ED經濟一週

Economic Digest

逢星期六出版
$20
1745
11/4 - 17/4/2015

平保落重注
碧桂園趁低收集

牛市豬都會飛
博李寧百盛谷底反彈

亞投行強勢登場
掀基建投資熱

有升勢有實際
金風不日破頂

至賺基金經理旗下基金
首季勁升36%

港股步入牛三
祝振駒：最少升多半年

文：潘慶棠、葉創成　設計：DON

港股步入牛三
祝振駒：最少升多半年

上期「封面故事」預測，在北水南下買港股的憧憬下，港股將進一步破關而上，薦讀者五大攻略迎升浪。

結果港股本週三（4月8日）假期復市後已先聲奪人，勁升961點，全日成交額高達2,524億元，創歷史新高；「港股通」每日額度105億元人民幣首次用盡；港股上市公司總市值當日亦創28.6萬億元新高，堪稱三喜臨門。

週四（9日）早段大市進一步突破，最高報27,923點，較週 三收市勁升1,686點！雖然其後升勢回順，惟全日成交額再創2,939億元新高，熾熱氣氛更維持至週五（10日）。

在港股疑似進入牛市三期之際，今期「封面故事」專訪旗下基金首季勁賺約36%的翊騰投資管理董事總經理兼首席投資總監祝振駒拆局，他對後市十分樂觀，料港股短期大漲小回，更有機會突破歷史高位31,958點。

（何柏基攝）

大市闖歷史高位

自中國證監會於3月27日公布，批准內地公募基金旗下新基金可直接透過「港股通」投資港股後，港股隨即炒上。本週三港股成交更打破2007年紀錄，大有牛市重臨之勢，亦意味港股大茶飯盛宴正式開席。港股能否再創新高？哪些板塊最可取？下文將由首季旗開得勝的祝振駒逐一拆解。

近年中、港股市趨向融合，市場一直寄望內地資金源源不絕南下，造就港股美好時光。

雖然去年11月「滬港通」開通初期港股受惠有限，但自最近中央允許內地公募基金的新基金可藉「港股通」買賣港股後，形勢瞬間扭轉。

成交連番創新高

市場憧憬數以萬億元人民幣計的內地資金，將陸續入市買港股。上週港股在連續四日成交逾千億元帶動下四連升；本週復活節長假期後更是好戲連場。

北水南下效應繼續發酵，本週三港股創下多項紀錄。當日港股總成交高達2,524億元，打破已保持七年半、於2007年10月3日創下的2,105.1億元成交紀錄（見表一）。

與此同時，「滬港通」成交同破紀錄，其中南向的「港股通」每日限額於午市交易時段已耗盡，週三全日計買入及賣出金額分別達160.57億及48.94億元（見表二），總成交創新高。

大市成交激增，帶動週三港股突破26,000點，勁升961點。當日有逾1,200隻股份股價上升，當中國企股股價更近乎全線報捷。

不過，港股卻未有因此行人止步，週四成交再下一城增至逾2,900億元，再改寫新高歷史，而大市亦一度升破27,000點，全日計多升707點，計及週五的升市，全週港股則累升1,997點或7.9%。

資金湧港入市，港匯呈現強勢，觸及強方兌換保證水平。金管局遂於週四傍晚向市場注資31億元，接力於週五下午六時前，再兩度注資，金額分別達62億及69.75億元，以承接美元沽盤。

「目前政策主導股市，中央引導資金南下，總之要

表一：歷年港股五大單日成交

排名	日期	成交額（億元）
1	9/04/2015	2,939.1
2	8/04/2015	2,524.0
3	10/04/2015	2,228.9
4	3/10/2007	2,105.1
5	16/10/2007	2,014.1

資料來源：港交所

表二：4月至今港股通每日成交額

日期（日/月）	買入（億元）	賣出（億元）
1/4	25.65	7.99
2/4	42.24	17.74
8/4	160.57	48.94
9/4	184.63	76.28
10/4	104.21	47.18

資料來源：港交所

欲免費下載試閱版，請即登陸：
App Store
Google play

祝振駒

戰績：
憑中國平安A股及個別二、三線股，為旗下基金立下首季約36%回報佳績。最近則力捧基建股再下一城。

你股市升，你無得唔升。」祝振駒說。

港股現價只要多升約17%，便抵達2007年10月30日創下的31,958點歷史高位。祝振駒認為，從週三各股份升勢那麼全面來看，確定牛市已重返，料指數「破關」後有力再上。

過去兩星期港股累升2,786點，令市場期盼會否重溫2007年「港股直通車」憧憬下，港股牛市三期爆升的美夢。

回想2007年引發港股牛三爆升，是基於當年8月20日國家外匯管理局發布《開展境內個人直接投資境外證券市場試點方案》後，中國銀行天津分行擬推出個人投資港股業務。

2007年直通車翻版

當年市場憧憬「港股直通車」開通，港股由2007年8月17日低位的19,386點，一口氣上升至同年10月30日的31,958點，即短短兩個半月內累升12,572點。

今次升浪，則源自中證監放行新公募基金以「港股通」方式投資港股開始（見表三）。

祝振駒比較2007年牛市及今次牛市，前者是由本地及外國資金將港股推上，今次則以內地及本地資金入市為主導，他認為今次是真正反映北水南調概念，坦言「港股有排都未升完！」

道氏理論將牛市分作一、二、三期。當中牛市三期的特徵，包括投資氣氛熾熱，成交急增等。

港股當前形勢大好，是否已步入牛三爆升大時代？本刊引用2007年牛三的經驗拆局。

牛三第一個訊號是成交例必大增。如2007年9月及10月港股日均成交逾千億元，是2003年港股谷底時日均成交的十倍。

以過去兩星期港股日均成交逾1,850億元計，已是低位成交十倍，這牛三訊號最明顯。

至於第二個牛三訊號，是大、中、細價股雞犬皆升，大市持續上揚並屢創新高。目前港股升勢全面，且突破2008年金融海嘯後高位，亦有牛三味道。

不過，現時仍未出現全民皆股情況，新股上市潮更未湧現，最重要是港股在近日急升後，市盈率亦只

表三：現況與2007年大牛市比較

	現況	2007年
推升動力	批准內地新公募基金透過「港股通」投資港股。	憧憬「港股直通車」。
主要資金	內地及本地。	外國及本地。
成交金額	過去兩週日均成交逾1,850億元。	日均成交逾千億元。
指數升幅	過去兩週累升2,786點。	兩個半月累升12,572點。
估值	恒指市盈率11.2倍。	恒指市盈率由2007年7月17.7倍，升至2007年10月24.3倍。

資料來源：本刊資料室

溫故知新

國家外匯管理局

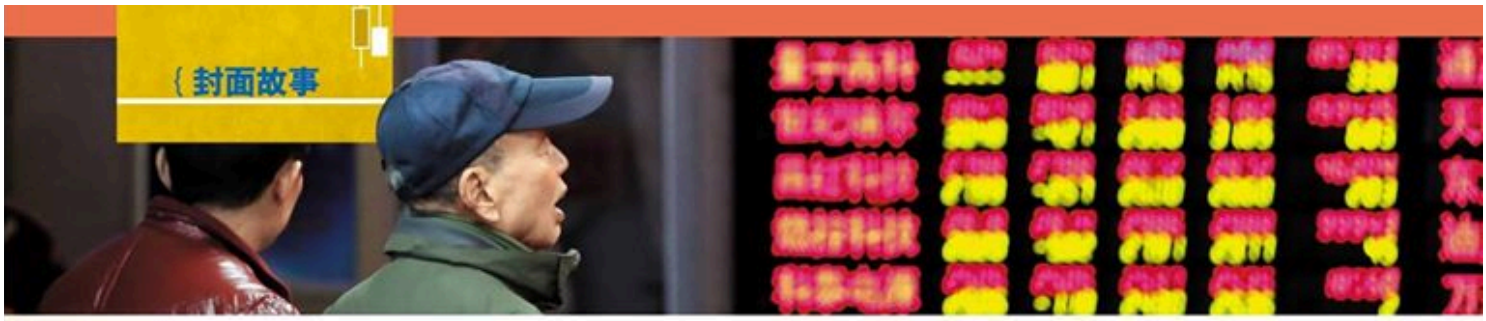
是國務院部委，由人民銀行管理，行政級別為副部級，其職能包括處理外匯管理體制改革和防範國際收支風險，促進國際收支平衡。

該局職能另包括研究逐步推出人民幣資本項目可兌換、培育和發展外匯市場的政策措施，向人行提供制訂人民幣匯率政策的建議等事宜。

按鍵可進入資料庫，發掘更多溫故知新。

網民分享》》《經濟一週》討論區 Brain Chow：大牛市不要迷茫，唔想出出入入就揸到2017啦！如揸港交所這類好股。

欲免費下載試閱版，請即登陸：
App Store Google play



有約11倍（見表四），估值未進入亢奮階段。

總括而言，港股牛三訊號未完全亮起，現時最多只處牛三初期，升勢還是好戲在後頭。

「要每日升1,000點當然是沒有可能，但若類似去年A股的升勢，港股今年要升破歷史高位31,958點亦不為奇，起碼升多半年。」祝振駒說。

祝振駒看好港股後市，認為最近中央有關股市的政策，目的是「排洪」，明顯地想引導內地資金南下買港股。

一來港股估值便宜，令內地人可透過港股產生財富效應，刺激內地經濟；二來又可令A股泡沫降溫。

以上海證券綜合指數為例，繼去年全年累升52.9%後，今年升勢持續，本週突破4,000點，年初至今累升25%。

深證成分指數去年初至今亦上漲72.5%，尤其是深圳創業板指數，去年初至今更爆升95.7%，令A股泡沫升溫。

H股勢跑贏A股

A股經歷去年至今急升後，上海A股平均市盈率升至目前約20倍；相比下港股市盈率仍只有約11倍。

祝振駒預期A股的升勢將要「唎一唎」，將由港股接力再上，相信未來兩至三個月港股或國企股表現，將會跑贏A股。

特別是兩地上市，H股股價較其A股出現大折讓的股份，祝振駒建議可多加留意。

祝振駒解釋，中央鼓勵更多內地公募基金直接投資港股，此等機構投資者會較注重股份估值。在同股同權下，H股股價出現大折讓時，內地的基金經理可能會沽出其持有的A股，換馬至相對抵買的H股。

雖然整體H股過去兩星期已急升，AH股差價逐步收窄，但恒生AH股溢價指數目前仍高達123.35點，代表整體A股較H股股價呈逾兩成溢價。

其中山東墨龍（00568）輕及浙江世寶（01057）輕H股較A股股價折讓均逾五成。

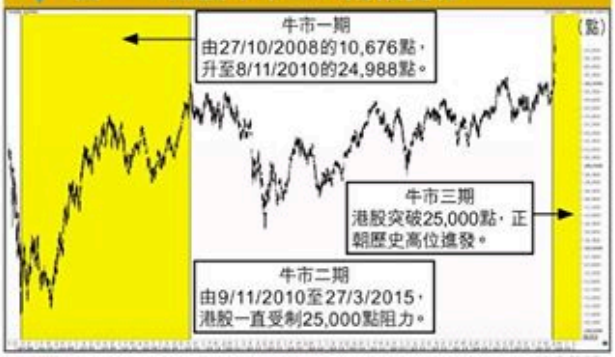
北水南下效應剛剛展開，港股正擺脱為時逾四年的牛市二期，邁向牛三爆升期（見圖一）。

市場預期內地資金將追捧他們最熟悉，並在港上市的中資股，可預期今年將會是中資股天下。

除留意AH股差價折讓外，若從板塊選股，有哪些中資板塊將領導群雄？

下文「網民熱話」先探討近日港股「破關」後，網民熱捧哪些中資股。接力將由祝振駒全面剖析當炒中資板塊的投資價值，以部署牛三攻略。

圖一：港股牛市三大階段變化



湯森路透

表四：牛三訊號

訊號	火熱程度
(1) 日均成交逾千億元，是淡市時成交低位十倍；	▲▲▲
(2) 雞犬皆升，指數屢創新高；	▲▲
(3) 市盈率由逾10倍升至逾20倍；	▲
(4) 全民皆股，股市消息滿天飛；	▲
(5) 新股潮湧現，抽新股必賺。	▲

備註：▲▲▲最高　　資料來源：本刊資料室

網民分享》》股海雲圖Fred Tak Chi Law：個市日日咁，想返工前剪個髮都唔得。

欲免費下載試閱版，請即登陸：
App Store　Google play

中資股新形勢解碼

港股成交激增，具有概念的中資股更成為市場焦點。面對港股大時代來臨，應如何部署中資股策略？

基建股 多重概念有排炒

在芸芸中資股中，祝振駒最看好基建股，一來受惠於亞洲基礎設施投資銀行（亞投行）及「一帶一路」概念。

二來不少兩地上市的基建股，其H股股價仍較A股有較大折讓，相信會繼續獲資金追捧。

事實上，在內地主導成立亞投行下，祝振駒認為內地可藉此主宰亞洲區的基建，除提供融資外，亦可讓更多內地基建公司參與亞投行的海外基建項目。

H股具大折讓優勢

原因是內地多年來靠投資基建刺激經濟，至今基建投資已屆成熟期，必須要為基建企業尋找新出路，「走出去」正是大勢所趨。

就是在加快「走出去」憧憬下，不少在港上市的基建股，最近兩星期股價都爆升。不過，股價仍較其A股呈現大折讓。

就以近期熱炒的中國中鐵（00390）報、中國鐵建（01186）報及中國交通建設（01800）報為例，本週股價再升14.4%至20.9%，但其H股均較A股折讓逾三成（見表六），令此等基建股兼享差價大折讓概念。

目前內地的政策是鼓勵資金南下買港股，祝振駒指出，在同股同權下，H股股價明顯較A股便宜的股份，值博率相對較高，會吸引內地資金追捧。

祝振駒透露最近已追入中國中鐵及中鐵建，並會以A股的估值作為參考，預期H股走勢會繼續跑贏A股，直到H股只較A股折讓約一至兩成的較合理水平為止。

此外，祝振駒認為一些沒有在內地上市的中資股，只要其業務具有發展潛力，兼獲內地人熟悉；加上估值較同業為低者，亦被視為內地資金追捧對象。

此類股份在基建股中同樣找到，就是近日祝振駒持有的中國機械工程（01829）報。

於2012年12月在港上市的中國機械工程，由中國機械設備進出口總公司改制而成，以工程承包為核心業務，主要承接電廠工程項目，屬H股。

祝振駒認為此基建股同時具有「一帶一路」及亞投行概念，更重要是其估值相對便宜，2015年預測市盈率僅約11倍，較中國中鐵、中鐵建及中交建約12至14.5倍為低。

表六：AH基建股本週股價表現

股份名稱 報	H股股價本週變幅（%）	A股股價本週變幅（%）	H股較A股折讓（%）
中國北車（06199）	49.2	29.7	44.3
中國南車（01766）	51.9	31.1	44.1
中國中鐵（00390）	14.4	0.6	37.0
中國交通建設（01800）	20.9	7.6	36.3
中國鐵建（01186）	16.5	-0.3	33.9

資料來源：道森路透、本刊資料室

網民分享》《經濟一週》討論區 Lau Norman：AH折讓股升到你唔信，太恐怖。

欲免費下載試閱版，請即登陸：App Store Google play

內險股 坐上A股順風車

股市向好，證券股固然正面受惠，但股價波動性亦較大。祝振駒認為若看好A股長線上升，內險股更可取，因其投資收益勢將上升之餘，亦可坐享保費收益與日俱增的商機。

祝振駒指出，內險股3月公布的去年業績好壞不一；在評估有關業績後，他目前看好中國平安（02318）報及持有中國太保A股（601601）。

據祝振駒分析，平保去年綜合金融的整體戰略全面升級；保險、銀行及投資三大核心業務增長強勁；互聯網金融業務用戶規模達1.37億戶。

平保準確捕捉A股升浪

值得注意的是，平保去年總資產規模突破40,000億元人民幣，過去八年勁升近八倍（見圖二），規模效應相當突出。

平保2014年盈利按年增長39.5%至392.8億元人民幣。

至於投資界用以評估保險股的另一重要指標內涵價值（Embedded Value，EV），就平保而言，2014年底達4,588億元人民幣，同比增長38.2%，創2007年以來最大升幅，表現十分理想。

平保旗下保險業務可投資資金去年底資產規模達14,700億元人民幣，其中權益類投資佔比達14.1%，相信當中大部分投資於A股，為2008年以來最高水平（見圖三）。

可見平保資產配置得宜，準確捕捉內地A股去年至今的升浪。

今年以來，內地A股持續向好；加上平保亦進一步增加權益類投資佔比，故其投資收益料繼續理想，支持股價再下一城。

至於太保，其去年盈利按年增長19.3%至110.5億元人民幣；期內EV僅增長18.6%至1,712.9億元人民幣，兩者按年增幅均較平保遜色。

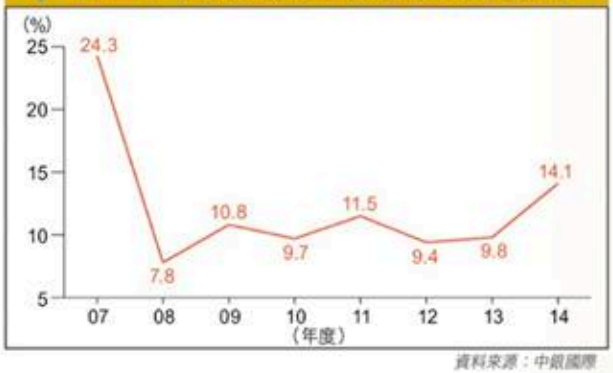
另外，太保2014年保險資金淨投資回報收益率達5.3%，表現與平保相若。

惟祝振駒認為，太保業務規模較平保細，增長速度亦有機會較平保快，故亦值得作為出擊之選。

圖二：平保總資產06年度至今升近八倍

資料來源：中銀國際

圖三：平保保險權益類投資比重變化



資料來源：中銀國際

網民分享》 雪球討論區資深保險人丘斌斌：A股處於牛市途中，隨著權益類配置增加，內險股業績增長空間巨大。

欲免費下載試閱版，請即登陸：
App Store
Google play

內銀股 壞賬回落盈利升

中資金融股中，除內險及券商股受惠A股狂牛外，祝振駒認為內銀股亦具有呆壞賬下滑，以及盈利增長回升的憧憬。

即使普遍內銀股已削減派息比率，但整體派息率依然相對吸引，有一定投資價值。

在港上市13隻內銀股去年業績所見，除重慶銀行(01963)報、徽商銀行(03698)報、重慶農村商業銀行(03618)報及哈爾濱銀行(06138)報獲得按年雙位數字盈利增長外，其餘九隻盈利增幅僅單位數字。

更重要的是，內銀股不良貸款比率同告上升之餘，不少更削減派息比率，中信銀行(00998)報甚至不派息，令市場擔心內銀股的高息股地位動搖。

不過，祝振駒對內銀股的睇法不如市場般悲觀，因為預期市場最憂慮的壞賬問題，有機會獲舒緩。

原因是財政部最近出台的《地方政府一般債券發行管理暫行辦法》，除要求各地積極擴大一般債券投資者範圍外，更鼓勵社保基金、住房公積金及企業年金等機構投資者投資地方政府發行的一般債券。

中行股價跑贏同儕

祝振駒表示，很多原本到期償還的貸款，現在可透過地方政府以發債方式，以新債冚舊債，意味不少有機會變成壞賬的不良貸款，不用銀行承擔，令銀行的壞賬比率因而下降。

與此同時，中央正積極放鬆銀根，致力刺激經濟增長。尤其是在實施「一帶一路」戰略下，預期新基建項目投資，將推動銀行貸款需求。

祝振駒預期在貸款增長上揚下，內銀股盈利自然水漲船高。

雖然整體內銀股削減派息，但其2015年預測股息率普遍仍達5厘以上(見表七)。

內銀板塊中向來以四大內銀股最受追捧，祝振駒表示中國銀行(03988)報今年股價走勢相比同業穩定，並呈穩步上揚之勢，原因是其去年業績較優勝。

中行去年盈利1,695.95億人民幣，按年增長8.1%，增幅是四大內銀股之冠。

而中行不良貸款比率僅1.18%，僅次於工商銀行(01398)報(見表八)，令其股價年初至今累升14.9%，較工行、建設銀行(00939)報及農業銀行(01288)報同期升5.1%至11.5%為多。

此外，中行亦擁有AH股差價概念，其H股現價較A股折讓約14%，反映中行H股相對抵買。

表七：部分高息內銀股預測股息率

股份名稱 報	2015年預測股息率(厘)
農業銀行(01288)	6.1
建設銀行(00939)	5.8
工商銀行(01398)	5.4
中國銀行(03988)	5.2
中國光大銀行(06818)	5.1

資料來源：滙森路透

表八：四大內銀股去年業績比較

股份名稱 報	盈利按年增長(%)	派息比率(%)	不良貸款比率(%)
建設銀行(00939)	6.1	33.1 最多	1.19
農業銀行(01288)	7.9	33.1 最多	1.54
工商銀行(01398)	5.0	32.7	1.13 最少
中國銀行(03988)	8.1 最多	31.1	1.18

資料來源：業績報告

網民分享》 香港討論區jill：中行去年每股派息減少0.006元人民幣，即每手派息減少8元咁大把！

欲免費下載試閱版，請即登陸：App Store Google play

內房股
中央鬆綁買龍頭

祝振駒指出，內房股去年業績較參差，故要在該板塊審慎選股。

他較喜歡業績理想的龍頭股，中國海外(00688)報是首選。

中海外去年盈利按年上升20.1%至276.8億元，祝振駒認為業績符合市場預期，而且集團過去13年盈利持續增長(見圖四)。

在業績報告中，中海外主席赫建民提到，在過去13年，集團實現盈利複合年增長率達39.9%。

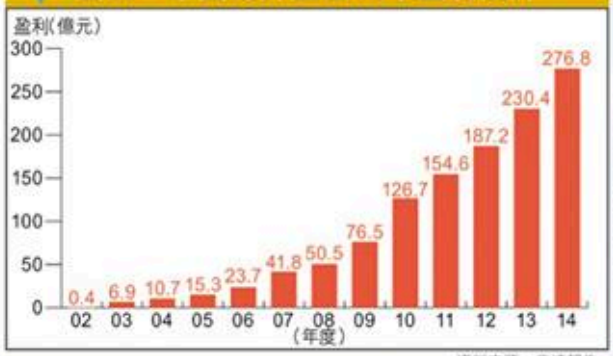
過去五年，儘管受持續的宏觀調控政策影響，中海外亦能化解風險持續發展，超額完成既定的經營目標，期內盈利複合年增長率仍達29.3%。

此外，內地近日連番推出支持樓市措施，包括第二套房貸款首期比例下降和二手房營業稅五年改兩年，均有利住房消費需求釋放，尤其是有利「細屋換大屋」的改善性需求。

影響所及，根據中銀國際統計，內地17個主要城市於3月23日至29日內的成交量環比上升18.8%至366.3萬平方米。

祝振駒分析，內地很多人有能力買樓，過去一段時間市況疲弱，便暫緩購買決定。

圖四：中國海外過去13年盈利穩升



資料來源：業績報告

但隨著政府近日連番出招撐樓市，準置業者已按捺不住入市，故內房股第二季銷售表現值得期待。

母公司注資迎復甦

事實上，中海外亦為內地樓市復甦的賺錢機會做好準備。

集團3月宣布以428億元收購母公司中建股份旗下物業資產，今年售樓目標為1,680億元，較去年售樓收入1,408億元按年增長19.3%。

祝振駒認為，是次中海外獲母公司注資，令前者未來盈利增長更具保證。

估值方面，根據湯森路透數據，中海外現價相等於預測市賬率1.4倍，較過去15年的中位數1.6倍為低；若該股估值回歸中位數水平，股價潛在升幅約一成。

另外，中海外將於4月22日公布首季財務數據，若數據理想，可望成為股價上升的催化劑。

網民分享》 香港討論區 mowo：688係好嘢，每逢股價調整，都係入貨好時機。

欲免費下載試閱版，請即登陸：
App Store
Google play

科網股 重盈利長線受捧

復活節長假期前後，科網股「復活」，除龍頭騰訊控股(00700)報股價屢創新高外，就連2014年股價尋底的金山軟件、金蝶及網龍(00777)報等亦爆升，其中網龍股價本週更創新高。

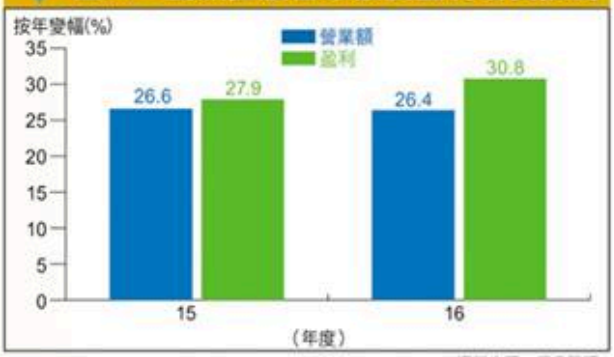
對於科網股翻炒，祝振駒解釋是由於去年第四季開始，科網股出現拋售潮，但可能拋得太多，業績公布前後市場開始撈底，冚倉盤湧現帶動整體科網股大反彈。

短線而言，股價較其歷史高位仍有一段距離的科網股，炒風未完，但中、長線來說，祝振駒發現市場對科網股的玩法開始有變，不是單純看營業額增長，更看重盈利表現。

圖五：部分中資科網股去年業績

資料來源：業績報告

圖六：騰訊控股營業額及盈利增長預測



資料來源：湯森路透

祝振駒指出，兩年前，市場想尋找另一隻亞馬遜(Amazon)，認為只要營業額增長快，霸佔更多市場分額，日後自會產生盈利。

然而，過去半年市場看法不同，即使營業額繼續增長，但一直賺不到錢的科網股，亦開始被投資者離棄。

只有具盈利增長保證的股份，才可獲市場長線持有，其中騰訊正是吸納目標。

騰訊賺錢有保證

事實上，不少中資科網股，尤其是在美國上市的股份，盈利表現一直未如理想。

如去年中在美國上市的京東(jd.com)，去年全年營業額高達1,150億元人民幣，惟盈利僅3.63億元人民幣，利潤率低至0.32%。

而在港上市的金山軟件，去年營業額雖然按年上升54%，但盈利同比只增長15%。

若以營業額及盈利均有高增長為前提，騰訊是當中表表者。因為去年全年騰訊營業額按年增長31%，盈利卻急升54%(見圖五)。

更重要的是，市場繼續看好騰訊未來盈利增長潛力，相信旗下微信可成為集團新搖錢樹。

祝振駒認為，騰訊優勢在於其電子支付概念，市場睇好微信日後可進行電子支付；加上集團擁有最好的遊戲，令其盈利增長有保證。

自騰訊公布去年業績後，不少券商都上調其盈利預測。據湯森路透綜合市場分析，騰訊今、明兩年預測盈利增長，按年分別達27.9%及30.8%，均高於營業額增長(見圖六)。

這意味騰訊增長的故事未完，繼續為科網板塊中、長線持有的必然之選。

網民分享》 香港討論區AYA天：700幾時到200元？可能呢個牛市去到250元。

欲免費下載試閱版，請即登陸：
App Store
Google play