

2014年10月8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

佔中逐漸消化，港股重拾升軌

摘要

「佔中」打擊經濟有限，港府長遠施政困難

香港的「佔領中環」運動於9月28日正式啟動，短期而言，「佔中」對金融業及地產業打擊不大，旅遊、酒店、零售及餐飲則較受影響。長遠則會令特區政府施政困難重重，因事件已造成社會分化甚至撕裂。

美國就業強勁，加息漸近

美國聯儲局料於10月底宣布結束買債，下一步將為加息。美國最新的就業報告強勁，失業率跌至5.9%，提早加息的機會增加了，但尚要視乎通脹有否回升。若因就業強勁而決定明年上半年加息，並非壞事。相反，若通脹急升令聯儲局迫於無奈加息，才對金融市場影響較負面。

歐央行啟動買債，規模乏驚喜

美國正逐步退出超寬鬆貨幣政策，歐元區卻反其道而行，繼續加強寬鬆，歐央行開始購買擔保債券及資產抵押證券，為期最少兩年，計劃將央行資產推升至2012年初之水平。不過，此買債計劃覆蓋的資產範圍較小，沒包括國債，料作用不及美國的量化寬鬆，而且央行早已暗示會推出買債計劃，公布後反而令部份市場人士失望。

大市展望：「佔中」短期已消化，恒指本月上望24,000-24,300

「佔中」雖未完結，但局勢已緩和，且股市往往於示威的中後期開始回升。恒指近一個多月調整幅度達2,800點，以黃金比率推算，反彈跌幅之0.5倍可見24,000，反彈0.618倍則上望24,300。

行業觀點：看好科技股、美國復甦受惠股、物流股。「佔中」仍有不明朗因素，投資者暫宜避開可能受拖累的本港股份，轉投內地或海外業務為主的股份，其中科技股同時具備「滬港通」概念，因科技股於A股市場較稀缺。主攻美國市場的公司，則受惠當地就業市場持續復甦。

看淡香港零售股、航空股。本港零售業基本因素本已轉弱，現更受「佔中」影響，其中金飾及鐘錶零售股，在內地「四中全会」前後或續受反貪政策打擊。航空股則面對伊波拉病毒可能擴散的風險。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	本年度預測				
				市盈率(倍)	市帳率(倍)	股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
騰訊	700 HK	119.60	11,199	36.7	11.14	34.5	0.3	53%
聯想集團	992 HK	12.04	1,275	18.7	4.31	25.7	1.9	5%
創科實業	669 HK	22.50	412	18.0	2.71	16.1	1.4	18%
利標品牌	787 HK	1.75	146	18.8	0.76	3.9	0.0	不適用
深圳國際	152 HK	11.30	193	9.0	1.17	13.8	4.1	-89%

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 23,422
52 周高/低位 25,363/21,138
大市 3 個月日均成交 715 億港元

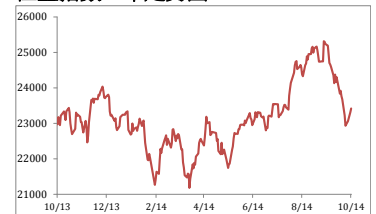
資料來源：彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1 個月	-7.2%	-7.9%
3 個月	-0.5%	-0.2%
6 個月	+4.7%	+3.1%

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9月2日 - 政治風險添波動，滬港通前續向好](#)

[14年8月1日 - 慎選滬港通概念股](#)

[14年7月2日 - 穩中向好，選醫藥環保](#)

[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](#)

經濟展望

「佔中」打擊經濟有限，港府長遠施政困難

香港的「佔領中環」運動於9月28日正式啟動，爭取2017年行政長官真普選，大量學生及市民參加，於主要商業區金鐘、銅鑼灣、旺角及尖沙咀集會示威，期間警方向示威者動用催淚彈，釀成1967年暴動以來最嚴重的衝突。目前佔中還未完結，但學生領袖及特區政府同意對話，參與集會人數已大減。

短期而言，佔中對本港經濟支柱金融業及地產業打擊不大，旅遊、酒店、零售及餐飲則較受影響。「十一黃金周」首五日，訪港內地旅客同比僅升2.2%，而由於內地於10月1日起停批赴港旅遊團簽證約一周，影響將於10月中下旬更明顯。長遠而言，事件會否打擊外資信心及地產市道，還須觀望事態發展，唯可肯定已造成社會分化甚至撕裂，加劇了不少市民尤其是年輕人對政府的不信任，政府往後施政將困難重重。

中共「四中全會」強調法治

中共第十八屆中央委員會第四次全體會議將於10月20日至23日召開，主要議題料為依法治國，並進行部分人事調整，包括開除涉貪腐的官員。相對於去年底召開、以經濟與改革為主題的「三中全會」，「四中全會」對經濟及股市的重要性較低，但由於「四中全會」料重申全面落實及深化「三中全會」的決策部署，有關改革料仍屬焦點，包括國企改革、金融體制改革、市場化改革。

美國就業強勁，加息漸近

美國聯儲局公開市場委員會將於香港時間10月30日凌晨公布議息結果，料宣布結束買債，市場關注何時開始加息。美國最新的就業報告強勁，9月份失業率跌至5.9%（圖1），低於市場估計的6.1%，創6年新低。非農業新增職位24.8萬份，亦勝預期的21.5萬份。不過，勞動參與率跌至62.7%（圖2），創36年新低，反映長期失業致放棄求職者增加，平均時薪則僅與8月份持平，可見勞工市場並非全面改善。

由於失業率已跌至聯儲局預測於本年底才達到的水平，提早加息的機會的確增加了（市場原預期明年約第三季開始加息），但實質時間亦視乎通脹有否回升。目前美國通脹為1.5%，仍低於儲局目標之2%。就算儲局因就業強勁而決定明年上半年加息，亦非壞事，因反映經濟可持續復甦。相反，若通脹急升令儲局迫於無奈加息，才對金融市場影響較負面。

圖 1：美國失業率跌至 5.9%



資料來源：彭博

圖 2：美國勞動參與率創 36 年新低



資料來源：彭博

歐央行啟動買債，規模乏驚喜

美國正逐步退出超寬鬆貨幣政策，歐元區卻反其道而行，繼續加強寬鬆。歐洲央行於 10 月 2 日的會議後公布，本月開始購買擔保債券(covered bonds)，及本季開始購買資產抵押證券(asset-based securities)，為期最少兩年。央行行長德拉吉表示，計劃將央行資產推升至 2012 年初之規模，即約 3 萬億歐元，現水平則約為 2 萬億歐元（圖 3）。

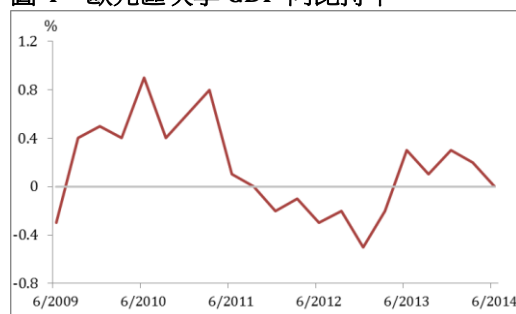
歐元區經濟及物價均疲弱，第二季 GDP 環比停滯不前（圖 4），德國及意大利經濟雙雙收縮 0.2%，區內通脹於 9 月份跌至 0.3%，遠低於央行目標之 2%，央行實有必要加強寬鬆。不過，上述的買債計劃覆蓋的資產範圍較小，亦沒包括國債，料作用不及美國的量化寬鬆（QE），而且德拉吉較早時已強烈暗示會推出買債計劃，公布後反而令部份市場人士失望。

圖 3：歐洲央行資產規模將回升



資料來源：彭博

圖 4：歐元區次季 GDP 同比持平



資料來源：彭博

大市展望

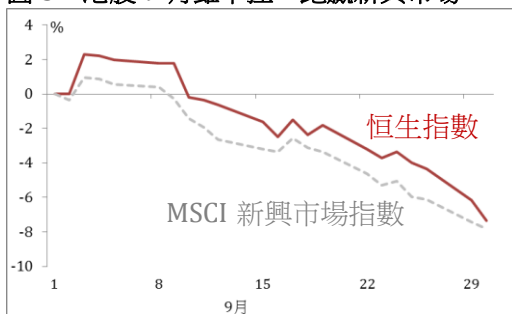
「佔中」短期影響已消化

恒生指數於 9 月份急挫 7.3%，「佔領中環」為其中一個、卻絕非唯一原因。事實上，9 月份 MSCI 新興市場指數下跌 7.6%，更遜港股（圖 5），主要受累於美元強勢，美匯指數期內上升 3.9%（圖 6），引致資金撤出新興市場。

雖然「佔中」參與人數較預期多、佔領範圍較預期廣，但由於「佔中」早於 2013 年初已提出，醞釀一年多，投資者早有心理準備。參考近年區內大型示威對股市的影響，示威告終後 3 至 6 個月，當地股市多向上。例如 2010 年 3 月至 5 月，泰國曼谷紅衫軍示威，台股於其後 3 個月升 17%、6 個月升 32%。台灣今年 3 月至 4 月有「太陽花運動」，台股於其後 3 個月升 7%、6 個月升 2%。更甚者，台股及台股於示威期間亦錄得升幅，因股市於事件的中後期已回升。

「佔中」目前還未結束，但局勢已大致受控，緊張氣氛大為舒緩，有利港股短期反彈。中長線而言，「佔中」可能演變為長期抗爭，香港特區政府的施政難度大增，政治風險上升，或令港股的風險溢價上升，意味估值維持偏低水平（目前恒指市盈率僅 10.2 倍）。

圖 5：港股 9 月雖下挫，跑贏新興市場



資料來源：彭博

圖 6：美匯指數急升拖累新興股市

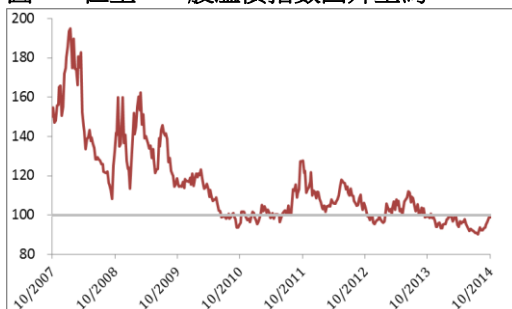


資料來源：彭博

AH 股平均已趨同價，差價進一步收窄需時

料於本月開通的「滬港通」試點計劃，港交所(388 HK)表示大部份準備工作已完成，但仍未有時間表，須由兩地監管機構決定。滬港通的推出只是時間問題，就算等到 11 月才開通，分別亦不大。過去一個月，A 股大致持平，跑贏 H 股，AH 差價一如預期逐步收窄，恒生 AH 股溢價指數回升至約 100，反映 AH 股平均已趨同價（圖 7）。當然，個股的 AH 股仍有差價，例如一線股通常是 H 股較高，二、三線股則 A 股較高，此現象將續受兩地投資者取向、股份流通量等因素左右，差價不會因滬港通啟動後一下子消失，相信未來會隨滬港通額度擴大而逐漸收窄。

圖 7：恒生 AH 股溢價指數回升至約 100



資料來源：彭博

技術分析：恒指本月上望 24,000-24,300

- 恒生指數於9月4日高見 25,363 後，累挫近 2,800 點，10月3日低見 22,566，當日大成交（近 1,000 億港元）配合大陽燭見底，以黃金比率推算，反彈跌幅之 0.5 倍可見 24,000，反彈 0.618 倍則上望 24,300（圖 8）。
- 中期走勢，恒指仍處上升軌，9 月底跌至升軌附近回升，現時升軌約位於 22,450，為中線重要支持（圖 9）。

圖 8：恒生指數日線圖（6 個月）



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 9：恒生指數周線圖（2013-2014）



資料來源：彭博、招銀國際證券

行業觀點及焦點股份

看好：科技股、美國復甦受惠股、物流股

- **科網股**：「佔中」局勢於最近幾日雖見緩和，但風險猶存，投資者暫宜避開業務可能受事件拖累的本港股份，轉投內地或海外業務為主的股份，其中科技股同時具備「滬港通」概念，因科技股於 A 股市場較稀缺，內地投資者熟悉的**騰訊(700 HK)**及**聯想集團(992 HK)**為首選。
- **美國復甦受惠股**：海外業務為主的股份，同樣較不受「佔中」影響，首選主攻美國市場的公司，因當地就業市場持續復甦，有利消費市道。收入逾 8 成來自美國的**利標品牌(787 HK)**，及 7 成收入來自北美洲的**創科實業(669 HK)**，料可受惠。
- **物流股**：中國國務院日前印發《物流業發展中長期規劃(2014-2020 年)》，提出三大重點，包括降低物流成本、提升物流企業規模化、加強物流基建網絡，料有利行業發展。**深圳國際(152 HK)**兼具深圳前海概念，因為於該區擁有地皮，長遠有望受惠當地發展。

看淡：香港零售股、航空股

- 「佔中」對香港整體經濟的影響尚難評估，但或多或少有損本地零售業。就算沒有「佔中」，本港零售業的基本因素已轉差，內地客來港數目增長放緩、人均消費下跌，以及租金與工資成本上漲。**尤其看淡金飾及鐘錶零售股**，因為本月內地召開「四中全會」，將強調依法治國，反貪政策下，奢侈品銷情料續受打擊。
- 西非的伊波拉病毒持續擴散，美國及西班牙更出現首宗確診個案。若病毒在歐美或亞洲擴散，航空業將首當其衝。看淡國際航線較多的**國泰航空(293 HK)**及**中國國航(753 HK)**。

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)	本年度預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
騰訊	700 HK	119.60	11,199	36.7	11.14	34.5	0.3	53%
聯想集團	992 HK	12.04	1,275	18.7	4.31	25.7	1.9	5%
創科實業	669 HK	22.50	412	18.0	2.71	16.1	1.4	18%
利標品牌	787 HK	1.75	146	18.8	0.76	3.9	0.0	不適用
深圳國際	152 HK	11.30	193	9.0	1.17	13.8	4.1	-89%

資料來源：彭博、招銀國際證券

市場估值及走勢圖

圖 10：恒生指數預測市盈率



圖 11：恒生國企指數預測市盈率



圖 12：恒生指數預測股息率



圖 13：恒生國企指數預測股息率



圖 14：中國製造業採購經理指數

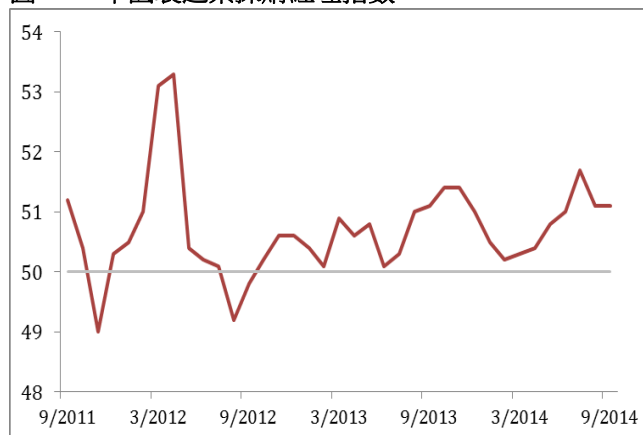


圖 15：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際證券

10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
9	美國	聯儲局公開市場委員會 9 月份會議記錄	—	—
	英國	英倫銀行議息結果	—	—
13	中國	9 月進口（年比）	-1.8%	-2.4%
	中國	9 月出口（年比）	12.3%	9.4%
10-15	中國	9 月新增人民幣貸款	7,500 億	7,025 億
	中國	9 月 M2 貨幣供應（年比）	13.0%	12.8%
15	中國	9 月消費者物價指數（年比）	1.7%	2.0%
	中國	9 月生產者物價指數（年比）	-1.7	-1.2%
16	美國	9 月工業生產（月比）	0.4%	-0.1%
	美國	聯儲局褐皮書	—	—
20-23	中國	中共第 18 屆四中全會	—	—
21	中國	1-9 月固定資產投資（年比）	—	16.5%
	中國	9 月工業生產（年比）	—	6.9%
	中國	9 月零售銷售（年比）	—	11.9%
	中國	第三季 GDP（年比）	—	7.5%
22	美國	9 月消費者物價指數（年比）	—	1.7%
23	中國	9 月匯豐中國製造業採購經理指數預覽	—	50.2
24	中國	9 月房價	—	—
28	美國	9 月耐用品訂單運輸除外（年比）	—	0.4%
30	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
	美國	第三季 GDP 初值（年度化季比）	—	4.6%

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	10.28	002703 SZ	25.45	-68.0
山東墨龍	568 HK	5.20	002490 SZ	11.62	-64.6
經緯紡織機械股份	350 HK	7.90	000666 SZ	14.60	-57.2
第一拖拉機股份	38 HK	5.60	601038 SH	9.83	-54.9
東北電氣	42 HK	2.40	000585 SZ	4.18	-54.5
重慶鋼鐵股份	1053 HK	1.81	601005 SH	3.05	-53.0
京城機電股份	187 HK	4.92	600860 SH	7.48	-47.9
洛陽鉬業	3993 HK	4.93	603993 SH	7.48	-47.8
天津創業環保股份	1065 HK	5.96	600874 SH	8.84	-46.6
中海集運	2866 HK	2.17	601866 SH	3.18	-46.0
山東新華製藥股份	719 HK	5.04	000756 SZ	7.38	-45.9
上海石油化工股份	338 HK	2.75	600688 SH	3.87	-43.7
大連港	2880 HK	2.63	601880 SH	3.68	-43.4
兗州煤業股份	1171 HK	6.42	600188 SH	8.88	-42.8
北京北辰實業股份	588 HK	2.16	601588 SH	2.98	-42.6

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。

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 (%)
萬科企業	2202 HK	14.76	000002 SZ	9.18	27.3
安徽海螺水泥股份	914 HK	25.35	600585 SH	17.18	16.8
青島啤酒股份	168 HK	56.10	600600 SH	39.12	13.5
中國平安	2318 HK	59.20	601318 SH	41.34	13.4
華能國際電力股份	902 HK	8.75	600011 SH	6.13	13.0
中國太保	2601 HK	27.60	601601 SH	19.41	12.6
中信証券	6030 HK	18.8	600030 SH	13.32	11.8
農業銀行	1288 HK	3.51	601288 SH	2.49	11.6
鞍鋼股份	347 HK	4.97	000898 SZ	3.53	11.5
濰柴動力	2338 HK	28.55	000338 SZ	20.28	11.5
中國神華	1088 HK	21.90	601088 SH	15.56	11.4
中國人壽	2628 HK	21.85	601628 SH	15.55	11.3
工商銀行	1398 HK	4.96	601398 SH	3.53	11.3
華電國際電力股份	1071 HK	5.64	600027 SH	4.03	10.8
建設銀行	939 HK	5.54	601939 SH	4.07	7.8

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。