

# 二萬點關成爲新支持

□沈金

港交所公布業績，盈利下降二成六，符預期，不過因爲大市氣氛差，亦不得不跌。收市一四六元，下跌五元九角。

先前具升勢的藍籌，昨日都在回吐壓力下節節敗退，例如滙控跌四元〇五仙，中移動跌三元五角，新地跌四元七角，太A及恒地跌二元多。逆市上升的有利豐、和黃、中遠太平洋、國泰航空。

由於十日平均線又告不保，下一個支持當在二〇〇〇〇關，一般估計這個關口應有一守之力，不會有如豆腐渣防線那樣脆弱，自然，一切的估計在於美股穩定下來，不再大跌，假如跌勢不止，加上內地股市又弱上加弱，港股所受壓力會相當大，由於「睇外圍」成風，港股相對而言欠缺獨立走勢，只能跟隨外圍市波動。

今日是長實、和黃公布業績的日子，昨日和黃曾一度升上五十七元多，漲勢可人，收市五十六元八角半，仍升六角，表現不俗，是否有「意外驚喜」，一切要打開盤數才知道。

以李嘉誠的個性，每有奇兵一着，和黃3G業務若一如董事局預期已有正面回報，則縱然出口及能源方面業績下降，市場也可以解讀爲：困擾和黃經年的3G，已經得到解決。若真的是這個答案，和黃逆市造好，是有其道理在的。

八月份已過了八個交易日，還有十個交易日就完結，迄今爲止，八月的低點爲二〇三一六，看來今日若不反彈，就會受考驗，下一個支持就是七月三十日的低位一九九五了。

## 頭牌手記

受華爾街指隔晚下挫近百點的影響，加上昨日深滬兩股市都跌百分之三至四，令前日才創出今年新高的港股，處於無險可守的劣勢。甫開市即低成，二一〇〇〇關再度不保，收市報二〇四三五，跌六三八點，跌幅百分之三點〇三。國企指數同步滑波，收一一六五六，跌三三二點，全日總成交七百五十億元，較上日多九十四億元。

八月期指收二〇四八四，高水四十九點，成交七萬八千手。

## 財經縱橫

□趙令彬

# 世界經濟進入「滯泡」時期

上文談到一系列妨礙全球經濟復甦的基本因素，包括去槓桿化、保護主義及金融不穩等（本欄8月12日），此外政府的擴張性宏調政策，對振興經濟的效果亦未如理想（本欄8月10、11日）。另一方面，經濟泡沫化的情況卻急速惡化，形成了實體經濟持續滯滯而資產泡沫上漲的背馳現象，可稱之爲「滯泡」，其影響值得關注。

### 經濟與市場脫節

泡沫化加快的根本原因，是各國央行的大放水及低息甚至零息的超寬鬆貨幣政策；二戰後少見的超富財赤更是火上加油。由此造成的虛假繁榮吸引游資投入，再加上經濟中的短暫反彈被誇大爲真正復甦，泡沫便吹愈大，與實體經濟日益脫節。當然，除了超級宏調擴張外，還有微觀的政策操控，如美國便通過「壓力測試」、改變會計準則、壽資產收購計劃、各種政府注資及加息曲線轉陡等，營造銀行體系劫後重生及金融轉穩的新圖景。

更爲關鍵者是，資產泡沫有多種「好處」，如：（一）由財富效應推動經濟。（二）有助改善銀行壞賬、增加稅收。（三）重建市場信心。這都有助暫時減輕即時的危機衝擊，政經矛盾及政府面對的壓力，因此當局對泡沫自然採容忍態度，盡量延壓壓抑措施。但勿忘當年格林斯潘便是用此招，在網股泡沫爆破後力挺美國經濟，結果造成了今天的危機。格老的單邊主義：泡沫吹大時不管，爆後才托市的策略，已令其成了千古罪人。無論如何，當今各國比起格老已是青出於藍，擴張政策力度強得多，手段也更更更狠。因此可以預期，目前孕育中的泡沫會比之前的更大，與實體經濟的反差更強，後果爲何不言而喻。

### 由「熱泡」到「滯泡」

回顧美國近年經濟的歷程更發人深省。經濟曾經歷了許多不同形態，危機前的可稱爲「熱泡」：即以泡沫推動實體經濟至熾熱狀態。當時是以資產漲價代替儲蓄來增加消費，實行借貸推動發展的模，令GDP增長維持高位，甚至超過長期平均值。2008年初經濟開始放緩，而在美元大貶值中商品借債機攀升，令經濟有走向滯脹的可能。到下半年經濟加快下滑，美元卻強力反彈並令商品價大跌，便出現了通縮型衰退。今年來則如上述，在經濟持續不景氣中金融市場復甦，樓市亦似開始觸底，令「滯泡」狀態正在形成。未來如何發展，和會否轉向另一狀態則尚待觀察。顯然，各國一天未能有超級擴張下退出機制，或採取抑制行動，泡沫化趨勢料將繼續，直至被新出現的變故戳破。日前英國宣布再擴大債券收購額500億英鎊，顯示還有可能再進一步大放水，如是則「滯泡」亦將深化。



和黃逆市造好，市場可以解讀爲困擾和黃經年的3G，已經得到解決 (彭博)

# 航運股或迎來炒作機會

□勝利證券 高鵬

## 券商薦股

「恒指」昨日受隔夜美股影響，早盤低開後一路向下，中段雖有反彈，然而又遇A股暴跌，拖累港股創造近期單日最大跌幅。A股和本港市場基本以全日低點報收，尾盤沒有買盤積極進入博反彈，顯示短期市場對後市情緒較爲悲觀。

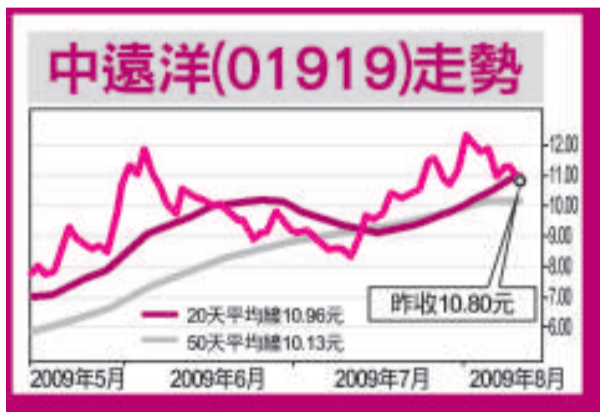
前日恒指站上21000點只能說是技術上的需要，但是基本面卻還相距甚遠，A股3000點是重要的心理關口，一旦跌破，則會表明A股本輪大反彈行情結束，勢必影響恒指重回20000點以下，很可能下跌到16000-17000點，因此建議投資者要密切注意A股的走勢。

A股連續幾天下跌後，調整已經基本完成，短期內應會在3000-3500點整固，而對應恒指則會在20000-21000

點之間，國慶前夕有望嘗試衝擊22000點大關。近期投資者情緒較爲低沉，交投意願不強，因此會在低位橫盤一段時間，在關注周邊市場的同時，建議投資者不用盲目割價出貨，持有業績見好的藍籌股或盈利恢復而有前景的企業，不必過慮。

美聯儲將公布議息結果，料利率將維持不變，但投資者需留意會後聲明以暗示未來利率走勢。如果美聯儲會後聲明沒有造成市場對未來流動性的擔憂，加上A股若技術性反彈，料恒指今日亦可有所表現。

今天的個股推薦是中國遠洋(01919)：H股航運板塊自7月中旬以來明顯跑贏大市，而踏入8月則波動加劇，走勢偏弱。建議投資者等待BDI反彈，一旦未來一兩周BDI止跌回升，基於航運業三季度向好趨勢的預期，以及出口復甦和集運提價的刺激，航運板塊將迎來新的炒作機會。



實力雄厚 信譽超卓  
天順證券投資有限公司  
SKYWAY SECURITIES INVESTMENT LIMITED  
香港新區灣仔皇后大道東33號利源33樓3302室  
電話：(852)2907 2300 傳真：(852)2907 2309 電郵：info@sws.hk http://www.sws.hk  
上海總機部 電話：(021)6120 9400

## 股海探究

□群益證券

# 華電估值低於同業

華電國際(01071)09上半年實現營業收入約172.88億元(人民幣，下同)，同比增長約11.13%，主要得益於上網電價的提高。公司營業利潤約8.76億元，同比增長約201.22%；歸屬於母公司股東的淨利潤約5.46億元，同比增長約211.04%，主要原因是上網電價提高及煤炭價格下降。單位發電燃料成本約爲217.52元/千瓦時，比去年同期有一定程度下降。

公司上半年盈利好於預期(公司上半年淨利潤約佔我們全年預期的52%)09年上半年，公司發電量爲500.67億千瓦時，同比下降3.26%(比08年7月15日公告的08年上半年發電量增長約5.15%)；上網電量完成465.69億千瓦時，同比下降3.32%(比08年7月15日公告的08年上半年上網電量增長約5.11%)。公司燃煤機組利用小時完成2320.15小時，同比降低299.76小時。

09上半年，公司營業成本約143.29億元，營業利潤率同比回升10.66個百分點至16.49%；管理費用約5.50億元，同比增長約20.14%，主要是08年下半年新機組投產及排污費徵收標準提高等原因所致。財務費用約15.09億元，同比增長約18.13%，主要是新機組投產利息損益化及貸款增加所致。

預計下半年煤炭供應將會更加充足，煤炭價格將依然處於下降通道中，同時，電力需求將繼續恢復，我們上調華電國際09年全年預計至12.64億元，上調幅度爲22%，但維持2010年的16.02億元的盈利預計，09、10年的每股收益分別爲0.210元、0.266元。目前股價對應09、10年PE爲11.8倍、9.4倍，PB爲1.3倍，估值依然明顯低於H股行業平均水準，我們維持「強力買入」的投資建議，目標價上調至3.9港元，對應1.8倍的PB和2010年12倍的PE。

### 華能維持「持有」建議

另外，華能國際(00902)09年上半年公司經營收入332.71億元，比去年同期增長9.16%。歸屬於公司股東的淨利潤約爲19.59億元，較08年上半年歸屬於公司股東的淨虧損4.70億元增加了約516.62%。公司盈利的回復速度好於預期(公司上半年淨利潤約佔我們全年預期的55%)。

上半年公司境內各運行電廠合併報表口徑累計完成發電量861.07億千瓦時，比去年同期下降5.84%。但受益於電價的上調以及公司境內業務的單位售電燃料成本較上年同期下降2.63%，公司上半年營業利潤率由4.44%上升至14.05%。

預計下半年煤炭供應將會更加充足，煤炭價格將依然處於下降通道中，同時，電力需求將繼續恢復，我們上調公司09年全年預計至42.97億元，上調幅度爲20.5%，但維持2010年的62.02億元的盈利預計，09、10年的每股收益分別爲0.356元、0.515元，目前H股股價對應PE爲16倍、11倍，PB爲1.8倍，維持「持有」的投資建議。



## 大行點評

# 大摩調升國壽財險目標

摩根士丹利發表研究報告表示，投資前景改善，債券資產息率見底，A股市場表現強勁，以及新保險法令保險商投資渠道擴大，因而調高保險公司目標價，以及2010至2011年盈利預測，行業評級「大市同步」，尤其看好壽險股，但財險股受車險減價趨勢拖累盈利。

大摩維持予中國人壽(02628)H股「大市同步」評級，H股目標價由26.71元升至29.11元，今年至2011年每股盈利預測獲調升5.88%至16.5%，新預測分別爲1.08元、1.26元及1.48元。

中國財險(02328)H股目標價由4.12元升至4.77元，評級維持「減持」，今年至2011年盈利預測則由0.2元、0.24元及0.29元，分別調整至0.18元、0.25元及0.34元。

中國平保(02318)則未獲評級亦未有目標價，首予今年至後年每股盈利預測分別爲1.82元、2.19元及2.83元。

該行又相信，市場將更關注保險公司盈利增長的質量，預測國壽及平保上半年盈利分別微升1%及倒退45%，財險則可由虧轉盈，賺11億人民幣。

心水股  
華電 (01071)  
港鐵 (00066)  
太古 (00019)

## 市場脈搏

# 太古目標價調高至103元

□大福證券

我們早前獨排眾議看好太古公司(00019)，現已漸獲市場認同。雖然該公司的09年上半年整體利潤同比下滑74%至32.31億元，但在全球經濟衰退的影響下，其基礎業務依然穩健。若撇除投資物業重估的影響，該公司09年上半年的基礎純利增加18%至37.98億元。

太古核心地產業務的總租金收入上升10%。該業務的基礎利潤減少3%至18.49億元全因酒店業務疲弱及非經常售樓利潤減少所致。該公司香港寫字樓及零售物業的租用率依然高企，於09年年中，其寫字樓物業的空置率僅爲1.9%，而其零售物業則幾乎獲全面承租。市值租金的變動對太古09年下半年的寫字樓物業租金收入影響輕微，因該公司僅5%的租賃面積於期內到期續約。

太古首個內地投資物業北京三里屯村南區已於2008年7月竣工。該零售物業約90%已獲承租。太古就其內地發展項目計劃的資本開支爲88億元，將用作於2014年年底前將其內地物業組合由目前的150萬平方呎擴大至790萬平方呎。連同其於香港的竣工項目，太古的投資物業組合將由目前的1,600萬平方呎增加至2,340萬平方呎，其內地及香港物業的比例將爲1:2。

### 基礎業務穩健

持續上升的租金收入將依然是太古經常收入的主要增長來源。太古擁有國泰航空(00293)40%的權益，國泰的收入貢獻依然大幅波動，因若交通流量需求及燃油價格出現任何不利變動，國泰均首當其衝。09年上半年燃油價格下跌，帶動國泰轉虧爲盈，由08年

上半年的7.60億元虧損急漲至09年上半年的8.12億元純利。航空業務於09年上半年的整體純利貢獻爲5.20億元，遠勝一年前的淨虧損2,900萬元。

一如所料，面對動盪的經濟，太古的其他業務表現仍大致保持穩定。該公司飲料、海洋服務和貿易及實業等其他業務的利潤貢獻合共14.29億元，同比增加10%。受大中華地區的銷售增長活躍所帶動，太古飲料業務的表現尤爲突出，其股東應佔利潤同比躍升89%至3.71億元，因銷量增加14%。雖然石油價格下跌，但太古海洋服務的股東應佔利潤仍同比增加6%至8.88億元，因其船舶租賃費仍處於2008年簽訂合約的水平，因此隨着較低的船舶租賃費用生效，預期太古於09年下半年的船舶租賃收入將會回軟；該公司的海洋服務乃支援離岸的石油鑽探活動。太古的貿易及實業業務最爲疲弱，其股東應佔利潤減少45%至1.29億元，但只佔集團整體利潤一小部分。

雖然國泰股權是太古相對較高風險的資產，但國泰在危機下依然管理得宜，其業績表現在業內一直屬領前者之一。即使撇除太古於國泰的股權，相當於太古每股資產淨值12元，太古目前的股價仍較其撇除國泰股權後的每股資產淨值95元折讓。

我們將太古的目標價輕微調高至103元，即撇除國泰股權後的資產淨值的1倍，並給予太古所持國泰股權30%的控股公司價值折讓。我們對太古的盈利預測維持不變，惟調低預期派息比率。太古的淨負債爲320億元，即淨負債比率23%，由於該公司的經營現金流將足以應付其持續資本開支，故預期該公司的負債水平將保持適中。

## 股海縱橫

# 大和：港鐵優於大市

大和總研發表研究報告，將港鐵(00066)6個月目標價由28.9元調高至30.6元，評級仍爲「優於大市」。

報告表示，港鐵上半年錄得核心純利39億元，較該行估計的32.9億元爲佳，因爲來自物業銷售的收入高於預期。認爲港鐵物業部分的價值被低估，相信市場陸續重估港鐵物業價值。

### 花旗：目標價34元

花旗集團也將港鐵目標價由26.5元調高至34元，投資評級則維持不變於「買入」，認爲港鐵是綜合企業的投資首選。

花旗的研究報告指出，港鐵業績勝市場預期，主要得益於地產市道興旺，令港鐵可以預售與信和(00083)合作發展，位於烏溪沙的「銀湖、天峰」，以及與長實(00001)合作發展的將軍澳「首部」。估計來自這兩個樓盤的盈利將於09年下半年以及2010年入帳，遂調高09至2011年盈利預測8%至24%。

### 瑞信維持中性評級

瑞信發表研究報告指出，港鐵上半年盈利勝預期，因爲出售九龍站「君臨天下」，估計港鐵取得約50個單位，以每呎1.6萬元放售。

至於非地產業務的盈利則持平，鐵路業務仍然下跌，開闢新線或導致年底的利潤受壓。

報告稱，根據管理層資料，正把物業發展的收購成本及過往開支計入09至2011年。加上將軍澳「首部」及大圍車廠項目分別轉至2010及2011年，遂將港鐵2009至2011年的盈利預測分別調低18%、15%和6%。

另外，將其目標價由28.64元下調至27.91元。每股資產淨值亦由30.6元降至29.8元。認爲現股價已反映其價值，再升空間有限，維持「中性」的評級。