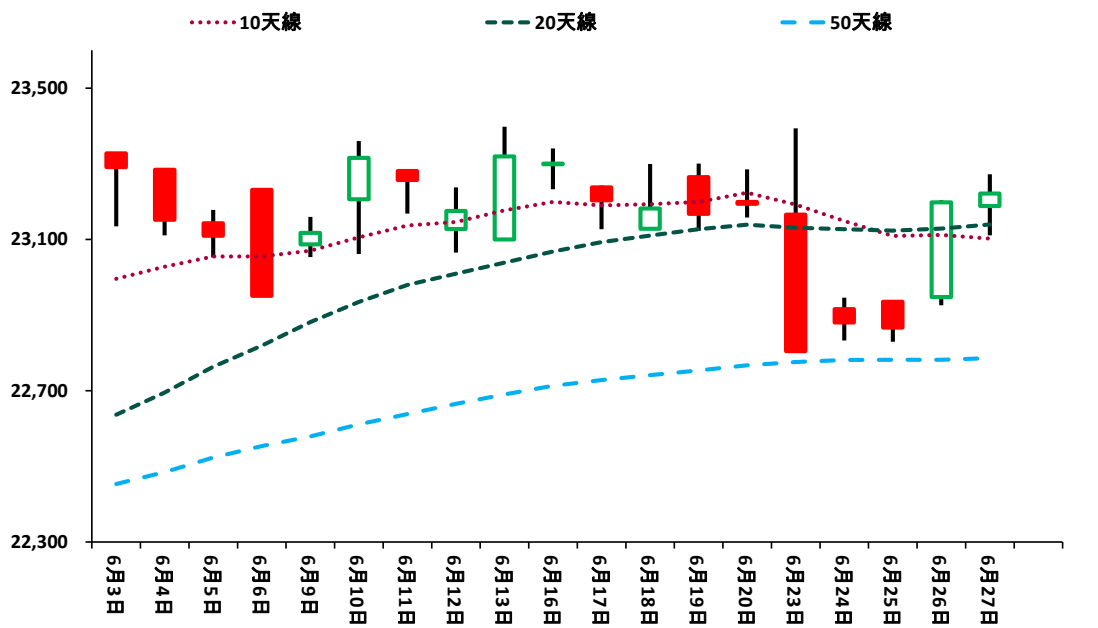


6月回顧：世界盃月港股走勢平淡 成交低迷未見方向

港股經歷 5 月份的強勁反彈後回歸平淡，6 月初受個別板塊下挫的影響連跌 4 日，其後在中、美、歐的利好經濟數據及政策帶動下回升，月中曾見 23398 點的全月高位。世界盃揭幕後港股走勢顯著轉淡，成交持續低迷，6 月下旬更在衍生工具的影響下出現調整，惟調整時間極其短暫。整個 6 月份而言，港股成交量低迷，指數窄幅上落，未見方向。

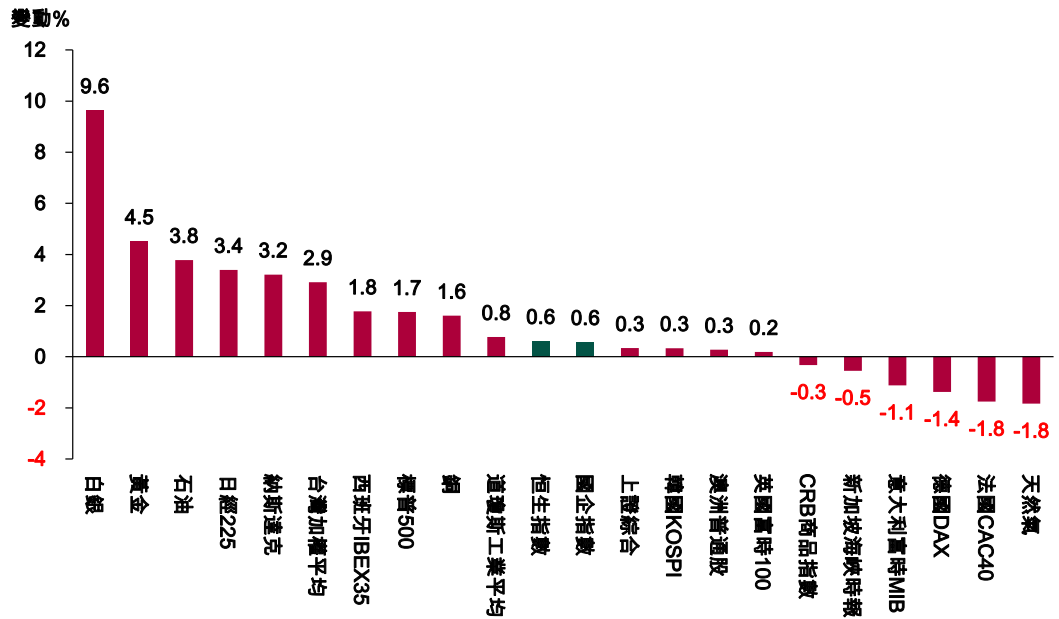
6 月初澳門博彩股不利消息繼續浮現，金沙中國(1928.HK)及銀娛(27.HK)顯著回吐，拖累恆指於 6 月 6 日跌至 22951 點。然而踏入第 2 周，中、美、歐的利好消息接踵而來，歐洲央行公佈銀行在央行的存款利率由 0% 降至 -0.1%，成為全球史上首間實施負利率的大央行，再次進入量化寬鬆的年代；美國公佈 5 月非農業新增職位勝預期，並連續 4 個月處於 20 萬的水平以上；中國 5 月份出口增長 7%，遠高於 4 月的 0.9% 增長。在外圍市場利好數據及政策的刺激下，恆指表現有所好轉，並於 6 月 13 日升至 6 月份高位 23398 點，然而與第一周的低位相比升幅亦不超過 500 點。港股在世界盃揭幕後更趨平靜，大市成交經常低於 500 億港元，即使中美兩地持續公佈利好的經濟數據(包括 5 月份內地新增貸款達人民幣 8708 億元及廣義貨幣供應量(M2)按年增長 13.4%，美國維持超低利率水平等)，亦未能帶動港股再度向上突破。6 月 23 日港股在優於預期的匯豐中國製造業 PMI 數據公佈後突然急挫接近 400 點，惟調整只出現一天，其後港股更逐步回升。恆指於 6 月份(截至 6 月 27 日止)最終收報 23222 點，按月上升 140 點；國指收報 10308 點，按月上升 58 點。

圖一：恒生指數於 2014 年 6 月期間走勢



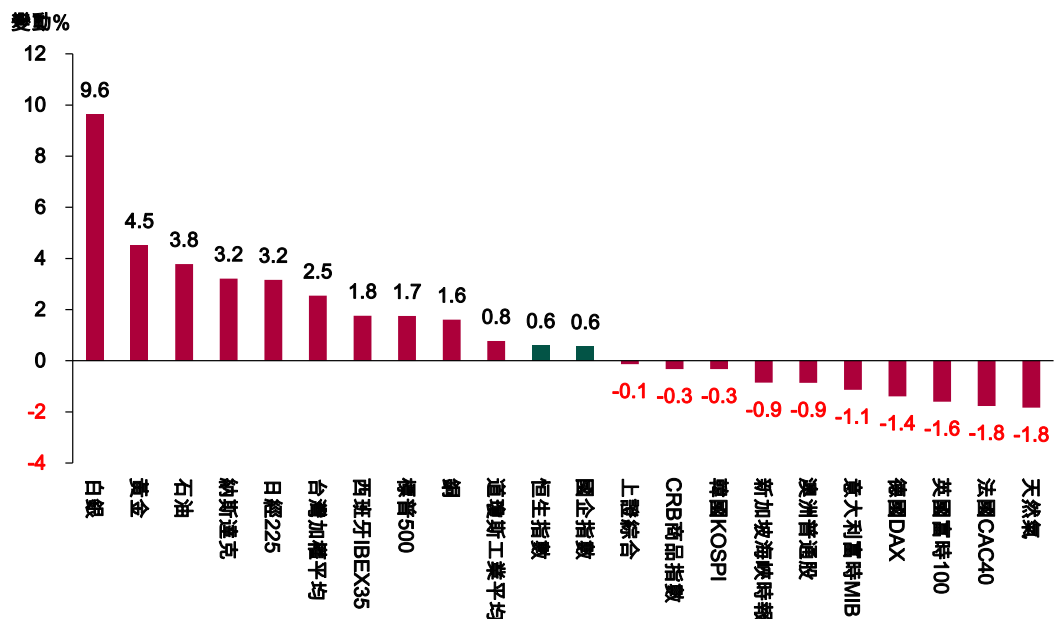
來源：彭博、群益(香港)研究部

圖二：全球主要資產種類於2014年6月期間表現（以美元計）



來源：彭博、群益(香港)研究部

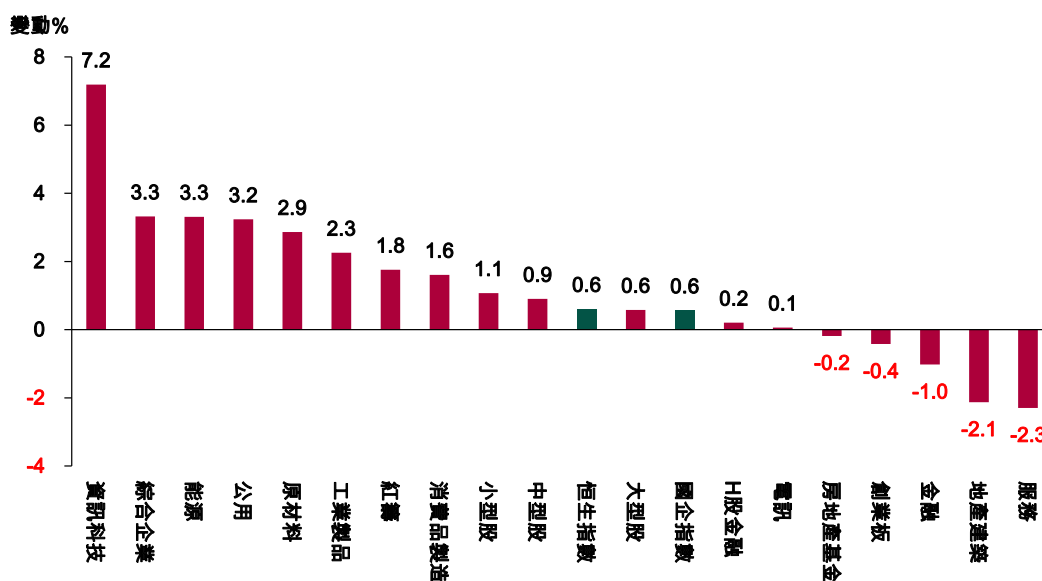
圖三：全球主要資產種類於2014年6月期間表現（以本土貨幣計）



來源：彭博、群益(香港)研究部

回顧2014年6月（截至6月27日止），若統一以美元計算，全球表現最佳的三大資產種類分別為白銀、黃金及石油（圖二）。上月表現最差的天然氣繼續排名最尾。若以本土貨幣計，由人民幣於6月出現反彈，韓圓更相對強勢，以本土貨幣計兩地指數均錄得負回報。由於市場對短期內加息的預期下降，加上伊拉克局勢再度緊張，因此石油、黃金及白銀顯著走強。

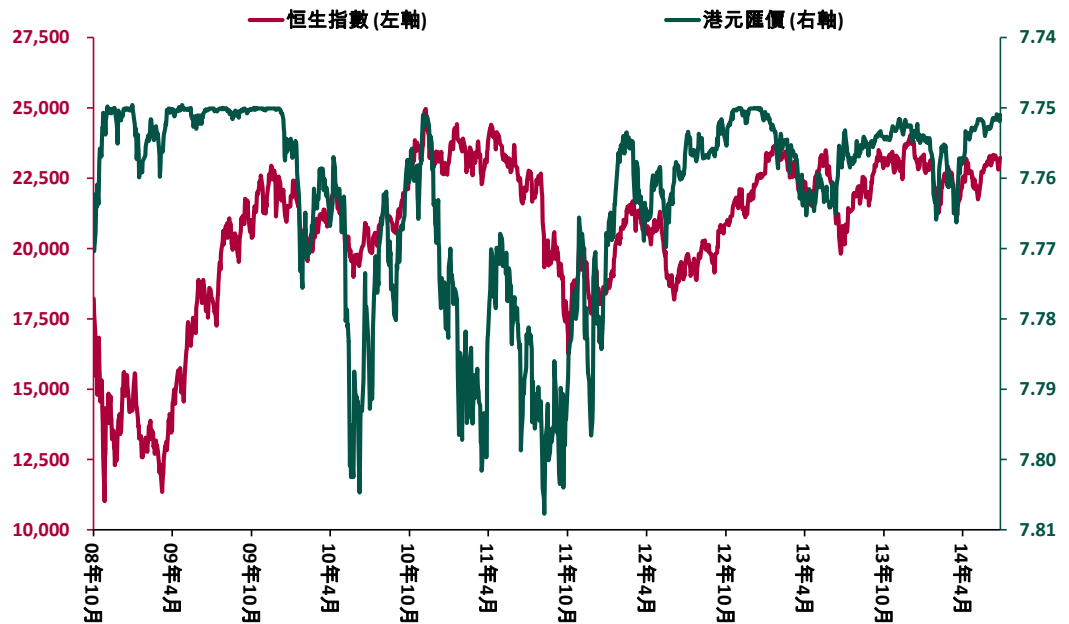
圖四：港股各板塊於2014年6月期間表現



來源：彭博、經濟通、群益(香港)研究部

我們統計了港股各產業指數(圖四)於2014年6月期間(截至6月27日止)的表現，最佳為資訊科技板塊，累計上升7.2%；服務業板塊表現最差，累計下跌了2.3%。個別股份方面，6月份港股整體走勢平淡，惟受惠於「滬港通」政策的大折讓AH股再現炒作，浙江世寶(1057.HK)、山東墨龍(568.HK)、洛陽玻璃(1108.HK)及東北電氣(42.HK)於6月份分別大升64.9%、41.8%、50.1%及32.9%。利淡消息繼續纏繞澳門博彩股，其中澳門博彩監察協調局公佈5月博彩收入為323.5億澳門元，較去年同期上升9.3%，增長速度連續4個月下降，若扣除農曆年因素增幅更為2012年11月以來最低水平；澳門金管局將於7月1日前清除賭場範圍內的珠寶店及當舖的銀聯卡終端機；澳門治安警察局宣布進一步收緊中國護照的過境限制，由7月1日起持中國護照過境澳門的旅客入境逗留期將由7天縮短至5天。受上述利淡因素困擾，澳門博彩股弱勢，金沙中國(1928.HK)及銀娛(27.HK)兩檔恆指成份股經歷6月初的下跌後於月底稍作回升，6月全月計上升3.4%及微跌3.3%；澳博(880.HK)、永利中國(1128.HK)及美高梅(2282.HK)則表現更差，全月分別下跌8.9%、7.4%及4.0%。內房銷售數據多不達標，內房股持續偏軟，中國海外(688.HK)、華潤置地(1109.HK)、雅居樂地產(3383.HK)及富力地產(2777.HK)分別下跌6.3%、9.3%、6.8%及5.9%。

圖五：恒生指數與港元匯價



來源：彭博、群益(香港)研究部

從圖五可以看到，港元匯價的走勢大致上與恒生指數呈反向關係（因港元匯價用了逆向顯示）。6月（截至6月27日止）港元匯價及恒指均相對平穩。正如我們上月的判斷，由於6月為世界盃月，傳統上港股市場交投將會轉淡，加上經過5月的多項政策刺激所帶動的反彈後，恆指於23000點的水平理應出現窄幅上落整固。由於中國政府已發出「保增長，穩經濟」的訊號，我們依然相信中線來說港股存在著不少的上升空間。然而值得注意的是，近期美國經濟數據大多向好，惟美股卻未能延續升勢，更出現公佈利好數據後高開低走的態勢，我們認為這反映了美股現時的估值已偏高，調整可能即將出現。若美股調整幅度較預期大，港股將受拖累，短線或出現較深的調整。

7月行情預估

恒生指數 7月預估區間：21600 至 23200

國企指數 7月預估區間：9500 至 10500

7月行情展望

官方 5 月份 PMI 及匯豐 6 月份 PMI 初值均高於市場預期 經濟有復蘇跡象

6月1日，國家統計局公佈中國5月份官方製造業採購經理指數(PMI)為50.8，較上月50.4上升0.4個百分點，略高於市場預期的50.7，市場認為預示經濟運行進一步向好。6月23日，匯豐公佈6月份匯豐中國製造業採購經理人指數(PMI)初值升至50.8，高於市場預期49.7，創下2013年11月以來的7個月新高，亦是2014年首度回升至盛衰分界線之上。5月終值為49.4。6月製造業新訂單分項指數初值升至51.8，為15個月以來新高，5月終值為50。數據的改善，意味著中央政府微刺激政策正滲透進實體經濟的數據一致。我們預計未來數個月，基建投資以及相關行業會持續支持經濟復蘇。政府將繼續維持現有寬鬆政策措施立場的步伐，直至復蘇具持續性。

中國 5 月份零售及工業增長優於預期

中國5月份社會消費品零售總額2.125萬億元人民幣，同比名義增長12.5%，高於市場預期的12.1%，扣除價格因素實際增長10.7%。另外，5月份規模以上工業增加值增長8.8%，符合市場預期，比4月份加快0.1個百分點。今年首5個月，規模以上工業增加值按年增長8.7%。對比4月，我們認為數據有所改善，預計下半年國內消費及工業仍將維持增長。

中國 5 月份通脹升 2.5% 優於市場預期

中國5月份全國居民消費價格總水平(CPI)按年上升2.5%，較4月份的1.8%有所回升，亦優於市場預期的2.4%；全國工業生產者出廠價格(PPI)按年下跌1.4%，跌幅低於市場預期的1.5%，按月則下跌0.1%，跌幅較4月份的2%有所放緩。我們認為CPI升幅遠低於總理李克強將全年通脹控制在3.5%以內的目標，因此提供了利用定向寬鬆來穩增長的空間。

中國首5個月商品房銷售額跌8.5%

今年首5個月，商品房銷售面積3.607億平方米，按年下降7.8%，降幅比首4個月擴大0.9個百分點。其中，住宅銷售面積下降9.2%，辦公樓銷售面積下降5.8%，商業營業用房銷售面積增長0.6%。商品房銷售額2.3674萬億元，下降8.5%，降幅比首4個月份擴大0.7個百分點。其中，住宅銷售額下降10.2%，辦公樓銷售額下降14%，商業營業用房銷售額增長2.5%。我們認為內房發展商於下半年仍會減價促銷，但市場可能仍取觀望態度，預料發展商要以較大折讓方可套現。

中國5月份新增貸款增長高於市場預期

中國5月新增貸款8,708億元，高於市場預期的7,500億元，存款增加1.37萬億元。5月末貸款餘額按年增長13.9%，M2餘額118.23萬億元，按年升13.4%，較上月升0.2個百分點，5月新增貸款是逾10年來同期新高。從貸款結構分析，5月居民戶和企業戶的中長期貸款回升，分別增加2021億元和3479億元，此釋放部分積極訊號。我們相信未來貨幣政策料繼續定向放鬆基調為主，政策全面寬鬆的機會再降。

人行大幅放慢正回購步伐並採定向降準以提高市場流動性

截至6月26日，中國人民銀總共進行了人民幣2,680億元正回購，比5月份的人民幣4,390億元，按月減少39.0%或1,710億元人民幣。人民銀行於6月份繼續減少正回購，相信同時是配合定向降準的安排。人民銀行又於6月9日宣佈於6月16日起，對三農（農業、農村、農民）和小微企業貸款達到指定比例的商業銀行，下調存款準備金率0.5個百分點，市場相信措施將釋放700億至1,000億元人民幣流動性。央行同時又宣布，為鼓勵財務公司、金融租賃公司和汽車金融公司提高企業資金運用效率及擴大消費等作用，下調其存款準備金率0.5個百分點。我們認為人行減少正回購主要為配合以上定向降準而設。

人民銀行 5 月份正回購

| 日期 | 期限 | 交易量 (億元人民幣) | 中標利率 (%) |
|-------|-----|----------------|-------------|
| | (天) | | |
| 5月6日 | 28 | 600 | 4.0% |
| 5月8日 | 28 | 600 | 4.0% |
| 5月13日 | 28 | 970 | 4.0% |
| 5月15日 | 28 | 870 | 4.0% |
| 5月20日 | 28 | 350 | 4.0% |
| 5月22日 | 28 | 300 | 4.0% |
| 5月27日 | 28 | 200 | 4.0% |
| 5月29日 | 273 | 400 | 4.6% |
| 5月29日 | 28 | 100 | 4.0% |
| | | 4,390 | |

來源：人民銀行、群益(香港)研究部

人民銀行 6 月份正回購

| 日期 | 期限 | 交易量 (億元人民幣) | 中標利率 (%) |
|-------|-----|----------------|-------------|
| | (天) | | |
| 6月3日 | 28 | 300 | 4.0% |
| 6月5日 | 28 | 400 | 4.0% |
| 6月10日 | 28 | 400 | 4.0% |
| 6月12日 | 28 | 400 | 4.0% |
| 6月17日 | 28 | 300 | 4.0% |
| 6月19日 | 28 | 200 | 4.0% |
| 6月24日 | 28 | 180 | 4.0% |
| 6月26日 | 91 | 500 | 3.8% |
| | | 2,680 | |

來源：人民銀行、群益(香港)研究部

聯儲局維持超低利率水平並減少買債規模

美國聯儲局於6月18日議息會議公佈維持現行超低利率水平不變，7月起減少買債規模100億美元至350億美元。7月份的買債規模會分別是200億美元國庫券，以及150億美元按揭證券。聯儲局指美國經濟活動近月反彈，就業市場有所改善，商業投資恢復增長，未來有可能進一步減少買債刺激經濟措施的規模，即使買債計劃結束，超低利率水平預期會持續一段時間。聯邦儲備局主席耶倫表示，當局有足夠工具，可以在適當時間提升利率，並且預期央行在一段時間內，會維持巨額資產負債規模水平。我們認為聯儲局最終要落實減少資產負債規模的措施，但並

不會改變現時的貨幣政策。

歐洲央行推行負利率 往後不排除推出量寬措施

歐洲央行於6月5日舉行議息會議，宣佈把主要再融資利率下調至0.15厘，再創新低，惟幅度較預期小，市場預期當局減至0.1厘。銀行在央行的存款利率更由0厘降至-0.1厘，意味銀行把錢存進央行須支付利息，並非收息。措施目的是把資金趕離央行系列，並借出予企業及消費者。此外，歐央行還推出4,000億歐羅(約4.2萬億港元)的「針對性較長期再融資操作」(TLTROs)，分別在今年9月和12月進行，亦繼續進行「主要再融資操作」(MROs)。由於前兩輪3年期長期再融資操作(Long-Term Refinancing Operation, LTRO)，均無法達到將資金注入實體經濟的目標，今次再推4年期低息貸款計劃遂以目標為本(加上Targeted一字)，並規定銀行向企業提出的貸款息口上限不得超過7厘。推行TLTROs的目的是鼓勵銀行向一般家庭及非金融公司提供信貸；而實施MROs則為限制貨幣市場的波動性。此外，央行又宣佈停止每周債券沖銷(Sterilization)的微調工作，以增加貨幣市場的流動資金。歐洲央行行長德拉吉又表示央行的刺激措施還未完結，如有需要未來定必再次推出大規模的資產購買計，並透露當局正進行購買資產擔保證券(Asset-backed securities, ABS)的準備工作，意味未來可能推出量寬措施。

7月投資重點

聯儲局在6月中舉行了FOMC會議，議息結果如之前的一樣，都是繼續減少每月買債規模100億美元至350億美元，7月起生效，而利息則保持不變。最重要的是2015年開始加息的時間表並無改變。一如聯儲局之前的聲明，當買債活動完結後，仍會維持超低的短期利率至一段時間以支撐經濟。現時美國經濟活動近月已見反彈，勞工市場亦有進一步改善，家庭消費正逐步增加，不過樓市持續放緩。聯儲局對2014年美國經濟預測則下調較多，由原本估計今年增長2.8至3%，大幅調低至增長2.1至2.3%，但其後2年保持不變，反映對復甦持樂觀看法。

聯儲局的買債規模將會繼續有秩序地減少，美國現時的經濟有加快復甦跡象，經過上一季的天氣影響後，本季的經濟有較明顯的復甦情況。因此，未來的減少買債規模將會加速，如每個月減少買債規模達到150億至200億美元。如果真的加快把買債規模減少，最快在10月便會完全停止買債。

圖六：美國10年期國債孳息率

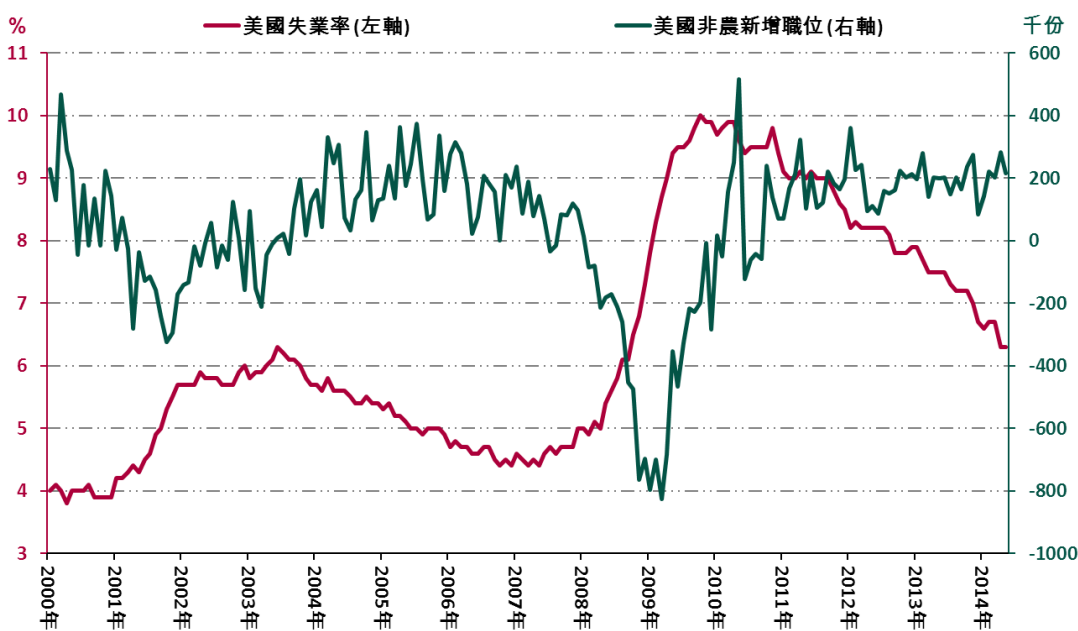


來源：彭博、群益(香港)研究部

美國於過去20年間，美國10年期國債孳息率平均約於4厘左右，這水準才是較為正常的水平。雖然美國10年期債息由上年年中的1厘多抽升至1月下旬時約2.9厘水平，只花了短短數個月，但回歸至正常水平，預料需時讓市場慢慢適應和調節。值得注意的是，10年期國債孳息率經過數個月在2.6厘至2.8厘之間徘徊後，本月區間有所下移，一直在2.5厘至2.6厘之間徘徊(圖六)。這反映美股同時在創新高時，部分投資者開始對股市有戒心，把資金投放到債券。我們認為美股同時不斷創新高時，

美債也有資金流入，這樣的情況不會永遠持續，最終會有一方面會折返。比較長期來說，我們預料美國 10 年期國債孳息仍然會在 2.5 厘至 3 厘之間作一輪區間上落，當買債活動停止或接近尾聲時，市場開始預期聯儲局開始加息，債息將會上揚。聯儲局下次的議息會將於 2014 年 7 月 31 日舉行，我們預料減買債的規模將會加快，預料會減 150 億美元。不過，就算沒有 150 億美元，100 億美元是肯定的。

圖七：美國失業率及非農業新增職位



來源：彭博、群益(香港)研究部

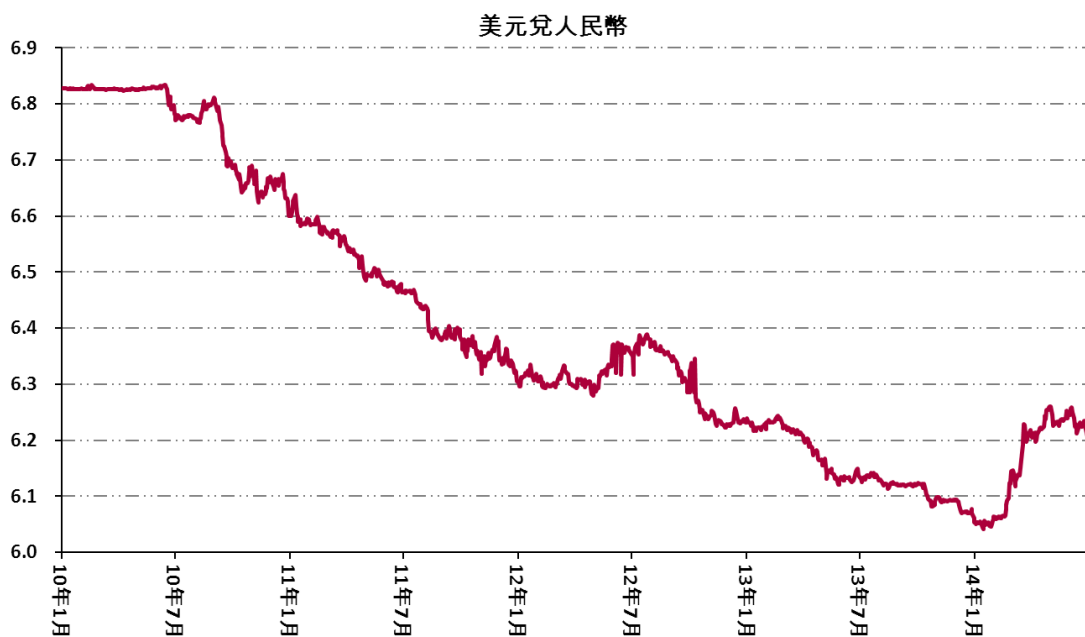
美國 5 月非農業新增職位 21.7 萬個，勝市場預期的 21.5 萬個，連續 4 個月處於 20 萬水平以上，5 月新增 21.7 萬個非農職位。自 2010 年 2 月以來，新增職位總共 880 萬個，就業市場終於收復衰退期間所流失的 870 萬個職位；上月總就業人數為 1.385 億人，打破 2008 年 1 月的 1.384 億高位。而失業率則維持 6.3% 不變(圖七)，亦勝預期 6.4%，為 2008 年 9 月以來最低。另一個就業市場的好消息是，平均時薪按年升 2.1% 至 24.38 美元，美國就業市場續見好轉跡象。雖然 4 月的職位增長由原本 28.8 萬個，輕微下調 6000 個，至 28.2 萬個，但 3 個月平均職位增長 23.4 萬，遠高於過去 12 個月平均 19.7 萬，印證美國已脫離惡劣天氣的影響。

另外，美國 4 月進口創新高，令貿易赤字較 3 月擴大 6.8% 至 472 億美元，更加是自 2012 年 4 月以來最大，而市場預期只有 408 億美元。由於 3 月貿易赤字剔除通脹因素影響後，達到 538 億美元，已將今年首季的經濟增長減少 1 個百分點，估計美國全年經濟增長速度亦可能因而減慢了 1 個百分點。現時美國 4 月貿易赤字比 3 月更大，如此下去，預料將進一步將拖慢美國第二季度的經濟增長。

2014年6月30日

中國方面，自本年1月過後，人民幣的匯率出現了逆轉，一反之前一直走強的常態，開始回軟。在2月中旬過後，人民幣下跌的速度更有加快的情況出現，而且每日的波幅亦比之前緩慢升值的時候大了很多，人民幣在之前急據下挫後，近日在6.2至6.3之間的區間運行，暫時穩定下來(圖八)。經過中國人民銀行多個月的積極收回市場流動性後，5月起，中國人民銀行向市場注入流動性，而在6月的淨注入資金已經達到人民幣1810億元，比5月多了人民幣60億元。

圖八：美元兌人民幣

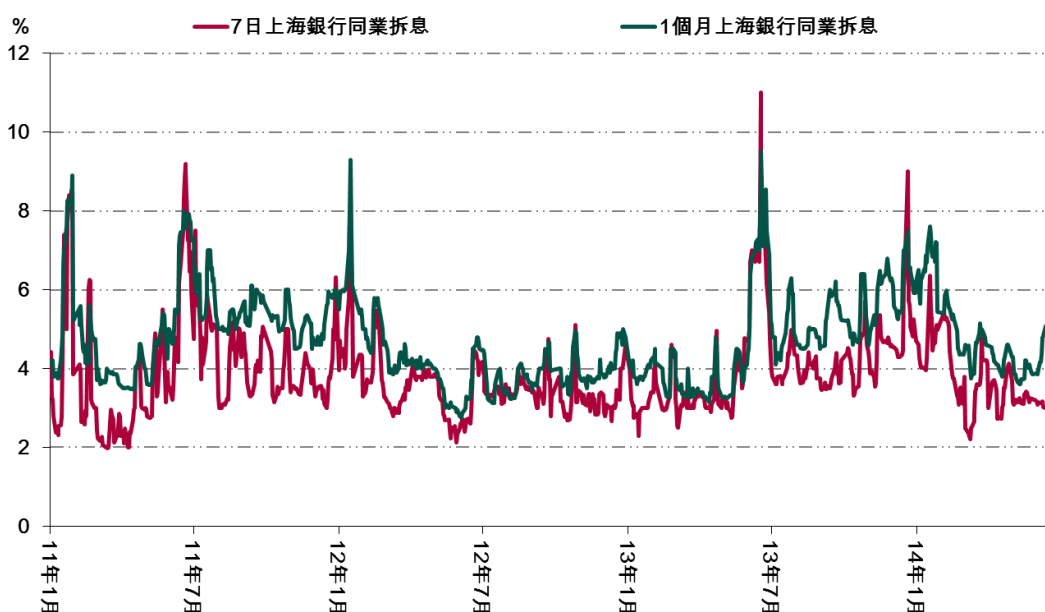


來源：彭博、群益(香港)研究部

中國人民銀行釋出流動性，並不像之前一直收緊銀根，很大原因是人民幣出現明顯下跌，引發資金大量流走，從而令市場上的人民幣多了。人民銀行為了收回過剩的流動性，故在過往幾個月不斷進行正回購。而自5月起，中國人民銀行反而向市場注入流動性，顯示中央政府打算以一些較溫和的措施來微調經濟，亦顯示出人民銀行在營造一個略為寬鬆的預期給市場。另外，人民銀行亦在6月中，再向市場放出寬鬆的信號。人民銀行對「三農」(即農業、農村、農民)和小微企業貸款達到指定比例的商業銀行，下調存款準備金率0.5個百分點，預料此舉將釋放約人民幣1000億元流動性。

另一方面，上海銀行同業拆息利率(SHIBOR)在六月有所上升，很大原因是半年結的關係，不過整體來看，SHIBOR現時都保持在低水平(圖九)，反映市場上的資金是充裕的。由於市場對貨幣政策加大微調的預期升溫，我們認為在6月過後，SHIBOR將會再度回落。

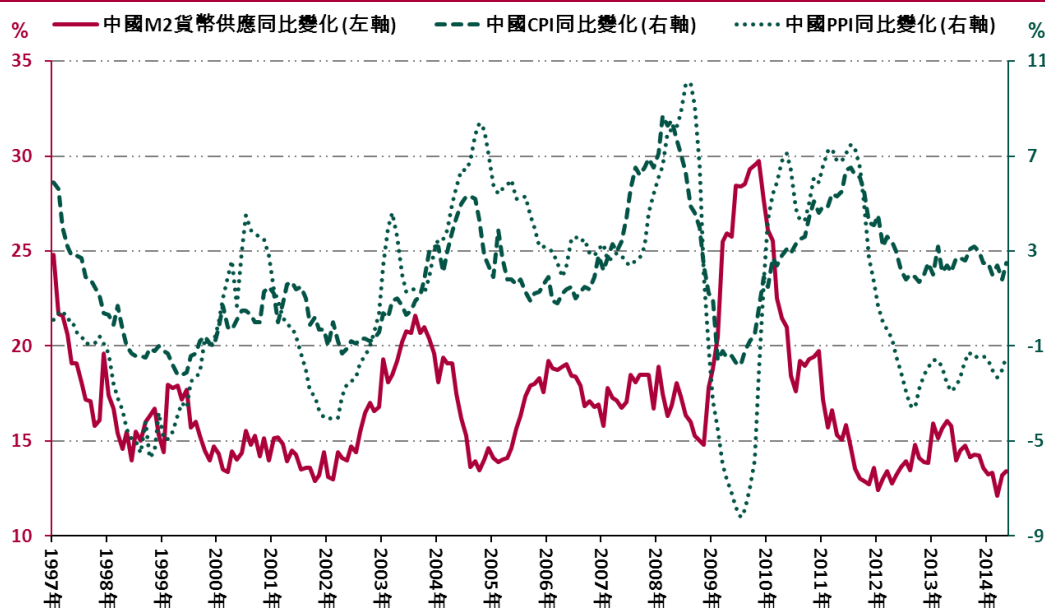
圖九：上海銀行同業拆息



來源：彭博、群益(香港)研究部

國家統計局公佈了5月份的工業品出廠價格指數(PPI)按年下跌1.4%，與預期的跌1.5%相若，雖然該數據已經連續27個月出現負增長，但跌幅收窄，亦遠低於4月2%的跌幅。而反映通脹的5月份居民消費價格指數(CPI)按年升2.5%，與預期的2.4%相若，較4月的1.8%的升幅加大。種種數據都反映內地經濟持續放緩，情況並未有改善，而且通脹正處於較低水平，這將利中央推出一些微調經濟的措施。雖然廣義貨幣供應量(M2)略有回升，不過仍在低水平徘徊。整體來說，中國現時的物價壓力並不大。

圖十：中國M2貨幣供應、CPI及PPI同比變化



來源：彭博、群益(香港)研究部

2014年6月30日

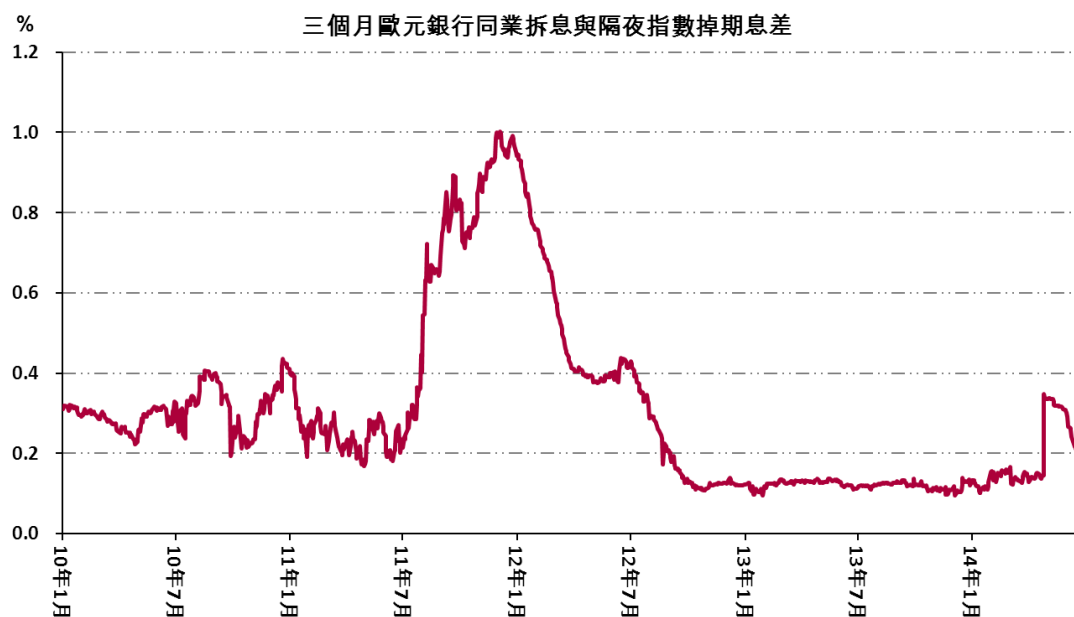
現時無論 CPI 或 PPI 都處於較低水平，PPI 更連續 27 個月呈現負增長，到現時為止，PPI 仍是很弱。CPI 升幅仍遠低於李克強將全年通脹控制在 3.5% 以內的目標，因此提供了利用較寬鬆政策來穩增長。我們認為人民銀行將會釋放出流動性，不過幅度不會很大(圖十)。

風險因素

除了美國聯儲局能否有效地向市場傳遞政策訊息，來做好市場預期管理，從而降低美國國債孳息率過度震盪的風險外。未來美國經濟數據表現，將為支配市場對未來美國貨幣政策取向與利率走向預期的主要領域。

另外，歐洲央行分別於 2011 年及 2012 年推行過兩輪長期再融資操作 (LTRO) 以及於 2013 年 9 月推行無限量沖銷式購債計畫 (OMT)，令歐債危機趨惡化而引發大型金融災難的系統性風險明顯降低，來自歐債危機的尾部風險持續下降，EURIBOR-OIS 息差持續低企，之後有急升，不過在歐洲央行公佈一系列的刺激措施後便大幅回落(圖十一)。另外，現時歐元區的通脹率只有 0.5%，已經由 2011 年的超過 3% 的通脹率下降至現時的小於 1%。歐元區正在明臨較大的通縮風險，歐洲央行在 6 月舉行了會議後公佈除了減息及實施存款負利率外，更宣布一系列刺激措施，包括暫停為買債沖銷，再推超低息貸款，以免歐元區陷入通縮。歐洲央行將指標利率由 0.25 厘降至 0.15 厘，再創新低，不過幅度較預期小，市場原本預期當局減至 0.1 厘。今次亦推出 4 年期的 LTRO，初期規模 4,000 億歐元。

圖十一：三個月歐元銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差



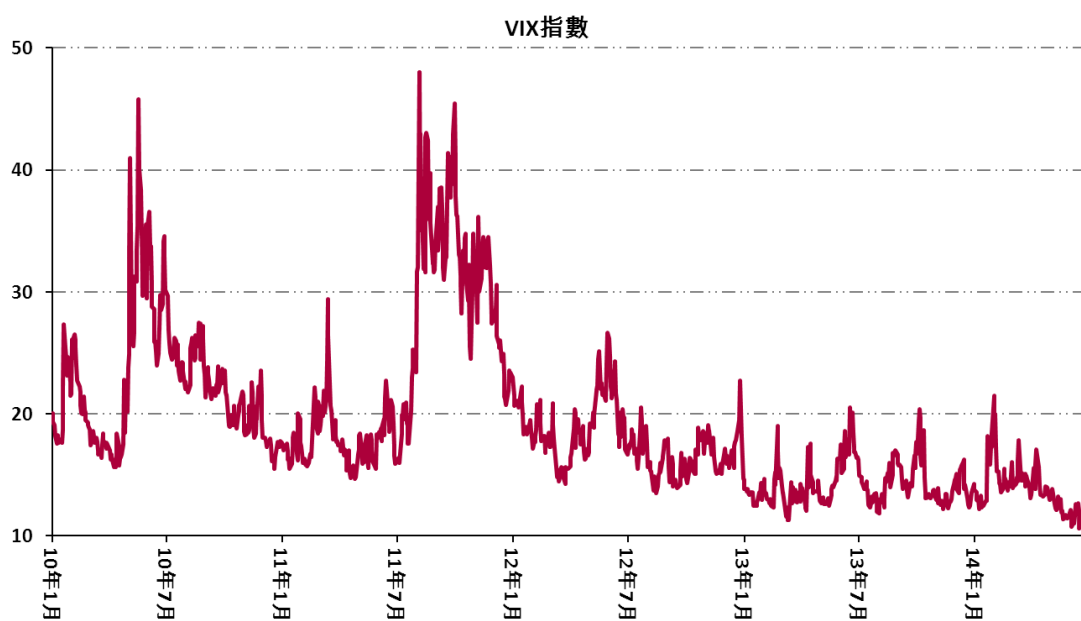
來源：彭博、群益(香港)研究部

圖十二：香港 VHSI 指數



來源：彭博、群益(香港)研究部

圖十三：美國 VIX 指數



來源：彭博、群益(香港)研究部

VHSI 指數(圖十二)及 VIX 指數(圖十三)雖然都處於較低的水平，而兩者更處於近數年的低位，反映市場的避險氣氛不強。不過，美市不斷創新高，本年也未有出現過一個明顯的調整。港股在較受外圍因素影響下，當美股出現一次明顯的調整時，港股不能獨善其身。

圖十四：美匯指數與歐元走勢



來源：彭博、群益(香港)研究部

歐元區現時正在面臨通縮的風險，一如我們之前所分析，歐洲央行再次啟動 LTRO 及實行負利率來刺激經濟及通脹，歐元亦自 6 月後開始走弱。美國現時正逐步減少買債的規模，並預料在今年第四季時完成停止買債活動。當時間越迫近時，市場接收到加息的信息將會越來越強烈。現時歐元在美匯指數的比重佔超過 5 成以上，在美國及歐洲的雙方因素配合下，美元在未來向上的機會率漸增。加上歐元創了兩年新高，不過美匯指數沒有再創新低，這反映美元正在轉強，近日美匯指數因歐元走弱而持續反彈(圖十四)。

表一：港股基本面追蹤

| 港股 | | | | | | | | | | | |
|------|------|-------------|--------------|-------|------|------------|----------|------|------|-----------------|------------|
| 代號 | 公司名稱 | 最新價 (港元) | 市值 (百萬港元) | 市盈率 | | 市帳率 '13 | 財報 貨幣 | 每股盈利 | | 每股 淨值 '13 | ROE '13 |
| | | | | '13 | '14E | | | '13 | '14E | | |
| 1044 | 恆安國際 | 82.20 | 100,958 | 31.7 | 27.8 | 6.0 | HKD | 2.59 | 2.96 | 13.74 | 22.0% |
| 688 | 中國海外 | 18.90 | 154,489 | 7.8 | 7.1 | 1.4 | HKD | 2.42 | 2.67 | 13.58 | 20.8% |
| 291 | 華潤創業 | 21.50 | 51,686 | 27.9 | 23.4 | 1.2 | HKD | 0.77 | 0.92 | 18.34 | 4.5% |
| 1314 | 翠華控股 | 3.81 | 5,353 | 34.6 | 21.2 | 4.6 | HKD | 0.11 | 0.18 | 0.82 | 13.5% |
| 1083 | 港華燃氣 | 9.09 | 23,749 | 21.6 | 17.5 | 1.9 | HKD | 0.42 | 0.52 | 4.80 | 9.6% |
| 1193 | 華然燃氣 | 24.00 | 53,599 | 24.0 | 18.7 | 3.8 | HKD | 1.00 | 1.28 | 6.38 | 16.7% |
| 2318 | 中國平安 | 59.75 | 422,602 | 531.4 | 25.3 | 2.1 | CNY | 2.26 | 2.46 | 23.08 | 16.5% |
| 2208 | 金風科技 | 9.29 | 30,701 | 27.6 | 14.3 | 1.5 | CNY | 0.85 | 0.23 | 4.96 | 4.5% |
| 700 | 騰訊控股 | 118.40 | 1,110,805 | 62.7 | 34.0 | 9.5 | CNY | 4.33 | 5.54 | 12.41 | 12.4% |

資料來源：彭博、群益(香港)研究部

表二：6月港股投資組合

| 公司代號 | 公司名稱 | 基本面追蹤 |
|---------|------|--|
| 1044.HK | 恆安國際 | <p>按我們的 FCFE 模型 CAPM 7.6%, gs 10.0%, gl 4.0% 及 H 4.0, 12 個月目標價 HK\$99.38, 予以買入評級。儘管原料價格是我們關注, 但品牌效應、生產規模、分銷管道及國內人民生活及衛生意識提升均有利行業。我們偏好公司的強勁資產負債表, 特別是淨現金。風險: 原材料價格上升, 競爭加劇及其他宏觀經濟因素。</p> |
| 688.HK | 中國海外 | <p>截 2013 年 12 月底止收入按年升 27.7% 至 824.7 億元。物業發展業務溢利升 8.6% 至 273.2 億元。合約銷售額為 1385.2 億元, 並超額完成全年 1200 億元的目標, 銷售面積達 923 萬平方米。期內純利按年升 23.1% 至 230.4 億元, 其中來自投資物業公允價值變動稅後淨收益按年跌 10.3% 至 26.2 億元。扣除非經常性項目後, 全年核心純利按年上升 20% 至 189.6 億元。管理層宣佈派末期息 29 仙。公司現持有現金 414.8 億元, 借貸及應付擔保票據分別為 400.1 億及 326.9 億元。淨負債比率為 28.4%。</p> <p>按總部加分法 (Sum of the Parts Valuation), 我們預測中國海外的公允價值為 2,097 億港元或每股 HK\$25.66。我們對投資物業的估值以折扣現金流方式推算 (CFAT 及 ERAT) HK\$583 億或每股 HK\$7.14。未來物業銷售資源 HK\$1,969 億或每股 HK\$24.10。由於公司的龍頭領導地位、穩健的財務結構及國企背景, 我們予以強力買入評級。風險: 政策風險、利率風險、競爭加劇及中國經濟放緩。</p> |
| 291.HK | 華潤創業 | <p>按華創公佈的 2014 年第一季業績顯示, 集團收入及純利分別按年增加 15.7% 及減少 30.5%, 核心純利則較去年同期減少 31.8%。按業務分類, 零售業務收入及應佔溢利分別增加 8.3% 及減少 10.3%, 歸因於中國宏觀經濟增長放緩, 中央政府厲行節約及電商銷售迅速增長等。啤酒業務收入增加 20.3%, 扭虧為盈, 期內啤酒銷量較去年上升 12%, 歸因於中國廣泛地區氣溫較往常偏高促使啤酒市場整體容量有所增長, 且集團的精製酒銷量快速增長。食品業務收入增加 62.0%, 轉盈為虧。由於大米等新業務尚處培養期, 市場開拓費用較大, 因此對盈利能力造成影響。飲品業務收入及應佔溢利分別增加 55.5% 及 25.0%。期內飲品總銷量上升 44%, 主要是「怡寶 C'estbon」純淨水銷量增長迅速所致。</p> <p>總括而言, 集團 4 大業務當中, 啤酒及飲品業務表現較佳, 食品業務雖然出現虧損, 然而卻屬於預期之內, 唯獨零售業務遜預期, 主要由於中國政府打貪行動對集團的影響較預期大。然而我們相信今年集團的零售業務表現不會太差, 歸因於集團將於下半年合併 Tesco 業務, 今年將不會大幅的開店, 因此今年</p> |

公司代號 公司名稱

基本面追蹤

的新店虧損將持續收窄，預期零售業務利潤率將有所改善，並抵銷收入增長放緩的影響。目標價 22.8 港元，對應未來 12 個月 27 倍預測市盈率。

1314.HK 翠華控股

翠華控股為香港連鎖茶餐廳營辦商龍頭之一。按集團 2014 年財政年度業績顯示，集團於香港、上海、杭州、澳門及武漢合共經營 41 家餐廳。2014 年財政年度集團的收入及純利分別按年上升 36% 及 20%，歸因於同店銷售增長及新店的貢獻。我們認為，集團於中國市場擁有高知名度，加上其門店基數低，我們認為其於中國大陸的擴充將為集團帶來高增長。由於集團定位於中高檔，加上餐飲業不受網購影響，我們認為集團在消費行業當中不受反貪腐政策及網購等不確定因素影響。早前集團控股股東及管理層減持部份股份，惟主要原因為控股股東的私人財務安排，減持後控股股東仍合共持有 62.5% 的股份，相信對集團的營運並無影響。集團股價於上半年顯著下降，我們認為歸因於中國經濟增長放緩及集團開店速度較預期慢。長線而言，其中國增長故事未有改變，現時估值已反映短期的負面因素。對應未來 12 個月 25 倍預測市盈率，給予目標價 4.5 港元。

1083.HK 港華燃氣

港華燃氣 2013 年全年的營業額為 67.16 億港元，較 2012 年增長 29.6%。股東應佔溢利為 11.06 億港元，較 2012 年度增長 31.6%。每股基本盈利為 42.46 港仙，較 2012 年上升 24.3%。管道燃氣和相關產品銷售業務之營業額於 2013 年增長 32.5%，由 39.72 億港元增至 52.65 億港元，主要原因是售氣量上升及平均售氣價有所提升。燃氣接駁業務本年度之接駁費收入為 14.51 億港元，較 2012 年增長 19.8%，原因是 2013 年附屬公司新增接駁客戶約 31 萬戶。於 2013 年內，公司合共銷售 59.5 億立方米管道燃氣，與去年同期之 53.2 億立方米相比，增長 11.8%，其中工業售氣量增加 3.9 億立方米，佔公司總售氣量 58.8%，商業售氣量佔集團總售氣量百分比維持於 16.7%，而居民售氣量所佔比例輕微下降至 24.5%。公司 2014 年每股盈利為 HK\$0.52，按 20 倍市盈率計算，目標價為 HK\$10.36。

1193.HK 華潤燃氣

公司於 2013 年的收入為 222.88 億港元，較 2012 年上升 64%。股東應佔溢利上升 31.3% 至 21.6 億元。收入大幅增長主要由於燃氣銷售量由 92.68 億立方米增加 30% 至 120.91 億立方米，以及接駁費收入由 28.96 億港元上升 77% 至 51.24 億港元。而燃氣銷售量及接駁費收入的增加主要由於以下因素：(1) 工商業用戶日設計供氣量由 2,885 萬立方米增加 40% 至 4,031 萬立方米；(2) 接駁住戶數目由 1,403 萬戶增加 31% 至 1,841 萬戶。城市燃氣分銷業務於 2013 年的整體毛利率為 34.2%，較 2012 年的 31.2% 高 3 個百分點。燃氣銷售的毛利率由 23.1% 增加至 25.8%，接駁費毛利率則由 61.2% 增加至 62.2%。截至 2013 年年底，公司在中國 21 個省份經營 176 個城市燃氣項目。公司於 2013 年終的現金結餘為 96 億港元，而負債比率為 28% (2012 年：31%)。公司 2014 預測每股盈利為 HK\$1.28，按 20 倍市盈率計算，目

公司代號

公司名稱

基本面追蹤

標價為 HK\$25.76。

2318.HK

中國平安

公司一季一季實現歸屬於母公司股東淨利潤 108.1 億元，YOY 增 46.2%，折合 EPS 1.37 元，業績好於我們的預期。總體來看，業績取得高增速主要受到一季保費“開門紅”的較好表現，超預期的部分來自於計提保險責任準備金比例較上年略降；投資收益方面表現亦較為穩定。從保費方面來看，公司前 5 月實現壽險保費 932 億元，同比增 23%，4、5 兩月單月維持穩定正增長，遠好於同業普遍下滑的狀況；產險前 5 月實現保費 574 億元，同樣維持高增長，公司承保競爭優勢顯著。維持公司 2014/2015 盈利預測，均同比增 20%，分別為 339 億元/405 億元，折合 EPS 分別為 4.28/5.12 元，目前港股價對應 2014 年 PEV 僅 1 倍左右，估值偏低，我們繼續看好公司綜合金融平臺的優勢，維持“買入”的投資建議。

2208.HK

金風科技

公司 2013 年實現營收 123.08 億元(YOY+8.7%)，實現淨利潤 4.28 億元(YOY+179.4%)，其中 4Q 實現淨利潤 2.40 億元(YOY+109.3%)。利潤高增長公司業績反轉，一方面得益於行業發展趨勢重新回歸正增長，13 年全年新增裝機 16.2GW(YOY+24.2%)；另一方面在於行業競爭格局優化，產品價格回升。

展望未來，我們預計兩年年新增裝機約 20GW/年。主要理由：其一，我國環保形勢嚴峻，倒逼能源結構轉型。李克強總理在 14 年全國兩會政府工作報告明確指出要提高非化石能源發電比重，鼓勵發展風能、太陽能；其二，從具體量上看，截止目前，“十二五”四批共核准裝機專案 110.43GW，其中 60%尚未開工建設，隨著行業的回暖，預計 14-15 年核准開工的量會較大。中期看，風電行業將進入新一輪可持續發展時期。公司作為國內最具競爭力的風電全生命開發企業，價值將被重估。

我們預計公司 14、15 年實現營收 168.35 億元(YOY+36.8%)、213.98 億元(YOY+27.1%)，淨利潤 10.92 億元(YOY+155.3%)、15.42 億元(YOY+41.2%)，EPS 0.41、0.57 元，H 股股價對應 14、15 年動態 PE 18X、13X，維持“買入”建議。

700.HK

騰訊

1Q14 公司總收入 184 億元，QOQ 增 8%，YOY 增 36%，淨利潤 64.57 億元，QOQ 增 65%，YOY 增 60%。Non-GAAP 淨利潤為 51.94 億元，QOQ 增 17%，YOY 增 29%。1Q 移動遊戲貢獻約 18 億元的收入，14 年移動遊戲將成為公司重要的增長點。公司股票 1 股拆細為 5 股，拆股有利於降低投資門檻，提高股票的流動性。

鑒於移動遊戲業務的強勁表現，以及電商業務的逐步淡出，我們上調公司盈利預測，預計 14-15 年實現淨利潤 236 億元和 307 億元，YoY 分別增長 52.5%和 29.8%。按拆細後的股本計算，EPS 為 2.54 元和 3.29 元，維持“買入”建議，目標價 130 港幣，對應 15 年 32 倍 P/E。

香港研究部

地址：香港皇后大道中 183 號中遠大廈 32 樓 3204-07 室

電郵：csc_research@e-capital.com.hk

傳真：(852) 2105-1196

| | | | |
|-----|--------------|-----------------|--------------------------------|
| 曾永堅 | 研究部董事(策略、總經) | (852) 2105-1105 | jaseper_tsang@e-capital.com.hk |
| 黃文泰 | 百貨超市、中港消費零售 | (852) 2105-1101 | eric_wong@e-capital.com.hk |
| 李紹康 | 地產、紙業、博彩 | (852) 2105-1107 | lantis_li@e-capital.com.hk |
| 魏星龍 | 天然氣、化工、機械設備 | (852) 2105-1103 | allen_ngai@e-capital.com.hk |

群益證券集團海外營運據點

| 香港 | 台灣 | 上海 |
|--|--|--|
| 群益證券(香港)有限公司 群益期貨(香港)有限公司 | 群益證券股份有限公司 | 群益國際控股有限公司 (上海代表處) |
| 香港皇后大道中 183 號 中遠大廈 32 樓 3204-07 室 | 台北市 110 信義區松仁路 97 號 4F-1(群益金融大廈) | 上海市浦東南路 360 號 新上海國際大廈 18 樓 郵編 200120 |
| 電話：(852) 2530-9966 傳真：(852) 2104-6006 | 電話：(8862) 8789-2918 傳真：(8862) 8789-2958 | 電話：(8621) 5888-7188 傳真：(8621) 5888-2929 |

免責聲明

群益證券(香港)有限公司(“群益(香港)”)為依據《證券及期貨條例》可從事第一、二及四類受規管活動之持牌法團，此份報告之編撰僅是作提供資料之用途，並不可視作推銷或促使客人交易證券或期貨，其對像是一些深懂各類投資風險的投資者。投資者在買賣任何證券前，必須基於法律、稅制、會計及適合的投資策略慎重考量。群益(香港)相信用以編寫此份報告之資料之可靠性，但並沒有就其真實及可靠性作獨立核實。如投資者在根據此份報告之內容作出任何投資時招致損失，群益(香港)、群益集團之成員及關聯之公司及相關人士均不須負上任何責任或義務。群益(香港)或會在沒有事前通知下修改報告內容。群益(香港)、群益集團之成員及關聯之公司及/或其任何之一位董事或其代表或僱員，或會於進行日常業務時對此份報告內描述之上市公司提供投資、顧問或其他服務。此外，群益(香港)、其關聯公司及其僱員或會在法律許可之情況下，於此報告公佈前，使用此份報告之內容或根據此份報告之內容對報告內描述之上市公司作投資決策。在未得到書面同意之情況下，不能複製，分發或印刷此份報告之全部或部份內容以作任何用途。