

2015年7月10日

港股策略特別報告

風暴過後，低吸港股

中港股災成因

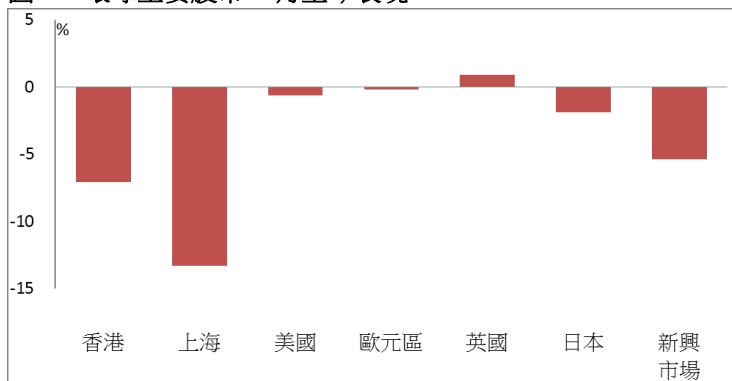
中國內地及香港股市近期急跌，堪稱「股災」：上證綜合指數由6月12日高見5,178，到7月9日低見3,373，下挫幅度達35%；香港恆生指數由6月24日高位27,471回調，到7月8日低見22,837，調整幅度達17%，若由4月27日高位28,589計，累跌20%。了解跌市原因，方能判斷後市發展：

一. 希臘債務違約

歐洲債務危機升級，希臘未能償還於6月30日到期的一筆15億歐元IMF（國際貨幣基金會）貸款，而於7月5日舉行的全國公投，否決了債權人提出的改革援助方案，市場憂慮希臘最終將脫離歐元區。

每逢環球出現系統性風險，資金自由進出、外資參與度高的港股，往往淪為外資的「提款機」而受壓，今次亦不例外。不過，內地股市並非完全開放，受外圍影響較小，而且，從希臘賴債以來全球主要股市表現所見，風暴中心歐元區幾乎無升跌，其他市場的表現亦算平靜，唯獨中港股市大跌（圖1），可見希臘風波並非中港股災的最主要原因。

圖1：環球主要股市7月至今表現



資料來源：彭博，截至7月9日

二. 內地政府打擊「場外配置」

一年前，A股進入牛市，期間上證綜指累升約1.5倍，融資買股為一大推動力。除了透過券商進行的融資，還衍生由傘型信託等形式進行的股票融資。監管機構為控制槓桿風險，5月底開始嚴打此等「場外配置」，帶來了平倉壓力。

三. A股部份股票估值過高

A股於大跌前，整體估值偏高，上證綜指之預測市盈率於6月高見20.8倍，遠高於近七年平均13.1倍（圖2）。中小型股份之估值更高，創業板指數之預測市盈率曾升至逾100倍，與2000年科網股狂潮時，美國納斯達克指數之泡沫估值相若。

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

恆生指數 24,393
52 周高/低位 28,589/22,530
大市 3 個月日均成交 1,632 億港元

資料來源：彭博

恆生指數及國企指數表現

	恆生指數	國企指數
1 個月	-9.6%	-17.4%
3 個月	-9.5%	-16.7%
6 個月	+2.0%	-5.3%

資料來源：彭博

恆生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

過往港股策略報告

[15年6月1日 - 「五窮六絕」實為低吸良機](#)

[15年5月4日 - 港股進入牛市三期，看好內險內銀國企重組股](#)

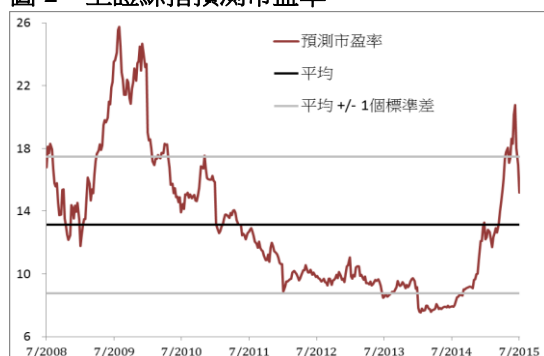
[15年4月1日 - 北水南調短期難見成效](#)

[15年3月2日 - 兩會行情已透支，減息最利好內險](#)

[15年2月3日 - 恆指牛皮偏軟，憧憬國企改革](#)

[15年1月2日 - H股落後吸引，金融內房看俏](#)

圖 2：上證綜指預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際證券

四. 救市反有損市場信心

當 A 股於 6 月中下旬已由高位回落兩成後，內地政府連日推出多項措施，以圖穩定市場，包括入市增持（中央匯金、中國證券金融公司、央企、券商等）、限制主要股東減持、嚴查惡意沽空等，但市場初期反應負面，跌勢未止。外資亦普遍反對政府干預市場，從「滬股通」成交可見，連日來出現淨賣出 A 股，反映外資從 A 股市場撤資。

五. 大量 A 股停牌，港股淪為「提款機」

由於監管機構於 A 股市場去槓桿，A 股之平倉壓力不輕，但隨著市場下挫，申請停牌的 A 股數量大增，高峯期多達 4 成至 5 成 A 股停牌，令股東無從套現，加上部份救市措施限制沽出，估計有部份急需套現者，唯有於港股市場套現，令港股有幾日之跌幅較 A 股更大。

港股展望

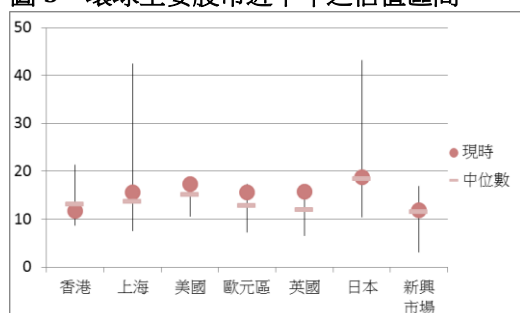
估值低絕全球

環顧全球主要已發展及新興市場，港股的估值最便宜，預測市盈率最低，亦係唯一估值低於自身近十年中位數之股市（圖 3）。低廉的估值，料將令港股再跌的空間不大，可望獲國際投資者垂青。

港元偏強，未有資金流走跡象

港股回調之際，港元並無明顯轉弱，仍靠近兌美元之強方 7.75（圖 4），未有資金大舉撤走之跡象，有利港股後市。

圖 3：環球主要股市近十年之估值區間



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 4：港元匯價偏近強方水平



資料來源：彭博

技術分析：恒指險守上升軌

- 恒生指數於 2011 年下半年於 16,170 見底，其後沿上升軌反覆上升（圖 5）。此次恒指急跌，於 7 月 8 日曾失守升軌支持（約於 23,500），但翌日隨即反彈，重回升軌之上，可視之為假跌穿，升浪未被破壞。只要恒指能守住此升軌，中長線可望延續升勢。
- 短期而言，恒指於 7 月 8 日急跌、9 日急升，陰陽燭圖營造「雙日轉向」見底訊號（圖 6），料後市逐步回穩。

圖 5：恒生指數周線圖（2011-2015）



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 6：恒生指數日線圖（6 個月）



資料來源：彭博、招銀國際證券

建議策略

吸納大型藍籌股

綜合上述跌市原因，港股之急跌，受內地短期資金流影響大、與基本因素關係小，而港股估值本已偏低，大跌後更加吸引，應把握機會吸納。

較穩健的策略，為首先吸納大藍籌，尤其是本港公司，如**港交所(388 HK)**、地產股**長實地產(1113 HK)**、**新鴻基地產(16 HK)**、銀行股東**亞銀行(23 HK)**，及國際公司如**友邦保險(1299 HK)**及**長和(1 HK)**。預料這些股份遭受進一步沽壓的風險較低，因為自從去年底「滬港通」啟動後，內地投資者南下買入的股份，以他們熟悉的中資股為主。若內地股市去槓桿尚未完成，在港上市的中資股或仍有沽售壓力。

待中港股市確認回穩，可增持增長前景佳、政策風險低的股份，包括內險股如**中國平安(1113 HK)**、科網股龍頭**騰訊(700 HK)**、受惠「一帶一路」國策的基建股如**中鐵建(1186 HK)**、**中國中鐵(390 HK)**及**中交建(1800 HK)**。

主要風險

希臘脫歐

歐盟將於本週日（7 月 12 日）舉行緊急峯會，商討希臘債務問題。希臘於 7 月有多筆貸款到期，總值約 70 億歐元，若政府提出的改革方案未獲債權人接納，將難以獲批新貸款，很可能再度違約。

希臘拖欠債務本身，對金融市場衝擊不大，因為希臘債務僅約兩成由私人持有，其餘均由 IMF、歐央行等機構持有。市場真正憂慮的是希臘可能被逼退出歐元區。不過，而且近幾年歐央行及歐盟等已建立「防火牆」，防止一國的危機波及其他歐元區成員國。萬一希臘脫歐，難免令全球股市出現短期震盪，但料不至於如 2008 年雷曼兄弟倒閉般觸發災難。

A 股陸續復牌時

過去一個月，A 股停牌的股份數量急增，現有約四成股份停牌，它們或多或少避過了大市跌浪，短則幾日，長則幾周。當 A 股大市回穩，這些股份或會陸續復牌，積存了沽壓屆時可能一湧而出，再度拖低 A 股大市，連累港股。

模擬港股組合

股份	代號	行業	本年度 預測市盈率	下年度 預測市盈率	股息率 (%)	買入價 (港元)	收市價 (港元)	總回報 (連股息)	佔組合比重
中興通訊	763	電訊設備	14.7	13.1	1.3	15.87	15.90	23.9%	9.4%
深圳國際	152	物流	10.9	10.0	2.2	9.11	11.86	35.1%	9.3%
中國鐵建	1186	鐵路基建	8.5	7.7	1.8	8.02	10.50	33.2%	8.2%
中長線 (57.2%)	中國平安	金融	12.3	11.2	1.0	72.33	91.3	26.2%	9.3%
	騰訊	科網	35.0	26.8	0.2	114.2	146.0	28.2%	8.3%
	中國海外	內房	7.8	6.8	2.2	24.3	24.9	4.0%	8.0%
	中芯國際	科技	18.8	15.7	0.0	0.719	0.73	1.6%	4.7%
短線 (25.2%)	銀河娛樂	博彩	18.5	16.6	0.8	35.43	33.05	-6.7%	6.5%
	長實地產	地產	13.5	11.6	0.0	65.00	60.70	-6.6%	6.4%
	中信銀行	金融	5.0	4.7	0.0	6.02	5.57	-7.5%	6.0%
	聯想集團	科技	11.7	10.5	2.8	9.36	9.61	2.7%	6.3%
現金 (17.6%)									17.6%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)								8.8%	
組合整體回報 (2015年度)								8.7%	

數據來源：彭博、招銀國際證券 (截至2015年7月9日)

關於模擬港股組合之重要披露及免責聲明

以上模擬投資組合由招銀國際證券有限公司(“本公司”)設計，資料僅作參考之用，本公司對以上資訊的準確性和可靠性不能亦不會作任何保證或承擔，並對基於該等資料或有關的錯漏或延誤而作出的任何決定或導致的損失或損害概不負責。

當中股票投資分為「中長線」及「短線」部分：

「中長線」部份為核心持股，佔模擬投資組合較大比重（50%至70%），主要投資基本因素良好及/或估值偏低之股票。預期買賣頻率較低。

「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（0%至50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

模擬投資組合僅屬於非使用真實金錢之虛擬投資，不可作為或被視為以主事人或代理人身份邀請或提請任何人士作為證券買賣，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議。模擬投資組合所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險，且可能不適合所有投資者，並沒有把任何個人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。過去的表現亦不代表未來的表現，未必對實際組合的未來表現有指示作用。本公司建議投資者獨立評估投資策略，並諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。任何參考本模擬投資組合所作的投資決定，完全由投資者自己承擔風險。

模擬投資組合所載資料，基於本公司認為可靠且已經公開的資訊，本公司力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本公司可發佈其它與模擬投資組合所載資料及/或結論不一致的報告。本公司、其聯屬或關聯公司、董事、關聯方或雇員，可能持有模擬投資組合內所述或有關之證券，並可能不時進行買賣，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本模擬投資組合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。

如需索取更多有關證券的資訊，可向我們聯絡。

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”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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，本公司及其僱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。