	24.94
工商銀行	1398(601398)	3.87	4.26	23.44
中國鐵建	1186(601186)	9.09	9.8	21.83
廣深鐵路股份	0525(601333)	3.74	4.03	21.79
中國銀行	3988(601988)	3.01	3.24	21.71
青島啤酒股份	0168(600600)	27.8	29.3	20.04
中國太保	2601(601601)	25.7	26.95	19.63
建設銀行	0939(601939)	4.56	4.72	18.58
中信証券	6030(600030)	15.64	15.69	15.99
復星醫藥	2196(600196)	18.96	18.62	14.18
中國平安	2318(601318)	33.4	31.83	11.57
廣發証券	1776(000776)	16.6	15.31	8.62
中國石油化工	0386(600028)	5.16	4.69	7.28
濰柴動力	2338(000338)	8.62	7.62	4.66
江蘇寧滬高速	0177(600377)	10.38	8.43	-3.77
安徽海螺	0914(600585)	18.38	14.62	-5.95
浙江世寶	1057(002703)	7.83	*	-
中國中車	1766(601766)	7.09	*	-
洛陽鉬業	3993(603993)	1.51	*	-
萬科企業	2202(000002)	17.56	*	-

板塊 拆局 南華金融集團高級策略師 岑智勇

行業經營困難 神華冀受惠改革

周內的焦點之一，是全國人大常委會委員長張德江訪港，出席首屆「一帶一路高峰論壇」。張委員長提到香港要把握機遇，尤其在資金融通、推動人民幣國際化和「一帶一路」投融資平台建設等方面。同時，張委員長也表示支持香港強化全球離岸人民幣業務樞紐地位，在「一帶一路」沿線拓展人民幣業務，亦支持香港協助開展基建專案投資、融資、資產管理等金融業務，為「一帶一路」建設拓展資金管道，且支持香港為「一帶一路」建設提供保險和再保險服務，對沖和化解風險。

國家進一步明確香港在「一帶一路」中的角色，似乎都離不開金融和專業服務。不過，觀乎在港上市的金融板塊，似乎在周內都未見異動。至於另一個備受市場憧憬的深港通，張委員長訪港時並未有提及，相信也是令金融板塊未見異動的原因。

去產能助提升競爭力

周內，筆者在接受內地媒體訪問時，被問及的並非「一帶一路」的問題，反而是與煤炭板塊相關的問題。中國總理李克強在5月18日主持召開國務院常務會議，要求中央企業控制虧損，降低債務，提升競爭力，今明兩年力爭實現降本增效1,000億元人民幣以上，今明兩年壓減央企10%左右鋼鐵和煤炭現有產能。

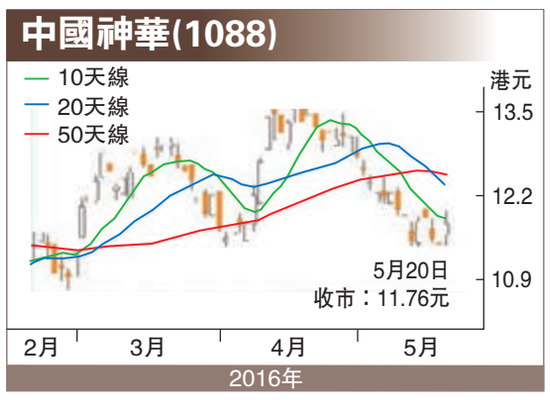
受上述消息影響，煤炭開採及相關貿易股份，於本周後期都有不錯表現，並隨大市向好。在板塊中，只有小部分企業在最新財年錄得盈利，例如中國神華(1088)、兗州煤業(1171)、伊泰煤炭(3948)及鴻寶資源(1131)；其餘大部分都在最新財年錄得虧損，行業的經營情況難言理想。

鴻寶攻印尼ROE高

在上述四者中，以鴻寶資源的股東回報率(ROE)最高，達9.23%。可是，公司的主要業務地點在印度尼西亞，與內地煤炭行業的改革關係不高，同時也曲線說明了內地煤炭板塊之不濟。以邊際利潤(Marginal Profit)角度去看，繼鴻寶資源的11.9%之後，最高便是中國神華的9.97%。中國神華的ROE只為5.1%，原因是之一是其財務槓桿(Financial Leverage)只為1.85倍，較其他同業為低，故風險也相對較低。

中國神華除了具備高邊際利潤和低負債的優點外，其市值高近400億元，規模也較其他同業為大。在內地推行煤炭行業改革的過程中，中國神華或有機會併購其他經營表現欠佳的同業，成為行業改革的受惠者，值得留意和憧憬。

（筆者為證監會持牌人，無持有報告內推介證券權益）



好友佔上風 波動市未完

美股隔晚續受6月加息預期升溫所困擾，道指周四開市後一度跌196點，其後跌幅收窄，收市報17,435點，跌91點或0.52%。美股未止跌，昨日亞太區股市以互有升跌回應，其中以新加坡及港股分別升0.87%和0.8%較突出；而泰和菲股跌逾1%則最弱。恒指昨先跌後回升，扭轉過去兩日跌勢，低開62點後持續向好，曾高見19,954點，其後升幅略為收窄，最後以19,852點報收，升157點，大市主板成交進一步萎縮至近526億元。現貨月期指則收報19,855點，由低水86點轉炒3點高水，好友似再佔上風，惟交投未見配合，觀望氛圍仍濃，料波動市仍將持續。 ■司馬敬

數碼收發站

紐約聯儲總裁杜德利表示美國有可能在6月或7月加息，拖累道指周四曾跌近200點，但埋單計數見收窄。另外，美股道指隔晚於昨日亞洲時段一直反覆揚升，反映市場漸消化美國短期可能加息的不利困擾。事實上，沃爾瑪首季業績優於預期，股價便未受市況疲弱影響，周四急升9.6%；而美國科技股思科業績勝預期且銷售預測十分正面，周四也反彈3.2%完場。現時市場對美聯儲局6月是否加息存在分歧，但面對環球經濟依然未穩，金融市場又極波動，加上美大選的政治風險，相信都將影響到官員的最終決定。在外圍息率未明朗前，港股即使不宜看得太淡，惟要全面轉勢向好暫也非易事。

港股昨反彈惟再度受制2萬關，重磅股輪流撐市也嫌過於飄忽。匯豐(0005)在周四除息日大發神威，漲逾3%報收，成為當日逆市奇葩，但昨日又再抖氣，猶幸成交較周四的逾15億元，減至不足10億元，回吐壓力並不算大。至於同為近日成為好淡角力焦點的騰訊(0700)，在周四大成交逾55億元的力壓下，跌逾2%，昨雖見喘定，收報158.5元，升1.77元或1.13%，美中不足是成交減至30.28億。

市場缺乏方向，基金報告續主導個股表現。瑞銀將華潤電力(0836)評級由「中性」調高「買入」看14.5元，以反映公司多元化發電組合，料其風電對集團純利貢獻佔比可由去年13%，提升至2018年41%。潤電昨發力炒上，曾高見13.06元，收報12.72元，仍升0.62元或5.12%，成交大增至1.6億，近期的反覆尋底似已暫告一段落。

大行唱淡 金山軟件沽壓重

另一方面，大行唱淡金山軟件(3888)，該股昨現洗倉式下跌，一度低見14.16元，收報14.3元，仍跌2.64元或15.58%，成交顯增至10.99億元，沽壓沉重可見一斑。花旗發表報告下調金山軟件2016年至2018年盈測35.6%、29.2%及34.8%，反映旗下獵豹移動盈利較預期疲弱，料今年經營利潤保持平穩，目標價由23.9元降至19.7元，評級「買入」。講到唱淡金山，則以瑞信最「進取」，該大行除將金山軟件今明兩年的每股盈利預測，分別下調31%和11%，又將其評級由「中性」下調至「遜於大市」，目標價大削三成，由20元劈至14元。金山軟件一向為基金愛股，業績也理想，但如今大戶轉晒口風，雖不排除壓價買貨，在沽壓未消下，博反彈仍未宜太過急進。

港股 透視

縮量反彈 港股未脫中短期弱勢

葉尚志
第一上海
首席策略師

5月20日。港股大盤連跌兩日後、在前低點19,595之前，出現縮量反彈回升。在美國加息預期升溫的陰影籠罩下，資金介入的積極性仍弱，對於周五的回升走勢，暫時只能以技術性反彈來看待。目前，空頭依然是短期市況走勢的主導，包括方向以及節奏。因此，除非恒指能夠升穿20,150至20,350的首個反彈阻力區、來殺退短期已囤積起來的空頭，不然的話，恒指將難以扭轉中短期弱勢，後市仍有繼續向下探底的傾向。操作上，在短期不明朗因素未能消除之前，建議要保持謹慎態度，繼續做好倉位的風險管理。

空頭現退潮屬正面信號

恒指在周五出現縮量反彈的行情，在盤中曾一度上升260點高見19,954，但未能一舉擊穿20,000整數關。騰訊(0700)跌後回穩、內房股超跌反彈，是盤中的一些亮點。然而，焦點股如安踏體育(2020)和金山軟件(3888)，股價都出現了超過10%的日內跌幅，對市場氣氛會構成影響，也顯示出市場的套現意慾仍高。恒指收盤報19,852，上升158點或0.8%；國指收盤報8304，上升60點或0.73%。另外，港股主板成交量進一步縮降至525億多元，而沽空金額有67.2億元，沽空比例進一步下降至12.8%，空頭有退潮的跡象，屬於正面信號，但要進一步下降至10%的安全線以下，才可確認空頭已完全撤離。至於升跌股數比例是776：618，日內漲幅超過10%的股票有25隻，日內跌幅超過10%的股票有6隻。

美股受制加息陰影籠罩

外圍方面，美股仍在延續反覆向下的調整走勢，在加息的陰影籠罩下，相信目前仍將難以扭轉弱勢。以道指的走勢來看，在下破了17,400至17,500的中期支持區後，調整弱勢有伸延加劇的傾向，而17,700是目前的首個反彈阻力，要升穿這阻力位後，才可發出回穩信號。值得注意的是，受到美國加息預期升溫的影響，新興市場有出現資金外流的壓力，出現股市、匯市齊跌的情況。新興市場貨幣EMCI指數，已從4月底的高點69.498，回跌至現時的66.702，累跌了4%。而新興市場股市MXEF指數，亦已從4月21日的高點855.78、下跌至現時的780水平，創兩個半月新低、也跌回到去年底收盤價794.14以下。

新興市場走資潮惹關注

從市況觀察，新興市場有再現資金外流的跡象，這個包括香港市場在內，也都會受到影響。而正如我們近日指出，港匯從本月開始亦見有走弱走貶的趨勢，一直走出了1美元兌7.76港元警戒線的範圍，最新報7.7676。要密切注視事態的發展，並且要多加留意港元拆息HIBOR的變化。HIBOR現時仍處於相對低位水平，但如果出現拉升的話，將會是資金外流壓力加劇的信號。

（筆者為證監會持牌人士）

證券 分析 民信證券

玖紙核心業務仍保強勁

玖龍紙業(2689)自本行於4月14日建議買入後股價回落13%，表現分別遜於恒指及國指7%及3%。本行認為股價偏軟主要是基於以下因素：1) 市場氣氛在過去1個月轉差，畢竟公司的股價在2015年第1季累升28%，同期表現分別優於恒生指數及國企指數35%及37%；2) 中國經濟數據於最近有再度轉弱的趨勢，尤其是內地的採購經理指數在4月份再度下跌，似在第1季急速反彈後開始無以為繼，這令市場人士再次燃點起對國內經濟前景的憂慮；3) 包裝紙行業進入了傳統淡季，大部分地區再無加價的消息傳出，而在個別地區紙價甚至有輕微下調的走勢及4) 截至2016年2月底，公司有大約162億元人民幣的歐元借貸，相當於公司整體銀行借貸的54%。基於歐元兌人民幣在本年至今升值4%，本行相信公司或會在2016財年下半年錄得外匯虧損。

本行認為玖紙的股價已被過度拋售，首先，玖紙的核心業務仍保持強勁。本行注意到內地大型的包裝紙生產商自2015年下半年開始的定價能力明顯上升，這主要是受惠於行業的整合及華南地區出於對環保的考慮而積極淘汰落後產能所致。

雖然由3月份開始該行業正進入了傳統淡季，但內地紙價大都保持強勢，只有部份細少的包裝紙生產商於個別地區進行減價。這跟以往內地由2月份開始通常都會出現紙價的減價潮形成強烈對比。

轉至人民幣借貸減風險

另一方面，由於國外對廢紙的需求疲弱，而內地的大型紙廠逐步加重於國內採購廢紙的比例以減少對進口廢紙的依賴，本行認為廢紙的價格仍將會在相對低位徘徊一段時間。紙價的相對穩定再加上生產成本走低將會令紙廠的生產利潤逐步回升。至於外匯因素方面，玖紙已採取了行動逐步將其外幣借貸轉換至人民幣借貸，以減低外匯風險。雖然玖紙在2016財年下半年期間仍會錄得外匯虧損，但以一個較長時間的角度看，公司的目標是要將人民幣的借貸比重提升至80%（由於歐元在期內升值，此過程所需時間或會長於原先預期）。

在計入了高於預期的外匯虧損及較估計稍微疲弱的2016年第2季度的平均售價，本行將2016財年下半年的盈利預測下調至8.6億元人民幣，即每噸核心淨利相當於200元人民幣（此前預測為209元人民幣）。這相當於下半財年的盈利按年升8%（若撇除外匯虧損，核心盈利將按年升52%至12.44億元人民幣）。全年盈利按年下跌19%至11.06億元人民幣（每股盈利0.237元人民幣），而經調整後盈利按年升89%至25.66億元人民幣（每股盈利0.55元人民幣）。

公司現價只相當於0.8倍的2016財年市帳率，估值低廉。基於玖紙的盈利受外匯波動的影響將會大大降低，而其負債水平亦逐步回落，本行認為投資者將會將焦點重新放在玖紙正在改善中的基本因素及造紙行業的前景轉佳。因此本行重申買入，6個月目標價維持在7.4元（昨收5.42元），相當於1.1倍2016財年市賬率。