

2015年2月3日

招财进宝 - 港股策略报告



恒指牛皮偏软，憧憬国企改革

摘要

环球经济疲弱，美国一枝独秀

国际货币基金(IMF)及世界银行调低 2015 及 2016 年全球经济增长预测，主要地区之中，几乎唯独美国获调高增长预测。虽然美国上季 GDP 逊预期，但由于汽油价格大跌，贡献 GDP 约 7 成的个人消费前景仍乐观，可望支持经济保持较高增长。

全球货币宽松，料中国第一季减息或降准

1 月份多家央行加码宽松，联储局亦表示决定何时加息的考虑因素包括「国际发展」。若外围经济恶化并加推货币宽松，可能令联储局暂缓加息。中国人民银行亦继续放松银根，重启逆回购，且鉴于制造业数据逊预期，预料第一季内将减息或降准。

希腊激进左翼上台，唯短期违约风险低

齐普拉斯竞选时虽以「终结痛苦的紧缩政策」拉票，但上台后态度并非想象中强硬，并表示希望留在欧元区，而新任财长已表示不再坚持要求债务宽免，建议改为发行新债取代持有国债。相信欧央行将向希腊提供流动资金，短期内违约机会甚低。

技术分析：恒指料 23,300-25,000 上落

恒指于 1 月中突破「头肩底」颈线 24,400，现后抽整固，中期量度目标 26,100，但短期调整压力较大，或回试肩部支持 23,300，阻力位于 25,000。上证综指出现「双顶」利淡形态，若失守颈线 3,095，将确认转淡，量度目标 2,800。

行业观点：看好国企改革概念、铁路基建、香港电讯

国企改革概念：中央政府或会于春节前后推进新一轮国企改革。大部份内地火力发电股已有重组或注资行动，下一间或轮到中国电力(2380 HK)。中国石化(386 HK)已于去年启动改革，并计划分拆子公司中石化销售公司在港上市，料有利估值。

铁路基建：墨西哥高铁项目无限期搁置，原本有望中标的中国铁建(1186 HK)股价急挫，提供了趁低吸纳的机会，因墨西哥仅属个别事件，料中国铁路企业仍将陆续接获海外工程合约，加上内地继续建设高铁，为相关企业带来稳定订单。

香港电讯：各国央行宽松，压低债券孳息率，高息股吸引资金流入。香港电讯业过去两年竞争激烈，营运商盈利受压，但去年 5 月香港电讯(6823 HK)完成收购对手 CSL 后，竞争减少，近月营运商已纷纷上调月费，料可推升今年盈利。

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 年预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
中国电力	2380 HK	4.30	297	8.2	1.13	14.2	5.0	5%
中国石化	386 HK	6.07	8,293	9.5	0.91	10.7	4.2	-11%
中国铁建	1186 HK	8.66	1,682	7.5	0.94	13.1	2.0	11%
香港电讯	6823 HK	10.28	778	24.1	2.05	9.1	4.4	15%

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 24,484
52 周高/低位 25,363/21,138
大市 3 个月日均成交 909 亿港元

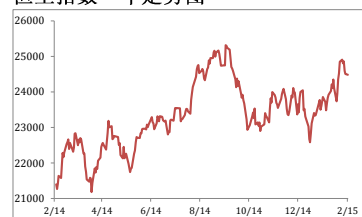
资料来源：彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1 个月	+2.6%	-5.5%
3 个月	+2.4%	+8.6%
6 个月	-0.2%	+5.4%

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

[15 年 1 月 2 日 -](#)

[H 股落后吸引，金融内房看俏](#)

[14 年 12 月 2 日 -](#)

[A 股急升后势回调，恒指整固后上试二万四](#)

[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](#)

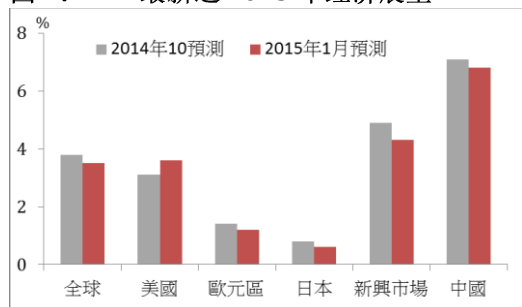
经济回顾及展望

全球经济疲弱，美国一枝独秀

国际货币基金会(IMF)及世界银行于上月发表全球经济展望，调低 2015 及 2016 年全球经济增长预测。主要地区之中，几乎唯独美国获调高增长预测。以 IMF 为例，与半年前之展望比较，今明两年之全球经济增长预测同被调低 0.3 个百分点，美国则分别获调高 0.5 及 0.3 个百分点（图 1）。

不过，美国去年第四季经济逊预期，主要受企业开支疲弱及贸易赤字拖累。GDP 环比年度化增长 2.6%（图 2），市场预期为 3.0%，第三季为 5.0%。2014 全年 GDP 增长 2.4%，较 2013 年之 2.2% 加快。虽然外围经济疲弱拖累美国出口，但由于汽油价格大跌，贡献 GDP 约 7 成的个人消费（上季增速创 2006 年首季以来最高）前景仍乐观，可望支持经济保持较高增长。

图 1：IMF 最新之 2015 年经济展望



资料来源：IMF

图 2：美国去年第四季 GDP 增速放缓



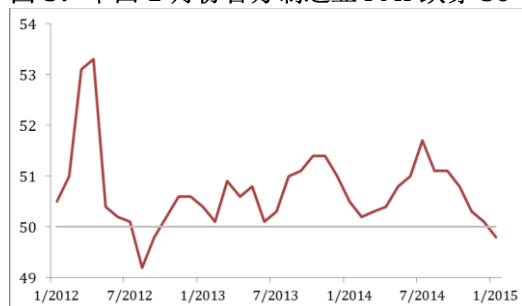
资料来源：彭博

中国制造业意外收缩

中国人民银行去年 11 月减息，但暂未对实体经济带来支持，1 月份官方制造业采购经理指数 (PMI) 意外地跌至 49.8 的收缩水平（图 3），环比下跌 0.3 点，亦为 2012 年 9 月以来首次低于盛衰分界线 50，市场原预期报 50.1。

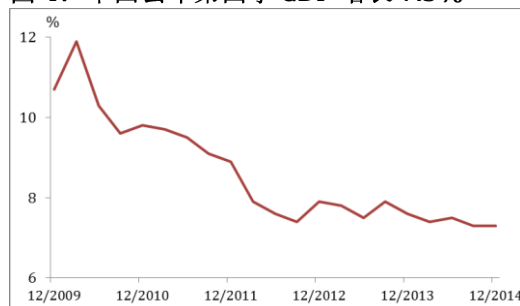
去年第四季 GDP 同比增长 7.3%（图 4），与第三季增速持平，全年增长 7.4%，符合中央年订下「7.5%左右」的目标。

图 3：中国 1 月份官方制造业 PMI 跌穿 50



资料来源：彭博

图 4：中国去年第四季 GDP 增长 7.3%



资料来源：彭博

全球货币宽松，影响美国何时加息

货币政策方面，美国亦与其他地区背道而驰。上月欧元区、瑞士、丹麦、加拿大、印度、土耳其、新加坡、俄罗斯等央行都接连放宽货币政策。欧洲央行一如预期扩大买债范围至主权债券，每月买债 600 亿欧元，由今年 3 月起至明年 10 月止。其他央行的宽松举措却大部份为市场始料不及。

相反，美国联储局于 1 月底之议息会后声明，对当地经济增长及就业市场看法变得更乐观。虽然美国工人平均时薪于去年 12 月意外地下跌，却未有动摇联储局对就业市场的评估，令市场认为今年大有机会加息。不过，是次声明添加了国际元素，指决定何时加息会考虑就业市场状况、通胀压力及预期、金融市场及国际发展。所谓「国际发展」，相信一方面指以欧元区为主的经济或金融风险，另一方面指各主要央行的宽松政策令美元独强，加剧美国贸易赤字。若外围经济恶化并加码宽松，可能令联储局暂缓加息。

中国人民银行亦继续放松银根，于 1 月 22 日重启逆回购操作，为一年来首次，近两周向市场净投资金额为半年来最多（图 5）。鉴于 1 月制造业 PMI 逊预期，加强了人行宽松的诱因，预料第一季内将减息或降准，唯难料将于春节前或后行动。

希腊激进左翼上台，唯短期违约风险低

希腊激进左翼联盟于 1 月 25 日的大选中胜出，组成新政府上台，总理齐普拉斯表示不再接受财政紧缩方案，并已停止一些紧缩措施。希腊负债高达 3,150 亿欧元，相当于该国 GDP 的 175%。希腊目前的贷款方案将于 2 月 28 日届满，若本月未能达成还款协议，有可能出现债务违约，甚至引发脱离欧元区的忧虑。希腊 10 年期国债孳息率已升至近 11%（图 6）。

齐普拉斯竞选时虽以「终结痛苦的紧缩政策」拉票，但上台后态度并非想象中强硬，并表示希望留在欧元区。新任财长正与各个欧元区债权国商讨债务重组，并已表示不再坚持要求债务宽免，建议改为发行两种新债券，取代欧洲央行持有的国债。我们相信，欧央行将于月内推行过渡计划，向希腊提供流动资金，避免短期内违约。

图 5：中国人民银行向市场净投放



资料来源：彭博

图 6：希腊 10 年期国债孳息率飙升



资料来源：彭博

大市回顾及展望

2 月乏焦点，港股料牛皮偏软

回顾 1 月份，中外均颇多大事：欧央行启动购买国债、希腊左派上台、瑞郎与欧元脱勾、中证监罚券商、人行重启逆回购、长实(1 HK)与和黄(13 HK)重组等等。港股于波动中上扬，没受美股及 A 股下跌所累，恒生指数升 3.8%。唯升市全靠传统本港蓝筹股及非国企股，国企指数不升反跌 2.2%。

展望 2 月，预料环球大事数量不及上月，港股料由灿烂归于平淡，市场焦点料放在内地政策，包括货币政策有否加大宽松、监管杠杆风险的措施，及国企改革的进度。「十个牛皮九个淡」，若政策层面缺乏惊喜，料港股月内倾向温和调整。

中国监管股市杠杆，政策风险犹存

中国证监会于 1 月 16 日收市后表示，对 45 家证券公司的融资业务检查中，发现部分违规问题，共警告或处罚了 12 家券商，造成 A 股「119 股灾」，上证综合指数于其后一个交易日即 1 月 19 日大泻 7.7%。不过，投资者旋即将该次跌市抛诸脑后，融资余额急速反弹，于 1 月 30 日收市升至 11,303 亿元人民币（上交所及深交所合计），再创新高，期间再度引起当局关注，多家内地银行收到监管当局通知，要求其加强信贷管理，防止贷款流入股市，并传出多家银行收紧伞形信托杠杆。

既然两市融资余额屡创新高，内地股民似乎未对杠杆风险提高警觉，估计监管机构将再出手规范融资风险，轻则于官方媒体「出口术」警示，重则调高融资保证金比例，相信 A 股本月相当震荡。

A 股新开户数回落

A 股由 11 月底起大涨 5 成，主要由新投入的资金推动，反映于飙升的新开股票户口数量及融资金额。新开户数量由去年中低位不足 5 万，到 12 月一度升至 89 万，最近则已回落至约 50 万。新开户数与 A 股走势关系密切（图 7），新开户数从高峰回落时，A 股亦往往回落。虽然这不表示新开户量是领先指标，某程度反而是股指领先开户量，因股民于升市中才有兴趣买股，但综合上述融资余额或受政策压抑的预期，短期内流入 A 股的新资金料减少。

图 7：上证综指（左轴）与 A 股每周新开户数量（右轴）



资料来源：彭博

憧憬新一轮国企改革

日前《中国证券报》引述国务院国资委研究中心副主任彭建国，关于深化国有企业改革指导意见及八、九个相关配套文件已趋成熟，有望率先出台，地方国企改革进展将更大，央企试点会在总结第一批经验基础上推出第二批试点。我们估计，部份改革方案有望于春节前推出，就算未能推出，市场亦可能憧憬于 3 月 3 日开始的中国人民政协会议上，会重点讨论国企改革，利好具改革概念的国企股。

技术分析：恒指料 23,300-25,000 上落

- 从图表分析，恒生指数于 1 月中突破「头肩底」颈线，唯突破后出现健康回调，后抽至颈线 24,400 整固。若能企稳「头肩底」颈线，中期量度目标 26,100，但短期调整压力较大，或回试肩部支持 23,300，阻力位于 25,000（图 8）。
- A 股方面，上证综合指数出现「双顶」利淡形态（图 9），若失守颈线 3,095，将确认转淡，量度目标 2,800。

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（3 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：国企改革概念、铁路基建、香港电讯

- **国企改革概念：**如第5页所述，中央政府或会于春节前后推进新一轮国企改革，受惠的国企股有望获追捧。**中国电力(2380 HK)**为未启动改革、而有望短期内推行的股份。大部份内地火力发电股已有重组或注资行动，例如近期**华能国电(902 HK)**及**华电国际(1071 HK)**均向母公司收购电厂，推动盈利增长，**大唐发电(991 HK)**则于去年中剥离表现欠佳的煤化工业务，下一间或轮到中国电力。撇除改革憧憬，中国电力今年料持续受惠煤价疲弱，盈利料大致平稳，预测2014年市盈率8.2倍及股息率5厘，颇具吸引力。

中国石化(386 HK)则为已于去年启动改革的股份。虽然去年油价大泻，令油企上游盈利大减，但中石化下游业务比重高，炼油利润率料大幅改善，有助舒缓整体盈利下跌的压力。另外，其经营加油站及便利店的子公司**中石化销售公司**，计划将分拆在港上市，据报将大约在年中筹集逾50亿美元，若成事，有助释放价值，提高中石化之估值。

- **铁路基建：**中国政府力推「一带一路」政策，鼓励铁路、核电、建材生产等中国企业「走出去」。不过，铁路基建业遇到阻滞。**中国铁建(1186 HK)**原先中标的墨西哥高铁项目，原订重新招标，但墨西哥政府宣布由于政府收入锐减，须削减预算，无限期搁置该高铁项目。消息公布后，铁路基建股全线急挫，提供了趁低吸纳的机会。中国铁路基建业正进军不同地区多个国家，墨西哥仅属个别事件，虽然不排除部份倚重出口商品的国家如秘鲁亦会搁置基建项目，但相信中国铁路企业仍将接陆续接获海外工程合约，加上内地继续建设高铁，为相关企业带来稳定订单。
- **香港电讯：**各国央行争相减息或推行量化宽松，压低债券孳息率，美国10年期债息今年以来已下跌50点子，至1.67厘，高息股之吸引力相对增加，吸引资金流入。香港电讯业过去两年竞争激烈，营运商盈利受压，但去年5月**香港电讯(6823 HK)**完成收购对手**CSL**后，竞争减少，近月营运商已纷纷上调月费，料可推升今年盈利。

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年预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
中国电力	2380 HK	4.30	297	8.2	1.13	14.2	5.0	5%
中国石化	386 HK	6.07	8,293	9.5	0.91	10.7	4.2	-11%
中国铁建	1186 HK	8.66	1,682	7.5	0.94	13.1	2.0	11%
香港电讯	6823 HK	10.28	778	24.1	2.05	9.1	4.4	15%

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

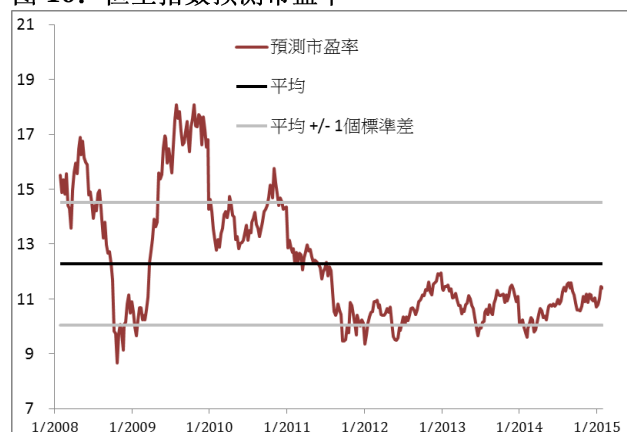


图 11: 恒生国企指数预测市盈率



图 12: 恒生指数预测股息率

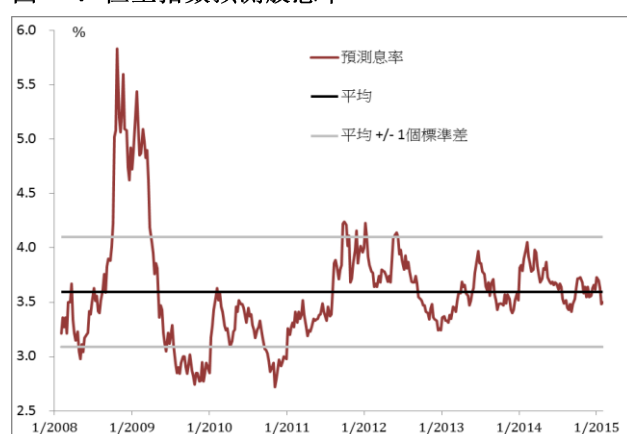


图 13: 恒生国企指数预测股息率



图 14: 恒生 AH 股溢价指数（100 以上为 A 股溢价）



图 15: 美元兑人民币汇价



资料来源：彭博、招银国际证券

2 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	英国	英伦银行议息结果	—	—
6	美国	1 月失业率	5.6%	5.6%
	美国	1 月非农职位变动	235,000	252,000
	美国	1 月平均时薪（月比）	0.3%	-0.2%
8	中国	1 月进口（年比）	-2.5%	-2.4%
	中国	1 月出口（年比）	5.8%	9.7%
10	中国	1 月消费者物价指数（年比）	1.1%	1.5%
	中国	1 月生产者物价指数（年比）	-3.8%	-3.3%
10-15	中国	1 月新增人民币贷款	13,500 亿	6,973 亿
	中国	1 月 M2 货币供应（年比）	12.1%	12.2%
13	美国	1 月密西根大学信心指数初值	—	98.1
18	美国	1 月工业生产（月比）	—	-0.1%
	美国	1 月新屋动工(月比)	—	4.4%
	日本	日本央行议息结果	—	—
19	美国	联储局 1 月会议纪录	—	—
23	美国	1 月成屋销售(月比)	—	2.4%
24	美国	12 月标普/CS 综合 20 房价指数(年比)	—	4.31%
25	中国	2 月汇丰制造业采购经理指数预览值	—	49.7
	香港	2015-2016 年度财政预算案	—	—
26	美国	1 月消费者物价指数（年比）	—	0.8%
27	美国	去年第 4 季 GDP 修订值（年度化季比）	—	初值 2.6%

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(%)
浙江世宝	1057 HK	7.38	002703 SZ	26.00	-77.1
山东墨龙	568 HK	3.11	002490 SZ	9.58	-73.8
洛阳玻璃	1108 HK	3.25	600876 SH	9.86	-73.4
东北电气	42 HK	1.76	000585 SZ	4.86	-70.8
第一拖拉机	38 HK	5.35	601038 SH	13.71	-68.5
仪征化纤	1033 HK	2.51	600871 SH	6.36	-68.1
洛阳钼业	3993 HK	4.80	603993 SH	11.18	-65.3
昆明机床	300 HK	3.14	600806 SH	7.28	-65.2
京城机电	187 HK	3.11	600860 SH	7.21	-65.2
山东新华制药	719 HK	3.64	000756 SZ	8.31	-64.6
上海电气	2727 HK	4.57	601727 SH	10.13	-63.6
兖州煤业	1171 HK	6.16	600188 SH	13.22	-62.4
天津创业环保	1065 HK	5.18	600874 SH	10.62	-60.6
重庆钢铁	1053 HK	1.53	601005 SH	3.06	-59.6
南京熊猫电子	553 HK	5.86	600775 SH	11.71	-59.6
经纬纺织机械	350 HK	9.32	000666 SZ	18.47	-59.3
大连港	2880 HK	2.61	601880 SH	5.17	-59.2
中海集运	2866 HK	2.37	601866 SH	4.29	-55.4
广州广船国际	317 HK	23.80	600685 SH	42.75	-55.1
上海石油化工	338 HK	2.24	600688 SH	4.02	-55.0
北京北辰实业	588 HK	2.43	601588 SH	4.21	-53.4
晨鸣纸业	1812 HK	3.77	000488 SZ	6.43	-52.7
中国中冶	1618 HK	2.33	601618 SH	3.91	-51.9
马鞍山钢铁	323 HK	2.05	600808 SH	3.37	-50.9
中国远洋	1919 HK	3.76	601919 SH	6.18	-50.9

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 (%)
江苏宁沪高速公路	177 HK	9.47	600377 SH	6.94	10.2
华能国际电力	902 HK	10.82	600011 SH	7.99	9.3
万科企业	2202 HK	17.28	000002 SZ	12.88	8.3
安徽海螺水泥	914 HK	25.65	600585 SH	19.45	6.5
复星医药	2196 HK	28.35	600196 SH	22.67	1.0
工商银行	1398 HK	5.50	601398 SH	4.41	0.7
青岛啤酒	168 HK	51.05	600600 SH	41.05	0.4

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管理人员；（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。