

## 香港 / 中國 2011 年投資前景展望

梁君赫

電話: 852 2826 0061  
belle.liang@cpy.com.hk

### 中資股起飛

- ◆ **波瀾起伏的2010年。**在全球風險因素、美元利差交易、歐債危機、及中國貨幣供應政策改變等諸因素影響下，恒生指數與H股指數自2010年初以來表現得大起大落。基本面來看，首三季的企業盈利跑贏市場預期，並持續獲得分析員逐步上調盈利預測，但卻未能讓股市起色。展望2011年，我們認為中港政府的貨幣及財政政策將是影響市場情緒的主要因素。同時，基於2011年盈利回升至金融危機前水平並進入嶄新增長階段的預期，企業盈利質素與行業基本面將重新主導投資者的注意力。
- ◆ **2011年：利率正常化不足為慮。**考慮到美聯儲局二次量化寬鬆政策（QE2）對全球資產價格的影響（尤以新興國家首當其衝），我們相信中國政府將繼續嚴密監控流動資金，特別是流入樓市、商品交易、股市的資金。同時，為實現經濟軟著陸，中國政府料將採取各種措施，如降低新增貸款擴張速度、上調利率及存款準備金率或動用行政手段控制價格/產量。不過，我們並不認為緊縮政策將阻礙中國經濟的整體增長步伐，並相信貨幣政策趨於正常化的同時，未來五年的促增長政策並不會改變。
- ◆ **投資主題。**（1）盈利增長強勁：2011年H股盈利增長的主要動力應源自金屬/採礦、銀行/保險及鐵路/鐵路設備板塊。在盈利強勁增長的支撐下，這幾大板塊的股價表現料跑贏其他板塊；（2）十二五規劃：在此投資主題下，水泥、燃氣公用事業、石油勘探/開採設備製造以及高端機械設備製造行業的領軍企業可望在中長期內受惠；及（3）升息周期開始：我們預計中國人民銀行將在今後12個月上調基準利率四次共100個基點，而這對銀行及保險板塊有利。基於中國消費物價指數在2011年第二季底之前繼續上升的預期，實際負利率環境的延續有助於零售板塊的表現。
- ◆ **恒生指數與H股指數目標。**我們預測2011年恒生指數與H股指數分別將料達27,000及16,500點，相等於較目前水平的上升空間約17%及29%。我們認為H股的上升空間更佳，因香港政府持續出手干預樓市投機行為，香港房地產股恐怕會表現呆滯。我們的目標相等於恒生指數及恒生國企H股指數11年度市盈率分別為14.8及14.5倍（過去五年平均值），分別對應11年度市場預期每股盈利增長15.6%及16.1%。倘若兩指數超過歷史平均值1個標準差，即達到市盈率17倍甚至更高，那麼這將是投機性熱錢流入及流動資金過量而導致，而非受到基本因素的支撐。
- ◆ **策略推介。**根據宏觀策略選擇行業及微觀分析選擇股份的方法，我們在9個增持評級行業中推薦12隻股份，包括工商銀行(1398 HK)、建設銀行(939 HK)、中國平安(2318 HK)、東風汽車股份(489 HK)、中國建材(3323 HK)、海螺水泥(914 HK)、茂業國際(848 HK)、安踏體育(2020 HK)、TSC海洋(206 HK)、新奧燃氣(2688 HK)、中國高精密(591 HK)及六福集團(590 HK)。

## 2010年回顧：全球經濟動盪，股市波瀾起伏

在經歷2009年的急升後，香港股市2010年遇到若干考驗，如中國中央與地方政府推出的樓市調控政策、歐盟主債權危機、市場在美國QE2推出前的高度憧憬及推出後的全球市場不安情緒，其後又是香港政府為打擊樓市投機而徵收額外印花稅等。在全球風險因素、美元套匯（圖1）及中國貨幣供應政策（圖2）等諸多不確定因素下，恒生指數與H股指數自2010年初以來表現得大起大落。基本面對來，首三季的企業盈利跑贏市場預期，並逐季獲得分析員上調盈利預測。但與2009年不同的是，2010年的股市表現並未能適當的反映多數行業盈利改善及基本面對升的利好。

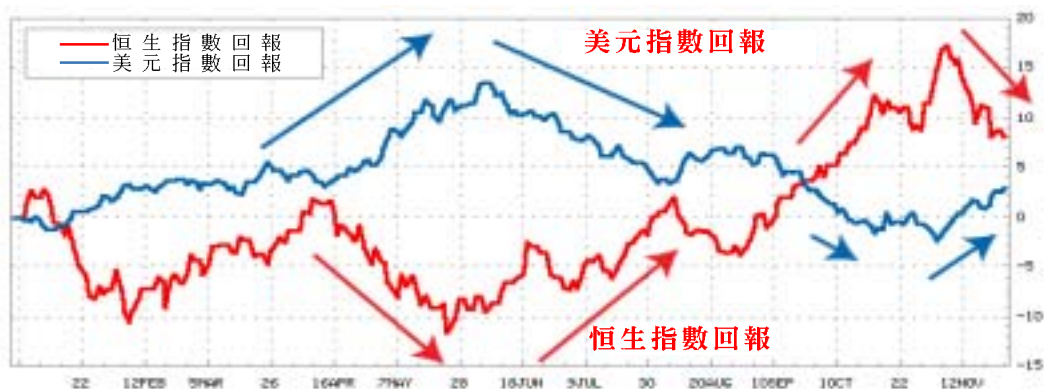
我們目前認為中港政府已採取趨緊的貨幣政策，股市近幾周來左右徘徊，試圖在中港貨幣環境緊縮的隱憂與美國QE2計劃下額外流動資金的憧憬中尋求平衡。展望2011年，我們認為中港政府的貨幣及財政政策仍將是影響市場情緒的主要因素。同時，基於2011年盈利回升至金融危機前水平的預期，企業盈利質素與行業基本面將重新主導投資者的注意力。借鑒過去的教訓，加上新興市場國家央行或政府將有能力更靈活地運用公開市場工具及推出新的行政或稅收手段，我們認為政府2011年於對抗熱錢流入及防止資產價格泡沫的努力將更見成效。

表1：恒生指數及分類指數表現(截止2010年11月30日)

	收市價 30/11/10	收市價 29/10/10	1個月 變動(%)	排名	收市價 31/12/09	年底至今 變動(%)	排名
公用分類指數	42,425.4	42,228.1	0.5	2	37,585.2	12.9	1
工商分類指數	12,721.9	12,623.5	0.8	1	11,452.9	11.1	2
地產分類指數	29,937.8	31,072.6	(3.7)	5	28,147.4	6.4	3
<b>恒生指數</b>	<b>23,008.0</b>	<b>23,096.3</b>	<b>(0.4)</b>	<b>3</b>	<b>21,872.5</b>	<b>5.2</b>	<b>4</b>
金融分類指數	34,207.2	34,433.1	(0.7)	4	34,170.8	0.1	5
國企指數	12,817.6	13,168.7	(2.7)		12,794.1	0.2	
紅籌指數	4,110.0	4,205.1	(2.3)		4,059.9	1.2	

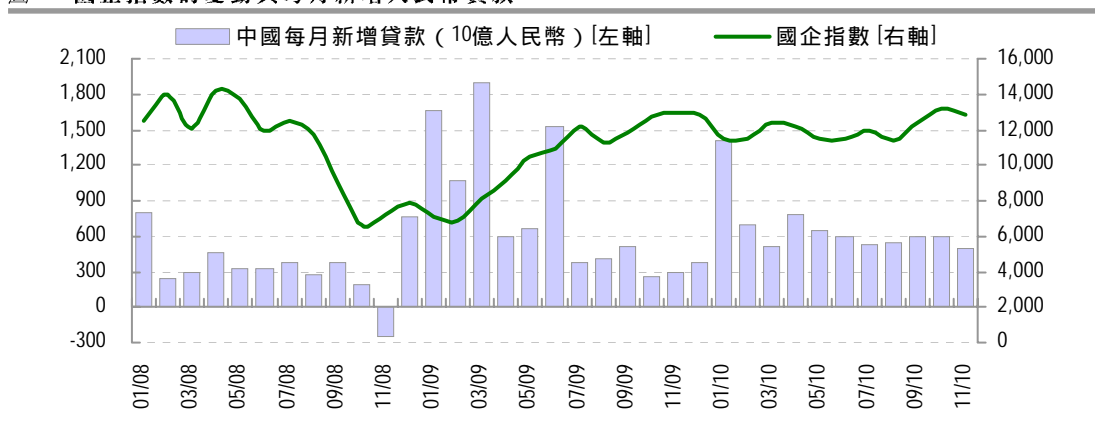
資料來源：彭博

圖1：年初至今美元回報與恒生指數回報比較(2010年1月1日為基數)



資料來源：彭博

圖2：國企指數的變動與每月新增人民幣貸款

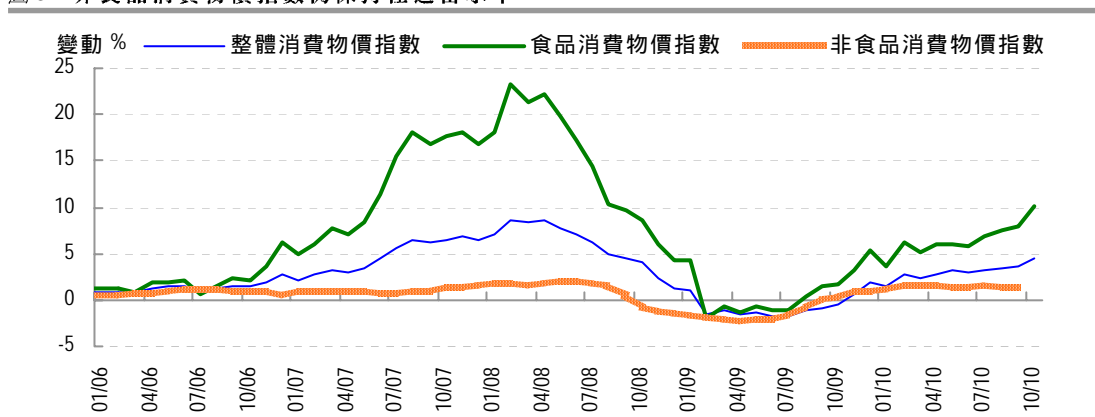


\* 2010年11月新增貸款依據市場預測數據  
資料來源：中國銀監會，CEIC及彭博

## 2011年：通脹隱憂將逐漸消退，市場重歸基本面

此輪貨幣緊縮應不會阻礙中國經濟增長。在發布10月通脹指數與新增人民幣貸款數據後，中國政府在提及農業與商品市場投機行爲及未來通脹局勢時的語氣更趨嚴厲。國務院推出平抑通脹的幾條措施，如：（1）保障糖、棉、蔬菜及食用油的充足供應，加大柴油與煤炭產量；（2）向低收入群體提供補貼；（3）支持地方政府對消費日用品價格進行干預及臨時控制；及（4）嚴查商品市場的投機及非法交易行爲。我們認爲這些行政手段的核心目的在於防止消費必需品價格漲得過高，並阻止熱錢流入消費日用品領域，以安撫消費者的緊張情緒。我們認爲這些舉措應對經濟發展積極有益，並有助減輕經濟過熱與價格泡沫風險。考慮到美聯儲局二次量化寬鬆對全球資產價格的影響（尤以新興國家首當其衝），我們相信中國政府將繼續嚴密監控流動資金，特別是流入樓市、商品交易、股市的資金。爲實現經濟軟著陸，中國政府料將採取降低新增貸款擴張速度、上調利率及存款準備金率、動用行政手段控制價格/產量等方式。不過，我們並不認爲緊縮政策將阻礙中國經濟的整體增長步伐，並相信貨幣政策趨於正常化的同時，未來五年的促增長政策並不會改變。

圖3：非食品消費物價指數仍保持在適當水平

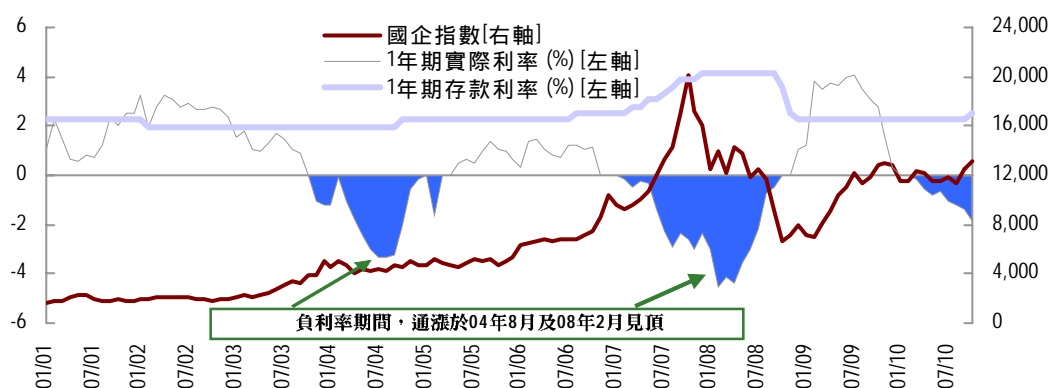


資料來源：CEIC

中期而言，經濟增長與盈利基本面將支撐中資股表現。我們預期中國國內生產總值(GDP)增幅將從2010年的10.0%減慢至2011年的8.8%，主要是由於廣義貨幣（M2）增速放緩及新增貸款減少（預計從2010年的8.0萬億人民幣降至6.5至7.0萬億人民幣）。經濟增長的主要動力源自中央引導的鐵路及社會保障性住房建設項目、消費支出增長（零售額料按年增長17%），以及中國對其他亞洲國家的出口增長。同時，考慮到過去兩年貨幣供應水平異常高的滯後效應，我們預期食品漲價勢頭將一直持續到2011年第二季。我們預計食品漲價將促使整體消費物價指數在2011年5月至6月間達到5.5%的峰頂，但隨著貨幣增速放緩的效應逐步顯現，預計通脹壓力將從第三季起減輕，並在下半年度放緩至3%。概之，全年通脹率預計為4.0%。

短期來看，投資者將擔憂通脹率急升、利率上調及寬鬆貨幣政策退出等因素，但我們認為由中長線角度來看，股市表現仍將依賴於股票估值、中國經濟增長及企業盈利表現。H股現價相等於10年度市盈率13.3倍及11年度市盈率11.4倍，遠低於14.5倍的歷史平均預期市盈率。我們建議投資者在內外負面消息及不確定因素加劇的環境中吸納中資股，並相信2011年經濟硬著陸及企業盈利呆滯的可能性很小。如圖4所示，實際負利率環境產生初期（即2004年8月與2008年2月通脹率見頂之前的六個月），適逢過去兩輪股市景氣上升周期。

圖4：恒生國企指數及中國一年期實際利率



資料來源：中國人民銀行，中國國家統計局及京華山一

表2：2011年經濟增長及利率前景

中國	香港
* 2011年，國內生產總值保持強勁增長，達8.8%，通脹將上升至年平均4.0%	* 香港本地生產總值將增長4.3%，受強勁消費（預計零售銷售同比增長12%）和全球貿易恢復的帶動
* 零售銷售保持強勁增長達17%	* 預期美元進一步疲軟，並將推動2011年消費物價指數上升4.0%
* 2011年中國人民銀行將存款準備金率提高三次，共150個基點，並提高一年期貸款利率四次，每次25個基點，從目前的5.56%至2011年年底的6.56%	* 失業率會繼續下降，從10年的4.3%降至11年的4.0%
* 人民幣對美元升值3%至4%	* 香港本地最優惠利率將保持目前水平不變

資料來源：公司數據及京華山一

## 2011年投資主題

**中資股將呈現強勁盈利。**我們預期中國企業的盈利將在2011年重返全球金融危機前的水平。儘管中央抗通脹的手段可能持續及融資成本提高會對負債重的企業構成利潤率壓力，但相信2011年中資企業盈利平均增長16.1%的目前市場預期應可以實現。2011年H股盈利增長的主要貢獻者應源自金屬/採礦業、銀行/保險及鐵路/鐵路設備板塊。在盈利強勁增長的支撐下，這幾大板塊的股價表現料跑贏其他板塊。

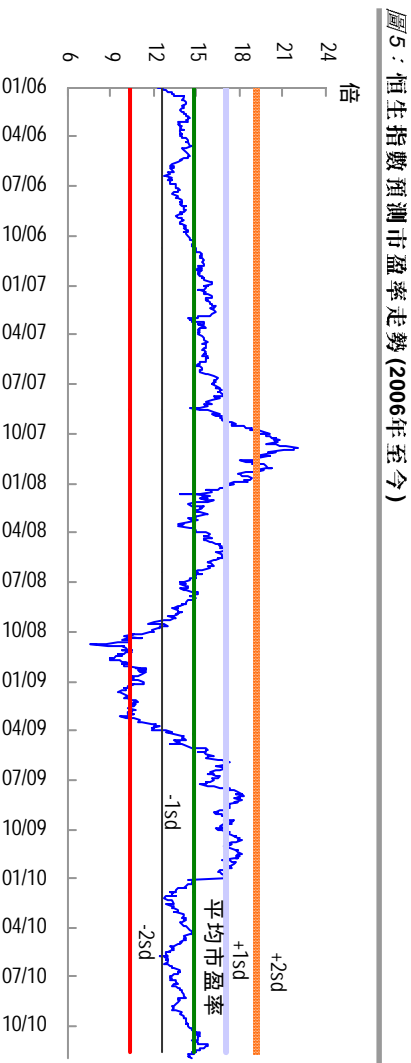
**十二五規劃。**中國將在2011年3月宣布詳盡的十二五規劃。經濟持續均衡發展料將成為中國政府重點關注的焦點。顯而易見，中國將在今後五年努力實現更為內部平衡的經濟結構，而非單純追求經濟增長率。為實現這一目標，政府或將專注於：（1）大力發展西部及農村地區的經濟，以縮窄他們與沿海/城市地區居民之間的收入差距；（2）投資清潔能源及環保相關產業，並推進整合鋼鐵及有色金屬及水泥等行業的低效產能，以減少碳排放及污染；（3）投資社會性保障住房建設，以加快城市化進程及促進個人消費；（4）鼓勵鐵路、油氣勘探及工業等領域高端設備本土製造商的技術創新；及（5）加快發展服務業（如銀行、保險、旅遊、運輸及物流業），以增加就業機會及提高服務業佔整體經濟的比重，從而實現中國經濟在今後十年的可持續增長。在五年投資主題下，我們預期水泥、燃氣公用事業、油田設備服務業以及高端機械設備業的領軍企業可望在中期內受惠。

**升息周期。**回顧2010年，全球央行的退出策略及時間表始終影響著投資者情緒及股市資金流向。在2010年第四季時中國政府上調存款準備金率、控制銀行貸款及推出一系列樓市調控政策後，股市投資者應已意識到中國政府在全球金融危機後推出的刺激經濟政策應多已結束。然而，我們認為投資者目前過於擔憂中國快速且大幅度的上調利率，因這些舉措，加上人民幣升值預期，會吸引更多熱錢流入中國，但卻無助於掃除市場上存在的過量投機性資金。如前文所述，我們預計中國人民銀行將在今後12個月上調基準利率四次（每次各25個基點）。這種利率正常化趨勢對銀行及保險板塊有利，但電力與房地產股則將受壓於更沉重的債務負擔及財務成本。基於中國消費物價指數在2011年第二季底之前繼續上升的預期，實際負利率環境的延續有助於零售板塊的表現。因此，我們相信百貨業、運動服用品及汽車板塊可能從消費支出擴大及生活方式升級中受惠。

## 2011年指數目標及策略推薦

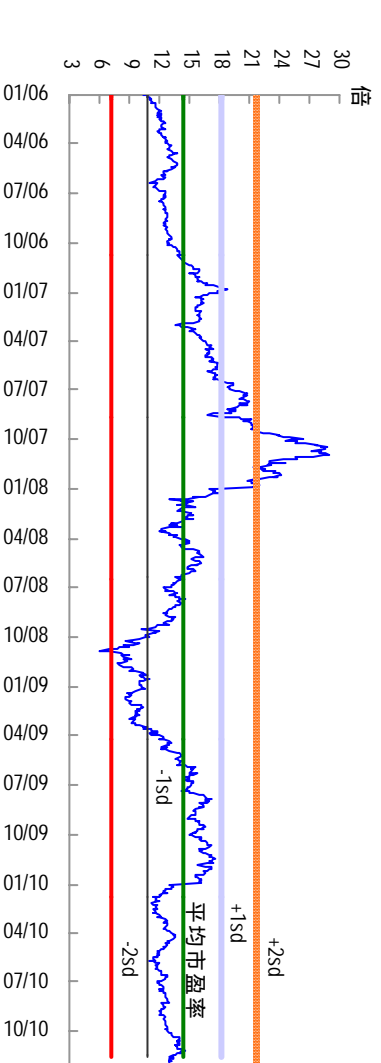
恒生指數於2010年第四季達到我們在2009年末時預測的25,000點全年目標。不過，H股指數卻落後於我們的預測，主要是受到中資銀行股及房地產股回報率低於預期的拖累。政府採取的樓市緊縮措施及按揭貸款控制自2010年第二季以來始終構成重壓，而中資銀行股的融資計劃及地方政府融資平台（LGFV）相關不良貸款的擔憂亦對市場信心構成打擊。展望2011年，我們認為房地產板塊將保持波動，並可能跑輸大市。在現有樓市調控措施繼續存在的同時，樓市可能將經歷物業稅等更多政策的考驗，故中國樓價仍存在進一步下調壓力。另一方面，我們預期中資銀行股將跑贏大市，因負面因素正逐步消除，包括：（1）多數銀行已完成或宣布配股；及（2）管理層對LGFV貸款進行更詳細的披露後，有關不良貸款的隱憂將隨之緩解。

我們預測2011年末恒生指數與H股指數分別達到27,000及16,500點，相等於較目前水平的上升空間約17%及29%。我們認為H股的上升空間更佳，因香港政府持續出手幹預樓市投機行為後，香港房地產股恐怕會表現呆滯。我們的目標相等於恒生指數及恒生國企H股指數11年度市盈率分別為14.8及14.5倍（過去五年平均值），分別對應11年度市場預期每股盈利增長15.6%及16.1%。倘若兩指數超過歷史平均值1個標準差，即達到市盈率17倍甚至更高，那麼這將是投機性熱錢流入及流動資金過量而導致，而非受到基本因素的支撐。我們的預測中存在以下主要風險：（1）中國貨幣過度收緊及加息的速度較預期快；（2）通脹風險及緊縮措施大增；及（3）全球經濟復甦速度較預期緩慢。表3和表4列出了2011年度我們看好的行業及個股策略推薦。



資料來源：彭博及京華山

圖6：國企指數預測市盈率走勢(2006年至今)



資料來源：彭博及京華山

表3：行業及股份策略推薦

預期跑贏大市行業	投資主題	策略股份推薦
中國銀行業	預計淨息差擴大和費用收入增長帶動利潤增長及提高股本回報率，目前的估值處於底部水平	工商銀行(1398)，建設銀行(939)
中國保險業	人均收入增長將有利於加速保險產品滲透率，未來加息有利投資收益率	中國平安(2318)
中國汽車業	銷售增長的長期上升趨勢不變，利潤率的改善和費用控制可以抵消部分對外國合資企業徵收的新稅	東風集團(489)
中國水泥業	水泥行業整合將是中國十二五計劃一個主要的任務，預計2011年水泥價格進一步上漲	中國建材(3323)，海螺水泥(914)
中國運動服業	主導品牌在二線城市將受益於城市化發展加速和工資、人均收入增長	安踏體育(2020)
中國油田設備服務業	高原油價格將進一步支持石油和天然氣勘探開發活動，有利於設備製造商	TSC海洋(206)
中國燃氣公用事業	直接受益十二五之節能減碳計劃，中國將快速增加天然氣佔總體能源消耗比重	新奧能源(2688)
中國高端機械設備業	本地高端設備和元件製造商將取代進口，並繼續在中國獲得市場份額	中國高精密(591)
香港&中國零售業	消費者信心強勁，通貨膨脹上升和負實際利率將提高奢侈品和名牌產品銷售	六福集團(590)，茂業國際(848)

資料來源：京華山

表4：2011年個股策略推薦(最新市場預測)

公司名稱	彭博編號	評級	收市價(港元) 30/11/10	市盈率(倍) 2011F	市盈率(倍) 2010F	息率(%) 2010F	2011年目標價(港元)
海螺水泥	914 HK	買入	33.00	16.5	20.4	0.9	44.00
安踏體育	2020 HK	買入	14.48	17.0	20.8	2.9	18.84
建設銀行	939 HK	買入	7.01	9.3	10.8	3.9	9.31
中國高精密	591 HK	買入	5.50	11.0	14.6	1.2	7.20
中國建材	3323 HK	買入	17.90	10.7	12.9	0.6	23.40
東風汽車集團	489 HK	買入	14.78	9.1	10.0	1.3	19.20
新奧能源	2688 HK	買入	22.35	15.6	19.0	1.4	30.30
工商銀行	1398 HK	買入	6.04	9.5	11.2	4.0	8.07
六福集團	590 HK	買入	26.30	15.2	18.5	2.2	34.50
茂業國際	848 HK	買入	4.02	25.1	31.3	1.0	5.40
平安保險	2318 HK	買入	89.60	26.0	33.2	0.6	117.00
TSC海洋	206 HK	買入	1.59	12.0	18.6	-	2.33

資料來源：彭博預測及京華山

附錄1：中國主要經濟數據

		2006	2007	2008	2009	10/09	11/09	12/09	01/10	02/10	03/10	04/10	05/10	06/10	07/10	08/10	09/10	10/10
實際國內生產總值*	按年變動, %	11.6	13.9	9.0	8.7			10.7			11.9			10.3				9.6
出口	按年變動, %	27.2	25.7	17.2	(16.0)	(13.8)	(1.2)	17.7	21.0	45.7	24.3	30.5	48.5	43.9	38.1	34.4	25.1	22.9
進口	按年變動, %	20.0	20.8	18.5	(11.2)	(6.4)	26.7	55.9	85.5	44.7	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7	35.2	24.1	25.3
貿易差額	10億美元	177.5	261.8	295.5	196.1	24.0	19.1	18.4	14.2	7.6	(7.2)	1.7	19.5	20.0	28.7	20.0	16.9	27.2
固定外商直接投資	10億美元	66.0	74.8	92.4	90.0	7.1	7.0	12.1	8.1	5.9	9.4	7.4	8.1	12.5	6.9	7.6	8.4	7.7
累積固定資產投資	按年變動, %	16.6	16.7	26.1	30.5	33.1	32.1	30.5	na	26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9	24.8	24.5	24.4
新增貸款	10億人民幣	3145.7	3633.6	4903.6	9576.7	253.0	294.8	379.8	1393.4	700.1	510.7	774.0	639.4	603.4	532.8	545.2	595.5	587.7
貨幣基礎結餘M0	按年變動, %	12.7	14.0	12.7	11.8	14.1	15.0	11.8	(0.8)	22.0	15.8	15.8	15.2	15.7	15.5	16.0	13.8	16.6
狹義貨幣M1	按年變動, %	17.5	21.5	9.1	32.4	32.0	34.6	33.2	39.0	35.0	29.9	31.3	29.9	24.6	22.9	21.9	20.9	22.1
廣義貨幣M2	按年變動, %	17.0	18.5	17.8	27.7	29.5	29.6	28.4	26.0	25.5	22.5	21.5	21.0	18.5	17.6	19.2	19.0	19.3
消費物價指數	按年變動, %	1.5	4.8	5.9	(0.7)	(0.5)	0.6	1.9	1.5	2.7	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4
生產物價指數	按年變動, %	6.0	4.4	10.5	(5.4)	(5.8)	(2.1)	1.7	4.3	5.4	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	4.3	4.3	5.0
零售額	按年變動, %	13.7	16.8	21.6	15.5	16.2	15.8	17.5	14.0	22.1	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4	18.8	18.6
工業生產值	按年變動, %	16.6	18.5	12.9	11.0	16.1	19.2	18.5	na	12.8	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1
人民幣匯率	對美元	7.812	7.304	6.823	6.827	6.828	6.827	6.827	6.827	6.826	6.826	6.825	6.828	6.781	6.775	6.807	6.688	6.671

\* 季度數據

資料來源：彭博及京華山