

## 占中逐渐消化，港股重拾升轨

### 摘要

#### 「占中」打击经济有限，港府长远施政困难

香港的「占领中环」运动于9月28日正式启动，短期而言，「占中」对金融业及地产业打击不大，旅游、酒店、零售及餐饮则较受影响。长远则会令特区政府施政困难重重，因事件已造成社会分化甚至撕裂。

#### 美国就业强劲，加息渐近

美国联储局料于10月底宣布结束买债，下一步将为加息。美国最新的就业报告强劲，失业率跌至5.9%，提早加息的机会增加了，但尚要视乎通胀有否回升。若因就业强劲而决定明年上半年加息，并非坏事。相反，若通胀急升令联储局迫于无奈加息，才对金融市场影响较负面。

#### 欧央行启动买债，规模乏惊喜

美国正逐步退出超宽松货币政策，欧元区却反其道而行，继续加强宽松，欧央行开始购买担保债券及资产抵押证券，为期最少两年，计划将央行资产推升至2012年初之水平。不过，此买债计划覆盖的资产范围较小，没包括国债，料作用不及美国的量化宽松，而且央行早已暗示会推出买债计划，公布后反而令部份市场人士失望。

#### 大市展望：「占中」短期已消化，恒指本月上望24,000-24,300

「占中」虽未完结，但局势已缓和，且股市往往于示威的中后期开始回升。恒指近一个多月调整幅度达2,800点，以黄金比率推算，反弹跌幅之0.5倍可见24,000，反弹0.618倍则上望24,300。

**行业观点：看好科技股、美国复苏受惠股、物流股。**「占中」仍有不明朗因素，投资者暂宜避开可能受拖累的本港股份，转投内地或海外业务为主的股份，其中科技股同时具备「沪港通」概念，因科技股于A股市场较稀缺。主攻美国市场的公司，则受惠当地就业市场持续复苏。

**看淡香港零售股、航空股。**本港零售业基本因素本已转弱，现更受「占中」影响，其中金饰及钟表零售股，在内地「四中全会」前后或受反贪政策打击。航空股则面对伊波拉病毒可能扩散的风险。

#### 焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	本年度预测				
				市盈率(倍)	市帐率(倍)	股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
腾讯	700 HK	119.60	11,199	36.7	11.14	34.5	0.3	53%
联想集团	992 HK	12.04	1,275	18.7	4.31	25.7	1.9	5%
创科实业	669 HK	22.50	412	18.0	2.71	16.1	1.4	18%
利标品牌	787 HK	1.75	146	18.8	0.76	3.9	0.0	不适用
深圳国际	152 HK	11.30	193	9.0	1.17	13.8	4.1	-89%

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 23,422  
52周高/低位 25,363/21,138  
大市3个月日均成交 715亿港元

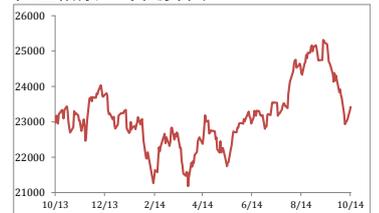
资料来源：彭博

#### 恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1个月	-7.2%	-7.9%
3个月	-0.5%	-0.2%
6个月	+4.7%	+3.1%

资料来源：彭博

#### 恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

#### 過往港股策略報告

[14年9月2日 - 政治風險添波動，滬港通前續向好](#)

[14年8月1日 - 慎選滬港通概念股](#)

[14年7月2日 - 穩中向好，選醫藥環保](#)

[14年6月3日 - 利好已反映，高息股避險](#)

[14年5月2日 - 5月防守為上](#)

[14年4月14日 - 「滬港通」受惠股](#)

[14年4月1日 - 4月小陽春](#)

## 经济展望

### 「占中」打击经济有限，港府长远施政困难

香港的「占领中环」运动于9月28日正式启动，争取2017年行政长官真普选，大量学生及市民参加，于主要商业区金钟、铜锣湾、旺角及尖沙咀集会示威，期间警方向示威者动用催泪弹，酿成1967年暴动以来最严重的冲突。目前占中还未完结，但学生领袖及特区政府同意对话，参与集会人数已大减。

短期而言，占中对本港经济支柱金融业及地产业打击不大，旅游、酒店、零售及餐饮则较受影响。「十一黄金周」首五日，访港内地旅客同比仅升2.2%，而由于内地于10月1日起停批赴港旅游团签证约一周，影响将于10月中下旬更明显。长远而言，事件会否打击外资信心及地产市道，还须观望事态发展，唯可肯定已造成社会分化甚至撕裂，加剧了不少市民尤其是年轻人对政府的不信任，政府往后施政将困难重重。

### 中共「四中全会」强调法治

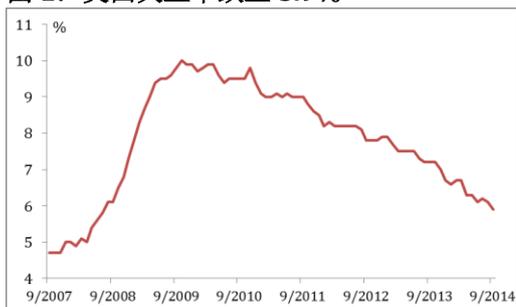
中共第十八届中央委员会第四次全体会议将于10月20日至23日召开，主要议题料为依法治国，并进行部分人事调整，包括开除涉贪腐的官员。相对于去年底召开、以经济与改革为主题的「三中全会」，「四中全会」对经济及股市的重要性较低，但由于「四中全会」料重申全面落实及深化「三中全会」的决策部署，有关改革料仍属焦点，包括国企改革、金融体制改革、市场化改革。

### 美国就业强劲，加息渐近

美国联储局公开市场委员会将于香港时间10月30日凌晨公布议息结果，料宣布结束买债，市场关注何时开始加息。美国最新的就业报告强劲，9月份失业率跌至5.9%（图1），低于市场估计的6.1%，创6年新低。非农业新增职位24.8万份，亦胜预期的21.5万份。不过，劳动参与率跌至62.7%（图2），创36年新低，反映长期失业致放弃求职者增加，平均时薪则仅与8月份持平，可见劳工市场并非全面改善。

由于失业率已跌至联储局预测于本年底才达到的水平，提早加息的机会的确增加了（市场原预期明年约第三季开始加息），但实质时间亦视乎通胀有否回升。目前美国通胀为1.5%，仍低于联储局目标之2%。就算联储局因就业强劲而决定明年上半年加息，亦非坏事，因反映经济可持续复苏。相反，若通胀急升令联储局迫于无奈加息，才对金融市场影响较负面。

图 1：美国失业率跌至 5.9%



资料来源：彭博

图 2：美国劳动参与率创 36 年新低



资料来源：彭博

### 欧央行启动买债，规模乏惊喜

美国正逐步退出超宽松货币政策，欧元区却反其道而行，继续加强宽松。欧洲央行于 10 月 2 日的会议后公布，本月开始购买担保债券(covered bonds)，及本季开始购买资产抵押证券(asset-based securities)，为期最少两年。央行行长德拉吉表示，计划将央行资产推升至 2012 年初之规模，即约 3 万亿欧元，现水平则约为 2 万亿欧元（图 3）。

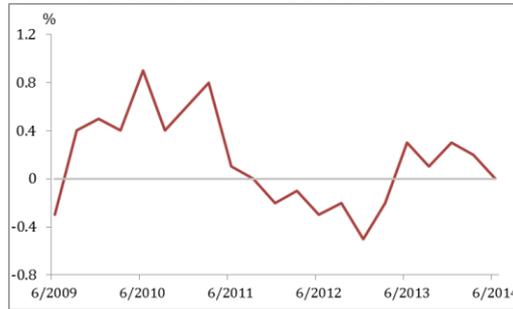
欧元区经济及物价均疲弱，第二季 GDP 环比停滞不前（图 4），德国及意大利经济双双收缩 0.2%，区内通胀于 9 月份跌至 0.3%，远低于央行目标之 2%，央行实有必要加强宽松。不过，上述的买债计划覆盖的资产范围较小，亦没包括国债，料作用不及美国的量化宽松（QE），而且德拉吉较早时已强烈暗示会推出买债计划，公布后反而令部份市场人士失望。

图 3：欧洲央行资产规模将回升



资料来源：彭博

图 4：欧元区次季 GDP 同比持平



资料来源：彭博

## 大市展望

### 「占中」短期影响已消化

恒生指数于9月份急挫7.3%，「占领中环」为其中一个、却绝非唯一原因。事实上，9月份MSCI新兴市场指数下跌7.6%，更逊港股（图5），主要受累于美元强势，美汇指数期内上升3.9%（图6），引致资金撤出新兴市场。

虽然「占中」参与人数较预期多、占领范围较预期广，但由于「占中」早于2013年初已提出，酝酿一年多，投资者早有心理准备。参考近年区内大型示威对股市的影响，示威告终后3至6个月，当地股市多向上。例如2010年3月至5月，泰国曼谷红衫军示威，台股于其后3个月升17%、6个月升32%。台湾今年3月至4月有「太阳花运动」，台股于其后3个月升7%、6个月升2%。更甚者，台股及台股于示威期间亦录得升幅，因股市于事件的中后期已回升。

「占中」目前还未结束，但局势已大致受控，紧张气氛大为舒缓，有利港股短期反弹。中长线而言，「占中」可能演变为长期抗争，香港特区政府的施政难度大增，政治风险上升，或令港股的风险溢价上升，意味估值维持偏低水平（目前恒指市盈率仅10.2倍）。

图5：港股9月虽下挫，跑赢新兴市场



资料来源：彭博

图6：美汇指数急升拖累新兴股市

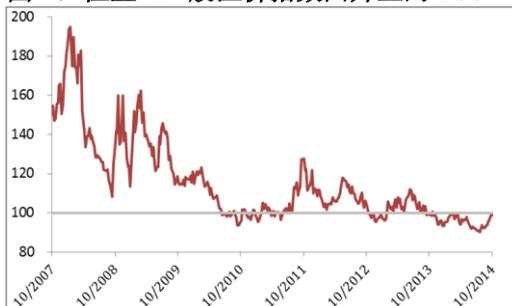


资料来源：彭博

### AH 股平均已趋同价，差价进一步收窄需时

料于本月开通的「沪港通」试点计划，港交所(388 HK)表示大部份准备工作已完成，但仍未有时间表，须由两地监管机构决定。沪港通的推出只是时间问题，就算等到11月才开通，分别亦不大。过去一个月，A股大致持平，跑赢H股，AH差价一如预期逐步收窄，恒生AH股溢价指数回升至约100，反映AH股平均已趋同价（图7）。当然，个股的AH股仍有差价，例如一线股通常是H股较高，二、三线股则A股较高，此现象将续受两地投资者取向、股份流通量等因素左右，差价不会因沪港通启动后一下子消失，相信未来会随沪港通额度扩大而逐渐收窄。

图7：恒生AH股溢价指数回升至约100



资料来源：彭博

**技术分析：恒指本月上望 24,000-24,300**

- 恒生指数于9月4日高见25,363后，累挫近2,800点，10月3日低见22,566，当日大成交（近1,000亿港元）配合大阳烛见底，以黄金比率推算，反弹跌幅之0.5倍可见24,000，反弹0.618倍则上望24,300（图8）。
- 中期走势，恒指仍处上升轨，9月底跌至升轨附近回升，现时升轨约位于22,450，为中线重要支持（图9）。

**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：恒生指数周线图（2013-2014）**



资料来源：彭博、招银国际证券

## 行业观点及焦点股份

### 看好：科技股、美国复苏受惠股、物流股

- **科网股**：「占中」局势于最近几日虽见缓和，但风险犹存，投资者暂宜避开业务可能受事件拖累的本港股份，转投内地或海外业务为主的股份，其中科技股同时具备「沪港通」概念，因科技股于 A 股市场较稀缺，内地投资者熟悉的**腾讯(700 HK)**及**联想集团(992 HK)**为首选。
- **美国复苏受惠股**：海外业务为主的股份，同样较不受「占中」影响，首选主攻美国市场的公司，因当地就业市场持续复苏，有利消费市场。收入逾 8 成来自美国的**利标品牌(787 HK)**，及 7 成收入来自北美洲的**创科实业(669 HK)**，料可受惠。
- **物流股**：中国国务院日前印发《物流业发展中长期规划(2014-2020 年)》，提出三大重点，包括降低物流成本、提升物流企业规模化、加强物流基建网络，料有利行业发展。**深圳国际(152 HK)**兼具深圳前海概念，因为于该区拥有地皮，长远有望受惠当地发展。

### 看淡：香港零售股、航空股

- 「占中」对香港整体经济的影响尚难评估，但或多或少有损本地零售业。就算没有「占中」，本港零售业的基本因素已转差，内地客来港数目增长放缓、人均消费下跌，以及租金与工资成本上涨。**尤其看淡金饰及钟表零售股**，因为本月内地召开「四中全会」，将强调依法治国，反贪政策下，奢侈品销情料续受打击。
- 西非的伊波拉病毒持续扩散，美国及西班牙更出现首宗确诊个案。若病毒在欧美或亚洲扩散，航空业将首当其冲。看淡国际航线较多的**国泰航空(293 HK)**及**中国国航(753 HK)**。

### 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)	本年度预测		
						股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
腾讯	700 HK	119.60	11,199	36.7	11.14	34.5	0.3	53%
联想集团	992 HK	12.04	1,275	18.7	4.31	25.7	1.9	5%
创科实业	669 HK	22.50	412	18.0	2.71	16.1	1.4	18%
利标品牌	787 HK	1.75	146	18.8	0.76	3.9	0.0	不适用
深圳国际	152 HK	11.30	193	9.0	1.17	13.8	4.1	-89%

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

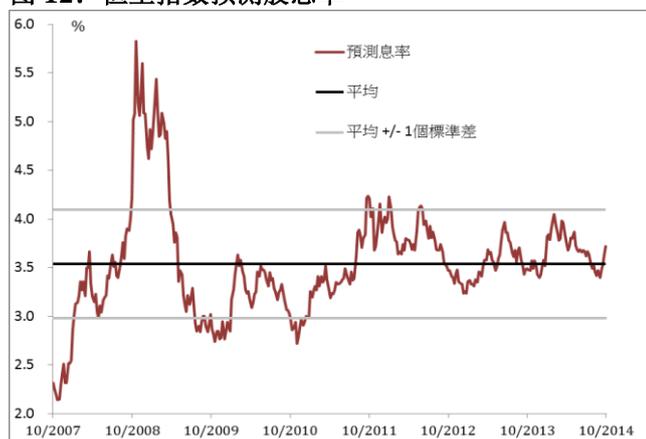


图 13: 恒生国企指数预测股息率



图 14: 中国制造业采购经理指数

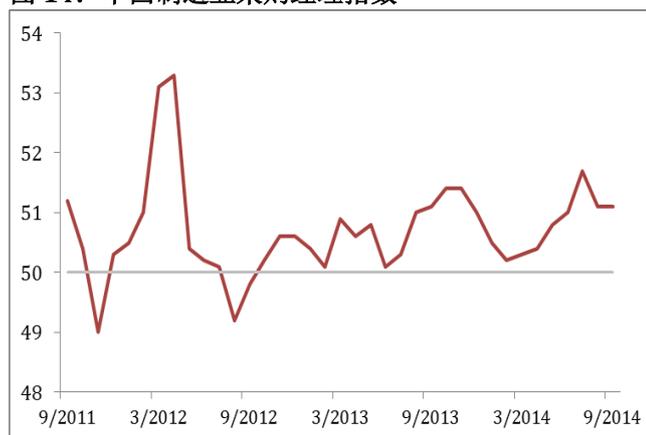


图 15: 美元兑人民币汇价



资料来源: 彭博、招银国际证券

## 10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
9	美国	联储局公开市场委员会 9 月份会议记录	—	—
	英国	英伦银行议息结果	—	—
13	中国	9 月进口 (年比)	-1.8%	-2.4%
	中国	9 月出口 (年比)	12.3%	9.4%
10-15	中国	9 月新增人民币贷款	7,500 亿	7,025 亿
	中国	9 月 M2 货币供应 (年比)	13.0%	12.8%
15	中国	9 月消费者物价指数 (年比)	1.7%	2.0%
	中国	9 月生产者物价指数 (年比)	-1.7	-1.2%
16	美国	9 月工业生产 (月比)	0.4%	-0.1%
	美国	联储局褐皮书	—	—
20-23	中国	中共第 18 届四中全会	—	—
21	中国	1-9 月固定资产投资 (年比)	—	16.5%
	中国	9 月工业生产 (年比)	—	6.9%
	中国	9 月零售销售 (年比)	—	11.9%
	中国	第三季 GDP (年比)	—	7.5%
22	美国	9 月消费者物价指数 (年比)	—	1.7%
23	中国	9 月汇丰中国制造业采购经理指数预览	—	50.2
24	中国	9 月房价	—	—
28	美国	9 月耐用品订单运输除外 (年比)	—	0.4%
30	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—
	美国	第三季 GDP 初值 (年度化季比)	—	4.6%

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 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	10.28	002703 SZ	25.45	-68.0
山东墨龙	568 HK	5.20	002490 SZ	11.62	-64.6
经纬纺织机械股份	350 HK	7.90	000666 SZ	14.60	-57.2
第一拖拉机股份	38 HK	5.60	601038 SH	9.83	-54.9
东北电气	42 HK	2.40	000585 SZ	4.18	-54.5
重庆钢铁股份	1053 HK	1.81	601005 SH	3.05	-53.0
京城机电股份	187 HK	4.92	600860 SH	7.48	-47.9
洛阳钼业	3993 HK	4.93	603993 SH	7.48	-47.8
天津创业环保股份	1065 HK	5.96	600874 SH	8.84	-46.6
中海集运	2866 HK	2.17	601866 SH	3.18	-46.0
山东新华制药股份	719 HK	5.04	000756 SZ	7.38	-45.9
上海石油化工股份	338 HK	2.75	600688 SH	3.87	-43.7
大连港	2880 HK	2.63	601880 SH	3.68	-43.4
兖州煤业股份	1171 HK	6.42	600188 SH	8.88	-42.8
北京北辰实业股份	588 HK	2.16	601588 SH	2.98	-42.6

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。

## 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(%)
万科企业	2202 HK	14.76	000002 SZ	9.18	27.3
安徽海螺水泥股份	914 HK	25.35	600585 SH	17.18	16.8
青岛啤酒股份	168 HK	56.10	600600 SH	39.12	13.5
中国平安	2318 HK	59.20	601318 SH	41.34	13.4
华能国际电力股份	902 HK	8.75	600011 SH	6.13	13.0
中国太保	2601 HK	27.60	601601 SH	19.41	12.6
中信证券	6030 HK	18.8	600030 SH	13.32	11.8
农业银行	1288 HK	3.51	601288 SH	2.49	11.6
鞍钢股份	347 HK	4.97	000898 SZ	3.53	11.5
潍柴动力	2338 HK	28.55	000338 SZ	20.28	11.5
中国神华	1088 HK	21.90	601088 SH	15.56	11.4
中国人寿	2628 HK	21.85	601628 SH	15.55	11.3
工商银行	1398 HK	4.96	601398 SH	3.53	11.3
华电国际电力股份	1071 HK	5.64	600027 SH	4.03	10.8
建设银行	939 HK	5.54	601939 SH	4.07	7.8

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于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

本报告期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。