

2016年2月2日

招財進寶 - 港股策略報告

恒指目標區間下調至 18,000-22,800

摘要

聯儲局重提環球風險，3月會議料不加息

美國聯儲局1月底之會議聲明，指將會監察全球經濟與金融發展。這顯示近期之環球經濟放緩與金融市場動盪，將影響加息步伐。我們估計，美國今年將加息兩次，每次0.25厘，但3月份會議將按兵不動。

日本實施負利率，對港股弊多於利

日本央行意外地宣布實施負利率，目的為逼使商業銀行向市場釋出更多資金，擺脫通縮風險。這對港股恐怕弊多於利，因估計流入港股的資金微不足道，反而或令與一籃子貨幣掛鈎的人民幣之貶值壓力增加，不利中資股。

港元轉弱，或提前隨美國加息

港元於1月中突然轉弱，兌美元低見7.8295，創逾八年新低。有市場人士擔心港元被狙擊，1997-1998年亞洲金融風暴重演。本港現時的外匯為1998年時之四倍，銀行體系結餘更是當年的二百多倍，現時狙擊港元的難度遠高於當年。港元走弱的真正風險，在於香港銀行可能提早跟隨美國加息，不利已轉弱的本港經濟、樓市與股市。

港股盈利預測降，恒指目標下調至 18,000-22,800

我們於去年12月7日發布的〈2016年宏觀與策略〉，預期今年恒生指數高低位介乎19,600-24,800。至今經過近兩個月，市場對恒指今年盈利預測下調了6.0%，而我們下調了人民幣兌美元匯價預測2.9%。基於盈利預測下跌、預期人民幣貶值帶來的盈利與資產值下降，及風險溢價上升，我們調低今年恒指目標8%，介乎18,000-22,800。

焦點股份：本港防守性行業避險，避開周期性中資股

港燈(2638 HK)於香港島及南丫島提供電力，業務平穩，對經濟盛衰敏感度低，因只有本港業務，派息比率100%，為最具防守力的公用股。

和記電訊香港(215 HK)於香港及澳門從事流動電訊及固網業務，電訊服務需求平穩中有增長潛力，因行業競爭減少。股價近半年跌近三成，較恒指表現更差，但基本因素並沒惡化。近期電訊同業股價大幅反彈，和電有望追落後。

大快活(52 HK)主要於香港經營快餐店，有逆經濟周期之特性，經濟疲弱時，市民對廉價快餐的需求反而增加，而且租金、工資、食材等成本有望下降。大快活中期盈利及毛利率均有增長，於同業中表現最佳。

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)	2015年預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
港燈	2638 HK	6.14	543	16.0	1.10	6.8	6.5	-2%
和記電訊香港	215 HK	2.42	117	12.6	1.01	8.0	6.0	11%
大快活	52 HK	22.55	29			未有預測		

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 19,596
52周高/低位 28,589/18,534
大市3個月日均成交 722億港元

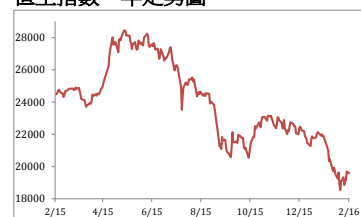
資料來源：彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1個月	-10.6%	-15.7%
3個月	-13.5%	-21.7%
6個月	-20.5%	-26.8%

資料來源：彭博

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

過往市場策略報告

[16年1月11日 - 歐美日股市仍偏強，新興股匯債齊受壓](#)

[15年12月7日 - 2016年宏觀與策略](#)

[15年12月3日 - 憂加息及人民幣貶值，12月料先跌後反彈](#)

[15年11月2日 - 港股料反覆上落，看好績優及高息股](#)

[15年10月2日 - 美國近加息，股票勝債券](#)

經濟回顧及展望

聯儲局重提環球風險，加息預期稍降

美國聯儲局公開市場委員會於 1 月底之會議，一如預期維持指標利率於 0.25-0.50 厘，聲明指將會監察全球經濟與金融發展，以評估對勞工市場及通脹前景的影響。這顯示近期之環球經濟放緩與金融市場動盪，將影響加息步伐，若情況持續疲弱，料於下次 3 月份會議上加息的機率將下降。根據利率期貨，市場認為 3 月份加息的機率已降至約一成，年底前加息的機率亦僅約五成。我們的經濟師丁文捷估計，美國今年將加息兩次，每次 0.25 厘，但 3 月份會議將按兵不動。

日本央行實施負利率

日本央行於 1 月 29 日意外地宣布，史上首次實施負利率。2 月 16 日起，日本商業銀行新存入央行的超額準備金，利率從現行的 0.1% 下調到 -0.1%。此新政策與歐洲央行及瑞士央行現時負利率政策相若，目的為逼使商業銀行向市場釋出更多資金，擺脫通縮風險。

環球股市對於日央行此舉的即時反應十分正面，憧憬有新資金流入市場，當天全線上揚。不過，對港股而言，恐怕弊多於利。負利率雖可驅使部份銀行閒資流入經濟及市場，但對金融資產價格的提振效果應不及量化寬鬆，而就算部份資金流入股市，當中流入港股的料微不足道。

弊者，人民幣貶值壓力或增加。中國外匯交易中心去年 12 月發佈 CFETS 人民幣匯率指數，該指數參考 13 種外幣，權重按照各國與中國的貿易活動。我們的經濟師於 [〈央行主導人民幣貶值，轉向參考一籃子貨幣〉](#) 報告指出，人民銀行近來的匯率政策和在匯市的舉措，意圖在於維持人民幣兌一籃子貨幣即 CFETS 匯率指數的穩定，保持在 2014 年底的水平（圖 1）。日圓於 CFETS 指數約佔 15%，假若日本負利率政策導致日圓展開新一輪貶值，人民幣兌美元的貶值壓力或因而加劇。

圖 1：人民幣兌美元貶值旨在維持 CFETS 匯率指數在合理水平



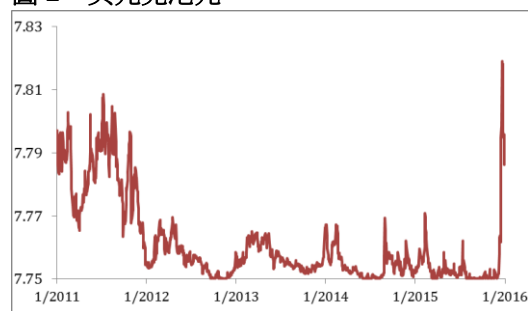
資料來源：彭博。招銀國際計算。2014 年 12 月 31 日指數取為 100。

港元轉弱，或提前隨美國加息

過去四年，港元兌美元大部份時間靠近強方兌換保證水平 7.75，但於 1 月中突然轉弱，低見 7.8295（圖 2），創逾八年新低。股匯齊跌，遂有市場人士拿 1997-1998 年亞洲金融風暴作比較，適逢當年狙擊港元的金融大鱷索羅斯高調唱空亞洲貨幣，燃起對港元再受狙擊的憂慮。當年大鱷狙擊港元失敗，難料會否捲土重來，但港現時的外匯儲備約為 3,600 億美元，為 1998 年時約 900 億美元之四倍（圖 3），銀行體系結餘更是當年的二百多倍，現時狙擊港元的難度更勝當年。可預期港元匯價或再走弱，甚至觸及弱方 7.85，但本港聯繫匯率制度失守的風險極低。

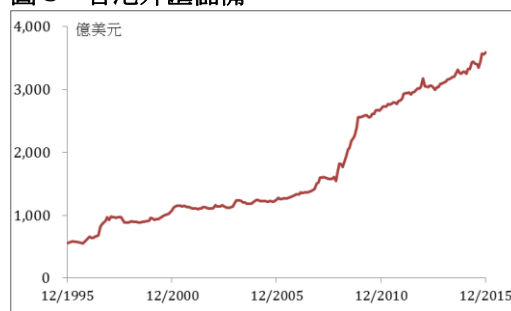
港元走弱的真正風險，在於可能提早加息。去年 12 月美國聯儲局加息，為九年來首次，香港銀行暫不跟隨，主要由於銀行體系結餘充裕，未有加息壓力。若聯儲局如我們預期於今年加息兩次，屆時美元與港元息差擴闊，資金從香港流向美國的誘因增加，本港銀行資金減少，便有加息壓力。假如港元再貶值，或反映資金流走加劇，港銀便可能較預期早加息，不利已轉弱的本港經濟、樓市與股市。

圖 2：美元兌港元



資料來源：彭博

圖 3：香港外匯儲備



資料來源：彭博

市場回顧及展望

1 月份中港股市大跌

回顧 1 月份，全球股市下挫，主要憂慮中國經濟顯著放緩，以及油價大跌。中港股市跌勢尤急，恒生指數單月跌 10.2%，上證綜指更暴瀉 22.7%，至 2,738 點，跌穿去年 8 月份股災低位 2,850 點。港股除了受內地因素困擾，亦受港元轉弱所累。油價一度跌穿 30 美元一桶，不單重創石油股，亦令人憂慮倚賴出口天然資源的新興國家之經濟與債務。

港股盈利預測降，恒指目標下調至 18,000-22,800

我們於去年 12 月 7 日發布的〈[2016 年宏觀與策略](#)〉，預期今年恒生指數高低位介乎 19,600-24,800。至今經過近兩個月，根據彭博綜合預測，市場對恒指今年盈利預測下降了 6.0%，其中約 1.2 個百分點來自人民幣貶值的直接匯兌影響。另外，我們的經濟師下調了人民幣兌美元匯價預測，2016 年底目標由原先的 6.70，下調至 6.90，換言之，預期貶值幅度擴大 2.9%。基於盈利預測下調、預期人民幣貶值帶來的盈利與資產值下降，及風險溢價上升，我們調低恒指目標 8%，預期今年於 18,000-22,800 上落。

短期而言，展望 2 月份港股表現，由於春節假期，2 月 8 日至 10 日港股休市，8 日至 12 日 A 股休市，假期前夕料成交縮減，恒指大概於 19,500 上落。然而，下半月大市料再偏軟，畢竟早前拖累港股的風險，包括人民幣貶值、香港資金外流、油價疲弱，於近兩周雖略為緩和，但於未來幾個月難望消退。

技術分析：恒指尚待恐慌拋售及 RSI 底背馳

- 恒指於 1 月上旬及中旬持續下瀉，但途中頗有秩序，未見恐慌拋售。每個大型跌浪，往往出現一天或多天恐慌性拋售才見底，有如去年 8 月 24 日，恒指裂口下跌，收市挫 5.2%，大市成交增至 1,390 億元，才大致結束了歷時三個月的跌浪，迎來兩個月反彈。今趟跌浪，或尚欠一次成交過千億的裂口下跌。
- 參考輔助指標 14 天相對強弱指數(RSI)，恒指於 1 月 12 日至 21 日期間，與 RSI「底背馳」。RSI「三底背馳」為較可信的見底訊號，因此或尚欠一底，若恒指跌穿 1 月 21 日低位 18,534，而 RSI 高於當日之 22.8，完成「三底背馳」形態，可望見底回升。

圖 4：恒生指數日線圖（6 個月）



資料來源：彭博、招銀國際證券

投資策略及焦點股份

本港防守性行業避險

鑑於港股仍未脫險，近一兩週僅屬超賣反彈，現時策略宜保守，趁大市反彈增持現金，或將高風險的周期性股份，換馬至防守力較高的非周期股份，其中又以本港股份為佳，因可減低人民幣貶值的風險。

- **港燈(2638 HK)**於香港島及南丫島提供電力，業務平穩，對經濟盛衰敏感度低。相比起其他本港公用股如**中電(2 HK)**、**煤氣(3 HK)**，及同系的**長江基建(1038 HK)**與**電能(6 HK)**，港燈的防守力最強，一來港燈只有本港業務，上述同業則較多海外業務，面對較大經營與匯兌風險，二來因為港燈股息率最高且較有保證，現時股息 6.5 厘，且以股份合訂單位方式上市，派息比率為 100%。
- **和記電訊香港(215 HK)**於香港及澳門從事流動電訊及固網業務，電訊服務需求平穩中有增長潛力，因一年半前**香港電訊(6823 HK)**收購 CSL 後，行業競爭減少，服務收費有上調空間。和電之股價近半年跌近三成，較恒指表現更差，但其實公司之基本因素並沒惡化，預期股息率達 6 厘，甚具吸引力。同業**數碼通電訊(315 HK)**近半年股價同樣下挫，但已由上月低位反彈近兩成，和電則仍於低位徘徊，有望追落後。
- **大快活(52 HK)**於經濟放緩時成本下降，業績勝同業。快餐股有逆經濟周期之特性，經濟疲弱時，市民對廉價快餐的需求反而增加，而且租金、工資、食材等成本有望下降。大快活截至去年 9 月底之中期業績優異，稅前經營溢利增長 13%，毛利率擴闊 1.4 個百分點至 16.4%，可見成本控制得宜。本港鋪租已呈跌勢，估計大快活之租金支出將逐步下降，而人民幣貶值亦令來自內地之食材成本下降。餐飲股之中，大快活中期業績最佳，同業**大家樂**中期盈利跌 15%，茶餐廳**翠華(1314 HK)**少賺 9%，經營酒家的**富臨(1443 HK)**盈利更大減 32%。

避開周期性中資股

- H 股普遍將於 3 月公布 2015 年全年業績，現正陸續公布業績預告，暫時頗令人失望。**中石油(857 HK)**預告利潤同比減少 60%-70%，市場原預期減少約 60%。**中國人壽(2628 HK)**則預告盈利同比增加 5%-10%，即第四季利潤可能近零。疲弱的業績預告，或會令市場下調 H 股盈利預測，令股價於業績期前持續受壓。

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)	2015 年預測 股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
港燈	2638 HK	6.14	543	16.0	1.10	6.8	6.5	-2%
和記電訊香港	215 HK	2.42	117	12.6	1.01	8.0	6.0	11%
大快活	52 HK	22.55	29			未有預測		

資料來源：彭博、招銀國際證券

市場估值及走勢圖

圖 5：恒生指數預測市盈率



圖 6：恒生國企指數預測市盈率

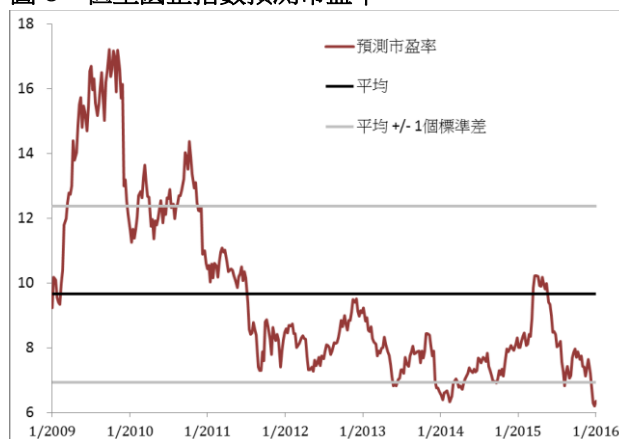


圖 7：恒生指數預測股息率



圖 8：恒生國企指數預測股息率



圖 9：恒生 AH 股溢價指數（100 以上為 A 股溢價）

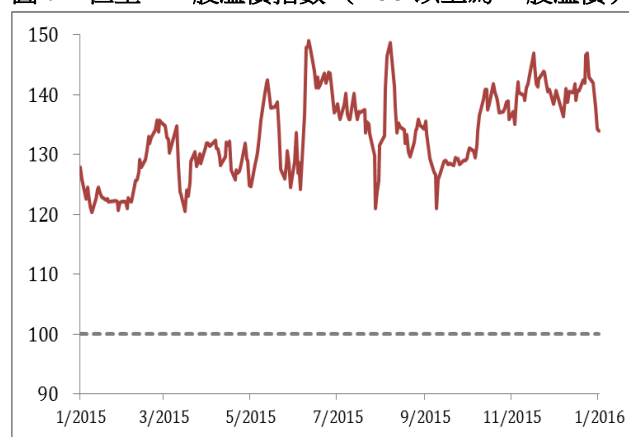
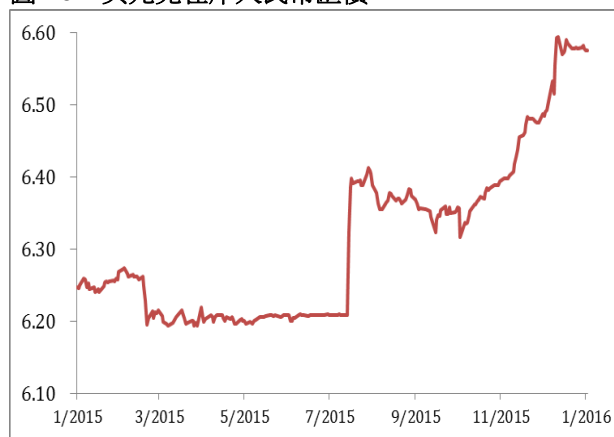


圖 10：美元兌在岸人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際證券

2 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	1 月 ADP 職位變動	19.3 萬	25.7 萬
4	英國	英倫銀行議息結果	—	—
5	美國	1 月非農職位變動	19.0 萬	29.2 萬
	美國	1 月失業率	5.0%	5.0%
	美國	1 月平均時薪（環比）	0.3%	0.0%
7	中國	1 月外匯儲備（美元）	—	33,300 億
10-15	中國	1 月新增人民幣貸款	19,000 億	5,978 億
	中國	1 月 M2 貨幣供應（同比）	13.4%	13.3%
15	中國	1 月出口（同比）	—	-1.4%
	中國	1 月進口（同比）	—	-7.6%
17	美國	1 月工業生產（環比）	—	-0.4%
18	中國	1 月消費者物價指數（同比）	—	1.6%
	中國	1 月生產者物價指數（同比）	—	-5.9%
	美國	聯儲局公開市場委員會 1 月會議紀錄	—	—
19	美國	1 月 CPI（不含食品及能源, 同比）	—	2.1%
23	美國	12 月標普/CS 綜合 20 房價指數（同比）	—	5.83%
	美國	2 月消費者信心指數	—	98.1
26	美國	1 月核心個人消費開支指數（同比）	—	1.4%
	美國	第四季 GDP 修訂值（年度化環比）	—	0.7%

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	4.23	600876 SH	29.50	-87.9
浙江世寶	1057 HK	6.65	002703 SZ	25.28	-77.8
中石化油服	1033 HK	1.67	600871 SH	6.04	-76.6
山東墨龍	568 HK	2.22	002490 SZ	7.02	-73.3
昆明機床	300 HK	3.69	600806 SH	11.30	-72.4
廣汽集團	2238 HK	6.74	601238 SH	19.69	-71.1
中海集運	2866 HK	1.46	601866 SH	4.21	-70.7
洛陽鉬業	3993 HK	1.08	603993 SH	3.10	-70.6
兗州煤業	1171 HK	3.08	600188 SH	8.56	-69.6
重慶鋼鐵	1053 HK	0.92	601005 SH	2.49	-68.8
鄭煤機	564 HK	2.82	601717 SH	7.52	-68.3
山東新華製藥	719 HK	3.94	000756 SZ	10.32	-67.7
京城機電	187 HK	3.11	600860 SH	7.81	-66.3
第一拖拉機	38 HK	3.99	601038 SH	9.86	-65.8
海信科龍	921 HK	2.99	000921 SZ	7.11	-64.5
上海電氣	2727 HK	3.32	601727 SH	7.69	-63.5
中船防務	317 HK	10.58	600685 SH	23.79	-62.4
南京熊貓電子	553 HK	5.01	600775 SH	11.04	-61.6
中海油田服務	2883 HK	5.47	601808 SH	11.89	-61.1
中國中冶	1618 HK	1.79	601618 SH	3.77	-59.9
安徽皖通高速公路	995 HK	6.40	600012 SH	12.59	-57.0
中國遠洋	1919 HK	2.71	601919 SH	5.27	-56.5
大唐發電	991 HK	2.08	601991 SH	4.01	-56.2
中聯重科	1157 HK	2.20	000157 SZ	4.18	-55.5
四川成渝高速公路	107 HK	2.23	601107 SH	3.98	-52.6

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 (%)
江蘇寧滬高速公路	177 HK	9.67	600377 SH	7.76	5.3
福耀玻璃	3606 HK	16.02	600660 SH	13.06	3.7
安徽海螺水泥	914 HK	15.34	600585 SH	12.87	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。