

2014 年 7 月 2 日

招财进宝 - 港股策略报告

7 月稳中向好，选医药环保

摘要

中国经济回稳，人民币波动减

中国最近公布的制造业 PMI、出口及零售数据，均显示经济已回稳。预料人民币汇价于第三季走势转趋平稳，不会出现大幅升值或贬值。

地方债危机减，楼市风险升温

中国地方政府债务增长放缓，同时 10 个试点省市可自行发债，有望提升地方政府的偿付能力。但楼市转弱，价量齐跌，库存上升，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。

美国首季经济倒退，储局加息路遥遥

美国首季 GDP 下跌 2.9%，受企业库存降及恶劣天气影响，预料第二、三季回复增长。圣路易联储银行总裁主张明年首季加息，但他今明年均没投票权，难以左右利率决定。

中东乱局，推升油价

伊拉克内战，威胁能源供应，推高油价。中东乱局本身，未必对主要股市造成直接打击，但假如油价飙升，可能会推高美国通胀，令市场对加息之预期时间表提前。

大市展望：好消息及憧憬已反映，恒指暂难突破横行区

中国总理李克强表示 GDP 下限不越过 7.5%，为中港股市添信心，料恒指于 7 月份稳中向好，于 22,500 至 24,000 上落。唯须提防美股正以「上升楔形」运行，若出现调整难免拖累港股。

看好行业：环保、医药、石油、乳业

环保及医药股向来受国策支持，股价调整数月后重现吸引力；国企石油股受惠改革及油价上升；乳业行业整合有利龙头股。

看淡行业：建材、家电、电讯

建材及家电股需求随房地产转弱；内地电讯业 4G 发牌后竞争大，却未届收成期。

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

恒生指数 23,191
52 周高/低位 24,111 /19,426
大市 3 个月日均成交 570 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	+0.5%	+0.8%
3 个月	+4.7%	+2.6%
6 个月	-0.5%	-4.5%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



过往港股策略报告

[14 年 6 月 3 日 - 利好已反映，高息股避险](#)

[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](#)

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
光大国际	257 HK	11.08	497	28.0	3.31	12.4	0.8	21%
北控水务	371 HK	5.18	448	27.1	3.05	11.6	1.3	19%
中国疏浚环保	871 HK	2.46	21	6.4	0.78	14.0	1.3	50%
复星医药	2196 HK	28.90	598	23.3	3.07	14.1	1.1	10%
中国石油	857 HK	9.79	17,320	10.7	1.15	10.9	4.2	3%
蒙牛乳业	2319 HK	35.85	702	26.5	2.80	12.0	0.8	20%

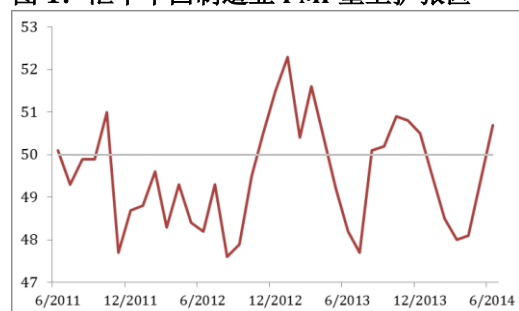
资料来源：彭博、招银国际证券

经济展望

中国经济回稳，制造业零售回暖

6 月份汇丰中国制造业采购经理指数（PMI）升至 50.7，是今年首次重上 50 以上（图 1），显示制造业回复扩张。中国经济改革所倚重的内需亦回暖，全国社会消费品零售总额同比增速回升（图 2）。2013 年下半年，零售增速一直于 13% 以上，但今年首 4 个月跌至 12%，5 月份终于反弹，升至 12.5%。

图 1：汇丰中国制造业 PMI 重上扩张区



资料来源：彭博

图 2：中国社会消费品零售总额同比

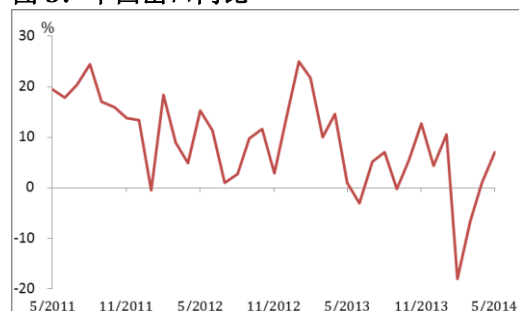


资料来源：彭博

出口反弹，人民币汇价趋稳

中国出口亦连续 3 个月改善，5 月份同比增长 7.0%（图 3）。人民币兑美元今年 1 至 4 月最多贬值 3.7%，有助支持出口（图 4）。既然出口及整体经济已见回稳，预料人民币汇价于第三季走势转趋平稳，不会出现大幅升值或贬值。

图 3：中国出口同比



资料来源：彭博

图 4：美元兑人民币汇价



资料来源：彭博

地方政府发债，债务危机减少

2008 年底中国推出 4 万亿元人民币刺激方案，令地方政府债务问题成为计时炸弹，一直为投资者所忧虑，但此风险已稍为舒缓。根据中国审计署，地方政府债务增长放缓。2013 年 6 月底至 2014 年 3 月底，审计的 9 个省本级和 9 个市本级政府性债务余额增长 3.79%，比 2013 年前 6 个月平均增速下降 7 个百分点。

地方政府债增长受控，同时地方政府的偿付能力有望提升。财政部 5 月份批准广东、浙江、上海、深圳等 10 个省市试点地方债自发自还，广东省已先行于 6 月底发债，预料其他试点省市将陆续跟随，并将试点计划扩至其他省市。

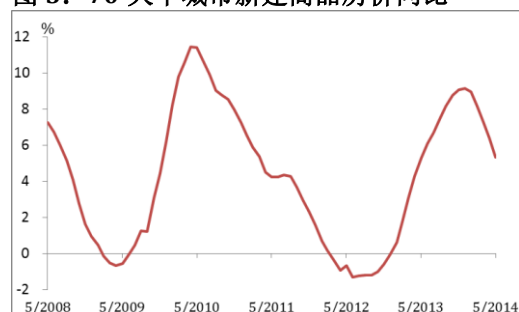
楼市价量齐转向，信贷风险未消除

地方政府债务风险虽减，其他环节的信贷违约问题却不然，其中房地产相关的风险最受关注。根据中国国家统计局，5 月份 70 个大中城市新建商品住宅房价，同比升 5.4%，较去年 12 月之 9.2% 增速放缓（图 5），环比更跌 0.16%，是两年来首次下跌，当中仅 15 个城市上涨，35 城市下滑。今年 1-5 月份，全国商品房销售面积同比下降 9.2%，降幅比 1-4 月份扩大 0.6 个百分点。

价量齐跌，库存则上升，二、三线城市的房屋库存压力尤大。截至 5 月底，待售房屋相对近半年月均销售比率，二线城市平均为 19.7，三线城市平均为 36.5，均高于 2011 年楼市低潮时的水平。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。

另一方面，为免库存继续攀升，估计发展商将减慢建筑步伐。今年 1-5 月份，新屋动工同比大减 21.6%（图 6）。建筑活动减少，将拖累水泥、钢铁、玻璃、家电等行业。

图 5：70 大中城市新建商品房价同比



资料来源：彭博

图 6：中国住宅新屋动工同比



资料来源：彭博

香港逾十万人游行，「占中」言之尚早

香港「和平占领中环」组织于 6 月份举行全民投票，近 79 万人投票支持 2017 特首普选须设公民提名。7 月 1 日，约 16 万人游行（香港大学民意研究计划估算；主办组织则声称有 51 万人），争取香港特区行政长官真普选。若特区政府提出的政改方案不符国际标准，占中组织将发起「占领中环」行动，虽然主办方强调会以和平及理性形式占中，但难料最终会否出现流血冲突，为港股添上政治风险。

不过，占中不会在 7 月份实行，因主办方会等候政府向市民咨询，及向立法会提出选举办法议案，才决定是否占中，快则今年底，慢则明年初。综合而言，占中将于未来半年成为港股一大阴霾，但不会于短期内拖累大市。

美国首季经济倒退，储局加息路遥遥

外围方面，美国首季 GDP 终值再被向下修订，环比年度化下跌 2.9%（图 7），为 3 年来首次收缩，除了受企业库存少于预期拖累，恶劣天气亦打击了个人消费，预料第二、三季经济将随库存回升而回复增长。

联储局退市部署持续为人关注，圣路易联储银行总裁布拉德最近接受传媒访问时，重申个人预期明年首季开始加息，有别于现时市场主流预期明年下半年才加息的看法。不过，布拉德在今年及明年均不是联储局公开市场委员会投票委员，难以左右利率决定。

欧洲推负利率防通缩

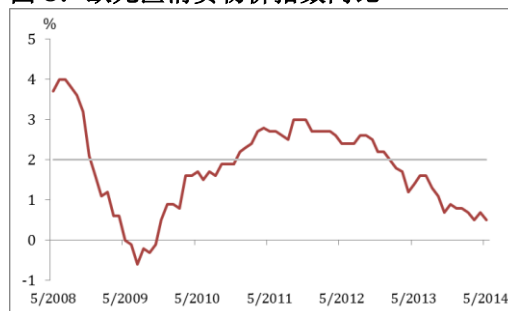
欧元区则尚未摆脱通缩风险，5 月份通胀仅得 0.5%（图 8），为 2009 年以来最低，远低于央行目标 2%。欧洲央行于 6 月 5 日议息会上，下调基准再融资利率 10 点子至 0.15 厘，并将银行隔夜存款利率减至负 0.1 厘，为主要央行之中首次实行负利率，以及推出针对性长期再融资操作（Targeted LTRO）。

图 7：美国 GDP 环比年度化



资料来源：彭博

图 8：欧元区消费物价指数同比



资料来源：彭博

地缘政治风险推升油价

伊拉克局势紧张，发生内战，而美国不太愿意介入，强调不会派遣地面部队到伊拉克，或将令伊拉克陷入长期战乱，万一邻近的伊朗及叙利亚被卷入，乱局将更严重，并威胁能源供应，推高油价。

中东乱局本身，未必对主要股市造成直接打击，但假如油价飙升，可能会推高美国通胀（图 9），令市场对联储局加息之预期时间表提前，有损环球股市气氛。

图 9：油价与美国通胀



资料来源：彭博、招银国际证券

大市展望

中国 GDP 7.5%可保，港股稳中偏好

6 月份港股窄幅横行，恒指全月高低波幅仅得 2.6%。月内，人民银行对部份商业银行实施「定向降准」，一年前内地的「钱荒」今年没重演，而内地于 6 月暂未再出现信贷违约事件，限制了股市下行风险。另一方面，港股缺乏重大利好消息，向上动力不足，而且月内有 16 只新股上市，且挂牌后表现疲弱，既抽走了部份市场资金，又有损投资者信心。

展望 7 月份，焦点仍在中国经济数据及政策。16 日公布中国第二季 GDP，若增速较首季之 7.4%回升，应有利中港股市。就算 GDP 逊预期，由于国务院总理李克强 6 月中于英国智库演讲，提到「中国对经济的运行实行区间调控、定向调控，保证 GDP 下限不越过 7.5%」，跟年初政府工作报告中的「7.5%左右」增长目标有点出入，让投资者感到中央更有信心及决心「保 7.5」，意味保增长、微刺激的政策料陆续有来，亦有助中港股市气氛。

沪港股暂无助大市表现

4 月公布的沪港股票市场交易互联互通机制（沪港通），计划于约半年后即 10 月左右实行，但由于准备工作繁多，包括升级交易系统，及商讨清算时间、收费等细节，或要到年底才推出。另外，属于指数权重股的中资金融 H 股普遍较 A 股贵，就算投资者偷步炒作沪港通概念，中资金融 H 股肯定并非买入对象，无助推高指数。

提防美股调整风险

美股今年虽屡创新高，但以「上升楔形」运行（图 10）。从经济、货币政策、企业盈利及估值各方面看，美股出现股灾的机会不大，但牛市中总会有正常调整。万一失守楔形升轨支持，料将出现较深调整、届时港股亦难免受拖累。

图 10：道琼斯指数形成「上升楔形」



资料来源：彭博、招银国际证券

技术分析：恒指暂难突破横行区

- 恒生指数于 2013 年 2 月及 12 月的高位 24,000 附近，料为 7 月份重大阻力，250 天移动平均线约 22,500 则为短期支持。（图 11）
- 2008 年底引伸的长期升轨，约位于 21,500，为中线重要支持位（图 12）。

图 11：恒生指数日线图（2013-2014）



资料来源：彭博、招银国际证券

图 12：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：环保、医药、石油、乳业

环保及医药股 – 国策支持，调整后吸引

- 中国国策近年大力扶持环保及医疗，行业增长前景强劲，唯此等「新经济股」去年末季至今年首季股价升幅过巨，其后市场转为追捧「旧经济股」，令环保及医疗股出现近 4 个月的股价回吐，估值重现吸引力，料市场焦点逐将重回增长前景较佳的行业。
- **北控水务(371 HK)**及**中国疏浚环保(871 HK)**受惠国务院加快推进水利工程及防治水污染等政策。**光大国际(257 HK)**建造及运营污水处理厂和垃圾发电厂，除受惠水利政策，亦受惠 6 月出台的《生活垃圾焚烧污染控制标准》。
- **复星医药(2196 HK)**为综合医疗股，业务包括生产药物及医疗设备、分销药品及医疗服务。母公司**复星国际(656 HK)**于并购经验丰富，有助复星医药透过并购发展。

石油股 – 油价升，国企改革

- 石油国企**中石油(857 HK)**及**中石化(386 HK)**正进行改革，中石油将剥离收益率较低的管道资产，集资所得料可用于开发回报较高的上游油气项目。中石油的上游业务比重较高，较受惠中东乱局及夏季用油旺季推高油价。

乳业股 – 行业整合有利龙头

- 中国工信部 6 月中公布，《推进婴幼儿配方乳粉企业兼并重组实施方案》获批，行业整合有利龙头**蒙牛乳业(2319 HK)**。近月原奶价格回落，亦有利下游产品利润率。

看淡：建材、家电、电讯运营

建材及家电股 – 需求随房地产转弱

- 内地楼市近月转弱，售价、销量及新屋动工均下跌，不利水泥、钢铁、玻璃及家电之需求。

电讯股 – 行业竞争大，未届收成期

- 中国工信部 6 月底公布，批准**联通(762 HK)**及**中电信(728 HK)**分别在 16 个城市开展 FDD-LTE 及 TD-LTE 混合组网试验。新一轮的 4G 竞争展开，行业竞争将加剧，但 4G 年代的初期主要利好网络设备生产商，反而运营商的收成期未到，难望推动今年盈利。

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 年度预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
光大国际	257 HK	11.08	497	28.0	3.31	12.4	0.8	21%
北控水务	371 HK	5.18	448	27.1	3.05	11.6	1.3	19%
中国疏浚环保	871 HK	2.46	21	6.4	0.78	14.0	1.3	50%
复星医药	2196 HK	28.90	598	23.3	3.07	14.1	1.1	10%
中国石油	857 HK	9.79	17,320	10.7	1.15	10.9	4.2	3%
蒙牛乳业	2319 HK	35.85	702	26.5	2.80	12.0	0.8	20%

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率



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

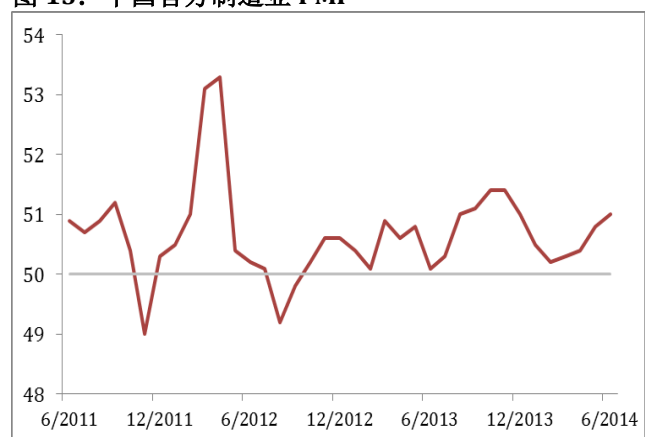
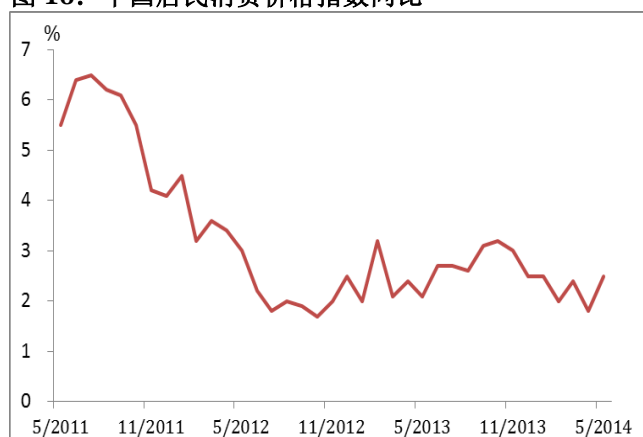


图 16: 中国居民消费价格指数同比



资料来源: 彭博、招银国际证券

7 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
3	欧洲	欧洲央行议息结果	—	—
	美国	6 月失业率	6.3%	6.3%
	美国	6 月非农业就业人口变动	21.5 万	21.7 万
9	中国	6 月消费者物价指数（年比）	2.4%	2.5%
	中国	6 月生产者物价指数（年比）	-1.1%	-1.4%
10	中国	6 月进口（年比）	6.0%	-1.6%
	中国	6 月出口（年比）	10.0%	7.0%
	美国	联储局公开市场委员会 6 月会议纪录	—	—
	英国	英伦银行议息结果	—	—
10-15	中国	6 月新增人民币贷款	10,000 亿	8,708 亿
	中国	6 月 M2 货币供应（年比）	13.6 %	13.4 %
15	日本	日本央行议息结果	—	—
16	中国	第二季 GDP（年比）	—	7.4%
	中国	1-6 月固定资产投资（年比）	—	17.2%
	中国	6 月工业生产（年比）	—	8.8%
	中国	6 月零售销售（年比）	—	12.5%
17	美国	联储局褐皮书	—	—
18	中国	6 月房价	—	—
22	美国	6 月核心消费者物价指数（年比）	—	2.0%
24	中国	7 月汇丰制造业采购经理人指数预览值	—	50.7
31	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—

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	7.40	002703 SZ	20.58	-71.2
山东墨龙	568 HK	3.52	002490 SZ	8.50	-66.9
洛阳玻璃股份	1108 HK	3.80	600876 SH	7.24	-58.0
东北电气	42 HK	1.28	000585 SZ	2.36	-56.6
洛阳钼业	3993 HK	3.97	603993 SH	6.70	-52.6
山东新华制药股份	719 HK	3.30	000756 SZ	5.51	-52.1
京城机电股份	187 HK	3.40	600860 SH	5.67	-52.0
重庆钢铁股份	1053 HK	1.36	601005 SH	2.26	-51.8
昆明机床	300 HK	2.63	600806 SH	4.31	-51.2
天津创业环保股份	1065 HK	4.93	600874 SH	7.95	-50.4
仪征化纤股份	1033 HK	1.77	600871 SH	2.78	-49.0
第一拖拉机股份	38 HK	5.08	601038 SH	7.85	-48.2
上海石油化工股份	338 HK	2.16	600688 SH	3.29	-47.5
经纬纺织机械股份	350 HK	6.80	000666 SZ	10.00	-45.6
大连港	2880 HK	1.85	601880 SH	2.63	-43.7

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	26.60	600585 SH	15.72	35.4
潍柴动力	2338 HK	29.95	000338 SZ	17.79	34.7
江苏宁沪高速公路	177 HK	9.17	600377 SH	5.54	32.5
鞍钢股份	347 HK	5.00	000898 SZ	3.05	31.2
华能国际电力股份	902 HK	8.75	600011 SH	5.66	23.7
中国神华	1088 HK	22.40	601088 SH	14.54	23.3
中国太保	2601 HK	27.35	601601 SH	17.79	23.0
华电国际电力股份	1071 HK	4.69	600027 SH	3.07	22.3
中国平安	2318 HK	60.00	601318 SH	39.34	22.1
青岛啤酒股份	168 HK	60.60	600600 SH	40.06	21.1
招商银行	3968 HK	15.28	600036 SH	10.24	19.4
中信证券	6030 HK	17.10	600030 SH	11.46	19.4
中国人寿	2628 HK	20.30	601628 SH	13.61	19.4
中国铁建	1186 HK	6.82	601186 SH	4.61	18.4
中国中铁	390 HK	3.79	601390 SH	2.58	17.6

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。