

2014年7月2日

招財進寶 - 港股策略報告



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

7月穩中向好，選醫藥環保

摘要

中國經濟回穩，人民幣波動減

中國最近公布的製造業 PMI、出口及零售數據，均顯示經濟已回穩。預料人民幣匯價於第三季走勢轉趨平穩，不會出現大幅升值或貶值。

地方債危機減，樓市風險升溫

中國地方政府債務增長放緩，同時 10 個試點省市可自行發債，有望提升地方政府的償付能力。但樓市轉弱，價量齊跌，庫存上升，預料將有小微型發展商周轉不靈，引致部份房產信託產品違約，加深投資者對中國影子銀行風險的憂慮。

美國首季經濟倒退，儲局加息路遙遙

美國首季 GDP 下跌 2.9%，受企業庫存降及惡劣天氣影響，預料第二、三季回復增長。聖路易聯儲銀行總裁主張明年首季加息，但他今年均沒投票權，難以左右利率決定。

中東亂局，推升油價

伊拉克內戰，威脅能源供應，推高油價。中東亂局本身，未必對主要股市造成直接打擊，但假如油價飆升，可能會推高美國通脹，令市場對加息之預期時間表提前。

大市展望：好消息及憧憬已反映，恒指暫難突破橫行區

中國總理李克強表示 GDP 下限不超過 7.5%，為中港股市添信心，料恒指於 7 月份穩中向好，於 22,500 至 24,000 上落。唯須提防美股正以「上升楔形」運行，若出現調整難免拖累港股。

看好行業：環保、醫藥、石油、乳業

環保及醫藥股向來受國策支持，股價調整數月後重現吸引力；國企石油股受惠改革及油價上升；乳業行業整合有利龍頭股。

看淡行業：建材、家電、電訊

建材及家電股需求隨房地產轉弱；內地電訊業 4G 發牌後競爭大，卻未屆收成期。

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	23,191
52 周高/低位	24,111 / 19,426
大市 3 個月日均成交	570 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	+0.5%	+0.8%
3 個月	+4.7%	+2.6%
6 個月	-0.5%	-4.5%

資料來源：彭博

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

過往港股策略報告

[14年6月3日 - 利好已反映，高息股避險](#)

[14年5月2日 - 5月防守為上](#)

[14年4月14日 - 「滬港通」受惠股](#)

[14年4月1日 - 4月小陽春](#)

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)	2014 年度預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
光大國際	257 HK	11.08	497	28.0	3.31	12.4	0.8	21%
北控水務	371 HK	5.18	448	27.1	3.05	11.6	1.3	19%
中國疏浚環保	871 HK	2.46	21	6.4	0.78	14.0	1.3	50%
復星醫藥	2196 HK	28.90	598	23.3	3.07	14.1	1.1	10%
中國石油	857 HK	9.79	17,320	10.7	1.15	10.9	4.2	3%
蒙牛乳業	2319 HK	35.85	702	26.5	2.80	12.0	0.8	20%

資料來源：彭博、招銀國際證券

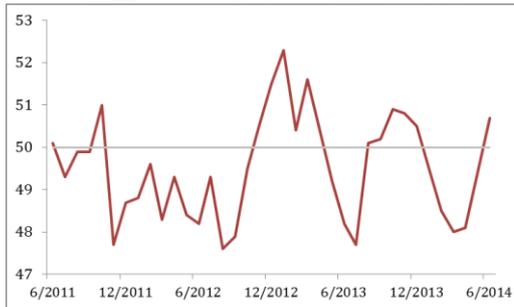
敬請參閱尾頁之免責聲明

經濟展望

中國經濟回穩，製造業零售回暖

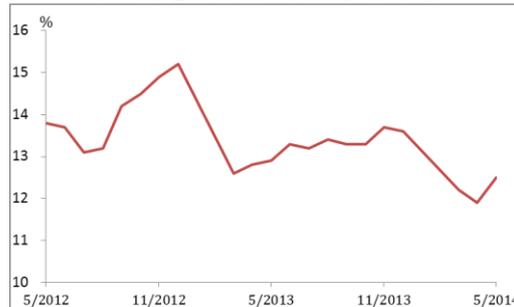
6 月份匯豐中國製造業採購經理指數 (PMI) 升至 50.7，是今年首次重上 50 以上 (圖 1)，顯示製造業回復擴張。中國經濟改革所倚重的內需亦回暖，全國社會消費品零售總額同比增速回升 (圖 2)。2013 年下半年，零售增速一直於 13% 以上，但今年首 4 個月跌至 12%，5 月份終於反彈，升至 12.5%。

圖 1：匯豐中國製造業 PMI 重上擴張區



資料來源：彭博

圖 2：中國社會消費品零售總額同比

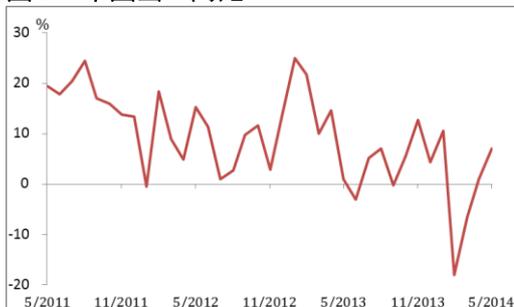


資料來源：彭博

出口反彈，人民幣匯價趨穩

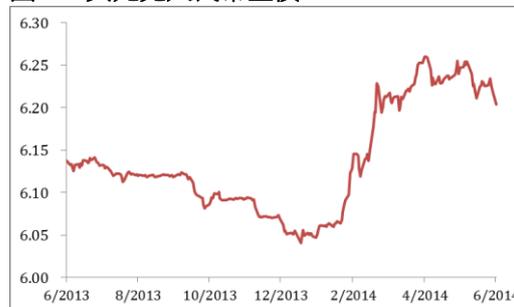
中國出口亦連續 3 個月改善，5 月份同比增長 7.0% (圖 3)。人民幣兌美元今年 1 至 4 月最多貶值 3.7%，有助支持出口 (圖 4)。既然出口及整體經濟已見回穩，預料人民幣匯價於第三季走勢轉趨平穩，不會出現大幅升值或貶值。

圖 3：中國出口同比



資料來源：彭博

圖 4：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博

地方政府發債，債務危機減少

2008 年底中國推出 4 萬億元人民幣刺激方案，令地方政府債務問題成為計時炸彈，一直為投資者所憂慮，但此風險已稍為舒緩。根據中國審計署，地方政府債務增長放緩。2013 年 6 月底至 2014 年 3 月底，審計的 9 個省本級和 9 個市本級政府性債務餘額增長 3.79%，比 2013 年前 6 個月平均增速下降 7 個百分點。

地方政府債增長受控，同時地方政府的償付能力有望提升。財政部 5 月份批准廣東、浙江、上海、深圳等 10 個省市區試點地方債自發自還，廣東省已先行於 6 月底發債，預料其他試點省市將陸續跟隨，並將試點計劃擴至其他省市。

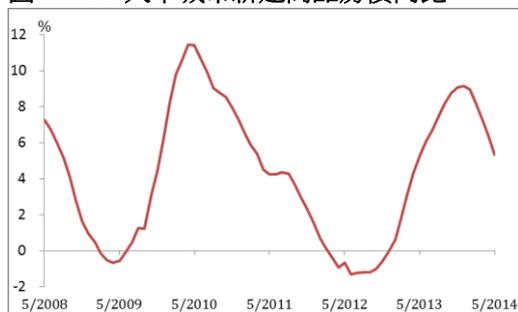
樓市價量齊轉向，信貸風險未消除

地方政府債務風險雖減，其他環節的信貸違約問題卻不然，其中房地產相關的風險最受關注。根據中國國家統計局，5 月份 70 個大中城市新建商品住宅房價，同比升 5.4%，較去年 12 月之 9.2% 增速放緩（圖 5），環比更跌 0.16%，是兩年來首次下跌，當中僅 15 個城市上漲，35 城市下滑。今年 1-5 月份，全國商品房銷售面積同比下降 9.2%，降幅比 1-4 月份擴大 0.6 個百分點。

價量齊跌，庫存則上升，二、三線城市的房屋庫存壓力尤大。截至 5 月底，待售房屋相對近半年月均銷售比率，二線城市平均為 19.7，三線城市平均為 36.5，均高於 2011 年樓市低潮時的水平。樓市轉弱，預料將有小型發展商周轉不靈，引致部份房產信託產品違約，加深投資者對中國影子銀行風險的憂慮。

另一方面，為免庫存繼續攀升，估計發展商將減慢建築步伐。今年 1-5 月份，新屋動工同比大減 21.6%（圖 6）。建築活動減少，將拖累水泥、鋼鐵、玻璃、家電等行業。

圖 5：70 大中城市新建商品房價同比



資料來源：彭博

圖 6：中國住宅新屋動工同比



資料來源：彭博

香港逾十萬人遊行，「佔中」言之尚早

香港「和平佔領中環」組織於 6 月份舉行全民投票，近 79 萬人投票支持 2017 特首普選須設公民提名。7 月 1 日，約 16 萬人遊行(香港大學民意研究計劃估算；主辦組織則聲稱有 51 萬人)，爭取香港特區行政長官真普選。若特區政府提出的政改方案不符國際標準，佔中組織將發起「佔領中環」行動，雖然主辦方強調會以和平及理性形式佔中，但難料最終會否出現流血衝突，為港股添上政治風險。

不過，佔中不會在 7 月份實行，因主辦方會等候政府向市民諮詢，及向立法會提出選舉辦法議案，才決定是否佔中，快則今年底，慢則明年初。綜合而言，佔中將於未來半年成為港股一大陰霾，但不會於短期內拖累大市。

美國首季經濟倒退，儲局加息路遙遙

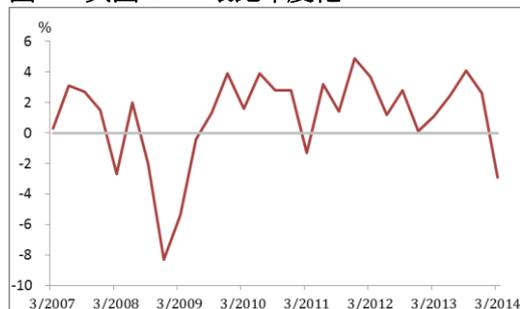
外圍方面，美國首季 GDP 終值再被向下修訂，環比年度化下跌 2.9%（圖 7），為 3 年來首次收縮，除了受企業庫存少於預期拖累，惡劣天氣亦打擊了個人消費，預料第二、三季經濟將隨庫存回升而回復增長。

聯儲局退市部署持續為人關注，聖路易聯儲銀行總裁布拉德最近接受傳媒訪問時，重申個人預期明年首季開始加息，有別於現時市場主流預期明年下半年才加息的看法。不過，布拉德在今年及明年均不是聯儲局公開市場委員會投票委員，難以左右利率決定。

歐洲推負利率防通縮

歐元區則尚未擺脫通縮風險，5 月份通脹僅得 0.5%（圖 8），為 2009 年以來最低，遠低於央行目標 2%。歐洲央行於 6 月 5 日議息會上，下調基準再融資利率 10 點子至 0.15 厘，並將銀行隔夜存款利率減至負 0.1 厘，為主要央行之中首次實行負利率，以及推出針對性長期再融資操作（Targeted LTRO）。

圖 7：美國 GDP 環比年度化



資料來源：彭博

圖 8：歐元區消費物價指數同比



資料來源：彭博

地緣政治風險推升油價

伊拉克局勢緊張，發生內戰，而美國不太願意介入，強調不會派遣地面部隊到伊拉克，或將令伊拉克陷入長期戰亂，萬一鄰近的伊朗及敘利亞被捲入，亂局將更嚴重，並威脅能源供應，推高油價。

中東亂局本身，未必對主要股市造成直接打擊，但假如油價飆升，可能會推高美國通脹（圖 9），令市場對聯儲局加息之預期時間表提前，有損環球股市氣氛。

圖 9：油價與美國通脹



資料來源：彭博、招銀國際證券

大市展望

中國 GDP 7.5%可保，港股穩中偏好

6 月份港股窄幅橫行，恒指全月高低波幅僅得 2.6%。月內，人民銀行對部份商業銀行實施「定向降準」，一年前內地的「錢荒」今年沒重演，而內地於 6 月暫未再出現信貸違約事件，限制了股市下行風險。另一方面，港股缺乏重大利好消息，向上動力不足，而且月內有 16 隻新股上市，且掛牌後表現疲弱，既抽走了部份市場資金，又有損投資者信心。

展望 7 月份，焦點仍在中國經濟數據及政策。16 日公布中國第二季 GDP，若增速較首季之 7.4%回升，應有利中港股市。就算 GDP 遜預期，由於國務院總理李克強 6 月中於英國智庫演講，提到「中國政府對經濟的運行實行區間調控、定向調控，保證 GDP 下限不越過 7.5%」，跟年初政府工作報告中的「7.5%左右」增長目標有點出入，讓投資者感到中央更有信心及決心「保 7.5」，意味保增長、微刺激的政策料陸續有來，亦有助中港股市氣氛。

滬港股暫無助大市表現

4 月公布的滬港股票市場交易互聯互通機制（滬港通），計劃於約半年後即 10 月左右實行，但由於準備工作繁多，包括升級交易系統，及商討清算時間、收費等細節，或要到年底才推出。另外，屬於指數權重股的中資金融 H 股普遍較 A 股貴，就算投資者偷步炒作滬港通概念，中資金融 H 股肯定並非買入對象，無助推高指數。

提防美股調整風險

美股今年雖屢創新高，但以「上升楔形」運行（圖 10）。從經濟、貨幣政策、企業盈利及估值各方面看，美股出現股災的機會不大，但牛市中總會有正常調整。萬一失守楔形升軌支持，料將出現較深調整、屆時港股亦難免受拖累。

圖 10：道瓊斯指數形成「上升楔形」



資料來源：彭博、招銀國際證券

技術分析：恒指暫難突破橫行區

- 恒生指數於 2013 年 2 月及 12 月的高位 24,000 附近，料為 7 月份重大阻力，250 天移動平均線約 22,500 則為短期支持。（圖 11）
- 2008 年底引伸的長期升軌，約位於 21,500，為中線重要支持位（圖 12）。

圖 11：恒生指數日線圖（2013-2014）



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 12：恒生指數周線圖（2008-2014）



資料來源：彭博、招銀國際證券

行業觀點及焦點股份

看好：環保、醫藥、石油、乳業

環保及醫藥股 – 國策支持，調整後吸引

- 中國國策近年大力扶持環保及醫療，行業增長前景強勁，唯此等「新經濟股」去年末季至今年首季股價升幅過巨，其後市場轉為追捧「舊經濟股」，令環保及醫療股出現近4個月的股價回吐，估值重現吸引力，料市場焦點逐將重回增長前景較佳的行業。
- **北控水務(371 HK)**及**中國疏浚環保(871 HK)**受惠國務院加快推進水利工程及防治水污染等政策。**光大國際(257 HK)**建造及運營污水處理廠和垃圾發電廠，除受惠水利政策，亦受惠6月出台的《生活垃圾焚燒污染控制標準》。
- **復星醫藥(2196 HK)**為綜合醫療股，業務包括生產藥物及醫療設備、分銷藥品及醫療服務。母公司**復星國際(656 HK)**於併購經驗豐富，有助復星醫藥透過併購發展。

石油股 – 油價升，國企改革

- 石油國企**中石油(857 HK)**及**中石化(386 HK)**正進行改革，中石油將剝離收益率較低的管道資產，集資所得料可用於開發回報較高的上游油氣項目。中石油的上游業務比重較高，較受惠中東亂局及夏季用油旺季推高油價。

乳業股 – 行業整合有利龍頭

- 中國工信部6月中公布，《推進嬰幼兒配方乳粉企業兼併重組實施方案》獲批，行業整合有利龍頭**蒙牛乳業(2319 HK)**。近月原奶價格回落，亦有利下游產品利潤率。

看淡：建材、家電、電訊運營

建材及家電股 – 需求隨房地產轉弱

- 內地樓市近月轉弱，售價、銷量及新屋動工均下跌，不利水泥、鋼鐵、玻璃及家電之需求。

電訊股 – 行業競爭大，未屆收成期

- 中國工信部6月底公布，批准**聯通(762 HK)**及**中電信(728 HK)**分別在16個城市開展FDD-LTE及TD-LTE混合組網試驗。新一輪的4G競爭展開，行業競爭將加劇，但4G年代的初期主要利好網絡設備生產商，反而運營商的收成期未到，難望推動今年盈利。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	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
光大國際	257 HK	11.08	497	28.0	3.31	12.4	0.8	21%
北控水務	371 HK	5.18	448	27.1	3.05	11.6	1.3	19%
中國疏浚環保	871 HK	2.46	21	6.4	0.78	14.0	1.3	50%
復星醫藥	2196 HK	28.90	598	23.3	3.07	14.1	1.1	10%
中國石油	857 HK	9.79	17,320	10.7	1.15	10.9	4.2	3%
蒙牛乳業	2319 HK	35.85	702	26.5	2.80	12.0	0.8	20%

資料來源：彭博、招銀國際證券

市場估值及經濟數據圖

圖 11：恒生指數預測市盈率



圖 12：恒生國企指數預測市盈率



圖 13：恒生指數預測股息率



圖 14：恒生國企指數預測股息率



圖 15：中國官方製造業 PMI

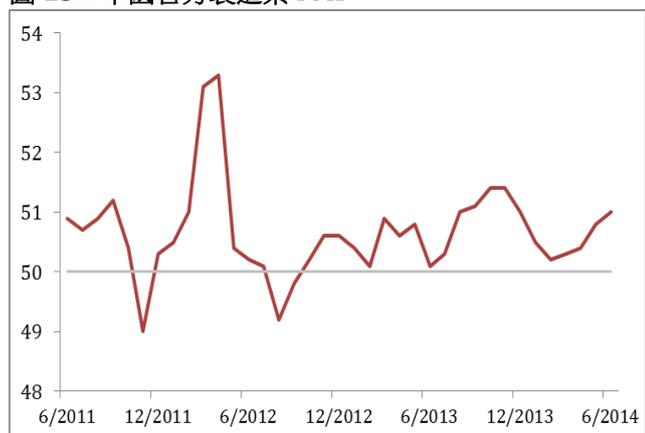


圖 16：中國居民消費價格指數同比



資料來源：彭博、招銀國際證券

7 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
3	歐洲	歐洲央行議息結果	—	—
	美國	6 月失業率	6.3%	6.3%
	美國	6 月非農業就業人口變動	21.5 萬	21.7 萬
9	中國	6 月消費者物價指數（年比）	2.4%	2.5%
	中國	6 月生產者物價指數（年比）	-1.1%	-1.4%
10	中國	6 月進口（年比）	6.0%	-1.6%
	中國	6 月出口（年比）	10.0%	7.0%
	美國	聯儲局公開市場委員會 6 月會議紀錄	—	—
	英國	英倫銀行議息結果	—	—
10-15	中國	6 月新增人民幣貸款	—	8,708 億
	中國	6 月 M2 貨幣供應（年比）	—	13.4 %
15	日本	日本央行議息結果	—	—
16	中國	第二季 GDP（年比）	—	7.4%
	中國	1-6 月固定資產投資（年比）	—	17.2%
	中國	6 月工業生產（年比）	—	8.8%
	中國	6 月零售銷售（年比）	—	12.5%
17	美國	聯儲局褐皮書	—	—
18	中國	6 月房價	—	—
22	美國	6 月核心消費者物價指數（年比）	—	2.0%
24	中國	7 月匯豐製造業採購經理人指數預覽值	—	50.7
31	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—

資料來源：彭博

注：以上為香港時間

A/H 股差價

H 股較 A 股折讓最大的 15 隻股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 折讓 (%)
浙江世寶	1057 HK	7.40	002703 SZ	20.58	-71.2
山東墨龍	568 HK	3.52	002490 SZ	8.50	-66.9
洛陽玻璃股份	1108 HK	3.80	600876 SH	7.24	-58.0
東北電氣	42 HK	1.28	000585 SZ	2.36	-56.6
洛陽鋁業	3993 HK	3.97	603993 SH	6.70	-52.6
山東新華製藥股份	719 HK	3.30	000756 SZ	5.51	-52.1
京城機電股份	187 HK	3.40	600860 SH	5.67	-52.0
重慶鋼鐵股份	1053 HK	1.36	601005 SH	2.26	-51.8
昆明機床	300 HK	2.63	600806 SH	4.31	-51.2
天津創業環保股份	1065 HK	4.93	600874 SH	7.95	-50.4
儀征化纖股份	1033 HK	1.77	600871 SH	2.78	-49.0
第一拖拉機股份	38 HK	5.08	601038 SH	7.85	-48.2
上海石油化工股份	338 HK	2.16	600688 SH	3.29	-47.5
經緯紡織機械股份	350 HK	6.80	000666 SZ	10.00	-45.6
大連港	2880 HK	1.85	601880 SH	2.63	-43.7

資料來源：彭博、招銀國際證券

*A 股代碼後的最後 2 位英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

H 股較 A 股溢價最大的 15 隻股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 溢價 (%)
安徽海螺水泥股份	914 HK	26.60	600585 SH	15.72	35.4
濰柴動力	2338 HK	29.95	000338 SZ	17.79	34.7
江蘇寧滬高速公路	177 HK	9.17	600377 SH	5.54	32.5
鞍鋼股份	347 HK	5.00	000898 SZ	3.05	31.2
華能國際電力股份	902 HK	8.75	600011 SH	5.66	23.7
中國神華	1088 HK	22.40	601088 SH	14.54	23.3
中國太保	2601 HK	27.35	601601 SH	17.79	23.0
華電國際電力股份	1071 HK	4.69	600027 SH	3.07	22.3
中國平安	2318 HK	60.00	601318 SH	39.34	22.1
青島啤酒股份	168 HK	60.60	600600 SH	40.06	21.1
招商銀行	3968 HK	15.28	600036 SH	10.24	19.4
中信証券	6030 HK	17.10	600030 SH	11.46	19.4
中國人壽	2628 HK	20.30	601628 SH	13.61	19.4
中國鐵建	1186 HK	6.82	601186 SH	4.61	18.4
中國中鐵	390 HK	3.79	601390 SH	2.58	17.6

資料來源：彭博、招銀國際證券

*A 股代碼後的最後 2 位英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

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。接收本報告之行為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。