

2015年7月10日

港股策略特别报告

风暴过后，低吸港股

中港股灾成因

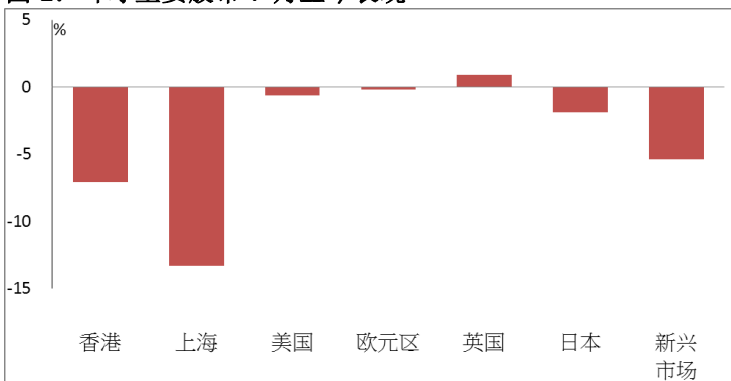
中国内地及香港股市近期急跌，堪称「股灾」：上证综合指数由6月12日高见5,178，到7月9日低见3,373，下挫幅度达35%；香港恒生指数由6月24日高位27,471回调，到7月8日低见22,837，调整幅度达17%，若由4月27日高位28,589计，累跌20%。了解跌市原因，方能判断后市发展：

一. 希腊债务违约

欧洲债务危机升级，希腊未能偿还于6月30日到期的一笔15亿欧元IMF（国际货币基金组织）贷款，而于7月5日举行的全国公投，否决了债权人提出的改革援助方案，市场忧虑希腊最终将脱离欧元区。

每逢环球出现系统性风险，资金自由进出、外资参与度高的港股，往往沦为外资的「提款机」而受压，今次亦不例外。不过，内地股市并非完全开放，受外围影响较小，而且，从希腊赖债以来全球主要股市表现所见，风暴中心欧元区几乎无升跌，其他市场的表现亦算平静，唯独中港股市大跌（图1），可见希债风波并非中港股灾的最主要原因。

图1：环球主要股市7月至今表现



资料来源：彭博，截至7月9日

二. 内地政府打击「场外配置」

一年前，A股进入牛市，期间上证综指累升约1.5倍，融资买股为一大推动力。除了透过券商进行的融资，还衍生由伞型信托等形式进行的股票融资。监管机构为控制杠杆风险，5月底开始严打此等「场外配置」，带来了平仓压力。

三. A股部份股票估值过高

A股于大跌前，整体估值偏高，上证综指之预测市盈率于6月高见20.8倍，远高于近七年平均13.1倍（图2）。中小型股份之估值更高，创业板指数之预测市盈率曾升至逾100倍，与2000年科网股狂潮时，美国纳斯达克指数之泡沫估值相若。

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

恒生指数 24,393
52周高/低位 28,589/22,530
大市3个月日均成交 1,632亿港元

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	-9.6%	-17.4%
3个月	-9.5%	-16.7%
6个月	+2.0%	-5.3%

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](#)

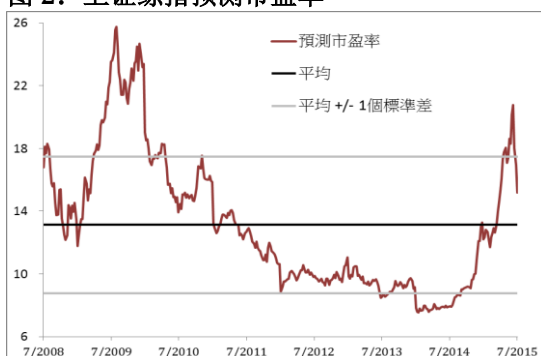
[15年4月1日 - 北水南调短期难见成效](#)

[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](#)

[15年1月2日 - H股落后吸引，金融内房看俏](#)

图 2：上证综指预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券

四. 救市反有损市场信心

当 A 股于 6 月中下旬已由高位回落两成后，内地政府连日推出多项措施，以图稳定市场，包括入市增持（中央汇金、中国证券金融公司、央企、券商等）、限制主要股东减持、严查恶意沽空等，但市场初期反应负面，跌势未止。外资亦普遍反对政府干预市场，从「沪股通」成交可见，连日来出现净卖出 A 股，反映外资从 A 股市场撤资。

五. 大量 A 股停牌，港股沦为「提款机」

由于监管机构于 A 股市场去杠杆，A 股之平仓压力不轻，但随着市场下挫，申请停牌的 A 股数量大增，高峰期多达 4 成至 5 成 A 股停牌，令股东无从套现，加上部份救市措施限制沽出，估计有部份急需套现者，唯有于港股市场套现，令港股有几日之跌幅较 A 股更大。

港股展望

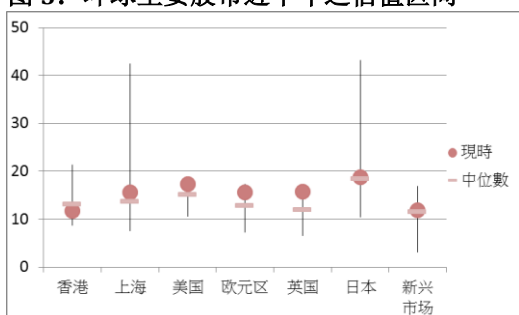
估值低绝全球

环顾全球主要已发展及新兴市场，港股的估值最便宜，预测市盈率最低，亦系唯一估值低于自身近十年中位数之股市（图 3）。低廉的估值，料将令港股再跌的空间不大，可望获国际投资者垂青。

港元偏强，未有资金流走迹象

港股回调之际，港元并无明显转弱，仍靠近兑美元之强方 7.75（图 4），未有资金大举撤走之迹象，有利港股后市。

图 3：环球主要股市近十年之估值区间



资料来源：彭博、招银国际证券

图 4：港元汇价偏强方水平



资料来源：彭博

技术分析：恒指险守上升轨

- 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 5）。此次恒指急跌，于 7 月 8 日曾失守升轨支持（约于 23,500），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。
- 短期而言，恒指于 7 月 8 日急跌、9 日急升，阴阳烛图营造「双日转向」见底讯号（图 6），料后市逐步回稳。

图 5：恒生指数周线图（2011-2015）



资料来源：彭博、招银国际证券

图 6：恒生指数日线图（6 个月）



资料来源：彭博、招银国际证券

建议策略

吸纳大型蓝筹股

综合上述跌市原因，港股之急跌，受内地短期资金流影响大、与基本因素关系小，而港股估值本已偏低，大跌后更加吸引，应把握机会吸纳。

较稳健的策略，为首先吸纳大蓝筹，尤其是本港公司，如**港交所(388 HK)**、地产股**长实地产(1113 HK)**、**新鸿基地产(16 HK)**、银行股**东亚银行(23 HK)**，及国际公司如**友邦保险(1299 HK)**及**长和(1 HK)**。预料这些股份遭受进一步沽压的风险较低，因为自从去年底「沪港通」启动后，内地投资者南下买入的股份，以他们熟悉的中资股为主。若内地股市去杠杆尚未完成，在港上市的中资股或仍有沽售压力。

待中港股市确认回稳，可增持增长前景佳、政策风险低的股份，包括内险股如**中国平安(1113 HK)**、科网股龙头**腾讯(700 HK)**、受惠「一带一路」国策的基建股如**中铁建(1186 HK)**、**中国中铁(390 HK)**及**中交建(1800 HK)**。

主要风险

希腊脱欧

欧盟将于本周日（7 月 12 日）举行紧急峰会，商讨希腊债务问题。希腊于 7 月有多笔贷款到期，总值约 70 亿欧元，若政府提出的改革方案未获债权人接纳，将难以获批新贷款，很可能再度违约。

希腊拖欠债务本身，对金融市场冲击不大，因为希腊债务仅约两成由私人持有，其余均由 IMF、欧央行等机构持有。市场真正忧虑的是希腊可能被逼退出欧元区。不过，而且近几年欧央行及欧盟等已建立「防火墙」，防止一国的危机波及其他欧元区成员国。万一希腊脱欧，难免令全球股市出现短期震荡，但料不至于如 2008 年雷曼兄弟倒闭般触发灾难。

A 股陆续复牌时

过去一个月，A 股停牌的股份数量急增，现有约四成股份停牌，它们或多或少避过了大市跌浪，短则几日，长则几周。当 A 股大市回稳，这些股份或会陆续复牌，积存了沽压届时可能一涌而出，再度拖低 A 股大市，连累港股。

模拟港股组合

	股份	代号	行业	本年度 预测市盈率	下年度 预测市盈率	股息率 (%)	买入价 (港元)	收市价 (港元)	总回报 (连股息)	占组合比重
中长线 (57.2%)	中兴通讯	763	电讯设备	14.7	13.1	1.3	15.87	15.90	23.9%	9.4%
	深圳国际	152	物流	10.9	10.0	2.2	9.11	11.86	35.1%	9.3%
	中国铁建	1186	铁路基建	8.5	7.7	1.8	8.02	10.50	33.2%	8.2%
	中国平安	2318	金融	12.3	11.2	1.0	72.33	91.3	26.2%	9.3%
	腾讯	700	科网	35.0	26.8	0.2	114.2	146.0	28.2%	8.3%
	中国海外	688	内房	7.8	6.8	2.2	24.3	24.9	4.0%	8.0%
	中芯国际	981	科技	18.8	15.7	0.0	0.719	0.73	1.6%	4.7%
短线 (25.2%)	银河娱乐	27	博彩	18.5	16.6	0.8	35.43	33.05	-6.7%	6.5%
	长实地产	1113	地产	13.5	11.6	0.0	65.00	60.70	-6.6%	6.4%
	中信银行	998	金融	5.0	4.7	0.0	6.02	5.57	-7.5%	6.0%
	联想集团	992	科技	11.7	10.5	2.8	9.36	9.61	2.7%	6.3%
现金 (17.6%)										17.6%
组合整体回报 (由2014年1月13日成立起计)									8.8%	
组合整体回报 (2015年度)									8.7%	

数据来源：彭博、招银国际证券 (截至2015年7月9日)

关于模拟港股组合之重要披露及免责声明

以上模拟投资组合由招银国际证券有限公司(“本公司”)设计, 资料仅作参考之用, 本公司对以上资讯的准确性和可靠性不能亦不会作任何保证或承担, 并对基于该等资料或有关的错漏或延误而作出的任何决定或导致的损失或损害概不负责。

当中股票投资分为「中长线」及「短线」部分:

「中长线」部份为核心持股, 占模拟投资组合较大比重 (50%至 70%), 主要投资基本因素良好及/或估值偏低之股票。预期买卖频率较低。

「短线」部份占模拟投资组合的比重较小 (0%至 50%), 主要投资预期短期内较具上升动力的股票。除了基本因素及估值, 亦受消息、传闻、技术指标等等所影响。此部分可能波动性较高, 亦未必适合中长线投资。

模拟投资组合仅属于非使用真实金钱之虚拟投资, 不可作为或被视为以主事人或代理人身份邀请或提请任何人士作为证券买卖, 亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议。模拟投资组合所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险, 且可能不适合所有投资者, 并没有把任何个人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。过去的表现亦不代表未来的表现, 未必对实际组合的未来表现有指示作用。本公司建议投资者独立评估投资策略, 并咨询专业财务顾问以便作出投资决定。任何参考本模拟投资组合所作的投资决定, 完全由投资者自己承担风险。

模拟投资组合所载资料, 基于本公司认为可靠且已经公开的资讯, 本公司力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本公司可发布其它与模拟投资组合所载资料及/或结论不一致的报告。本公司、其附属或关联公司、董事、关联方或雇员, 可能持有模拟投资组合内所述或有关之证券, 并可能不时进行买卖, 还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此, 投资者应注意本模拟投资组合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。

如需索取更多有关证券的资讯, 可向我们联络。

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风险。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其他任何人。