

2015 年 1 月 2 日

招财进宝 - 港股策略报告

H 股落后吸引，金融内房看俏

摘要

中国曲线降准，地方政府债或再受关注

中国经济继续放缓，制造业 PMI 创 18 个月新低。人民银行于 12 月底「曲线降准」，短期内全面降准之机会大减。债务风险或再受关注，地方政府须于 1 月 5 日前将债务重新分类，若上报之地方债务远高于 2013 年中审计水平，或会引起投资者忧虑，尤其担忧银行须大增拨备。

联储局修改前瞻指引，最早 4 月加息

联储局 12 月议息后，更改了前瞻指引，由「一段时间内」维持零利率，改为「耐心地」开始货币政策正常化。主席耶伦表示未来两次会议不加息。美国现时通胀仅得 1.4%，油价急泻更添通缩压力，预料联储局较大机会于 7 月或 9 月才行动。

油价未止跌，美元续强势

油组决定不减产，油价于 12 月份再挫近两成，半年来大泻五成。俄国货币随油价大贬值，一度令人忧虑俄国会违约，甚至传染其他新兴市场。不排除俄国违约，但相信大部份新兴国家将无恙，不会重演 1997-1998 年的金融风暴。

大市展望：恒指 23,200-24,300 上落，A 股顶背驰

A 股急涨后，出现「三顶背驰」。若政府呼吁提防股市波动，或提高融资融券的保证金要求，将可能触发 A 股急挫。从价值投资角度，H 股的估值远较 A 股低，与其追入 A 股，不如吸纳 H 股。恒指则短期缺乏方向，料本月维持上落市格局。

行业观点：看好金融 H 股、内房、医药

金融 H 股：A 股现较 H 股贵三成，当 A 股出现调整，料将有资金从 A 股流向金融 H 股追落后。首选内险，因盈利能见度较高，及料投资收益上升，次选内银。

内房：内地货币政策及房贷渐趋宽松，房屋销售回暖。限购政策放宽的憧憬，料对估值低残的内房股带来支持。市场可能对内房民企有戒心，较看好国企背景的蓝筹股。

医药：医疗股早前估值偏高，但股价近期回落，重见吸引力。《互联网食品药品经营监督管理办法》或即将颁布，届时医药电商市场开启，或带动医药股回升。

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
中国平安	2318 HK	79.10	7,411	13.5	2.20	18.0	1.1	32%
中信银行	998 HK	6.22	4,169	5.7	0.90	17.0	5.0	5%
中国海外发展	688 HK	23.05	1,884	8.2	1.46	19.3	2.4	21%
华润置地	1109 HK	20.45	1,192	10.6	1.26	12.7	2.5	28%
四环医药	460 HK	5.19	538	24.7	4.72	20.1	1.1	33%

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 23,605
52 周高/低位 25,363/21,138
大市 3 个月日均成交 802 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	-1.6%	+7.5%
3 个月	+2.9%	+16.2%
6 个月	+1.8%	+16.0%

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 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](#)

[14 年 6 月 3 日 - 利好已反映，高息股避险](#)

经济回顾及展望

中国经济续放缓，央行曲线降准

中国经济于 12 月继续放缓，1 月 1 日公布的 12 月中国官方制造业采购经理指数(PMI)，由 50.3 跌至 50.1（图 1），创 18 个月新低，但已略胜市场预期之 50。为保经济增长，人民银行继 11 月减息后，于 12 月底再有宽松措施，将非银行金融机构同业存款与同业借款纳入商业银行之存贷比，存款准备金初步定为零。此举令商业银行有更多款项可用作放贷，有助缓解市场流动性压力，被市场视为「曲线降准」。不过，这也意味人行在短期内整体下调存款准备金率之机会大减。

图 1：中国制造业采购经理指数



资料来源：彭博

地方政府债或再受关注

中国经济将于 2015 年继续放缓，已成市场共识，较不明朗的是债务问题，包括影子银行及地方政府债的潜藏坏帐。其中地方债问题，可能将于本月再受关注。中国地方政府须于 1 月 5 日前将地方债务重新分类，上报财政部，若地方债务远高于 2013 年中审计的 17.9 万亿元人民币，或会引起投资者忧虑，尤其担忧银行须大增拨备。

联储局修改前瞻指引，最早 4 月加息

美国联储局公开市场委员会 12 月 17 日议息后，更改了前瞻指引，会后声明移除了「一段时间内」(a considerable time)维持零利率的用语，改为「耐心地」(patient)开始货币政策正常化。委员会强调，尽管指引字眼有变，立场仍与之前一致。主席耶伦于记者会表示，未来两次会议不会加息，换言之，1 月及 3 月份的会议将按兵不动，最快于 4 月 29 日才加息。

美国上一个加息周期始于 2004 年中，该次加息前的一年内，联储局声明用语同样先说「一段时期内」(a considerable period)，然后于 2004 年 1 月及 3 月改为「耐心地」(patient)，最终于 6 月份加息。若果今次与 11 年前相似，联储局或将于今年 6 月开始加息。不过，11 年前联储局加息时，通胀(核心个人消费开支指数)已回升至 1.8%，但现时通胀仅得 1.4%，加上油价半年来急泻五成，更添通缩压力，预料联储局真的会保持「耐心」，加息宁慢莫快，较大机会于 7 月或 9 月才行动。

至于香港，港元汇率虽与美元挂钩，但如我们于《2015 年宏观与策略》中分析，香港可能较美国迟加息，而且加息反映经济复苏，股市于加息初期往往造好，因此暂时毋须担忧加息会打击港股。

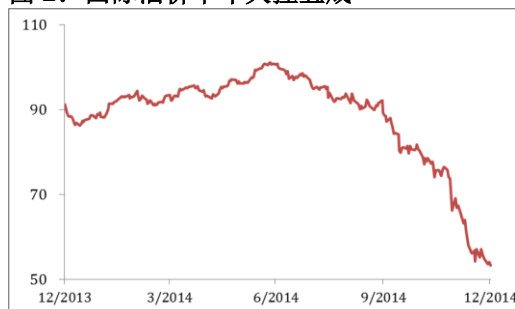
油价未止跌，美元续强势

石油输出国组织于 11 月底开会后决定不减产，纽约油价于 12 月份再挫近两成至 54 美元，半年来大泻五成（图 2）。油价低迷，长远或令部份高成本油田及页岩气田停产，但短期难改变供求关系。政治因素方面，俄罗斯总理普京于入侵乌克兰的问题上态度未有软化，相信欧美将继续透过压低油价以制裁俄国。

俄国货币卢布随油价大贬值，外汇储备亦大减，一度引发信心危机，忧虑俄国会重演 1998 年违约风暴，甚至传染其他新兴市场。我们不排除俄国（及同样倚赖原油出口的委内瑞拉）违约，但相信大部份新兴国家将无恙，尤其是东南亚，因为相比起 1997-1998 年的固定汇率及过度借贷，现时东南亚国家普遍实行较灵活的浮动汇率，负债率较之前低，外汇储备亦远较以往丰厚。

油价弱势，其中一个原因是美元强势。美汇指数全年升 13%（图 3），为 17 年来最大升幅。美国经济持续复苏，联储局部署加息，同时欧洲及日本加大宽松，造就美元升值。历史显示，每当美元走强，新兴股市表现大多欠佳，因资金倾向回流美国。本月须留意 22 日欧洲央行议息，及 29 日联储局议息结果，若欧央行加码宽松而联储局立场偏向鹰派，很可能令美元升势火上加油，造成港股在内的新兴市场震荡。

图 2：国际油价半年大挫五成



资料来源：彭博

图 3：美汇指数全年升 13%



资料来源：彭博

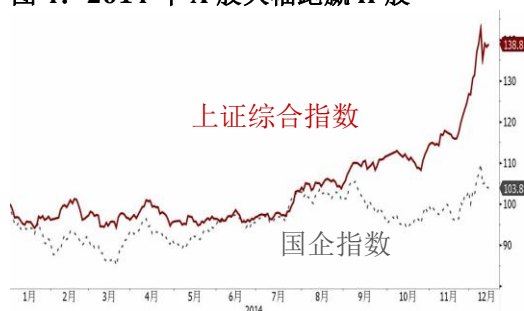
大市回顧及展望

A 股大漲，A/H 差價擴闊

自從人民銀行於 11 月 21 日宣布減息，A 股氣勢如虹，上證綜指至年底累升 30%，但同期恒生國企指數僅升 15%。2014 全年計，上證綜指大漲 53%，冠絕全球主要股市，國企指數升 11%（圖 4）。A 股大幅跑贏 H 股後，A 股較 H 股溢價已達 29%（圖 5）。較 H 股呈折讓的 A 股，更只剩下 6 只（計停牌股份）。

A 股急漲後，須防范調整風險。A 股向來是政策市，最受政府的措施及言論左右。若政府呼喚投資者提防股市波動，或要求券商提高融資融券的保證金要求，將可能觸發 A 股急挫。從價值投資角度，H 股的估值遠較 A 股低，與其追入 A 股，不如吸納 H 股。

圖 4：2014 年 A 股大幅跑贏 H 股



資料來源：彭博

圖 5：恒生 AH 股溢價指數升至 129



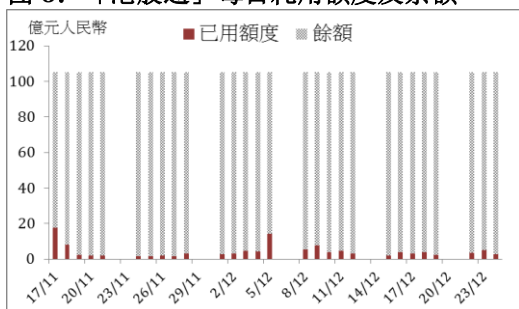
資料來源：彭博

滬港通反應仍冷淡

市場原本預期「滬港通」將令 AH 股差價收窄，但自從 11 月 17 日啟動後，反應冷淡，成交疲弱，A 股溢價反而擴闊了 27 个百分点。南向的「港股通」，日均耗用額度僅為每日上限 105 億元人民幣之 4.2%（圖 6），目前僅用了總額度 2,500 億元人民幣之 4.2%。北向的「滬股通」稍為活躍，日均耗用額度相當於每日上限 130 億元人民幣之 20%（圖 7），目前用了總額度 3,000 億元人民幣之 25%。

由於 A 股近個半月異常強勢，內地投資者專注買入 A 股，較買港股更易獲利，因此港股通成交薄弱可以理解。另一方面，香港投資者通過香港上市的 A 股交易所買賣基金(ETF)已可涉足升市主力金融股，不必細選個股，所以滬股通成交亦平平。我們估計，滬股通成交短期內不會顯著提升，因為本港投資者既不熟悉 A 股個股，亦對 A 股的企业管治信心不足。不過，港股通成交稍後可望逐漸增加，當 A 股升勢放緩或回落，內地投資者應會轉為留意大折讓的 H 股。

圖 6：「港股通」每日耗用額度及餘額



資料來源：彭博

圖 7：「滬股通」每日耗用額度及餘額



資料來源：彭博

技术分析：恒指 23,200-24,300 上落，A 股顶背驰

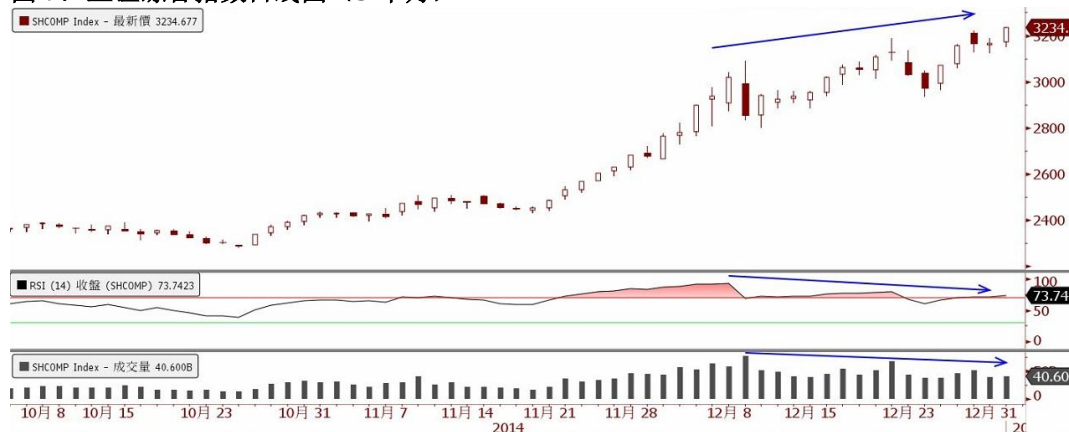
- 从图表分析，恒生指数短期缺乏方向，料本月维持上落市格局，支持位于 250 天平均线约 23,200，上试近两个月阻力区 24,200-24,300（图 8）。
- A 股方面，上证综合指数与 RSI 相对强弱指数及成交额出现「三项背驰」（图 9），短期回调压力大，有机会回试 3,000 关口支持。

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：金融 H 股、内房、医药

- **金融 H 股**：近一个月金融 A 股气势如虹，投资者只顾追买 A 股，冷落了 H 股。沪港通已开通，中港两地投资者可轻易买入对方市场之合资格股份，我们因此相信 A 股难以长期维持现时较 H 股之三成溢价，当 A 股出现调整，或至少回复平静，料将有资金从 A 股流向 H 股追落后。

三个主要内地金融行业 — 银行、保险、券商 — 之中，以保险股前景较佳。首先，保险股较不受地方政府债及影子银行风险影响，盈利能见度较高。第二，人民银行上月底「曲线降准」后，预料银行会以高息协议争取保险公司之庞大存款，有利保险公司之投资收益。内银股之投资价值次之，因为人行短期内全面降准或再减息的机会不大，缺乏新的股价催化剂，唯中小型银行仍可看高一线，因本身贷存比率偏高，较受惠「曲线降准」释放贷款额度，其中首选**中信银行(998 HK)**，因 H 股较 A 股折让最大，达 40%。至于券商，因盈利与 A 股成交额挂钩，股价亦与 A 股起落关系最密切，一旦 A 股回调，券商股价下跌压力最大。

- **内房**：过去一季，内地货币政策及房贷渐趋宽松，商业银行于 10 月份放松房贷政策，下调首套房贷款利率，而人民银行于 11 月减息、12 月「曲线降准」。另外，大部份城市已放宽房屋限购令，现仅余北上广深及三亚维持限购。这些政策改变对内房销情带来支持。《中国证券网》引述地产界数据，内地 48 个重点城市，12 月份新建商品房成交面积环比增 7%，创 2014 年单月新高，四个一线城市成交面积环比增 14%。10 月至 12 月份，成交量环比增幅分别为 24%、10%、7%。

中国社科院上月底发布住房绿皮书《中国住房发展报告（2014-2015）》，预期今年各级政府将密集推出救市政策，限购政策有望全面退出。政策放宽的预期，料对估值低残的内房股带来支持，可能继内银股后，出现一轮估值修复。鉴于近期有内房民企出现事故，如**雅居乐(3383 HK)**主席一度被监视居住，及**佳兆业(1638 HK)**之深圳项目被政府销定，市场可能对民企犹有余悸，较看好国企背景的蓝筹股**中国海外(688 HK)**及**华润置地(1109 HK)**。

- **医药**：近期市场集中追捧内地金融及基建股，反而盈利增长前景更佳的科网及医疗股逆市下跌。股价回落后，早前估值偏高的医疗股重见吸引力。短期而言，医药股或有利好政策，传闻《互联网食品药品经营监督管理办法》最快将于元旦后颁布，届时处方药网上销售将逐步放开，意味医药电商市场开启。**四环医药(460 HK)**原本专注于研发及生产心脑血管药物，最近进军医疗服务，与两名投资者成立合营公司，收购两间内地医院的权益，将可带来稳定收入，并有助分散业务风险。

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
中国平安	2318 HK	79.10	7,411	13.5	2.20	18.0	1.1	32%
中信银行	998 HK	6.22	4,169	5.7	0.90	17.0	5.0	5%
中国海外发展	688 HK	23.05	1,884	8.2	1.46	19.3	2.4	21%
华润置地	1109 HK	20.45	1,192	10.6	1.26	12.7	2.5	28%
四环医药	460 HK	5.19	538	24.7	4.72	20.1	1.1	33%

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: 中国居民消费价格指数同比

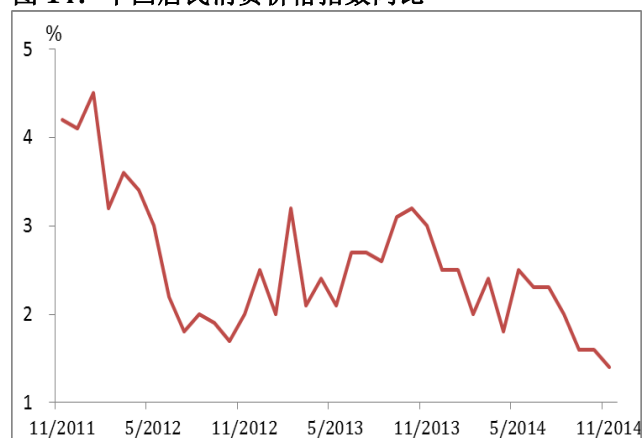


图 15: 美元兑人民币汇价



资料来源: 彭博、招银国际证券

1 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	美国	12 月 ISM 制造业指数	57.5	58.7
8	中国	12 月进口（年比）	-4.1%	-6.7%
	中国	12 月出口（年比）	6.0%	4.7%
	美国	联储局 12 月会议纪要	—	—
9	中国	12 月消费者物价指数（年比）	1.4%	1.4%
	中国	12 月生产者物价指数（年比）	-3.1%	-2.7%
	美国	12 月失业率	5.7%	5.8%
	美国	12 月非农职位变动	240,000	321,000
10-15	中国	12 月新增人民币贷款	9,000 亿	8,527 亿
	中国	12 月 M2 货币供应（年比）	12.5%	12.3%
16	美国	12 月消费者价格指数（年比）	—	1.3%
	美国	1 月密西根大学信心指数初值	—	93.6
	美国	12 月工业生产（月比）	—	1.3%
19-21	中国	第 4 季 GDP（年比）	—	7.3%
	中国	1-12 月固定资产投资（年比）	—	15.8%
	中国	12 月工业生产（年比）	—	7.2%
	中国	12 月零售销售（年比）	—	11.7%
22	欧洲	欧洲央行议息结果	—	—
23	中国	1 月汇丰制造业采购经理指数预览值	—	49.6
29	美国	联储局议息结果	—	—
30	美国	第 4 季 GDP 预览值（年度化季比）	—	5.0%

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 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	6.94	002703 SZ	25.95	-78.6
山东墨龙	568 HK	3.05	002490 SZ	8.63	-71.7
仪征化纤	1033 HK	2.45	600871 SH	5.85	-66.5
京城机电	187 HK	3.00	600860 SH	6.95	-65.5
第一拖拉机	38 HK	5.71	601038 SH	13.02	-64.9
昆明机床	300 HK	3.23	600806 SH	7.32	-64.7
东北电气	42 HK	1.85	000585 SZ	4.06	-63.5
山东新华制药	719 HK	3.71	000756 SZ	7.97	-62.7
天津创业环保	1065 HK	5.22	600874 SH	11.05	-62.2
中海集运	2866 HK	2.45	601866 SH	4.94	-60.3
兖州煤业	1171 HK	6.57	600188 SH	13.18	-60.1
经纬纺织机械	350 HK	8.98	000666 SZ	18.00	-60.1
上海电气	2727 HK	4.13	601727 SH	8.25	-59.9
中国中冶	1618 HK	2.58	601618 SH	5.05	-59.1
重庆钢铁	1053 HK	1.71	601005 SH	3.33	-58.9
洛阳钼业	3993 HK	4.50	603993 SH	8.75	-58.8
北京北辰实业	588 HK	2.47	601588 SH	4.79	-58.7
上海石油化工	338 HK	2.27	600688 SH	4.33	-58.0
中国远洋	1919 HK	3.83	601919 SH	7.20	-57.4
大连港	2880 HK	2.55	601880 SH	4.61	-55.7
中国铝业	2600 HK	3.59	601600 SH	6.25	-54.0
马鞍山钢铁	323 HK	2.32	600808 SH	4.01	-53.7
南京熊猫电子	553 HK	6.00	600775 SH	10.37	-53.7
中海发展	1138 HK	5.32	600026 SH	9.10	-53.2
晨鸣纸业	1812 HK	3.68	000488 SZ	6.17	-52.3

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 (%)
中国南车	1766 HK	10.44	601766 SH	6.38	31.0
中国北车	6199 HK	11.12	601299 SH	7.10	25.4
复星医药	2196 HK	27.90	600196 SH	21.10	5.8
安徽海螺水泥	914 HK	29.05	600585 SH	22.08	5.3
江苏宁沪高速公路	177 HK	9.26	600377 SH	7.30	1.5
青岛啤酒	168 HK	52.60	600600 SH	41.78	0.8

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。