

2016年2月2日

招财进宝 - 港股策略报告

恒指目标区间下调至 18,000-22,800

摘要

联储局重提环球风险，3月会议料不加息

美国联储局1月底之会议声明，指将会监察全球经济与金融发展。这显示近期之环球经济放缓与金融市场动荡，将影响加息步伐。我们估计，美国今年将加息两次，每次0.25厘，但3月份会议将按兵不动。

日本实施负利率，对港股弊多于利

日本央行意外地宣布实施负利率，目的为逼使商业银行向市场释出更多资金，摆脱通缩风险。这对港股恐怕弊多于利，因估计流入港股的资金微不足道，反而或令与一篮子货币挂钩的人民币之贬值压力增加，不利中资股。

港元转弱，或提前随美国加息

港元于1月中突然转弱，兑美元低见7.8295，创逾八年新低。有市场人士担心港元被狙击，1997-1998年亚洲金融风暴重演。本港现时的外汇为1998年时之四倍，银行体系结余更是当年的二百多倍，现时狙击港元的难度远高于当年。港元走弱的真正风险，在于香港银行可能提早跟随美国加息，不利已转弱的本港经济、楼市与股市。

港股盈利预测降，恒指目标下调至 18,000-22,800

我们于去年12月7日发布的〈2016年宏观与策略〉，预期今年恒生指数高低位介乎19,600-24,800。至今经过近两个月，市场对恒指今年盈利预测下调了6.0%，而我们下调了人民币兑美元汇价预测2.9%。基于盈利预测下跌、预期人民币贬值带来的盈利与资产值下降，及风险溢价上升，我们调低今年恒指目标8%，介乎18,000-22,800。

焦点股份：本港防守性行业避险，避开周期性中资股

港灯(2638 HK)于香港岛及南丫岛提供电力，业务平稳，对经济盛衰敏感度低，因只有本港业务，派息比率100%，为最具防守力的公用股。

和记电讯香港(215 HK)于香港及澳门从事流动电讯及固网业务，电讯服务需求平稳中有增长潜力，因行业竞争减少。股价近半年跌近三成，较恒指表现更差，但基本因素并没恶化。近期电讯同业股价大幅反弹，和电有望追落后。

大快活(52 HK)主要于香港经营快餐店，有逆经济周期之特性，经济疲弱时，市民对廉价快餐的需求反而增加，而且租金、工资、食材等成本有望下降。大快活中期盈利及毛利率均有增长，于同业中表现最佳。

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

恒生指数 19,596
52周高/低位 28,589/18,534
大市3个月日均成交 722亿港元

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	-10.6%	-15.7%
3个月	-13.5%	-21.7%
6个月	-20.5%	-26.8%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

过往市场策略报告

[16年1月11日 - 欧美日股市仍偏强，新兴汇债齐受压](#)

[15年12月7日 - 2016年宏观与策略](#)

[15年12月3日 - 忧加息及人民币贬值，12月料先跌后反弹](#)

[15年11月2日 - 港股料反复上落，看好绩优及高息股](#)

[15年10月2日 - 美国近加息，股票胜债券](#)

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	市盈率(倍)	市帐率(倍)	2015年预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
港灯	2638 HK	6.14	543	16.0	1.10	6.8	6.5	-2%
和记电讯香港	215 HK	2.42	117	12.6	1.01	8.0	6.0	11%
大快活	52 HK	22.55	29			未有预测		

资料来源：彭博、招银国际证券

经济回顾及展望

联储局重提环球风险，加息预期稍降

美国联储局公开市场委员会于 1 月底之会议，一如预期维持指标利率于 0.25-0.50 厘，声明指将会监察全球经济与金融发展，以评估对劳工市场及通胀前景的影响。这显示近期之环球经济放缓与金融市场动荡，将影响加息步伐，若情况持续疲弱，料于下次 3 月份会议上加息的机率将下降。根据利率期货，市场认为 3 月份加息的机率已降至约一成，年底前加息的机率亦仅约五成。我们的经济师丁文捷估计，美国今年将加息两次，每次 0.25 厘，但 3 月份会议将按兵不动。

日本央行实施负利率

日本央行于 1 月 29 日意外地宣布，史上首次实施负利率。2 月 16 日起，日本商业银行新存入央行的超额准备金，利率从现行的 0.1% 下调到 -0.1%。此新政策与欧洲央行及瑞士央行现时负利率政策相若，目的为逼使商业银行向市场释出更多资金，摆脱通缩风险。

环球股市对于日央行此举的即时反应十分正面，憧憬有新资金流入市场，当天全线上扬。不过，对港股而言，恐怕弊多于利。负利率虽可驱使部份银行闲资流入经济及市场，但对金融资产价格的提振效果应不及量化宽松，而就算部份资金流入股市，当中流入港股的料微不足道。

弊者，人民币贬值压力或增加。中国外汇交易中心去年 12 月发布 CFETS 人民币汇率指数，该指数参考 13 种外币，权重按照各国与中国的贸易活动。我们的经济师于 [《央行主导人民币贬值，转向参考一篮子货币》](#) 报告指出，人民银行近来的汇率政策和在汇市的举措，意图在于维持人民币兑一篮子货币即 CFETS 汇率指数的稳定，保持在 2014 年底的水平（图 1）。日圆于 CFETS 指数约占 15%，假若日本负利率政策导致日圆展开新一轮贬值，人民币兑美元的贬值压力或因而加剧。

图 1：人民币兑美元贬值旨在维持 CFETS 汇率指数在合理水平



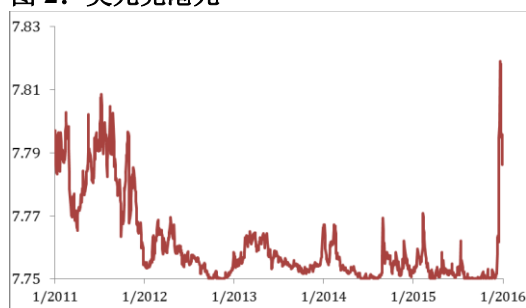
资料来源：彭博。招银国际计算。2014 年 12 月 31 日指数取为 100。

港元转弱，或提前随美国加息

过去四年，港元兑美元大部份时间靠近强方兑换保证水平 7.75，但于 1 月中突然转弱，低见 7.8295（图 2），创逾八年新低。股汇齐跌，遂有市场人士拿 1997-1998 年亚洲金融风暴作比较，适逢当年狙击港元的金融大鳄索罗斯高调唱空亚洲货币，燃起对港元再受狙击的忧虑。当年大鳄狙击港元失败，难料会否卷土重来，但港现时的外汇储备约为 3,600 亿美元，为 1998 年时约 900 亿美元之四倍（图 3），银行体系结余更是当年的二百多倍，现时狙击港元的难度更胜当年。可预期港元汇价或再走弱，甚至触及弱方 7.85，但本港联系汇率制度失守的风险极低。

港元走弱的真正风险，在于可能提早加息。去年 12 月美国联储局加息，为九年来首次，香港银行暂不跟随，主要由于银行体系结余充裕，未有加息压力。若联储局如我们预期于今年加息两次，届时美元与港元息差扩阔，资金从香港流向美国的诱因增加，本港银行资金减少，便有加息压力。假如港元再贬值，或反映资金流走加剧，港银便可能较预期早加息，不利已转弱的本港经济、楼市与股市。

图 2：美元兑港元



资料来源：彭博

图 3：香港外汇储备



资料来源：彭博

市场回顾及展望

1 月份中港股市大跌

回顾 1 月份，全球股市下挫，主要忧虑中国经济显著放缓，以及油价大跌。中港股市跌势尤急，恒生指数单月跌 10.2%，上证综指更暴泻 22.7%，至 2,738 点，跌穿去年 8 月份股灾低位 2,850 点。港股除了受内地因素困扰，亦受港元转弱所累。油价一度跌穿 30 美元一桶，不单重创石油股，亦令人忧虑倚赖出口天然资源的新兴国家之经济与债务。

港股盈利预测降，恒指目标下调至 18,000-22,800

我们于去年 12 月 7 日发布的《2016 年宏观与策略》，预期今年恒生指数高低位介乎 19,600-24,800。至今经过近两个月，根据彭博综合预测，市场对恒指今年盈利预测下降了 6.0%，其中约 1.2 个百分点来自人民币贬值的直接汇兑影响。另外，我们的经济师下调了人民币兑美元汇价预测，2016 年底目标由原先的 6.70，下调至 6.90，换言之，预期贬值幅度扩大 2.9%。基于盈利预测下调、预期人民币贬值带来的盈利与资产值下降，及风险溢价上升，我们调低恒指目标 8%，预期今年于 18,000-22,800 上落。

短期而言，展望 2 月份港股表现，由于春节假期，2 月 8 日至 10 日港股休市，8 日至 12 日 A 股休市，假期前夕料成交缩减，恒指大概于 19,500 上落。然而，下半月大市料再偏软，毕竟早前拖累港股的风险，包括人民币贬值、香港资金外流、油价疲弱，于近两周虽略为缓和，但于未来几个月难望消退。

技术分析：恒指尚待恐慌抛售及 RSI 底背驰

- 恒指于 1 月上旬及中旬持续下泻，但途中颇有秩序，未见恐慌抛售。每个大型跌浪，往往出现一天或多天恐慌性抛售才见底，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 亿元，才大致结束了历时三个月的跌浪，迎来两个月反弹。今趟跌浪，或尚欠一次成交过千亿的裂口下跌。
- 参考辅助指标 14 天相对强弱指数(RSI)，恒指于 1 月 12 日至 21 日期间，与 RSI「底背驰」。RSI「三底背驰」为较可信的见底讯号，因此或尚欠一底，若恒指跌穿 1 月 21 日低位 18,534，而 RSI 高于当日之 22.8，完成「三底背驰」形态，可可见底回升。

图 4：恒生指数日线图（6 个月）



资料来源：彭博、招银国际证券

投资策略及焦点股份

本港防守性行业避险

鉴于港股仍未脱险，近一两周仅属超卖反弹，现时策略宜保守，趁大市反弹增持现金，或将高风险的周期性股份，换马至防守力较高的非周期股份，其中又以本港股份为佳，因可减低人民币贬值的风险。

- **港灯(2638 HK)**于香港岛及南丫岛提供电力，业务平稳，对经济盛衰敏感度低。相比起其他本港公用股如**中电(2 HK)**、**煤气(3 HK)**，及同系的**长江基建(1038 HK)**与**电能(6 HK)**，港灯的防守力最强，一来港灯只有本港业务，上述同业则较多海外业务，面对较大经营与汇兑风险，二来因为港灯股息率最高且较有保证，现时股息 6.5 厘，且以股份合订单位方式上市，派息比率为 100%。
- **和记电讯香港(215 HK)**于香港及澳门从事流动电讯及固网业务，电讯服务需求平稳中有增长潜力，因一年半前**香港电讯(6823 HK)**收购 CSL 后，行业竞争减少，服务收费有上调空间。和电之股价近半年跌近三成，较恒指表现更差，但其实公司之基本因素并没恶化，预期股息率达 6 厘，甚具吸引力。同业**数码通电讯(315 HK)**近半年股价同样下挫，但已由上月低位反弹近两成，和电则仍于低位徘徊，有望追落后。
- **大快活(52 HK)**于经济放缓时成本下降，业绩胜同业。快餐股有逆经济周期之特性，经济疲弱时，市民对廉价快餐的需求反而增加，而且租金、工资、食材等成本有望下降。大快活截至去年 9 月底之中期业绩优异，税前经营溢利增长 13%，毛利率扩阔 1.4 个百分点至 16.4%，可见成本控制得宜。本港铺租已呈跌势，估计大快活之租金支出将逐步下降，而人民币贬值亦令来自内地之食材成本下降。餐饮股之中，大快活中期业绩最佳，同业**大家乐**中期盈利跌 15%，茶餐厅**翠华(1314 HK)**少赚 9%，经营酒家的**富临(1443 HK)**盈利更大减 32%。

避开周期性中资股

- H 股普遍将于 3 月公布 2015 年全年业绩，现正陆续公布业绩预告，暂时颇令人失望。**中石油(857 HK)**预告利润同比减少 60%-70%，市场原预期减少约 60%。**中国人寿(2628 HK)**则预告盈利同比增加 5%-10%，即第四季利润可能近零。疲弱的业绩预告，或会令市场下调 H 股盈利预测，令股价于业绩期前持续受压。

焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	2015 年预测				
				市盈率(倍)	市帐率(倍)	股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
港灯	2638 HK	6.14	543	16.0	1.10	6.8	6.5	-2%
和记电讯香港	215 HK	2.42	117	12.6	1.01	8.0	6.0	11%
大快活	52 HK	22.55	29			未有预测		

资料来源：彭博、招银国际证券

市场估值及走势图

图 5：恒生指数预测市盈率



图 6：恒生国企指数预测市盈率

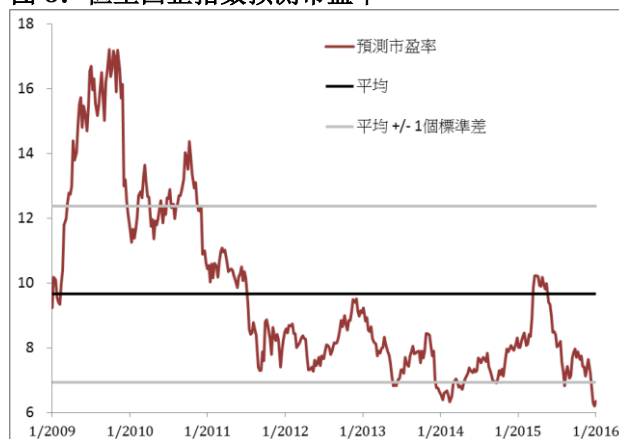


图 7：恒生指数预测股息率



图 8：恒生国企指数预测股息率



图 9：恒生 AH 股溢价指数（100 以上为 A 股溢价）

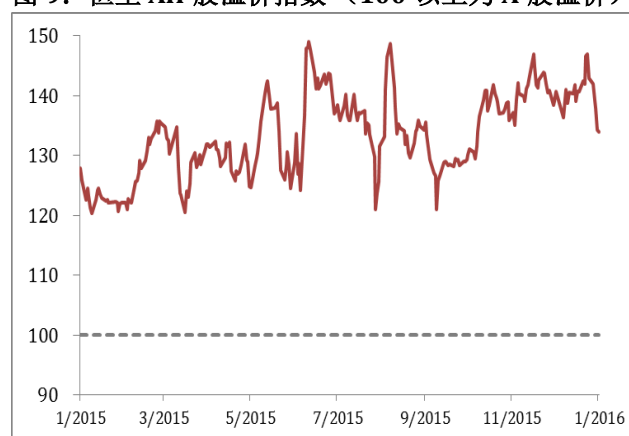
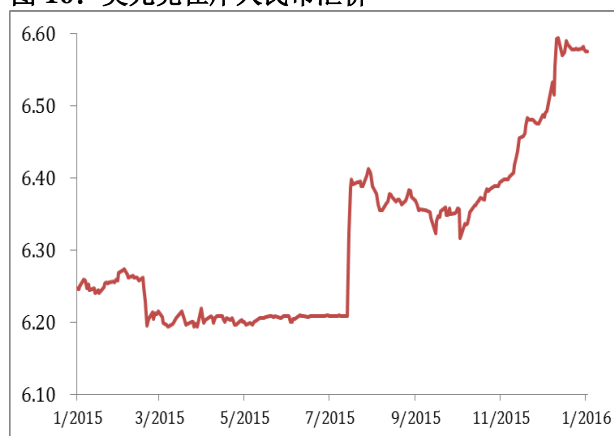


图 10：美元兑在岸人民币汇价



资料来源：彭博、招银国际证券

2 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
3	美国	1 月 ADP 职位变动	19.3 万	25.7 万
4	英国	英伦银行议息结果	—	—
5	美国	1 月非农职位变动	19.0 万	29.2 万
	美国	1 月失业率	5.0%	5.0%
	美国	1 月平均时薪（环比）	0.3%	0.0%
7	中国	1 月外汇储备（美元）	—	33,300 亿
10-15	中国	1 月新增人民币贷款	19,000 亿	5,978 亿
	中国	1 月 M2 货币供应（同比）	13.4%	13.3%
15	中国	1 月出口（同比）	—	-1.4%
	中国	1 月进口（同比）	—	-7.6%
17	美国	1 月工业生产（环比）	—	-0.4%
18	中国	1 月消费者物价指数（同比）	—	1.6%
	中国	1 月生产者物价指数（同比）	—	-5.9%
	美国	联储局公开市场委员会 1 月会议纪要	—	—
19	美国	1 月 CPI（不含食品及能源, 同比）	—	2.1%
23	美国	12 月标普/CS 综合 20 房价指数（同比）	—	5.83%
	美国	2 月消费者信心指数	—	98.1
26	美国	1 月核心个人消费开支指数（同比）	—	1.4%
	美国	第四季 GDP 修订值（年度化环比）	—	0.7%

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 25 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(%)
洛阳玻璃	1108 HK	4.23	600876 SH	29.50	-87.9
浙江世宝	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
山东墨龙	568 HK	2.22	002490 SZ	7.02	-73.3
昆明机床	300 HK	3.69	600806 SH	11.30	-72.4
广汽集团	2238 HK	6.74	601238 SH	19.69	-71.1
中海集运	2866 HK	1.46	601866 SH	4.21	-70.7
洛阳钼业	3993 HK	1.08	603993 SH	3.10	-70.6
兖州煤业	1171 HK	3.08	600188 SH	8.56	-69.6
重庆钢铁	1053 HK	0.92	601005 SH	2.49	-68.8
郑煤机	564 HK	2.82	601717 SH	7.52	-68.3
山东新华制药	719 HK	3.94	000756 SZ	10.32	-67.7
京城机电	187 HK	3.11	600860 SH	7.81	-66.3
第一拖拉机	38 HK	3.99	601038 SH	9.86	-65.8
海信科龙	921 HK	2.99	000921 SZ	7.11	-64.5
上海电气	2727 HK	3.32	601727 SH	7.69	-63.5
中船防务	317 HK	10.58	600685 SH	23.79	-62.4
南京熊猫电子	553 HK	5.01	600775 SH	11.04	-61.6
中海油田服务	2883 HK	5.47	601808 SH	11.89	-61.1
中国中冶	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
中国远洋	1919 HK	2.71	601919 SH	5.27	-56.5
大唐发电	991 HK	2.08	601991 SH	4.01	-56.2
中联重科	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

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 股溢价的股份

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 (%)
江苏宁沪高速公路	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

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上责任。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 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。