

2014年5月2日

招財進寶 - 港股策略報告

5月防守為上

摘要

中國首季 GDP 勝預期，財政刺激憧憬減

中國首季 GDP 按年增 7.4%，勝預期之 7.3%，官員表示經濟運行在合理區間，加上 4 月製造業 PMI 回升，減低了中央政府短期內再推「微刺激」政策的憧憬。

M2 創新低，貨幣政策未轉向

3 月份廣義貨幣供應 (M2) 按年增速跌至 12.1%，創有紀錄以來最低，但人民銀行貨幣政策仍維持「穩中從緊」，較多以正回購抽資，而下調農村銀行存準率作用輕微。

信託產品到期高峰，違約料陸續有來

中國目前信託資產餘額達 11.7 萬億元人民幣，5 月份至第三季為到期高峰。預料中央會避免系統性風險，但會讓部份企業債或信託產品違約，難免打擊中港股市氣氛。

美國加息憂慮減；歐洲考慮推量寬

聯儲局主席耶倫沒再提及加息時間，淡化了明年上半年加息的預期。歐洲央行則表示，若通脹中期前景下跌，或會推行購買資產計劃。寬鬆貨幣政策料續支持歐美股市。

大市展望：「五窮」，恒指下試 21,000

5 月份較多利淡因素，而今年適逢四年一度的世界盃 (6 月 12 日至 7 月 13 日)，賽事期間通常市況淡靜，有可能重演「五窮六絕七翻身」，恒指下試長期升軌支持 21,000。中港股市何時能擺脫弱勢，關鍵在於人民銀行幾時放鬆銀根。

行業觀點及焦點股份：看好高息股、電訊、乳業

美國債息由年初高位回落，防守性強的高息股吸引力相對增加，看好港燈(2638 HK)、置富產業信託(778 HK)及中銀香港(2388 HK)。

內地電訊業憧憬重組及 FDD-LTE 發牌，有利中電信(728 HK)及中通服(552 HK)。

內地奶荒舒緩，原料奶價回落，蒙牛(2319 HK)毛利率有望提升。

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

恒生指數 22,134
52 周高/低位 24,111 / 19,426
大市 3 個月日均成交 667 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	-0.1%	-2.9%
3 個月	+0.5%	-0.4%
6 個月	-4.6%	-8.0%

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

[14 年 4 月 14 日 - 「滬港通」受惠股](#)

[14 年 4 月 1 日 - 4 月小陽春](#)

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)	2014 年度預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
港燈	2638 HK	5.33	471	14.3	0.93	36.5	6.9	不適用
置富產業信託	778 HK	6.14	115	18.1	0.61	3.9	6.5	13%
中銀香港	2388 HK	22.70	2,400	9.9	1.39	14.7	5.0	9%
中國電信	728 HK	3.98	3,221	12.7	0.90	7.8	2.7	15%
中國通信服務	552 HK	3.93	272	8.4	0.95	11.4	3.8	17%
蒙牛乳業	2319 HK	39.85	780	29.1	3.25	12.5	0.8	22%

資料來源：彭博、招銀國際證券

經濟展望

中國首季 GDP 勝預期，4 月 PMI 反彈

中國首季 GDP 同比增 7.4%，勝市場預期之 7.3%。統計局新聞發言人盛來運在記者會說：「除了看速度外，更重要的是看就業和收入，穩增長的目的是為了保就業…一季度的就業形勢是穩中向好的…從就業、收入這些方面的指標來看，一季度情況還是總體不錯的…雖然一季度經濟增速穩中略緩，但運行在合理的區間。」

盛這番話，與總理李克強於 4 月上旬在博鰲論壇的言論相呼應：「無論今年經濟增速比預期目標 7.5% 高一點，或低一點，只要能夠保證比較充分的就業，不出現較大波動，都屬於在合理區間。」由此可見，首季經濟仍處於官方可接受的區間。

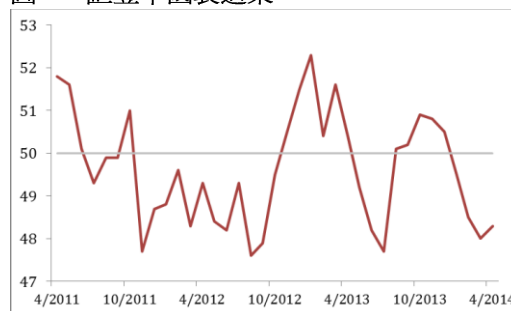
踏入第二季，屬領先指標的匯豐中國製造業採購經理指數（PMI）初值，由 3 月之 48.0 回升至 4 月份之 48.3，符合預期，是半年來首次回升，預示次季經濟增速可望稍勝首季，亦令中央政府再推出「微刺激」政策的預期降溫。

圖 1：中國 GDP 同比



資料來源：彭博

圖 2：匯豐中國製造業 PMI



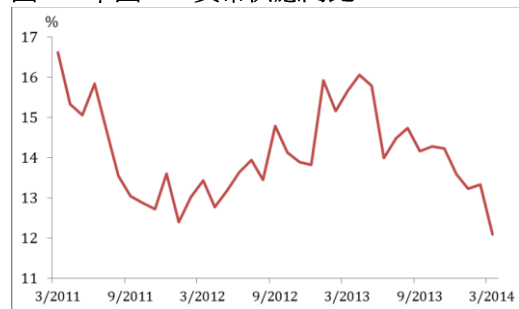
資料來源：彭博

貨幣政策未轉向，財政刺激憧憬減

中國銀根仍然偏緊，3 月份廣義貨幣供應（M2）按年增速跌至 12.1%，創 1996 年有紀錄以來最低，但央行貨幣政策仍維持「穩中從緊」，人民銀行今年以來較多採用正回購抽走市場資金（圖 4 所示，負數代表淨回籠）。

人民銀行於 4 月 22 日宣布，下調農村銀行存款準備金率（RRR），縣域農村商業銀行下調 2 個百分點，縣域農村合作銀行下調 0.5 個百分點。由於降準僅適用於縣域，釋放的資金甚少，難對全國經濟帶來提振。人行強調，縣域銀行降準旨在「加強金融對三農發展的支持，不意味穩健貨幣政策取向改變。」我們預料人行將於未來數月下調大型銀行 RRR，但於 5 月行動的機會不大。

圖 3：中國 M2 貨幣供應同比



資料來源：彭博

圖 4：人民銀行每周淨投放金額



資料來源：彭博

信貸違約料陸續有來

今年 3 月份，上海超日太陽能科技債券違約，開中國企業債違約先例，結束「剛性兌付」神話，被視為中國市場化改革的關鍵一步。超日債是首宗違約個案，相信不會是最後一宗。另外，信託產品違約風險亦堪憂，綜合市場統計，中國目前信託資產餘額達 11.7 萬億元人民幣，其中約 2.3 萬元人民幣今年到期，而 5 月份至第三季為到期高峰。

預料中央政府會審慎處理信貸違約，避免出現金融危機及系統性風險，但很可能會讓部份小規模的企業債或信託產品違約，而這些事件難免打擊中港股市氣氛，尤其是內地金融業及較倚賴信託融資的內房及礦業。

耶倫係「披著鷹皮的鴿」？歐洲推量化寬鬆？

聯儲局主席耶倫於 3 月 19 日議息後表示，買債計劃（QE）將於秋季結束，並於結束 QE 後約 6 個月開始加息，意味可能於 2015 年上半年進入加息周期，較之前市場預期略早，一度令人以為她立場轉「鷹」。不過，耶倫其後於 4 月 16 日發言，沒再提及「6 個月」，只強調何時加息視乎就業及通脹。另外，她估計到 2016 年底，美國會接近全民就業（full employment）及較健康的通脹水平，似要淡化市場對於明年上半年加息的預期。

聯儲局 4 月 30 日議息後，一如預期將每月買債金額再減少 100 億美元，會後聲明與上次無甚變動。美國目前通脹偏低，核心個人消費開支指數（聯儲局的通脹指標）3 月份同比升 1.2%，遠低於儲局的 2% 目標，未有條件加息。

歐洲的通脹更低，消費物價指數 4 月份同比僅升 0.7%。歐洲央行的通脹目標同樣為 2%，現較為憂慮通縮風險，行長德拉吉於 4 月表示，若通脹中期前景惡化（下跌），央行或會推行購買資產計劃，即美、英、日已實行的量化寬鬆。

圖 5：美國核心個人消費開支指數同比



資料來源：彭博

圖 6：歐元區消費物價指數同比



資料來源：彭博

俄羅斯局勢緊張

烏克蘭局勢緊張，歐美宣布制裁俄羅斯，市場憂慮歐美與俄發生軍事衝突，或者重演美俄冷戰。海外的地緣政治風險，對港股通常只有短暫心理影響，但在淡市中很可能令沽壓加劇。

大市展望

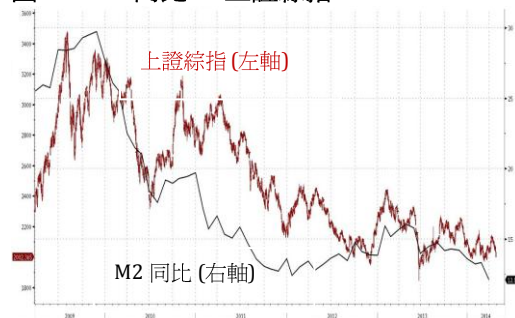
港股「五窮」

西方有云“Sell in May and go away”（5月沽貨離場），港股則有「五窮六絕七翻身」之說，過去兩年均應驗。綜觀上述的5月份利好及利淡因素，明顯較多利淡，尤其是對中國而言。反觀歐美貨幣政策保持寬鬆，資金或傾向流向歐美等成熟市場，中港在內的新興市場則相形見拙。今年適逢四年一度的世界盃（6月12日至7月13日），賽事期間通常市況淡靜，的確有可能重演「五窮六絕七翻身」。

中資股首季業績亦令人失望。根據彭博，恒生國企指數成份股中，盈利勝預期者僅佔3成，遜預期的達5成，其中資源股最令人失望。

中港股市何時能擺脫弱勢，關鍵在於人民銀行幾時放鬆銀根。圖7顯示，中國M2貨幣供應增速與上證綜指走勢相近，現時M2增速創歷史新低，若人行遲遲不調整貨幣政策（逆回購、減銀行存準率、減息），A股難展升浪。圖8顯示，恒生指數亦受中國M2影響，但相關性較低，因為港股同時受海外市場及投資者左右。

圖7：M2 同比 vs 上證綜指



資料來源：彭博

圖8：M2 同比 vs 恒生指數

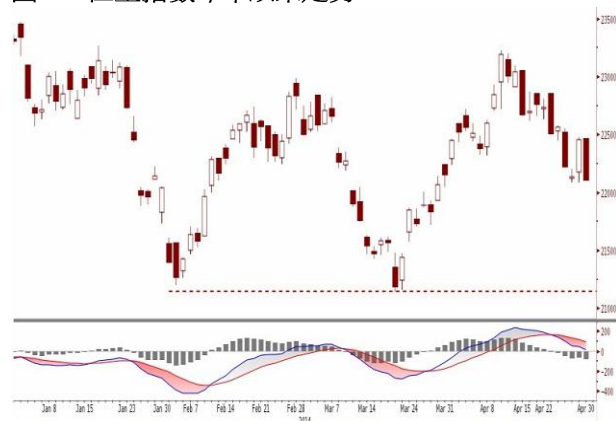


資料來源：彭博

技術分析：恒指下試升軌 21,000

- MACD 線跌穿訊號線，向淡，下試今年首季雙底支持 21,138-21,198（圖9）。
- 2008 年底引伸的長期升軌，約位於 21,000 關口，為重要支持位（圖10）。

圖9：恒生指數今年以來走勢



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖10：恒生指數周線圖（2008-2014）



資料來源：彭博、招銀國際證券

行業觀點及焦點股份

看好：高息股、電訊、乳業

高息股 – 防守力強

- 美國 10 年期國債孳息由年初高位 3.05 厘，回落至 2.7 厘，高息股的吸引力相對回升。
- 港燈(2638 HK)由電能(6 HK) 於今年 1 月分拆上市，為唯一專注本港業務的公用股。港燈與港府有利潤管制協議，回報穩定，而可再生能源部份的准許利潤率較高，公司加大此部份的投資將可推升利潤。今年預測息率 6.9 厘。
- 置富產業信託(778 HK) 的物業組合主要為屋苑商場及停車場，零售業客戶佔整體租金收入逾半，對經濟下行的敏感度較寫字樓及酒店低，甚具防守力。置富持續的資產提升計劃，及可能收購私人屋苑商場，料可提升可分派收入。今年預測息率 6.4 厘。
- 中銀香港(2388 HK) 去年盈利升 6.3%，淨息差擴闊 8 點子至 1.68%，今年首季業績不俗，提取減值準備前經營溢利按年增 12.1%，減值準備淨撥備則按年輕微下跌。為應付監管機構未來對於銀行資本的要求，中銀香港去年將減息比率調低 14.5 個百分點至 48%，拖累股價下挫，減派息比率後，去年股息率仍有 4.9 厘，冠絕本港銀行。

內地電訊股 – 憧憬重組及發牌

- 內地「財經網」報道，一個由三大電訊運營商共同持股的「國家基站公司」將成立，今後三大運營商不再自建基站，而是租用國家基站公司的基站。若落實，運營商可減少資本開支，屬利好消息。尤其利好中電信(728 HK)及聯通(762 HK)，因可分享中移動(941 HK)現有的眾多基站。
- 傳聞中國工信部最快將於 5 月發出 FDD-LTE（國際制式 4G）牌照予中電信及聯通。4G 時代剛開始，尚未到運營商的收成期，難望推動今年盈利，但發牌的憧憬料有助中電信及聯通的股價短期表現。
- 中電信首季純利按年升 18%，高於市場預期 3%，而移動服務平均每月每戶收入（ARPU）較去年全年上升，為三家運營商中唯一上升者。中電信股價於 4 月最後 3 日累升 13%，但電訊業落實稅制「營改增」，將拖低盈利，建議候回吐才吸納。
- 中國通信服務(552 HK)為 4G 時代初期的主要受惠者之一，去年盈利倒退 7%，今年料回升 17%，預測市盈率僅 8.5 倍，有望向上重估。

乳業股 – 原料奶價回落

- 去年內地受奶荒影響，原料奶價上漲，蒙牛(2319 HK)已加價以抵銷成本上升，而最近原料奶價漸回落，有利其下游乳製品之毛利率。蒙牛亦係原奶供應商現代牧業(1117 HK)的大股東，有助確保奶源充足及控制成本。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)	2014 年度預測		
					股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
港燈	2638 HK	5.33	14.3	0.93	36.5	6.9	不適用
置富產業信託	778 HK	6.14	18.1	0.61	3.9	6.5	13%
中銀香港	2388 HK	22.70	9.9	1.39	14.7	5.0	9%
中國電信	728 HK	3.98	12.7	0.90	7.8	2.7	15%
中國通信服務	552 HK	3.93	8.4	0.95	11.4	3.8	17%
蒙牛乳業	2319 HK	39.85	29.1	3.25	12.5	0.8	22%

資料來源：彭博、招銀國際證券

市場估值及經濟數據圖

圖 11：恒生指數預測市盈率



圖 12：恒生國企指數預測市盈率



圖 13：恒生指數預測股息率



圖 14：恒生國企指數預測股息率



圖 15：中國官方製造業 PMI

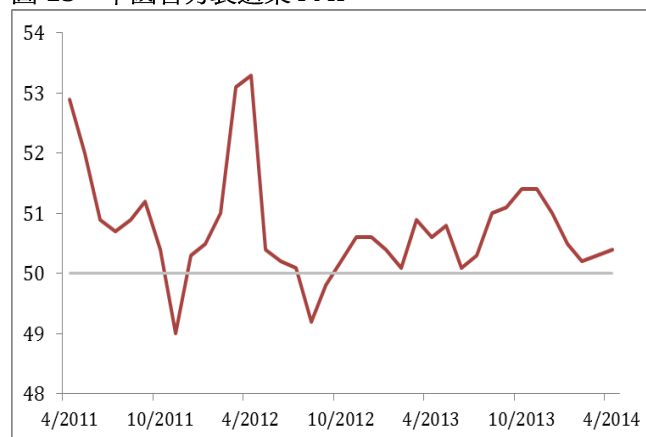


圖 16：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際證券

5 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
2	美國	4 月失業率	6.6%	6.7%
	美國	4 月非農業就業人口變動	21.5 萬	19.2 萬
5	美國	4 月 ISM 非製造業綜合指數	54.2	53.1
8	歐元區	歐洲央行議息結果	—	—
	中國	4 月進口（年比）	-2.3%	-11.3%
	中國	4 月出口（年比）	-3.5%	-6.6%
9	中國	4 月消費者物價指數（年比）	2.0%	2.4%
	中國	4 月生產者物價指數（年比）	-1.7%	-2.3%
10-15	中國	4 月新增人民幣貸款	8,029 億	10,500 億
	中國	4 月 M2 貨幣供應（年比）	12.2%	12.1%
13	中國	1-4 月固定資產投資（年比）	17.9%	17.6%
	中國	4 月工業生產（年比）	8.9%	8.8%
	中國	4 月零售銷售（年比）	12.2%	12.2%
14-18	中國	4 月外國直接投資（年比）	—	-1.5%
15	美國	4 月核心消費者物價指數（年比）	—	1.7%
18	中國	4 月房價	—	—
22	美國	聯儲局 4 月份公開市場委員會議紀錄	—	—
	中國	5 月匯豐製造業採購經理人指數預覽值	—	48.3
27	美國	標普/CS 綜合 20 房價指數（年比）	—	12.9%
28	中國	1-4 月工業利潤（年比）	—	10.1%
30	美國	4 月核心個人消費開支指數（年比）	—	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 15 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	3.78	002703 SZ	19.16	-84.1
山東墨龍	568 HK	2.14	002490 SZ	6.50	-73.4
洛陽玻璃股份	1108 HK	2.02	600876 SH	5.32	-69.3
東北電氣	42 HK	0.93	000585 SZ	2.29	-67.2
京城機電股份	187 HK	2.45	600860 SH	5.35	-63.0
昆明機床	300 HK	2.16	600806 SH	4.51	-61.3
重慶鋼鐵股份	1053 HK	1.11	601005 SH	2.28	-60.7
南京熊貓電子股份	553 HK	4.60	600775 SH	9.38	-60.4
山東新華製藥股份	719 HK	2.74	000756 SZ	5.24	-57.8
天津創業環保股份	1065 HK	4.11	600874 SH	7.65	-56.6
第一拖拉機股份	38 HK	4.54	601038 SH	7.34	-50.1
洛陽鉬業	3993 HK	3.45	603993 SH	5.51	-49.5
上海石油化工股份	338 HK	1.89	600688 SH	3.00	-49.1
北京北辰實業股份	588 HK	1.81	601588 SH	2.61	-44.0
大連港	2880 HK	1.83	601880 SH	2.59	-43.0

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 股溢價最大的 15 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 溢價(%)
安徽海螺水泥股份	914 HK	28.80	600585 SH	17.00	36.8
鞍鋼股份	347 HK	4.70	000898 SZ	2.86	32.7
江蘇寧滬高速公路	177 HK	8.73	600377 SH	5.54	27.2
濰柴動力	2338 HK	27.00	000338 SZ	17.15	27.1
中國太保	2601 HK	24.30	601601 SH	16.31	20.3
中國神華	1088 HK	21.00	601088 SH	14.21	19.3
中國人壽	2628 HK	19.98	601628 SH	13.61	18.5
中國鐵建	1186 HK	6.41	601186 SH	4.37	18.4
中國平安	2318 HK	57.35	601318 SH	39.14	18.3
青島啤酒股份	168 HK	56.45	600600 SH	40.12	13.6
華能國際電力股份	902 HK	7.57	600011 SH	5.41	13.0
復星醫藥	2196 HK	26.20	600196 SH	18.92	11.8
招商銀行	3968 HK	13.84	600036 SH	10.03	11.4
中國中鐵	390 HK	3.45	601390 SH	2.51	11.0
中信証券	6030 HK	15.56	600030 SH	11.39	10.3

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。而過去的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。接收本報告之行爲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。