

2015年11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

港股料反复上落，看好绩优及高息股

摘要

联储局 12 月或加息，欧央行或扩大量宽

美国联储局指下次于 12 月 16 日的会议将考虑加息。利率期货显示，12 月加息的机率近半。加息的关键，是未来一个半月美国的经济数据，尤其是 11 月 6 日及 12 月 4 日公布之就业报告。欧洲央行反而将于 12 月会议上检讨量宽计划，如有需要或扩大。

中国「双降」，并实施「二孩政策」

人民银行于 10 月 23 日宣布「双降」，是去年 11 月以来第六次减息及第四次降准。鉴于目前银行惜贷、坏账飙升，「双降」效果或不及预期，人行还须辅以多种货币工具配合。中共「五中全会」决定全面实施「二孩政策」，以应对人口老化。

人民币料获纳入 SDR

IMF 将于本月作五年一度的特别提款权(SDR)检讨，考虑将人民币纳入 SDR 货币篮子，若决定纳入，国际对人民币之长远需求料增加，但由于明年 9 月 30 日后才生效，短期影响料不大。中港股市短期反应料正面，因人民币贬值忧虑可望稍为舒缓。

恒指料于 21,900 至 24,000 上落

港股上月之反弹已反映了不少利好因素，而本月料较少重大好消息，加上恒指之估值已不再低残，估计港股本月上升动力不大，恒指料于 21,900 至 24,000 上落。风险方面，慎防美元强势重临，新兴市场再现走资。

焦点股份：运动服装、火力发电、香港房托

内地运动服装股复苏持续

内地体育服装股近期之业绩及订货会，均显示行业复苏持续。**361 度(1361 HK)**连续七季订货会订单有增长，近年发展之童装兼具二胎概念。

传减上网电价，火电股超跌

内地火力发电股上周急跌一成，因传闻上网电价即将下调，但减价并不意外，行业继续受惠燃料成本及财务成本降。**华电国际(1071 HK)**之估值及息率较同业吸引。

美加息步伐料缓慢，高息房托仍吸引

估计美国加息步伐平缓，派息高而稳定之股份，于波动市仍具吸引力。**冠君产业信托(2778 HK)**旗下花旗银行广场出租率急升至 95%，将带动今后之租金收入及分派。

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

恒生指数 22,640
52 周高/低位 28,589/20,368
大市 3 个月日均成交 848 亿港元

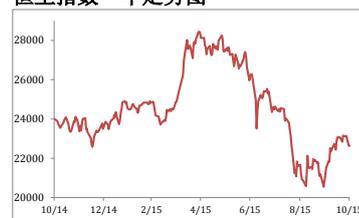
资料来源：彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1 个月	+8.6%	+10.5%
3 个月	-7.6%	-6.7%
6 个月	-19.5%	-28.0%

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 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](#)

[15 年 6 月 1 日 - 「五穷六绝」实为低吸良机](#)

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
361 度国际	1361 HK	2.76	57	9.1	0.87	10.0	4.4	29%
华电国际	1071 HK	5.70	801	6.0	1.07	19.3	6.3	3%
冠君产业信托	2778 HK	4.06	234	22.1	0.50	2.3	4.7	-14%

资料来源：彭博、招银国际证券

经济回顾及展望

美国 12 月仍可能加息

美国联储局于 10 月 28 日议息后，一如预期保持利率不变，但会后声明没再提及对外围经济的忧虑，并指下次于 12 月 16 日的会议会考虑加息。利率期货显示，市场预期 12 月加息的机率，已由 10 月议息会前的 33%，升至最新的 47%。

综观美国今年的经济表现，复苏持续，刚公布之第三季 GDP，年度化环比增长 1.5%，虽较二季度的 3.9%大幅回落，但增速下滑主要由于库存减少，较重要的个人消费仍维持较高增速，达 3.2%。事实上，过去四个季度，个人消费增速大多高于整体 GDP 增速（图 1）。储局会否于 12 月加息的关键，是未来一个半月美国的经济数据，尤其是 11 月 6 日及 12 月 4 日公布之就业报告，及通胀指标。

图 1：美国 GDP 及个人消费增速



资料来源：彭博

欧元区或扩大量化宽松

欧洲央行 10 月 22 日议息后，维持货币政策不变，行长德拉吉于记者会透露，会上曾讨论减息，并将于 12 月会议上检讨量化宽松计划，如有需要，会将原订于明年 9 月结束之量宽延长。加码宽松的预期，令近半年走势平稳的欧元汇价，再度转弱（图 2）。

图 2：欧元兑美元再度转弱



资料来源：彭博

日本央行调低通胀预期，但暂不扩大量宽

虽然日本通胀低迷，扣除新鲜食品之消费物价指数(CPI)于 8、9 月份皆为 -0.1%，但日本央行于 10 月 30 日的议息会议，没有如部份市场人士预期般扩大量化宽松规模，决定维持货币政策不变，货币基础每年增加 80 万亿日圆。央行同时调低通胀展望，预期本财政年度通胀仅得 0.1%，下年度为 1.4%，并料到 2017 年 3 月之半年度才能达到 2%目标。央行将通胀迟迟未达标，归咎于油价疲弱。市场人士倾向认为，日本经济现况难望通胀能达标，央行早晚须加码宽松。

人民银行再度「双降」，仍有宽松空间

中国人民银行于 10 月 23 日宣布，减息 0.25 厘，及下调存款准备金率 0.5 个百分点，并取消存款利率浮动上限，利率市场化更进一步。这是继 6 月及 8 月后，人行今年第三次「双降」，亦是去年 11 月开始减息周期以来，第六次减息及第四次降准（图 3）。

调整后的一年期存款基准利率为 1.5%，低于 9 月份消费价格指数(CPI)增速 1.6%（图 4），意味实质利率已变负数，但这不代表货币政策进一步宽松的空间受限制，因为我们认为未来数月，CPI 增速很有可能受生产者出厂价格指数(PPI)跌幅扩大及食品价格回落影响，将回落至 1.5%，与一年期存款基准利率持平。

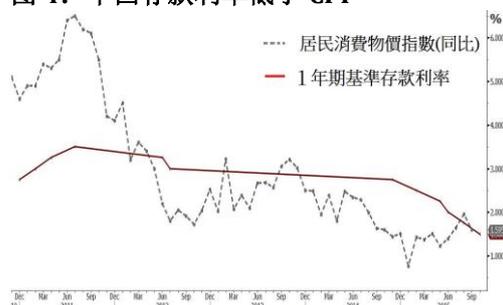
另外，在目前银行惜贷、坏账飙升的情况下，「双降」的效果可能不及预期般理想，人行行为实体经济提供融资支援时，还须辅以多种货币工具配合。

图 3：中国一年内六次减息、四次降准



资料来源：彭博

图 4：中国存款利率低于 CPI



资料来源：彭博

中共五中全会闭幕，实施「二孩政策」

中共「五中全会」于 10 月 29 日闭幕，审议通过了第十三个五年规划的建议，提出全面建成小康社会的目标，未来经济保持中高速增长，到 2020 年实现 GDP 和城乡居民人均收入比 2010 年倍增，意味「十三五」期间，GDP 年均增长目标约 6.5%。会后公布的政策，以全面实施「二孩政策」最为瞩目，实行了三十多年的「一孩政策」告终，一对夫妇将可以生育两名子女，以应对人口老化、劳动人口下降之问题。至于「十三五规划」具体内容，料将于明年 3 月全国人大政协会议上审议。

人民币料获纳入 IMF 特别提款权

中国经过了 10 月份之「五中全会」、人民银行「双降」、公布 GDP 数据等事项，11 月焦点较少，较重要的是国际货币基金组织(IMF)将于本月作五年一度的特别提款权(SDR)检讨，今次将考虑将人民币纳入 SDR 货币篮子，但 IMF 尚未确定检讨日期。今次检讨的关键，是人民币是否符合 IMF 之「可自由使用」准则，即是于国际交易中被广泛用作付款，及于主要外汇市场中被广泛买卖。

假设人民币获纳入 SDR，长远而言，国际对人民币之需求料增加，但由于明年 9 月 30 日后才生效，短期实际影响料不大。对中港股市而言，短期反应料正面，因预期人民币需求上升，自 8 月 11 日人民币更改定价机制后之贬值忧虑，可望稍为舒缓。但另一方面，获纳入 SDR 或意味人民币定价将进一步市场化，若全球经济因素（例如主要贸易伙伴及出口竞争国之货币持续贬值）令人民币贬值压力持续，单凭纳入 SDR 的消息，恐未足以扫除贬值忧虑。

大市回顾及展望

10 月反弹后，料反复上落

回顾 10 月份，环球股市普遍大幅上扬：美国标普 500 指数升 8.3%，德国 DAX 指数涨 12.3%，上证综指升 10.8%。港股亦于连跌五个月后，随全球股市反弹，恒生指数升 8.6%，国企指数升 10.5%。港股大幅反弹的主要原因，包括美国加息预期延后、新兴市场走资潮缓和、人民币汇价喘定、中共「五中全会」前憧憬利好政策等。

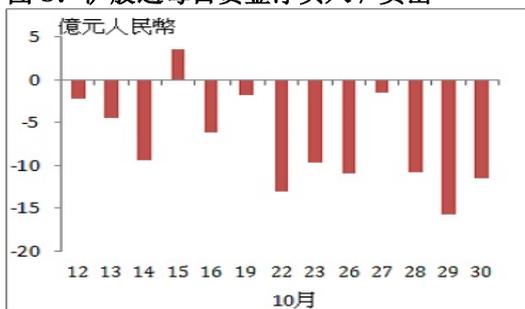
展望 11 月份，由于上月之反弹已反映了不少利好因素，而本月料较少重大好消息，加上恒指之估值已不再低残，若撇除受不良资产困扰而估值低迷的内银股，恒指之本年预测市盈率现为 14.9 倍，与十年平均值 15.3 倍相若，估计港股本月上升动力不大，缺乏方向，大市反复上落。

中资股季绩令人失望，沪股通连日录净卖出

近日公布业绩的中资股，业绩普遍欠佳。由于 A 股须公布季绩，我们参考 A 股业绩，根据彭博数据，沪深 300 指数成份股之中，67% 季绩逊市场预期。

从沪股通资金流所见，本港及国际投资者似倾向趁反弹减持 A 股。于最近 13 个交易日，沪股通仅有 1 日录得净买入，其余 12 日均录得净卖出（图 5）。

图 5：沪股通每日资金净买入 / 卖出



资料来源：阿思达克

慎防美元强势重临，新兴市场再现走资

未来两个月，港股之主要风险之一为美元再度转强。第三季度，包括中港股市在内的新兴市场遭大举抛售，触发点之一正是美元走强，新兴货币大幅贬值。现时美国尚有可能于 12 月加息，反观欧元区及日本或会于年内扩大量化宽松规模，此消彼长下，美元或会重现升势，再度令资金撤出新兴市场。影响美国加息时机的是经济数据，短期内最重要的是 11 月 6 日美国公布之就业报告，若新增职位数量及工资增长胜市场预期，料会推高美元，或会令新兴市场受压。

技术分析：恒指料于 21,900 至 24,000 上落

- 恒生指数由 4 月份高位 28,588 大跌至 9 月份低位 20,368，累跌 8,220 点，于 10 月份反弹至最高 23,423，反弹了跌幅之黄金比率 0.382 倍，23,500 暂成为阻力（图 6）。参考周线图，8 月份恒指跌穿长期上升轨，上月反弹暂视为后抽，升轨目前水平 24,000 为重大阻力（图 7）。
- 恒指由 9 月份低位最多反弹了 3,055 点，若回调升幅之一半，支持位约于 21,900（图 8）。
- 综合而言，估计恒指本月将于 21,900 至 24,000 上落。

图 6：恒生指数日线图（年初至今）



资料来源：彭博、招银国际证券

图 7：恒生指数周线图（5 年）



图 8：恒生指数日线图（3 个月）



资料来源：彭博、招银国际证券

投资策略及焦点股份

内地运动服装股复苏持续

- **港股本月料牛皮上落，选股可集中业绩好而估值仍低的体育服装股。**内地体育服装股近期之业绩及订货会，均显示行业复苏持续。例如**百丽(1880 HK)**，截至8月底之半年，主业鞋类分部盈利同比跌逾一成，副业运动服饰分部盈利大增逾六成。**特步(1368 HK)**上周公布2016年第二季订货会订单金额同比升约10%，连续十一个季度改善。
- **361度兼具二胎概念。**若论业务前景，行业龙头**安踏(2020 HK)**较佳，但股价率先创新高，预测市盈率已达22倍。部份二线同业同样处于复苏阶段，但估值低一半。**361度(1361 HK)**之预测市盈率仅9.1倍，其2016年夏季订货会，订单总值同比升15%，连续七季订货会有增长，而本年第三季的同店销售增长8.4%。除了运动服外，近年发展之童装已占营业额的10.6%，若二胎概念继续获炒作，361度可望跑赢同业。

火力发电股趁低吸纳

- **传即将减上网电价，火电股跌幅过度。**内地火力发电股于10月最后一周急跌约一成，因传闻上网电价即将下调，减幅平均约为每千瓦时0.03元人民币，约相当于7至8%，将为继4月20日后今年第二度减电价。减价当然是坏消息，却绝非意外，因燃料成本大跌，减电价符合「煤电联动」国策。秦皇岛动力煤价一年来大跌27%，自上次减电费起再跌12%。电力股已公布第三季业绩，没因4月份降价大受拖累。以**华电国际(1071 HK)**为例，第三季纯利同比增27%，与上半年之29%增幅相约。若11月减电价，除非动力煤价大反弹，否则电力股仍可受惠低燃料成本，盈利料有温和增长。
- **人行六度减息纾成本，兼具注资憧憬。**中国一年来减息六次，火电股全线负债高，且几乎全数为人民币，财务开支可望减少。另一潜在催化剂，为母公司注资，本港上市之五家火电企业，近两年或多或少获母公司注入发电资产，且料陆续有来，包括非火电资产，有助推动盈利。华电国际负债高于同业平均，债务对股本比率逾400%，应较受惠减息。其预测市盈率6.0倍，预测股息率6.3厘，亦较同业平均吸引。

若美加息忧虑升，候低买香港房托

- **美加息步伐料缓慢，高息房托仍吸引。**虽然美国有可能于12月加息，但估计加息步伐平缓，因此派息高而稳定之股份，于波动市况中，仍具吸引力。本港派息稳定之公用股，上月普遍创一年新高，息率更高的房产信托基金(REITs)的走势较为落后，值得留意。若短期内市场对美国加息的忧虑升温，高息股料受压，届时可把握机会趁低吸纳。**冠君产业信托(2778 HK)**持有中环甲级写字楼花旗银行广场，及旺角朗豪坊商场及写字楼，花旗银行广场去年底出租率仅得75%，今年上半年大部份空置楼面已租出，出租率升至95%，将带动今后之租金收入及分派。

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
361度国际	1361 HK	2.76	57	9.1	0.87	10.0	4.4	29%
华电国际	1071 HK	5.70	801	6.0	1.07	19.3	6.3	3%
冠君产业信托	2778 HK	4.06	234	22.1	0.50	2.3	4.7	-14%

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

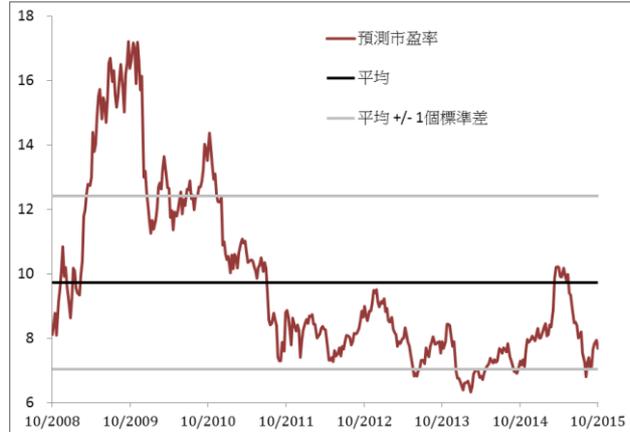


图 11: 恒生指数预测股息率



图 12: 恒生国企指数预测股息率

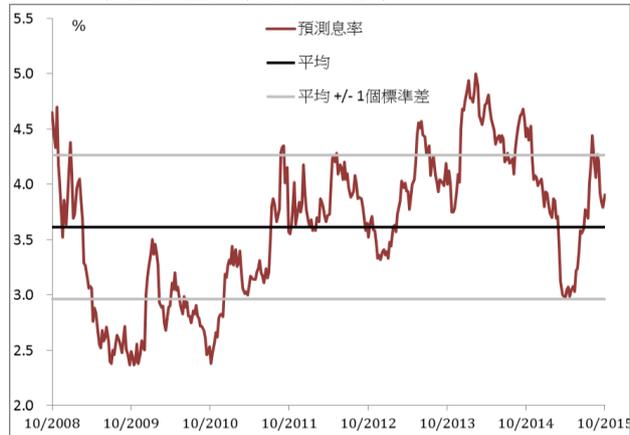


图 13: 恒生 AH 股溢价指数 (100 以上为 A 股溢价)



图 14: 美元兑在岸人民币汇价



资料来源: 彭博、招银国际证券

11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
2	中国	10月财新制造业采购经理指数	47.6	47.2
	美国	10月ISM制造业指数	50.0	50.2
5	英国	英伦银行议息结果	—	—
6	美国	10月失业率	5.1%	5.1%
	美国	10月非农职位变动	18.0万	14.2万
	美国	10月平均时薪(环比)	0.2%	0.0%
8	中国	10月出口(同比)	-2.8%	-3.7%
	中国	10月进口(同比)	-13.7	-20.4%
10	中国	10月消费者物价指数(同比)	1.7%	1.6%
	中国	10月生产者物价指数(同比)	-5.8%	-5.9%
10-15	中国	10月新增人民币贷款	7,000亿	10,500亿
	中国	10月M2货币供应(同比)	13.2%	13.1%
11	中国	1-10月固定资产投资(农村除外,同比)	10.1%	10.3%
	中国	10月工业生产(同比)	5.9%	5.7%
	中国	10月零售销售(同比)	11.0%	10.9%
13	欧元区	第三季GDP(同比)	—	1.5%
17	美国	10月CPI(不含食品及能源,同比)	—	1.9%
19	美国	10月联储局公开市场委员会会议纪要	—	—
	日本	日本央行议息结果	—	—
24	美国	11月消费者信心指数	—	97.6
25	美国	10月核心个人消费开支指数(同比)	—	1.3%

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	5.57	600876 SH	39.10	-88.4
浙江世宝	1057 HK	8.43	002703 SZ	39.51	-82.6
中石化油服	1033 HK	2.46	600871 SH	9.84	-79.6
东北电气	42 HK	2.02	000585 SZ	6.45	-74.5
昆明机床	300 HK	3.71	600806 SH	11.62	-74.0
洛阳铝业	3993 HK	4.33	603993 SH	13.53	-73.9
山东墨龙	568 HK	2.93	002490 SZ	8.99	-73.4
广汽集团	2238 HK	6.82	601238 SH	20.86	-73.4
南京熊猫电子	553 HK	6.54	600775 SH	18.06	-70.5
重庆钢铁	1053 HK	1.25	601005 SH	3.24	-68.6
大连港	2880 HK	2.81	601880 SH	6.94	-67.0
兖州煤业	1171 HK	3.74	600188 SH	9.20	-66.9
第一拖拉机	38 HK	5.30	601038 SH	12.69	-66.0
上海电气	2727 HK	4.81	601727 SH	11.23	-65.1
上海石油化工	338 HK	3.24	600688 SH	7.35	-64.1
山东新华制药	719 HK	4.89	000756 SZ	11.00	-63.8
海信科龙	921 HK	3.96	000921 SZ	8.47	-61.9
中船防务	317 HK	19.18	600685 SH	40.22	-61.1
晨鸣纸业	1812 HK	4.34	000488 SZ	8.96	-60.5
中国铝业	2600 HK	2.51	601600 SH	5.14	-60.2
马鞍山钢铁	323 HK	1.67	600808 SH	3.40	-60.0
北京北辰实业	588 HK	2.52	601588 SH	5.07	-59.5
中海油田服务	2883 HK	8.66	601808 SH	16.92	-58.3
安徽皖通高速公路	995 HK	6.67	600012 SH	12.78	-57.5
天津创业环保	1065 HK	5.86	600874 SH	11.18	-57.3

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	23.75	600585 SH	17.76	9.0
万科企业	2202 HK	18.18	000002 SZ	13.67	8.4
中国平安	2318 HK	43.65	601318 SH	33.49	6.2
中国太保	2601 HK	31.00	601601 SH	24.66	2.5
江苏宁沪高速公路	177 HK	10.52	600377 SH	8.39	2.2
福耀玻璃	3606 HK	16.58	600660 SH	13.43	0.6

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。