

2014年6月3日

招财进宝 - 港股策略报告

利好已反映，高息股避险

摘要

中国经济初见回稳，银根稍放松

中国5月份制造业PMI创今年新高，但总理李克强说「经济下行压力仍然较大」。人民银行虽然仍较多采用正回购抽走市场资金，但正回购金额渐降，重现净投放，而国务院于5月30日提出加强「定向降准」，支持对「三农」及小微企业贷款。

楼市转弱，信贷风险增

今年1-4月全国商品房销售同比下降6.9%，发展商减价卖楼消息频传，预料将有小型发展商周转不灵，引致部份房产信托产品违约，加深市场对影子银行风险的忧虑。

香港研究削自由行旅客量

内地访港旅客的平均消费额正下跌，港府内部最近更研究削减自由行访港旅客数量，估计可能取消「一签多行」，料拖累中低档零售如化妆品及服务零售商。

地缘政治局势紧张

近期中国与多个邻国关系紧张，与日本、越南、菲律宾均有领土主权争端。万一中国与邻国发生军事冲突，难免影响中港股市。

大市展望：好消息及憧憬已反映，恒指暂难突破横行区

5月份港股先跌后升，估计已部份反映人民银行即将全面降准。多家公司趁高配股，并非吉兆。美息反复下跌，资金避险，同时低企的VIX似反映股市缺乏危机意识。

行业观点及焦点股份：看好高息股、香港收租股、水务股

美国债息由年初高位回落，防守性高的高息股吸引力相对增加，看好港灯(2638 HK)、领汇房产基金(823 HK)、香港电讯(6823 HK)及江苏宁沪高速(177 HK)。

太古地产(1972 HK)一半资产为香港写字楼，本港商场占两成。随着美国债息回落，商用物业之cap rate（资本还原率）或稍为下调，令物业估值提升。

北控水务(371 HK)受惠中国政府加大水利建设及引入民间资本。水务股已调整近三个月，利好政策的公布料有助股价扭转弱势。

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)	2014 年度预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
港灯电力	2638 HK	5.26	465	14.1	1.32	36.5	7.1	不适用
领汇房地产	823 HK	41.30	954	25.3	1.12	4.5	4.0	-49%
香港电讯	6823 HK	8.45	542	22.2	1.77	7.9	5.7	-2%
宁沪高速	177 HK	9.31	388	13.2	1.84	14.4	5.5	5%
太古地产	1972 HK	24.20	1,416	22.1	0.69	3.1	2.4	-50%
北控水务	371 HK	4.96	429	25.8	2.91	12.1	1.4	41%

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 23,082
52 周高/低位 24,111 / 19,426
大市 3 个月日均成交 636 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	+4.3%	+4.8%
3 个月	+1.1%	+3.6%
6 个月	-3.4%	-10.4%

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 5 月 2 日 - 5 月防守为上](#)

[14 年 4 月 14 日 - 「沪港通」受惠股](#)

[14 年 4 月 1 日 - 4 月小阳春](#)

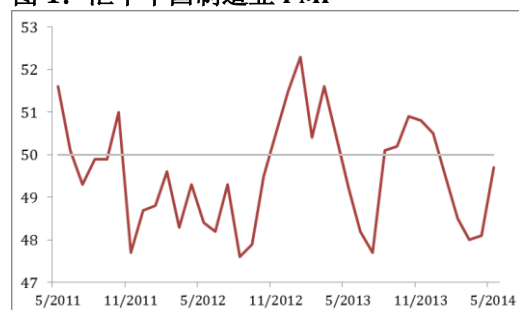
经济展望

中国经济初见回稳

中国首季 GDP 同比增速放缓至 7.4%，中国经济于 5 月份终有回稳迹象，汇丰中国制造业采购经理指数（PMI）5 月份初值，由 4 月之 48.3 回升至 49.7（图 1），胜预期，并创今年新高。不过，总理李克强于 5 月下旬说「经济下行压力仍然较大，不能掉以轻心」。从李总理重视的经济指标之一全国耗电量可见，3、4 月份同比增速均放缓（图 2）。

李总理同时表示，「要针对企业反映的实体经济资金总体紧张特别是小微企业融资难、融资贵等问题，运用适当的政策工具，适时适度预调微调，盘活资金存量，优化金融结构，保持货币信贷合理增长。」部份市场人士认为，李总理此番话为货币政策放宽的前奏，但我们认为不宜过份憧憬，因为人民银行行长周小川过去一年已多次提到「适时适度预调微调」，李总理只是旧调重弹。

图 1：汇丰中国制造业 PMI



资料来源：彭博

图 2：中国全国耗电量同比



资料来源：彭博

银根略有放松迹象

中国广义货币供应（M2）按年增速从 3 月份之历来新低 12.1%，回升至 4 月份之 13.2%（图 3）。人民银行虽然仍较多采用正回购抽走市场资金，但正回购金额渐降，重现净投放（图 4，正数代表净投放），令人憧憬货币政策正从「中性偏紧」转至「中性」。

图 3：中国 M2 货币供应同比



资料来源：彭博

图 4：人民银行每周净投放金额



资料来源：彭博

楼市转弱，信贷风险增

近月内地纷纷传出发展商减价卖楼的消息。根据中国国家统计局，4 月份 70 个大中城市新建商品住宅房价，仅得 44 个环比上涨，创一年半新低，另外 18 个城市持平，8 个回落。今年 1-4 月份，全国商品房销售面积同比下降 6.9%，降幅比 1-3 月份扩大 3.1 个百分点。据报中央政府将容许「北上广深」以外的城市放松「限购令」。杭州更实施「限降令」，

发展商减价 15%以上须申请。楼市转弱，预料将有小微型发展商周转不灵，引致部份房产信托产品违约，加深投资者对中国影子银行风险的忧虑。

香港研究削自由行旅客量

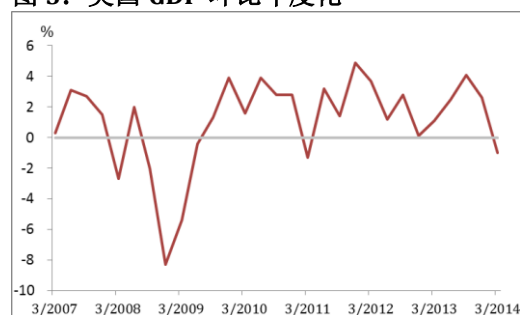
香港政府内部最近研究削减内地自由行访港旅客数量，包括讨论减少 20% 自由行旅客。我们相信，港府较大机会实行的并非硬性限制旅客量，而是取消「一签多行」。今年 3 月访港旅客人数达 482 万人次（内地客约占四分之三），同比上升 18.1%，然而该月的零售业总销货价值却下跌 1.3%，反映旅客的平均消费额或下跌。澳门的数据亦反映相近情况，首季旅客消费调查显示，内地旅客每人平均消费同比跌 4%，自由行客每人平均消费更跌逾 11%。

鉴于内地旅客的平均消费下跌，香港高档零售如金饰零售商受较大打击，而内地客常到的商场海港城及时代广场之租金收入亦可能受压。另外，若港府取消「一签多行」，料会拖累中低档零售如化妆品及服务零售商。

欧洲央行准备出手

外围方面，美国首季 GDP 被向下修订，环比年度化下跌 1.0%（图 5），为 3 年来首次收缩，主要受企业库存少于预期拖累，预料次季经济将随库存回升而回复增长。欧元区则尚未摆脱通缩风险，4 月份通胀仅得 0.7%（图 6），欧洲央行行长德拉吉已预告，6 月 5 日议息会上将加大宽松，可能会减息、对银行于央行的存款实行负利率，甚至推行量化宽松。

图 5：美国 GDP 环比年度化



资料来源：彭博

图 6：欧元区消费物价指数同比



资料来源：彭博

地缘政治局势紧张

俄罗斯与乌克兰的局势持续紧张，由于俄与中港股市并无直接关系，暂时对市场影响不大，但近期中国与多个邻国关系紧张，与日本、越南、菲律宾均有领土主权争端，上周便有一只越南渔船与中国渔船碰撞后沉毁。万一中国与邻国发生军事冲突，难免影响中港股市。

大市展望

反弹已反映不少好消息及憧憬

5 月份港股先跌后升，恒指全月升 4.3%，利好因素包括内地银根略为放宽、憧憬中港政府减少楼市调控、美股再创新高等。

愈来愈多市场人士预料，人民银行将于 6 月份全面下调银行存款准备金率(RRR)。不过，总理李克强于 5 月 30 日主持国务院常务会议提出，要加大「定向降准」措施力度，对发放「三农」、小微企业等贷款达到一定比例的银行业金融机构适当降低准备金率。「定向降准」后，人行于短期内全面降准的机会已减，何况市场已有憧憬，近数周港股的升势应已反映了部份预期。就算全面降准，也未必足以推高港股。对上一次全面降准为 2012 年 5 月中，公布后之首个交易日，恒指高开低收，于一个月内挫近 10%才于 18,056 见底。

另外，5 月港股虽升，但成交未有配合指数升势，5 月份日均成交仅 552 亿港元，较对上两个月平均减少 18%。四年一度的足球世界杯决赛周即将展开（6 月 12 日至 7 月 13 日），赛事期间通常市况淡静。虽然股价未必下滑，但成交额多数减少，最近三届赛事期间，港股日均成交额均较前一个月平均大幅下跌：2002 年跌 27%，2006 年跌 29%，2010 年跌 12%。

多家公司趁高配股

随着市况好转，多家公司趁高配股，尤其是「新经济股」：比亚迪(1211 HK)及顺风光电(1165 HK)配售新股集资，石药(1093 HK)遭控股股东减持，金沙中国(1928 HK)则被基金股东悉售。这或显示最熟悉公司的管理层/股东认为股价再升空间已不大。

美股创新高，避险意识增

美国 10 年期国债孳息年初高见 3.05 厘后，反复下跌，最近曾跌穿 2.5 厘（图 7），反映资金流向避风港。不过，美股波幅指数 VIX 跌至甚低水平（图 8），又似乎意味股市投资者对后市太乐观，缺乏危机意识，当稍有坏消息出现，已足以令股市出现较大回调。

图 7：美国 10 年期国债孳息率



资料来源：彭博

图 8：美股波幅指数 VIX



资料来源：彭博

技术分析：恒指暂难突破横行区

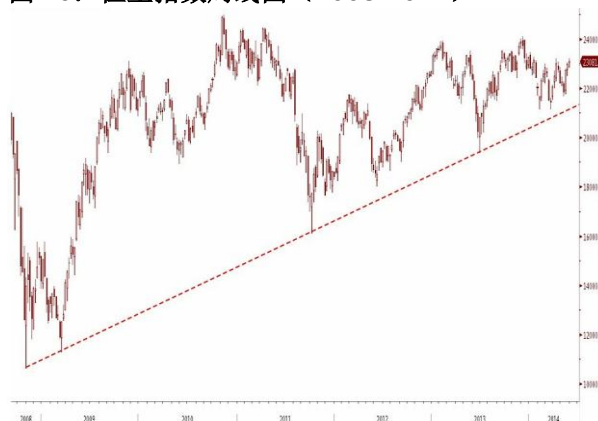
- 今年以来，恒指主要于 21,200-23,200 之间上落，5 月底升至横行区顶部遇阻，若无新的重大利好消息，料暂难突破，初步或回落至主要平均线密集区 22,400（图 9）。
- 2008 年底引伸的长期升轨，约位于 21,000 关口，为中线重要支持位（图 10）。

图 9：恒生指数今年以来走势



资料来源：彭博、招银国际证券

图 10：恒生指数周线图（2008-2014）



资料来源：彭博、招银国际证券

行业观点及焦点股份

看好：高息股、香港收租股、水务股

高息股 – 防守力强

- 美国 10 年期国债孳息由年初高位 3.05 厘，回落至 2.5 厘，高息股的吸引力相对回升。
- **港灯(2638 HK)**由**电能(6 HK)**于今年 1 月分拆上市，为唯一专注本港业务的公用股。港灯与港府有利润管制协议，回报稳定，而可再生能源部份的准许利润率较高，公司加大此部份的投资将可推升利润。今年预测息率 7.1 厘。
- **领汇房产基金(823 HK)**的物业组合主要为屋邨商场及停车场，对经济下行的敏感度较写字楼及酒店低，甚具防守力。领汇持续的资产提升计划，及可能收购本港私人屋苑商场及进军珠三角，料可提升可分派收入。领汇于 5 月中以 12.4 亿元出售 4 个非核心商场，作价较 3 月底估值高出 38%，出售有助释放旗下物业之市场价值，料投资者将因而调高领汇其他物业之估值。今年预测息率 4.0 厘。
- **香港电讯(6823 HK)**于 5 月中完成收购同业 CSL，两者于网络及店铺有重叠，整合后可节省成本。收购亦有利整个香港电讯业之议价能力。今年预测息率 5.7 厘。
- **江苏宁沪高速公路(177 HK)**为近期股价较落后的高息股。公司派息稳定，上市十几年来，每年派息金额从未减少。今年首季中国经济疲弱，宁沪高速收入按年升 2.5%，纯利微升 0.3%，第二季起经济稍见起色，公路流量料回升。今年预测息率 5.5 厘，略高于过去 5 年平均。

香港收租股 – 利率下跌提升估值

- 随着美国债息回落，商用物业之资本还原率(cap rate)或稍为下调，令物业估值提升。**太古地产(1972 HK)**之物业组合约有一半为香港写字楼，两成为本港商场。旗下主要商场太古广场及太古城并非内地旅客热点(东涌东荟城则有较多内地客)，自由行政策风险较小。

水务股 – 加快推进水利建设

- 5 月 21 日的中国国务院常务会议，部署加快推进节水供水重大水利工程建设，及引入民间资本。国策一向支持水利建设，此消息并不意外，但由于水务股已调整近三个月，利好政策的公布料有助股价扭转弱势。**北控水务(371 HK)**目标于 5 年内将供水及污水处理的市场份额由目前 5%提升至 10-12%。综合市场预测，公司今明两年之每股盈利料复合增长 22%。

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)	2014 年度预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
港灯电力	2638 HK	5.26	465	14.1	1.32	36.5	7.1	不适用
领汇房地产	823 HK	41.30	954	25.3	1.12	4.5	4.0	-49%
香港电讯	6823 HK	8.45	542	22.2	1.77	7.9	5.7	-2%
宁沪高速	177 HK	9.31	388	13.2	1.84	14.4	5.5	5%
太古地产	1972 HK	24.20	1,416	22.1	0.69	3.1	2.4	-50%
北控水务	371 HK	4.96	429	25.8	2.91	12.1	1.4	41%

资料来源：彭博、招银国际证券

市场估值及经济数据图

图 11: 恒生指数预测市盈率



图 12: 恒生国企指数预测市盈



图 13: 恒生指数预测股息率



图 14: 恒生国企指数预测股息率



图 15: 中国官方制造业 PMI

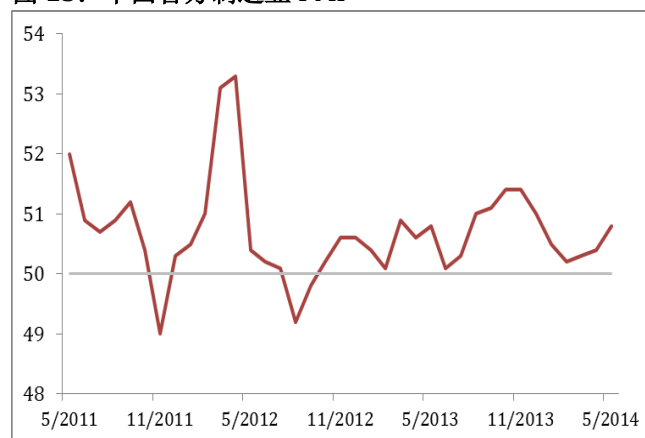


图 16: 美元兑人民币汇价



资料来源: 彭博、招银国际证券

6 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
5	欧洲	欧洲央行及英伦银行议息结果	—	—
6	美国	5 月失业率	6.4%	6.3%
	美国	5 月非农业就业人口变动	21.8 万	28.8 万
8	中国	5 月进口（年比）	6.8%	0.8%
	中国	5 月出口（年比）	6.6%	0.9%
10	中国	5 月消费者物价指数（年比）	2.3%	1.8%
	中国	5 月生产者物价指数（年比）	-1.5%	-2.0%
10-15	中国	5 月新增人民币贷款	7,650 亿	7,747 亿
	中国	5 月 M2 货币供应（年比）	13.2%	13.2%
13	中国	1-5 月固定资产投资（年比）	17.1%	17.3%
	中国	5 月工业生产（年比）	8.8%	8.7%
	中国	5 月零售销售（年比）	12.3%	11.9%
	日本	日本央行议息结果	—	—
14-18	中国	5 月外国直接投资（年比）	—	3.4%
17	美国	5 月核心消费者物价指数（年比）	—	1.8%
18	中国	5 月房价	—	—
19	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—
23	中国	6 月汇丰制造业采购经理人指数预览值	—	49.7
24	美国	6 月消费者信心指数	—	83
26	美国	5 月核心个人消费开支指数（年比）	—	1.4%
27	中国	1-5 月工业利润（年比）	—	10.0%

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	4.53	002703 SZ	20.11	-81.8
山东墨龙	568 HK	2.53	002490 SZ	8.18	-75.1
洛阳玻璃股份	1108 HK	2.53	600876 SH	7.29	-72.0
东北电气	42 HK	0.97	000585 SZ	2.31	-66.2
重庆钢铁股份	1053 HK	1.10	601005 SH	2.27	-61.0
京城机电股份	187 HK	2.72	600860 SH	5.51	-60.2
昆明机床	300 HK	2.17	600806 SH	4.26	-59.0
山东新华制药股份	719 HK	2.86	000756 SZ	5.41	-57.4
天津创业环保股份	1065 HK	4.24	600874 SH	7.58	-54.9
洛阳钼业	3993 HK	3.61	603993 SH	6.29	-53.8
上海石油化工股份	338 HK	1.91	600688 SH	3.17	-51.4
第一拖拉机股份	38 HK	4.68	601038 SH	7.45	-49.4
仪征化纤股份	1033 HK	1.77	600871 SH	2.78	-48.7
北京北辰实业股份	588 HK	1.78	601588 SH	2.57	-44.2
经纬纺织机械股份	350 HK	6.96	000666 SZ	10.00	-43.9

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(%)
安徽海螺水泥股份	914 HK	27.90	600585 SH	16.31	37.8
潍柴动力	2338 HK	28.95	000338 SZ	17.42	33.9
江苏宁沪高速公路	177 HK	9.31	600377 SH	5.80	29.3
中国太保	2601 HK	25.90	601601 SH	16.78	24.4
鞍钢股份	347 HK	4.28	000898 SZ	2.80	23.2
中国人寿	2628 HK	21.30	601628 SH	14.00	22.6
中国平安	2318 HK	59.95	601318 SH	39.88	21.1
中国神华	1088 HK	21.25	601088 SH	14.32	19.6
中信证券	6030 HK	16.72	600030 SH	11.32	19.0
华能国际电力股份	902 HK	8.19	600011 SH	5.56	18.7
中国铁建	1186 HK	6.56	601186 SH	4.46	18.5
复星医药	2196 HK	28.80	600196 SH	19.79	17.3
青岛啤酒股份	168 HK	61.00	600600 SH	42.50	15.7
工商银行	1398 HK	5.04	601398 SH	3.56	14.1
建设银行	939 HK	5.69	601939 SH	4.03	13.8

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，请与我们联络。

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 年证券交易法规则 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。