



紅籌國企 窩輪

張怡

內地股市昨日依然未見太大起色，上證綜指退至3,034報收，跌0.28%。至於港股則現高開低收的行情，恒指收報23,686點，跌0.3%。大市上升動力放緩，中資股也紛紛獲利回吐，當中又以中資金融股沽壓較明顯，工行(1398)便跌近3%，為表現最差藍籌及國指成份股。另一方面，聯通(0762)因獲高盛上調目標價並納入「確信買入」名單，該股全日上揚4.3%收9.48元，為升幅最大的藍籌及紅籌股。

上實績佳有力擴升勢

上海實業(0363)昨日淡市下的表現亦不俗，曾高見22.85元，收報22.7元，升0.3元或1.34%，現價已逼近近年高位的23.04元，在技術走勢向好，料後市有力破位擴升勢。集團較早前公佈截至6月底止中期業績，純利15.06億元，按年升14.92%；每股盈利1.387元；派中期息36仙。同時，為了慶祝公司上市20周年，董事會建議派發特別股息每股10仙。

集團基礎設施業務盈利6.2億元，按年升7.8%，佔集團業務淨利潤42.1%。集團水務業務的經營規模不斷擴大，目前「上實環境」及「中環水務」合計水處理能力已達1,400萬噸；收費公路業務為集團提供穩定的盈利和現金流。下半年將伺機為基礎業務注入優質資產。集團房地產業務錄3.53億元的盈利貢獻，按年升33.6%，佔集團業務淨利潤24%。盈利上升主要由於結轉交付物業項目增加。管理層又預期全年房產銷售表現有驚喜，母公司將注入杭州灣大橋權益。

聯通走強 購輪可掙14958

聯通升勢凌厲，若繼續看好該股後市表現，可留意中聯摩通購輪(14958)。14958昨收0.068元，其於今年12月6日最後買賣，行使價為9.18元，兌換率為0.1，現時溢價4.01%，引伸波幅29.6%，實際槓桿8.6倍。此證已為價內輪(約3.16%價內)，數據也屬合理，交投也較暢旺，故為可取的吸納之選。

上海股市盤面述評

【大盤】：內地股市收跌，中止兩連升。兩市成交量縮減至3,959億元(人民幣，下同)。總結本周，滬指累計升1.03%。上證指數輕微高開2點後，全日在窄幅上落，最低見3,032點，跌9點或0.31%；高見3,046點，升4點，收報3,033點，跌8點或0.28%，成交1,473.78億元。

【投資策略】：各板塊普遍向下，陶瓷股跌逾2.5%；水泥、有色金屬、房地產、化工、電力、金融、鋼鐵、石油股偏軟；摩托車、環保股則升逾1%；煤炭股亦靠穩。目前臨近國慶長假，市場氣氛謹慎，加上地產市場持續活躍，對大市有一定資金分流作用，即使央行過去一周在公開市場大幅放水，市場資金面持續緊張，配合投資者短期入市意慾不大，預期下周股指仍會維持窄幅上落。技術上，上證在前浪頂約3,050點明顯見阻力，現時必須回補前一周的下跌幅度，才能確認股指走勢轉好，否則會進一步下試3,000點，建議投資者現時只適宜小注買入。 統一證券(香港)

板塊 拆局

南華金融集團高級策略師 岑智勇

韓進申請破產 航運板塊短期受惠

中國海關日前公佈8月份進出口數字，當月進出口總值3,291億美元，較上月環比增長4.6%。其中，出口1,906億美元，環比增長4.5%；進口1,385億美元，環比增長4.8%。從上述數字可看出，中國的進出口數字都優於預期，反映國內外的經濟情況都似乎不俗。

不過，周內數間央行公佈議息結果，不但未敢加息，個別更進一步推出寬鬆措施，似乎反映全球經濟情況尚未樂觀。美國聯儲局議息後，連續第六次會議維持基準利率不變，儘管會議有三位官員支持加息25個基點，異議人數創下2014年12月以來最多，但仍不足以改變決定。市場預期當局可能要到美國總統大選之後，即12月15日的議息會議，才有機會加息。

日本央行也於周內議息，該行決定把銀行存款機制利率維持在負0.1厘，同時改用「零息曲線管

理」為目標的新政策框架，將10年期日本國債零息率定於0水平的目標，意味着低息環境將會持續一段時間，而且零息曲線將會趨平。新西蘭央行也於周內議息，維持基準利率在2%不變，並預期將會進一步放鬆政策。

全球央行政策方向趨同

整體而言，全球主要央行的政策方向再次趨同，意味着通脹目標將會是漫長而艱難的任務，經濟增長放緩及人口老化等問題，降低了經濟增速和長期中性借貸成本。

再從另一個角度看，全球第七大航運企業韓進海運(Hanjin Shipping)於8月底申請破產保護，其實也為全球貿易和經濟敲響警號！在2015財年，亞洲到美國是韓進的最大航線，達到185.4萬TEU，其次為亞洲地區的132.1萬TEU，第三是亞

洲到歐洲的127.2萬TEU；分別佔總TEU的40.1%、28.6%及27.5%。事實上，韓進海運的經營情況在2008年金融海嘯後已開始轉差，在過去5個財年中，有4年都未能錄得盈利，情況並不理想。

韓國經濟已屆強弩之末

近日韓國企業接連出事，先後有三星(Samsung)手機Note 7出現電池爆炸，需要全球回收；全球第七大海運公司韓進(Hanjin)申請破產保護；以及樂天集團副會長李仁源自殺。由於韓國經濟主要依賴大財團，但這些大財團相繼出事，相信對韓國GDP會構成負面影響，也反映韓國經濟已出現外強中乾，甚至是已屆強弩之末了。

由於聖誕節檔期臨近，韓進海運申請破產，相信能在短期之內為區內的航運及碼頭企業，例如在最新財年仍錄得盈利的中海發展(1138)及中遠港口(1199)等，帶來商機。但長遠而言，儘管中國「風景這邊獨好」，但全球經濟前景未許樂觀，不利於航運業發展。

(筆者為證監會持牌人士，沒有持有報告內所推介的證券的任何及相關權益。)

北水掃起騰訊意義大

美股隔晚延續升勢，道指升98點或0.54%，收報18,392；納指再創新高，收報5,340，升0.84%；油價顯著反彈成動力之一。周五亞太區股市普遍上揚，日圓上升抑制日股偏軟，台、星股市升約0.5%追落後。內地A股偏軟，上證收報3,034，跌0.28%。港股高開76點後，曾進一步升上23,847，升86點，其後獲利回吐沽壓佔上風，一度回落至23,629，收報23,686，跌73點或0.31%，成交720億元。內銀、內險回吐成領跌股份，但騰訊(0700)創紀錄新高，北水12億掃起騰訊成為市場焦點。

在美國聯儲局決定延後加息，強調經濟持續向好之外，歐洲兩大經濟體亦報佳音，德國9月製造業採購經理指數(PMI)初值54.3，顯著高於預期的53.1，並成為過去三個月的高位，不過綜合PMI受服務業PMI拖累下跌至16個月最低。至於法國9月的製造業PMI初值為49.5，勝過預期的48.5，而服務業PMI創下15個月新高至54.1，拉動綜合PMI亦升至15個月高位位的53.3。此外，作為第三大經濟體的日本9月製造業PMI初值升至50.3，為七個月以來首次擴張，而8月為49.5。

德法日PMI有起色甚正面

上述德、法、日的製造業PMI有起色，連同中國8月製造業PMI已回升上50.4(升0.5個百分點)，說明世界主要經濟體的增長勢頭持續，企業盈利前景獲得數據支撐，大有為助歐、美、日利率不變下的環球股市向好態勢，風險資金擁抱股、債市的信心進一步增強。

回說股市，昨天周末市勢調整甚為健康，無損美國延後加息的好市氛圍，而市場焦點轉移到北水動向。周四北水出現淨流出，凸顯「大媽」持貨兩個多月的獲利回吐動向，但正如昨日所言，北水南下的大潮已屬於起始階段，資金換馬成為北水的新動向，已累積升幅雙位數的三大內銀、中、建持續維持，但相對落後的農行

(1288)則獲追捧，昨天便有1.4億淨流入。值得一提的，工行(1398)、中行(3988)分別出現6.4億、5億淨流出外，建行(0939)反而獲5億元淨流入，反映建行經過兩日下跌淨流出後，重獲險資等趁低收集。至於連日提及的中國海外(0688)、潤地(1109)仍是買盤主力，分別獲2億、1.5億掃貨，成為兩股抗跌力較強的原因。

港股通的最矚目焦點股，當數昨日創歷史新高的股王——騰訊，在周四獲5億元掃貨之後，昨天更倍增至12億元淨流入(買入12.45億，沽出4,547萬元)，創下港股通開市以來騰訊最大的成交額，成為騰訊昨天高攀上220.8元紀錄新高的動力之一，收報218.2元，升3.6元或1.6%，成交額54.33億元，港股通佔了22%。

北水在過去兩天斥資逾17億大舉掃入騰訊，並勇於股價攀上高峰時入市，反映內地投資者對騰訊現價60倍PE(市盈率)並無恐懼心理，踴躍入場，是對騰訊業務增長前景信心爆棚的寫照。騰訊除了遊戲佔據內地主要份額之外，旗下微訊(WeChat)及微博已是內地互聯網、手機戶必然擁有賬戶的平台，其身價不下於臉書(Facebook)，極具分拆上市潛力。作為內地消費者主要支付費用的股份，分享其發展增長成果，是支持騰訊股價中長線向好的動力源泉。市場對今年度騰訊的預測PE為41.68倍，可謂高處未算高。



司馬敬



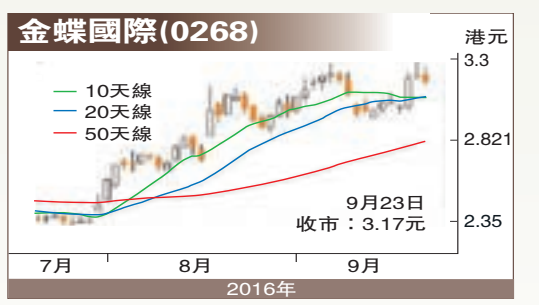
騰訊獨力撐市 大盤呈短期回調壓力



葉尚志 第一上海首席策略師

9月23日。港股本盤繼續反覆的表現走勢，市況呈現分化行程發展。騰訊(0700)再度創出歷史新高，但是其他指數股普遍有回調的壓力，形成單天保至尊之局。美聯儲維持現時利率不變，消除了短期不明朗因素，近期高了的各項主要拆息都出現了高位回落。港股是通過了關鍵觀察窗口期，下跌風險有所解除，但反覆整理要求仍在，估計恒指現時的主要波幅範圍，維持在23,156至24,364之間。操作建議可以解除部分的風控管理，以候低吸納優質中小票為主要部署。而期指市場在周四結算前的轉倉掉期活動，以及「十一」黃金假期前的港股通流量變化，對盤面的短期穩定性將繼續構成影響，宜加注意。

恒指周五出現反覆回調的走勢，未有跟隨隔晚美股的升勢，在開盤高見23,847後曾一度下跌131點低見23,629，連續第二日出現高開回壓的行情，短期回調勢頭來得比較明顯。恒指收盤報23,686，下



金蝶國際(0268) 9月23日收市：3.17元

跌73點或0.3%；國指收盤報9,796，下跌98點或0.98%。另外，港股本板成交量回降至720億多元，而沽空金額錄得有82.5億元，沽空比例11.45%。至於升跌股數比例是627：876，而日內漲幅超過10%的股票有27隻，日內跌幅超過10%的股票有3隻。

各主要指數股普遍回調

盤面上，受到美股納指創歷史新高的刺激帶動，騰訊終於突破了216.8元，創出了220.8元的歷史新高，收盤報218.2元，漲了1.67%。而沽空金額有5.6億元，沽空比例10.45%，是月內的高位水平，潛在壓力未盡消散。另外，騰訊的獨力走高，未有對市場人氣構成有效的提振刺激，各主要指數股普遍呈現出回調壓力。其中，匯豐控股(0005)繼續領跌，周五再跌0.85%，一舉跌穿10日和20日線。而內銀股亦見全面受壓，四大行跌幅介乎0.83%至2.98%，年內全球集資額最大的新股中國郵儲銀行(1658)，將於周三掛牌上市。

中型科網股可部署吸納

另一方面，港股通的流量繼續出現降溫，周五的額度僅用了4.94億元人民幣，有逐步進入「十一」黃金周長假期前的沉靜期，有減弱對港股盤面以及相關題材股的短期支撐推動力。然而，如果深港通題材股因此而出現回調的話，建議可以考慮把握低吸的機會，而中小型科網股如金蝶國際(0268)、中軟國際(0354)，以及網龍(0777)等等，可以是吸納目標。(筆者為證監會持牌人士)

證券分析

低潮已過 玖紙毛利率續改善

玖龍紙業(2689)於周二收市後公佈截至2016年6月的財年的業績，在銷量增7.2%及平均售價微跌的背景下，收入按年升6.6%至321億元(人民幣，下同)，盈利按年跌20.5%至11.22億元(每股盈利0.24元)，大致符合我們估計的11.1億元。若撇除16.2億元的營運與財務活動相關的匯兌虧損及9,400萬元的衍生金融工具所產生的虧損，公司的調整後利潤按年大升107%至28.3億元，較我們之前預期的25.7億元水平高約10%。公司同時宣佈派末期息每股0.08元及為慶祝公司上市十周年的特別股息0.03元，連同0.02元的中期息，其股息派發比率由2015財年的23.1%上升至2016財年的41.6%。

公司的毛利率持續改善，由上半年財年的17.3%進一步升至下半年財年的19.2%，帶動公司全年的毛利率按年升2.6個百分點至18.2%，創下2010財年的最高水平。公司指出毛利率大幅改善主要是源於原材料如煤炭、化學品及廢紙價格下滑。再加上財務費用的減少及更高的增值稅優惠，令下半年財年的噸盈利達每噸237元水平，分別較2015財年下半年及2016財年上半年的水平高69.4%及

19.7%。要留意這亦是2011財年以來的最高水平，支持本行一直以來認為大型紙廠的經營情況已過低潮的觀點。

淨負債權益比率續下跌

這主要是源於行業的供需關係自東莞政府在2015年開始大力淘汰落後產能後顯著改善有關。淨負債權益比率持續下跌，由2015年12月底的88.7%跌至今年6月底的81.4%，與公司此前提出80%的目標相差不遠。公司從去年起亦致力減低其美元負債的比重，以減少外匯風險。截至2016年6月底，公司持有的外幣貸款佔其整體貸款的41%，低於2月底時的59%，而截至2016年9月21日，公司人民幣貸款佔整體貸款比例進一步增至62%，而公司指出其目標為在2016年底時人民幣借貸比例能提升至80%。另外平均利率亦從2015財年的4.4%降至2016的3.7%。

本行預期玖紙在2017財年的收入將有6%增長至339億元，而基於成本轉穩及平均售價微升的預期，我們估計公司的毛利率再進一步上升至18.8%。同時，我們認為玖紙在下個財年將不會

錄得顯著匯兌虧損，因到年底時只有20%的貸款是以外幣結算(5%美元借貸，15%歐元借貸)，而人民幣兌歐元的匯率自2016年7月起亦轉穩。由此，我們預期公司2017財年的盈利將按年升193%至32.87億元(每股盈利0.74元)，相當於噸盈利為243元。若撇除外匯虧損，預計核心盈利將按年升22%至34.65億元，即每噸盈利為257元。

更多產品加價成催化劑

我們認為玖紙的估值重估將會持續，因為：1) 行業產能變得更有紀律及需求平穩，令大型紙廠全年的利潤率走勢更趨穩定；及2) 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，投資者應會對此趨勢表示歡迎。現價相當於8.6倍2017財年市盈率，基於公司的盈利能力持續好轉，本行認為其估值不算昂貴。由此，本行重申買入評級，並將6個月目標價由7.4港元(昨收7.5港元)上調至8.6港元，相當於10.0倍2017財年市盈率。公司已成功於10月份上調產品價格每噸50元，並預期將會於年底前再有一次加價。更多的產品加價消息會成為公司的下一個股價催化劑。

AH股 差價表

Table with columns: Name, H Share (A Share), H Share Price (港幣), A Share Price (人民幣), H to A Ratio (%). Lists various companies like Zhejiang Shiwang, Shandong Iron and Steel, etc.