

2014年12月2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

A 股急升后势回调，恒指整固后上试二万四

摘要

中国意外减息，年底前或降准

人民银行意外于 11 月底减息，以缓解企业融资成本高，并可能同时预防通缩及支持出口。临近年底，内地银行或会再闹钱荒，人行有机会于本月中下旬降准，或至少进行逆回购操作，向市场注资。

欧洲央行提前派圣诞礼物？

欧洲央行于 12 月 4 日议息。行长德拉吉上月发言，指央行会尽快尽力推高通胀及通胀预期，如果现行措施效力未够，会将行动升级。此番言论似在强烈暗示购买主权债券，正式踏上量化宽松（QE）之路。若属实，料会提振环球股市之气氛。

A 股严重超买，料先回落整固

近期 A 股气势如虹，11 月份上证综指升 10.9%。但成交额及开户数目急升，可视为逆向指标，加上本月有高达 2,400 亿元 A 股解禁，可能预示 A 股短期内最少有一个健康回调。

大市展望：恒指先下试 22,900，月底上望 24,000

恒生指数于 11 月表现反复，曾失守短期升轨，其后受人行减息刺激才重上升轨。踏入 12 月首个交易日，恒指大跌 620 点，成交大增至逾 1,000 亿港元，并再度失守升轨，料跌至 10 月中低位约 22,900 才完成调整，唯本月中下旬仍有望重上 24,000。

行业观点：看好航运、内房、电力

航运股受惠燃油成本下跌，股价却远远落后于航空股，较看好集装箱航运为主的中海集运(2866 HK)，及航线集中于亚洲区内的海丰国际(1308 HK)。

内房股受惠人民银行减息，因房贷利率下跌，刺激买家购房意欲，从而有助销售。碧桂园(2007 HK)集中在地价相对便宜的三/四线城市发展，建屋成本较低

内地电力企业普遍负债沉重，华能新能源(958 HK)的净负债对股本比率高达 216%，且大部份为人民币银行借款，受惠人行减息。公司的风电及太阳能业务受国策支持。

看淡石化能源及石油服务股，因油价近半年暴跌三分一，暂难扭转弱势，且基金于年终前粉饰橱窗，或会造成各板块强者愈强，弱者愈弱，石油相关股料会继续跑输大市。

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
中海集运	2866 HK	2.26	447	358.5	0.87	0.7	0.2	亏转盈
海丰国际	1308 HK	4.19	108	10.8	1.70	16.0	3.9	39%
碧桂园	2007 HK	3.14	639	4.7	0.90	20.1	7.4	14%
华能新能源	958 HK	2.71	245	16.7	1.31	8.0	1.2	24%

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	23,367
52 周高/低位	25,363/21,138
大市 3 个月日均成交	736 亿港元

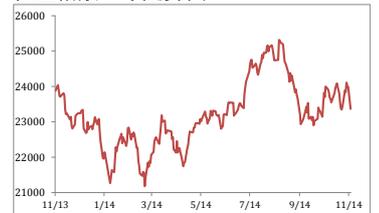
资料来源：彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1 个月	-2.6%	+0.6%
3 个月	-5.6%	-1.3%
6 个月	+1.2%	+5.6%

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 11 月 4 日 - 央行轮流宽松利股市，国策扶持内地消费股](#)

[14 年 10 月 8 日 - 占中逐渐消化，港股重拾升轨](#)

[14 年 9 月 2 日 - 政治风险添波动，沪港通前续向好](#)

[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](#)

经济展望

中国意外减息，年底前或降准

回顾 11 月，中港经济及金融有两件大事，一为 17 日开通的「沪港通」(沪港股票市场交易互联互通机制)，二为 21 日人民银行宣布减息。

沪港通筹备了 7 个多月，开通后令人大为失望（详见第 4 页），但人民银行带来减息惊喜。减息呼声本已日益增加，但主流预测人行明年才行动。虽然人行强调，此次减息属中性操作，主要目的为缓解企业（尤其是小微企业）融资成本高，并不代表货币政策取向发生变化，但我们相信第四季经济状况较预期恶劣，才令人民急于行动，防范楼市急速恶化及银行坏帐飙升。12 月 1 日公布的 11 月中国官方制造业采购经理指数(PMI)，由 50.8 跌至 50.3（图 1），逊预期之 50.5，印证了经济疲弱的看法。

图 1：中国制造业采购经理指数



资料来源：彭博

是次减息为非对称，一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%（图 2）。同时结合推进利率市场化改革，将存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。换言之，若以上限计算，一年期存款利率维持于 3.3 厘不变。多家中小型银行已立刻上调存款利率至新上限以争取客户存款。

图 2：中国人民银行基准利率变动

	调整后利率 (%)		
	2014年11月22日起	调整前利率 (%)	变幅 (%)
活期存款	0.35	0.35	0.00
定期存款			
3个月	2.35	2.60	-0.25
6个月	2.55	2.80	-0.25
1年	2.75	3.00	-0.25
2年	3.35	3.75	-0.40
3年	4.00	4.25	-0.25
贷款			
1年或以下	5.60	6.00	-0.40
1年至5年	6.00	6.40	-0.40
5年以上	6.15	6.55	-0.40

资料来源：中国人民银行、招银国际证券

减息同时预防通缩及支持出口

通缩及出口下滑的风险，亦可能系人行减息的原因。今年内地通胀本已偏低，10 月份全国居民消费价格指数(CPI)同比仅升 1.6%，而工业生产者出厂价格指数(PPI)更已同比连跌 32 个月，近半年国际油价急跌三分一，将更添通缩压力。出口方面，中国最大的贸易伙伴为欧盟，但今年人民币兑欧元已升值 9%，同时不少邻近国家或其他新兴国家之货币贬值（如日圆、韩圆、俄罗斯卢布、巴西雷尔等），恐有损中国的出口竞争力，人行减息应有助减低人民币升值压力，支持出口。

市场显示不相信人行「货币政策取向没发生变化」的说法，因为减息后，普遍认为已进入减息周期，并估计稍后会下调银行存款准备金比率。人行上次减息已是 2012 年 7 月，上次降准则为 2012 年 5 月，目前存准率仍处于偏高水平（图 3），的确仍有下调空间。近年每逢 6 月底及 12 月底，内地银行或多或少闹钱荒，人民银行有机会于本月中下旬降准，或至少进行逆回购操作，向市场注资，以防钱荒再现。

图 3：中国基准贷款利率及银行存准率



资料来源：彭博

货币政策以外，12 月的焦点在中国中央经济工作会议，市传将于 12 月 9 日召开，为明年的经济政策定调。预料会后将公布明年的主要经济任务，可能包括调整产业结构、提高社会保障、促进消费等。部份市场人士预测会议将下调明年 GDP 增长目标，但我们认为将留待明年 3 月总理工作报告才正式公布，一如去年做法。

欧洲央行提前派圣诞礼物？

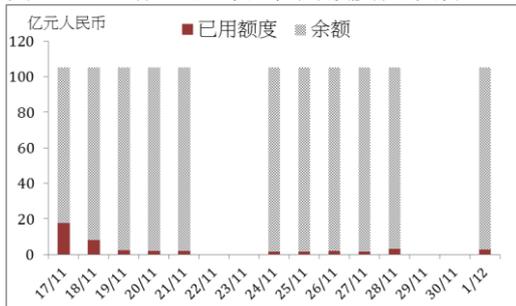
外围方面，主要关注欧洲央行 12 月 4 日议息。欧央行虽于 10 月推行购买资产计划，但没包括主权债券，行长德拉吉于 11 月 21 日发言，指欧元区通胀过低，央行会尽快尽力推高通胀及通胀预期，并指如果现行措施效力未够，会将行动升级，扩大干预经济的途径，调整购买资产的规模、速度及组成。德拉吉过往减息或推行非常规宽松措施前，例必事先出言暗示，此番言论似在强烈暗示购买主权债券，正式踏上量化宽松（QE）之路。若属实，料不单有利欧元区债券及股票，亦会提振环球股市之气氛。

大市展望

沪港通反应差，概念股回落

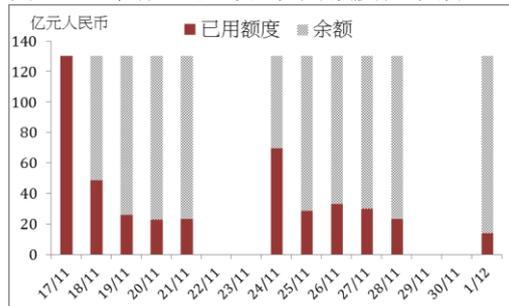
沪港通至今反应冷淡，尤其是南向的「港股通」，日均耗用额度仅为每日上限 105 亿元人民币之 3.9%（图 4），目前仅用了总额度 2,500 亿元人民币之 1.5%。北向的「沪股通」稍为活跃，日均耗用额度相当于每日上限 130 亿元人民币之 31%（图 5），目前用了总额度 3,000 亿元人民币之 13.6%。市场大失所望，亦造成了概念股之反高潮：沪港通开通以来，**港交所(388 HK)**股价跌 11%，原憧憬与 A 股差价收窄的大折让 H 股更普遍急泻，例如**浙江世宝(1057 HK)**及**山东墨龙(568 HK)**分别挫 40%及 35%。虽然沪港通初期交投低迷，但当两地投资者逐渐认识对方市场，交投应逐渐上升。

图 4：「港股通」每日耗用额度及余额



资料来源：彭博

图 5：「沪股通」每日耗用额度及余额



资料来源：彭博

A 股严重超买，料先回落整固

近期 A 股气势如虹，11 月份，上证综指升 10.9%，本年至今累升 26.7%。不过，强势背后暗藏调整风险。从成交额及开户数目看，料 A 股短期内最少有一个健康回调。

上海证券交易所之 30 天平均每日成交额，于 11 月 25 日升越 2,000 亿元人民币（图 6），为四年来首次，较半年前升了两倍，单日成交额更于 11 月 28 日及 12 月 1 日突破 4,000 亿元。对上一次 30 天日均成交超过 2,000 亿，为 2010 年 11 月 9 日，当日上证综指展开两年熊市，大泻 38%才见底。再上一次为 2009 年 8 月 7 日，两日前上证见顶，累挫 23%。

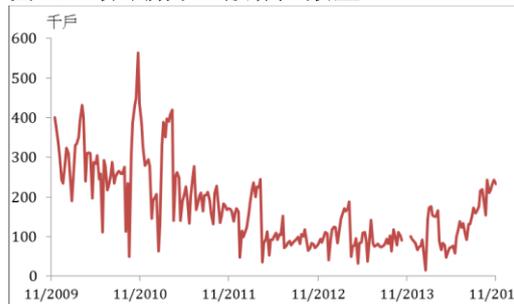
A 股新开户数目方面，截至 11 月 14 日当周突破 24 万户（图 7），上次达此水平为 2012 年 3 月，上证当时于 2,444 见顶，直到上个月才重返其上。股市低迷时，当然少人开户，但当见到愈来愈多亲友从股市获利，自然不甘后人，蜂涌开户，到自己入货时，可能变成接火棒。此之所以成交及开户人数急增时，往往股市见顶，此情况于个人投资者主导的 A 股市场尤其明显。

图 6：上海证券交易所 30 天平均成交额



资料来源：彭博

图 7：每周新开 A 股帐户数量



资料来源：彭博

2,400 亿元 A 股解禁

A 股另一项下跌风险，来自解禁股。据 Wind 数据显示，12 月沪深两市解禁股数逾 153 亿股，总计市值约 2,400 亿元人民币，创本年第二高月份，仅次于 1 月。1 月份正是今年上证综指表现最差的月份，跌 3.9%。

技术分析：恒指先下试 22,900，月底上望 24,000

- 恒生指数于 11 月表现反复，缺乏方向，沪港通开通首周令人失望，恒指低见 23,253，失守短期升轨，其后受人行减息刺激，重上升轨。踏入 12 月首个交易日，恒指大跌 620 点，成交大增至逾 1,000 亿港元，并再度失守升轨，料跌至 10 月中低位约 22,900 才完成调整（图 8），唯本月中下旬仍有望重上 24,000。
- A 股方面，上证综合指数自 11 月中起升势转急，14 天相对强弱指数(RSI)升至 84，十分超买，并于 12 月 1 日先升后微跌，于高位形成「射击之星」利淡讯号，或预示上证短期回调，料后抽至 11 月中浪顶 2,508（图 9）。

图 8：恒生指数日线图（6 个月）



资料来源：彭博、招银国际证券

图 9：上证综合指数日线图（6 个月）



资料来源：彭博、招银国际证券

行业观点及焦点股份

看好：航运、内房、电力

- **航运：**国际油价近半年急泻三分一，我们估计油价暂难以大幅反弹，因为令油价积弱的三大因素——供应丰、需求弱、西方制裁俄罗斯——暂难扭转。投资者寻找受惠低油价的股份，近日主力炒高航空股，近一个半月升幅介乎三成至五成。同样受惠低油价的航运股，表现却较为落后，建议买入。航运股主要以所载货品种类及航线分布区分，货品大致分两类：集装箱及干散货。干散货（铁矿石、煤炭等）及油品的需求正在放缓，集装箱则主要装载消费品，前景较佳。**中海集运(2866 HK)**以集装箱航运为主。航线方面，宜选亚洲区内航线比重较高的公司如**海丰国际(1308 HK)**，憧憬中日韩签订自贸协议，以及「21世纪海上丝路」的发展。
- **内房：**人民银行减息，从两方面利好内房。第一，房贷利率下跌，刺激潜在买家之购房意欲，从而令地产商的销售速度加快，降低库存，改善现金流。第二，地产商的借贷利息开支减少。**碧桂园(2007 HK)**集中在地价相对便宜的三/四线城市开发专案，建屋成本较低。碧桂园是第一家投资海外地产项目的内地发展商，这些海外项目可为公司带来长远的增长，并可分散风险。

不过，内房股未能因节省利息开支而即时受惠，不必专挑负债高的股份，以为她们受惠最多。香港上市的地产公司较多采用定息外币债券来融资，人行减息不会影响外币债券的利息支出。另外，若地产公司利用内银的建筑贷款，因为利息开支会被资本化，成为房屋的成本，要在房屋销售及交付予买家才可确认，所以新建房屋减少的利息开支可能在未来1-2年后才反映出来。

- **内地电力：**内地电力企业普遍负债沉重，**华能新能源(958 HK)**的净负债对股本比率高达216%，比大部份同业更高，且大部份为人民币银行借款，受惠人民银行减息。华能新能源主要从事风力发电，并有发展太阳能业务。比起燃煤发电，风电、太阳能等非石化能源获国策支持，增长潜力远远较佳。2014年上半年，全国风况普遍不佳，令风电业绩普遍逊预期，但相信不会长期低迷。风电场接驳上电网的比例日益上升，将逐步减低「弃风限电」的问题，当风资源回升至正常水平，将推动风电股盈利增长。

看淡：石油、石油服务

- **石化能源、石油服务：**国际油价近半年暴跌三分一，石油股首当其冲受压，尤其是上游开采业务为主的股份，同属石化能源的燃气股亦受拖累。利淡油价的因素不会于短期内消退，纵使油价间中有反弹，料难扭转弱势。另外，临近年底，基金于年结前粉饰橱窗，或会造成各板块强者愈强，弱者愈弱，因为避免于基金报表上显示持有被看淡的股份，因此石油相关股或会继续跑输大市。石油服务股（包括页岩气服务）亦料偏弱，因油价处于现水平，油企难免会削减勘探及其他开支，有损石油服务企业收入。

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
中海集运	2866 HK	2.26	447	358.5	0.87	0.7	0.2	亏转盈
海丰国际	1308 HK	4.19	108	10.8	1.70	16.0	3.9	39%
碧桂园	2007 HK	3.14	639	4.7	0.90	20.1	7.4	14%
华能新能源	958 HK	2.71	245	16.7	1.31	8.0	1.2	24%

资料来源：彭博、招银国际证券

市场估值及走势图

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

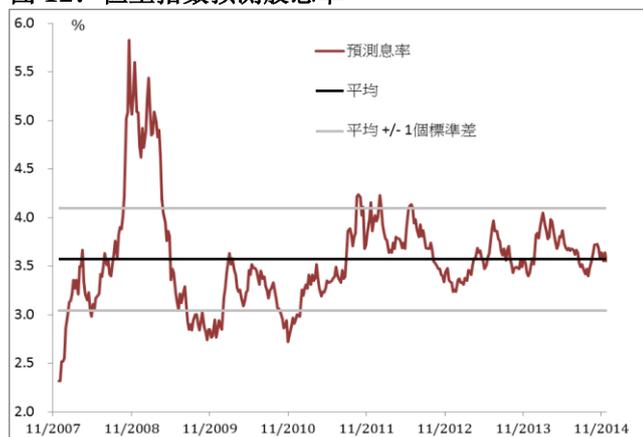


图 13: 恒生国企指数预测股息率



图 14: 中国居民消费价格指数同比

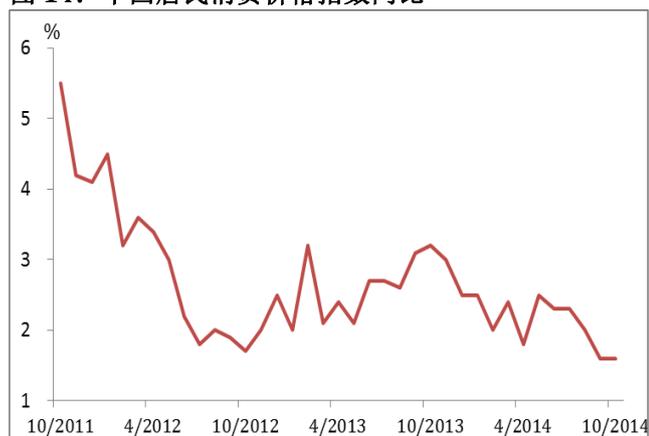


图 15: 美元兑人民币汇价



资料来源: 彭博、招银国际证券

12 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
4	欧洲	欧洲央行及英伦银行议息结果	—	—
5	美国	11 月失业率	5.8%	5.8%
	美国	11 月非农职位变动	228,000	214,000
8	中国	11 月进口 (年比)	4.0%	4.6%
	中国	11 月出口 (年比)	9.0%	11.6%
10	中国	11 月消费者物价指数 (年比)	1.6%	1.6%
	中国	11 月生产者物价指数 (年比)	-2.4%	-2.2%
10-15	中国	11 月新增人民币贷款	6,500 亿	5,483 亿
	中国	11 月 M2 货币供应 (年比)	12.5%	12.6%
12	中国	1-11 月固定资产投资 (年比)	15.7%	15.9%
	中国	11 月工业生产 (年比)	7.5%	7.7%
	中国	11 月零售销售 (年比)	11.6%	11.5%
	美国	11 月密西根大学信心指数	—	88.8
14	日本	国会下议院选举	—	—
15	美国	11 月工业生产 (月比)	—	-0.1%
18	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—
	中国	11 月房价	—	—
19	日本	日本央行议息结果	—	—
23	美国	11 月核心个人消费开支指数 (年比)	—	1.6%
	美国	11 月耐用品订单运输除外 (年比)	—	-0.9%
30	美国	10 月标普/CS 综合 20 城市房价(年比)		4.9%

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	7.56	002703 SZ	27.23	-78.0
山东墨龙	568 HK	3.48	002490 SZ	9.93	-72.2
东北电气	42 HK	1.86	000585 SZ	4.08	-63.8
经纬纺织机械	350 HK	8.23	000666 SZ	17.86	-63.5
第一拖拉机	38 HK	5.70	601038 SH	11.50	-60.7
山东新华制药	719 HK	4.09	000756 SZ	8.17	-60.3
昆明机床	300 HK	3.92	600806 SH	7.80	-60.1
京城机电	187 HK	3.64	600860 SH	7.20	-59.9
洛阳钼业	3993 HK	4.77	603993 SH	9.20	-58.9
重庆钢铁	1053 HK	1.74	601005 SH	3.25	-57.5
兖州煤业	1171 HK	6.60	600188 SH	11.62	-55.0
天津创业环保	1065 HK	5.17	600874 SH	8.96	-54.2
南京熊猫电子	553 HK	6.88	600775 SH	11.77	-53.6
上海石油化工	338 HK	2.35	600688 SH	4.01	-53.5
大连港	2880 HK	2.68	601880 SH	4.55	-53.3

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(%)
万科企业	2202 HK	15.46	000002 SZ	10.64	15.2
安徽海螺水泥	914 HK	25.80	600585 SH	18.06	13.3
青岛啤酒	168 HK	54.10	600600 SH	39.36	9.0
江苏宁沪高速公路	177 HK	8.95	600377 SH	6.56	8.2
中国南车	1766 HK	7.89	601766 SH	5.80	7.9
华电国际电力	1071 HK	6.37	600027 SH	4.74	6.6
华能国际电力	902 HK	8.98	600011 SH	6.69	6.5
复星医药	2196 HK	27.60	600196 SH	20.69	5.8
中国太保	2601 HK	31.50	601601 SH	23.69	5.5
潍柴动力	2338 HK	29.50	000338 SZ	22.43	4.3
中国神华	1088 HK	21.30	601088 SH	16.35	3.3
招商银行	3968 HK	15.62	600036 SH	12.11	2.3
工商银行	1398 HK	5.13	601398 SH	4.01	1.5
中国平安	2318 HK	64.85	601318 SH	50.75	1.3
农业银行	1288 HK	3.60	601288 SH	2.82	1.2

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。