



# 2018 年下半年宏觀事件分析及港股投資展望 26/7/2018

## 前言

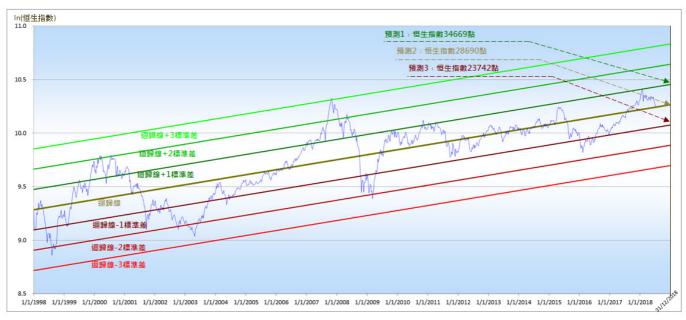
踏入 2018 年後,港股走勢明顯較去年波動。年初在內銀股及騰訊(700.HK)等重磅股帶動下,恒指由去年底約 29900 點飆升至近 33500 點水平,創下歷史新高。惟好景不常,美國加息預期二月時突然升溫,十年期國債孳息率逐步接近 3 厘關口,將美股以至港股震散,恒指由高位急墜逾四千點,跌至近 29100 點水平。其後,中美出現貿易爭拗,經歷多輪談判,雙方貿易關係依然乍暖還寒,再加上歐洲政局混亂,恒指 3 月至 6 月中期間大致於 29500 點至 32000 點區間內上落,呈現「有波幅,無升幅」的格局。直至 6 月 15 日,美國宣布正式向中國加徵關稅,中美貿易戰一觸即發,恒指隨即失守橫行多月的區間底部。截至 6 月 29日,恒指較去年底下挫約 964 點或 3.2%。

2018年上半年過去,本報告將會回顧我們於年初時於《2018年宏觀因素及港股投資展望》報告內所推介的板塊表現;此外,本報告亦會探討一些可能左右港股下半年走勢的事件、預測恒指下半年的走勢,並提供我們下半年看好的板塊作參考。



#### 恒指預測

# 圖1:經自然對數化後的恒生指數周線圖

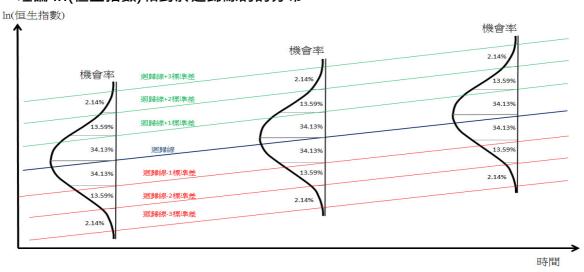


資料來源: 致富集團研究部

圖1主要承接我們於今年一月份刊載的《2018年宏觀因素及港股投資展望》(下稱「年初報告」)中「恒指預測」部份,進一步更新今年上半年恒生指數每周收市點數,揣測今年下半年後市走勢。圖中我們將恒生指數在1997年7月1日至2018年7月6日間1,097個星期的收市點數化成自然對數(Nature logarithm,下稱「In(恒生指數)」)。例如,恒生指數收於30000點,In(恒生指數)為10.31。對數化的目的是為令Y軸每一條格線的距離可反映一個固定的回報率,而非固定的點數升跌幅。In(恒生指數)(Y軸)每升0.1點,意味恒指上升e<sup>0.1</sup>—1=10.52%。將In(恒生指數)畫成圖中的迴歸線,然後計算該期間內In(恒生指數)的標準差(約0.1897),按迴歸線加上或減去特定數量的標準差的距離,分別劃成六條距離相同的參考線。回首今年上半年,In(恒生指數)大部份時間處於迴歸線之上。今年初指數維持去年上升勢頭,持續攀升,惟嘗試上攻「迴歸線+1個標準差」的參考線不果,於2月初急速回落,隨後形成橫行格局。可是,六月中美貿易磨擦再度惡化,加上人民銀行降準,人民幣貶值,衝擊香港股市,In(恒生指數)跌至近「迴歸線」附近,但仍然處於該線之上。



# 圖 2:理論 In(恒生指數)相對於迴歸線的的分布



資料來源:致富集團研究部

在年初報告中提到,過往 In(恒生指數)與反映長線走勢的「迴歸線」之間的距離呈現出正態分布(Normal Distribution)。情況如**圖 2** 所示,距離越遠,發生的機會越少。而**表 1** 統計了1997年7月1日至2018年7月6日間1,097個星期 In(恒生指數)處於各區域的次數:

表 1: ln(恒生指數)的分布

區間	恒生指數於一周收市時, Ln(恒生指數)停留於該區間的發生次數	概率
In(恒生指數) ≧ 迴歸線 + 3 個標準差	2	0.2%
迴歸線 + 3 個標準差 ≥ In(恒生指數) > 迴歸線 + 2 個標準差	29	2.6%
迴歸線 + 2 個標準差 ≥ In(恒生指數) > 迴歸線 + 1 個標準差	131	11.9%
迴歸線 +1個標準差 ≥ In(恒生指數) > 迴歸線	378	34.5%
迴歸線 ≧ In(恒生指數) > 迴歸線 - 1 個標準差	390	35.6%
迴歸線 - 1 個標準差 ≧ In(恒生指數) > 迴歸線 - 2 個標準差	140	12.8%
迴歸線 - 2 個標準差 ≧ In(恒生指數) > 迴歸線 - 3 個標準差	27	2.5%
In(恒生指數) > 迴歸線 - 3 個標準差	0	0.0%

資料來源:致富集團研究部

表 1 反映在觀察期內, In(恒生指數)與迴歸線之間的距離仍非常接近正態分布。

回望今年上半年,儘管環球市場面對多次考驗,包括中美貿易摩擦、美國加息步伐存疑、新





興市場貨幣貶值風暴、疑歐派勢力冒起、人民幣貶值等,屢次打擊本地以至全球股票市場交投氣氛。但如**圖1**所示,In(恒生指數)仍屹立於迴歸線之上,市場的韌度已算是不弱。可是,恒生指數自1月歷史新高至今,已錄得逾5千點的跌幅,不少投資者面對損失,套牢一定數量的投機資金,難免削弱後市上升的動力。加上,上半年大部份困擾著大市的問題至今仍未明朗,尤其中美貿易糾紛、人民幣滙率穩定性等,有可能繼續影響下半年大市交投氣氛。可是,投資者在後市的部署上不宜過分悲觀,相比以往經歷過較為刻骨銘心的股災,現時市場資金流動仍然正常有序,未有出現嚴重資金鏈斷裂、系統性危機、大幅度的信貸違約等問題,以迫使市場參與者強制性地沽售股份的亂局。況且,大部份指數成份股的基本面其實不遜,相信該等股份的價格不應過份低於其價值,下跌的空間有限。現時資金似乎仍處於觀望狀態,預期若下半年那些壓抑著大市升勢的問題被化解,該等資金有望重新流入股票市場,為後市帶來報復式的升幅。

預期今年下半年,In(恒生指數)將沿著「迴歸線」波動。如能死守「迴歸線」至今年底,預期恒生指數將達到 28690 點(預測 2)。可是,如表 1 所示,In(恒生指數)處於「迴歸線」至「迴歸線 - 1 個標準差」之間的可能性偏高,因此,仍要注意 In(恒生指數)失足滑入該區間的風險,甚至有可能於年底時跌至「迴歸線 - 1 個標準差」,屆時恒生指數為 23742 點(預測 3)。因此,現階段可先考慮高防守性的部署,即是選擇一些抗週期、與中美貿易關係程度低、或有理想的數據支持的行業。待恒生指數重拾穩固的上升動力,In(恒生指數)並明顯能夠處於「迴歸線」之上,才重新考慮轉為較為進取的態度,以「迴歸線 + 1 個標準差」為目標(即恒生指數約 34669 點)。靜觀其變,蓄勢待發。

### 補充:

- 1) 股票市場走勢一般能夠反映經濟發展狀況。而**圖 1** 中迴歸線的斜率約為 0.0008948,按此計算,意味恒生指數今年全年將錄得 4.76%增幅(e<sup>0.0008948x 52</sup> 1),與政府統計處公布的今年首季經年化後本地生產總值(GDP)按年增長率 4.7%非常接近,因此**圖 1** 中迴歸的斜度仍具一定的合理性。未來如恒生指數的成分股完全依賴內地的經濟,而國家經濟未來又可維持現時逾 6.5%的年增長率,股票市場又能維持反映未來經濟增長的特性,將來我們再度製作同樣的分析時,**圖 1** 中迴歸的斜率有可能會更高;
- 2) 上述立論高度依賴過去 1,097 個標本的波動規律·若未來 In(恒生指數)不再呈現正態分布,或出現嚴重的偏態性(skewness),我們或需再度審視新一套恒生指數的波動法則。





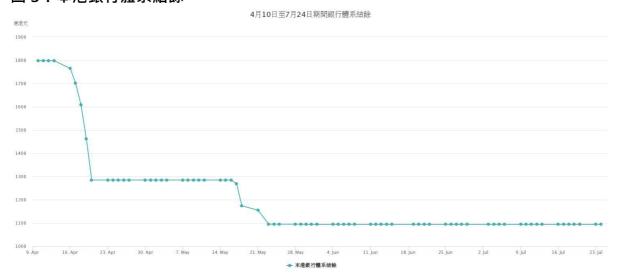
# 宏觀事件

## 港息何時加?

美國已進入加息周期一段時間,本港銀行上調息率亦勢在必行。本文將透過不同的指標剖析本港銀行加息時間,以至本港息口上升對樓市及股市之影響。

2008 年金融海嘯後,美聯儲透過量化寬鬆重振經濟,當中不少資金流入港元體系,令本港銀行體系結餘高企。自2015 年底開始,美國逐步收緊貨幣政策,截至今年3月已六度上調聯邦基金利率,香港銀行同業拆息(HIBOR)則因本港資金充裕而一直未有跟隨上升,導致港美息差不斷拉闊。彭博數據顯示,美元1個月拆息(LIBOR)與港元1個月拆息的差距於今年4月初擴大至逾1厘。在港美息差持續擴闊下,套息交易漸趨活躍,資金離開港元體系,引致港滙轉弱至觸及7.85的弱方兌換保證。4月12日至4月19日期間,金管局一共13次買入總值513億港元,以維持港滙於弱方兌換保證之上。隨著金管局連翻入市接港元,本港銀行體系結餘不斷縮減,由首度入市前約有1,800億元下降至少於1,300億元(見圖3)。其後,港滙於5月中再度觸及弱方兌換保證,截至7月24日,本港銀行體系結餘減少至不足1,100億元(見圖3)。

### 圖 3:本港銀行體系結餘



資料來源:金管局及致富集團研究部





香港何時才會跟隨美國加息?討論這個問題之前,我們需先釐清「加息」所指的是哪個息率。事實上,金管局一直有因應美國調高聯邦基金利率而上調本港的基本利率(貼現窗基本利率)。但一般而言,市場較關注的是最優惠利率(Prime rate)、亦即銀行放貸時所參考的利率。然而,基本利率上升並不代表本港銀行的最優惠利率會即時提高,因為貸款息率會受銀行體系內的資金情況等因素影響。以滙豐銀行為例,其最優惠利率自美聯儲於 2015 年開始加息後,至今仍一直維持於 5 厘水平。由此可見,在資金充裕的狀況下,基本利率對於最優惠利率或銀行同業拆息的傳導性相當有限。

参考香港上一次於 2005 年的加息周期,當時滙豐銀行的最優惠利率與現時一樣維持於 5 厘的水平,直至 HIBOR 上升至約 2.5 厘水平,即兩者之間的息差收窄至約 2.5 厘時,最優惠利率才開始向上調升。儘管近期港元拆息在資金流出港元體系等因素影響下抽高,1 個月拆息於 6 月 25 日上升至約 2.13 厘水平,惟與最優惠利率的息差仍高於 2.5 厘。但當美聯儲進一步上調聯邦基金利率(今年或再加息 1 至 2 次),港美息差將會隨之擴闊,引發更多資金流出港元體系,繼而推升港元拆息。當銀行資金成本上升,銀行便有需要調高最優惠利率。除了港元拆息外,本港銀行體系結餘對於何時加息亦有參考價值。2005 年最優惠利率開始上升前,本港銀行體系結餘只有不足 100 億元,而現時則仍有約 1,100 億元。總括上述因素,我們預料本港銀行有機會於今年第四季調高最優惠利率。

銀行最優惠利率上升難免對樓市造成負面影響。當最優惠利率上升,以最優惠利率為基準的按揭計劃(P按)下的供款利息將會增加,而以香港銀行同業拆息為基準的按揭計劃(H按)的封頂利率亦會提高,令樓價出現調整壓力(假設按揭還款期為 30 年,按揭利率每上升 1 厘,每一百萬元按揭的每月供款便會增加約 500 元)。股市方面,在加息周期下,企業的融資成本將會增加,或會令企業發展有所減慢。同時,在市場資金收緊的情況下,流入股市的資金亦有機會減少,影響股市走勢。當中,本地地產股及房託股或會首當其衝受拖累。





## A 股入摩

6月1日 · 234 隻內地 A 股正式被納入 MSCI 新興市場指數 · 即所謂「A 股入摩」 · 過程將分兩階段進行 · A 股於 MSCI 新興市場指數的初始納入比例為 2.5% · 佔指數比重 0.73% ; 其後於 9月 3日 · A 股的納入比例將提高到 5.0% ·

南韓及台灣分別於 1992 年及 1996 年被納入 MSCI 新興市場指數,可以作為內地被納入該指數的參考(當然要注意環球當前的經濟、政治、資金及股市估值等因素亦與以往不同)。

南韓股市於 1992 年以 20%權重被納入 MSCI 新興市場指數,容許外國投資者直接投資證券市場,把單一外資持股上限設定為 3%,所有外資持股上限設定為 10%,1992 年至 1995年期間,南韓綜合股價指數(KOSPI)升幅近四成半。

1997 年金融危機後,南韓政府為鼓勵外資進入,把單一外資持股上限及所有外資持股上限逐步上調,而最終 MSCI 亦將韓國股市權重上調至 100%,令國際資金流向韓國股市, KOSPI展開長期升勢,由 1996 年底至今年 6 月底,升幅逾兩倍半。

於 1996 年 9 月·MSCI 新興市場指數納入台灣股指 50%權重·加上台灣證券市場對外開放·台灣加權指數於被納入 MSCI 新興市場指數後的 12 個月升幅達五成·而往後 20 年·外資在台股持股比重不斷增加。隨著權重比例增加·外資持股比例到 2000 年底徹底開放·QFII 投資額度上升·台灣股市形成長期上升趨勢(除了 2008 年無可避免因環球金融海嘯而下跌)。

回看內地 A 股 · 短期來看 · 有大行估算 · 今年 A 股被納入 MSCI 新興市場指數所帶來的資金流入規模將介乎 150 億美元至 200 億美元之間 · 此或提振市場情緒 。

據 MSCI 估計,全球大約有 1.5 萬億美元的投資以 MSCI 新興市場指數作基準,故中長期來看,若內地進一步放鬆資本市場的監管,包括容許境外投資者有更多機會投資於 A 股、改善停牌制度、以及放鬆指數相關投資產品的製造等,此後 A 股的納入比例很大機會得以提高。MSCI 新興市場指數加入 A 股,料會刺激大量境外長線資金逐步流入內地市場。

境外長線資金逐步流入內地市場,將改善 A 股投資者結構,機構投資者或成主流,促進 A





股市場形成注重長期投資及價值投資的風氣,令 A 股市場更健康發展。在投資者的結構轉變下,做實業的績優股份,特別是行業龍頭股,強者恒強的局面很大可能持續,表現長遠可看高一線。當中,金融、科技及消費板塊的行業龍頭發展潛力大,料將是外資未來流入的主要標的。

然而,雖然境外長線資金將逐步流入內地市場,但 A 股未來仍具挑戰。A 股與國際市場比較, 估值偏高,而普遍 A 股相對相關 H 股仍有不少溢價。隨着納入權重進一步上升,中國市場 的全球化或會把整體 A 股的估值降至全球水平。因此,投資者不宜選擇 A 股對 H 股有過高 溢價的 A 股股份。





### 內險板塊

## 中國保監會 134 號文概覽及剖析

中國保監會於去年 5 月 23 日發布名為《中國保監會關於規範人身保險公司產品開發設計行為的通知》,簡稱 134 號文。該通知被市場普遍認為是近兩年來對保險業影響最大、關注度最高的一份監管文件。而事實上,該通知對多家內地壽險公司今年一季度的首年保費收入均造成嚴重的負面影響。

簡單而言,134號文是保監會(現在的銀保監)一直以來倡導的保險姓保的落實文件,整體思路是要求保險公司削弱產品的理財特性,加強產品的保障特性。134號文仔細規範保險公司產品開發設計行為,對壽險公司產品開發有直接影響。其中對產品設計最重要的兩條要求為(一)兩全保險產品、年金保險產品,首次生存保險金給付應在保單生效滿5年之後,且每年給付或部分領取比例不得超過已交保險費的20%;(二)保險公司不得以附加險形式設計萬能型保險產品或投資連結型保險產品。於2017年10月1日後,違反134號文的保險產品就不能再在市面上出售了。

在國內,由於大部分市民仍然視保險產品為資產升值的理財產品,並未太接受保險產品只有保障功能。因此普遍市面上熱銷的保險產品都是以理財特性為重、保障特性為輕。以上述(一)的要求為例,134號文之前,主要熱賣的兩全或年金產品都是快速返還型產品,意即保單生效後的首年就開始返還生存金,但是現在的保險產品則必須在交滿5年以後才可以返還生存金。基本上這一條例已廢掉市面上大部分的兩全、年金產品。

此外·134 號文之前的兩存或年金險,通常會附加一個萬能賬戶,返還的生存金或分紅會進入這個萬能賬戶理財增值。然而上述(二)的要求就一下子令此類產品永不超生了。

我們以中國平安 2017 年銷售居首的"贏越人生年金保險"為例。若以中國平安於其官網的例子所示,該款年金合同生效後首年,投保人即可領取約為首期保費的 35%,並且合同附加了一個萬能賬戶,特別生存金、生存金及保單紅利均可投入該萬能賬戶,再次生息。在 134號文生效後,中國平安這款於 2017 年佔了其總保費收入約一成的拳頭產品基本上可以永久下架。可想而知,134號文對保險公司的保費收入有多大殺傷力。





每年第一季是國內壽險公司的"開門紅"季節,首季的保費收入在全年各季度中佔比最高,也是保儉公司最看重的一季。然而今年情況卻異常慘淡,各大保險公司的首年保費收入都出現不同程度的按年下跌,主因就是 134 號文令到過往熱銷的保險產品停賣所致。

表 2:2018 年第一季各家保險公司的營運表現

	中國平安	中國人壽	新華保險	中國太保
毛保費收入按年變動	24.9%	-1.1%	5.9%	20.5%
首年保費收入按年變動	-16.6%	-35.3%	-49.1%	-28.2%

我們認為今次 134 號文對國內保險業的影響深遠,並不只是短期的負面效應,而是一個比較長期的結構性轉變。保監會倡導的保險姓保原則,短期而言,對國內保險公司的保費收入會有較大負面影響。但是長期而言卻有助於壽險市場的健康發展,有助培育客戶的保障理念,對保險公司的價值創造將由普遍依重利差轉向死差、費差及退保差。





### 燃氣板塊

在《2018年宏觀因素及港股投資展望》報告中,我們提及過燃氣板塊是其中一個我們 2018年看好的板塊。回顧上半年,中國燃氣(384.HK)及新奧能源(2688.HK)等多隻燃氣股均錄得不俗升幅,表現跑贏大市(見附錄 4)。展望下半年,我們仍然看好燃氣板塊的表現。

內地近年一直受霧霾問題困擾。為了改善空氣污染問題,政府鼓勵採用更多清潔能源如天然氣。中國能源局今年三月發布《2018 能源工作指導意見》,文件提到天然氣佔能源消費總量的比重將由 2017 年的 6.8%提高至 2018 年的 7.5%(見**個 4**)。此外,《天然氣發展「十三五」規劃》亦指出,到 2020 年,天然氣佔一次能源消費比例預期會達到 8.3%至 10%。供應方面,內地天然氣產量預期將由 2017 年的 1,474 億立方米增長至今年的 1,600 億立方米。從上述數字可見,天然氣的使用量將持續增加,天然氣分銷商可望受惠。

今年6月底中國燃氣公布截至今年3月底止全年度業績,在天然氣行業受到國策支持下,期內集團天然氣售氣總量增長52.6%至186.59億立方米,純利亦按年增長47.0%至60.95億港元,業績理想。集團管理層更預期2019財年至2021財年,售氣量將每年增長25%。另外,國統局早前公布今年1月至5月全國規模以上工業企業利潤數據,當中燃氣生產和供應業今年首五個月的利潤總額為262.4億元人民幣,按年增長23.4%,增速高於全國規模以上工業企業的16.5%。由此可見,天然氣行業今年以來的經營環境相當不俗,我們預期行業下半年表現仍可看俏。

圖 4:天然氣佔能源消費總量比重



資料來源:Wind 資訊及致富集團研究部



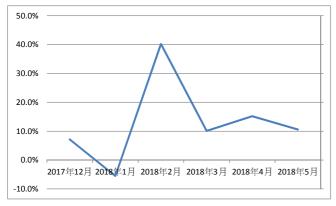


## 本地零售板塊

# 香港零售銷售持續向好

從去年 3 月開始,內地訪港旅客人次回復上升,去年全年錄得 3.9%升幅。今年頭三個月內地訪港旅客人次更按年升 12.6%,復甦趨勢持續,有望帶動香港零售業繼續向好。另外,據政府統計處資料,香港 5 月零售業總銷貨價值的臨時估計按年升 12.9%至 405 億元。政府發言人稱,受惠於樂觀的本地消費情緒及訪港旅客人次明顯上升,零售業銷售在 5 月份繼續錄得雙位數的按年增長,預料零售業銷售業務的短期前景應維持正面。

圖 5:內地訪港旅客人次按年變幅



資料來源:香港旅遊發展局及致富集團研究部

圖 6: 零售業總銷貨價值按年變幅



資料來源:香港政府統計處及致富集團研究部

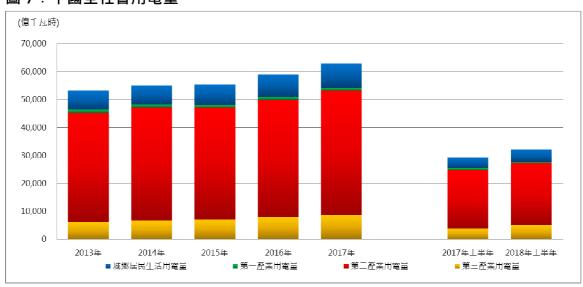
#### 香港零售股業績佳

一眾本地零售股剛公布完今年6月底業績,整體收入錄得雙位數增長,成績令人滿意。其中, 莎莎國際(178.HK)截至今年6月底止三個月香港及澳門同店銷售增長按年上升25%;周大 福(1929.HK)截至今年6月底止三個月香港及澳門同店銷售增長按年上升26%;六福 (590.HK)截至今年6月底止三個月香港及澳門同店銷售增長按年上升26%。



## 中資電力行業

# 圖 7:中國全社會用電量



資料來源:國家能源部、致富研究部

### 內地用電需求旺盛

內地對電力需求與日俱增,如圖 7 顯示,中國全社會用電量由 2013 年的 53,223 億千瓦時持續增加至 2017 年的 63,076 億千瓦時,複合年增長率約為 4.3%。今年用電量更有加速跡象。據國家能源部統計,今年上半年全社會累計用電量按年增幅更擴大至 9.4%。當中,第二產業及第三產業為全社會累計用電量的主要增長主力。在今年上半年全社會約 2,793 億千瓦時的用電量按年增幅中,第二產業佔去約 50%,而第三產業佔約 37%。考慮中國製造業及服務業採購經理指數連續多個月處於 50 之上的擴張水平,意味該等產業發展有望繼續增加全國的用電需求。

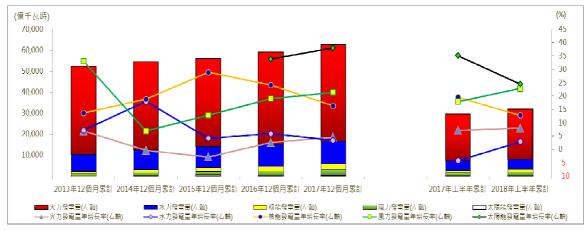
極端的氣溫狀況更進一步推升用電需求,譬如去年 12 月的寒潮天氣,令全國平均氣溫按年減少 1.9°C,用電需求從而增加。至於今年 5 月亦見異常高溫天氣。國家統計局指出,全國平均氣溫較常年同期偏高 0.8°C,廣東,湖南,江西,浙江等地平均氣溫為 1961 年以來同期最高,多地出現極端高溫天氣,進一步刺激內地用電需求。

內地製造業及服務業發展,加上氣溫異常狀況,令全國用電量增加,讓電力行業更有空間增加發電量。





圖 8:中國規模以上工業發電量及其年增長率



資料來源: 國家統計局、致富研究部

### 內地發電量跟上用電需求

**圖 8** 綜合國家統計局所提供的規模以上工業發電量(下稱「工業發電量」)數據。從數據中可了解到,工業發電量由 2013 年的 52,451 億千瓦時增加至 2017 年的 62,758 億千瓦時,複合年增長率約為 4.6%。至於今年上半年工業發電量按年增長 8.3%,增長步伐大致跟上上述的全社會需求。

內地政府主張「藍天保衛戰」高唱入雲,可再生能源的發展前景亮麗。從**圖 8** 可見,風力發電、太陽能發電量的按年增幅遠較傳統的火力發電量高,而該等潔淨能源佔全國的發電量的比率亦存在上升的趨勢。可是,要成為內地主流的發電媒介,似乎仍需很長時間,因為 2017年風力及太陽能發電量僅佔全國發電量 5.3%。儘管加入水力發電量於風力及太陽能發電量的潔淨能力組群中,仍僅佔全國發電量約 22.6%。畢竟,中國發電的主力,仍是該年佔全國發電量約 73.5%的火力發電。

另一角度,雖然近 5 年來火力發電佔全國發電量的佔比不斷萎縮,由 2013 年的約 80.4%跌至去年的 73.5%,但並不意味火力發電已失去增長空間。如**圖 8** 所述,2016 年及 2017 年火力發電已擺脫早期的倒退狀況,更分別錄得 2.6%及 4.6%的按年增幅,而今年上半年的按年增幅更達到 8.0%。由此可見,全國發電量顯著地擴大,儘管火力發電量佔全國發電量的比率略為下降,但仍具增長動力。因此,一些依賴傳統火力發電作為盈利收入的企業如**華潤電力(836.HK)、大唐發電(991.HK)**等,仍然是可留意的股份。而部份依賴火力發電銷售的企業亦已逐漸擴大可再生能源的收入佔比,因此該等企業並非全無潔淨能源的元素。



圖 9:中國規模以上工業企業主營業 務收入(電力,熱力生產和供應業)

圖 10:中國規模以上工業企業利營總額(電力,熱力生產和供應業)



資料來源:國家統計局、致富研究部

資料來源:國家統計局、致富研究部

## 內地電熱生產行業盈利持續增長

隨著產電量增加,中資電力行業的收入亦有所增長。如**圖 9** 所示,2017年中國規模以上工業企業主營業務收入(電力,熱力生產和供應業)按年增加約7.6%。國家統計局數據更反映今年首5個月的收入更錄得約12.5%的按年增幅。而國家發改委發布《關於創新和完善促進綠色發展價格機制的意見》,提出全面清理對高耗能產業的優惠電價,並提高淘汰類和限制類企業用電成本,長遠有望進一步提升中資電力企業收入。

可是,如**圖 10** 所示,於 2016 年及 2017 年,該等電力企業的盈利表現實際上有點不滯,分別錄得 17.5%及 15.4%的年負成長率,這與煤炭價格高企有莫大關係。但今年首 5 個月,煤炭價格略為走軟,令電企的燃煤成本下降,利潤錄得約 27.8%的年升幅。加上,5 月份發改委推出多項措施穩定煤炭價格,相信未來煤炭價格漲勢將有所收斂,有助電企控制營運成本,盈利能力將能持續改善。

或許相對新經濟類型的股份而言,中資電力行業談不上是高增長行業,但電力行業與貿易的直接關係不大,而其收入偏向穩定,加上部份中資電力企業過去有能力派發穩定且可觀的股息,因此在中美貿易戰的陰霾下,該行業仍可發揮一點防守性。





# 總結

總括而言,在中美貿易爭端、人民幣滙率轉弱及港銀加息等不明朗因素仍然困擾著市場氣氛下,港股下半年市況或偏淡,但由於目前市場資金流動仍然正常有序,加上有不少企業經濟狀況仍然理想,我們認為投資者不宜過份悲觀。策略上,我們建議投資者目前可作較高防守性的部署,選擇一些抗週期、與中美貿易關係程度低、或有理想業績支持的企業,例如上文所提及的中資電力股等,待環球不明朗因素逐步消除,升勢逐漸確立後,才重新作較進取的部署。





# 附錄1

《2018年宏觀因素及港股投資展望》推介板塊表現:

# 大型內銀:

股份名稱	股份編號	股價, 港元 (29/12/2017)	股價, 港元 (29/6/2018)	回報率 (未計派息)
郵儲行	1658	4.06	5.11	25.9%
交通銀行	3328	5.8	6.01	3.6%
中國銀行	3988	3.84	3.89	1.3%
農業銀行	1288	3.64	3.67	0.8%
建設銀行	939	7.2	7.25	0.7%
工商銀行	1398	6.29	5.87	-6.7%
上升股份佔比	83.3%			
平均回報率	4.3%			





# 附錄 2

# 石油開採:

股份名稱	股份編號	股價, 港元 (29/12/2017)	股價, 港元 (29/6/2018)	回報率 (未計派息)
聯合能源集團	467	0.57	1.04	82.5%
能源國際投資	353	0.173	0.25	44.5%
長盈集團(控股)	689	0.54	0.76	40.7%
中國石油化工	386	5.73	7.01	22.3%
中國海洋石油	883	11.22	13.54	20.7%
中國石油股份	857	5.45	5.97	9.5%
中信資源	1205	0.77	0.83	7.8%
IDG 資源	650	1.42	1.09	-23.2%
新時代能源	166	0.21	0.15	-28.6%
MI 能源	1555	0.56	0.285	-49.1%
上升股份佔比	70.0%			
平均回報率	12.7%			





# 附錄 3

# 集運:

股份名稱	股份編號	股價, 港元 (29/12/2017)	股價, 港元 (29/6/2018)	回報率 (未計派息)
海豐國際	1308	7.72	8.75	13.3%
永豐集團控股	1549	0.213	0.228	7.0%
中外運航運	368	1.99	2.07	4.0%
東方海外國際	316	75.4	76.4	1.3%
中遠海控	1919	4.03	3.6	-10.7%
上升股份佔比	80.0%			
平均回報率	3.0%			





# 附錄 4

# 燃氣:

股份名稱	股份編號	股價, 港元 (29/12/2017)	股價, 港元 (29/6/2018)	回報率 (未計派息)
中國燃氣	384	21.6	31.55	46.1%
新奧能源	2688	55.75	77.15	38.4%
天津津燃公用	1265	0.72	0.97	34.7%
中裕燃氣	3633	4.99	6.41	28.5%
港華燃氣	1083	6.28	7.61	21.2%
天倫燃氣	1600	6.15	7.4	20.3%
華潤燃氣	1193	28.35	34	19.9%
新天綠色能源	956	2.07	2.26	9.2%
延長石油國際	346	0.111	0.113	1.8%
中民控股	681	0.104	0.104	0.0%
北京燃氣藍天	6828	0.51	0.5	-2.0%
濱海投資	2886	1.73	1.6	-7.5%
元亨燃氣	332	0.93	0.78	-16.1%
北京控股	392	46.4	38.2	-17.7%
新海能源	342	2.05	1.6	-22.0%
蘇創燃氣	1430	3.7	2.84	-23.2%
中油燃氣	603	0.85	0.61	-28.2%
新時代能源	166	0.21	0.15	-28.6%
上升股份佔比	50.0%			
平均回報率	4.2%			





# 免責聲明

本報告由致富集團("致富")之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供,所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製,惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊,並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式,包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險,投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌,而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權,在未獲致富許可前,不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士,此等人士保證,文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日,此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。