

2015年12月3日

招财进宝 - 港股策略报告



忧加息及人民币贬值，12月料先跌后反弹

摘要

美国就业表现强，料本月中加息

美国于过去一个月公布的经济数据，整体显示复苏良好，其中10月份非农就业人口大幅超过预期，平均时薪创2009年以来最大，料联储局将于本月16日会议加息。

忧加息及人民币贬值，12月港股料先跌后反弹

联储局一年来已不断向市场释出快将加息的讯号，投资者已有充份准备，因此当加息真的来临，市场反应未必负面。不过，投资者最忌不明朗，议息之前，利率此一大不明朗因素料会困扰市场，令港股于上半月受压。另外，人民币已成功获纳入SDR，汇率定价应更加市场化，短期内仍有贬值压力，不利H股表现。

中央经济工作会议前，A股料造好

中国中央经济工作会议，料于12月上旬至中旬举行。会议将分析目前经济形势，总结今年经济工作，以及提出明年经济工作的规划。于中央重要会议前，A股通常因憧憬利好政策而上升，到会议期间或之后则有较大机率回落。

恒指12月料于21,500至23,700上落，上证目标3,738

恒指料于12月上旬在下降通道内整固，或低见21,500，但于21,900营造了「小双底」利好形态，若稍后能冲破下降通道顶部阻力，将上试颈线水平22,800，若突破颈线，量度目标为23,700。上证综指则于上升通道内反复回升，目标3,738。

焦点股份：旅行社、快餐、内险

旅行社受惠强港元

港元随美元强势，外游成本下降。**东瀛游(6882 HK)**于主打的日本旅游市场占有率逾三成。上半年日本相关业务贡献公司收入之62%，每股盈利急升1.1倍。

快餐股具逆周期特性

香港经济增长正放缓，零售及旅游业疲弱，但快餐需求稳定，租金支出料将逐步减少，人民币贬值亦令来自内地之食材成本下降。**大快活(52 HK)**成本控制得宜，毛利扩阔。

内险投资收益受A股强势

预料A股于中央经济工作会议前可保持强势，有利内险之投资收益。**中国平安(2318 HK)**同时经营银行及资产管理，多线发展，带来交叉销售等协同效应。平安较国企营运效率佳，更为创新，例如较早发展互联网金融，互联网总用户已达1.67亿户。

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

恒生指数 22,480
52 周高/低位 28,589/20,368
大市 3 个月日均成交 779 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	-0.4%	-2.3%
3 个月	+7.4%	+8.1%
6 个月	-18.7%	-28.8%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

过往市场策略报告

[15年11月2日 - 港股料反复上落，看好绩优及高息股](#)

[15年10月2日 - 美国近加息，股票胜债券](#)

[15年9月1日 - 恒指目标下调至23,600](#)

[15年8月3日 - 业绩难有惊喜，中港股市横行](#)

[15年7月10日 - 风暴过后，低吸港股](#)

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
东瀛游	6882 HK	2.76	14	9.3	3.62	57.1	6.5	62%
大快活	52 HK	25.35	32			未有预测		
中国平安	2318 HK	44.25	7,981	12.0	1.84	15.9	1.3	24%

资料来源：彭博、招银国际证券

经济回顾及展望

料美国月中首次加息

美国于过去一个月公布的经济数据，整体显示复苏良好，虽然个别数据逊预期，例如 11 月份 ISM 制造业采购经理指数意外地跌至 48.6，三年来首次跌穿 50 点之盛衰分界线，但联储局最重视的就业数据强劲，10 月份非农就业人口增加 27.1 万人，大幅超过预期，比前值多出近一倍；失业率降至 2008 年以来最低点 5.0%；平均时薪同比增长 2.48%，创 2009 年以来最大增幅（图 1），料有助目前低企的通胀向目标水平 2%迈进。

联储局公开市场委员会将于本月 15 至 16 日议息，此前最重要的经济数据为 4 日公布的 11 月份就业报告，除非新增职位、失业率及时薪均远逊预期，我们认为联储局很有可能于本月会议上首次加息。市场亦普遍相信本月加息，利率期货显示，本月加息机会高达 75%。

中国制造业持续萎缩，犹幸中小企业改善

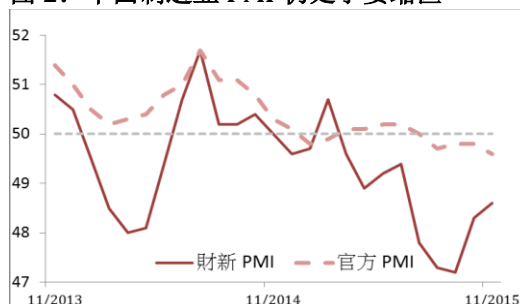
中国经济增速继续有序地放缓。11 月份制造业采购经理人指数（PMI）显示，制造业继续萎缩，官方制造业 PMI 连续四个月低于 50 之盛衰分界线，跌至 49.6，创逾三年新低。中小企业比重较高的财新中国制造业 PMI 更已连续九个月低于 50，但近两个月环比回升（图 2），似反映过去一年内地宽松的货币政策渐见成效，对实体经济起到支持作用。中小企业贡献全国大部份职位，对就业稳定以至消费前景至关重要，若中小企业景气回稳，将为经济前景打下强心针。

图 1：美国平均时薪同比增幅创六年新高



资料来源：彭博

图 2：中国制造业 PMI 仍处于萎缩区



资料来源：彭博

人民币顺利加入 SDR，权重超英镑日圆

国际货币基金组织（IMF）于 11 月 30 日开会后宣布，将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，符合市场预期。新 SDR 货币篮子将于 2016 年 10 月 1 日正式生效，人民币权重为 10.92%，超出日圆和英镑，美元的权重则大概保持不变。

结果公布后，中港股市反应偏向正面，但反应不算大，因为「入篮」早已属市场共识，反而人民币所占权重仅属预期中之偏低水平。汇市的反应更为平静，消息公布后，人民币在岸价及离岸价兑美元均小幅度贬值。

大市回顧及展望

11 月反复偏软

回顾 11 月，港股反复下挫，主要由于美国加息预期升温，美汇指数单月急升 3.3%，拖累 MSCI 新兴股市指数跌 4.0%，恒生指数及国企指数全月分别下跌 2.8%及 5.8%。内地股市则没有受新兴市场弱势所累，上证综指全月升 1.9%。

A 股信心回稳，救市政策逐步退出

随着 A 股回稳，市场信心回暖，中央政府于第三季度实施的「暴力救市」措施，正逐步退出，包括重启新股(IPO)，及取消券商自营股票每天净买入要求。此举一方面显示监管机构对 A 股后市有信心，另一方面亦有助反对过度干预的外资对 A 股回复信心。

忧加息及人民币贬值，12 月港股料先跌后反弹

展望 12 月，影响港股的首要因素当然是联储局利率决定。就算一如预期加息，仍有甚多细节须关注，包括加息幅度、前瞻指引、会后声明、主席耶伦于记者会上措辞，以及香港银行会否立刻跟随加息。鉴于联储局早于去年 10 月结束买债后，已不断向市场释出快将加息的讯号，投资者已有充份准备，资金亦早已作相应部署，这从今年来美元强势持续及新兴市场走资可见一斑，因此当加息真的来临，市场反应未必负面，反而可能因利率前景渐趋明朗而视为好消息。不过，投资者最忌不明朗，议息之前，利率此一大不明朗因素料会困扰市场，令港股于上半月受压。

另一项短期风险，是人民币贬值。综合市场对人民币汇价之明年预测，贬值预期已形成，差别只在于幅度。由于人民币已成功获纳入 SDR，汇率定价应更加市场化，顺应人民银行于 8 月 11 日的「增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度」决定，减少央行干预。短期而言，美国月中议息前，包括人民币在内的新兴货币料仍有贬值压力。人币贬值的风险，对 A 股影响不大，因内地投资者对此不太敏感，但对 H 股有较大影响，因对香港及外国投资者而言，其持有之资产价值将随汇率贬值。

月中美联储议息可能成为港股的转捩点，因为若落实加息，预期兑现，近一个月来受压的资产或出现反弹，包括非美元货币、新兴股市、商品等。适逢基金年结在即，粉饰窗櫺效应支持下，估计港股于下半月表现较佳。

中央经济工作会议前，A 股料造好

一年一度的中国中央经济工作会议，即将召开，根据惯例，会议通常于 12 月上旬至中旬举行。会议将分析目前国内外经济形势，总结今年经济工作，以及提出明年经济工作的规划。于中央重要会议前，A 股通常因憧憬利好政策而上升，到会议期间或之后则有较大机率回落。结合以上对港股的预测，本月中港股走势或背驰：A 股先升后跌，港股先跌后升。策略上，可先增持 A 股，月中候低吸纳港股。

技术分析：恒指料于 21,500 至 23,700 上落，上证目标 3,738

- 恒指自 10 月下旬起，一直于下降通道运行，料于 12 月上旬继续于通道内整固，或低见 21,500。不过，恒指于 21,900 营造「小双底」利好形态，若稍后能冲破下降通道顶部阻力，将上试颈线水平 22,800，若突破颈线，量度目标为 23,700（图 3）。
- A 股方面，上证综指于 8 月份股灾低见 2,850，其后于上升通道内反复回升。以黄金比率推算，上证从年中高位最多累跌 2,324 点，反弹跌幅之 0.382 倍，目标 3,738，正好与上升通道顶部相若（图 4）。

图 3：恒生指数日线图（3 个月）



图 4：上证综指日线图（6 个月）



资料来源：彭博、招银国际证券

投资策略及焦点股份

旅行社受惠强港元

- **港元跟随美元强势，港人出外旅游成本下降，带动旅行团及自由行票务需求**，尤其以近三年汇率大贬的日本最受欢迎。近日巴黎遭受恐怖袭击，或会令部份打算赴欧美旅游的港人，改为去日本，料日本旅行团及自由行票务需求增加。
- **东瀛游(6882 HK)**为港澳三大旅行社之一，市占率约一成，于其主打的日本旅游市场，市占率逾三成。今年上半年，日本旅行团及自由行票务，贡献公司总收入之 62%，而亚洲以外地区仅占 12%。受惠游日热潮，东瀛游上半年每股盈利急升 1.1 倍。公司预期派息比率不低于 50%，年预测股息率达 6.5%。

快餐股具逆周期特性

- **快餐需求稳定，经济放缓时成本反而下降**。香港经济增长正放缓，尤其是深受内地客减少及港元强势打击的零售及旅游业。近日公布截至 9 月底之半年业绩的香港零售股，几乎全线盈利大幅倒退，其中化妆品及珠宝零售股之盈利普遍同比跌四成至五成多。相比之下，餐饮股表现较佳，虽然某程度仍受经济成本上升所累，但盈利跌幅远小于零售股，其中**大快活(52 HK)**更录得 13% 增长（税前经营溢利，撇除出售资产之收益）。
- 大快活中期业绩显示，毛利率扩阔 1.4 个百分点至 16.4%，可见成本控制得宜。本港铺租已呈跌势，估计大快活之租金支出将逐步下降，而人民币贬值亦令来自内地之食材成本下降。大快活期之内地业务扭亏为盈，关了三间店，反映发展策略审慎。

内险投资收益受 A 股强势

- **预料 A 股于中央经济工作会议前可保持强势，有利内地保险公司之投资收益**，内险股可望跑赢大市。国策亦推动保险业发展，10 月底五中全会后公布之十三五规划建议，提及的户籍制度改革及城乡居民医保制度，将有利保险需求，其他相关政策尚包括发展职业年金、企业年金、商业养老保险，实施全民参保计划，适当降低社会保险费率，完善社会保险体系等。
- **中国平安(2318 HK)**于内地寿险及产险之市场份额均排第二，分别占 13.0% 及 19.1%。除了保险，平安同时经营银行及资产管理，分别贡献盈利约三成及一成。多线发展，为平安带来交叉销售等协同效应。平安为民企，比起国企，营运效率较佳，更为创新，例如平安为较早发展互联网金融的险企，截至 6 月底，互联网总用户规模已达 1.67 亿户。

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
东瀛游	6882 HK	2.76	14	9.3	3.62	57.1	6.5	62%
大快活	52 HK	25.35	32			未有预测		
中国平安	2318 HK	44.25	7,981	12.0	1.84	15.9	1.3	24%

资料来源：彭博、招银国际证券

市场估值及走势图

图 5：恒生指数预测市盈率

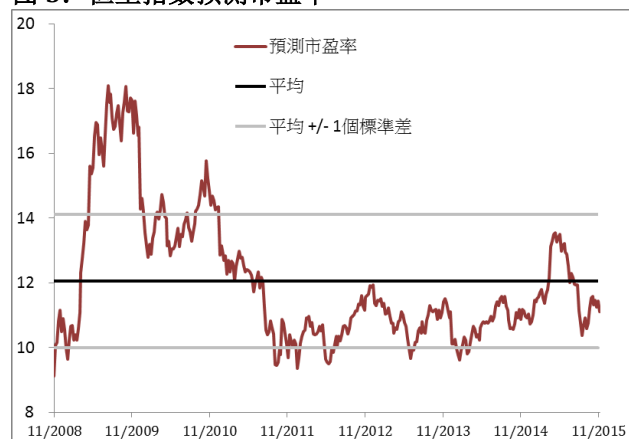


图 6：恒生国企指数预测市盈率

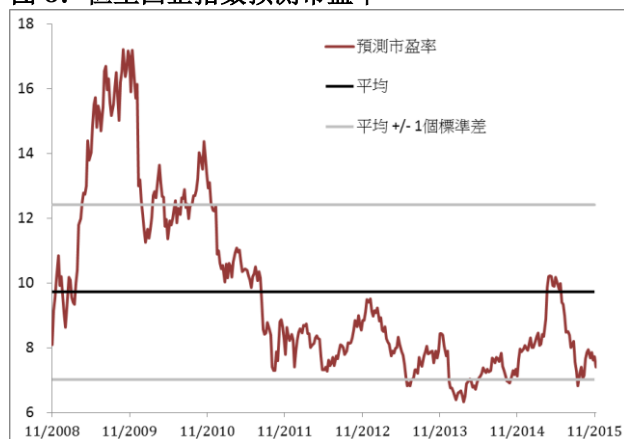


图 7：恒生指数预测股息率



图 8：恒生国企指数预测股息率

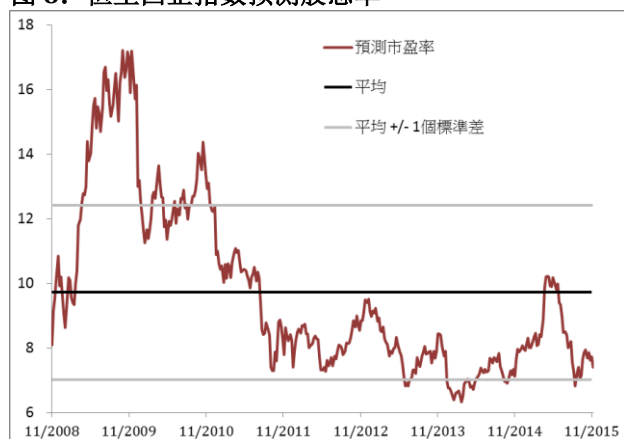


图 9：恒生 AH 股溢价指数（100 以上为 A 股溢价）

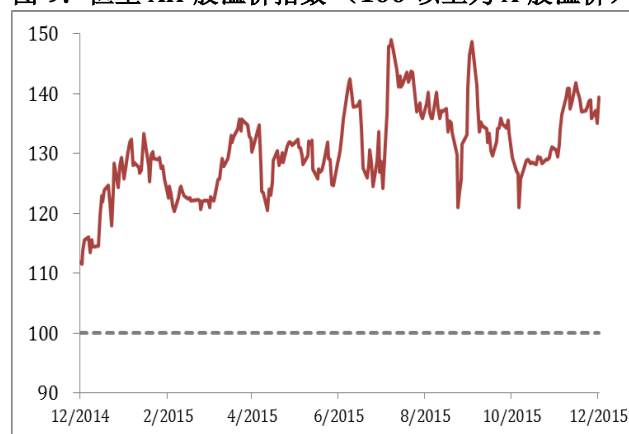
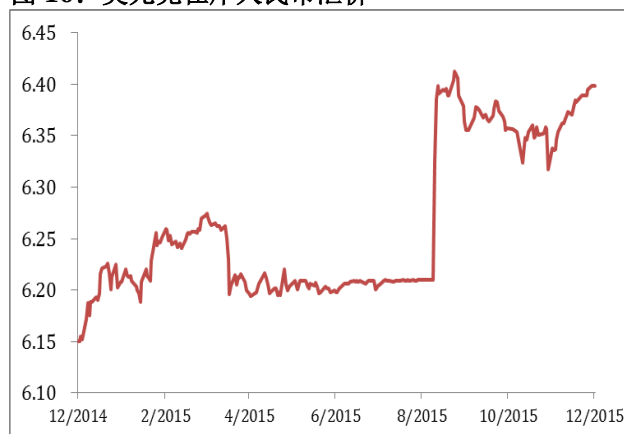


图 10：美元兑在岸人民币汇价



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
3	欧元区	欧洲央行议息结果	—	—
4	美国	11 月失业率	5.0%	5.0%
	美国	11 月非农职位变动	19.0 万	26.8 万
	美国	11 月平均时薪（环比）	0.2%	0.4%
8	中国	11 月出口（同比）	-4.3%	-6.9%
	中国	11 月进口（同比）	-11.3	-18.8%
9	中国	11 月消费者物价指数（同比）	1.4%	1.3%
	中国	11 月生产者物价指数（同比）	-6.0%	-5.9%
10	英国	英伦银行议息结果	—	—
10-15	中国	11 月新增人民币贷款	7,500 亿	5,136 亿
	中国	11 月 M2 货币供应（同比）	13.4%	13.5%
12	中国	1-11 月固定资产投资（农村除外, 同比）	10.2%	10.2%
	中国	11 月工业生产（同比）	5.7%	5.6%
	中国	11 月零售销售（同比）	11.1%	11.0%
14	日本	企业短期经济观测调查	—	—
15	美国	11 月 CPI（不含食品及能源, 同比）	—	1.9%
17	美国	联储局公开市场委员会议息结果	—	—
18	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（同比）	—	1.3%
27	中国	11 月规模以上工业企业利润（同比）	—	-4.6%
29	美国	11 月消费者信心指数	—	90.4

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	5.86	600876 SH	36.60	-86.8
中石化油服	1033 HK	2.28	600871 SH	8.61	-78.1
浙江世宝	1057 HK	10.80	002703 SZ	34.56	-74.2
洛阳钼业	3993 HK	1.60	603993 SH	4.99	-73.5
昆明机床	300 HK	4.91	600806 SH	14.61	-72.3
广汽集团	2238 HK	7.40	601238 SH	21.25	-71.2
山东墨龙	568 HK	3.56	002490 SZ	10.02	-70.7
东北电气	42 HK	2.73	000585 SZ	7.44	-69.7
兖州煤业	1171 HK	3.64	600188 SH	9.77	-69.2
海信科龙	921 HK	3.89	000921 SZ	10.23	-68.6
重庆钢铁	1053 HK	1.25	601005 SH	3.20	-67.7
第一拖拉机	38 HK	5.40	601038 SH	12.96	-65.6
南京熊猫电子	553 HK	7.00	600775 SH	16.49	-65.0
山东新华制药	719 HK	4.98	000756 SZ	11.34	-63.7
上海石油化工	338 HK	2.94	600688 SH	6.62	-63.3
大唐发电	991 HK	2.57	601991 SH	5.47	-61.2
中船防务	317 HK	17.44	600685 SH	36.69	-60.8
中海油田服务	2883 HK	7.80	601808 SH	16.28	-60.4
马鞍山钢铁	323 HK	1.65	600808 SH	3.43	-60.3
中国铝业	2600 HK	2.50	601600 SH	5.16	-60.0
北京北辰实业	588 HK	2.70	601588 SH	5.48	-59.3
金隅	2009 HK	5.54	601992 SH	10.95	-58.2
中煤能源	1898 HK	3.20	601898 SH	6.30	-58.1
郑煤机	564 HK	3.67	601717 SH	7.14	-57.6
经纬纺织机械	350 HK	11.96	000666 SZ	22.59	-56.3

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 (%)
安徽海螺水泥	914 HK	22.40	600585 SH	17.55	5.4
福耀玻璃	3606 HK	18.48	600660 SH	14.98	1.9
中国平安	2318 HK	44.25	601318 SH	36.01	1.5

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。