

2014年9月2日

招财进宝 - 港股策略报告

政治风险添波动，沪港通前续向好

摘要

中国7月数据弱，复苏力度成疑

中国近一个月公布的经济数据普遍疲弱，包括 PMI 及新增贷款等，令人忧虑复苏力度减弱，而中央政府却并未因而全面放宽货币政策，料倾向继续定向宽松。

美国孳息曲线趋平坦，加息步伐料缓慢

联储局最关注的劳工市场，仍有大量闲置资源，且工资增长缓慢，尚未达全民就业。美国债券孳息曲线近月趋向平坦，反映市场看淡长远经济增长。估计联储局明年中才开始加息，且加息步伐缓慢。

欧洲濒临通缩，央行势将放水

欧元区正面临通缩威胁，市民对经济前景亦转趋悲观。欧洲央行总裁德拉吉表示，已准备好再调整货币政策。估计欧央行可能将购买资产担保证券（ABS），甚至量宽。

沪港通前料再有炒作，唯溢价 H 股难大升

沪港通料可如期于 10 月中开通，估计仍有投资者会偷步炒作，带动港股另一轮升浪，临近开通时反有较大回吐压力。大型国企之 H 股普遍较 A 股贵，料 A、H 股差价将逐步收窄。有溢价的 H 股占恒指 24% 比重，此等股份潜在升幅有限，难以大幅推高恒指。

「占领中环」如箭在弦

全国人大常委会公布了 2017 年香港特首选举框架，「占领中环」运动发起人表示，会在未来数周发起连串抗争，最终全面占中。占中对本港经济影响料轻微，却可能造成港股短期波动。近月涌港的热钱，亦可能有部份会转投区内其他市场以避免。

焦点股份：绩优股、国企改革、沪港通概念、日本博彩、A 股 ETF

中兴通讯(763 HK)受惠电讯运营商加快建设网络。华电福新能源(816 HK)各项新能源业务均受国策支持。天津发展(882 HK)憧憬获母公司注资或借壳上市。和记黄埔(13 HK)为落后的沪港通概念股，且憧憬欧央行宽松。Dynam Japan(6889 HK)争取发展日本赌场业务。A 股 ETF 南方 A50(2822 HK)博 AH 股差价收窄。

焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	本年度预测				
				市盈率(倍)	市帐率(倍)	股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
中兴通讯	763 HK	17.54	612	18.0	1.91	10.8	1.2	89%
华电福新能源	816 HK	4.69	374	14.9	2.16	15.2	1.3	29%
天津发展	882 HK	6.84	73	15.5	0.65	4.3	0.5	42%
和记黄埔	13 HK	102.60	4,374	12.8	0.98	9.0	2.6	10%
Dynam Japan	6889 HK	20.45	152	10.7	1.35	12.9	5.1	-11%
南方 A50 ETF	2822 HK	9.43	476			不适用		

资料来源：彭博、招银国际证券

苏沛丰, CFA
(852) 3900 0857
danielso@cmbi.com.hk

恒生指数 24,752
52 周高/低位 25,243/19,426
大市 3 个月日均成交 624 亿港元

资料来源：彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1 个月	+0.9%	+0.2%
3 个月	+7.2%	+6.9%
6 个月	+8.4%	+10.8%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

过往港股策略报告

[14 年 8 月 1 日 - 慎选沪港通概念股](#)

[14 年 7 月 2 日 - 稳中向好，选医药环保](#)

[14 年 6 月 3 日 - 利好已反映，高息股避险](#)

[14 年 5 月 2 日 - 5 月防守为上](#)

[14 年 4 月 14 日 - 「沪港通」受惠股](#)

[14 年 4 月 1 日 - 4 月小阳春](#)

经济展望

中国 7 月数据弱，复苏力度成疑

中国近一个月公布的经济数据普遍疲弱，7 月份固定资产投资、工业生产及零售按年增速全部回落，且逊预期。汇丰中国 8 月份制造业采购经理指数（PMI）意外地由 51.7 急跌至 50.2（图 2）。货币供应亦令人失望，7 月份新增人民币贷款急跌至 3,852 亿元（图 1），仅及市场预期之半。新增贷款于第三季向来较首季及次季少，加上今年 6 月份新增贷款意外地升越 1 万亿元，透支了部份贷款，令 7 月份数字回落，却未足以解释如此大之跌幅，投资者对银根紧张的忧虑重燃。

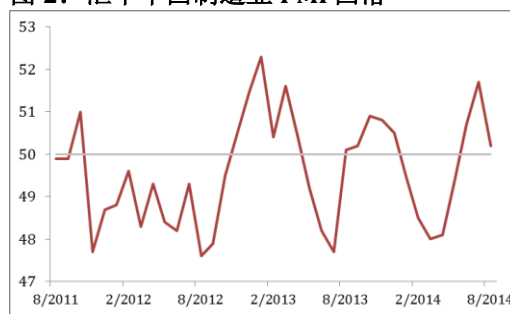
中央政府并未因而全面放宽货币政策。人民银行于 8 月 27 日宣布，降低「三农」融资成本，引导农村金融机构降低涉农贷款利率，可见中央倾向继续定向宽松。

图 1：中国新增人民币贷款急挫



资料来源：彭博

图 2：汇丰中国制造业 PMI 回落



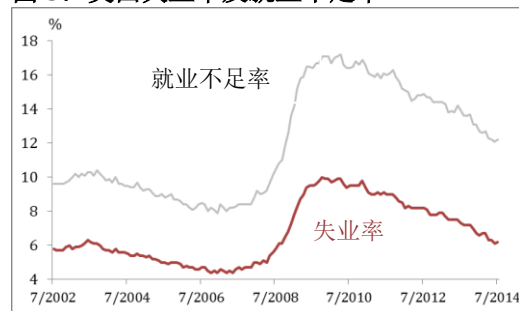
资料来源：彭博

美国孳息曲线趋平坦，加息步伐料缓慢

美国联储局主席耶伦于 8 月下旬 Jackson Hole 全球中央银行年会上发言，指若就业及通胀较预期强劲，会提早加息。其言论并无新意，只是重申退市步伐视乎经济数据的一贡立场。同样道理，假如数据较预期弱，相信将会延迟加息。

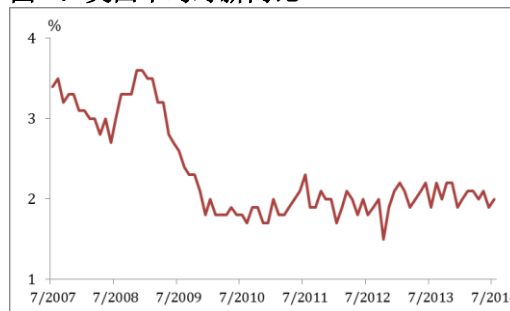
耶伦强调，劳工市场仍有大量闲置资源，未被充份利用，且工资增长缓慢，尚未达全民就业。数据的确支持耶伦的看法。失业率虽已回落至 2003 年水平，但就业不足率（包括长期失业致放弃求职、及只能找到兼职者）仍较 2003 年高约 2 个百分点（图 3）。工资升幅则徘徊于 2% 左右（图 4），仅与通胀相若，换言之，实质工资增长近零。

图 3：美国失业率及就业不足率



资料来源：彭博

图 4：美国平均时薪同比



资料来源：彭博

另一个影响联储局加息决定的因素为通胀，而目前通胀仅为 1.47%（图 5），仍然温和，未达联储局 2% 的目标。美国债券孳息曲线近月趋向平坦，即短债息升、长债息跌，反映投资者续预期 2015 年加息，但同时看淡长远经济增长，令联储局难以大幅加息。我们估计联储局最快明年中才开始加息，且加息步伐缓慢。

图 5：美国核心个人消费开支指数同比



资料来源：彭博

图 6：美国孳息曲线较半年前平坦



资料来源：彭博

欧洲濒临通缩，央行势将放水

欧洲央行总裁德拉吉亦于 Jackson Hole 年会上发言，指欧央行已准备好再调整货币政策。欧元区正面临通缩威胁，8 月份通胀预估值已跌至 0.3%（图 7）。市民对经济前景亦转趋悲观，区内最大经济体德国之 8 月份消费者对经济预期指数，由 7 月 45.9 急挫至 10.4（图 8），跌幅为有纪录以来最大。

图 7：欧元区消费物价指数同比



资料来源：彭博

图 8：德国 Gfk 消费者经济预期指数



资料来源：彭博

市场人士观望欧央行会否效法英、美、日央行，推出量化宽松。欧央行对上一次出招于今年 6 月，将指标利率由 0.25 厘降至 0.15 厘的历史新低、实施银行存款负利率、推出「目标长期再融资操作」（Targeted Long-Term Refinancing Operation，简称 TLTRO）的新一轮贷款计划。德拉吉当时亦透露正进行购买资产担保证券（Asset-Backed Securities，简称 ABS）的准备工作。

现时虽难以估计欧央行何时推出上述措施，唯可肯定更多宽松势在必行，相信有助减低市场对于联储局退市令市场游资减少的忧虑。但对香港股市而言，基于联系汇率制度，港元利率大致跟随美元利率，因此投资者焦点仍在联储局身上。

大市展望

港股中期业绩乏惊喜

恒指 50 只成份股之中，47 只已公上半年业绩（另外 3 只年结不在 12 月）。整体而言，业绩好坏参半，盈利胜预期与逊预期的股份数目约各占一半，其中资源股及航运股盈利胜预期，但消费股逊预期，占恒指比重近半的金融股则符合预期。

业绩期后，市场焦点重回内地经济表现，唯如上所述，踏入第三季，经济数据未如理想，加上去年第三季的复苏力度强劲，高基数效应下，本季增长难免放缓。但中央政府似未有意图推行全面货币宽松措施，或增加财政刺激，因此相信经济因素难成港股上升动力。

沪港通前料再有炒作，唯溢价 H 股难大升

经济数据以外，投资者续关注沪港通，两地正进行市场演习，预料可如期于 10 月中开通。沪港通为短期内最重大的利好因素，港股亦由 7 月中起受其推动急升，估计于 10 月前仍有投资者会偷步炒作，推动另一轮升浪，临近正式开通时反而有较大回吐压力。

沪港通开通前后，料 H 股与 A 股的差价将逐步收窄。目前大型国企之 H 股普遍较 A 股贵。恒生指数 50 只成份股之中，有 8 只为中港两地上市的国企，共占恒生指数 24% 比重，此 8 只 H 股平均较 A 股有 12.6% 溢价（表 1）。除非 A 股大涨，这些有溢价的 H 股潜在升幅有限，难以大幅推高恒指。

表 1：恒指成份股中较 A 股有溢价的 H 股

股份	占恒指比重 (%)	H 股较 A 股溢价 (%)
建设银行(939 HK)	5.9	12.9
工商银行(1398 HK)	4.6	15.9
中国银行(3988 HK)	3.5	7.0
中石油(857 HK)	2.9	12.4
中石化(386 HK)	2.5	12.7
中国人寿(2628 HK)	2.0	16.7
中国平安(2318 HK)	1.6	16.6
交通银行(3328 HK)	0.6	6.3

资料来源：彭博

「占领中环」如箭在弦

全国人大常委会公布了 2017 年香港特首选举框架，泛民主派议员认为此并非真普选，「占领中环」运动发起人表示，会在未来数周发起连串抗争，最终全面占中。我们相信，占中对本港经济影响轻微，却可能造成港股短期波动，因为政治不明朗因素往往成为股市回落的借口。近月涌港的热钱，亦可能有部份会转投区内其他市场以避险。

技术分析：恒指再试 24,100 支持，整固后再反复向上

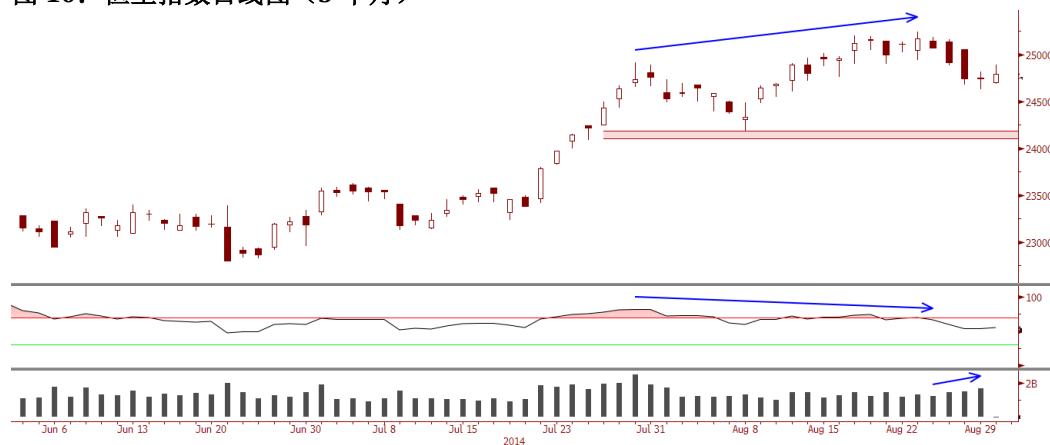
- 恒生指数于 8 月曾升越 25,000 大关，创 6 年新高，但未能企稳其上，月内曾后抽至前浪顶 24,100 附近，并守稳此支持位（图 9）。
- 恒指于 8 月尾连续 4 日以阴烛回落，且成交日增，反映沽压加剧。14 天 RSI 于 8 月份与指数背驰，不利短期后市表现，或先再度下试 24,100 支持区，然后才反复向上（图 10）。

图 9：恒生指数日线图（2010-2014）



资料来源：彭博、招银国际证券

图 10：恒生指数日线图（3 个月）



资料来源：彭博、招银国际证券

焦点股份

业绩优异股

- **中兴通讯(763 HK)** - 上半年盈利同比升 2.6 倍，主要由于毛利率升 4 个百分点至 29.5%，因高毛利的运营商网络收入比例增加，及市场竞争减少。下半年内地 4G 网络加快建设，将持续成为中兴的增长动力，因**中国移动(941 HK)**上半年资本开支只占全年目标 37%，而**联通(762 HK)**及**中电信(728 HK)**获 4G 试点牌照，亦会加快建设网络。手机业务方面，上半年收入下跌，因 3G 智能手机市占率下滑，但公司不断推出入门级的 4G 智能手机，下半年销量可望随 4G 日渐普及而上升。
- **华电福新能源(816 HK)** - 华电集团的新能源旗舰，三大业务包括全国风电、福建省水电及煤电，约各贡献三分之一经营溢利，另有少量太阳能业务，及正发展核能。上半年盈利按年升 22.5%。期内风电设备利用率虽下跌 9%，但装机容量增加 20%，带动分部盈利升 12%；水电设备利用率亦跌 3%，但成本控制得宜，盈利升 3%；煤电则受惠煤炭成本低迷，盈利升 14%。8 月底国务院常务会议上，确定建设一批风电、水电、光伏发电及沿海核电项目。华电福新兼具此四项业务，可望受惠国策。

国企改革股

- **天津发展(882 HK)** - 市场继续憧憬国企改革，例如我们 8 月份〈策略报告〉推介的**国药控股(1099 HK)**单月上涨 18%，此概念续可留意。天津发展为天津市政府的窗口公司，主要业务包括于天津开发区供应水、电、热能，及持有**天津港(3382 HK)**股权。公司去年 8 月出售天津之酒店物业，今年 5 月则向控股股东天津医药悉数出售**王朝酒业(828 HK)**之 44.7% 股权，似为集团重组铺路。大股东天津医药持有 A 股**天津力生制药(002393 CH)**之 51% 股权，未来有机会注入津发，或将天津医药旗下上市及非上市资产注入。参考分别已实行及正计划整体上市的中信集团及光大集团，相关的**中信泰富(267 HK)**、**光大控股(165 HK)**等系内公司股价多造好。

沪港通概念股

- **和记黄埔(13 HK)** - 沪港通临近，受惠股仍值得留意，我们 8 月份〈策略报告〉推介的**友邦保险(1299 HK)**再创新高，不妨转为吸纳相对落后的受惠股。和记于 7 月及 8 月下跌 4.9%，跑输恒指 11.6 个百分点。公司主席李嘉诚于内地知名度高，相信是内地股民透过港股通买入的目标股份之一。此外，欧洲业务贡献和黄去年 EBITDA 比重近 4 成，欧洲央行很可能于短期内再推宽松措施，可能推升和黄股价。

日本博彩股

- **Dynam Japan(6889 HK)** - 公司于日本经营弹球机游戏馆，本身业务平稳但增长不高，唯憧憬发展日本赌场业务。日本正计划于 2020 东京奥运会前开赌，Dynam 一直表示有意参与经营赌场。日本博彩合法化法案虽未能赶及于本年 6 月国会会期完结前通过，但估计能于 9 月份展开的秋季议会特别会议上通过。日本首相安倍晋三最近指示，成立赌博业促进小组，负责赌城建设和起草相关法案等工作。虽然筹建赌场需时，就算 Dynam 获发赌牌，对未来几年盈利并无帮助，但仍可望推升 Dynam 之估值。Dynam 之历史市盈率为 9.6 倍，股息率 5.3 厘，相信未反映开赌带来的潜在增长。

A 股交易所买卖基金(ETF)

- 大型 A 股较 H 股价格平均折让约 10%，沪港通启动前，可买入 A 股 ETF，博差价收窄。**南方 A50(2822 HK)**追踪富时 A50 指数，逾 60%为金融股，持有实物股票，交易对手风险较合成类 ETF 低。

焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	市盈率(倍)	市帐率(倍)	本年度预测 股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
中兴通讯	763 HK	17.54	612	18.0	1.91	10.8	1.2	89%
华电福新能源	816 HK	4.69	374	14.9	2.16	15.2	1.3	29%
天津发展	882 HK	6.84	73	15.5	0.65	4.3	0.5	42%
和记黄埔	13 HK	102.60	4,374	12.8	0.98	9.0	2.6	10%
Dynam Japan	6889 HK	20.45	152	10.7	1.35	12.9	5.1	-11%
南方 A50 ETF	2822 HK	9.43	476			不适用		

资料来源：彭博、招银国际证券

市场估值及走势图

图 11: 恒生指数预测市盈率



图 12: 恒生国企指数预测市盈率



图 13: 恒生指数预测股息率



图 14: 恒生国企指数预测股息率



图 15: 恒生 AH 股溢价指数



图 16: 美元兑人民币汇价



资料来源: 彭博、招银国际证券

9 月份重点经济数据及事件

日期	国家	数据 / 事件	市场预期	上次数字
2	美国	8 月 ISM 制造业指数	57.0	57.1
4	欧洲	欧洲央行议息结果	—	—
	英国	英伦银行议息结果	—	—
5	美国	8 月失业率	6.1%	6.2%
	美国	8 月非农业就业人口变动	22.5 万	20.9 万
8	中国	8 月进口（年比）	2.2%	-1.6%
	中国	8 月出口（年比）	11.0%	14.5%
10-15	中国	8 月新增人民币贷款	7,000 亿	3,852 亿
	中国	8 月 M2 货币供应（年比）	13.5%	13.5%
11	中国	8 月消费者物价指数（年比）	2.2%	2.3%
	中国	8 月生产者物价指数（年比）	-1.1	-0.9%
13	中国	1-8 月固定资产投资（年比）	16.9%	17.0%
	中国	8 月工业生产（年比）	8.8%	9.0%
	中国	8 月零售销售（年比）	12.1%	12.2%
15	美国	8 月工业生产（月比）	—	0.4%
17	美国	8 月消费者物价指数（年比）	—	2.0%
18	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—
	中国	8 月房价	—	—
23	中国	8 月汇丰中国制造业采购经理指数预览	—	50.3
25	美国	8 月耐用品订单运输除外（年比）	—	-0.8%
29	美国	8 月核心个人消费开支指数（年比）	—	—

资料来源：彭博

注：以上为香港时间

A / H 股差价**H 股较 A 股折让最大的 15 只股份**

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 折让(%)
浙江世宝	1057 HK	8.93	002703 SZ	21.10	-66.5
山东墨龙	568 HK	4.31	002490 SZ	9.34	-63.4
东北电气	42 HK	2.34	000585 SZ	4.24	-56.3
第一拖拉机股份	38 HK	5.46	601038 SH	9.18	-52.9
京城机电股份	187 HK	4.31	600860 SH	6.78	-49.6
重庆钢铁股份	1053 HK	1.75	601005 SH	2.74	-49.4
经纬纺织机械股份	350 HK	7.31	000666 SZ	11.34	-48.9
昆明机床	300 HK	3.14	600806 SH	4.87	-48.9
天津创业环保股份	1065 HK	5.43	600874 SH	8.18	-47.4
山东新华制药股份	719 HK	4.46	000756 SZ	6.67	-47.0
南京熊猫电子股份	553 HK	6.60	600775 SH	9.66	-45.8
洛阳钼业	3993 HK	5.34	603993 SH	7.39	-42.7
上海石油化工股份	338 HK	2.61	600688 SH	3.50	-40.9
晨鸣纸业	1812 HK	3.55	000488 SZ	4.61	-39.0
大连港	2880 HK	2.45	601880 SH	3.07	-36.7

资料来源：彭博、招银国际证券

*A 股代码后的最后 2 位英文字母 SZ 代表深圳买卖的 A 股、SH 代表上海买卖的 A 股。

H 股较 A 股溢价最大的 15 只股份

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 溢价 (%)
安徽海螺水泥股份	914 HK	28.10	600585 SH	17.53	27.1
万科企业	2202 HK	14.4	000002 SZ	9.17	24.5
鞍钢股份	347 HK	5.22	000898 SZ	3.40	21.7
潍柴动力	2338 HK	31.20	000338 SZ	20.57	20.2
华能国际电力股份	902 HK	9.16	600011 SH	6.06	19.8
华电国际电力股份	1071 HK	5.55	600027 SH	3.73	17.9
中国神华	1088 HK	22.35	601088 SH	15.05	17.7
中国太保	2601 HK	28.95	601601 SH	19.50	17.7
中国人寿	2628 HK	22.15	601628 SH	15.04	16.7
青岛啤酒股份	168 HK	58.60	600600 SH	39.80	16.7
中国平安	2318 HK	62.70	601318 SH	42.63	16.6
农业银行	1288 HK	3.57	601288 SH	2.44	16.0
工商银行	1398 HK	5.09	601398 SH	3.48	15.9
中国铁建	1186 HK	7.40	601186 SH	5.07	15.7
江苏宁沪高速公路	177 HK	8.77	600377 SH	6.02	15.5

资料来源：彭博、招银国际证券

*A 股代码后的最后 2 位英文字母 SZ 代表深圳买卖的 A 股、SH 代表上海买卖的 A 股。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。