

2015年8月3日

招财进宝 - 港股策略报告



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

业绩难有惊喜，中港股市横行

摘要

美国次季经济回暖，料年内加息一次

美国第二季 GDP 增长 2.3%，同时首季 GDP 获向上修订，由原先公布之 -0.2% 修订为增长 0.6%。我们预料，联储局今年会加息一次，但有别于过往的加息周期，其后步伐会缓慢及审慎。参考过往加息周期，香港或会较美国迟一至数月加息。

恒指下半年目标 27,500

港股近期成交锐减，反映投资者承受风险的意欲下降，恒指暂缺大升动力，但目前估值偏低，随着美国经济持续复苏、外围系统性风险消退、中港股市回稳，恒指之预测市盈率于年底前可望回升至 10 年平均 13.2 倍，约相当于 27,500 点水平。

主要风险：美元强、商品弱、新兴货币贬值

美元今年升势持续，加上商品价格疲弱，新兴市场货币普遍贬值，尤其是倚赖出口资源的国家。料商品弱势持续，万一跌势加剧，更可能触发部份商品出口新兴国出现财政危机，甚至演变成新兴市场风暴。

技术分析：恒指短期于 23,800-25,600 上落

恒指由 2011 年延伸之上升轨（现约于 23,800）为重要支持，料可守稳，反弹阻力料于 7 月下旬高位 25,600 附近。上证综指则很可能再次下试 200 天线支持（现于 3,554）。反弹阻力于 7 月下旬高位 4,184。

行业观点及焦点股份：看好内房、铁路基建、香港发展商

内房：内地楼市于 5 月份开始回暖，A 股波动或令部份资金从股市流向较稳健的「砖头」。中国海外(688 HK)业务遍布全国，且负债低，为稳健之选，更有分拆概念。

铁路基建：下半年内地铁路投资加快，「五中全会」前或再炒「一带一路」国策，行业亦有合并憧憬。中国铁建(1186 HK)今年预测市盈率仅 8.1 倍，估值吸引。

香港地产发展商：本港一手房屋销情畅旺，有利发展商之盈利及现金流。长实地产(1113 HK)股价较资产净值 (NAV) 折让 35%，已反映加息风险，若香港较美国迟加息，地产股估值可望获上调。

看淡：资源、涉足新兴市场的公司：美元强势及中国经济放缓，均不利商品价格。新兴市场亦因而受累。友邦保险(1299 HK)于东南亚多国均有汇率风险，假如新兴货币再大幅贬值，盈利或会被分析员调低。渣打(2888 HK)亦有较多业务在新兴市场。

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

恒生指数 24,636
52 周高/低位 28,589/22,530
大市 3 个月日均成交 1,388 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	-6.2%	-14.3%
3 个月	-12.4%	-22.9%
6 个月	+0.5%	-5.0%

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

[15 年 7 月 10 日 - 风暴过后，低吸港股](#)

[15 年 6 月 1 日 - 「五穷六绝」实为低吸良机](#)

[15 年 5 月 4 日 - 港股进入牛市三期，看好内险内银国企重组股](#)

[15 年 4 月 1 日 - 北水南调短期难见成效](#)

[15 年 3 月 2 日 - 两会行情已透支，减息最利好内险](#)

[15 年 2 月 3 日 - 恒指牛皮偏软，憧憬国企改革](#)

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
中国海外	688 HK	24.45	2,411	7.8	1.22	17.4	2.5	8%
中国铁建	1186 HK	10.06	2,574	8.1	0.96	12.7	1.9	8%
长实地产	1113 HK	64.60	2,493	14.5	0.98	6.9	2.5	不适用

资料来源：彭博、招银国际证券

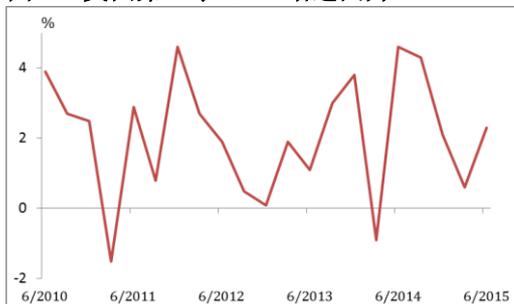
经济回顾及展望

美国次季经济回暖，料年内加息一次

美国第二季 GDP 初值增长 2.3%（年度化环比），虽略低于市场预期之 2.5%，但首季 GDP 获向上修订，由原先公布之 -0.2%，修订为增长 0.6%（图 1）。数据反映美国经济继续温和复苏，近 4 年来仅有一季收缩。

市场继续关注美国何时开始加息。根据 6 月中联储局公开市场委员会的资料，局内官员大多预期今年内加息，但对年内加息一次或两次出现分歧。7 月 29 日的议息会议记录则显示，储局对就业市场的看法变得更乐观，对楼市的评估亦稍为变得乐观。我们预料，今年会加息一次，但有别于过往的加息周期，其后步伐会缓慢及审慎。受加息预期支持，美元延续近几年升势，美汇指数本年至今已累升约 8%，一年大涨 20%（图 2）。

图 1：美国第二季 GDP 增速回升



资料来源：彭博

图 2：美汇指数年初至今升 8%



资料来源：彭博

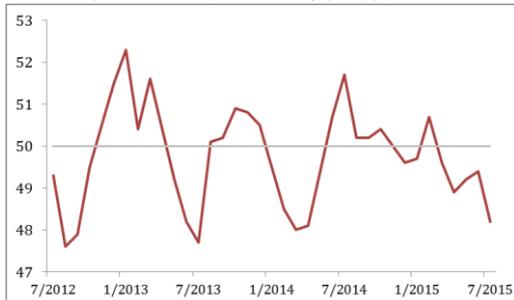
欧债危机暂时平息

欧元区于 6、7 月被希腊债务危机困扰，幸最终通过新救助方案，让希腊仍可留在欧元区。可以预期，有关希腊违约及脱离欧元区的忧虑将于未来几年重临，但不会于今年下半年出现。市场注意力将重回量化宽松下，欧元区经济复苏力度，及企业盈利状况。

中国经济继续保七，人民币或适度贬值

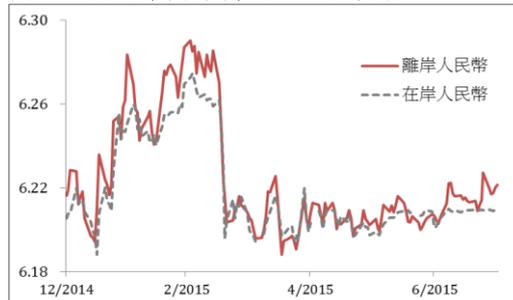
中国首两季之 GDP 同比增速皆为 7.0%。展望下半年，经济仍有下行压力，财新 7 月份中国制造业采购经理人指数（PMI）初值为 48.2，跌至 15 个月新低（图 3），加上 6、7 月 A 股急挫，可能令金融业对经济之贡献减少，但出口逐渐改善，有助经济保持平稳增长。货币政策将保持适度宽松，将有更多定向宽松措施，并有可能再减息及降准。

图 3：中国 PMI 跌至 15 个月新低



资料来源：彭博

图 4：人民币离岸价（CNH）偏弱



资料来源：彭博

汇率方面，今年以来美元兑人民币大致稳定在 6.2 水平，但人民币下半年或适度贬值。中国国务院于 7 月下旬提出，为了促进外贸，将进一步扩大人民币汇率双向浮动区间。事实上，由于今年以来美汇指数上升 8%，人民币兑其他主要货币如欧元及日圆亦相应升值，若人民币随美元进一步升值，难免会为出口带来压力，下半年适度贬值将有助出口及整体经济。市场普遍预期，人民币浮动区间稍后将由现时的 2%扩大至 3%。近期人民币在岸价（CNY）虽保持平稳，但离岸价（CNH）偏弱（图 4），反映国际投资者对人民币有温和贬值的预期。

香港或较美国稍迟加息

香港实行联系汇率，利率方向大致跟随美国，因此当美国进入加息周期，香港亦将跟随。不过，加息时间亦视乎本港资金流及其他经济状况，未必与美国同步。参考过往加息周期，香港或会较美国迟一至数月加息。

大市回顾及展望

恒指下半年目标 27,500

目前港股估值偏低，恒生指数之本年预测市盈率 11.9 倍，低于 10 年平均之 13.2 倍。随着美国经济持续复苏、外围系统性风险（希腊脱欧）消退、中港股市回稳，恒指之预测市盈率于年底前可望回升至 10 年平均，约相当于 27,500 点水平。

恒指于 4、5 月两度升穿 28,000 关口后皆回落，当时憧憬内地公募基金将有庞大资金南下买港股，但 A 股既已出现大幅下挫，投资者信心受损，需时修复，且不少资金须留在 A 股稳定市场，暂难再憧憬北水大举南下。另外，自从中港股市于 6、7 月大幅震荡，港股成交锐减，从早前一千多亿、甚至二千多亿港元的「新常态」，到近日缩减至一千亿以下，或反映投资者承受风险的意欲下降。综合而言，恒指暂时缺乏大升的动力，我们相应修订早前较为乐观的预测，料年底前难升越年内高位 28,589。

中期业绩料乏惊喜

8 月为港股中期业绩期，料中资股整体盈利增长放缓，部份行业倒退，仅有几个行业强劲增长，如保险、券商、航空、航运、风电等，其中多家公司已发盈喜，却未能推升股价。

主要风险：美国利率及美元升势

关于美国利率前景，目前市场已有心理准备 9 月至 12 月期间将加息一次，但假如联储局今年内意外地加息两次，一方面将有损股市投资者信心，另一方面料会进一步刺激美元汇价走强，触发新兴市场（包括内地及香港）资金回流美国。

新兴市场货币贬值，商品价格急挫

事实上，新兴市场货币正在贬值，摩根大通新兴市场货币指数今年以来跌 8%（图 5），当中多国货币创多年低位，例如巴西雷亚尔今年兑美元已贬值逾两成，创 12 年新低；马来西亚令吉及印尼卢比更跌至 1998 年金融风暴以来最低。

这些货币跌幅较大的新兴国家，共通点系较倚赖出口天然资源。相反，资源净入口国之货币贬值压力较轻，例如印度卢布今年贬值不足 2%。此一趋势，正反映环球市场的另一风险——商品价格下挫。石油于一年前开始大跌，今年次季虽曾反弹，但近期又陷弱势，其余商品包括贵金属、基本金属及农产品，亦普遍下跌，单计 7 月份，已跌一成至两成不等（图 6）。商品价格疲弱有两大原因：中国需求放缓，及美元强势。此两个趋势于下半年恐难扭转，料商品弱势持续，万一跌势加剧，更可能触发部份商品出口新兴国出现财政危机，甚至演变成新兴市场风暴。

图 5：新兴市场货币指数今年跌 8%



资料来源：彭博

图 6：商品价格于 7 月全线急挫

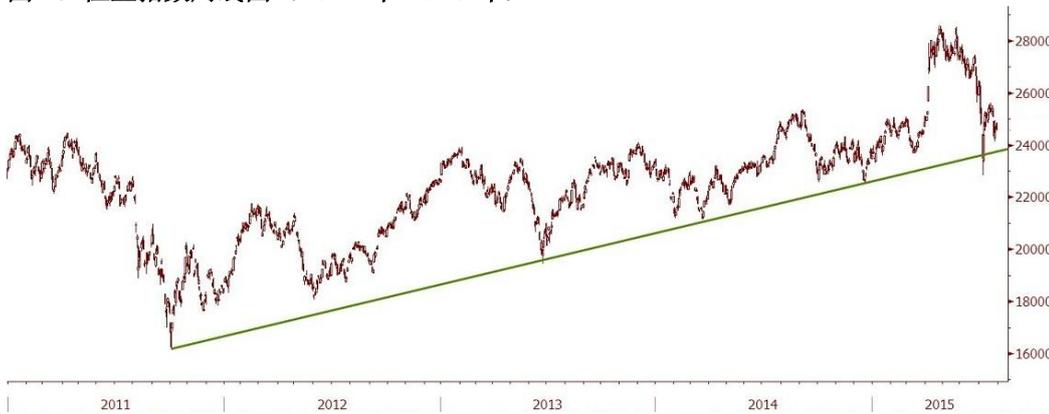


资料来源：彭博

技术分析：恒指短期于 23,800-25,600 上落

- 恒生指数于 2011 年下半年于 16,170 见底，其后沿上升轨反复上升（图 7）。此次恒指急跌，于 7 月 8 日曾失守升轨支持（现约于 23,800），但翌日随即反弹，重回升轨之上，可视之为假跌穿，升浪未被破坏。只要恒指能守住此升轨，中长线可望延续升势。估计 8 月份反弹阻力于 7 月下旬高位 25,600 附近。
- 上证综指于 7 月两度跌至 200 天线，即见回升，支持当然系来自中央政府救市，因此 200 天线可视为政府底线。目前市场信心脆弱，需时修复，指数很可能会再次下试 200 天线支持（现于 3,554）。反弹阻力于 7 月下旬高位 4,184。

图 7：恒生指数周线图（2011 年-2015 年）



资料来源：彭博、招银国际证券

图 8：上证综指日线图（1 年）



资料来源：彭博、招银国际证券

行业观点及焦点股份

看好：内房、铁路基建、香港发展商

- **内房**：内地楼市于5月份开始回暖，房屋销售量齐升。A股经历大起大跌后，虽或带来负财富效应，但亦可能会令稍为保守的资金从股市流向较稳健的「砖头」。传统上，7、8月为内房销售淡季，9、10月方为旺季。短期关注8月公布的中期业绩，若业绩显示卖楼进度良好、现金流改善，及二、三线城市库存回落，将有利股价。行业龙头**中国海外(688 HK)**业务分散于全国，且负债低，为稳健之选，公司更有分拆概念，7月初公布建议分拆物业管理公司中海物业，以介绍形式于主板独立上市，并实物分派予中海外股东。若中海外分拆成功，有助释放价值，提高本身估值。
- **铁路基建**：铁路基建股于下半年将受惠铁路投资加快、「一带一路」，及国企合并憧憬。由于宏观经济仍有下行压力，仍需财政及货币政策双管齐下支持，料内地铁路投资将于下半年加快。中央将于10月召开「五中全会」，会议前后，市场往往炒作国策受惠股，「一带一路」为重点国策，相关股份可望再成焦点。继南车及北车合并成**中国中车(1766 HK)**后，**中国中铁(390 HK)**及**中国铁建(1186 HK)**亦有可能合并。中铁建估值较低，今年预测市盈率仅8.1倍。
- **香港地产发展商**：本港一手房屋销情持续畅旺，有利发展商之盈利及现金流。市场对美国何时加息已观望了一段时间，因此对利率敏感的香港地产股之估值已反映了加息风险，例如龙头之一**长实地产(1113 HK)**股价较资产净值（NAV）折让35%，远高于龙头地产股过往平均20%之折让。行业有机会获得估值向上重估，因为香港或会较美国迟一至数月加息。

看淡：资源、涉足新兴市场的公司

- **资源**：石油、黄金等商品价格疲弱，一来美元受加息预期所推升，不利商品价格，二来主要商品消费国中国经济增速放缓，以及经济改革转型，不利商品需求。
- **涉足新兴市场的公司**：由于新兴市场正面临商品价弱、资金流走等风险，部份国家之经济及汇率有下行风险。业务有较大比重于新兴市场的公司，因而面对较高风险。

友邦保险(1299 HK)覆盖亚太区18个市场，其中除了香港及中国内地之货币兑美元较平稳外，其余市场大部份面对汇率风险。从截至5月底之上半年业绩可见，新业务价值按固定汇率计算增长31%，按申报货币（美元）计算增长仅20%。税后营运溢利按固定汇率计算上升27%，按美元计上升仅17%，反映若干当地货币兑美元贬值。虽然以美元计之业务增长仍不俗，但假如新兴货币再大幅贬值，友邦之盈利或会被分析员调低。**渣打(2888 HK)**亦有较多业务在新兴市场，同样面对相关风险。

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)	2015年预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
中国海外	688 HK	24.45	2,411	7.8	1.22	17.4	2.5	8%
中国铁建	1186 HK	10.06	2,574	8.1	0.96	12.7	1.9	8%
长实地产	1113 HK	64.60	2,493	14.5	0.98	6.9	2.5	不适用

资料来源：彭博、招银国际证券

市场估值及走势图

图 9: 恒生指数预测市盈率

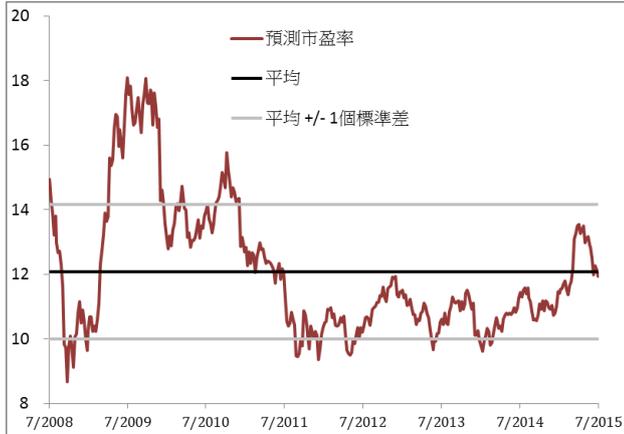


图 10: 恒生国企指数预测市盈率

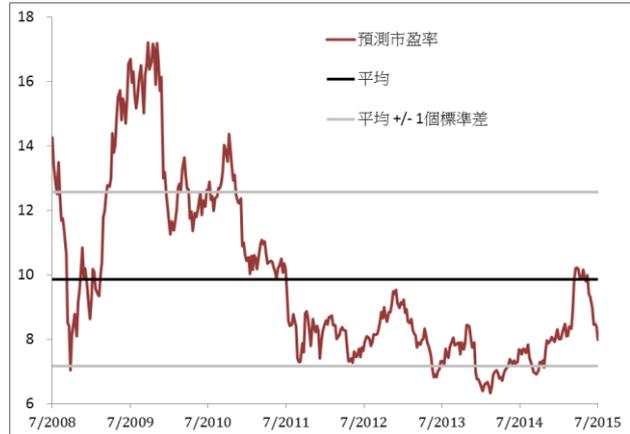


图 11: 恒生指数预测股息率

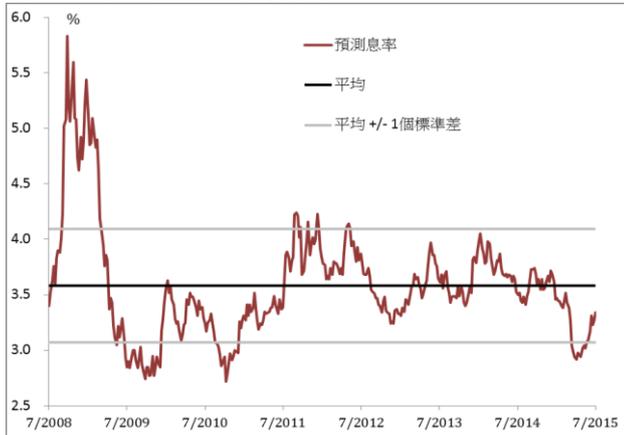


图 12: 恒生国企指数预测股息率

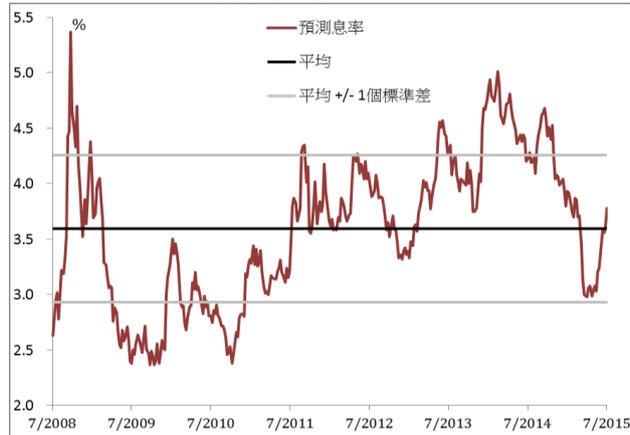


图 13: 恒生 AH 股溢价指数 (100 以上为 A 股溢价)

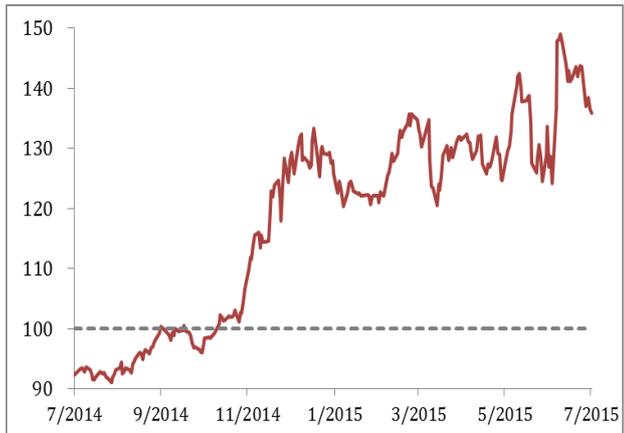


图 14: 美元兑人民币汇价



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
3	美国	7 月 ISM 制造业指数	53.5	53.5
6	英国	英伦银行议息结果	—	—
7	美国	7 月失业率	5.3%	5.3%
	美国	7 月非农职位变动	22.5 万	22.3 万
	美国	7 月平均时薪 (环比)	0.2%	0.0%
	日本	日本央行议息结果	—	—
8	中国	7 月出口 (同比)	0.0%	2.8%
	中国	7 月进口 (同比)	-7.0%	-6.1%
9	中国	7 月消费者物价指数 (同比)	1.5%	1.4%
	中国	7 月生产者物价指数 (同比)	-5.0%	-4.8%
10-15	中国	7 月新增人民币贷款	6,250 亿	12,791 亿
	中国	7 月 M2 货币供应 (同比)	11.6%	11.8%
12	中国	1-7 月固定资产投资 (农村除外, 同比)	11.6%	11.4%
	中国	7 月工业生产 (同比)	7.0%	6.8%
	中国	7 月零售销售 (同比)	10.5%	10.6%
19	美国	7 月 CPI (不含食品及能源, 同比)	—	1.8%
20	美国	联储局公开市场委员会 7 月会议记录	—	—
24	中国	8 月财新制造业采购经理指数预览值	—	—
27	美国	第二季 GDP 修订值 (年度化环比)	—	2.3%
28	美国	7 月核心个人消费开支指数 (同比)	—	—

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 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	4.26	600876 SH	18.78	-81.8
仪征化纤	1033 HK	2.44	600871 SH	9.16	-78.7
山东墨龙	568 HK	3.08	002490 SZ	9.88	-75.0
洛阳钼业	3993 HK	5.03	603993 SH	15.42	-73.9
广汽集团	2238 HK	6.21	601238 SH	18.79	-73.5
重庆钢铁	1053 HK	1.47	601005 SH	4.41	-73.3
中海集运	2866 HK	2.43	601866 SH	7.21	-73.0
南京熊猫电子	553 HK	6.16	600775 SH	17.69	-72.1
上海电气	2727 HK	4.79	601727 SH	13.24	-71.0
北京北辰实业	588 HK	2.65	601588 SH	7.30	-70.9
中国中冶	1618 HK	2.59	601618 SH	6.94	-70.1
东北电气	42 HK	1.96	000585 SZ	5.17	-69.6
中国远洋	1919 HK	3.96	601919 SH	10.12	-68.7
上海石油化工	338 HK	3.16	600688 SH	8.00	-68.4
京城机电	187 HK	5.40	600860 SH	13.29	-67.5
山东新华制药	719 HK	5.00	000756 SZ	12.15	-67.0
第一拖拉机	38 HK	5.26	601038 SH	12.66	-66.7
兖州煤业	1171 HK	4.45	600188 SH	10.52	-66.1
马鞍山钢铁	323 HK	1.82	600808 SH	4.27	-65.9
中国铝业	2600 HK	2.71	601600 SH	6.25	-65.3
大连港	2880 HK	2.67	601880 SH	6.04	-64.6
中船防务	317 HK	21.95	600685 SH	47.09	-62.7
晨鸣纸业	1812 HK	3.79	000488 SZ	8.12	-62.6
天津创业环保	1065 HK	4.85	600874 SH	10.23	-62.0
郑煤机	564 HK	3.90	601717 SH	8.21	-62.0

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 (%)
中国平安	2318 HK	44.60	601318 SH	33.37	7.1
中国太保	2601 HK	32.50	601601 SH	24.92	4.5
万科企业	2202 HK	18.44	000002 SZ	14.18	4.2
安徽海螺水泥	914 HK	24.10	600585 SH	18.66	3.4
江苏宁沪高速公路	177 HK	9.67	600377 SH	7.74	0.1

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于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管理人员；（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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期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，请与我们联系。

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。