

2015年8月3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

## 業績難有驚喜，中港股市橫行

### 摘要

#### 美國次季經濟回暖，料年內加息一次

美國第二季 GDP 增長 2.3%，同時首季 GDP 獲向上修訂，由原先公布之 -0.2% 修訂為增長 0.6%。我們預料，聯儲局今年會加息一次，但有別於過往的加息周期，其後步伐會緩慢及審慎。參考過往加息週期，香港或會較美國遲一至數個月加息。

#### 恒指下半年目標 27,500

港股近期成交銳減，反映投資者承受風險的意欲下降，恒指暫缺大升動力，但目前估值偏低，隨著美國經濟持續復甦、外圍系統性風險消退、中港股市回穩，恒指之預測市盈率於年底前可望回升至 10 年平均 13.2 倍，約相當於 27,500 點水平。

#### 主要風險：美元強、商品弱、新興貨幣貶值

美元今年升勢持續，加上商品價格疲弱，新興市場貨幣普遍貶值，尤其是倚賴出口資源的國家。料商品弱勢持續，萬一跌勢加劇，更可能觸發部份商品出口新興國出現財政危機，甚至演變成新興市場風暴。

#### 技術分析：恒指短期於 23,800-25,600 上落

恒指由 2011 年延伸之上升軌（現約於 23,800）為重要支持，料可守穩，反彈阻力料於 7 月下旬高位 25,600 附近。上證綜指則很可能再次下試 200 天線支持（現於 3,554）。反彈阻力於 7 月下旬高位 4,184。

#### 行業觀點及焦點股份：看好內房、鐵路基建、香港發展商

**內房：**內地樓市於 5 月份開始回暖，A 股波動或令部份資金從股市流向較穩健的「磚頭」。中國海外(688 HK)業務遍布全國，且負債低，為穩健之選，更有分拆概念。

**鐵路基建：**下半年內地鐵路投資加快，「五中全會」前或再炒「一帶一路」國策，行業亦有合併憧憬。中國鐵建(1186 HK)今年預測市盈率僅 8.1 倍，估值吸引。

**香港地產發展商：**本港一手房屋銷情暢旺，有利發展商之盈利及現金流。長實地產(1113 HK)股價較資產淨值 (NAV) 折讓 35%，已反映加息風險，若香港較美國遲加息，地產股估值可望獲上調。

**看淡：資源、涉足新興市場的公司：**美元強勢及中國經濟放緩，均不利商品價格。新興市場亦因而受累。友邦保險(1299 HK)於東南亞多國均有匯率風險，假如新興貨幣再大幅貶值，盈利或會被分析員調低。渣打(2888 HK)亦有較多業務在新興市場。

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

恒生指數 24,636  
52 周高/低位 28,589/22,530  
大市 3 個月日均成交 1,388 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	-6.2%	-14.3%
3 個月	-12.4%	-22.9%
6 個月	+0.5%	-5.0%

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

[15 年 7 月 10 日 - 風暴過後，低吸港股](#)

[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 - 恒指牛皮偏軟，憧憬國企改革](#)

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2015 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
中國海外	688 HK	24.45	2,411	7.8	1.22	17.4	2.5	8%
中國鐵建	1186 HK	10.06	2,574	8.1	0.96	12.7	1.9	8%
長實地產	1113 HK	64.60	2,493	14.5	0.98	6.9	2.5	不適用

資料來源：彭博、招銀國際證券

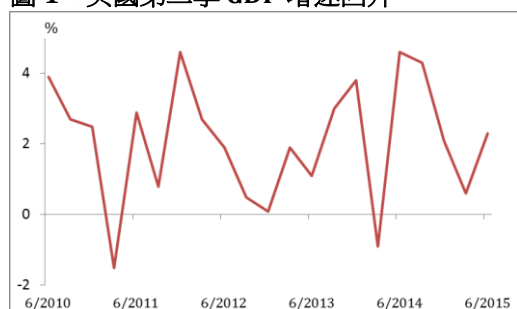
## 經濟回顧及展望

### 美國次季經濟回暖，料年內加息一次

美國第二季 GDP 初值增長 2.3%（年度化季比），雖略低於市場預期之 2.5%，但首季 GDP 獲向上修訂，由原先公布之 -0.2%，修訂為增長 0.6%（圖 1）。數據反映美國經濟繼續溫和復甦，近 4 年來僅有一季收縮。

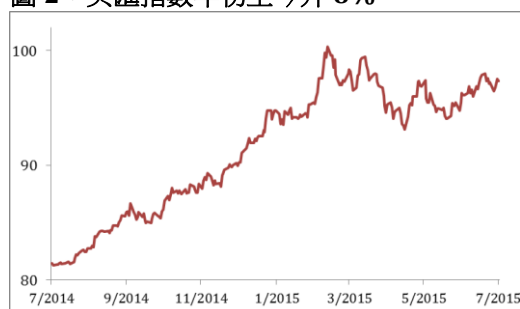
市場繼續關注美國何時開始加息。根據 6 月中聯儲局公開市場委員會的資料，局內官員大多預期今年內加息，但對年內加息一次或兩次出現分歧。7 月 29 日的議息會議記錄則顯示，儲局對就業市場的看法變得更樂觀，對樓市的評估亦稍為變得樂觀。我們預料，今年會加息一次，但有別於過往的加息周期，其後步伐會緩慢及審慎。受加息預期支持，美元延續近幾年升勢，美匯指數本年至今已累升約 8%，一年大漲 20%（圖 2）。

圖 1：美國第二季 GDP 增速回升



資料來源：彭博

圖 2：美匯指數年初至今升 8%



資料來源：彭博

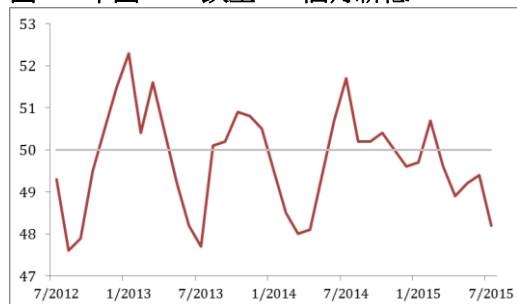
### 歐債危機暫時平息

歐元區於 6、7 月被希臘債務危機困擾，幸最終通過新救助方案，讓希臘仍可留在歐元區。可以預期，有關希臘違約及脫離歐元區的憂慮將於未來幾年重臨，但不會於今年下半年出現。市場注意力將重回量化寬鬆下，歐元區經濟復蘇力度，及企業盈利狀況。

### 中國經濟繼續保七，人民幣或適度貶值

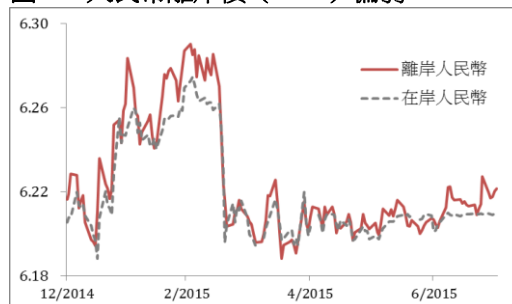
中國首兩季之 GDP 同比增速皆為 7.0%。展望下半年，經濟仍有下行壓力，財新 7 月份中國製造業採購經理人指數（PMI）初值為 48.2，跌至 15 個月新低（圖 3），加上 6、7 月 A 股急挫，可能令金融業對經濟之貢獻減少，但出口逐漸改善，有助經濟保持平穩增長。貨幣政策將保持適度寬鬆，將有更多定向寬鬆措施，並有可能再減息及降準。

圖 3：中國 PMI 跌至 15 個月新低



資料來源：彭博

圖 4：人民幣離岸價（CNH）偏弱



資料來源：彭博

匯率方面，今年以來美元兌人民幣大致穩定在 6.2 水平，但人民幣下半年或適度貶值。中國國務院於 7 月下旬提出，為了促進外貿，將進一步擴大人民幣匯率雙向浮動區間。事實上，由於今年以來美匯指數上升 8%，人民幣兌其他主要貨幣如歐元及日圓亦相應升值，若人民幣隨美元進一步升值，難免會為出口帶來壓力，下半年適度貶值將有助出口及整體經濟。市場普遍預期，人民幣浮動區間稍後將由現時的 2%擴大至 3%。近期人民幣在岸價（CNY）雖保持平穩，但離岸價（CNH）偏弱（圖 4），反映國際投資者對人民幣有溫和貶值的預期。

### 香港或較美國稍遲加息

香港實行聯繫匯率，利率方向大致跟隨美國，因此當美國進入加息週期，香港亦將跟隨。不過，加息時間亦視乎本港資金流及其他經濟狀況，未必與美國同步。參考過往加息週期，香港或會較美國遲一至數個月加息。

## 大市回顧及展望

### 恒指下半年目標 27,500

目前港股估值偏低，恒生指數之本年預測市盈率 11.9 倍，低於 10 年平均之 13.2 倍。隨著美國經濟持續復甦、外圍系統性風險（希臘脫歐）消退、中港股市回穩，恒指之預測市盈率於年底前可望回升至 10 年平均，約相當於 27,500 點水平。

恒指於 4、5 月兩度升穿 28,000 關口後皆回落，當時憧憬內地公募基金將有龐大資金南下買港股，但 A 股既已出現大幅下挫，投資者信心受損，需時修復，且不少資金須留在 A 股穩定市場，暫難再憧憬北水大舉南下。另外，自從中港股市於 6、7 月大幅震盪，港股成交銳減，從早前一千多億、甚至二千多億港元的「新常態」，到近日縮減至一千億以下，或反映投資者承受風險的意欲下降。綜合而言，恒指暫時缺乏大升的動力，我們相應修訂早前較為樂觀的預測，料年底前難升越年內高位 28,589。

### 中期業績料乏驚喜

8 月為港股中期業績期，料中資股整體盈利增長放緩，部份行業倒退，僅有幾個行業強勁增長，如保險、券商、航空、航運、風電等，其中多家公司已發盈喜，卻未能推升股價。

### 主要風險：美國利率及美元升勢

關於美國利率前景，目前市場已有心理準備 9 月至 12 月期間將加息一次，但假如聯儲局今年內意外地加息兩次，一方面將有損股市投資者信心，另一方面料會進一步刺激美元匯價走強，觸發新興市場（包括內地及香港）資金回流美國。

### 新興市場貨幣貶值，商品價格急挫

事實上，新興市場貨幣正在貶值，摩根大通新興市場貨幣指數今年以來跌 8%（圖 5），當中多國貨幣創多年低位，例如巴西雷亞爾今年兌美元已貶值逾兩成，創 12 年新低；馬來西亞令吉及印尼盧比更跌至 1998 年金融風暴以來最低。

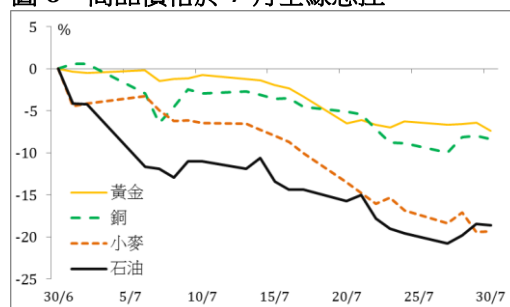
這些貨幣跌幅較大的新興國家，共通點係較倚賴出口天然資源。相反，資源淨入口國之貨幣貶值壓力較輕，例如印度盧布今年貶值不足 2%。此一趨勢，正反映環球市場的另一風險——商品價格下挫。石油於一年前開始大跌，今年次季雖曾反彈，但近期又陷弱勢，其餘商品包括貴金屬、基本金屬及農產品，亦普遍下跌，單計 7 月份，已跌一成至兩成不等（圖 6）。商品價格疲弱有兩大原因：中國需求放緩，及美元強勢。此兩個趨勢於下半年恐難扭轉，料商品弱勢持續，萬一跌勢加劇，更可能觸發部份商品出口新興國出現財政危機，甚至演變成新興市場風暴。

圖 5：新興市場貨幣指數今年跌 8%



資料來源：彭博

圖 6：商品價格於 7 月全線急挫



資料來源：彭博

### 技術分析：恒指短期於 23,800-25,600 上落

- 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 7）。此次恒指急跌，於 7 月 8 日曾失守升軌支持（現約於 23,800），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。估計 8 月份反彈阻力於 7 月下旬高位 25,600 附近。
- 上證綜指於 7 月兩度跌至 200 天線，即見回升，支持當然係來自中央政府救市，因此 200 天線可視為政府底線。目前市場信心脆弱，需時修復，指數很可能會再次下試 200 天線支持（現於 3,554）。反彈阻力於 7 月下旬高位 4,184。

圖 7：恒生指數周線圖（2011 年-2015 年）



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 8：上證綜指日線圖（1 年）



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 行業觀點及焦點股份

### 看好：內房、鐵路基建、香港發展商

- **內房**：內地樓市於5月份開始回暖，房屋銷售量齊升。A股經歷大起大跌後，雖或帶來負財富效應，但亦可能會令稍為保守的資金從股市流向較穩健的「磚頭」。傳統上，7、8月為內房銷售淡季，9、10月為旺季。短期關注8月公佈的中期業績，若業績顯示賣樓進度良好、現金流改善，及二、三線城市庫存回落，將有利股價。行業龍頭**中國海外(688 HK)**業務分散於全國，且負債低，為穩健之選，公司更有分拆概念，7月初公布建議分拆物業管理公司中海物業，以介紹形式於主板獨立上市，並實物分派予中海外股東。若中海外分拆成功，有助釋放價值，提高本身估值。
- **鐵路基建**：鐵路基建股於下半年將受惠鐵路投資加快、「一帶一路」，及國企合併憧憬。由於宏觀經濟仍有下行壓力，仍需財政及貨幣政策雙管齊下支持，料內地鐵路投資將於下半年加快。中央將於10月召開「五中全會」，會議前後，市場往往炒作國策受惠股，「一帶一路」為重點國策，相關股份可望再成焦點。繼南車及北車合併成**中國中車(1766 HK)**後，**中國中鐵(390 HK)**及**中國鐵建(1186 HK)**亦有可能合併。中鐵建估值較低，今年預測市盈率僅8.1倍。
- **香港地產發展商**：本港一手房屋銷情持續暢旺，有利發展商之盈利及現金流。市場對美國何時加息已觀望了一段時間，因此對利率敏感的香港地產股之估值已反映了加息風險，例如龍頭之一**長實地產(1113 HK)**股價較資產淨值（NAV）折讓35%，遠高於龍頭地產股過往平均20%之折讓。行業有機會獲得估值向上重估，因為香港或會較美國遲一至數個月加息。

### 看淡：資源、涉足新興市場的公司

- **資源**：石油、黃金等商品價格疲弱，一來美元受加息預期所推升，不利商品價格，二來主要商品消費國中國經濟增速放緩，以及經濟改革轉型，不利商品需求。
- **涉足新興市場的公司**：由於新興市場正面臨商品價弱、資金流走等風險，部份國家之經濟及匯率有下行風險。業務有較大比重於新興市場的公司，因而面對較高風險。

**友邦保險(1299 HK)** 覆蓋亞太區18個市場，其中除了香港及中國內地之貨幣兌美元較平穩外，其餘市場大部份面對匯率風險。從截至5月底之上半年業績可見，新業務價值按固定匯率計算增長31%，按申報貨幣（美元）計算增長僅20%。稅後營運溢利按固定匯率計算上升27%，按美元計上升僅17%，反映若干當地貨幣兌美元貶值。雖然以美元計之業務增長仍不俗，但假如新興貨幣再大幅貶值，友邦之盈利或會被分析員調低。**渣打(2888 HK)** 亦有較多業務在新興市場，同樣面對相關風險。

### 焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2015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
中國海外	688 HK	24.45	2,411	7.8	1.22	17.4	2.5	8%
中國鐵建	1186 HK	10.06	2,574	8.1	0.96	12.7	1.9	8%
長實地產	1113 HK	64.60	2,493	14.5	0.98	6.9	2.5	不適用

資料來源：彭博、招銀國際證券

市場估值及走勢圖

圖 9：恒生指數預測市盈率

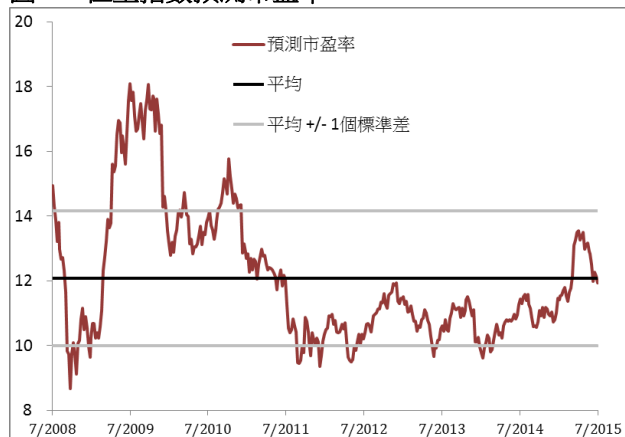


圖 10：恒生國企指數預測市盈率

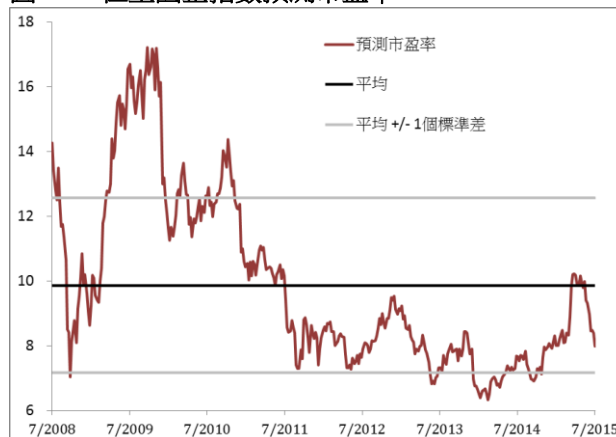


圖 11：恒生指數預測股息率

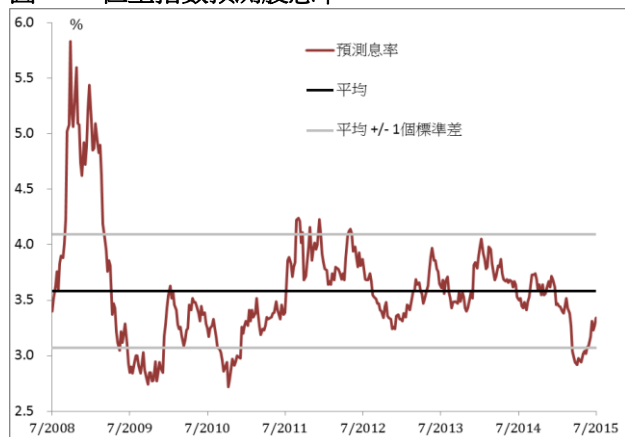


圖 12：恒生國企指數預測股息率

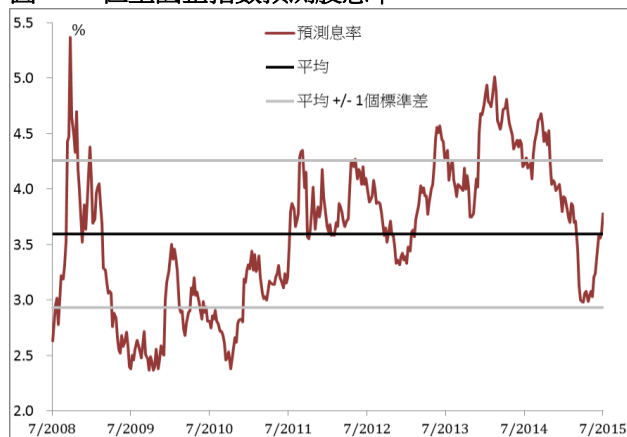


圖 13：恒生 AH 股溢價指數（100 以上為 A 股溢價）

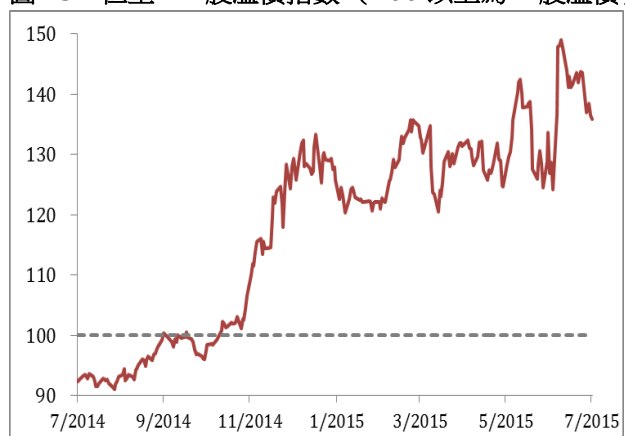
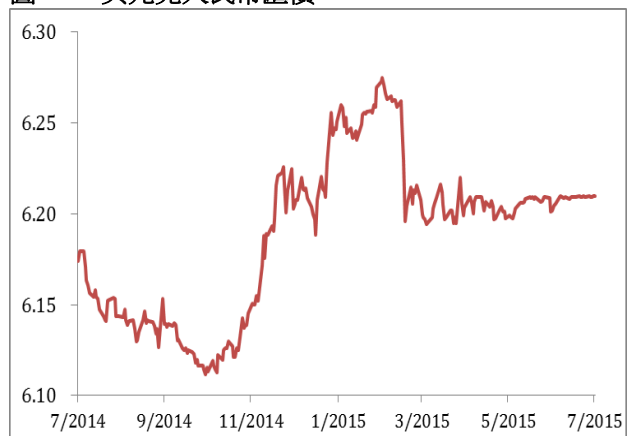


圖 14：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 8 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	美國	7 月 ISM 製造業指數	53.5	53.5
6	英國	英倫銀行議息結果	—	—
7	美國	7 月失業率	5.3%	5.3%
	美國	7 月非農職位變動	22.5 萬	22.3 萬
	美國	7 月平均時薪 (環比)	0.2%	0.0%
	日本	日本央行議息結果	—	—
8	中國	7 月出口 (同比)	0.0%	2.8%
	中國	7 月進口 (同比)	-7.0%	-6.1%
9	中國	7 月消費者物價指數 (同比)	1.5%	1.4%
	中國	7 月生產者物價指數 (同比)	-5.0%	-4.8%
10-15	中國	7 月新增人民幣貸款	6,250 億	12,791 億
	中國	7 月 M2 貨幣供應 (同比)	11.6%	11.8%
12	中國	1-7 月固定資產投資 (農村除外, 同比)	11.6%	11.4%
	中國	7 月工業生產 (同比)	7.0%	6.8%
	中國	7 月零售銷售 (同比)	10.5%	10.6%
19	美國	7 月 CPI (不含食品及能源, 同比)	—	1.8%
20	美國	聯儲局公開市場委員會 7 月會議記錄	—	—
24	中國	8 月財新製造業採購經理指數預覽值	—	—
27	美國	第二季 GDP 修訂值 (年度化環比)	—	2.3%
28	美國	7 月核心個人消費開支指數 (同比)	—	—

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(%)
洛陽玻璃	1108 HK	4.26	600876 SH	18.78	-81.8
儀征化纖	1033 HK	2.44	600871 SH	9.16	-78.7
山東墨龍	568 HK	3.08	002490 SZ	9.88	-75.0
洛陽鉬業	3993 HK	5.03	603993 SH	15.42	-73.9
廣汽集團	2238 HK	6.21	601238 SH	18.79	-73.5
重慶鋼鐵	1053 HK	1.47	601005 SH	4.41	-73.3
中海集運	2866 HK	2.43	601866 SH	7.21	-73.0
南京熊貓電子	553 HK	6.16	600775 SH	17.69	-72.1
上海電氣	2727 HK	4.79	601727 SH	13.24	-71.0
北京北辰實業	588 HK	2.65	601588 SH	7.30	-70.9
中國中冶	1618 HK	2.59	601618 SH	6.94	-70.1
東北電氣	42 HK	1.96	000585 SZ	5.17	-69.6
中國遠洋	1919 HK	3.96	601919 SH	10.12	-68.7
上海石油化工	338 HK	3.16	600688 SH	8.00	-68.4
京城機電	187 HK	5.40	600860 SH	13.29	-67.5
山東新華製藥	719 HK	5.00	000756 SZ	12.15	-67.0
第一拖拉機	38 HK	5.26	601038 SH	12.66	-66.7
兗州煤業	1171 HK	4.45	600188 SH	10.52	-66.1
馬鞍山鋼鐵	323 HK	1.82	600808 SH	4.27	-65.9
中國鋁業	2600 HK	2.71	601600 SH	6.25	-65.3
大連港	2880 HK	2.67	601880 SH	6.04	-64.6
中船防務	317 HK	21.95	600685 SH	47.09	-62.7
晨鳴紙業	1812 HK	3.79	000488 SZ	8.12	-62.6
天津創業環保	1065 HK	4.85	600874 SH	10.23	-62.0
鄭煤機	564 HK	3.90	601717 SH	8.21	-62.0

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(%)
中國平安	2318 HK	44.60	601318 SH	33.37	7.1
中國太保	2601 HK	32.50	601601 SH	24.92	4.5
萬科企業	2202 HK	18.44	000002 SZ	14.18	4.2
安徽海螺水泥	914 HK	24.10	600585 SH	18.66	3.4
江蘇寧滬高速公路	177 HK	9.67	600377 SH	7.74	0.1

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士。