

注視港元跌拆息升

口大衛

零點零九九厘，三個月拆息亦重上零點三七厘。大家密切注視港元匯價與拆息走勢，原因港股在期指結算日大幅上揚，不排除大鱷製造「終極一升」，引誘基金與本地散戶追貨，大鱷乘機高位套現。

股市狂升並不尋常

其實，港股升得有點牽強，主要大炒美國經濟見底復甦，原因五月份消費信心指數回升至五十四點九，創下自去年九月以來最高水平，美股周二急升百分之二，帶動亞太區股市普遍上揚。

不過，單憑消費者信心指數回升，不能認定經濟觸底，況且美國失業率高達百分之八點六，業主斷供數字又創新高的情況下，很難想像美國消費意欲能夠迅速復元，當前升市缺乏基本因素支持。

事實上，亞太區股市普遍上升百分之二至三，其中日

股僅升約百分之一點三，韓股更逆市下跌，港股表現標青，大半半成，相信是期指結算技術性因素造成，大鱷終極大幅推升股市，在現貨市場與期指市場食大茶飯，估計在期指結算之後，升勢難以持續下去。

大鱷製造終極一升

港股從三月九日的低位急升近六成，呈嚴重超買，市盈率逾十六倍，值博率已不高。

資金流走是港股重大隱憂，美元近日表現非常反覆，前日兌歐元一度升至一點三八，昨晚又回軟至一點三九。由於美國仍有大批國債等待拍賣，加上財長蓋特納本週日訪華，美元可能出現一次似樣的大反彈，隨時令資金流急劇變化。

電郵：kwlo@takungpao.com.hk

金針集

港股在期指結算日大殺淡倉，升近千點，逼近一萬八千點，創近八個月新高，單日急升半成，升幅為亞洲之冠，成交金額大幅增加至九百三十億元，港股升得如此急勁，顯然甚不尋常，提防大鱷趁此「終極一升」，套現逃之夭夭。

資金流走疑慮大增

事實上，港股大升市之日，港元兌美元匯價進一步回軟至七點七五三四，顯示有資金流走。同時，由於港元轉弱，已影響到銀行同業拆息抽升。

一個月同業拆息由近期的零點零四厘的低位，急彈至

財經縱橫

口趙令彬

香港要發展非內地金融

本欄的一系列文章討論了上海建設國際金融中心，和與香港的競合關係（見5月22至27日），描述了香港在優勢與劣勢中面對的各種問題，顯示其金融中心地位確會受到一定威脅。雖然上海預定建成國金中心的2020年距今尚遠，期間可出現很多變化，上海必將大步向前，香港也不能閉坐不動，應作出積極部署來對抗挑戰。

拓新業務新客源

為此，香港除了對金融業的各環節加以改善外，還應開拓新的業務及客源，從而擴大業務基礎。從市場及產品上看，香港在外匯、股票及信貸市場等領域發展良好，但在債券及商品期貨等方面則相對滯後。在股票市場中，前年曾因大批巨型國企來港上市而有一陣輝煌，但接下來便有後勁不繼之感，創業板則不死不活，從交易量看則過分偏重衍生產品。信貸方面，97風暴前本港曾是東亞最主要的銀團貸款融資中心，但之後卻未能恢復，所涉原因眾多，包括日資銀行收縮，信貸工具結構轉變替代增多，和星洲等其他金融中心的強力競爭等。

更重要的是客源結構優化。目前許多交易雖涉及國際客戶，但性質上均與內地有關，如協助外資進入內地或內地資金「走出去」等，充分反映了香港作為內地金融開放中介的角色。但這也帶來了過度依賴內地業務的弊端，令香港更多地受到內地金融中心（尤其上海）的競爭壓力。因此從長遠看，策略之一是加大開發非內地相關業務的力度，實現新一輪的金融業國際化，以再國際化來減輕20年來持續內地化傾向。近年努力開發伊斯蘭金融市場乃正確取向，但由於這方面有一些技術困難且競爭激烈，故前景未明，尤其要關注來自區內伊斯蘭國家如馬來西亞的競爭。當然，也應該發掘與馬來西亞、中東及西亞等伊斯蘭國家的合作機會，實行優勢互補。

最近港府又放寬了俄人來港簽證手續，希望能吸引更多俄人到來旅遊、消費及享用包括金融等專業服務。香港確應更積極吸引新興經濟的客戶，如企業來港上市集資，或把資金存放香港享用理財服務等。除俄國外，東歐、南亞及南美等地，都應成為爭取新客源的目標區域。

成僑資金中心

更不要忘記傳統上，香港是重要的海外僑資理財中心。過去因內地封閉而東南亞局勢不靖，令許多華僑資金流入存放本港。今天海外華人社會日益繁盛壯大，華商成了國際經貿網絡中日益重要一環，故與僑資營運相關的金融業務理應受到更大重視，何況香港就有不少移民遍布全球各地。因此應研究如何把香港發展成為國際僑資樞紐，及海外華人經濟圈金融中心的策略。這至少比經營伊斯蘭金融來得親切些。

異動股

華能負債比率上升

高盛證券發表研究報告，將華能國電（00902）（滬：600011）從「確信沽售」名單中剔除，因為該公司股價已接近其12個月H股目標價4.5元，但維持「沽售」投資評級。自今年3月高盛將華能國電加入「確信沽售」名單，其股價下跌11%，MSCI中國指數則升20%。過去12個月，華能國電下跌17%，而MSCI中國指數則跌28%。

該行認為，雖然煤價下跌，但華能國電仍未能提供樂觀的盈利復甦，相信華能國電的地區性多元化較預期低，而其進取的產能升勢會令其利息及折舊負擔增加。

高盛料，華能國電今年的每單位燃煤成本下跌15%，因較預期高的現貨煤價及合同煤洽談的僵局減弱盈利復甦。此外，華能國電的負債比率上升，減低其吸引力，料明年的淨債務對股本比為2.5倍，較2007年的1.02倍大幅上升。

心水股

中行 (03988)
成渝 (00107)



港元兌美元匯價進一步回軟至七點七五三四，顯示有資金流走

聯通或要為手機提供補貼

市場脈搏

中銀國際發表研究報告表示，當消費者對WCDMA的高資費強烈不滿，中國聯通（00762）高管表示，可能會在適當時機推出更多更優惠的套餐及手機補貼。

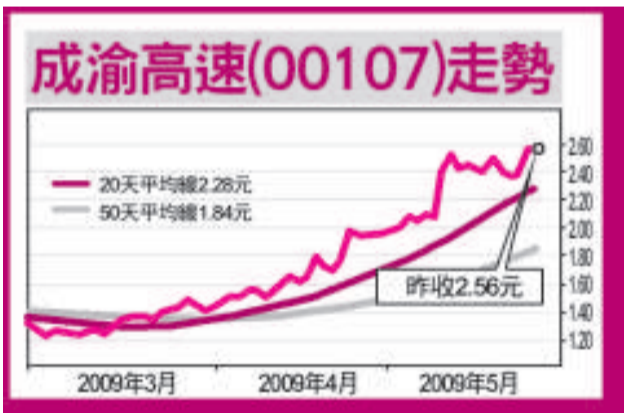
報告表示，公司的商業計劃看起來是明智的，這將有助於公司在2009年四季度正式推出3G服務後吸引更多的用戶。但該行表示，從公司過去的CDMA2000手機補貼來看，對此輪手機補貼的執行情況感到擔憂。

中銀國際認為，鑒於WCDMA手機補貼的執行風險，該股估值已過高，目前維持原有的盈利預測和H股目標價格7元，評級為「賣出」。

復星實施低價收購策略

瑞銀集團發表研究報告表示，將復星國際（00656）投資評級由「買入」，降至「中性」，但調高其目標價至5元。該行同時調高復星2009至2010年每股盈利預測，由原來的0.2元及0.23元（人民幣，下同），調高至0.23元及0.28元，因大型和戰略性收購對復星國際業務發展至為重要，而復星一直積極改變資產組合，以實施其低價收購資產策略，並將資產分散至周期性較弱的領域。

瑞銀指出，復星國際不會受其間接控制的南鋼股份（滬：600282）的重組衝擊，預料其不會收購國美電器（00493）20%股權。



中行仍被市場低估

口大福證券

我們將中國銀行（03988）的目標價調高至3.60元，相當於2010年市帳率1.5倍。由於國際信貸市場的前景有所改善，在香港上市的中資銀行股中，我們認為中國銀行的重估潛力最大。中國銀行目前的市帳率為1.3倍，由於其日後的股本回報仍可超過13%，但該股仍被市場低估。

投資者過於憂慮集團的外幣投資及美元債券投資風險。中國銀行整體的外幣債券於09年第一季減少4%至861億美元，而該行的管理層致力減少該行的外幣投資，故其外幣債券將會進一步減少。此外，集團的美國按揭證券組合亦減少18%至僅131億美元，其中包括22億美元次按債券、10億美元Alt-A、32億美元non-agency及67億美元房利美及房地美相關債券。雖然09年第一季仍需為債券減值，但大市自4月起漸趨穩定，意味著業內進一步減值的機會不大，更不排除日後將出現回撥情況。

受淨利息收入下跌10%及手續費收入減少5%所拖累，中國銀行09年第一季的盈利減少14%至人民幣185.70億元。中國銀行的淨息差同比下跌63個基點至2.14%，跌幅相對溫和。其貸款帳目按季度增加16%，與其他銀行的水平相若。由於國際貿易減少令國際結算及外匯交易均有所下降，加上資本市場疲弱令代理費用減少，均拖低中國銀行的手續費收入。

雖然集團於貿易相關業務相對較大，其中包括其大規模的香港業務，但中國銀行於09年第一季的貸款減值比率進一步下跌47個基點至2.29%，而其貸款覆蓋比率則上升6.25個百分點至123.43%。由於中銀集團人壽保險的保險索償金額減少有助集團的季內經營開支下跌15%，故其成本/收入比率亦同比上升1.6個百分點至33.1%。

成渝收入穩健增長

四川成渝（00107）兩條現有高速公路成渝及成雅的收入穩健增長，加上該公司新收費公路的收入，預期將可為該公司的整體收入帶來支持。按照相對便宜

的09年預計市盈率12倍計算，我們建議買入該股，目標價為3.00元。

四川成渝為支付收購四川成樂高速公路的人民幣11億元而發行A股的計劃被拖延。但該公司將繼續進行有關收購事項，惟須待6月8日獲其少數股東批准方可作實。四川成渝亦就成都一自貢一瀘州一赤水高速公路成都至眉山段獲得興建、營運、轉移合約，估計建築成本為人民幣75億元。另外，該公司或將收購成南高速公路及遂寧公路四川段。如上述建築項目及收購事項均全面落實，則四川成渝經營的收費公路將增長逾一倍。經計及四川成渝的經營現金流及資本開支後，預期該公司的淨負債比率由08年年底的12%上升至100%。

四川成渝的08年純利增加10%至人民幣5.44億元，其營業額亦上升2%至人民幣13.4億元。去年初的雪災及同年5月的四川大地震均對四川成渝收費公路的交通流量影響輕微。去年全年，成渝高速公路的路費收入下跌5%，有關跌幅為成渝高速公路的路費收入上漲19%所抵銷。

07年6月起對貨車實施的新收費機制，對四川成渝的全年影響輕微。成渝的每架次平均收入上升15%，成渝則基本上維持不變。目前的收入標準乃按車輛重量而非車輛類型計算。超載汽車亦可被罰款。成渝的路費收入增加，不單由於每架次平均收費上升，亦因日均車流量同比增加3%所致。另外，貫通成都及重慶的成渝高速公路於2007年下旬通車，部分車輛轉用該新公路，令成渝的交通流量減少5%。

在中央政府支持開發西部地區下，四川成渝將可繼續享有15%的優惠稅率，直至2010年年底為止。其後該公司的適用稅率則為標準稅率25%。

由於A股發行被拖延，四川成渝去年暫停派付股息，但計劃於緊隨該公司完成發行A股後的最少3年內，將其派息率維持在不少於40%水平，與自97年年度平均水平38%相若。

頭牌手記

口沈金

資金市造淡螳臂擋車

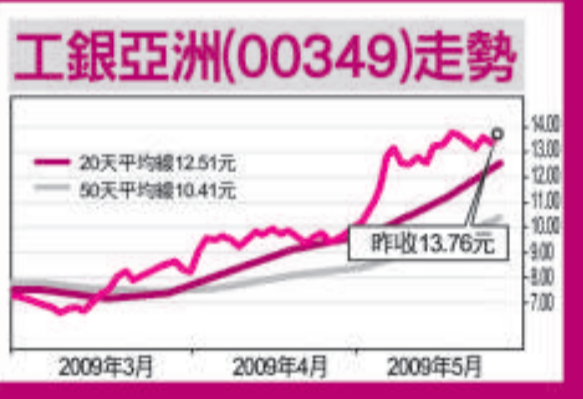
在期指結算日加上端午假期前夕，港股爆發了一次向淡友宣示實力的總攻擊，恒指最高時大升九九三點，報一七九八四，只差十六點就叩一八〇〇〇關，收市略回，但仍十分凌厲，恒指報一七八八五，漲八九三點，升幅百分之五點二六，是去年十月二日收一八二一一點之後最高的收市指數。

國企指數升勢強勁，收一〇二〇二，升五一八點。全日總成交九百三十億元，結束了過去交投連跌五日的弱勢，乃去年九月十九日成交一千二百四十五億元之後最大的成交額。今次壯升，有極大的能量支持，假後復市又欣逢五月月結，相信好友大戶會連消帶打，淡友這個回合已無還擊之力，不少人黯然離場，自認晦氣了。

我頭牌在這次大升市中，一直把握基本的市場脈搏，沒有走眼，算是一次可以交代的成績。至於昨日推介的招商局，升了一元七角；利豐升了二元一角，都相當悅目。

自然，有升有跌，是股市規律，升得多的項目遲早要經受回吐的洗禮，所以大家在享受升市樂趣和成果之時，不要忘記風險管理，不要以為大市只會升不會調整，所以追得太高並不適宜，也不合乎我頭牌一貫的投資取態。閱本欄者，當知我最喜在股份處弱勢或低潮時收集，然後靜待回升到一定水平時才獲利。

以昨日收市恒指計，距一八〇〇〇點大關只有一一五點之遙，以其壯旺之勢，升越此心理大關，並不出奇。重要是一定要穩，所以下周將是又一次對好友實力的考驗。有一點我頭牌想再強調（以前也已講過），即在「資金市」中，你可以企在一旁不參與，但千萬不要企圖沽空或造淡，一些專業或半專業者，每每以為在股市造淡才容易賺錢，殊不知好似斬又燒一樣，本金被吃完一槓又一槓，大市波動必然，現時情景將不會平靜，在狂瀾下如何自處，學會保護自己，並力爭壯大，真是一種永遠學不完的藝術！今日不談個別股份，周五復市再同諸位研究。



經紀愛股

工銀亞洲現價偏高

DBS唯高發表研究報告表示，今年至今，工銀亞洲（00349）不良貸款出現增長，但情況仍較預期為佳，但被淨息差及貸款增長低於預期所抵銷，工銀亞洲毋須進行股本集資，即使一級資本充足比率較低，出現私有化的機會不大，該行調高其盈利預測及目標價，目標價由11.2元，調升至14.5元。

報告指出，迄今工銀亞洲不良貸款上升，但已趨向穩定，情況與東亞銀行（00023）相若，但較恒生銀行（00011）及永亨銀行（00302）出現下跌為差，而大新銀行集團（02356）的不良貸款亦見穩定。

工銀亞洲貸款組合中，有35%為中小企業貸款，資產質素備受考驗，但情況應較預期為佳，因此，調低其明年不良貸款比率由原先3%，下降至2.5%，較1999年水平仍低出31%。另外，DBS亦調低工銀亞洲今年兩年撥備預測19%及11%，並盈利預測則調高7%及3%，此外，預料今年至今，淨息差水平與去年下半年相若，料今年全年下跌4點子。

南航首季運量增速快

中銀國際發表研究報告表示，南航（01055）（滬：600029）所在的天合聯盟目前通達196個國家的905個目的地。公司2009年1至4月航空運輸實現穩定增長，首季度業績扭虧為盈。認為南航在傳統經營旺季將取得較好的業績。

該行將公司A股評級由「持有」調整為「買入」，維持對公司H股「買入」的評級。報告表示，公司09年首季度運量增速較快，4月增速有所放緩，但環比仍小幅增長，1至4月累計旅客周轉量同比增長5.2%，客座率提高1.9個百分點。中銀國際表示，目前公司A股股價相當於21.5倍09年動態市盈率，H股股價相當於7.7倍09年動態市盈率。

