

2015年9月1日

招财进宝 - 港股策略报告

恒指目标下调至 23,600

摘要

美国次季经济胜预期，今年加息呼声仍高

美国次季 GDP 增速获上修为 3.7%，反映当地经济复苏进度良好。8 月底举行的中央银行年会，联储局副主席费希尔指不必待通胀达标后才加息。根据利率期货，市场预期今年内加息的机会超过一半。我们预计首次加息将于 12 月，而加息步伐将平缓。

人民币忽然贬值，或引发资金外流

中国人民银行于 8 月 11 日改变人民币中间价定价机制，结果人民币兑美元连续两日急贬。贬值引起市场各种猜测，及对中国经济之忧虑，一旦形成贬值预期，恐会令资金流走。贬值虽有助中国出口，对股市却弊多于利，因中国并无重量级跨国企业，难如欧洲及日本股市般受惠当地货币贬值。

内银坏帐飙升，估值难望回升

四大国有银行上半年不良贷款大增约三成，市场对未来坏帐忧虑有增无减，因预期中国下半年经济进一步放缓，以及为救市提供的贷款增添风险。内银股估值虽低，但受息差收窄及坏帐忧虑困扰，估值难望向上重估。

恒指年内目标下调至 23,600，最坏见 18,500

恒指之本年预测市盈率仅 10.3 倍，若撇除估值料持续偏低之内银股，实际为 14 倍。当美国利率走势明朗化，新兴市场走资潮缓和，恒指（撇除内银）之市盈率可回升至平均值 15.3 倍，以今年预测盈利推算，目标 23,600 点。不过，短期下行压力仍较大，因香港零售业衰退、地产面临加息风险，恒指（撇除内银）之市盈率于最坏情况料跌至 12 倍，假设内银股价与其他蓝筹股出现相同跌幅，恒指最低可见 18,500 点。

投资策略及焦点股份：减持周期性中资股，换入香港高息股避险

周期性中资股如金融、地产、资源之下行压力最大，一来人民币贬值对大部份中资股有弊无利，二来市场相信中国经济急速放缓，此等行业对宏观经济尤其敏感。

香港电讯及房托基金防守力强，因资产主要为港元，毋惧人民币贬值，且提供稳定高股息。虽然美国今年料开始加息，但估计加息步伐平缓，派息稳定、息厘达 5 厘以上之股份，于波动市况中，仍具吸引力。

香港电讯(6823 HK)去年收购 CSL 后，行业竞争减少，且业务整合见成效，中期盈利升 27%。今年预测息率 5.9 厘。

冠君产业信托(2778 HK)旗下花旗银行广场出租率大升，料带动下半年及明年租金收入。本年预测息率 5.0 厘。

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

恒生指数 21,185
52 周高/低位 28,589/20,865
大市 3 个月日均成交 1,202 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	-14.0%	-15.1%
3 个月	-23.2%	-33.9%
6 个月	-14.7%	-22.4%

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 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](#)

[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](#)

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
香港电讯	6823 HK	9.00	681	17.7	1.79	9.9	5.9	21%
冠君产业信托	2778 HK	3.87	223	21.0	0.48	2.3	5.0	-14%

资料来源：彭博、招银国际证券

经济回顾及展望

美国次季经济胜预期，今年加息呼声仍高

美国第二季 GDP 增速获修订为 3.7%（年度化季比）（图 1），更胜初值之 2.3%，反映当地经济复苏进度良好。

目前市场最关注美国何时开始加息。刚于 8 月底举行的 Jackson Hole 中央银行年会，联储局主席耶伦缺席，但出席的副主席费希尔(Stanley Fischer)表示，联储局不必待通胀达标后才加息，暗示 9 月 16-17 日的会议仍有可能加息。

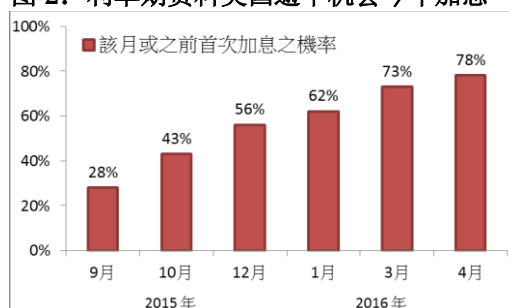
鉴于近日新兴市场甚至美国股市动荡，根据利率期货，市场预期美国 9 月加息的机会仅 28%，但今年内加息的机会仍超过一半（图 2）。我们预计，首次加息将于 12 月，而利率正常化的步伐将平缓。

图 1：美国第二季 GDP 增速胜预期



资料来源：彭博

图 2：利率期货料美国逾半机会今年加息



资料来源：CME，截至 8 月 31 日

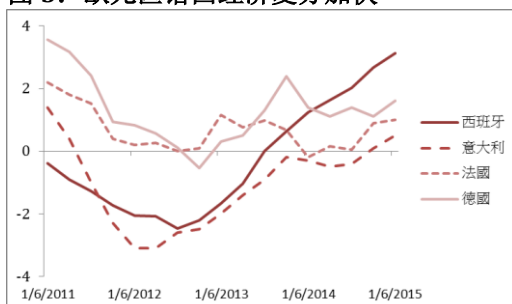
欧元区 GDP 及通胀回升

欧元区近年虽饱受债务危机困扰，但受影响的主要是希腊、意大利、西班牙等债台高筑国家，区内两大龙头德国及法国一直仍能保持 GDP 温和增长。今年初以来，欧洲央行推行量化宽松，加上欧元贬值，有助区内出口及金融市场，西班牙及意大利等「欧猪国」亦终见经济复苏（图 3）。

欧央行之量化宽松及欧元贬值，亦有助推升欧元区通胀，扣除食品及能源之消费物价指数回升至 1.0%，暂时摆脱通缩威胁（图 4）。

既然欧元区经济增长及通胀均正在改善，估计欧央行加码量宽的机会不大。

图 3：欧元区诸国经济复苏加快



资料来源：彭博

图 4：欧元区通胀(除食品及能源)回升



资料来源：彭博

人民币忽然贬值，中国双降稳经济

中国人民银行于 8 月 11 日改变人民币中间价定价机制，以「增强市场化」、「防止中间价与市场汇率持续大幅偏离」，结果人民币兑美元连续两日急挫，贬值共 2.8%（图 5）。市场一般认为，政府让人民币贬值有两个原因：振兴出口，及符合获纳入国际货币基金（IMF）之特别提款权（SDR）之要求。虽然人民币汇价最近大致保持平稳，但随着美国即将开始加息，我们预料人民币兑美元到年底将贬值至 6.50 水平。

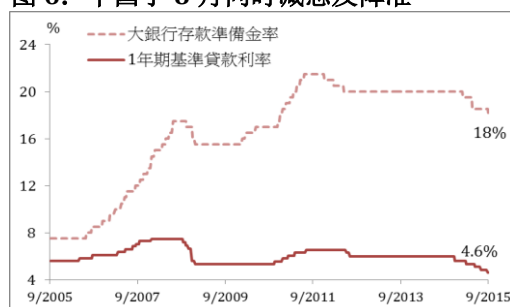
人民银行于 8 月 25 日罕有地宣布「双降」，减息 0.25 厘，及下调存款准备金率 0.5 个百分点。是次为中国去年 11 月踏入减息周期以来第五次减息（图 6）。我们预料，中国货币政策于今年内将保持宽松，但暂不再减息，因一年期存款利率（1.75%）已接近通胀率。再降准之机会则较大，并料有更多定向宽松措施。

图 5：人民币汇价突然贬值后暂回稳



资料来源：彭博

图 6：中国于 8 月同时减息及降准



资料来源：彭博

大市回顧及展望

人民幣貶值預期，或引發資金外流

人民幣於 8 月 11 日改變中間價定價機制後之貶值，于環球金融市場引起波動，因貶值惹來各種猜測，例如內地經濟狀況不妙，急須貶值振興出口，或中國打貨幣戰爭，恐加劇新興市場貨幣貶值潮。雖然中國政府表明「人民幣無持續貶值之基礎」，而且中國資本帳未完全開放，並坐擁龐大外匯儲蓄，必要時不難入市挺人民幣匯價，但仍難避免市場產生逐步貶值之預期。

貨幣貶值對當地股市之利弊，視乎經濟及股市結構。近年日圓及歐元大幅貶值，日股及歐股都受惠，因為日、歐有眾多跨國企業，上市公司有頗大部份盈利來自海外，本地貨幣貶值可帶動海外銷售。中國方面，出口雖對經濟重要，但中國並無丰田、西门子級數的國際企業，股市權重者主要為金融及資源股，全靠國內市場，不但不能受惠貨幣貶值，一旦形成貶值預期，還會令資金流走。

內銀壞帳飆升，估值難望回升

中國經濟增長放緩，從內地銀行壞帳飆升可見一斑。四大國有銀行剛公布上半年業績，不良貸款全部大增，總額較去年底增加 24%-31%。**工商銀行(1398 HK)**、**建設銀行(939 HK)**及**農業銀行(1288 HK)**之期內新增不良貸款額，較去年同期多逾兩倍，**中國銀行(3988 HK)**亦多近一倍。資產減值損失增加，令四大行上半年盈利幾乎無增長。

市場對內銀未來壞帳的忧虑只會有增無減。根據彭博綜合市場預測，中國下半年經濟進一步放緩，GDP 料增長 6.9%，低於上半年之 7.0%。另外，7 月份 A 股大跌，政府救市，7 月份內地新增人民幣貸款飆升至 1.48 萬億元，當中不少借給參與救市的金融機構，例如建行已向證金公司發放共 1,480 億元貸款，但 8 月 A 股再跌，增添壞帳風險。

內銀股估值雖低（市盈率約 5 倍，市帳率低於 1 倍，股息率逾 6 厘），但受息差收窄及壞帳上升拖累，盈利或將倒退。而且，有部份投資者本已質疑內銀之壞帳率（四大行平均為 1.52%），認為未反映地方政府債務及影子銀行潛藏之壞帳，現再添上述忧虑，估計內銀股估值只會維持低水平，難望向上重估。

恒指年內目標下調至 23,600，最壞見 18,500

我們於 8 月 3 日下調了本年恒指目標至 27,500 點，現因應人民幣貶值及銀行壞帳風險，再下調至 23,600 點。

恒生指數之本年預測市盈率僅 10.3 倍，頗大程度被占恒指 15.5%之內銀股（工行、建行、中行、**交通銀行(3328 HK)**）拉低。如上所述，內銀估值難獲調升，有必要考慮撇除內銀之恒指估值，預測市盈率現為 14.0 倍。參考過去 10 年恒指估值，內銀股是由 2011 年中開始估值大跌，撇除 2011 年中以後之時段，恒指之平均市盈率为 15.3 倍；再撇除 2008 年金融海嘯，恒指之市盈率低位約為 12 倍。

當今年稍後美國利率走勢明朗化，新興市場的走資潮可望緩和，恒指（撇除內銀）之市盈率可回升至平均值 15.3 倍，以今年預測盈利推算，目標 23,600 點。

不過，港股短期下行壓力仍較大，除了 H 股受上述因素困擾，香港零售業衰退，因內地客減少及港元相對區內貨幣升值，以及地產面臨加息風險，均可能令本港股份受壓，恒指（撇除內銀）之市盈率于最壞情況料跌至 12 倍，假設內銀股價與其他藍籌股出現相同跌幅，恒指最低可見 18,500 點。

技术分析：恒指失守长期升轨，反复寻底

- 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 7）。8 月份恒指急跌，确认失守升轨支持，长期升浪已被破坏，短期支持为 2014 年初低位 21,000，下一级支持为 2013 年中低位 19,500。
- 恒指已连跌四个月，14 周相对强弱指数（RSI）罕有地跌至超卖区，周线图于 8 月最后一周出现「十字星」待变型态（图 8），短线或有超卖反弹，阻力于前浪底 7 月 8 日低位 22,800，唯反弹后料再陷弱势。

图 7：恒生指数周线图（2011 年-2015 年）



资料来源：彭博、招银国际证券

图 8：恒生指数周线图（2015 年）



资料来源：彭博、招银国际证券

投资策略及焦点股份

逢反弹减持周期性中资股

- **人民币贬值对大部份中资股有弊无利**，因旗下资产均为人民币资产，且除了少数出口为主的企业外，收入绝大部分为人民币。现时市场忧虑人民币持续贬值，中资股之估值仍有下行风险。
- **周期性中资股如金融、地产、资源之下行压力最大**，因市场相信中国经济急速放缓，此等行业对宏观经济尤其敏感。
- **互联网、电讯及电力股相对稳健，却难望逆市向上**。此等行业对经济下行的敏感度较低，但资产同样是人民币为主，难逃贬值忧虑。

换马至香港高息股避险

- **香港企业资产较少人民币，贬值风险低**。香港地产发展商有部份内地资产，香港银行及个别公用股亦有内地业务，但除此之外，本港企业以港元资产较多，个别企业之资产分散于海外，人民币资产不多。
- **电讯及房托基金提供稳定高股息，防守力强**。虽然美国今年料开始加息，但估计加息步伐平缓，派息稳定、息厘达 5 厘以上之股份，于波动市况中，仍具吸引力：

香港电讯(6823 HK)于 2014 年 5 月完成收购 CSL 后，行业竞争减少，陆续加价，并取消无限上网计划，令本港流动电讯商扭转 2013 年至 2014 年中盈利下跌的劣势。已公布上半年业绩之香港电讯及**和电香港(215 HK)**，盈利分别按年升 27%及 57%。香港电讯之固网业务占盈利约 6 成，提供稳定现金流。流动业务方面，与 CSL 之业务整合已见成效，EBITDA 利润率同比由 41%上升至 50%。香港电讯为商业信托，派息较有保证，今年预测息率 5.9 厘。

冠君产业信托(2778 HK)持有因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，资产尽在香港，毋惧人民币贬值。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。中环甲级写字楼供应紧张，空置率跌至 2008 年金融海啸后最低，仅 2.5%，而未来几年都无较大型的新供应，业主续租时议价能力高。朗豪坊写字楼则较多美容、保健等商户，周期性较低，因此租金前景较平稳。商场的定位则为本地年轻消费者，并不倚赖内地旅客消费，并不如本港整体零售市道般向淡。冠君之本年预测息率 5.0 厘。

焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	2015 年预测				
				市盈率(倍)	市帐率(倍)	股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
香港电讯	6823 HK	9.00	681	17.7	1.79	9.9	5.9	21%
冠君产业信托	2778 HK	3.87	223	21.0	0.48	2.3	5.0	-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

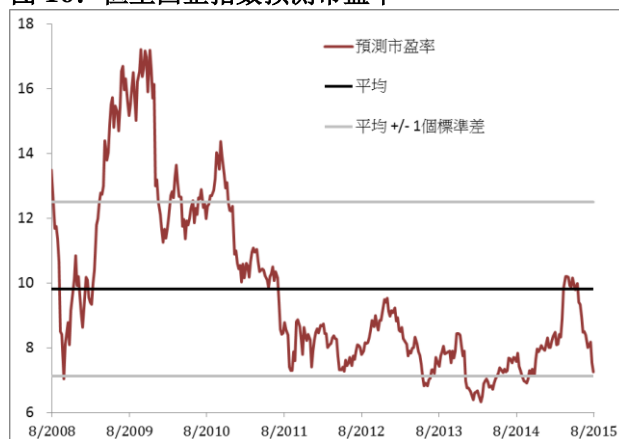


图 11：恒生指数预测股息率



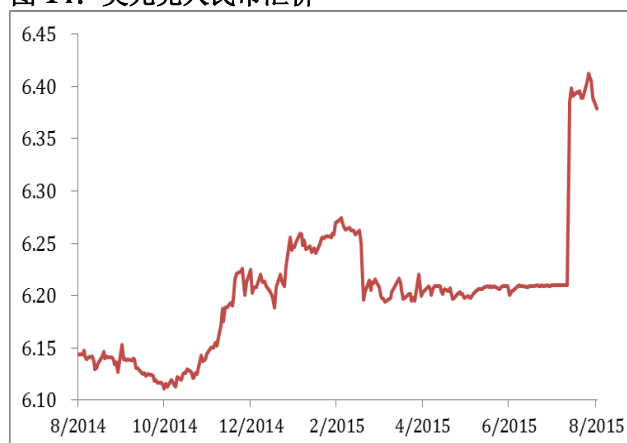
图 12：恒生国企指数预测股息率



图 13：恒生 AH 股溢价指数（100 以上为 A 股溢价）



图 14：美元兑人民币汇价



资料来源：彭博、招银国际证券

9 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
1	美国	8 月 ISM 制造业指数	52.5	52.7
3	欧洲	欧洲央行议息结果	—	—
	美国	联储局褐皮书	—	—
4	美国	8 月失业率	5.2%	5.3%
	美国	8 月非农职位变动	21.8 万	21.5 万
	美国	8 月平均时薪（环比）	0.2%	0.2%
8	中国	8 月出口（同比）	—	-8.3%
	中国	8 月进口（同比）	—	-8.1%
10	中国	8 月消费者物价指数（同比）	—	1.6%
	中国	8 月生产者物价指数（同比）	—	-5.4%
	英国	英伦银行议息结果	—	—
10-15	中国	8 月新增人民币贷款	—	14,800 亿
	中国	8 月 M2 货币供应（同比）	—	13.3%
13	中国	1-8 月固定资产投资（农村除外, 同比）	—	11.2%
	中国	8 月工业生产（同比）	—	6.0%
	中国	8 月零售销售（同比）	—	10.5%
15	日本	日本央行议息结果	—	—
16	美国	8 月 CPI（不含食品及能源, 同比）	—	1.8%
18	美国	联储局公开市场委员会议息结果	—	—
23	中国	9 月财新制造业采购经理指数预览值	—	47.3
28	美国	8 月核心个人消费开支指数（同比）	—	1.2%

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	5.65	002703 SZ	37.85	-87.7
洛阳玻璃	1108 HK	4.66	600876 SH	27.41	-86.0
广汽集团	2238 HK	5.12	601238 SH	16.41	-74.4
中石化油服	1033 HK	2.17	600871 SH	6.66	-73.2
重庆钢铁	1053 HK	1.47	601005 SH	4.41	-72.6
洛阳铝业	3993 HK	4.17	603993 SH	12.05	-71.6
中海集运	2866 HK	3.11	601866 SH	8.73	-70.7
东北电气	42 HK	1.99	000585 SZ	5.54	-70.5
上海电气	2727 HK	4.01	601727 SH	10.98	-70.0
中国中冶	1618 HK	2.86	601618 SH	7.79	-69.8
山东墨龙	568 HK	2.85	002490 SZ	7.67	-69.5
兖州煤业	1171 HK	3.50	600188 SH	9.12	-68.5
南京熊猫电子	553 HK	4.75	600775 SH	12.22	-68.1
大连港	2880 HK	2.39	601880 SH	6.02	-67.4
山东新华制药	719 HK	5.00	000756 SZ	12.15	-66.2
中国远洋	1919 HK	4.94	601919 SH	11.63	-65.1
上海石油化工	338 HK	2.85	600688 SH	6.65	-64.8
晨鸣纸业	1812 HK	2.88	000488 SZ	6.48	-63.5
北京北辰实业	588 HK	2.13	601588 SH	4.71	-62.9
中国铝业	2600 HK	2.56	601600 SH	5.55	-62.1
中船防务	317 HK	17.46	600685 SH	37.51	-61.8
第一拖拉机	38 HK	4.33	601038 SH	9.24	-61.5
天津创业环保	1065 HK	3.80	600874 SH	8.01	-61.0
中国东方航空	670 HK	3.78	600115 SH	7.85	-60.5
中煤能源	1898 HK	3.53	601898 SH	7.21	-59.8

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。

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	23.05	600585 SH	18.22	3.9
万科企业	2202 HK	17.92	000002 SZ	14.23	3.4
中国平安	2318 HK	37.15	601318 SH	30.16	1.2
中国太保	2601 HK	27.80	601601 SH	22.70	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。