■ 权证解码 | Warrant

中移动认购证全线走高

□麦格理资本证券股份有限公司 陈其志

恒指周四高开低走,最终收报15583点,下跌0.55%。大市成交额继本周二后,再次重上700亿港元,共成交746亿港元,权证及牛熊证成交额亦增至约164亿元。

权重蓝筹中国移动(00941.HK)继周三大幅上扬后,周四再度逆市走高,收市升1.4%至74.15港元。中移动相关认购证也续获追捧,其中一只认购证涨幅近150%,位居权证及牛熊证涨幅榜首。

中移动权证及牛熊证成交也连日上升,本周二成交约5.5亿港元,周三增至约8.5亿港元,周四再攀升至约17.1亿港元,连续两日位列权证及牛熊证成交榜第二位。

市场连续两日(14日及15日)见资金流向中移动认购证及牛证,总计分别约6219万及2674万港元,相关熊证亦合共有1348万港元资金净流入。周四十大成交权证中,恒指及中移动权证各占一半,成交量介于9亿至36.3亿份。

恒指权证的结算方法

□法兴证券(香港)有限公司董事 李锦

4月末将有65只恒指权证到期,当中不乏一些高街货(市场持货量)的恒指认沽证,近日有投资者提出疑问,如果持有某一只恒指认沽证至到期日,届时将如何结算?会否变成一张废纸?

其实,恒指权证的结算方法与股份权证不同,恒指权证是根据即月期指结算日的EAS(即当日恒指现货每5分钟的平均价)来计算,并不是以期指5日的平均收市价结算。因此,市场上所有恒指权证均是在期指结算日当日到期,而股份权证的到期日则可以是任何一个交易日。

就以一只恒指认沽证为例,该证行使价为13600点,换股比率为9200。倘若结算日的EAS比行使价低,假设为13000点,投资者到期时每股便可取回:

(行使价▮EAS)/换股比率=(13600▮13000)/9200=0.065元。假设投资者持有100,000股认沽证,即可取回100000*0.065元=6500元。

那么,如何计算恒指权证与牛熊证的理论变动?在到期日之前,期指变动会如何影响恒指权证与恒指牛熊证的理论价格?其实,计算恒指权证与恒指牛熊证价格理论变动的方法没有区别,两者所参考的都是期指而非现货变动;唯一不同的是,恒指权证的对冲值会随权证年期、引伸波幅及相关资产价格等因素变化而转变,而牛熊证的对冲值则任何时间都假设等于一。

以一只恒指认购证为例,该证行使价为14200点,换股比率为11000兑1,对冲值约55%。假设投资者预期期指将会上升200点,倘若引伸波幅稳定,认购证价格理论上会上升0.01元(200*0.55/11000)。

我们再以一只恒指牛证为例,该证行使价为12700点,收回价13500点,换股比率为15000兑1。同样地,假设投资者预期期指将会上升200点,牛证价格理论上会上升0.013元(200*1/15000)。

AH股价比较低个股(4月16日)

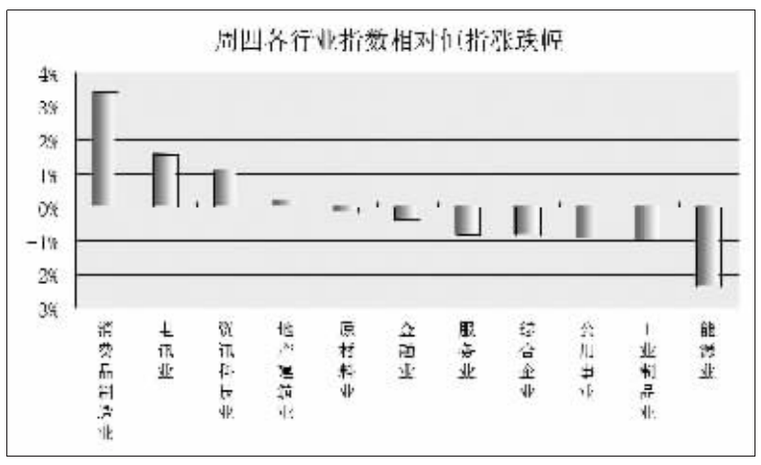
名称	AH价格比	A股价格(元)	H股价格(港元)	H股价格(元)
中国平安	0.94	42.18	51.00	44.95
海螺水泥	0.97	38.23	44.80	39.48
中国人寿	1.00	24.63	27.95	24.63
中国铁建	1.01	9.87	11.08	9.76
工商银行	1.05	4.11	4.43	3.90
建设银行	1.08	4.51	4.74	4.18
鞍钢股份	1.12	9.40	9.50	8.37
招商银行	1.22	16.27	15.14	13.34
宁沪高速	1.23	5.99	5.54	4.88
交通银行	1.25	6.92	6.30	5.55
中国神华	1.27	24.63	21.95	19.34
中国中铁	1.28	5.82	5.17	4.56
中国银行	1.41	3.56	2.86	2.52
马钢股份	1.44	4.24	3.33	2.93
中国南车	1.45	4.73	3.69	3.25
青岛啤酒	1.52	24.65	18.46	16.27
广深铁路	1.53	4.55	3.37	2.97
中兴通讯	1.60	38.27	27.15	23.93
中海发展	1.63	14.58	10.18	8.97
皖通高速	1.64	5.20	3.60	3.17
中煤能源	1.67	10.81	7.33	6.46
潍柴动力	1.75	34.28	22.25	19.61
华能国际	1.76	7.83	5.06	4.46
中信银行	1.76	5.00	3.22	2.84
中国石化	1.85	9.66	5.93	5.23
紫金矿业	1.92	10.79	6.39	5.63
中国石油	1.96	11.81	6.83	6.02
中国铝业	1.99	11.40	6.51	5.74
深高速	1.99	5.50	3.14	2.77
中国远洋	2.15	13.47	7.11	6.27

国指成分股市场表现

代号	名称	股价(港元)	涨跌幅(%)	市盈率
02727	上海电气	2.810	7.25%	11.12
01133	哈尔滨动力	6.76	6.46%	5.63
01186	中国铁建	11.08	4.140%	36.07
02899	紫金矿业	6.39	3.570%	25.84
00694	北京首都机场	5.02	2.030%	16.84
00168	青岛啤酒	18.46	1.990%	30.41
00489	东风集团	5.27	1.930%	9.90
00552	中国通信服务	4.720	1.510%	17.95
02628	中国人寿	27.95	-0.360%	32.71
00177	江苏宁沪高速	5.54	-0.360%	15.44
01398	工商银行	4.430	-0.450%	11.76
00576	浙江沪杭甬	5.95	-0.830%	12.03
02600	中国铝业	6.51	-0.910%	8,137.50
02883	中海油田服务	6.54	-0.910%	8.35
00386	中国石油化工	5.93	-1.000%	15.22
00939	建设银行	4.740	-1.250%	10.54
03323	中国建材	13.16	-1.500%	28.67
00390	中国中铁	5.17	-1.520%	26.79
00358	江西铜业	10.22	-1.540%	11.91
01138	中海发展	10.18	-1.550%	5.65
00902	华能国际电力	5.06	-1.750%	N/A
02777	富力地产	12.22	-1.930%	11.07
03328	交通银行	6.30	-2.020%	9.58
03988	中国银行	2.860	-2.050%	9.94
01800	中国交通建设	9.39	-2.090%	20.19
00857	中国石油	6.83	-2.290%	9.62
00914	安徽海螺水泥	44.80	-2.610%	25.48
00753	中国国航	3.380	-2.870%	8.89
01898	中煤能源	7.33	-2.910%	11.87

中资股获利回吐 短线上升趋势未变

□财华社



尽管周三美股收高,并带动亚太区股市周四多数上扬,但内地A股高位调整的压力较大,受此影响,H股板块获利盘也集中涌现,从而令恒指转升为跌。不过,鉴于防御性较强的公用事业股继续温和下跌,说明资金仍在流出防御性板块,从而表明大市短线的上升形态并未被破坏,预期市场在消化完蓝筹业绩及经济数据后仍有进一步走高的可能。

中资股拖累大市上行

恒生指数周四高开低走,午后跟随内地A股跳水,全日下跌86.63点,报收15582.99点;国企指数全日下跌164.23点,跌幅达1.76%,报收9141.23点。大市全日成交746.25亿港元,成交依旧维持高位。

周四引领H股指数下跌的主力是保险股、银行股及资源股。因08年业绩大幅倒退98%,中国财险沽压集中涌现,全日大跌9.73%。分析人士表示,财险公布年报后各大投行纷纷下调其评级,更加剧了该股获利回吐。投行普遍表示,该股目前估值过高,故仅给予其3.8—4港元间的目标价预期。

大华继显发表报告将中国财险评级从"持有"下调至"卖出",但将其合理价格从3.65港元上调至3.95港元。该行指出,虽然财险基本面继续改善,但该股持续的高溢价始终存在不合理之处。摩根大通也认为财险目前估值过高,维持该股"减持"评级,但将目标价从3.2港元调高至3.8港元,并将其2009和2010年每股收益预期分别调高32%和2%,该行认为公司未来两年的承保利润和综合费率情况较好。野村也将中国财险评级由"中性"降到"减持",维持3.7港元的目标价不变,该行指出,其核保损失扩大,说明公司业务并没有好转,而且以信用的方式销售保险增加了坏账风险。

同时,中资银行股周四也多数回调,招行及中信银行跌幅超过4%,其他几大银行也维持跌势。分析人士表示,中资银行股走低,主要还是受内地监管层或退出多项控制信贷措施消息的影响。据悉,中国银监会在提示银行关注票据融资和房地产信贷风险的同时,已经启动了专项检查严审天量信贷的投向,并即将公布有关更严格监管银行贷款使用情况的多项管理办法,以严格治理银行贷款的违规挪用,尤其是信贷资金不得进入股市。而若上述措施落实到位,且第一季度的信贷流向中确实有违规流向,则预计将不利于中资银行信贷业务的稳定性。

DBS也维持对中资银行股略微谨慎的看法,尤其是在经过近期的上涨之后,该行仅建议投资者在股价回调时买进工商银行。该行称,银行净利息收益率继续面临下滑压力,同时,海外战略投资者也有可能进一步减持,且资产质量风险也令投资者担忧。该行按照2009年的预期业绩计算,目前中资银行股的平均市净率为1.7倍,这意味着全球投资者在中国经济更具活力的预期下已经为中资银行股支付了较高的溢价。

中资钢铁股也大幅获利回吐,鞍钢及马钢全日跌幅分别高达6.68%及4.31%。分析人士认为,钢铁股大幅走低,主要源于以下几个方面:其一,鞍钢及马钢周三公布的08年全年业绩均逊于预期,而周三钢铁股上扬,主要还是受市场乐观情绪的带动,但周四大市沽压明显加重,因而钢铁股获利回吐在所难免;其二,各大投行看淡该行业前景也加剧了该板块跌势。

高盛建议投资者逢高沽售钢铁股,因其基本面与估值越来越不相称;该行指出,热轧钢价自2月份见顶后,连续9周下跌,估计一季度鞍钢股最多能达到盈亏平衡,第二季度更可能录得亏损。尽管中国需求反弹可潜在稳定钢铁价格的下滑趋势,但全球开工率低企令钢铁价格企稳的状况难以维持,该股维持鞍钢"沽售"评级,目标价4.00港元。DBS唯高达也表示,投资者对钢铁股的看法改善,主要是预期政府的刺激政策将推动需求增长,但在行业面临供应过剩问题的情况下,钢材价格的下跌令该行对钢铁行业的收益前景保持谨慎,该行将鞍钢评级从"持有"调低至"充分估值",不过将鞍钢目标价从6.37港元调高至8.20港元。目前该股股价距离新目标价还有大约20%的下跌空间,建议投资者逢高沽售。

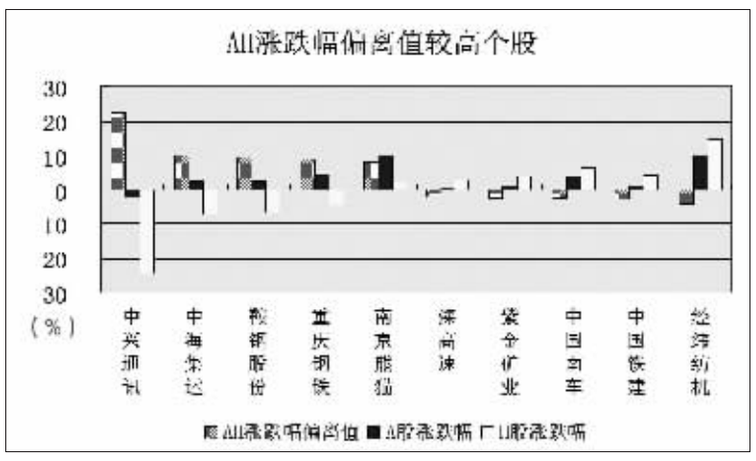
短暂调整后有望继续上扬

周四拖累大市下跌的主力是遭遇获利回吐的中资股,不过,分析人士表示,大市回调属于正常性的调整,短期上升的形态并未被破坏。一方面,大市成交继续维持在700亿港元上方,显示市场交投气氛仍较好;另一方面,公用事业等防御性的板块继续温和下跌,这说明目前资金心态并没有转向以防御为主,短线大市的上升形态应该没有被破坏。

至于周四大幅获利回吐的中资股,分析人士普遍表示,该板块下跌主要是受当日内地公布的经济数据影响,市场需要消化相关数据,待市场消化完这些经济数据后,大市仍有可能进一步上攻。大和分析师称,与08年第四季度6.8%的增幅相比,中国第一季度的GDP数据并不算急剧放缓;且出口的大部分损失及其给国内需求带来的负面影响都已被财政刺激、贸易条件的改善以及其他放松政策所抵消。鉴于更多的刺激政策正在酝酿中,且积极的乘数效应开始显著放大,该行预计09年第一季度将是本轮经济低迷期的底部,该行认为全年GDP增幅预期(6.3%)存在很大的上调空间。

谨防H股持续回调风险

□恒丰证券 梁渊



近期H股呈现较为强劲的上涨势头,而周四国企指数在早盘冲高至9447点后,便步入震荡走低的格局。金融股、石油能源类股份均出现高位回落态势。尽管有部分资金重新入市,令回吐的压力有所减缓,但是在缺乏进一步承接力推动下,股指最终以反复下行的走势收场。

拖累H股高位回落的主力是中石油与中石化,该两只股份近日的走势也是相当凌厉,尤其是中石化得益于政府实行浮动的成品油价格机制以来,股价已从3.67的低位持续了近一个月的上涨行情,累计幅度高达60%。两只股份只是遭遇轻微回吐,跌幅分别为2.28%及1.0%,仍显示出较强的抗跌性。这可能与部分机构对该类股份发表"明降暗升"的评论有关,如麦格理把前者的目标价从10.15港元下调至9.35港元,而后者的目标价从9.15港元下调至8.45港元,以反映石油价格前景疲软之际上游业务利润下降的因素,但又称当前股价没有完全反映下游业务在新定价机制下利润潜在反弹的因素。不过,笔者认为,目前该类股份确实存在着相当的回吐压力,短期上涨的动力已经减弱,建议投资者还是减持为主。

其次,金融股全线回落,不过,同样跌幅普遍较小。一度被市场追捧的工行跌幅仅0.44%,而跌幅最大的是中国平安下跌3.50%。笔者对中资银行保持谨慎看法,尤其是经过近期的上涨,之前市场认为低估的部分已经被充分挖掘,按照2009年预期业绩,目前中资银行股的平均市净率为1.7倍,也就是说先前投资者预期中国经济将最快复苏的前提下已给了该类股份较高的溢价。

第三类沽压较重的板块是煤炭及钢铁类股份,包括:中国神华、兖州煤业、马钢及鞍钢股份跌幅均超过4%。最近,该类股份急升亦相当明显,主要还是憧憬经济复苏推动,超过其实质产能需求,预计短期内同样面临继续下调的风险。

笔者认为,目前港股的走势有点难以琢磨。特别是周三,恒指跌破15300点重要支撑位后,接近尾盘时,中移动的急拉扭转了整个局势,并且引发周四开盘冲高至15977点,但随后便又掉头向下。但总体来说,高位震荡伴随放巨量并不是好事,说明主力资金有哄抬诸如汇丰及中移动等权重股,并套现衍生产品的可能。而且接下来一段时间内,相信市场难有好的政策消息来支撑股市,之前投资者一直等待的第一季度GDP与3月份的消费者价格指数(CPI)数据也已经揭晓,只能说勉强符合预期。若加上欧美等外围股市偏弱的话,H股难免会跟随大盘出现继续回落的可能。

■ 麟视点 | LIN COMMENT

恒指进入重要阻力区

□郭信麟

恒指终于弥补完2008年10月16日的下跌缺口,然而走势却是高开低走,内地经济数据并不理想,GDP增速的倒退虽然在市场预期之内,但是港股最近急升已经累积了不小的短线风险,因此周四的回调是非常正常。15700-16000成为重要的阻力区,恒指从去年10月以来一直在其下横行。

这段时间全球股市最主要的上涨理由就是对各国政府和中央银行的刺激经济措施产生憧憬,中国、美国的经济数据最近都有回暖的迹象,特别是前者,一直都是被全球各界认为最先走出复苏的国家。港股受到两大市场的推动,加上人民币国际化的背景,短期推升其实应该在预料当中。

美国的经济预测可以说是好转当中带有混乱:首先,经济数据好坏不一,最近一周大的数据都是表现较差,如零售数据和工业产值,CPI数据也不预示什么好现象,但是一些影响力较小的数据如纽约储备银行的景气指数则好于预期。市场目前还能保持在8000点上,因为投资者还是更加倾向于相信经济好转。最令人不安的应该是本周的零售数据,在好转两周后重新下滑,对于原来出现好转的数据的可信度将打上折扣。

市场的真正信心是来自于美国经济舵手们的安抚,美国总统奥巴马较早前说美国经济"出现曙光",然而稍晚一点论调则变成较为悲观。而美联储在3月中旬的会议记录仍然是忧心忡忡,但是周三的黄皮书却说出现好转。经济舵手们的言论实在令人摸不着头脑,唯一的解释是为了稳定信心,把好的一面稍微夸大一点,但是因为实在没有根据说经济好转,或者说心里明白这种好转只是暂时现象,因此目前只能闪烁其辞,不说好不行,说得太好兑现不了也不行。实际上,经济数据反弹是用大规模注资换来的,能否维持还很难说,如果再出现下滑,救市的力度不得不加大,然而财政压力早已经难以承受,作为当家人当然是有巧妇难为无米之炊的感觉。

另一方面,金融机构的大戏仍然是相当精彩,高盛发新股集资还美国政府的贷款可以说是敲山震虎。在新的会计准则庇护下,坏账累累的各个银行满以为松了口气,至少在账面上是好看很多,那么在谈判桌上自然就不会低人一等。然而,高盛此举无疑是给所谓好机构和坏机构加上标签,对那些想借新会计准则来躲过一劫的金融机构无疑是打回原形,既然你自吹是资产状况良好,也可以尝试一下集资还掉政府的贷款,所以假的永远真不了。

当然高盛此举的目的可能是多重的,首先是摆脱政府的控制,可以自由地分奖金和领取高薪,无疑在竞争力方面更胜传统对手一筹,大摩因为传言不能集资还贷而备受压力。另一方面,高盛后面应该有不少对冲基金和私募基金,他们最恨的就是新会计准则,本来到手的肥肉眼看就要飞走,此举无疑是为这些大资金购买金融机构的毒资产开了一大方便之门。美国政府深深知道,如果让这些毒资产继续留在银行的账上,估计美国的信贷解冻不知何时才能真正开始,因此外界很多评论认为美国政府未必会让金融机构主动还款,但是从笔者的角度来看,美国政府应该还是会默许这个行动的,当然如果震荡太大的话,政府也会适当压一下。由此看来,金融机构为了利益可以说是各出奇谋,后续可以说会继续精彩。

■ 投资评级 | Valuation

摩通维持汇源果汁减持评级

摩根大通周四发表报告,认为汇源果汁(01886.HK)08年业绩逊于预期,维持"减持"评级,目标价由3.5港元降至3.1港元。虽然预期在08年低基数下,今年经常性溢利会增长91%,但现价仍相当于32倍市盈率,较内地食品股有50%溢价。

汇源08年经常性净利及息税前利润(EBIT)分别同比下跌59%及32%,单以08年下半年计则分别下跌54%及11%。下跌主要由于纯果汁的平均售价上升,令此类别的销售收缩。摩通调低公司09年盈利预测35%,指出虽然收入增长的预测并未有大的调整,但由于早前对其09年边际利润急升的预测不大可能实现,因此进行了下调。

大摩下调南航评级至与大市同步

摩根士丹利周四表示,将南方航空(01055.HK)评级由"增持"降至"与大市同步",相信现价已反映正面因素,包括运量复苏、本地航油减价及资本注入,目标价维持1.8港元。

同时,该行调低南航2009-10年盈利预测16%、7%,至10.05亿、13.82亿元人民币,反映成本结构较预期高,估计2011年盈利15.91亿元人民币。大摩相信,三大航企估值已超越基本因素,相对国航(00753.HK)及东航(00670.HK)09年预测市净率1.6倍及1.5倍,南航1.3倍仍属便宜,但认为接近或低于1倍更具吸引力。

高盛则表示,重申南方航空"买入"评级,目标价1.5港元,虽然08年亏损远高过该行及市场预期,但长远前景仍然正面,随着本地客运强劲复苏,相信市场焦点仍在于未来损失收窄的可能。南航08年收入553亿元人民币,符合高盛预期。

美林将南航目标价由1.7港元调升至2港元,反映盈利预测上调,评级重申"买入"。该行指出,南航08年亏损主要受一次性减值拖累。美林认为,随着内地经济环境改善,加上航油价格下降,南航可提早恢复盈利,估计09年纯利3.36亿元人民币,明年料盈利5.86亿元,即同比增长30%。

此外,摩根大通表示,东方航空(00670.HK)去年亏损153亿元人民币,相比07年纯利3.79亿元人民币,99%亏损出现在下半年。业务差于预期,但符合盈警。撇除资产及商誉拨备、汇率因素、出售资产及政府补贴等特殊项目,核心亏损153亿元,主要受64亿元按市价入账的燃油相关对冲亏损影响。不过,油价自08年12月底反弹,若维持现水平,东航可能09年回拨10亿元人民币。给予其"中性"评级。

里昂调低银泰百货盈利预测

里昂周四表示,银泰百货(01833.HK)08年纯利仅增1.4%至3.84亿元人民币,低于该行预期16%,经常性溢利同比跌13%,主因过度扩张,租金高于预期及员工成本急增等因素所致。

报告指出,银泰几乎所有在浙江以外的店08年均出现亏损,该行分别调低公司09及10年盈测29%及24%,至3亿元及3.56亿元。评级由"跑输大市"降至"沽售",目标价降至1.92港元,相当于预测市盈率9倍。

花旗也表示,银泰百货08年纯利仅增1.4%,低于该行预期11%,维持"沽售"评级,目标价2.25港元。报告认为,其营运支出高于预期,今年1-2月同店销售增长虽然录得11-12%增长,但3月已放缓至高单位数。公司将新增5-6家新店,但今年资本开支将会减少。