

2015 年 1 月 2 日

招財進寶 - 港股策略報告

H 股落後吸引，金融內房看俏

摘要

中國曲線降準，地方政府債或再受關注

中國經濟繼續放緩，製造業 PMI 創 18 個月新低。人民銀行於 12 月底「曲線降準」，短期內全面降準之機會大減。債務風險或再受關注，地方政府須於 1 月 5 日前將債務重新分類，若上報之地方債務遠高於 2013 年中審計水平，或會引起投資者憂慮，尤其擔憂銀行須大增撥備。

聯儲局修改前瞻指引，最早 4 月加息

聯儲局 12 月議息後，更改了前瞻指引，由「一段時間內」維持零利率，改為「耐心地」開始貨幣政策正常化。主席耶倫表示未來兩次會議不加息。美國現時通脹僅得 1.4%，油價急瀉更添通縮壓力，預料聯儲局較大機會於 7 月或 9 月才行動。

油價未止跌，美元續強勢

油組決定不減產，油價於 12 月份再挫近兩成，半年來大瀉五成。俄國貨幣隨油價大貶值，一度令人憂慮俄國會違約，甚至傳染其他新興市場。不排除俄國違約，但相信大部份新興國家將無恙，不會重演 1997-1998 年的金融風暴。

大市展望：恒指 23,200-24,300 上落，A 股頂背馳

A 股急漲後，出現「三頂背馳」。若政府呼籲提防股市波動，或提高融資融券的保證金要求，將可能觸發 A 股急挫。從價值投資角度，H 股的估值遠較 A 股低，與其追入 A 股，不如吸納 H 股。恒指則短期缺乏方向，料本月維持上落市格局。

行業觀點：看好金融 H 股、內房、醫藥

金融 H 股：A 股現較 H 股貴三成，當 A 股出現調整，料將有資金從 A 股流向金融 H 股追落後。首選內險，因盈利能見度較高，及料投資收益上升，次選內銀。

內房：內地貨幣政策及房貸漸趨寬鬆，房屋銷售回暖。限購政策放寬的憧憬，料對估值低殘的內房股帶來支持。市場可能對內房民企有戒心，較看好國企背景的藍籌股。

醫藥：醫療股早前估值偏高，但股價近期回落，重見吸引力。《互聯網食品藥品經營監督管理辦法》或即將頒布，屆時醫藥電商市場開啟，或帶動醫藥股回升。

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 年預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國平安	2318 HK	79.10	7,411	13.5	2.20	18.0	1.1	32%
中信銀行	998 HK	6.22	4,169	5.7	0.90	17.0	5.0	5%
中國海外發展	688 HK	23.05	1,884	8.2	1.46	19.3	2.4	21%
華潤置地	1109 HK	20.45	1,192	10.6	1.26	12.7	2.5	28%
四環醫藥	460 HK	5.19	538	24.7	4.72	20.1	1.1	33%

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 23,605
52 周高/低位 25,363/21,138
大市 3 個月日均成交 802 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	-1.6%	+7.5%
3 個月	+2.9%	+16.2%
6 個月	+1.8%	+16.0%

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 12 月 2 日 -](#)

[A 股急升後勢回調，恒指整固後上試二萬四](#)

[14 年 11 月 4 日 -](#)

[央行輪流寬鬆股市，國策扶持內地消費股](#)

[14 年 10 月 8 日 -](#)

[佔中逐漸消化，港股重拾升軌](#)

[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](#)

經濟回顧及展望

中國經濟續放緩，央行曲線降準

中國經濟於 12 月繼續放緩，1 月 1 日公布的 12 月中國官方製造業採購經理指數(PMI)，由 50.3 跌至 50.1 (圖 1)，創 18 個月新低，但已略勝市場預期之 50。為保經濟增長，人民銀行繼 11 月減息後，於 12 月底再有寬鬆措施，將非銀行金融機構同業存款與同業借款納入商業銀行之存貸比，存款準備金初步定為零。此舉令商業銀行有更多款項可用作放貸，有助緩解市場流動性壓力，被市場視為「曲線降準」。不過，這也意味人行在短期內整體下調存款準備金率之機會大減。

圖 1：中國製造業採購經理指數



資料來源：彭博

地方政府債或再受關注

中國經濟將於 2015 年繼續放緩，已成市場共識，較不明朗的是債務問題，包括影子銀行及地方政府債的潛藏壞帳。其中地方債問題，可能將於本月再受關注。中國地方政府須於 1 月 5 日前將地方債務重新分類，上報財政部，若地方債務遠高於 2013 年中審計的 17.9 萬億元人民幣，或會引起投資者憂慮，尤其擔憂銀行須大增撥備。

聯儲局修改前瞻指引，最早 4 月加息

美國聯儲局公開市場委員會 12 月 17 日議息後，更改了前瞻指引，會後聲明移除了「一段時間內」(a considerable time)維持零利率的用語，改為「耐心地」(patient)開始貨幣政策正常化。委員會強調，儘管指引字眼有變，立場仍與之前一致。主席耶倫於記者會表示，未來兩次會議不會加息，換言之，1 月及 3 月份的會議將按兵不動，最快於 4 月 29 日才加息。

美國上一個加息周期始於 2004 年中，該次加息前的一年內，聯儲局聲明用語同樣先說「一段時期內」(a considerable period)，然後於 2004 年 1 月及 3 月改為「耐心地」(patient)，最終於 6 月份加息。若果今次與 11 年前相似，聯儲局或將於今年 6 月開始加息。不過，11 年前聯儲局加息時，通脹(核心個人消費開支指數)已回升至 1.8%，但現時通脹僅得 1.4%，加上油價半年來急瀉五成，更添通縮壓力，預料聯儲局真的會保持「耐心」，加息寧慢莫快，較大機會於 7 月或 9 月才行動。

至於香港，港元匯率雖與美元掛鈎，但如我們於《2015 年宏觀與策略》中分析，香港可能較美國遲加息，而且加息反映經濟復甦，股市於加息初期往往造好，因此暫時毋須擔憂加息會打擊港股。

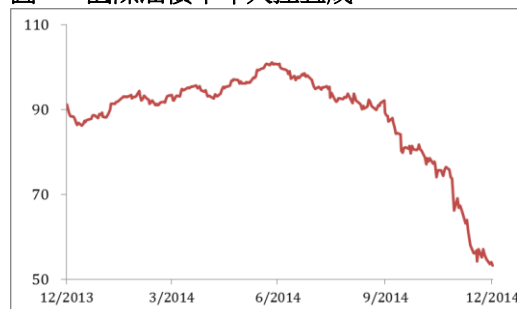
油價未止跌，美元續強勢

石油輸出國組織於 11 月底開會後決定不減產，紐約油價於 12 月份再挫近兩成至 54 美元，半年來大瀉五成（圖 2）。油價低迷，長遠或令部份高成本油田及頁岩氣田停產，但短期難改變供求關係。政治因素方面，俄羅斯總理普京於入侵烏克蘭的問題上態度未有軟化，相信歐美將繼續透過壓低油價以制裁俄國。

俄國貨幣盧布隨油價大貶值，外匯儲備亦大減，一度引發信心危機，憂慮俄國會重演 1998 年違約風暴，甚至傳染其他新興市場。我們不排除俄國（及同樣倚賴原油出口的委內瑞拉）違約，但相信大部份新興國家將無恙，尤其是東南亞，因為相比起 1997-1998 年的固定匯率及過度借貸，現時東南亞國家普遍實行較靈活的浮動匯率，負債率較之前低，外匯儲備亦遠較以往豐厚。

油價弱勢，其中一個原因是美元強勢。美匯指數全年升 13%（圖 3），為 17 年來最大升幅。美國經濟持續復甦，聯儲局部署加息，同時歐洲及日本加大寬鬆，造就美元升值。歷史顯示，每當美元走強，新興股市表現大多欠佳，因資金傾向回流美國。本月須留意 22 日歐洲央行議息，及 29 日聯儲局議息結果，若歐央行加碼寬鬆而聯儲局立場偏向鷹派，很可能令美元升勢火上加油，造成港股在內的新興市場震盪。

圖 2：國際油價半年大挫五成



資料來源：彭博

圖 3：美匯指數全年升 13%



資料來源：彭博

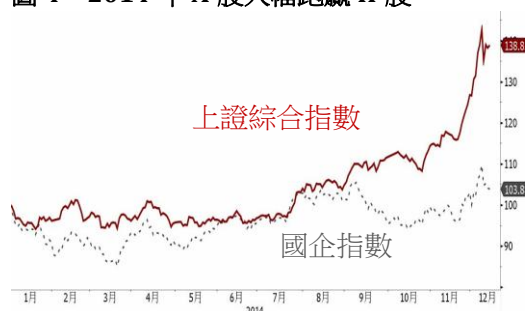
大市回顧及展望

A 股大漲，A/H 差價擴闊

自從人民銀行於 11 月 21 日宣布減息，A 股氣勢如虹，上證綜指至年底累升 30%，但同期恒生國企指數僅升 15%。2014 全年計，上證綜指大漲 53%，冠絕全球主要股市，國企指數升 11%（圖 4）。A 股大幅跑贏 H 股後，A 股較 H 股溢價已達 29%（圖 5）。較 H 股呈折讓的 A 股，更僅剩下 6 隻（不計停牌股份）。

A 股急漲後，須防範調整風險。A 股向來是政策市，最受政府的措施及言論左右。若政府呼籲投資者提防股市波動，或要求券商提高融資融券的保證金要求，將可能觸發 A 股急挫。從價值投資角度，H 股的估值遠較 A 股低，與其追入 A 股，不如吸納 H 股。

圖 4：2014 年 A 股大幅跑贏 H 股



資料來源：彭博

圖 5：恒生 AH 股溢價指數升至 129



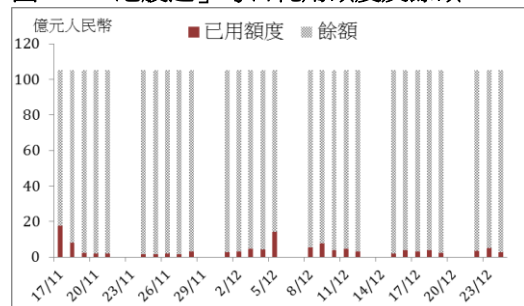
資料來源：彭博

滬港通反應仍冷淡

市場原本預期「滬港通」將令 AH 股差價收窄，但自從 11 月 17 日啟動後，反應冷淡，成交疲弱，A 股溢價反而擴闊了 27 個百分點。南向的「港股通」，日均耗用額度僅為每日上限 105 億元人民幣之 4.2%（圖 6），目前僅用了總額度 2,500 億元人民幣之 4.2%。北向的「滬股通」稍為活躍，日均耗用額度相當於每日上限 130 億元人民幣之 20%（圖 7），目前用了總額度 3,000 億元人民幣之 25%。

由於 A 股近個半月異常強勢，內地投資者專注買入 A 股，較買港股更易獲利，因此港股通成交薄弱可以理解。另一方面，香港投資者通過香港上市的 A 股交易所買賣基金(ETF)已可涉足升市主力金融股，不必細選個股，所以滬股通成交亦平平。我們估計，滬股通成交短期內不會顯著提升，因為本港投資者既不熟悉 A 股個股，亦對 A 股的企業管治信心不足。不過，港股通成交稍後可望逐漸增加，當 A 股升勢放緩或回落，內地投資者應會轉為留意大折讓的 H 股。

圖 6：「港股通」每日耗用額度及餘額



資料來源：彭博

圖 7：「滬股通」每日耗用額度及餘額



資料來源：彭博

技術分析：恒指 23,200-24,300 上落，A 股頂背馳

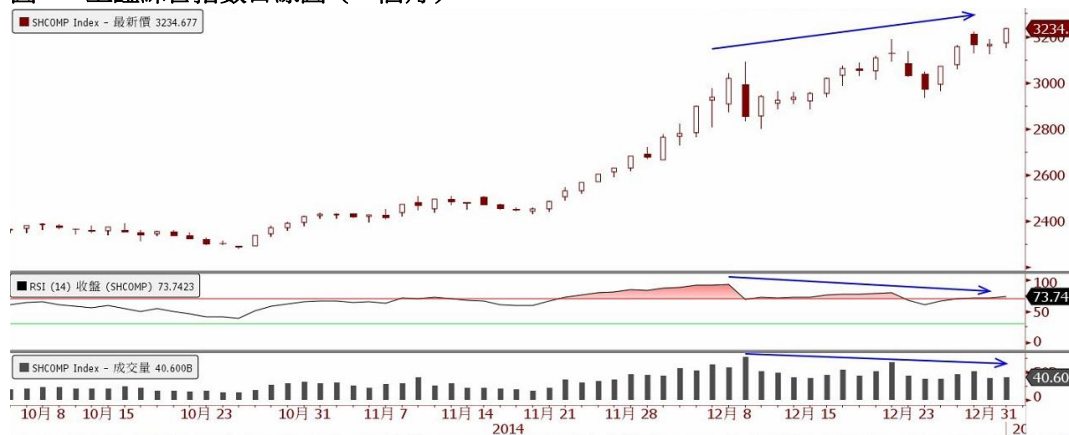
- 從圖表分析，恒生指數短期缺乏方向，料本月維持上落市格局，支持位於 250 天平均線約 23,200，上試近兩個月阻力區 24,200-24,300（圖 8）。
- A 股方面，上證綜合指數與 RSI 相對強弱指數及成交額出現「三頂背馳」（圖 9），短期回調壓力大，有機會回試 3,000 關口支持。

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：上證綜合指數日線圖（3 個月）



資料來源：彭博、招銀國際證券

行業觀點及焦點股份

看好：金融 H 股、內房、醫藥

- **金融 H 股**：近一個月金融 A 股氣勢如虹，投資者只顧追買 A 股，冷落了 H 股。滬港通已開通，中港兩地投資者可輕易買入對方市場之合資格股份，我們因此相信 A 股難以長期維持現時較 H 股之三成溢價，當 A 股出現調整，或至少回復平靜，料將有資金從 A 股流向 H 股追落後。

三個主要內地金融行業（銀行、保險、券商）之中，以保險股前景較佳。首先，保險股較不受地方政府債及影子銀行風險影響，盈利能見度較高。第二，人民銀行上月底「曲線降準」後，預料銀行會以高息協議爭取保險公司之龐大存款，有利保險公司之投資收益。內銀股之投資價值次之，因為人行短期內全面降準或再減息的機會不大，缺乏新的股價催化劑，唯中小型銀行仍可看高一線，因本身貸存比率偏高，較受惠「曲線降準」釋放貸款額度，其中首選**中信銀行(998 HK)**，因 H 股較 A 股折讓最大，達 40%。至於券商，因盈利與 A 股成交額掛鉤，股價亦與 A 股起落關係最密切，一旦 A 股回調，券商股價下跌壓力最大。

- **內房**：過去一季，內地貨幣政策及房貸漸趨寬鬆，商業銀行於 10 月份放鬆房貸政策，下調首套房貸款利率，而人民銀行於 11 月減息、12 月「曲線降準」。另外，大部份城市已放寬房屋限購令，現僅餘北上廣深及三亞維持限購。這些政策改變對內房銷情帶來支持。《中國證券網》引述地產界數據，內地 48 個重點城市，12 月份新建商品房成交面積環比增 7%，創 2014 年單月新高，四個一線城市成交面積環比增 14%。10 月至 12 月份，成交量環比增幅分別為 24%、10%、7%。

中國社科院上月底發布住房綠皮書《中國住房發展報告（2014-2015）》，預期今年各級政府將密集推出救市政策，限購政策有望全面退出。政策放寬的預期，料對估值低殘的內房股帶來支持，可能繼內銀股後，出現一輪估值修復。鑑於近期有內房民企出現事故，如**雅居樂(3383 HK)**主席一度被監視居住，及**佳兆業(1638 HK)**之深圳項目被政府鎖定，市場可能對民企猶有餘悸，較看好國企背景的藍籌股**中國海外(688 HK)**及**華潤置地(1109 HK)**。

- **醫藥**：近期市場集中追捧內地金融及基建股，反而盈利增長前景更佳的科網及醫療股逆市下跌。股價回落后，早前估值偏高的醫療股重見吸引力。短期而言，醫藥股或有利好政策，傳聞《互聯網食品藥品經營監督管理辦法》最快將於元旦後頒布，屆時處方藥網上銷售將逐步放開，意味醫藥電商市場開啟。**四環醫藥(460 HK)**原本專注於研發及生產心腦血管藥物，最近進軍醫療服務，與兩名投資者成立合營公司，收購兩間內地醫院的權益，將可帶來穩定收入，並有助分散業務風險。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2014 年預測				
				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	79.10	7,411	13.5	2.20	18.0	1.1	32%
中信銀行	998 HK	6.22	4,169	5.7	0.90	17.0	5.0	5%
中國海外發展	688 HK	23.05	1,884	8.2	1.46	19.3	2.4	21%
華潤置地	1109 HK	20.45	1,192	10.6	1.26	12.7	2.5	28%
四環醫藥	460 HK	5.19	538	24.7	4.72	20.1	1.1	33%

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：中國居民消費價格指數同比

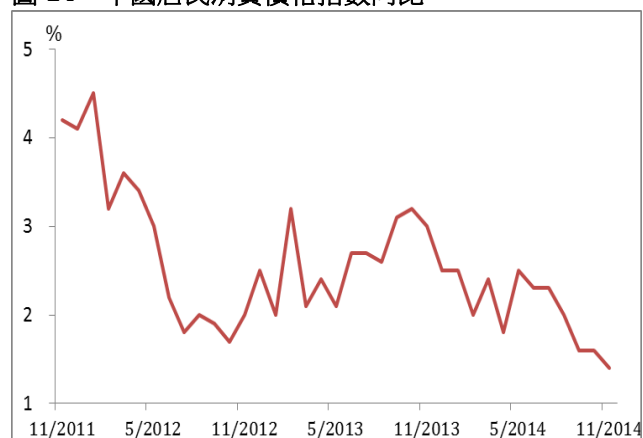


圖 15：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際證券

1 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
2	美國	12 月 ISM 製造業指數	57.5	58.7
8	中國	12 月進口（年比）	-4.1%	-6.7%
	中國	12 月出口（年比）	6.0%	4.7%
	美國	聯儲局 12 月會議紀錄	—	—
9	中國	12 月消費者物價指數（年比）	1.4%	1.4%
	中國	12 月生產者物價指數（年比）	-3.1%	-2.7%
	美國	12 月失業率	5.7%	5.8%
	美國	12 月非農職位變動	240,000	321,000
10-15	中國	12 月新增人民幣貸款	9,000 億	8,527 億
	中國	12 月 M2 貨幣供應（年比）	12.5%	12.3%
16	美國	12 月消費者價格指數（年比）	—	1.3%
	美國	1 月密西根大學信心指數初值	—	93.6
	美國	12 月工業生產（月比）	—	1.3%
19-21	中國	第 4 季 GDP（年比）	—	7.3%
	中國	1-12 月固定資產投資（年比）	—	15.8%
	中國	12 月工業生產（年比）	—	7.2%
	中國	12 月零售銷售（年比）	—	11.7%
22	歐洲	歐洲央行議息結果	—	—
23	中國	1 月匯豐製造業採購經理指數預覽值	—	49.6
29	美國	聯儲局議息結果	—	—
30	美國	第 4 季 GDP 預覽值（年度化季比）	—	5.0%

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 25 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	6.94	002703 SZ	25.95	-78.6
山東墨龍	568 HK	3.05	002490 SZ	8.63	-71.7
儀征化纖	1033 HK	2.45	600871 SH	5.85	-66.5
京城機電	187 HK	3.00	600860 SH	6.95	-65.5
第一拖拉機	38 HK	5.71	601038 SH	13.02	-64.9
昆明機床	300 HK	3.23	600806 SH	7.32	-64.7
東北電氣	42 HK	1.85	000585 SZ	4.06	-63.5
山東新華製藥	719 HK	3.71	000756 SZ	7.97	-62.7
天津創業環保	1065 HK	5.22	600874 SH	11.05	-62.2
中海集運	2866 HK	2.45	601866 SH	4.94	-60.3
兗州煤業	1171 HK	6.57	600188 SH	13.18	-60.1
經緯紡織機械	350 HK	8.98	000666 SZ	18.00	-60.1
上海電氣	2727 HK	4.13	601727 SH	8.25	-59.9
中國中冶	1618 HK	2.58	601618 SH	5.05	-59.1
重慶鋼鐵	1053 HK	1.71	601005 SH	3.33	-58.9
洛陽鉬業	3993 HK	4.50	603993 SH	8.75	-58.8
北京北辰實業	588 HK	2.47	601588 SH	4.79	-58.7
上海石油化工	338 HK	2.27	600688 SH	4.33	-58.0
中國遠洋	1919 HK	3.83	601919 SH	7.20	-57.4
大連港	2880 HK	2.55	601880 SH	4.61	-55.7
中國鋁業	2600 HK	3.59	601600 SH	6.25	-54.0
馬鞍山鋼鐵	323 HK	2.32	600808 SH	4.01	-53.7
南京熊貓電子	553 HK	6.00	600775 SH	10.37	-53.7
中海發展	1138 HK	5.32	600026 SH	9.10	-53.2
晨鳴紙業	1812 HK	3.68	000488 SZ	6.17	-52.3

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 股溢價的股份

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(%)
中國南車	1766 HK	10.44	601766 SH	6.38	31.0
中國北車	6199 HK	11.12	601299 SH	7.10	25.4
復星醫藥	2196 HK	27.90	600196 SH	21.10	5.8
安徽海螺水泥	914 HK	29.05	600585 SH	22.08	5.3
江蘇寧滬高速公路	177 HK	9.26	600377 SH	7.30	1.5
青島啤酒	168 HK	52.60	600600 SH	41.78	0.8

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。