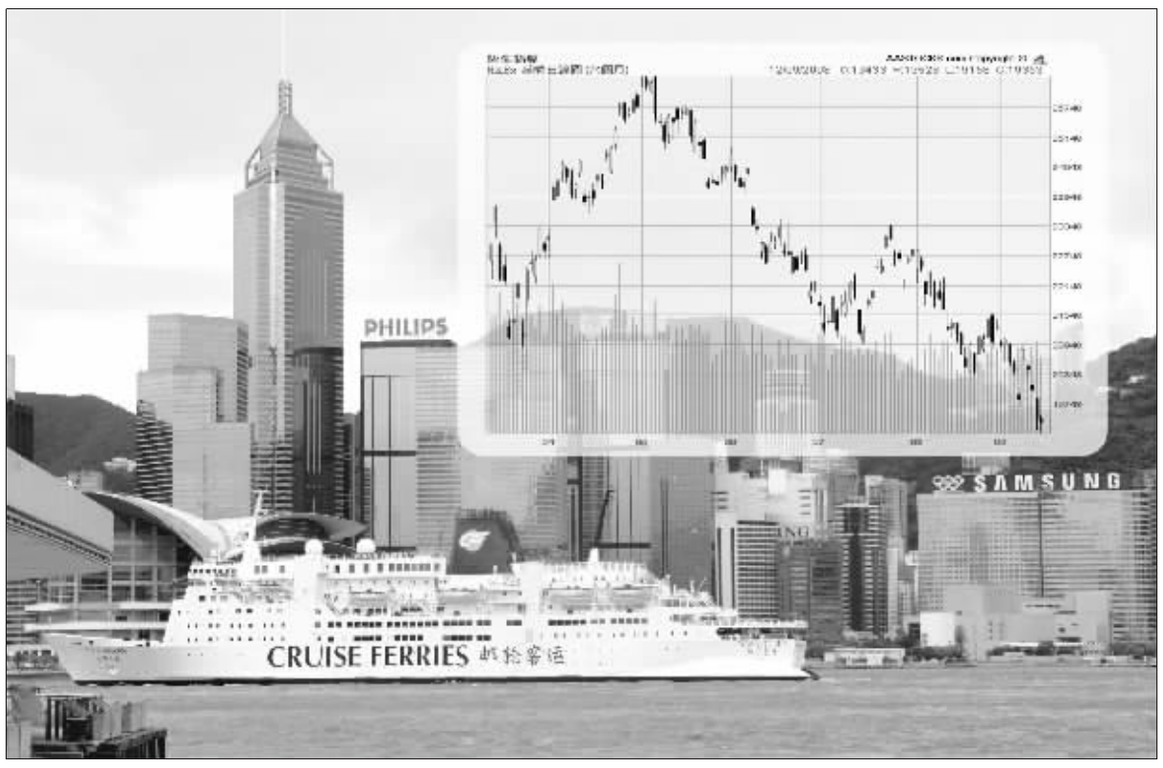
■ 港股七日谈 | Market

恐慌抛售涌现 大户部署抄底

□京华山一 邓以旭



恒生指数上周收报19353点,累计下挫580点,跌幅2.9%。 本报资料图片 制图/王春燕

美国政府挽救房利美及房贷美的利好效应只是昙花一现，上周一恒生指数大升860点后,港股跟着外围连跌四天,共重挫1440点,最低曾见19157点。恒指上周五收报19353点,全周累计下挫580点,跌幅2.9%。由于沽盘涌现,交投活跃,日均成交金额为618亿港元，较前周增加15%。

各分类指数中,红筹、国企及地产股备受沽压,分别下挫7.5%、6.7%及4.5%。公用股抗跌力较强,逆市升0.7%。上周银行股亦有不俗表现,只跌0.9%,跑赢大市。大行纷纷唱淡中资股,加上基金轮流沽货,短期大市将反弹乏力。蓝筹股上周跌幅最大的包括中国海外(00688.HK)、中国神华 (01088.HK) 及中国铝业(02600.HK),分别下滑19.2%、11.2%及11%。

至于地产股，投资者担心全球经济放缓及金融市场波动,影响投资意欲，预料楼市或会持续走软。大型地产发展商新鸿基地产(00016.HK) 上周四公布截至6月底的全年业绩,纯利达276亿港元,同比增长30%,若撇除物业重估收益,核心盈利122亿港元,升6%。新地虽然强调香港经济基调良好,市民入息稳定,但近期楼市呆滞,二手楼承接力弱,这是不争的事实。新地订出今年销售目标约200亿港元,其中40亿港元将来自内地。现时楼市颇为被动，要达目标绝非易事。新地股价过去两周已下挫11.3%,上周五收报95.5港元。

最近汇丰银行向基金界进行了调查，显示今年第二季度亚太区资金流走严重，净流出高达500亿美元。同时,大多数基金经理对第三季度的看法更趋审慎，普遍表示将尽量减低持亚太区股市的比重。调查亦显示，亚太区基金管理资产在年初至6月底已大降三成。

其实只要看港股的成交金额,自年初到9月初每况愈下，从根本上说明了大户基金一直在减磅沽货。今年一月份的日均成交金额是1192亿港元,9月过去两个星期只有577亿港元,大幅减少52%。既然无资金入市，港股走势自然疲弱,也毋须待至银行基金调查结果,才知道有大量资金流出股市。同一个道理,如果蓝筹股回稳而成交逐步回升,大家也可以判断出有大户基金已入市，港股便会摆脱颓势,有机会重拾升轨。近日大市继续调整,而且出现恐慌性抛售,港股似乎仍在寻底。

不过,港股市盈率已回落至12倍水平,外资大户应该开始部署吸纳,估计第四季度是基金大户趁低入市的好机会。可以预言,历史将会再度重演,第四季度仍继续沽货者多是一众惊弓之鸟的散户,而外资大户将开始抄底。技术走势来看,港股已严重超卖,但由于大行纷纷调低中资股评级及盈利预测,相信恒指将继续寻底。恒指短期之阻力在21000点,支撑位在19000点水平。

■ 投资评级 | Valuation

瑞信维持新地"增持"评级



瑞信日前发表研究报告表示,将新鸿基地产(00016.HK)目标价由130港元降至126港元，相当调整后每股资产净值141港元折让约10%,但维持"增持"评级。

瑞信称,新地截至今年6月底止的财年基本纯利122亿港元,符合预期。不过,该行将其每股资产净值预测由145港元降至141港元，已包括写字楼及商场租金收益各升至5.6%及5.55%,新地现价较每股资产净值折让35%。瑞信预料香港09年楼价持平，经济疲弱将潜在拖累香港楼价,如果楼价下跌30%,将减低新地每股资产净值约7.8%或10.8港元。

摩根士丹利日前表示,给予新地"与大市同步"评级,目标价147港元。大摩指出,新地08年业绩符合预期。由于天玺项目预售延迟获批，管理层相应推迟项目推售进度，由今年末季延至明年首季,因此该项目的入账时间将历时2-3年,意味着资产周转率减慢,并反映香港楼市日益艰难。大摩指出,经济转弱及股市低迷令财富效应减低,已损及本地楼市前景,并料会对零售租金带来影响,但该行现时对新地的资产净值预测,并未反映部分负面因素。

此外,高盛表示,忧虑新地集中提高毛利而非销量的销售策略,短期将增加其盈利风险，轻微调低该股目标价1%至93.40港元,评级维持"中性"。高盛指出,新地去年度基本盈利增长6%,至122亿港元,低于其预测2.8%。

花旗重申国泰航空"沽售"评级



花旗日前表示，国泰航空(00293.HK)8月运载数据令人失望,美元强劲将令收益率存在下跌风险,重申该股"沽售"评级,目标价12.6港元。

花旗指出,8月乃旅游旺季,但国泰期内只获得0.5%的乘客量增长，其中内地航线表现最差,急跌12.4%,东北亚洲及欧洲航线亦倒退。该行表示,若美元持续强劲,预期国泰的收益率及收入会进一步下跌;货运前景亦持续黯淡。

摩根大通发表报告指出，虽然近期油价下跌可能对国泰航空有利,但因油价仍较去年下半年高,加上忧虑航空市场需求转弱，现不是买入该股的时机。因此,该行维持国泰"减持"评级,目标价11.7港元。摩通称，虽然油价下跌的正面影响可抵消短期需求转弱因素，增加该公司下半年盈利的机会，以及股价继续跑赢恒指，但现时经营环境仍然严峻，油价回落后仍较去年下半年高24%，并预期需求周期可能显著恶化。摩通预期,内地航空量可于放宽入境签证限制后反弹。不过,该行关注公司管理层指出，占其客运业务收入40%的商务旅游于未来数月可能回软。

高盛下调天津发展目标价



高盛日前表示，天津发展(00882.HK) 上半年业绩欠惊喜,调低该股目标价由6.5港元降至4.5港元，反映旗下天津港发展(03382.HK)的目标价被下调,维持天津发展"中性"评级。

高盛调高天津发展今年每股盈利预测20%,但明后两年则分别下调15%及23%。天津发展股价将受公用设施业务困扰,政府补贴将于年底届满,未来可否获延长补贴至今仍是未知数,该股短期缺乏刺激因素。

美林日前表示，将天津发展目标价从9.1港元调低至7.6港元。虽然天津发展的股价今年迄今为止下跌了57%，但该公司公布了稳健的2008财年上半年业绩，预计2008财年下半年和2009财年的前景依然稳定。该股估值相当于2009财年预测市盈率6倍,较同类折让42%。该行指出,从风险调整后的角度来看,该股估值具吸引力,维持天津发展"买入"评级。

此外,美林表示,重申天津港发展"买入"评级,目标价由5港元下调低至4.3港元。

■ H股观潮 | H Shares

超跌后长期投资价值渐显

□亨达集团

上周H股市场大幅下跌，国企指数一周累计跌幅达到6.74%,收至9975.00点，为2007年4月份以来首次收至万点之下。

上周表现最差的股份仍为航运、有色金属、钢铁、煤炭等股份。波罗的海航运指数的连续下跌令航运股遭遇持续恐慌性抛售，而国际商品价格的持续走弱也令相关资源类H股跌势沉重。对宏观经济的担忧引起连锁负面反应，亦成为一种重要的负面因素：国内地产市场进入下降周期已经成为业界共识，这种因素除导致地产股大幅下跌之外,亦引发投资者对银行坏账将大幅增加以及水泥等建筑材料需求萎缩的担心,进而导致银行、基建等股份的下跌。市场的整体大幅跌势继而引发投资者对保险公司投资收益及净资产的担忧,此类股份亦跌势沉重。

上周H股市场上的一大亮点在于电力类H股。三只电力类H股华能国际、大唐发电以及华电国际分别获得8.66%、6.52%和2.26%的涨幅，收至5.90港元、5.23港元和2.26港元。有关内地电价可能再度上调的消息对此类股份带来正面刺激。近日中国电监会表示,8月份CPI显著回落为上调电价创造了条件,市场预期终端电价上调方案将于年底前出台。尽管在煤价持续高企的情况下,电价小幅上调对电力类上市公司可能难以产生关键性影响,但由于估值已经偏低,任何正面因素都有可能成为结束此类股份股价下跌趋势的"救命稻草"。

不太幸运的是,宏观经济层面仍然没有出现太多的乐观因素。尽管CPI增速出现显著回落,但PPI增幅达到10.1%并再创新高，反映中下游企业的经营环境更加严峻,且未来通胀压力继续存在。周五公布的8月份工业增加值为12.8%,远低于7月的14.7%,显示工业企业的盈利增速减缓的趋势仍在持续。

当然,也有一些积极的因素已经变得日渐清晰。首先是未来经济数据有望逐渐好转,调控政策有望出现松动。CPI增速的下降以及工业增加值增速的减缓都将促使政府在未来几个月内采取结构性的经济刺激政策,并对紧缩的货币政策进行适度调整,以确保"一保一控"的目标得以实现。其次,H股市场的估值水平已经明显偏低,且摩根大通、高盛等外资机构已经开始表达"未来工业增加值数据将逐步回升"及"全线买入煤炭类H股"等乐观观点;在已披露经济数据未见好转及市场投资氛围仍较低迷的情况下,偏低的估值状况应是近期一些机构投资者已开始对H股市场表达乐观观点的重要原因。

上周A股和H股的比价数据出现较大幅度的波动,A股对H股的溢价率一度创下2007年以来的新低,但随后有迅速回升。这显示两地市场的估值对比状况尚处在理性的运行状态中。与此相对的是两地市场连创新低的非理性运行状态。不过,尽管未来宏观经济层面不能出现太多的好转,但也并不足以导致两地市场下跌到如此低迷的状况。目前市场的估值水平对应未来五年超过20%的年化收益率,长期布局应正逢其时。

上周涨幅较大的H股

股票代码	股票简称	收盘价	周升幅(%)
00902	华能国际	5.90	8.66
00552	中通服务	5.83	6.97
00525	广深铁路	3.39	6.94
00991	大唐发电	5.23	6.52
08258	西北实业	0.18	6.51
08189	泰达生物	0.17	6.25
02355	宝业集团	2.31	5.96
08249	屹东电子	0.10	5.26
00980	联华超市	12.92	4.87
08348	泰达物流	1.46	4.29

上周跌幅较大的H股

股票代码	股票简称	收盘价	周跌幅(%)
00161	深圳中航	2.28	-33.33
08227	海天天线	0.14	-31.71
01133	哈尔滨动力	5.96	-26.05
08197	东北虎药业	0.09	-24.17
02868	首创置业	1.03	-22.56
00553	南京熊猫	1.03	-22.56
01812	晨鸣纸业	4.43	-22.14
00042	东北电气	0.55	-21.43
08196	元征科技	0.55	-21.43
01818	招金矿业	3.39	-21.16

麦格理首予平保"优于大市"评级

□阿斯达克网络信息有限公司

麦格理证券日前发表研究报告,首次将内地保险商纳入研究范围,认为中国平安(02318.HK)优于中国人寿(02628.HK),原因是平保在快速增长的新业务方面有较强的杠杆性；而新业务增长的价值,有更大的确定性;当货币政策放宽令利率下降时，下行风险较低;此外,估值有较大上升空间。该行首予平保"优于大市"评级。

麦格理认为,寿险业务仍可正面增长。险商的内涵价值(EV)今年料保持平稳或下滑,但预期明年出现强劲反弹,平保的增长料为25%,而国寿将为16%。受惠投资者寻找可作避风港的保险产品,销售将录得增长;料平保及国寿今年的一年新业务价值增长分别为28%及25%,而明年均为20%。

存款利率上调的好处继续出现,国寿的新资金回报为5.72%,而平保为5.36%，因此麦格理认为下行风险较低。保险资金进一步放宽投资限制,有助配对投资期,将可改善回报机会。麦格理认为保险股股价对股市下跌反应过度。

麦格理指出,中国财险(02328.HK)的偏好度在行业中最低,建议避免持有。虽然财险股价或可随行业攀升,但仅为买卖机会,而非作核心组合持有。此外,保费定价压力、保费增长放缓、储备不明朗、有补充资金的需要，及偿付能力薄弱,均支持其对财险持负面看法。

该行表示,短期催化剂主要受制于对内地及A股股市表现的市场情绪,但中期而言,寿险股份有可能受多方面因素推动,包括保费收入高增长、新业务增长、监管层放宽投资限制,及估值便宜。

麦格理首予国寿"优于大市"评级,目标价35港元。国寿为内地第一大寿险商,由于有强劲的组合增长,及并购策略进取度较低,因此有良好防守性。国寿资金充裕,在股本资产或保证回报方面,资产负债表的风险较低。国寿亦为今年股本市场疲弱的主要受益者,保费增长逾50%。受银行保险产品增长120%所推动,新业务标准保单收入增长39%。一般风险保单增长23%,显示低毛利率产品的强劲增长,未有牺牲高毛利率业务。受惠广阔的分销网络,料国寿中期增长强劲。

麦格理认为国寿未来12个月可温和增长,为投资者良好的进入点,建议在现水平或以下收集。预期国寿今明两年净已收保费分别为人民币1333亿元及1448亿元，盈利241亿元及252亿元，每股盈利增长分别为负38%及4.4%,市盈率分别为30.3倍及29倍。

麦格理首予平保"优于大市"评级,目标价82港元,意味未来12个月有50%上升空间。平保多元化的产品组合,包括最近推出的单位基金相连产品,为强劲增长的动力。银行保险于今年上半年增长76%,仍为增长的关键,不过高毛利率的一般风险保单仍增长19%,料今年标准保单销售增长应达41%。以内涵价值增长而言,平保的杠杆性较高,新业务有机会推动明年内涵价值增长16%,而内涵价值回报亦达25%。该行预期,平保今明两年净已收保费分别为895亿元及1069亿元,盈利141亿元及154亿元,每股盈利增长分别为负25.7%及9.6%,市盈率分别为26倍及23.7倍。

此外,麦格理首予财险"落后大市"评级,目标价3.65港元。内地保费率持续受压,今年上半年已下跌7%至32%，料下半年仍将下滑,但速度将放缓,因此保单毛利率将继续受压。麦格理预期,财险今明两年净已收保费分别为820亿元及962亿元,分别亏损4亿元及盈利21亿元,明年市盈率为20倍。

■ 权证市场纵横 | Warrant

资金流入A50认购证

□高盛亚洲区证券衍生品主管 李颂慈

恒指上周收报19353点,全周累计下跌580点或2.9%，港股上周平均每天成交金额由前周537亿港元回升至618亿港元,升幅15.2%。权证全周平均成交金额则由前周74.1亿港元继续下跌至上周的72.6亿港元,跌幅1.5亿港元或2.0%,这是权证平均成交金额连续第五周下跌，与5周前水平相比,已大幅下跌了超过四分之一。在大市成交回升而权证成交继续萎缩的情况下,上周权证市场平均占大市成交金额的比例11.8%，与前周13.8%相比,下跌2.0个百分点。

牛熊证方面，上周平均每天成交65亿港元,与前周66.2亿港元相比,回落了1.9%。上周牛熊证市场平均占大市成交金额10.5%，与前周的12.3%相比,同样下跌了1.8个百分点。而权证及牛熊证合共占大市22.3%，较前周的26.1%下跌3.8个百分点。

权证成交分布方面,以上周5个交易日计算,中移动继续是全周最活跃的权证相关资产,上周占整体权证市场成交金额20.0%,与前周占17.7%相比,上升了2.3个百分点。而国寿相关权证上周占整体权证市场成交比例17.4%,与前周的15.8%相比,亦上升了1.5个百分点。成交榜上第三至六位的相关资产则依次为占14.3%的恒指、占8.2%的A50中国基金、占6.5%的建行及占6.0%的中石油。上周十大最活跃的权证相关资产类别中,较前周的成交比重升幅最大的是中移动权证;而较前周的成交比重跌幅最大的则是恒指相关权证,跌幅2.8个百分点。

市场持货变化方面，以9月8日至11日的4个交易日计算,售出最多认购权证的相关资产类别是A50中国基金，其相关认购权证期间共被投资者吸纳近3.7亿份。除A50基金外,恒指是另一获较多权证投资者增持认购权证的相关资产,共获市场吸纳了3.6亿份认购权证;而其余获权证投资者买入逾亿份认购权证的相关资产,还包括中移动、中海油及中石油,分别获投资者买入1.1至2.3亿份认购权证。认沽权证方面,汇丰获投资者增持2.3亿份认沽证;而恒指及国寿认沽权证,其正股在上周虽分别下跌了2.9%及3.2%，但权证投资者整体而言却未有套利,反而分别购入了5400万及4800万份认沽权证。被投资者沽出最多的则是汇丰认购权证,上周合共被沽出逾1亿份。

若计及权证的面值,全周有1.5亿港元资金流入权证市场，比前周的3.1亿港元资金流入减少超过一半。最多资金流入的股份是A50认购权证,期间共4200万港元的资金流入,占整体净流入权证市场的资金28.2%。除A50外,国寿、恒指、中移动及建行亦分别获得逾1500万港元资金流入。

AH股价比(9月12日)

名称	AH价格比	A股价格(元)	H股价格(港元)	H股价格(元)
中国平安	0.87	40.28	52.45	46.05
海螺水泥	0.91	22.54	28.25	24.80
中国人寿	0.91	21.91	27.4	24.05
交通银行	0.94	6.42	7.82	6.87
招商银行	0.94	17.85	21.55	18.92
建设银行	0.96	4.73	5.61	4.93
中兴通讯	0.96	26.6	31.5	27.65
宁沪高速	0.97	5.09	5.96	5.23
中国铁建	0.99	8.49	9.8	8.60
工商银行	1.00	4.22	4.8	4.21
中海发展	1.06	11.25	12.08	10.60
中煤能源	1.07	9.46	10.08	8.85
皖通高速	1.13	4.28	4.3	3.77
鞍钢股份	1.17	8.19	7.98	7.01
中国银行	1.20	3.49	3.32	2.91
中国神华	1.22	23.49	21.85	19.18
兖州煤业	1.24	10.57	9.74	8.55
紫金矿业	1.25	3.85	3.52	3.09
中国中铁	1.25	5.21	4.75	4.17
华能国际	1.26	6.54	5.9	5.18
青岛啤酒	1.27	16.85	15.1	13.26
广深铁路	1.27	3.79	3.39	2.98
潍柴动力	1.32	35.45	30.5	26.78
中国南车	1.34	3.47	2.95	2.59
东方电气	1.34	22.52	19.12	16.79
中国石油	1.42	10.71	8.6	7.55
中国远洋	1.47	12.63	9.76	8.57
中信银行	1.50	5.04	3.82	3.35
中国石化	1.53	8.97	6.68	5.86
大唐发电	1.55	7.12	5.23	4.59
中国国航	1.61	5.16	3.65	3.20
广船国际	1.65	13.87	9.6	8.43
中国铝业	1.72	8.32	5.51	4.84
江西铜业	1.75	13.65	8.9	7.81
华电国际	1.80	3.58	2.26	1.98
马钢股份	1.81	4.11	2.58	2.27
中海油服	1.83	13.05	8.12	7.13
晨鸣纸业	1.87	7.27	4.43	3.89
深高速	1.91	5.18	3.09	2.71
中海集运	2.19	3.19	1.66	1.46
重庆钢铁	2.25	3.63	1.84	1.62
南方航空	2.34	3.54	1.72	1.51
昆明机床	2.44	9.54	4.45	3.91
广州药业	2.51	6.36	2.89	2.54
北辰实业	2.73	3.35	1.4	1.23
*ST洛玻	2.78	2.12	0.87	0.76
S上石化	2.80	4.86	1.98	1.74
ST科龙	3.06	2.39	0.89	0.78
东方航空	3.28	4.17	1.45	1.27
新华制药	3.65	3.69	1.15	1.01
经纬纺机	3.79	3.33	1	0.88
创业环保	4.03	4.42	1.25	1.10
北人股份	4.47	3.92	1	0.88
南京熊猫	4.81	4.35	1.03	0.90
S仪化	4.99	3.46	0.79	0.69
东北电气	5.05	2.44	0.55	0.48