

■ 权证解码 | Warrant

鞍钢及江铜权证成交额大增

□ 麦格理资本证券亚洲股份有限公司

恒指周三小幅高开44点,其后受内地股市回升的带动下,以接近全日高位17892点收市,上升约2%。港股成交额缩减至不足600亿港元,仅录得567亿港元,权证及牛熊证成交额则保持在130亿港元以上,占大市总成交约23.5%。

据报道,辽宁本溪市发现储量逾30亿吨的大型铁矿,这是目前亚洲最大的铁矿储量,受此消息刺激,鞍钢股份(00347.HK)周三升穿13港元水平,升幅达5.3%。同时,国际金属价格齐升,带动金属股大涨,江西铜业(00358.HK)升穿12港元,收市升约7%。

目前市场上与鞍钢挂钩的衍生工具不多,截止周三仅10只认权证,其成交额共约4250万港元,较周二的703万港元增长约5倍。同时,江铜权证及牛熊证共25只,其认权证及牛证占23只,周三成交额共录得约7519万港元,高于周二的4079万港元,增幅超过八成。

关注个股权证和牛熊证杠杆

□ 法兴证券(香港)有限公司董事 李锦

随着权证市场引伸波幅自去年底的历史高位显著回落,权证提供的实际杠杆持续增加,特别是个股权证。以国寿权证为例,去年11月初引伸波幅普遍超过80%,年期约5至6个月的价外认权证只能提供约2至3倍的实际杠杆;如今引伸波幅普遍已回落至约50%,年期约5至6个月的价外认权证可提供的实际杠杆达5至6倍。而权证的实际杠杆上升,自然能吸引投资者重返权证市场买卖。

比较过去和现在的恒指牛熊证杠杆变化,笔者不难发现现在的牛熊证提供的杠杆较过去更高。至于个股牛熊证,由于个股牛熊证的发行频率远远不及指数牛熊证,当正股股价持续急剧上扬,而发行人又来不及向市场补充收回价较贴近的外熊证时,这些个股牛熊证所能提供的杠杆便会随着正股价急速向上而减少,以年期约5至6个月,收回价与正股相距约10%至15%的国寿牛证为例,其提供的杠杆约4至5倍。

而牛熊证是一种结构性衍生投资产品,买(投资者)卖(发行人)双方均享有权利。从学术的角度看,投资者享有以较低的行使价(牛证)购买正股的权利(熊证则为以较高的行使价沽出正股的权利);同时,当正股触及收回价时,发行人则享有实时收回牛熊证的权利。收回牛熊证的权利是利发行人的,对投资者而言则是一种成本,而这成本也反映在牛熊证相对权证较便宜的价格里。

笔者试以市场上两只行使价、年期和换股比率均相同的恒指认权证和牛证作说明,它们的行使价为16800点,并于今年年末到期,认购证造价0.235港元,杠杆约4倍;牛证造价则为0.09港元,杠杆达16倍;由于认权证和牛证的行使价相同,其内涵价值是相等的,然而,牛证的价格却低于认权证,两者的差额约0.145港元。当然,以上是现时市况下的个别例子,两者的差额会随着时间、引伸波幅及权证、牛熊证条款等因素变化而有差别。

AH股价比(6月24日)

名称	A/H 价格比	A股价格 (元)	H股价格 (港元)	H股价格 (元)
中兴通讯	1.1753	28.18	27.2	23.976
雅集动力	1.5543	35.69	26.05	22.9623
晨鸣纸业	1.6119	8.17	5.75	5.0685
*ST东电	2.593	4.16	1.82	1.6043
经纬纺机	3.9626	4.96	1.42	1.2517
新华制药	3.6186	6.22	1.95	1.7189
鞍钢股份	1.2318	14.18	13.06	11.512
ST科龙	4.1927	5.1	1.38	1.2164
华能国际	1.6767	8.04	5.44	4.7952
皖通高速	1.4609	5.46	4.24	3.7374
中海发展	1.5652	13.3	9.64	8.4974
集电国际	2.3333	5.08	2.47	2.1772
中国石化	2.1135	10.52	5.59	4.9274
南方航空	3.1284	5.46	1.98	1.7453
招商银行	1.4993	21.76	16.46	14.509
ST东航	3.475	5.33	1.74	1.5338
九州煤业	1.8009	15.43	9.72	8.5679
广州药业	2.3194	7.81	3.82	3.3672
江西铜业	2.95	32.4	12.46	10.9631
宇沪高速	1.3706	6.5	5.38	4.7423
深高速	1.855	6.05	3.7	3.2614
海螺水泥	0.9855	42.26	48.65	42.8835
青岛啤酒	1.2925	27.23	23.9	21.0671
广船国际	1.818	22.66	14.14	12.464
S上石化	3.7389	8.47	2.57	2.2654
南京熊猫	4.6763	6.76	1.64	1.4456
昆明机床	2.7171	10.61	4.43	3.9049
马钢股份	1.1231	4.95	5	4.4074

恒指成分股市场表现

代码	股票名称	股价 (港元)	涨跌幅	市盈率
17-HK	新世界发展	13.36	5.86%	5.16
700-HK	腾讯控股	90.05	5.69%	50.9
688-HK	中国海外发展	16.96	4.95%	26.17
836-HK	华润电力	18.48	4.64%	44.75
388-HK	香港交易所	119.7	4.36%	25.04
3328-HK	交通银行	7.87	3.69%	11.91
883-HK	信和置业	12.5	3.65%	7.75
19-HK	太古股份公司A	72.45	3.57%	18.58
2318-HK	中国平安	52.7	3.54%	1145.65
2388-HK	中国银行香港	12.74	3.41%	40.29
16-HK	新鸿基地产	92.15	3.37%	8.48
1088-HK	中国神华	25.2	3.28%	16.51
494-HK	利丰	20.95	3.20%	30.23
4-HK	九龙仓集团	28.8	3.04%	12.63
939-HK	建设银行	5.85	2.99%	12.93
2600-HK	中国铝业	7.45	2.76%	7450
2038-HK	富士通国际	5.22	2.76%	38.96
857-HK	中国石油化工	8.3	2.72%	11.56
883-HK	中国海洋石油	9.47	2.60%	8.39
66-HK	港铁公司	23.5	2.40%	15.99
1199-HK	中远太平洋	8.62	2.25%	9.03
23-HK	东亚银行	22.95	2.23%	1147.5
13-HK	和记黄埔	50.8	1.80%	12.27
762-HK	中国联通	10.24	1.59%	6.28
267-HK	中信泰富	14.88	1.50%	0
1-HK	长江实业	88.35	1.49%	13.19
3988-HK	中国银行	3.46	1.47%	12.14
2628-HK	中国人寿	27.95	1.45%	32.69
941-HK	中国移动	75.7	1.41%	11.79
12-HK	恒基地产	41.9	1.21%	5.56

周期性个股领涨 技术反弹后或重回跌势

□ 财华社

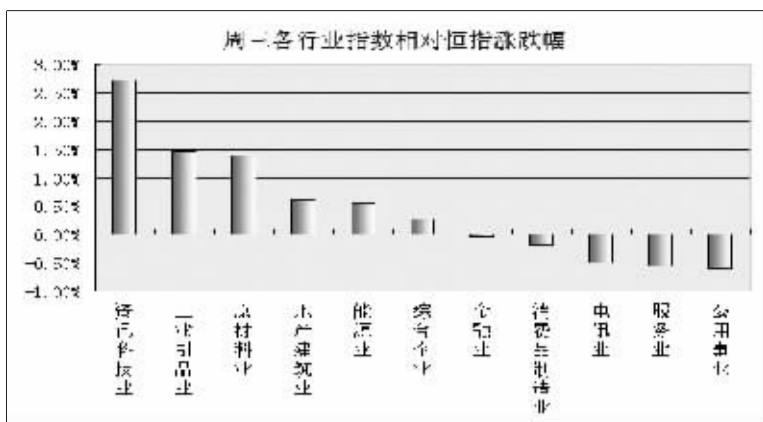
在经历了周二的大跌后,港股周三出现技术性反弹,地产股及资源类品种领涨,但在美联储公布议息会议声明前,大市成交显著萎缩,恒指也未能重上18000点关口,预计在短暂的技术反弹后大市或重回跌势。

周期类个股领涨

恒指周三高开高走,最终收报17892.15点,涨幅2.02%;国企指数报10530.35点,涨幅达2.43%。大市成交萎缩至567亿港元。

本地地产股领涨蓝筹,恒生地产分类指数涨幅达到2.48%,市场预计美联储将维持利率政策成为刺激该类个股走高的主因。大福资料研究分析师称,考虑到利率很可能维持在前所未有的低位,该行看好好地产股,尤其是经常性收入状况良好的地产股。DBS黎永良则表示,当前部分地产股走高可能提前反映了联储会议的结果,预计当前的涨势无法维持,因为没有迹象显示香港经济真的开始复苏,尽管最近房屋销售升温,但预计后市本地地产股下跌的可能性还是比较大。

中资地产股也受资金集中追捧,普遍出现较大幅涨。摩根大通发表研究报告称,随着通胀预期上升,料未来6-12个月内地楼价仍将持续走高,房地产商的边际利润及资产净值均将会获得提升。该行称,除非



楼价上升过急,否则政府在今年余下时间出台紧缩措施的可能性较小,这将为行业提供一个过去六年来最为稳定的经营环境,从而有利于地产行业进一步重估,并缩小大型及中型市场房地产的估值差距。

受到美元走软及商品市场反弹刺激,金属及煤炭等周期性较强的品种全线走高。道富环球投资管理表示,无论长线及短线,均看淡美元兑一篮子货币的走势,长线看好商品货币,如澳元等,同时看好商品价格,并建议增持相关股份。

在周期性个股中,钢铁类个股近两日走强值得注意,分析人士认为,行业重组的预期以及钢材价格的回升是主要推动因素,而辽宁省本溪市发现超大储量铁矿的消息也将对钢铁股后市形成支撑。据内地媒体周三报道,辽宁省本溪市桥头

镇大台沟日前发现了探明储量超过30亿吨的巨大铁矿。据专家介绍,该矿矿床工业类型属磁铁矿和赤铁矿混合型,为大型铁矿床,铁矿石品位在25%-62%之间,而目前的30亿吨探明储量还只是保守数字,实际储量很有可能翻番。

分析人士认为,上述大铁矿的发现,加之中钢协近期联合多种力量大刀阔斧地整顿进口铁矿石投机,很可能将对正在进行的铁矿石谈判起到重要作用,对国外三大矿企形成压力,从而削弱三大矿企在供应端的强势地位,使得中方更有信心坚持铁矿石长期供应协议40%的降价要求;同时也令国内大部分钢企未来受制于铁矿石原材料需要的压低铁矿石进口成本。大华继显表示,该消息对于钢铁股是长期利好,因为有助于降低中国对进口铁

外围因素成为短期关注焦点

□ 国元证券(香港) 杜丹

周二美股涨跌互现,没有明确的方向指示,但周三港股并未理会美股走势,全天保持缓步上升的趋势。尽管没有完全追回周二的跌幅,但从图形上已经补回了下跌形成的缺口,并重新回到前期的震荡区间。国企指数涨幅大于恒指,扭转了中资股的弱势,在经过快速下跌之后资金有重回中资股的迹象。周三大市成交仅5567亿港元,这是自5月以来的较低水平,而大跌当日成交也仅达662亿港元,成交大幅萎缩表明当前市场观望气氛浓厚,多空双方对后市展望出现分歧,双方均无力主导行情,市场恐慌同时又惜售,行情方向仍有待选择。而在震荡格局之下,外围股市以及全球资产价格的动向就成为关注焦点。

周一美股和周二港股的大跌,直接原因是世界银行调低全球经济增长预测,从下跌1.7%调低至下跌2.9%,同时将美国经济增长从负

2.4%调低至负3%。世银的预测打击了3月以来支持股市上涨的经济复苏预期,令全球股市、商品价格遭受重创,但美国国债受到避险需求增加而上扬,10年期国债收益率在22日当天下跌0.1%至3.68%,从6月10日的3.95%高点至今业下跌了8%。联系到本周1040亿美元国债的拍卖,在巨量供应之下国债价格不跌反升,股市大跌可谓功不可没。从近期债市、股市、商品、美元之间的走势关系来看,美国国债收益率的大幅攀升和美元的走弱已经令货币当局进退两难,前者直接抵消了美联储的量化宽松政策效果,后者则影响了美国经济的霸权格局,两者都令美国经济复苏的成本增加。前有G8财长会议讨论救市措施的退出策略,后有世银调低增长预期,两者都给股市商品泼水降温,同时增强了美元美债的吸引力。美联储既要发行巨额国债筹措资金,又不能推高国债收益率;既要维持美元的弱势以贬值减轻债务,又不能令美元下

跌失控导致其他货币崛起,因而美联储必须在各个市场走势中维持微妙的平衡。以现在的情况看,将资产价格维持在一个区间里以空间换时间,等待年底美国经济实现增长可能是一个不错的选择。

周三港股的上涨也是对美联储议息结果的一个提前反应,市场关注美联储对经济走势的判断以及是否透露何时加息的信息。从最新一期的褐皮书里可以看出,美联储对当前经济的判断是衰退仍在延续但下行趋势已经放缓,这也得到近期经济数据的支持。上周公布的5月领先指标上涨1.2%,连续两个月实现上涨,提振了市场对经济前景的信心。从近期港股相关板块的走势来看,中资地产股以及原材料股的调整为投资者提供了机会,投资者可以波段操作。

法巴平均上调中资银行股目标价6%

□ 阿斯达克网络信息有限公司

法巴周三发表研究报告表示,其对内地今年全年新增贷款的预测高于市场共识,预计未来新增贷款可能会继续上行,短期而言,该行看好中资银行前景,并维持该板块“中性”评级,平均上调中资银行股目标价6%。该行维持招行(03968.HK)为行业首选,并给予中行(03988.HK)、建行(00939.HK)及工行(01398.HK)“持有”评级。

据市场传闻,内地新增贷款在4月及5月回落后,6月将增至1万亿元,即恢复至今年一季度的增速。而对此消息,A股市场的反应显然大于香港市场;据统计,获法巴纳入研究的5家中资银行股相关A股上周平均涨17%,跑输H股5.8%。

法巴认为,6月新增贷款可能达1万亿元,显示出前5个月新增贷款高达5.8万亿元后,内地货币环境仍较为宽松,这超出了该行预期。该行表示,6月尚未完结便判断当月新增贷款达1万亿元,除了因季末一般出现的突击放款外,银行经理还相信部分原因是大批5月房贷推迟至6月投放了。通常的情况是,贷款增长在今年各月初均维持相对较低的水平,而在月度最后2至3个工作日才大幅涌现,从而令预测信贷供应非常困难。

至于贷款需求增大,部分可能源于企业更愿意以目前的低利率水平借入高于现阶段所需款项,因政府开始忧虑通胀压力及资产泡沫,担心人行将收紧货币政策,故

企业愿意借入高于现阶段所需的款项。另一方面,银行也愿意多贷出款项,以避免信贷过紧时出现流动性危机。法巴指出,一些银行为了锁定优质客户,甚至提供“超额”贷款率减免;该行认为,尽管国务院一再重申实施宽松货币政策,但目前信贷申请的局面或促使政府出台强硬措施。

法巴认为,虽然极为宽松货币政策会触发投资热潮,但该趋势不太可能在下半年得到逆转,该行上调今年全年新增贷款预测至早前其难于接受的8.5万亿元;若假设两成新增贷款是今年底前到期的贴现票据,则实际总新增贷款应为6.8万亿元,这意味同比增幅将达22%。

目前内地持续信贷高增长的状况与03年非典时期的情况相似,当时内地政府害怕疫情爆发会令经济衰退,故允许银行体系放松流动性,于是导致信贷同比增长24%,而新增贷款对GDP比率也升至23%。而现阶段政府允许放宽信贷是为了抵御全球金融危机的影响,法巴预测今年实际新增贷款将上升22%,新增贷款对GDP比率将达21%,与03年的水平接近。

法巴表示,当前市场关注的问题是政府会否在今年下半年或明年紧急“刹车”,就如04年第二季推出严厉的行政性紧缩措施一样。目前政府面对的产能过剩问题,较04年的电力及运输瓶颈问题更为棘手,因而法巴相信另一轮行政紧缩措施今年底前出台的可能性较小;不过,政府明年调整利率及限制信

贷增长的可能性却不能低估。若届时严厉的行政措施出台,则资产质素下行周期率先出现的几率会大幅增加。

法巴上调今年中资银行股信贷增长预测,并指出目前离利率放宽松还很遥远,故银行净息差急跌的可能不大,预期银行净息差收入可能复苏,明年平均盈利增长将达37%。据法巴的敏感度测试,银行明年的盈利增长对信贷增长的变动敏感度不高,即使信贷按年增长预测由11%下调至8%,银行明年平均净利润增长仍达28.3%,预计主要原因是预测净息差明年会扩大16个基点,从而减少盈利对贷款增长的依赖。而银行净息差每改变1个基点,将影响其净利润0.86%。

目前,不良贷款余额仍是最大的不明朗因素,法巴维持明年不良贷款余额为30%的基本预测。不过,当明年不良贷款余额增至60%时,银行净利润平均增长则仅为3%。该行认为,不良贷款的增加将视房产业及整体市场的资金创造而定,但若政府在明年出台严厉的行政措施,而不是采用市场导向工具,则不良贷款的形成将加速。

法巴维持招行(03968.HK)为行业首选,目标价为22.1港元;同时给予中行(03988.HK)、建行(00939.HK)及工行(01398.HK)“持有”评级,目标价分别为3.29港元、5.55港元及5.12港元;此外该行给予交银(03328.HK)“减持”评级,目标价为6.47港元。

矿石的严重依赖程度。商品股自3月初大涨后正在回调,但钢铁价格和库存等数据显示需求出人意料地强劲,预示调整行情结束,维持钢铁股的“买入”评级。DBS唯高达也表示,中国发现大型铁矿的时机非常完美,这将增加中钢协在力拓及其它矿业巨头进行铁矿石价格谈判时的筹码;发现新矿无疑利好鞍钢股份的,因新矿的地理位置接近该公司,但铁矿为政府所有,未来铁矿石价格将取决于市场条件。

后市仍面临调整压力

港股周三反弹幅度虽然不小,但成交量出现萎缩,场外资金在美联储议息会议前保持谨慎。随着全球通胀预期升温,预计流动性推动型上涨已经结束,后市投资者关注的焦点将重回基本面,港股在经历了技术性反弹后或将重回跌势。

DBS唯高达黎永良表示,很明显周三的涨势更像是熊市反弹,而非基本面改变的迹象。他认为投资者需要回归现实,要意识到基本面的疲弱难以支持股市近期的涨势。信诚证券连敬涵表示,联储局即将公布议息结果,预期维持息率不变,市场正注视其会后声明对经济的看法,观望气氛浓厚。港股虽然反弹,但成交未能配合,后期较低水平,故反弹只是周二跌破17700后的技术性反弹,投资者宜减持,待外围走势明朗后再做部署。

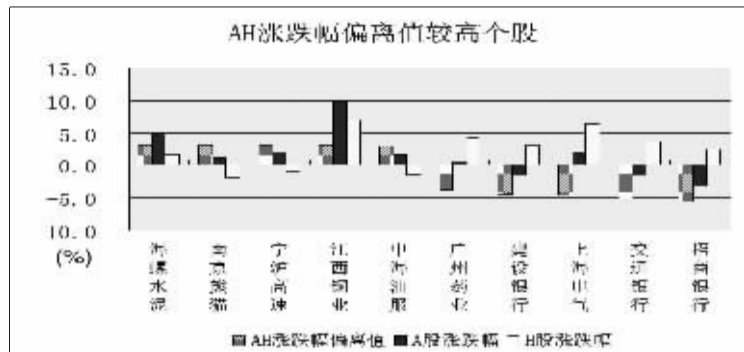
第一上海叶尚志表示,相信港

股仍处于大涨三个月后的整理阶段,估计后市以反复调整为主,但是出现持续性下滑的概率不大。事实上,市场对于经济前景的看法仍有分歧,但是相比去年第四季度,当全球市场面对金融海啸直接冲击时,情况要好一些。因此,估计港股并不会出现跟去年第四季度一样的持续性下滑。资金流量下降是调整市况的一个特征,在缺乏资金流入的背景下,前三个月出现的普涨和轮动效应将会明显减弱。因此,部署上应以低吸为主要策略,而由于资金不足而引致的分化走势将会凸显选股的重要性。

敦沛金融投资研究部主管郭家耀指出,市场关注美联储议息会议后声明,并憧憬在美国经济仍然疲弱的背景下,美息将持续低企,因而利好股市。但他指出,港股持续萎缩的成交量反映出投资者入市态度审慎,难为恒指提供突破动力,因而18000点为短期阻力。协联证券梁文琪认为,恒指于6月12日创出19162点高点后,其实已经完成升幅,但鉴于成交不足,开始反复回吐,上升通道的下延18000点已经失守。周三港股出现技术性反抽,但18000点不易升破,预计后市可能下试15200点,即牛市二期。而牛市二期通常调整至牛市一期的半,如果15000-15200点可以守稳才会进入牛市三期,再次挑战25000点或以上;预期大市7、8月份或将进入调整期,调整完成后才可再度大幅上升。

■ A+H监测站 | A+H

金属股领涨A+H板块



□ 本报记者 董凤斌

在资源类个股走强的推动下,周三AH股市场双双上涨,上证综指涨幅为1.02%,而国企指数在经历了周二的大幅下挫后反弹2.43%。恒生AH溢价指数下跌2.09%。

纵观A+H股板块整体表现,金属及煤炭股在两股市场均大幅上扬。江铜A股涨停,H股涨幅也超过7%;鞍钢及紫金矿业A股涨幅超过7%,H股涨幅均在5%以上。美元的走软以及商品期货市场的反弹成为该类个股走强的主因。分析人士指出,越来越多的证据显示宏观经济已经回稳,使得市场上对经济的疑虑越来越少,而经济的好转势必推动金属行业需求回升,从而令价格上升。尽管从当前的金属价格水平来看,金属板块估值处于高位,但若金属价格逐步上扬,则市盈率水平也将下降,因此若看好经济前景,金属股仍可继续看好。

此外,煤炭类AH股也双双走高,法国巴黎银行认为,资源税上

■ 投资评级 | Valuation

花旗上调皖通高速目标价44.4%

花旗周三发表研究报告,维持皖通高速(00995.HK)“买入”评级,将其目标价从3.60港元上调至5.20港元,此前将该公司09年纯利预期上调5.0%,主要是由于利息费用低于预期。

花旗预计该公司09年盈利增长将超过市场预期,料其盈利增长4%,得益于收费公路收入上升4%及利息下降。花旗称,皖通高速的收费公路收入在该行业中最具上升势头,因为其位于华中地区,2008年

调将成为煤炭生产商下半年度的主要不明朗因素,假设5%的税率对中国神华及中煤能源09年度盈利影响分别为4%及10%,而且神华现价估值相对中煤有折让,则建议换股至神华,同时维持对神华H股“买入”评级,目标价为28港元。

银行股成为周三两地市场走势差异最大的板块,其A股在经历了周二的上涨后出现回调,而银行H股则全线上扬。申银万国发表2009年下半年银行业投资策略报告称,虽然银行股近期有较大涨幅,但其行业估值比较优势依然存在,维持对银行业“看好”的评级。因在宏观经济向好、流动性大量注入导致通胀预期出现的背景下,银行的业绩有望超越市场预期。申万称,下半年信贷增量将出现明显回落,但已经发放的大额贷款增量保证了其全年的利息收入,未来净息差是决定业绩的主要因素之一。申万认为净息差将在下半年全面回升,则银行季度同比净利润增速将逐季提高。

摩通调高雅居乐地产评级至“中性”

摩根大通周三发表研究报告,将雅居乐地产(03383.HK)评级由“减持”调高至“中性”,将其目标价由5.20港元调高至10.50港元,因其海南项目销售好于预期,故该行调整了对该公司盈利的预期。

摩根大通表示,雅居乐地产的目标市净率和市盈率在中型地产股中最高,因为该公司几乎拥有净

现金头寸,且今年以来在海南和番禺的项目热销。摩根大通指出,雅居乐地产的盈利容易受到海南项目销售情况的影响,海南项目将分别占2009和2010年净利润的9%和24%;预计今明两年海南项目的销售将继续强劲,同时其他地区的销售也将增加,从而令其2010年每股收益增长26%。