

2015年9月1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

## 恒指目標下調至 23,600

### 摘要

#### 美國次季經濟勝預期，今年加息呼聲仍高

美國次季 GDP 增速獲上修為 3.7%，反映當地經濟復甦進度良好。8 月底舉行的中央銀行年會，聯儲局副主席費希爾指不必待通脹達標後才加息。根據利率期貨，市場預期今年內加息的機會超過一半。我們預計首次加息將於 12 月，而加息步伐將平緩。

#### 人民幣忽然貶值，或引發資金外流

中國人民銀行於 8 月 11 日改變人民幣中間價定價機制，結果人民幣兌美元連續兩日急貶。貶值引起市場各種猜測，及對中國經濟之憂慮，一旦形成貶值預期，恐會令資金流走。貶值雖有助中國出口，對股市卻弊多於利，因中國並無重量級跨國企業，難如歐洲及日本股市般受惠當地貨幣貶值。

#### 內銀壞帳飆升，估值難望回升

四大國有銀行上半年不良貸款大增約三成，市場對未來壞帳憂慮有增無減，因預期中國下半年經濟進一步放緩，以及為救市提供的貸款增添風險。內銀股估值雖低，但受息差收窄及壞帳憂慮困擾，估值難望向上重估。

#### 恒指年內目標下調至 23,600，最壞見 18,500

恒指之本年預測市盈率僅 10.3 倍，若撇除估值料持續偏低之內銀股，實際為 14 倍。當美國利率走勢明朗化，新興市場走資潮緩和，恒指（撇除內銀）之市盈率可回升至平均值 15.3 倍，以今年預測盈利推算，目標 23,600 點。不過，短期下行壓力仍較大，因香港零售業衰退、地產面臨加息風險，恒指（撇除內銀）之市盈率於最壞情況料跌至 12 倍，假設內銀股價與其他藍籌股出現相同跌幅，恒指最低可見 18,500 點。

#### 投資策略及焦點股份：減持周期性中資股，換入香港高息股避險

周期性中資股如金融、地產、資源之下行壓力最大，一來人民幣貶值對大部份中資股有弊無利，二來市場相信中國經濟急速放緩，此等行業對宏觀經濟尤其敏感。

香港電訊及房託基金防守力強，因資產主要為港元，毋懼人民幣貶值，且提供穩定高股息。雖然美國今年料開始加息，但估計加息步伐平緩，派息穩定、息厘達 5 厘以上之股份，於波動市況中，仍具吸引力。

香港電訊(6823 HK)去年收購 CSL 後，行業競爭減少，且業務整合見成效，中期盈利升 27%。今年預測息率 5.9 厘。

冠君產業信託(2778 HK)旗下花旗銀行廣場出租率大升，料帶動下半年及明年租金收入。本年預測息率 5.0 厘。

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

恒生指數 21,185  
52 周高/低位 28,589/20,865  
大市 3 個月日均成交 1,202 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	-14.0%	-15.1%
3 個月	-23.2%	-33.9%
6 個月	-14.7%	-22.4%

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 8 月 3 日 - 業績難有驚喜，中港股市橫行](#)

[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](#)

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
香港電訊	6823 HK	9.00	681	17.7	1.79	9.9	5.9	21%
冠君產業信託	2778 HK	3.87	223	21.0	0.48	2.3	5.0	-14%

資料來源：彭博、招銀國際證券

## 經濟回顧及展望

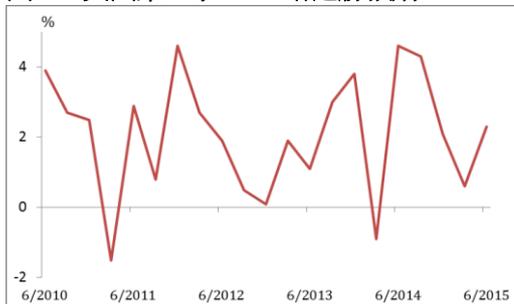
### 美國次季經濟勝預期，今年加息呼聲仍高

美國第二季 GDP 增速獲修訂為 3.7%（年度化季比）（圖 1），更勝初值之 2.3%，反映當地經濟復甦進度良好。

目前市場最關注美國何時開始加息。剛於 8 月底舉行的 Jackson Hole 中央銀行年會，聯儲局主席耶倫缺席，但出席的副主席費希爾(Stanley Fischer)表示，儲局不必待通脹達標後才加息，暗示 9 月 16-17 日的會議仍有可能加息。

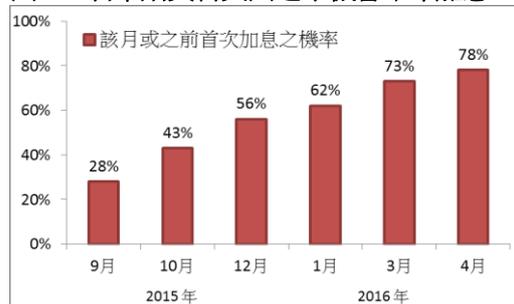
鑑於近日新興市場甚至美國股市動盪，根據利率期貨，市場預期美國 9 月加息的機會僅 28%，但今年內加息的機會仍超過一半（圖 2）。我們預計，首次加息將於 12 月，而利率正常化的步伐將平緩。

圖 1：美國第二季 GDP 增速勝預期



資料來源：彭博

圖 2：利率期貨料美國逾半機會今年加息



資料來源：CME，截至 8 月 31 日

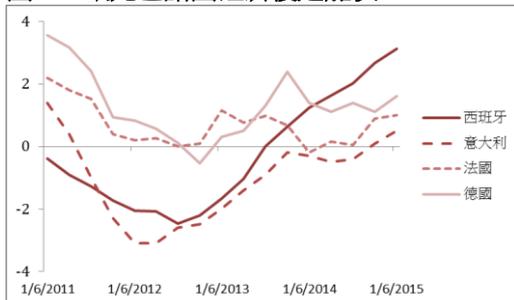
### 歐元區 GDP 及通脹回升

歐元區近年雖飽受債務危機困擾，但受影響的主要是希臘、意大利、西班牙等債台高築國家，區內兩大龍頭德國及法國一直仍能保持 GDP 溫和增長。今年初以來，歐洲央行推行量化寬鬆，加上歐元貶值，有助區內出口及金融市場，西班牙及意大利等「歐豬國」亦終見經濟復甦（圖 3）。

歐央行之量化寬鬆及歐元貶值，亦有助推升歐元區通脹，扣除食品及能源之消費物價指數回升至 1.0%，暫時擺脫通縮威脅（圖 4）。

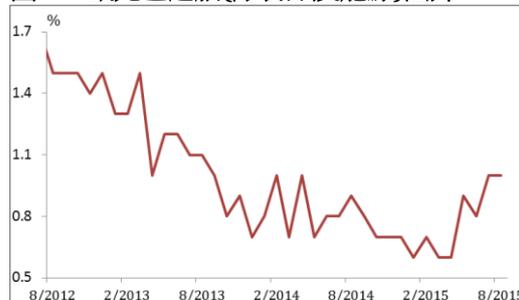
既然歐元區經濟增長及通脹均正在改善，估計歐央行加碼量寬的機會不大。

圖 3：歐元區諸國經濟復甦加快



資料來源：彭博

圖 4：歐元區通脹(除食品及能源)回升



資料來源：彭博

## 人民幣忽然貶值，中國雙降穩經濟

中國人民銀行於 8 月 11 日改變人民幣中間價定價機制，以「增強市場化」、「防止中間價與市場匯率持續大幅偏離」，結果人民幣兌美元連續兩日急挫，貶值共 2.8%（圖 5）。市場一般認為，政府讓人民幣貶值有兩個原因：振興出口，及符合獲納入國際貨幣基金（IMF）之特別提款權（SDR）之要求。雖然人民幣匯價最近大致保持平穩，但隨著美國即將開始加息，我們預料人民幣兌美元到年底將貶值至 6.50 水平。

人民銀行於 8 月 25 日罕有地宣布「雙降」，減息 0.25 厘，及下調存款準備金率 0.5 個百分點。是次為中國去年 11 月踏入減息周期以來第五次減息（圖 6）。我們預料，中國貨幣政策於今年內將保持寬鬆，但暫不再減息，因一年期存款利率（1.75%）已接近通脹率。再降準之機會則較大，並料有更多定向寬鬆措施。

圖 5：人民幣匯價突然貶值後暫回穩



資料來源：彭博

圖 6：中國於 8 月同時減息及降準



資料來源：彭博

## 大市回顧及展望

### 人民幣貶值預期，或引發資金外流

人民幣於 8 月 11 日改變中間價定價機制後之貶值，於環球金融市場引起波動，因貶值惹來各種猜測，例如內地經濟狀況不妙，急須貶值振興出口，或中國打貨幣戰爭，恐加劇新興市場貨幣貶值潮。雖然中國政府表明「人民幣無持續貶值之基礎」，而且中國資本帳未完全開放，並坐擁龐大外匯儲蓄，必要時不難入市挺人民幣匯價，但仍難避免市場產生逐步貶值之預期。

貨幣貶值對當地股市之利弊，視乎經濟及股市結構。近年日圓及歐元大幅貶值，日股及歐股都受惠，因為日、歐有眾多跨國企業，上市公司有頗大部份盈利來自海外，本地貨幣貶值可帶動海外銷售。中國方面，出口雖對經濟重要，但中國並無豐田、西門子級數的國際企業，股市權重者主要為金融及資源股，全靠國內市場，不但不能受惠貨幣貶值，一旦形成貶值預期，還會令資金流走。

### 內銀壞帳飆升，估值難望回升

中國經濟增長放緩，從內地銀行壞帳飆升可見一斑。四大國有銀行剛公布上半年業績，不良貸款全部大增，總額較去年底增加 24%-31%。**工商銀行(1398 HK)**、**建設銀行(939 HK)**及**農業銀行(1288 HK)**之期內新增不良貸款額，較去年同期多逾兩倍，**中國銀行(3988 HK)**亦多近一倍。資產減值損失增加，令四大行上半年盈利幾乎無增長。

市場對內銀未來壞帳的憂慮只會有增無減。根據彭博綜合市場預測，中國下半年經濟進一步放緩，GDP 料增長 6.9%，低於上半年之 7.0%。另外，7 月份 A 股大跌，政府救市，7 月份內地新增人民幣貸款飆升至 1.48 萬億元，當中不少借給參與救市的金融機構，例如建行已向證金公司發放共 1,480 億元貸款，但 8 月 A 股再跌，增添壞帳風險。

內銀股估值雖低（市盈率約 5 倍，市帳率低於 1 倍，股息率逾 6 厘），但受息差收窄及壞帳上升拖累，盈利或將倒退。而且，有部份投資者本已質疑內銀之壞帳率（四大行平均為 1.52%），認為未反映地方政府債務及影子銀行潛藏之壞帳，現再添上述憂慮，估計內銀股估值只會維持低水平，難望向上重估。

### 恒指年內目標下調至 23,600，最壞見 18,500

我們於 8 月 3 日下調了本年恒指目標至 27,500 點，現因應人民幣貶值及銀行壞帳風險，再下調至 23,600 點。

恒生指數之本年預測市盈率僅 10.3 倍，頗大程度被佔恒指 15.5%之內銀股（工行、建行、中行、**交通銀行(3328 HK)**）拉低。如上所述，內銀估值難獲調升，有必要考慮撇除內銀之恒指估值，預測市盈率現為 14.0 倍。參考過去 10 年恒指估值，內銀股是由 2011 年中開始估值大跌，撇除 2011 年中以後之時段，恒指之平均市盈率为 15.3 倍；再撇除 2008 年金融海嘯，恒指之市盈率低位約為 12 倍。

當今年稍後美國利率走勢明朗化，新興市場的走資潮可望緩和，恒指（撇除內銀）之市盈率可回升至平均值 15.3 倍，以今年預測盈利推算，目標 23,600 點。

不過，港股短期下行壓力仍較大，除了 H 股受上述因素困擾，香港零售業衰退，因內地客減少及港元相對區內貨幣升值，以及地產面臨加息風險，均可能令本港股份受壓，恒指（撇除內銀）之市盈率於最壞情況料跌至 12 倍，假設內銀股價與其他藍籌股出現相同跌幅，恒指最低可見 18,500 點。

### 技術分析：恒指失守長期升軌，反覆尋底

- 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）。8 月份恒指急跌，確認失守升軌支持，長期升浪已被破壞，短期支持為 2014 年初低位 21,000，下一級支持為 2013 年中低位 19,500。
- 恒指已連跌四個月，14 周相對強弱指數（RSI）罕有地跌至超賣區，周線圖於 8 月最後一周出現「十字星」待變型態（圖 8），短線或有超賣反彈，阻力於前浪底 7 月 8 日低位 22,800，唯反彈後料再陷弱勢。

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：恒生指數周線圖（2015 年）



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 投資策略及焦點股份

### 逢反彈減持周期性中資股

- 人民幣貶值對大部份中資股有弊無利，因旗下資產均為人民幣資產，且除了少數出口為主的企業外，收入絕大部份為人民幣。現時市場憂慮人民幣持續貶值，中資股之估值仍有下行風險。
- 周期性中資股如金融、地產、資源之下行壓力最大，因市場相信中國經濟急速放緩，此等行業對宏觀經濟尤其敏感。
- 互聯網、電訊及電力股相對穩健，卻難望逆市向上。此等行業對經濟下行的敏感度較低，但資產同樣是人民幣為主，難逃貶值憂慮。

### 換馬至香港高息股避險

- 香港企業資產較少人民幣，貶值風險低。香港地產發展商有部份內地資產，香港銀行及個別公用股亦有內地業務，但除此之外，本港企業以港元資產較多，個別企業之資產分散於海外，人民幣資產不多。
- 電訊及房託基金提供穩定高股息，防守力強。雖然美國今年料開始加息，但估計加息步伐平緩，派息穩定、息厘達 5 厘以上之股份，於波動市況中，仍具吸引力：

**香港電訊(6823 HK)**於 2014 年 5 月完成收購 CSL 後，行業競爭減少，陸續加價，並取消無限上網計劃，令本港流動電訊商扭轉 2013 年至 2014 年中盈利下跌的劣勢。已公布上半年業績之香港電訊及**和電香港(215 HK)**，盈利分別按年升 27%及 57%。香港電訊之固網業務佔盈利約 6 成，提供穩定現金流。流動業務方面，與 CSL 之業務整合已見成效，EBITDA 利潤率同比由 41%上升至 50%。香港電訊為商業信託，派息較有保證，今年預測息率 5.9 厘。

**冠君產業信託(2778 HK)**持有因中環甲級寫字樓花旗銀行廣場，及旺角朗豪坊商場及寫字樓，資產盡在香港，毋懼人民幣貶值。花旗銀行廣場去年底出租率僅得 75%，今年上半年大部份空置樓面已租出，出租率升至 95%，將帶動今後之租金收入及分派。中環甲級寫字樓供應緊張，空置率跌至 2008 年金融海嘯後最低，僅 2.5%，而未來幾年都無較大型的新供應，業主續租時議價能力高。朗豪坊寫字樓則較多美容、保健等商戶，周期性較低，因此租金前景較平穩。商場的定位則為本地年輕消費者，並不倚賴內地旅客消費，並不如本港整體零售市道般向淡。冠君之本年預測息率 5.0 厘。

### 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
香港電訊	6823 HK	9.00	681	17.7	1.79	9.9	5.9	21%
冠君產業信託	2778 HK	3.87	223	21.0	0.48	2.3	5.0	-14%

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

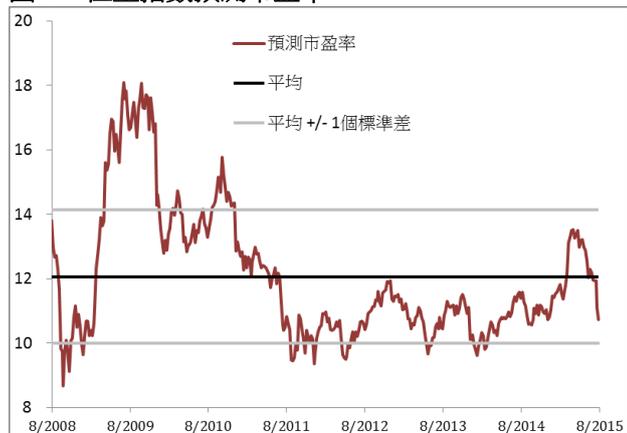


圖 10：恒生國企指數預測市盈率



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

## 9 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
1	美國	8 月 ISM 製造業指數	52.5	52.7
3	歐洲	歐洲央行議息結果	—	—
	美國	聯儲局褐皮書	—	—
4	美國	8 月失業率	5.2%	5.3%
	美國	8 月非農職位變動	21.8 萬	21.5 萬
	美國	8 月平均時薪（環比）	0.2%	0.2%
8	中國	8 月出口（同比）	—	-8.3%
	中國	8 月進口（同比）	—	-8.1%
10	中國	8 月消費者物價指數（同比）	—	1.6%
	中國	8 月生產者物價指數（同比）	—	-5.4%
	英國	英倫銀行議息結果	—	—
10-15	中國	8 月新增人民幣貸款	—	14,800 億
	中國	8 月 M2 貨幣供應（同比）	—	13.3%
13	中國	1-8 月固定資產投資（農村除外, 同比）	—	11.2%
	中國	8 月工業生產（同比）	—	6.0%
	中國	8 月零售銷售（同比）	—	10.5%
15	日本	日本央行議息結果	—	—
16	美國	8 月 CPI（不含食品及能源, 同比）	—	1.8%
18	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
23	中國	9 月財新製造業採購經理指數預覽值	—	47.3
28	美國	8 月核心個人消費開支指數（同比）	—	1.2%

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	5.65	002703 SZ	37.85	-87.7
洛陽玻璃	1108 HK	4.66	600876 SH	27.41	-86.0
廣汽集團	2238 HK	5.12	601238 SH	16.41	-74.4
中石化油服	1033 HK	2.17	600871 SH	6.66	-73.2
重慶鋼鐵	1053 HK	1.47	601005 SH	4.41	-72.6
洛陽鉬業	3993 HK	4.17	603993 SH	12.05	-71.6
中海集運	2866 HK	3.11	601866 SH	8.73	-70.7
東北電氣	42 HK	1.99	000585 SZ	5.54	-70.5
上海電氣	2727 HK	4.01	601727 SH	10.98	-70.0
中國中冶	1618 HK	2.86	601618 SH	7.79	-69.8
山東墨龍	568 HK	2.85	002490 SZ	7.67	-69.5
兗州煤業	1171 HK	3.50	600188 SH	9.12	-68.5
南京熊貓電子	553 HK	4.75	600775 SH	12.22	-68.1
大連港	2880 HK	2.39	601880 SH	6.02	-67.4
山東新華製藥	719 HK	5.00	000756 SZ	12.15	-66.2
中國遠洋	1919 HK	4.94	601919 SH	11.63	-65.1
上海石油化工	338 HK	2.85	600688 SH	6.65	-64.8
晨鳴紙業	1812 HK	2.88	000488 SZ	6.48	-63.5
北京北辰實業	588 HK	2.13	601588 SH	4.71	-62.9
中國鋁業	2600 HK	2.56	601600 SH	5.55	-62.1
中船防務	317 HK	17.46	600685 SH	37.51	-61.8
第一拖拉機	38 HK	4.33	601038 SH	9.24	-61.5
天津創業環保	1065 HK	3.80	600874 SH	8.01	-61.0
中國東方航空	670 HK	3.78	600115 SH	7.85	-60.5
中煤能源	1898 HK	3.53	601898 SH	7.21	-59.8

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。

## 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(%)
安徽海螺水泥	914 HK	23.05	600585 SH	18.22	3.9
萬科企業	2202 HK	17.92	000002 SZ	14.23	3.4
中國平安	2318 HK	37.15	601318 SH	30.16	1.2
中國太保	2601 HK	27.80	601601 SH	22.70	0.6

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。