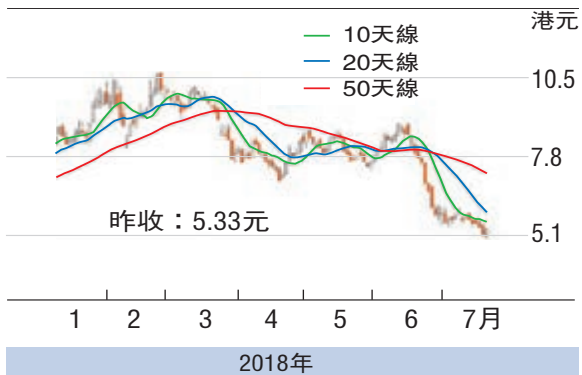


紅籌國企 高輪

張怡

### 南方航空(1055)



人民幣中間價昨天大幅下調605點子，降幅為2015年8月13日匯改以來最大，報6.77671兌一美元，創2017年7月14日以來新低。此外，在岸人民幣兌美元跌破6.8關，創逾一年低；離岸人民幣兌美元跌破6.83關口，較周四夜盤收市價挫逾400點子。不過，美國總統特朗普罕見直言不喜歡美聯儲加息，離岸人民幣兌美元在其言論後上揚377點，最高觸及6.7641，短期半小時之內相繼收復6.80、6.79、6.78和6.77。

人民幣大幅波動，上證綜指在早市低見2,754點獲得支持後，在金融及鋼鐵股推動下，最後以2,829點完場，倒升56點或2.05%。至於這邊廂的港股高開43點後掉頭向下，最多跌265點低見27,745點，創逾9個月新低後跌幅收窄，而受惠A股顯著造好，市況也於午後倒升，收報28,224點，升213點或0.76%，主板成交大增至1,003億元。港股先跌後回升，觀乎有表現的中資板塊或個股也大多為增多，當中以內銀、內險、航空、石油、電力和燃氣等股份彈力較強。

高盛較早前發表報告表示，內地三大航空股包括國航(0753)、東航(0670)和南航(1055)跑輸大市，主要是市場憂慮人民幣持續貶值，但基於中資航空股估值已接近周期性底部，反映嚴重悲觀預期，料再下行空間有限。高盛估計，中資航空股價走勢仍會波動，行業中略偏國航，因相對地受油價及人民幣貶值因素影響較少。而該行亦下調中資航空股2018年至2020年經調整盈利預測(撇除外匯因素)最多32%，以反映對人民幣兌美元匯價至今年年底達6.6水平預測等因素。

#### 市賬率偏低 較A股折讓大

在現有的三隻國企航空股之中，以南航的市賬率較為偏低，且其現時H股較A股的折讓也較大。南航昨收報5.33元，升4.31%，彈力頗為不俗。南航往績市盈率7.41倍，相比東航市盈率9.41倍，以及國航市盈率10.64倍，顯得略為偏低。此外，南航市賬率0.9倍，較國航市賬率0.97和東航市賬率1.08倍也略為偏低。另一方面，南航現時H股較A股折讓約35%，相比國航H股較A股折讓22%和東航H股較A股折讓26%，其兩地股價未來收窄的空間也較大。

就股價表現而言，南航現價較52周低位的5.11元，反彈的幅度也十分有限，在預期進一步下跌的空間已不大下，論值博率仍在。候股價逆市趨穩收盤，下跌反彈目標為20天線的5.91元，惟失守低位支持的5.11元則止蝕。

#### 看好中石油吶購輪11410

中石油昨彈力較強，收報5.64元，升2.17%。若繼續看好中石油後市反彈行情，可留意中油中銀購輪(11410)。11410昨收0.217元，其於今年10月9日最後買賣，行使價為6元，兌換率為0.1，現時溢價10.23%，引伸波幅3.9%，實際槓桿9.6倍。

板塊 透視

# 鋼材庫存處低位 鋼價維持升勢

耀才證券研究部分析員 黃澤航

踏入供給側改革的第三個年頭，內地鋼鐵行業上半年表現平穩，去產能和環保限產下，加上工業需求好轉帶動鋼鐵產量回升，支持鋼價延續升勢。據Myspic數據顯示，上半年綜合鋼價指數同比上升15.38%，主要鋼材品種螺紋鋼(16-25mm)、普通中板(20mm)上半年市場價格同比分別升12.50%和21.27%至4,021.83元/噸和4,283.85元/噸。

筆者認為，上半年地產建設和汽車生產需求改善帶動了鋼鐵消耗，加之鋼材庫存目前處於低位，鋼價得以維持升勢。

從需求來看，上半年房地產投資增速、汽車產量增速表現分別好於去年同期，基建投資增速則明顯承壓。據統計局數據，1-6月全國房地產開發投資增速為9.7%，較去年同期提高1.2個百分點；1-6月全國汽車產量增速為5.82%，較去年同期提高1.58個百分點；1-6月全國基建

投資增速為7.3%，較去年同期回落13.8個百分點。一般來講，鋼鐵行業短期產量能夠直接反映其需求。上半年粗鋼產量增速加快亦說明需求好轉。據統計局數據，1-6月全國粗鋼產量增速為7.49%，較去年同期回升3.84個百分點。至於庫存方面，目前全國主要城市之鋼材庫存仍處於歷史低水準，其中熱軋板卷平均庫存第二至今已按年回落近20%。

#### 地產投資放緩 需求不明朗

展望第三季度，全國各地暴雨和高溫天氣將影響鋼材需求釋放。根據中央氣象台預報顯示，今年6-8月，全國降水總量呈現「南北多、中間少」的特點，極端天氣較常年增多。此外，有投資者擔心，下半年內地經濟存在下行壓力，地產投資或進一步放緩，為需求帶來不明朗因素；亦有市場人士認為，過去兩年，鋼鐵行業超額完成去產能目



內地經濟下半年存在下行壓力，地產投資或進一步放緩，為鋼鐵行業需求帶來不明朗因素。

標，提前透支了供給收縮預期。限產新政 將削下半年供給  
不過，近期環保政策升級，涉及限產地區擴容，鋼企超低排放改造等工作。我們預期，下半年鋼廠檢修將增多，加上冬季採暖限產，鋼企開工率和產量將再度面臨收縮，有望淡化上述擔憂。據悉，7月初，國務院發佈《打贏藍天保衛戰三年行動計劃》，重點減排限產範圍由京津冀地區擴大至長三角地區及周汾渭平原，於非採暖季京津冀及周邊「2+26」城市也需執行限產。據高盛研究報告，相較於「2+26」，「藍天行動」限產方案覆蓋城市的鋼鐵產出佔全國比例由29%大幅提升至52%，限產新政將顯著影響下半年鋼鐵供給。

(筆者為證監會持牌人士)

## 港股 透視



葉尚志  
第一上海首席策略師

港股大盤昨日出現先跌後反彈的走勢，恒指曾創出27,746的年內新低，但是市場傳出資管新規細則即將出台，或允許銀行自主整改，是刺激大盤回升的消息因素。中資金融股普遍走高，內銀股和內險股漲幅居前，是領漲火車頭。另外，大市成交量終於回升至1,000億元的水平，資金有初步抄進跡象，而28,500是目前的好淡分水線，恒指要升穿後才可望望反彈勢頭，但估計階段性底部位置，目前仍未可確立出現，建議仍要做好风控管理。

恒指陰跌三日後，出現先跌後倒升的走勢，在盤中曾一度下跌265點低見27,746，創出年內新低，但人民幣急貶後增加央行維穩的機會，加上傳出資管規定有望鬆綁，

## 資金湧入利好 小心未見底

都是刺激港股回升的消息因素。恒指收盤報28,224點，上升213點或0.76%。國指收盤報10,682點，上升159點或1.51%。另外，港股本板成交金額回升至

1,003億元，資金有初步抄進跡象，而沽空金額有130.8億元，沽空比例13.04%，連續第二日高於13%。至於升跌股數比例是831:821，日內漲幅超過10%的股票有31隻，而日內跌幅超過10%的股票有10隻。

#### 階段性底部或在25000

事實上，一些在去年支持推動港股的因素，如弱美元、港股通流量暢旺、MSCI納入A股、以及低息環境等等，目前都已出現了變化，港股調整去年漲幅是合理的。因此，雖然恒指已從年內最高位33,484，回跌至年內最低位27,746，已累跌5,738點，但是以去年的收盤價29,919來算，年內的調整幅度才2,173點或7.26%，比對去年36%的

漲幅來看，估計恒指現水平仍有潛在下跌調整空間。以目前形勢來看，恒指仍處於總體下跌調整的趨勢，階段性底部估計會在25,000至27,500區間內出現。短線走勢方面，恒指在周五創出新低27,746，但出現先跌後倒升，加上大市成交量回升至1,000億元水平，相信資金有初步抄進的跡象，情況有利市況先企穩，而28,500是目前的好淡分水線，恒指要升穿後才可望望反彈勢頭。

沽空比率仍高 防淡友出擊  
值得注意的是，沽空比例連續兩日超標高於13%，空頭見有囤積跡象，形成短線多空博弈格局，若恒指未能升穿28,500來逼空，要提防盤面積弱狀態將進一步加劇。

(筆者為證監會持牌人士)

滬深 述評

興證國際

證券 分析

茂宸證券

## 大金融板塊領漲 三大股指倒升

兩市昨小幅低開後，橫盤震盪整理，午後在銀行、保險、證券三大金融股快速拉升下，三大股指集體反彈，滬指強勢收復2,800點點數關口，市場做多氛圍回暖，賺錢效應顯著回升。截至收盤，滬指報28,224點，漲2.05%；深成指報9,251.48點，漲1.12%；創指報1,609.55點，漲1.23%。兩市合計成交3,483億元人民幣，銀行、證券、保險、國產軟件板塊漲幅榜前列，在線旅遊板塊跌幅榜前列。

盤面上看，金融板塊當仁不讓成為全場焦點，銀行股率先發難，次新銀行集體漲停。保險股火力全開；券商股亦有貢獻。多元金融板塊掀漲停潮。工業互聯網板塊全天強勢。計算機板塊倏起倏落，近10股漲停；軍工、建材、地產集體走強。

#### 市場修復反彈正在展開

整體來看，兩市早盤殺跌，午後上演大逆轉表現，最終放量收盤。早盤市場由於受到人民幣繼續貶值影響調整，午間消息面有媒體報道稱資管新規即將落地，其嚴厲程度低於預期。大金融板塊午後便迎來悲觀預期修復反彈，上證50權重、軟件股也積極表現。監管層有意穩定當前市場的流動性，雖盤中資管新規未落地，但已經對市場情緒產生了積極作用。短期來看，市場修復反彈正在展開，後續注意觀察金融股持續性表現。

行業 分析

## 內地房產業績下行 融資或更嚴峻

儘管2018年上半年因為住宅去庫存、棚改貨幣安置和人才引進政策等因素減緩了房地產行業下行速度，我們認為未來住宅銷售增速仍將從同比漲幅收窄轉為下跌，且房地產調控效果將持續顯現，房地產企業或面臨更大的挑戰。另外，棚改貨幣安置政策的調整或導致低線城市購房需求減少，從而進一步拖累住宅銷售。我們相信房地產行業2018年下半年仍處於自2008年後第三個小周期的後半段。

2018年6月底，國家發改委宣佈規範房地產企業境外發債資金投向，限制房企外債資金投向境內外房地產項目及補充運營資金等。加上之前房企境內發債持續受限和金融監管繼續加強，我們預期下半年整個行業融資環境或更加嚴峻，開發商將不得不依賴自籌及加快住宅銷售的方式解決資金需求。

房企償債壓力大 財務風險增  
中國房地產行業自2016開始進入

加速整合階段，部分開發商抓住當時有利的融資和市場環境，利用自身優勢，通過主動加槓桿實現彎道超車的發展，迅速擴大了土地儲備和銷售規模，綜合實力得以快速提高。然而隨著房地產行業融資環境逐漸收緊，資金成本不斷增加，且信用償還款高峰來臨，開發商償債壓力不斷加大，企業財務風險或開始顯現。

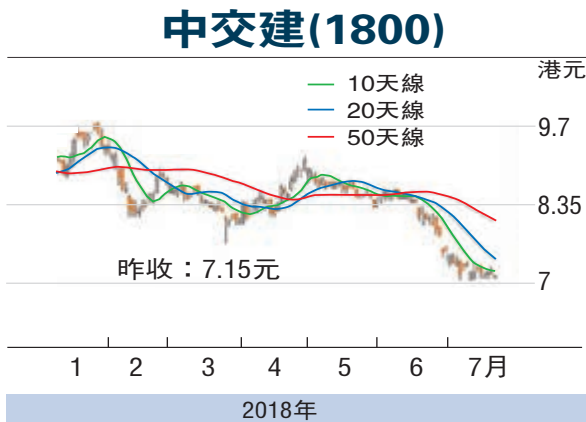
我們認為在整個房地產金融防風險和行業去槓桿的大環境下，過去

依賴高槓桿加高周轉模式運營的房地產企業或將面臨嚴重挑戰。

#### 應轉變經營思路 降淨負債率

採取該商業模式的開發商應及時轉變經營思路，在積極降低財務槓桿的基礎上尋求更好的發展機遇。事實上，我們注意到不少開發商已經意識到該問題，並在2018年開始主動收縮購地規模降低淨負債比率，以期在行業整合的大潮中掌握更多的主動權。

AH股 差價表				
7月20日收市價				
* 停牌				
人民幣兌換率 0.86390 (16:00pm)				
名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
洛陽玻璃股份	1108(600876)	2.82	14.09	82.71
浙江世寶	1057(002703)	1.36	5.06	76.78
山東墨龍	0568(002490)	1.28	4.11	73.09
京城機電股份	0187(600860)	1.75	4.80	68.50
天津創業環保	1065(600874)	3.47	9.30	67.77
第二拖拉機股份	0038(601038)	2.52	5.74	62.07
南京熊貓電子	0553(600775)	2.81	6.15	60.53
東北電氣	0042(000585)	0.90	1.93	59.71
山東新華製藥	0719(000756)	5.14	10.88	59.19
中遠海發	2866(601866)	1.19	2.35	58.25
惠博微電	1812(000488)	6.47	11.38	52.75
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	1.16	2.04	50.88
天連港	2880(601880)	1.11	1.92	50.06
洛陽鉬業	3993(603993)	3.56	6.06	49.25
中石化油服	1033(600871)	1.12	1.89	48.81
長城汽車	2333(601633)	5.44	9.18	48.81
鄭煤機	0564(601717)	3.34	5.57	48.20
中船防務	0317(600685)	8.13	13.36	47.43
江西銅業股份	0358(600362)	9.33	14.91	45.94
中國交通建設	1800(601800)	7.15	11.09	44.30
中煤能源	1398(601398)	3.12	4.66	42.16
東方電氣	1072(600875)	4.83	7.17	41.80
中國中冶	1618(601618)	2.21	3.28	41.79
四川成渝高速	0107(601107)	2.41	3.50	40.51
金風科技	2208(002202)	9.63	13.91	40.19
廣汽集團	2238(601238)	7.20	10.34	39.84
大唐發電	0991(601991)	2.29	3.24	38.94
中聯重科	1157(000157)	2.90	4.02	37.68
新華保險	1336(601336)	35.85	49.70	37.68
中集集團	2039(000039)	9.00	12.29	36.74
中遠海控	1919(601919)	3.24	4.36	35.80
東江環保	0895(002742)	10.94	14.57	35.13
北京北辰實業	0588(601588)	2.56	3.38	34.57
中海油田服務	2883(601808)	6.96	9.15	34.29
中國南方航空	1055(600029)	5.33	6.99	34.13
中國石油股份	0857(601857)	5.64	7.36	33.80
華能國際電力	0902(600011)	6.01	7.83	33.69
中信銀行	0998(601998)	4.78	6.06	31.86
金隅集團	2009(601992)	2.71	3.39	30.94
安徽皖通高速	0995(600012)	4.62	5.75	30.59
克州煤業股份	1171(600188)	9.19	11.43	30.54
中國中藥	1766(601766)	5.97	7.41	30.40
華電國際電力	1071(600027)	3.65	4.51	29.89
中遠海能	1138(600026)	3.37	4.13	29.51
紫金礦業	2899(601899)	6.69	8.29	29.36
海信科龍	0921(000921)	7.43	8.91	27.96
海通證券	6837(600837)	7.85	9.39	27.78
中國人壽	2628(601628)	19.98	23.63	26.95
上海醫藥	2607(601607)	21.10	24.78	26.44
中國東方航空	0670(60015)	4.97	5.77	25.59
中國太保	2601(601601)	29.50	34.14	25.35
中興通訊	0763(000063)	14.64	16.52	23.44
中國鐵建	1186(601186)	7.74	8.61	22.34
中國航油	0753(601111)	6.85	7.58	21.82
青島啤酒股份	0168(600600)	43.30	47.57	21.36
中信証券	6030(600030)	15.34	16.83	21.26
白雲山	0874(600332)	35.80	39.15	21.00
中國鋁業	2600(601600)	3.21	3.50	20.77
深圳高速公路	0548(600548)	7.29	7.92	20.48
上海石油化工	0338(600688)	4.83	5.23	20.22
民生銀行	1988(600016)	5.67	5.93	17.40
中國神華	1088(601088)	16.72	17.33	16.65
廣深鐵路股份	0525(601333)	4.09	4.23	16.47
交通銀行	3328(601328)	5.47	5.65	16.36
復星醫藥	2196(600196)	39.05	39.73	15.09
馬鞍山鋼鐵股份	0323(600808)	3.62	3.60	13.13
建設銀行	0939(601939)	6.86	6.78	12.59
中國銀行	3988(601988)	3.61	3.55	12.15
工商銀行	1398(601398)	5.56	5.46	12.03
農業銀行	1288(601288)	3.62	3.54	11.66
比亞迪股份	1211(002594)	44.00	42.91	11.41
招商銀行	3968(600036)	28.80	27.40	9.20
江蘇寧滬高速	0177(600377)	9.50	8.88	7.58
瀋陽動力	2338(000338)	9.52	8.50	3.24
中國石油化工	2318(601318)	71.55	60.84	-1.60
鞍鋼股份	0347(000898)	7.51	6.07	-6.89
海螺水泥	0914(600585)	43.75	34.85	-8.45
中國中鐵	0390(601390)	5.74	*	-
上海電氣	2727(601727)	2.55	*	-
昆明機床	0300(600806)	*	*	-



工銀國際研究部 李興文、周朗程