

摘要

➤ 中國首季經濟偏弱，中央料推保增長措施

首季 GDP 同比增速或低於官方底線 7.2%，而通脹僅得 2.0%，中央政府有條件出招保增長。港股市場資金漸從「新經濟」行業流向「舊經濟」行業，此趨勢料於 4 月持續。

➤ 美國明年上半年或加息

聯儲局主席耶倫表示，將於結束買債後約 6 個月開始加息，意味或會於 2015 年上半年。我們認為，聯儲局並無確實的加息時間表，就算明年加息，初期亦未必有損股市。

➤ 四月升多跌少，恒指上試「小雙底」頸線 23,000

最近 20 年恒生指數於 4 月份平均升 2.39%，為表現第三佳月份。今年 3 月份恒指跌 3.0%，現既有中央政府穩增長的憧憬，有望於傳統淡季 5、6 月前，先來一次小陽春。

➤ 行業觀點及焦點股份：看好內險、水泥、博彩、風電、長實

內地保險業受惠投資環境改善及政策。內地債券利率去年下半年急升，有助債券的再投資收益。利好政策包括中央放寬險企投資限制、提高社會保障、加快發展年金等。

水泥市場於 3 月下旬開始為需求旺季，全國水泥均價回升。煤價延續去年弱勢，創 4 年新低，有助水泥企業減低成本。短期的催化劑為中央政府可能公布更多基建計劃。

澳門博彩股調整近尾聲。博彩股率先於 1 月份見頂回落，估值重現吸引力。3、4 月為澳門博彩業淡季，估計到 4 月中開始憧憬「5·1 黃金周」，屆時股價有望完成調整。

風力發電股趁低吸納。去年業績令人失望，但主要受非經常開支或減值、減排量收入大跌、稅務優惠到期等因素影響。今年「棄風限電」問題改善、風機容量上升，料帶動風電股盈利平均上升 64%，預測市盈率平均僅 13 倍。

長實(1 HK)估值上調。長實本身的估值為近 10 年低位。去年賣樓進度緩慢，但今年本港合約銷售額料大升逾 2.5 倍。和黃出售屈臣氏股權後，長實分派每股 7 元特別息。

看淡醫藥股。內地醫藥股過去半年急升，估值偏高，恐步博彩及科網股後塵大幅回落。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	2014 年度預測				
			市盈率(倍)	市帳率(倍)	股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國平安	2318 HK	64.30	12.1	1.89	16.1	1.4	19%
中國太保	2601 HK	27.70	17.0	1.79	10.9	1.8	28%
華潤水泥	1313 HK	6.11	9.6	1.40	15.9	1.9	24%
金隅股份	2009 HK	6.04	5.6	0.73	13.3	2.8	15%
金沙中國	1928 HK	57.95	19.6	8.97	46.8	4.1	39%
新濠博亞娛樂	6883 HK	97.10	21.8	4.28	19.3	1.8	22%
華能新能源	958 HK	2.63	12.9	1.24	9.9	1.4	58%
長江實業	1 HK	128.60	8.8	0.76	9.0	2.8	-4%

資料來源：彭博、招銀國際證券

蘇沛豐, CFA
(852) 3900 0857
danielso@cmbi.com.hk

恒生指數 22,151
52 周高/低位 24,111 / 19,426
大市 3 個月日均成交 673 億港元

資料來源：彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1 個月	-3.0%	1.9%
3 個月	-5.0%	-6.9%
6 個月	-3.1%	-2.3%

資料來源：彭博

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

大市展望

➤ 中國 2014 年經濟增長目標 7.5% 左右，能達標否？

中國總理李克強於 3 月初發表其首份政府工作報告，將今年經濟增長目標定於 7.5% 左右，通脹目標 3.5% 左右，與去年目標一致。不過，今年以來的經濟數據疲弱，2 月份出口、固定資產投資、工業生產及零售全部遜市場預期，而理應不受農曆新年因素左右的 3 月份匯豐中國製造業採購經理指數（PMI）初值亦意外地跌至 48.1，創 8 個月新低，反映製造業萎縮。

宏觀經濟偏弱，首季 GDP 同比增速有機會低於官方底線 7.2%，而通脹僅得 2.0%，中央政府有條件出招保增長。雖然 5 年前 4 萬億元人民幣刺激方案不會重演，但較針對性及小規模的政策仍可期待。事實上，中央近日已實行或公布部份利好措施，例如人民幣貶值提振出口、公布〈新型城鎮化規劃〉、核准總值逾 1,400 億元人民幣之鐵路建設項目、推行優先股試點以助上市公司補充資本、審核房地產商再融資等。

圖 1：匯豐中國製造業 PMI



資料來源：彭博

圖 2：中國 CPI 同比



資料來源：彭博

我們估計，中央政府於第二季會繼續溫和地推出保增長措施，貨幣政策亦可能微調以配合，例如下調銀行存款準備金率。李克強於 3 月 26 日講話：「為今年繼續應對經濟波動做好了政策儲備，要有針對性地陸續出台相應有力措施，中央有能力、有信心和有條件，把經濟運行保持在合理區間」。

3 月份的保增長政策，令港股市場資金漸從「新經濟」行業如科網、環保，流向「舊經濟」行業如金融、基建，此趨勢料於 4 月份持續，帶動大市反彈。

➤ 美國聯儲局退市，2015 上半年加息？

除了內地經濟疲弱，港股於 3 月份亦受累於美國退市。聯儲局主席耶倫於 3 月 19 日議息後表示，買債計劃（QE）將於秋季結束，並於結束 QE 後約 6 個月開始加息，意味可能於 2015 年上半年進入加息周期，較之前市場預期略早。

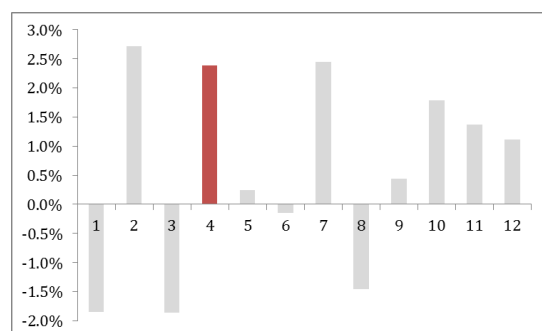
我們認為，聯儲局並無確實的加息時間表，因會後聲明指出，何時加息視乎就業數據、通脹及通脹預期、金融狀況等。其中通脹尤為重要，若通脹持續低於目標 2%，則聯儲局大有可能按兵不動。就算美國加息，初期亦未必有損股市，因經濟復甦才會加息，企業盈利亦會隨經濟增長。

➤ 四月升多跌少，迎接「五窮六絕」

港股有「五窮六絕七翻身」之說，指 5、6 月股市表現往往較差，到 7 月才回升；西方亦有云“Sell in May and go away”（5 月沽貨離場）。回顧最近 20 年恒生指數月度表現（圖 3），「五窮六絕七翻身」大致成立，不為人知的卻是 4 月份升多跌少，平均升 2.39%，為表現第三佳月份。

今年 3 月份恒指跌 3.0%，現既有中央政府穩增長的憧憬，有望於傳統淡季 5、6 月前，先來一次小陽春。

圖 3：恒生指數近 20 年每月平均表現



資料來源：彭博、招銀國際證券

➤ 技術分析：恒指上試「小雙底」頸線 23,000

- 恒生指數於 2 月初及 3 月下旬均於 21,200 附近回升，營造「小雙底」
- 3 月 20-21 日陰陽燭圖出現「雙日轉向」利好型態
- MACD 線升穿訊號線
- 4 月份上試「小雙底」頸線 23,000
- 中線支持在長期升軌 20,800

圖 4：恒生指數技術走勢



資料來源：彭博、招銀國際證券

行業觀點及焦點股份

➤ 看好：內險、水泥、博彩、風電、長實

內地保險業受惠投資環境改善及政策

- 保險公司的投資組合中 80-90%為債券及存款，內地債券利率去年下半年急升，有助提升債券的再投資收益。
- 政策方面，利好的包括中央逐漸放寬險企投資限制、提高社會保障、加快發展年金等。
- 內險股本年至今保費增長強勁，1-2 月全國人身保險公司原保險保費收入同比增長 60%，其中一個原因是保監會將於 4 月 1 日起實施新的銀行保險監管條例，保險公司趕於新例實施前加強銷售銀保。新例實施後，銀保收入增長料回落，我們因此偏好較倚重經紀銷售的中國平安(2318 HK)及中國太保(2601 HK)。

水泥業進入旺季

- 3 月下旬開始為水泥市場需求旺季，全國水泥均價回升。
- 中國〈新型城鎮化規劃〉出台、發改委核准總值逾 1,400 億元人民幣之鐵路建設項目、今年保障房開工量增至 700 萬套以上，均有助行業氣氛。短期的催化劑為中央政府可能公布更多基建計劃。
- 煤價延續去年弱勢，仍然疲弱，本年至今秦皇島動力煤價下跌 12%，創 4 年新低，有助水泥企業減低成本。看好華潤水泥(1313 HK)及金隅股份(2009 HK)。

澳門博彩股調整近尾聲

- 去年熱炒的行業之中，澳門博彩股率先於 1 月份見頂回落，其後科網、環保、醫療股於 3 月亦相繼轉弱。博彩股由年初高位下挫逾 20%，估值(市盈率及 EV/EBITDA)已回落至 5 年平均水平，重現吸引力。
- 3、4 月為澳門博彩業淡季，博彩股暫乏催化劑，估計到 4 月中開始憧憬「5·1 黃金周」，屆時股價有望完成調整，重回升軌。
- 看好中場業務比重較高的金沙中國(1928 HK)及新濠博亞娛樂(6883 HK)，其中新濠明年中有新賭場開幕，增長前景勝同業。

風力發電股趁低吸納

- 風電股去年業績令人失望，例如龍源電力(916 HK)盈利倒退 21%，拖累風電股全線下挫約兩成。但細看業績，盈利遜預期主要受非經常開支或減值、減排量收入大跌、稅務優惠到期等因素影響。
- 今年「棄風限電」問題改善、風機容量上升，料帶動風電股盈利平均上升 64%，預測市盈率平均僅 13 倍。看好專注風電、全國第二大風電場營運商華能新能源(958 HK)。

長實估值向上修正

- 長江實業(1 HK)近半資產淨值(NAV)來自和記黃埔(13 HK)，若撇除和黃資產，長實本身的估值相當於 0.35 倍市帳率或 70% NAV 折讓，為近 10 年低位。
- 長實去年於香港賣樓進度緩慢，合約銷售額大跌 8 成，但今年首季已推出多個新盤，料本港全年合約銷售額大升逾 2.5 倍。
- 和黃向淡馬錫出售屈臣氏股權，套現 440 億港元，分派每股 7 元特別股息，長實亦派 7 元特別息，顯示對財政及未來現金流有信心(長實淨負債比率僅 2.3%)。

➤ 看淡：醫藥

醫藥股中期調整來臨。內地醫藥股過去半年股價平均大漲 40%，行業平均今年預測市盈率已升至 23 倍，股價於 3 月下旬開始轉弱，恐怕會步澳門博彩及科網股後塵，出現更深調整。除了估值偏高引來獲利回吐外，可能觸發醫藥股繼續回落的因素還有兩個：1) 中國國家衛生和計劃生育委員會去年底公布的《關於建立醫藥購銷領域商業賄賂不良記錄的規定》，已於 3 月 1 日生效，若政府加強反貪，將有損部份藥企銷售；2) 藥物招標進度慢於預期。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	2014 年度預測				
			市盈率(倍)	市帳率(倍)	股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國平安	2318 HK	64.30	12.1	1.89	16.1	1.4	19%
中國太保	2601 HK	27.70	17.0	1.79	10.9	1.8	28%
華潤水泥	1313 HK	6.11	9.6	1.40	15.9	1.9	24%
金隅股份	2009 HK	6.04	5.6	0.73	13.3	2.8	15%
金沙中國	1928 HK	57.95	19.6	8.97	46.8	4.1	39%
新濠博亞娛樂	6883 HK	97.10	21.8	4.28	19.3	1.8	22%
華能新能源	958 HK	2.63	12.9	1.24	9.9	1.4	58%
長江實業	1 HK	128.60	8.8	0.76	9.0	2.8	-4%

資料來源：彭博、招銀國際證券

市場估值及經濟數據圖

圖 5：恒生指數預測市盈率



圖 6：恒生國企指數預測市盈率



圖 7：恒生指數預測股息率



圖 8：恒生國企指數預測股息率



圖 9：中國官方製造業 PMI

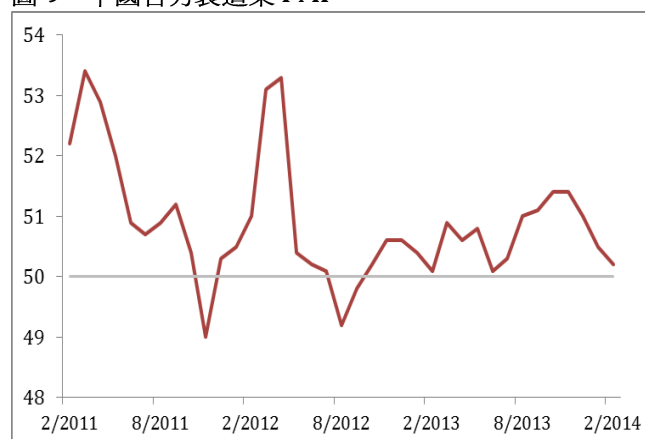


圖 10：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際證券

4 月份重點經濟數據及事件

日期	國家	數據／事件	市場預期	上次數字
1	中國	3 月製造業採購經理人指數	50.1	50.2
	中國	3 月匯豐製造業採購經理人指數	48.1	48.1
	美國	3 月 ISM 製造業指數	54	53.2
3	中國	3 月非製造業採購經理人指數	—	55
4	美國	3 月失業率	6.6%	6.7%
10	中國	3 月進口（年比）	3.9%	10.1%
	中國	3 月出口（年比）	3.0%	-18.1%
	中國	3 月新增人民幣貸款	7,827 億	6,445 億
	中國	3 月 M2 貨幣供應（年比）	13.2%	13.3%
	美國	聯儲局 3 月份公開市場委員會議紀錄	—	—
11	中國	3 月消費者物價指數（年比）	2.4%	2.0%
	中國	3 月生產者物價指數（年比）	-2.1%	-2.0%
15	美國	3 月核心消費者物價指數（年比）	—	1.6%
16	中國	3 月固定資產投資年初至今（年比）	—	17.9%
	中國	3 月工業生產年初至今（年比）	—	8.6%
	中國	零售銷售年初至今（年比）	—	11.8%
	中國	首季 GDP（年比）	—	7.7%
18	中國	3 月房價	—	—
23	中國	4 月匯豐製造業採購經理人指數預覽值	—	48.1
30	美國	首季 GDP（年化季比）	—	2.6%
5 月 1 日	美國	聯儲局公開市場委員會議結束	—	—

資料來源：彭博

注：以上為香港時間

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及/或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。