

2014年8月1日

招财进宝 - 港股策略报告

大市急升后，慎选沪港通概念股

摘要

中国第三季经济续改善；货币政策渐转宽

汇丰中国 7 月份 PMI 创 18 个月新高，显示经济踏入第三季续改善。中央政治局会议强调加强支持实体经济，料以基建投资为主导。人民银行及国务院实行多项定向宽松措施，缓解市场资金紧张情况。

楼市限购令放宽，但风险犹在

内地楼市降温，逾 20 个城市先后放宽限购令。但楼市持续调整的风险并未消退，尤其是库存高企的二三线城市，发展商减价卖楼的压力仍大，新屋建造活动势将放缓。

中央再为地方债务拆弹

继财政部批准试点省市自行发债，中央政府再出招舒缓债务风险，批准 5 个试点省市成立地方版资产管理公司，为地方金融机构清理坏帐。此措施一方面反映地方坏帐风险继续升温，另一方面可算防患未然，有助避免坏帐问题演变成金融风暴。

新兴市场气氛改善，美股回落恐拖后腿

新兴股市近两年表现不济，但多个新兴国正放宽银根，有利新兴股市整体气氛及表现，部份资金或会从成熟市场流向新兴市场。但美股失守升轨，若确认步入中期调整，恐怕港股难以长期独善其身。

大市展望：「沪港通」利好已兑现？

有传沪港通将于 10 月 13 日开通，加上港元持续强势，恒指于 7 月急升 6.8%。但 10 月开通并不算惊喜，而资金流入亦未必备战沪港通。沪港通概念仍为未来数月焦点，但部份股份大涨后风险高，须慎选。

看好：「独家」港股、国企改革股、A 股 ETF

独家于香港上市的知名企业，料受内地投资者追捧，包括亚太区保险龙头**友邦保险 (1299 HK)**，及澳门博彩股**金沙中国 (1928 HK)**。国企改革为另一主题，**国药 (1099 HK)** 及 **昆仑能源 (135 HK)** 均属受惠股，长远可提升营运效率及估值。大型 A 股较 H 股价格折让约 10%，可藉买入 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)	市盈率(倍)	市帐率(倍)	2014 年度预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
友邦保险	1299 HK	41.85	5,041	20.8	2.34	11.9	1.1	8%
金沙中国	1928 HK	57.65	4,650	19.7	8.81	46.1	4.4	37%
国药控股	1099 HK	22.85	587	17.2	1.88	12.8	1.7	19%
昆仑能源	135 HK	13.24	1,069	14.3	1.91	14.1	1.9	9%
南方 A50 ETF	2822 HK	9.65	448			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 24,756
52 周高/低位 24,912/19,426
大市 3 个月日均成交 571 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	+6.8%	+7.7%
3 个月	+11.9	+13.8%
6 个月	+12.4	+13.4%

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 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](#)

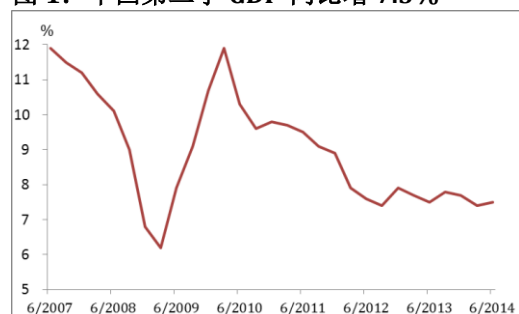
[14 年 4 月 1 日 - 4 月小阳春](#)

经济展望

中国第三季经济续改善

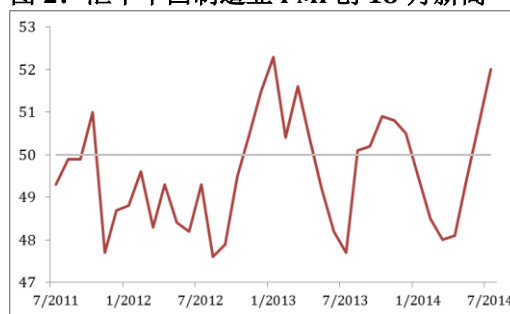
中国于 7 月份公布的数据，确认经济已于首季见底，第三季开局亦理想，扫除「硬着陆」忧虑。次季 GDP 同比增长 7.5%（图 1），环比增 2.0%，远胜首季之 1.4% 增速。7 月份汇丰中国制造业采购经理指数（PMI）预览值升至 52.0，创 18 个月新高（图 2），显示企业经营环境改善，尤其是人民银行于第二季定向降准后，中小企融资难度及成本获舒缓。

图 1：中国第二季 GDP 同比增 7.5%



资料来源：彭博

图 2：汇丰中国制造业 PMI 创 18 月新高



资料来源：彭博

固定资产投资主导

展望下半年中国经济政策，可参考 7 月底的中央政治局会议。会议强调，要加强支持实体经济，拓宽实体经济融资渠道，发挥好投资的关键作用，并落实新型城镇化规划。虽然会议亦要求扩大消费需求，但为达到全年 7.5% 的经济增长目标，相信中央会继续以立竿见影的基建投资为主导，包括第二季开始加快推动的铁路基建及水利建设。

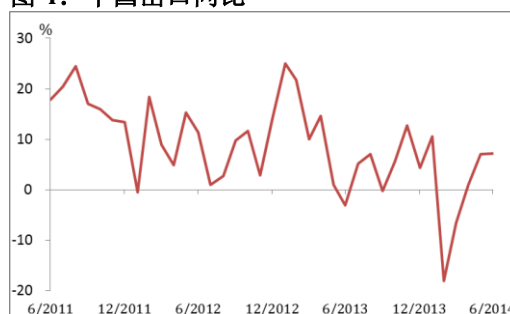
固定资产投资增速已于 6 月份回升（图 3），料于下半年继续温和加速。另外，出口亦受惠欧美经济稳步复苏，由跌转升（图 4），由于去年中政府打击虚假贸易，下半年出口量之比较基数较小，可保出口复苏之势。

图 3：中国固定资产投资同比



资料来源：彭博

图 4：中国出口同比



资料来源：彭博

货币政策渐转宽，支持中小企业融资

中国人民银行及国务院，近月实行多项定向宽松措施（见表），缓解市场资金紧张情况，尤其有助小微企取得融资，支持实体经济。

表：近期中国货币宽松措施

6 月 16 日	人民银行对符合「三农」和小微企业贷款比例的商业银行，下调存款准备金率 0.5 个百分点
7 月第四周	人民银行暂停正回购，连续 11 周实现资金净投放
约 7 月	人民银行向国家开发银行提供 1 万亿元人民币之抵押补充贷款，用于棚户改造之融资(传媒报道，未获官方证实)
7 月 23 日	国务院十招，缓解企业融资成本高企问题

地方政府放宽限购令，楼市风险犹在

内地楼市降温，地方政府纷纷调整政策，逾 20 个城市先后放宽限购令，银行融资亦配合，部份银行提供首套住房贷款优惠，并加快房贷审批流程。内地房企公布的 6 月份销情普遍回升，相信与较宽松的政策及融资有关。

不过，楼市持续调整的风险并未消退。首先，中央政府并无带头放松调控政策，只是默许部份地方政府微调。第二，地方政府的政策调整力度有差异，房价高企、供应紧张的一线城市维持调控，供应过剩、库存高企的二三线城市才放宽，而后者正正由于供求失衡，调控松绑未必足以扭转市场弱势，发展商减价卖楼的压力仍大。另外，于库存高企的地区，新屋建造活动势将放缓，不利建材业及就业市场。

中央再为地方债务拆弹

继财政部于 5 月份批准 10 个试点省市自发自还地方债，中央政府再出招舒缓债务风险。银监会近日批准 5 个试点省市（江苏、浙江、安徽、广东省和上海市），成立地方版资产管理公司，以参与该省市范围内的不良资产转让工作，为地方的金融机构清理坏帐。

内地信贷风险持续增加，商业银行不良贷款余额已连升 11 季。银监会推上述措施，一方面反映地方坏帐风险继续升温，另一方面可算防患未然，有助避免坏帐问题演变成金融风暴。

大市展望

「沪港通」利好已偷步兑现？

内地传媒于7月下旬报道，沪港股票市场交易互联互通机制（沪港通）将于10月13日正式开通，首批试点券商名单亦已经初步定好。港交所不作评论，上交所则指未有确定时间表，但市场明显受落，恒指直逼25,000关口，港交所股价于6个交易日急涨14%。同时，自7月初起，港元汇率转强至7.75港元兑1美元，多次触发强方兑换保证（图5），金管局向银行体系合共注入逾620亿港元，有投资者估计资金流入香港系为沪港通做准备，因而令大市升势火上加油。

若沪港通一如传闻于10月中开通，其实并无惊喜，因为4月10日公布政策时，已预计约6个月后开通。至于资金涌港备战沪港通的说法，难以成立，正如香港金管局所指出，通过沪股通投资A股，是以人民币结算，所以海外投资者可以直接在香港的外汇市场，以美元兑换人民币，而毋须先转成港元。当然，资金来港可能为了偷步炒作沪港通受惠股。

我们于4月14日的[策略报告](#)，分析过沪港通对港股的影响，以及选出几类受惠股。其中港交所(388 HK)仍属最明显的受惠股，但股价于7月份已急升近两成。另一类为股价较A股折让的H股，炒折让收窄，但此类股份近两月亦普遍大升，且基本因素较差，现时迫入风险高。

仍可看高一线，为于香港买到、内地买不到、并为内地投资者熟悉的股票：汇丰(5 HK)、友邦保险(1299 HK)、长江实业(1 HK)、和记黄埔(13 HK)、金沙中国(1928 HK)、银河娱乐(27 HK)、腾讯(700 HK)、联想(992 HK)等。另外，鉴于大型A股现较H股便宜约10%（图6），本港上市的A股ETF较H股更具投资价值。

图5：美元兑港元



资料来源：彭博

图6：恒生AH股溢价指数



资料来源：彭博

国企改革，长远提升估值

国资委于7月中公布国企改革四项试点内容，并选定包括本港上市的中粮(606 HK)、国药(1099 HK)及中国建材(3323 HK)之母公司等六家试点央企。交通银行(3328 HK)则正研究混合所有制改革方案。国企之营运效率长期为人诟病，推行改革可望逐渐提高效率，有助提升股份估值。

前中央政治局常委周永康涉嫌严重违纪，被中纪委立案审查，事件即将告一段落，有利中央政府将焦点重投改革，包括国企改革，并加快推进，尤其是与周永康关系千丝万缕的石油国企。

新兴市场货币渐松，资金流向新兴亚洲

新兴市场股票近两年表现不济，主要受紧缩货币政策揭抑通胀所累，大幅跑输货币宽松的成熟市场。不过，风水轮流转，美国正逐步退市，明年有机会加息，英国更很可能率先加息，反观新兴市场正放宽银根，除了中国推行了上述定向降准等措施，墨西哥及土耳其意外地减息，智利、秘鲁、匈牙利等亦已减息，料有利新兴股市整体气氛及表现，部份资金或会从成熟市场流向新兴市场。

不过，新兴市场之中各国前景不一。阿根廷主权债务违约，恐将加深经济衰退、引发当地货币贬值及通胀飙升，而俄罗斯则受到欧美制裁，资金或倾向由拉丁美洲及东欧流向新兴亚洲。

美股回落，不利港股

美股今年虽屡创新高，但以「上升楔形」运行（图 7），并于 7 月底失守升轨，确认利淡走势。部份资金或从已大幅跑赢的美股套利，转往估值便宜的新兴市场追落后。不过，全球股市仍以美国马首是瞻，若美股步入中期调整，恐怕港股难以长期独善其身、逆流而上。

图 7：道琼斯指数失守「上升楔形」



资料来源：彭博、招银国际证券

技术分析：恒指超买整固，或后抽至 24,100

- 恒生指数于 7 月突破去年之双顶阻力 24,100，升势加剧，但于 2010 年底高位 25,000 前遇阻。恒指已十分超买，14 天 RSI 升越 80，回吐压力甚大，料暂难冲破 25,000 大关，或先行后抽至前浪顶 24,100 整固（图 8）。
- 上证综指于 7 月突破三角形阻力，料上试去年下半年之双顶阻力 2,270（图 9）。

图 8：恒生指数日线图（2009-2014）



资料来源：彭博、招银国际证券

图 9：上证综指日线图（2013-2014）



资料来源：彭博、招银国际证券

行业观点及焦点股份

沪港通受惠股 – 独家于香港上市的知名企业

- 沪港通料于 10 月中正式运作，估计内地投资者对两类港股最感兴趣：股价较 A 股大幅折让的 H 股，及没有于内地上市的知名企业。但由于前者基本因素参差，且近两个月已飙升，风险颇高，投资者可重点留意「独家」优质港股。
- **友邦保险(1299 HK)**为亚太区保险龙头，其中国业务亦发展迅速。亚太区保险市场渗透率仍低，增长潜力庞大。友邦上市 3 年多，几乎每次季度业绩均胜市场预期。
- **金沙中国(1928 HK)**为澳门博彩业龙头。濠赌业增长主要来自内地客，金沙自然极为内地投资者熟悉。旗下位于路氹的大型娱乐场「金沙城中心」两年前开幕，带动公司盈利增长胜同业平均，预料明年底再有新娱乐场于路氹开幕，公司盈利可望保持高增长。内地政府反贪下，澳门赌业贵宾厅业务增长放缓甚至倒退，但金沙的中场业务比重高于同业，防守力较强。

国企改革受惠股 – 提升营运效率及估值

- 国资委于 7 月公布的国企改革试点企业，包括中国药业集团，**国药(1099 HK)**为其子公司，有望率先进行改革，例如引入民间资本，及剥离回报率低的项目，改善营运效率。另外，国务院于 7 月底发布户籍制度改革文件，让城镇的农民工逐步落户，享有包括医疗及教育等合法权益，目标到 2020 年让 1 亿农民工在城镇落户。户籍改革将增加医药需求。
- **昆仑能源(135 HK)**为中石油集团之天然气旗舰，过去一年受到母公司管理层涉嫌贪腐所困扰，股价大幅跑输其他油气股。随着周永康被立案调查，石油业前景渐趋明朗，中石油集团可能重新启动向昆仑能源注资，近日便有传中石油有意将从事民用液化天然气业务的昆仑燃气，注入昆仑能源。注资虽未有时间表，一旦落实，可望推动昆仑能之中长线盈利。

A 股交易所买卖基金(ETF) – AH 股差价收窄

- 大型 A 股较 H 股价格平均折让约 10%，金融 A 股几乎全部呈折让。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。最为人熟悉的 A 股 ETF 为 **X 安硕 A50(2823 HK)**，但其基金格价较资产净值(NAV)有约 3%溢价，南方 A50 则大致紧贴资产净值，加上南方 A50 持有实物股票，因而交易对手风险较合成 ETF 安硕 A50 低。
- **X 安硕 A 股金融(2829 HK)** 追踪沪深 A 股金融指数，能更集中投资于 A 股折让幅度大的金融股。唯此 ETF 成交较疏落，且买卖差价有时略阔。

焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	2014 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
友邦保险	1299 HK	41.85	5,041	20.8	2.34	11.9	1.1	8%
金沙中国	1928 HK	57.65	4,650	19.7	8.81	46.1	4.4	37%
国药控股	1099 HK	22.85	587	17.2	1.88	12.8	1.7	19%
昆仑能源	135 HK	13.24	1,069	14.3	1.91	14.1	1.9	9%
南方 A50 ETF	2822 HK	9.65	448			不适用		

资料来源：彭博、招银国际证券

市场估值及经济数据图

图 10：恒生指数预测市盈率



图 11：恒生国企指数预测市盈率



图 12：恒生指数预测股息率



图 13：恒生国企指数预测股息率



图 14：中国官方制造业 PMI

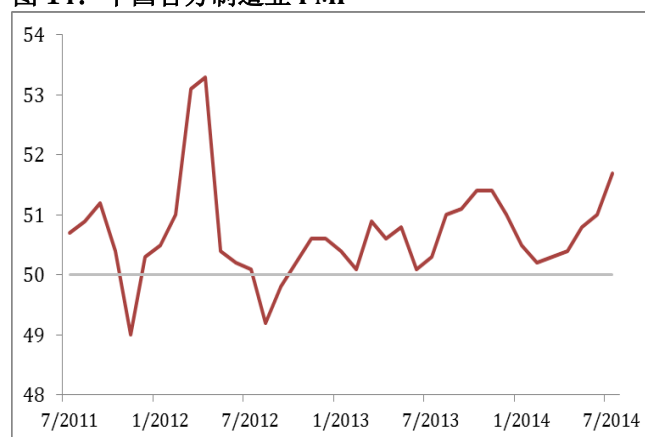


图 15：美元兑人民币汇价



资料来源：彭博、招银国际证券

8 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
1	美国	7 月失业率	6.1%	6.1%
	美国	7 月非农业就业人口变动	23.1 万	28.8 万
	美国	7 月 ISM 制造业指数	56.0	55.3
7	欧洲	欧洲央行议息结果	—	—
	英国	英伦银行议息结果	—	—
8	中国	7 月进口（年比）	0.0%	5.5%
	中国	7 月出口（年比）	6.5%	7.2%
	日本	日本央行议息结果	—	—
9	中国	7 月消费者物价指数（年比）	2.3%	2.3%
	中国	7 月生产者物价指数（年比）	—	-1.1%
10-15	中国	7 月新增人民币贷款	—	10,793 亿
	中国	7 月 M2 货币供应（年比）	—	14.7%
13	中国	1-7 月固定资产投资（年比）	—	17.3%
	中国	7 月工业生产（年比）	—	9.2%
	中国	7 月零售销售（年比）	—	12.4%
15	美国	7 月工业生产（月比）	—	0.2%
18	中国	7 月房价	—	—
21	中国	8 月汇丰中国制造业采购经理指数预览	—	52.0
	美国	联储局公开市场委员会 7 月会议纪要	—	—
26	美国	7 月耐用品订单（月比）	—	0.7%
29	美国	7 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	9.75	002703 SZ	20.62	-62.3
洛阳玻璃股份	1108 HK	3.80	600876 SH	7.24	-58.2
山东墨龙	568 HK	4.71	002490 SZ	8.97	-58.2
东北电气	42 HK	1.94	000585 SZ	3.56	-56.6
经纬纺织机械股份	350 HK	7.41	000666 SZ	11.35	-48.0
南京熊猫电子股份	553 HK	5.07	600775 SH	7.72	-47.7
京城机电股份	187 HK	4.23	600860 SH	6.23	-45.9
洛阳钼业	3993 HK	5.13	603993 SH	7.54	-45.8
天津创业环保股份	1065 HK	5.53	600874 SH	8.08	-45.5
昆明机床	300 HK	3.25	600806 SH	4.67	-44.6
重庆钢铁股份	1053 HK	1.73	601005 SH	2.47	-44.2
第一拖拉机股份	38 HK	5.85	601038 SH	8.21	-43.2
山东新华制药股份	719 HK	4.55	000756 SZ	6.38	-43.2
上海石油化工股份	338 HK	2.41	600688 SH	3.36	-42.9
大连港	2880 HK	2.26	601880 SH	2.95	-39.0

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(%)
鞍钢股份	347 HK	5.79	000898 SZ	3.45	33.7
潍柴动力	2338 HK	34.00	000338 SZ	20.64	31.2
安徽海螺水泥股份	914 HK	29.35	600585 SH	17.97	30.1
中国人寿	2628 HK	23.35	601628 SH	15.15	22.8
中国太保	2601 HK	30.75	601601 SH	20.07	22.1
江苏宁沪高速公路	177 HK	9.45	600377 SH	6.23	20.8
青岛啤酒股份	168 HK	63.55	600600 SH	42.20	20.0
农业银行	1288 HK	3.79	601288 SH	2.52	19.8
中国神华	1088 HK	23.00	601088 SH	15.37	19.2
中国交通建设	1800 HK	5.91	601800 SH	3.95	19.2
中国平安	2318 HK	66.50	601318 SH	44.62	18.7
中信证券	6030 HK	19.50	600030 SH	13.16	18.0
工商银行	1398 HK	5.33	601398 SH	3.60	17.9
中国石油化工股份	386 HK	7.70	600028 SH	5.22	17.5
中国铁建	1186 HK	7.49	601186 SH	5.08	17.5

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。