

中美經濟支撐企業盈利增長持續 港股升勢由資金面到基本面主導

上半年港股受中美貨幣政策角力主導，下半年港股估值受企業盈利增長推升

展望 2011 年，港股上半年的走勢將受中美兩地央行的貨幣政策取向與實際的政策執行力度所牽動。同時，亞洲各主要地區政府對海外資金流進尤其是熱錢規管的程度，將直接影響亞洲區內主要股市的資金流向。預期港股上半年將主要受環球資金流向及經濟復甦進展主導，而下半年港股的表現將主要視乎企業盈利增長能力的基本面變化。我們預期港股 2011 年的走勢將是〔高低高〕。

美國經中期選舉後，歐巴馬政府失卻國會優勢，未來兩年，刺激經濟促進就業的重任落於聯儲會，連同現有的再投資債券計劃，聯儲會將於 2011 年 6 月前合共購買 8500 億至 9000 億美元債券；此外，預期日本央行繼 2010 年 10 月 5 日決定擴大量化寬鬆措施後，將於 2011 年進一步擴大量寬，美日央行陸續推行量寬，上半年資金面繼續有利風險資產，當中新興市場及亞太區股市可看高一線。

因應海外熱錢流動性加劇對中國經濟及金融系統的潛在風險增加，加上通膨壓力上升，中國政府須當機立斷進一步收緊市場資金流動性以及加強海外資金不合規地流進境內的監管。香港為亞洲區內罕有沒有任何外匯管制的市場，資金可自由進出，屬人民銀行行長周小川所提出的〔資金池〕的最佳領域。在區內其他地區皆不同程度推出措施阻止熱錢湧進之下，香港可如過去往續受惠。中國政府阻截熱錢流進，可增加海外資金投放 H 股及紅籌股的誘因。

圖一：美國聯儲會及中國人民銀行貨幣政策為影響 2011 上半年港股表現的主要因素



資料來源：美國聯儲會及中國人民銀行網頁

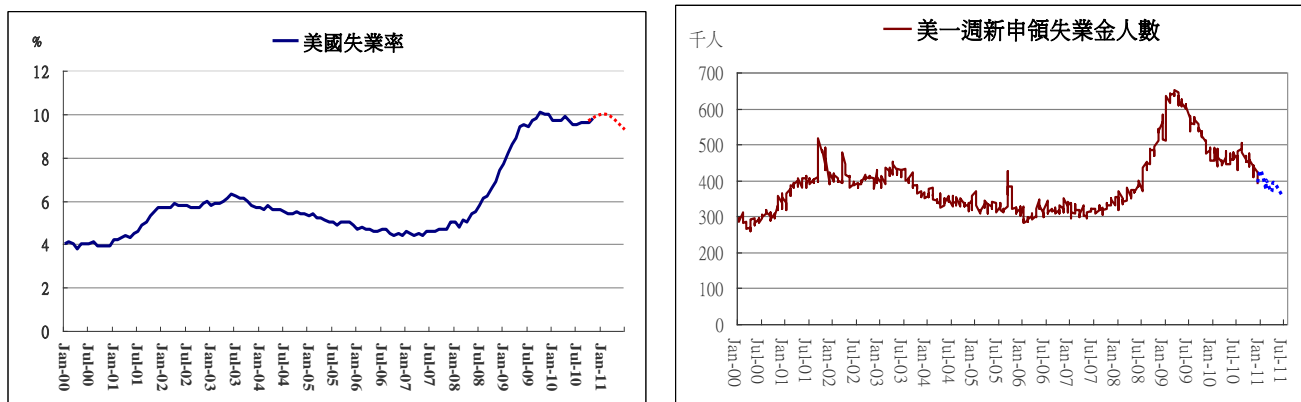
環球經濟溫和復甦為港股構成基本面支撐

根據國際貨幣基金組織(IMF)，預估美國 2011 年的經濟增長為 2.3%，2011 年全球經濟增長預估為 4.2%，發達國家 2011 年的經濟增長預估為 2.2%，預估新興國家的經濟增長較發達國家將高出近 2 倍，當中預估中國 2011 年經濟增長為 9.6%；自 2010 年第三季起美國消費信貸、房地產市場、消費服務與製造業皆呈現改善，預估失業率將於 2011 年初見頂回落，而美國聯儲會承諾維持近零利率政府一段較長時期以及今年推行的第二輪量化寬鬆措施，將繼續有利信貸及企業獲利能力的改善；

回顧美國 2010 年 10 月及 11 月經濟數據表現，大致較市場預期理想，經濟數據反映當地經濟仍處於緩步復甦狀況，降低經濟未來六個月內呈現二次探底的風險。較關鍵的數據為直接影響美國消費零售前景的兩大領域：美國就業市場及消費信貸。

儘管美國 2010 年 12 月份失業率仍高企在 9.4%水準，但自 2010 年 8 月中旬新一週申領失業救濟金的人數已呈現下降趨勢，截止 2010 年 12 月 18 日的一週，新申領失業救濟金的人數減少 3000 人至 42 萬人，而續領人數截至 2010 年 12 月 11 日的一週則減少 10.3 萬人至 406 萬人，低於市場預估的 410 萬人，皆有助舒緩市場對失業狀況進一步惡化的憂慮。此外，根據美國 ADP Employer Services 的資料，美國 2010 年 12 月份新增職位增加 297,000 份，為 2001 年有記錄以來的最高增幅，數據自 2010 年 9 月以後初呈回升勢頭跡象，反映當地中小型公司開始增加職位；有關數據降低投資市場對消費市場以至經濟前景的憂慮。

圖二、預計美國第二輪量寬將令當地失業率於 2011 年改善



資料來源：Bloomberg、群益證券研究部預估

美國維持極低利率有利資金流向港元資產

根據美國利率期貨走勢，預估美利率直至 2011 年底仍維持在 0-0.25% 水準，港利率亦跟隨維持在極低水準，在長期通膨預期升溫以及中國經濟進入上升週期之下，資金流向有利香港資產市場；

不過，中國人民銀行於 2010 年第四季兩度調高利率（自 2010 年 12 月 26 日起一年期存貸利率分別為 2.75% 及 5.81%），意味中國已進入升息週期，反映中國的貨幣政策已正式由金融海嘯後的[寬鬆]逐步推向[穩健]政策，而預期自 2010 年第四季起中國人民銀行將逐步回收市場資金流動性，包括調高發行央票息率以及在 2010 年至 2011 年初七度調高境內存款金融機構人民幣存款準備金率，令大型金融機構存款準備金率提高至 19%，中小型金融機構存款準備金率升至 17%，前者創歷史高點，預期 2011 年銀行存款準備金率仍具調升空間；

投資市場對中國逐步收緊貨幣政策的預期，短期內將對港股大盤短期產生消極影響，唯上述措施中長線上對港股大盤及內銀屬偏正面訊號。加上，因中國政府嚴防環球熱錢流進的舉動，將增加海外熱錢轉流至香港資產市場的誘因，因香港為資金自由港而在眾多亞太經濟體系中最受惠中國經濟發展，預料 2011 年上半年資金流向港股的趨勢不變，當中以中資及國企股為熱錢焦點領域。

2011 年港股指數區間 20500-28000 點

中國政府採取緊縮貨幣政策以嚴控通膨預期的趨向，對港股短期的資金流向將有消極影響，但美日陸續擴大量寬以及長期維持極低利率，在投資市場因應環球經濟緩步復甦而風險胃納持續改善下，將繼續有利風險資產表現；中國經濟增長基礎良好，港股將成為環球資金於 2011 年亞太地區的配置重點。

預估恆指及國指 2011 年的企業獲利分別同比增長 15% 及 17%，預估高低點分別為恆指的 20500 至 28000，相等於 2011 預估 PE11.5 倍及 16 倍；國指高低點分別為 13000 至 19000，為 2011 年預估本益比 11.5 倍及 17 倍。預計港股大盤 2011 年表現將是〔高低高〕，行情漲勢集中在 2011 年第一及第三季。

2011 年港股本益比區間在 11.5-16 倍

美國經濟逐步改善，但按照中國〔十二・五〕規劃，由 2011 起未來五年，中國經濟將步入穩定增長期，而相對 2005 至 2010 年的經濟增長速度放慢，整體經濟增長速度及企業的利潤增長速度特別是大型國企及中資企業將較早前放緩，預估 2011 年恆指成份股企業獲利同比成長 15%，而國指成份股企業獲利同比增 17%；

中國 2011 年進入審慎貨幣政策階段，意味新增貸款額將於 2011 年降至 65,000 至 70,000 億元人民幣（2010 年初目標為 75,000 億元），預計中國 2011 年可能採取不對稱加息，屆時銀行息差可能受影響，加上，銀行趨向提高資本比率，亦影響整體信貸增長能力，預估中資銀行股的獲利成長性將相對 2010 年放緩，只有受惠〔十二・五〕規劃方向的產業，當中七大新興產業：包括節能環保產業、新一代信息技術產業、生物產業、高端裝備製造產業、新能源產業、新材料產業及新能源汽車產品，其產業龍頭企業的成長性將因政策面較佳；

值得注意的是，由於 2010 年 11 月份中國居民消費價格指數 (CPI) 升至 5.1% 水準，食品價格持續攀升推動通膨仍處上升趨勢，中國政府已刻不容緩嚴格控制通膨，預期將在 2011 年農曆新年前推出臨時價格管制措施，對從事食品、原料及資源相關企業明年企業獲利能力將有負面影響。

表一：2002-2010 年港股指數本益比區間(恆指及國指)

	恒生指數高低點		P/E 區間		國企指數高低點		P/E 區間		港股市值 (十億港元)	港股日均成交金額 (百萬港元)
	H	L	H	L	H	L	H	L		
2002	11974.61	8858.69	19.78	14.29	2259.83	1754.22	12.44	8.32	3,611.22	6,652.04
2003	12594.42	8409.01	19.39	12.82	5020.18	2007.53	16.98	8.36	5,548.18	10,418.66
2004	14266.38	10967.65	19.95	13.86	5391.28	3546.25	17.55	10.43	6,695.72	15,960.29
2005	15466.06	13355.23	14.87	12.56	5539.39	4501.61	12.04	9.90	8,179.60	18,301.34
2006	20001.91	14944.77	14.67	11.68	10363.28	5412.99	20.73	11.30	13,337.89	33,912.19
2007	31638.22	18664.88	21.15	13.54	20400.07	8528.46	30.82	15.14	20,697.08	88,071.26
2008	27615.85	11015.84	16.08	6.76	16139.46	4990.08	21.51	6.34	10,299.16	72,052.25
2009	22943.98	11344.58	24.44	10.25	13751.65	6582.23	21.92	10.53	17,874.04	62,310.23
2010F	23852.17	18985.5	16.32	12.48	13713.05	10729.05	16.95	10.94	20,620.00	65,800.00

資料來源：群益證券研究部

2011 年港股利多利空因素

政策面

- 根據五中全會對〔十二·五〕規劃方向的結論，由 2011 起的未來五年，中國政府並不把全國經濟增長速度作為首要追求目標，而把保障和改善民生，其中透過調整收入分配，為未來經濟發展的主要任務，當中反映在收入分配改革的前提下，未來內需消費、農業相關領域將繼續受惠中國政府未來致力〔民富〕的發展大方向；
- 〔十二·五〕規劃的另一重點，就是加速經濟轉型與發展方式，當中強調〔節能減排〕，而預計隨著未來環繞七大新興戰略性產業的發展細則陸續出台，環球資金流向將以此為投資焦點領域及聚集地；
- 因美日陸續擴大量化寬鬆措施，中國政府已經自 2010 年 11 月以實際行動加強打擊跨境資金流進內地作投機資產活動。中國外匯管理局推出七項措施以防範跨境資本流動帶來的金融風險，這七項措施是在已運作的匯結基礎上加強規範熱錢通過貿易渠道流進中國股樓市，反映加強堵住過去的資本控制措施及體系的漏洞。不過，我們預期中國政府將在 2011 年上半年對海外資金流進中國體系進一步加強行政規管；
- 截至 2010 年 11 月，中國通貨膨脹不斷升溫，為免民怨四起，相信中國政府已把控制通膨為當前首要任務，預計在未來六個月除收緊貨幣政策外，更將推行臨時物價調控措施，特別是針對食品、國際大宗商品的資源與原材料等領域。

基本面

- 預估美國經濟 2011 年增長 2.3%、中國經濟 2011 年增長 9.6%、香港經濟增長 4.25%，鑑於中資企業已佔港股整體逾六成的市值，中國經濟呈現較佳成長性，將傳導至企業獲利基礎以及支撐市場對港股估值上調；
- 預估美國 2011 全年 CPI 約 1.6%，而現時聯儲會把貨幣政策

追蹤 CPI 處 2%目標，意味聯儲會在未來一年仍然維持極寬鬆貨幣政策及維持近零利率，將持續對國際貴金屬及原材料市場產生資金投機動力，而中港經濟仍然面對進口通膨及資產市場泡沫擴大風險，不過，在中國政府致力控制通膨而開始積極採取收緊措施之下，預估中國 2011 年仍然能維持 CPI 在 4%水準以下；美國失業率將於 2011 年初見頂，而在 2011 年呈現改善回落至 9.4%水準，預估香港失業率為 4%；

- 美國經濟受惠聯儲會持續的極度寬鬆貨幣政策以及美元中長線弱勢的支撐而逐步改善，企業獲利持續穩定增長，惟市場仍然憂慮美國金融系統受房貸泡沫後遺症以及歐洲信債危機的威脅，故美股 2011 年走勢反覆震盪但偏多頭；新興市場的經濟前景較發達國家理想，成長性較佳，在投資市場風險胃納持續改善下，資金追求預期回報較佳的新興市場為主。

資金面

- 相信 2011 年人民幣的匯率問題仍然是西方國家的焦點以及政治角力工具，就正常情況來說，投資市場普遍預期人民幣兌美元匯價每年升值 5%左右，加上，中國進入加息週期，預料人民幣加快升值的憧憬將不時於 2011 年呈現，有關題材將成為吸引環球熱錢流進中港股市的主要誘因之一；
- 預估美國聯儲會將維持現行的極度寬鬆貨幣政策至 2011 年底，市場對美元匯價長期看跌，在美元維持弱勢之下，2011 年上半年利差相關交易活動促進市場資金持續流向新興市場及亞太區股市，令港股繼續受惠。由於歐美日各主要地區央行較長時期維持極寬鬆貨幣政策，市場普遍加深長期通膨預期，促進資金流向港元資產市場，以抵禦長期通膨威脅及美元長線貶值。

香港獨特優勢

- 香港為亞洲區內罕有沒有任何外匯管制的市場，資金可自由進出，屬人民銀行行長周小川所提出的〔資金池〕的最佳領域。在區內其他地區皆不同程度推出措施阻止熱錢湧進之下，香港可如過去般先受惠。中國政府阻截熱錢流進，可增加海外資金投放 H 股、紅籌股及業務根值中國股份的誘因。

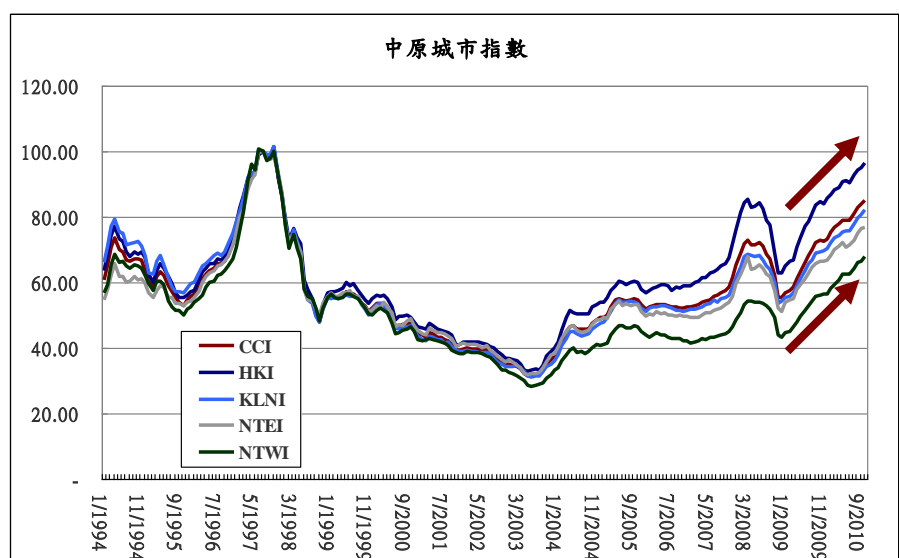
中美兩地貨幣政策影響香港股市房市，而香港股市為環球熱錢停泊主要目標

美國繼續維持高度寬鬆貨幣政策以圖刺激信貸擴張，聯儲會意在改善就業市場、恢復正常通膨以及金融穩定。美國之 3 月期同業拆息 LIBOR，現已下降至 0.3% 水準左右，金融機構並無資金緊俏，但境內信貸改善緩慢。中國因通膨壓力持續上升，必須採取收緊銀行信貸、積極發行央票回收市場資金流動性、加息等緊縮貨幣政策，以壓抑影響民生的物價漲勢。

香港股市/房市是中國投資人境外投資的第一站，IPO 案、投資移民（現被限制投進房市）等助漲中國資金流入香港，據港交所統計，2008 年港股交易 41.5% 屬外資，其中 92% 屬機構投資人。但來自中國的資金，45% 屬自然人（來自台灣的資金，26% 屬自然人）。

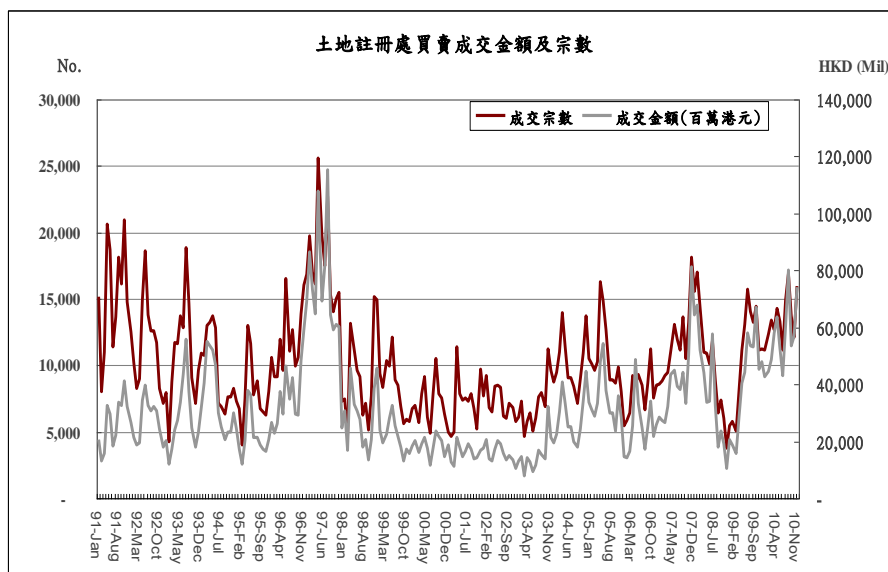
香港經濟復甦、港美利率持續於極低水準、大量資金流進香港、以及香港失業率自 2009 年 8 月高點 5.4% 持續回落至 2010 年 11 月的 4.1% 低水準等因素，推動香港住房及投資房產需求持續上升，反映香港房地產價格的中原城市指數自 2009 年第一季後持續上升，成交量亦於 2009 年至 2010 年間同時逐步增加。

圖三、中原城市指數自 2009 年第一季後持續上升



資料來源：中原地產、群益証券研究部整理

圖四、香港住房成交量於 2009 至 2010 年間逐步增加



資料來源：香港土地註冊處、群益証券研究部整理

在國際貨幣基金組織(IMF)主動發表建議之下，香港政府於 2010 年 11 月 19 日教市場意外地發佈有關打擊香港房地產市場投機活動措施，為今年內第四次作房地產市場調控，是次措施對打擊短線房產買賣及投機活動的力度及程度較市場預期大。

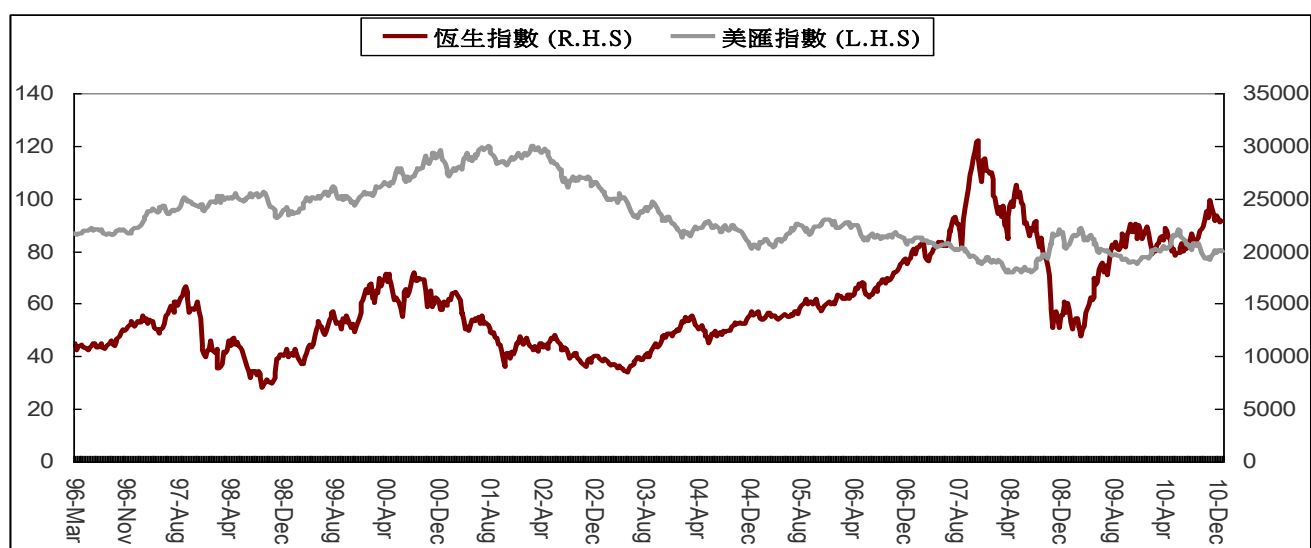
一方面，政府要求住房買家在兩年內轉售有關物業將須繳付〔額外印花稅(交易稅)〕，半年內轉售額外印花稅率達 15%；6 至 12 個月為 10%；12 至 24 個月為 5%；另一方面，金管局則收緊住宅房貸比率；預期有關措施可對香港住房市場起短期冷卻作用，實際上，新盤及二手的交投自 2010 年 11 月上述政策推出以後轉趨淡靜。不過，在經濟基本因素持續轉佳，而香港政府未計劃大量擴大土地供給之下，儘管政府推出調控政策抑壓短線買賣，房地產市場仍是海外資金中長線投資重點領域之一。

中國政府嚴防環球熱錢流進的舉動，將增加海外熱錢轉流至香港資產市場的誘因，因香港為資金自由港而在眾多亞太經濟體系中最受惠中國經濟發展，另一方面，香港政府致力規範房地產市場的投機活動，將誘使資金轉流股市，對未來港股將產生正面影響，只要美元匯價未出現持續性的反彈，預料 2011 年上半年資金流向港股的趨勢不變，當中以中資及國企股為熱錢焦點領域。

美匯變化為亞洲區股市短線資金流關鍵

美匯指數自 2010 年 6 月至 11 月初累計下跌 14.7%，沽美元作利差交易為近年投資市場的主流操作，故市場預期美元維持弱勢，一般利多風險資產。最近十年，美元匯價與恆生指數呈反向走勢關係：美匯弱，恆指強（圖五），主因美元相關利差交易促進資金流向亞太股市，當中港股具中國經濟題材。就未來十二個月，港股其中一主要風險為美元匯價呈強力反彈引發熱錢退場。

圖五、過去十年美匯變化與恆生指數呈現反向相關度高



資料來源：群益証券研究部、Bloomberg

環球投資市場對歐洲高負債國財政危機逐步擴散的憂慮，將增加對美元的短線及中線需求。在評級機構穆迪於 2010 年 12 月先後表示可能降低西班牙與希臘主權信貸評級，以及實質連降低愛爾蘭信貸評級五級後，投資市場對這場沒完沒了的歐洲主權信貸風暴的關注再度趨增。投資人不單關注西班牙、葡萄牙及意大利的財政前景，隨愛爾蘭銀行評級被穆迪調低以及後者表示考慮調低 30 家西班牙銀行的信用評級，市場一度擔心法國及比利時評級亦將受考驗。

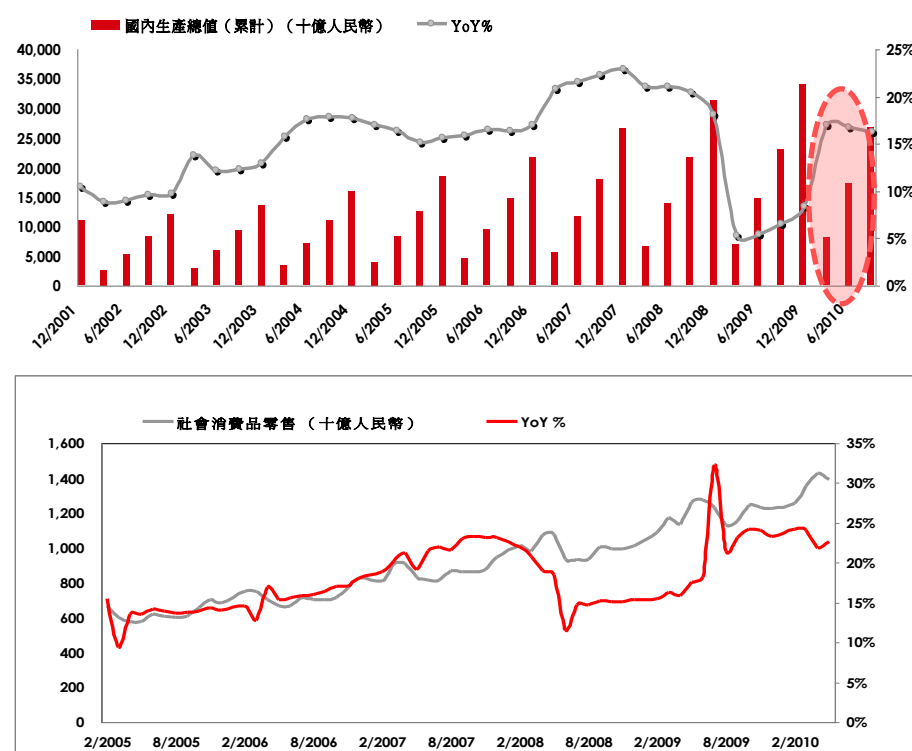
歐盟多國逐一捲進這個歐債危機漩渦，令歐元匯價再面對較沉重的賣壓。更重要的是，市場憂慮在歐洲高負債國財政危機趨向擴大及擴散後，歐盟及歐元貨幣的先天性缺陷會否導致未來歐盟解體而歐元貨幣地位受考驗，已成投資市場疑慮歐元長線前景的關鍵，歐元匯價受壓，推使市場關注美匯指數的反彈動力。

南北韓政局以及中國與日本在釣魚台列島主權之爭令東北亞地緣政治風險上升，亦推升美元避險需求，統統利多美元匯價短線表現，成為牽制港股短期反彈動力的另一主要因素。南韓軍事演習以至朝鮮斷斷續續威脅發動核武等消息，短暫反覆影響投資人進場意欲，令大盤短期較易受賣壓拖低。

中國香港經濟前景理想支撐企業盈利增長與港股估值調升

截止 2010 年 12 月，中國製造業 PMI 反映製造業持續擴張，同時貿易出口、固定資產投資、工業生產及零售銷售維持雙位數高增長，反映中國經濟於 2010 年第四季可維持在 9% 以上增長水準(圖六上)，2010 全年實質 GDP 增長可達 10% 以上。預估中國政府 2011 年目標以維持經濟增長與物價穩定的前提下，將逐步收緊貨幣政策以及對不同產業實施〔有保有壓〕措施，預估中國經濟增長將減慢至 9.6%，而內需推動經濟成長比重將提升。

圖六(上)、中國 GDP 增長維持 9% 以上增速；圖六(下)、中國市場銷售平穩較快增長趨勢持續

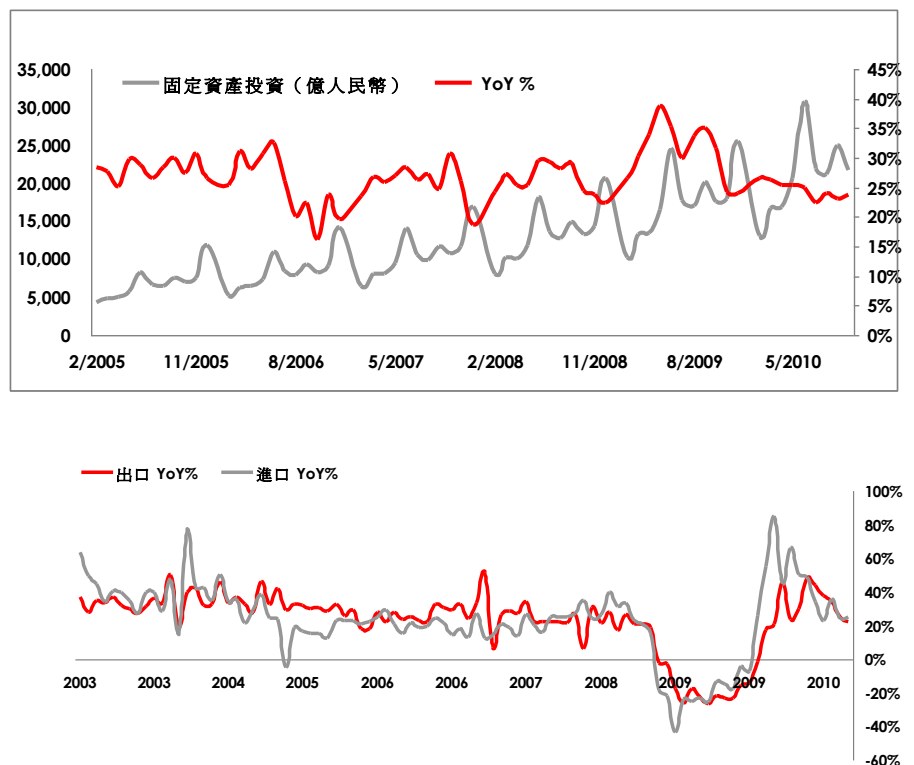


資源來源：群益証券研究部、中國國家統計局

隨中國經濟復甦以及股樓市產生財富效應，2010 中國市場銷售平穩較快增長（圖六下）。截止 2010 年 11 月，中國社會消費品零售總額累計 139,220 億元人民幣，2010 年首十一個月同比增長 23.5%，預估私人消費持續增長趨勢將於 2011 年持續。值得注意的是，城鎮與農村消費增長速度起頭並進，反映私人消費增長力度較全面，整體社會消費增長動力具良好基礎。

自歐美於 2008 年第四季爆發金融海嘯後，中國政府推出總值四萬億元人民幣的刺激經濟方案，在這擴充性財政政策以及政府加快發展西部地區的基礎下，固定資產投資於 2010 年 1 月至 11 月維持 24.9% 高增長（圖七上），尤其非鐵金屬期間同比增幅達 34.7%。值得注意的是，儘管中國政府自 2010 年第一季後已持續嚴格調控房地產市場，但房地產開發增長至 2010 年 11 月仍高達 36.5%。預計 2011 年政府致力發展經濟房以及鐵路系統建設將推動固定資產投資持續高增長。

圖七（上）、中國固定資產投資持續高增長；圖七（下）、中國 2011 年出口貿易受歐經濟疲弱影響



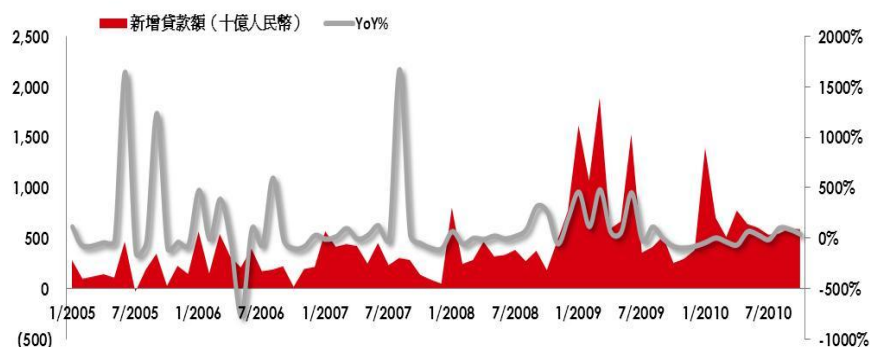
資源來源：群益証券研究部、中國國家統計局

儘管中國在 2010 年 11 月錄得 229 億美元貿易順差，較市場

預期高，而 2010 年 11 月中國貿易出口仍表現不俗，但因其最大貿易伙伴歐盟經濟前景不明朗，在歐洲國家普遍須傾向緊縮財政下，預料中國 2011 年的貿易出口表現將受一定程度的影響，加上，中國政府正積極改變經濟結構，現致力降低貿易出口推動經濟增長比重，預計 2011 年貿易出口增長速度可能放慢(圖七下)。

截至 2010 年 12 月底，中國境內銀行業金融機構新增人民幣貸款已達 7.95 萬億元（人民幣，下同），超過政府控制全年目標的 7.5 萬億元約 4,500 億元（圖八）。預計自 2010 年 12 月起中國政府將嚴格控制銀行放貸節奏。另一方面，2011 年開始的中國第十二個五年計劃，要求境內商業銀行要進行多項改革，包括不能過度依賴貸款增長的發展模式以及不能過度依賴存貸息差的盈利模式，加上，中國人行自 2010 年第四季兩度上調利率正式明示貨幣政策緊縮，意味 2011 年銀行新增貸款增長將放緩。

圖八、中國 2011 年新增人民幣貸款增長將放緩



資料來源：群益証券研究部、中國人民銀行

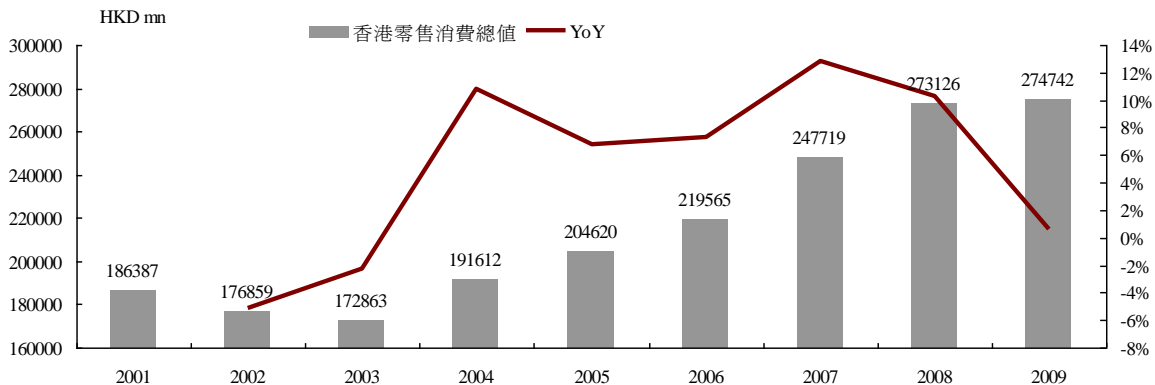
中國經濟，對港經濟政策、以及人民幣升值支撐香港經濟增長

香港經濟榮枯關乎一國兩制政策形象，中國政府允諾回歸後香港只會越來越繁榮，因此，相信中國政府將繼續推行促進香港經濟繁榮的政策。新京廣高速鐵路時速最高可達時速 350 公里，延長至深港，香港納入中國高速鐵路網，有助提升香港房地產價值，長遠進一步促進旅遊業發展。

深圳於 2010 年 12 月 15 日起進一步放寬來港自由行，放寬「常住深圳非廣東戶籍居民在深圳辦理赴港個人遊簽註」措施適

用範圍，估計新增四百萬人可自由來港消費，繼續有利香港消費及經濟增長。人民幣持續穩步升值，增加中國旅客在港消費購買力，促進香港零售消費市道，預期香港零售消費總值及商鋪租金於 2011 年仍受惠中國旅客消費。

圖九、香港零售消費總值受惠中國旅客持續增長及在港消費購買力持續增加



資料來源：群益証券研究部、香港政府統計處

香港為環球主要籌資中心

香港 2010 年新股 IPO 籌資額達 4449.7 億港元，不但創香港有記錄以來新股籌資金額新高，更超越紐約及倫敦成為全球之首。主因受友邦保險(1299.HK)及農業銀行(1288.HK)兩超級大型籌資活動帶動，前者籌資金額達 1590.8 億港元，後者達 935.2 億港元。以新上市公司數量計，成功上市達 102 家。

值得注意的是，香港交易所過去積極四出多國拜訪，力求吸引更多海外企業來港上市，於 2010 年終見成果。2000 年至 2010 年非中國企業在港上市籌資金額合計 372 億美元，當中 246 億美元於 2010 年募集，佔過去十年的 66%，隨著更多海外企業來港上市，能擴闊港股市場結構層面並使之國際化。

由於預期 2011 年將欠缺超級大型企業來港上市籌資，預估 2011 年的新股籌資總額難望突破 2010 年的記錄。惟不少營運具成長性的中國中小型民企及因應 H 股估值上升預期的 A 股企業、以及海外企業特別是資源類將計劃來港上市籌資，預計香港於 2011 年繼續為環球主要的籌資中心。此外，預計來港上市的中國企業主要從事金融服務業、消費品及零售、工業與資源等，而國

際性企業則主要從事消費零售與資源。過去十年來，具成長力及增長爆發力的中國企業來港上市趨勢，令香港股市的組成中，從過去獨尊金融地產，到中資企業密集赴港掛牌以後，現一二三級產業、輕重工業、內需外銷業以及資源業兼具的結構。

不可忽視的是，中國滬深股市在籌資能力現迎頭趕上的勢頭。事實上，若以新股上市數量計，深交所於 2010 年榮居全球首位。在選擇於香港與中國深滬股市上市兩地比較，中國內地企業在港掛牌，不但可吸取國際資本市場經驗，更可提高公司與旗下品牌知名度，令企業形象國際化。另一方面，籌措外幣資金可增加企業及大股東個人的資金運作靈活度。因中國政府對外匯兌換管制甚嚴，在港籌措可增加資金運用自由度與企業主個人資產配置。這些優點遠非在深滬股市掛牌可以相比擬。

綜合而言，儘管 2011 年香港 IPO 新股上市籌資金額可能低於 2010 年，但預估新股數量將會相對 2010 年增加，故在港 IPO 新股活動 2011 年將以量取勝，當中以中小型新股為主，籌資規模介乎數億至數十億港元之間，預估新股短線炒作活動將仍活躍。

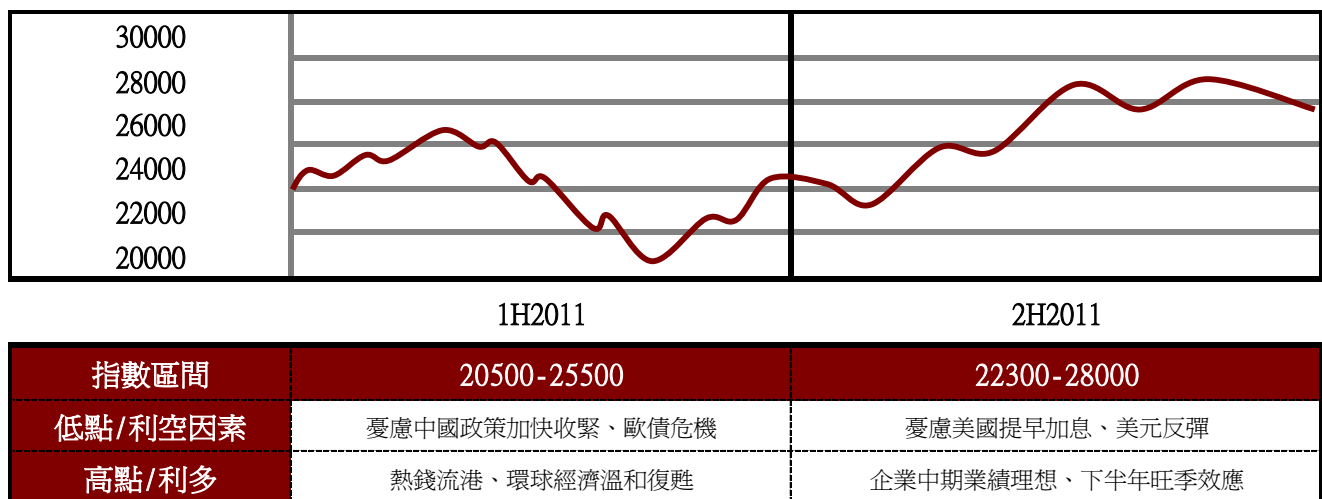
表二、2010 年在香港上市 IPO 統計

上市日期	代號	名稱	招股價 (港元)	累積升跌 (%)	上市日期	代號	名稱	招股價 (港元)	累積升跌 (%)	上市日期	代號	名稱	招股價 (港元)	累積升跌 (%)
27/1/2010	486	United Company Rusal Limit	10.80	10.37	16/7/2010	1288	中國農業銀行股份	3.20	21.88	1/11/2010	1230	雅士利國際控股	4.20	29.52
29/1/2010	1878	南戈豐能源	126.04	21.06	19/7/2010	936	敏達控股	1.00	26.00	4/11/2010	238	長興國際(集團)控股	4.60	13.26
1/2/2010	953	美克國際控股	1.43	15.38	12/8/2010	640	星謙化工控股	0.60	28.33	10/11/2010	1600	中國天倫燃氣控股	2.05	11.22
5/2/2010	1966	中駿置業控股	2.60	15.38	23/8/2010	2233	中國西部水泥	1.69	68.64	16/11/2010	842	理士國際技術	5.35	22.80
10/2/2010	1938	珠江石油天然氣鋼管控股	4.50	23.33	25/8/2010	1428	耀才證券金融集團	1.60	23.13	16/11/2010	1087	泓淋科技集團	2.80	22.86
10/2/2010	1683	國際煤機集團	4.88	28.89	30/8/2010	8356	進業控股	1.28	148.44	17/11/2010	312	歲寶百貨控股(中國)	2.20	24.09
19/2/2010	2010	瑞年國際	3.00	79.67	30/8/2010	2238	廣州汽車集團股份	---	0.00	18/11/2010	1091	中信大錳控股	2.75	0.73
1/3/2010	948	Z-Obee Holdings Limited	1.80	2.78	16/9/2010	2198	中國三江精細化工	3.38	20.12	19/11/2010	8207	中國信貸控股	0.75	94.67
25/3/2010	1280	榮銀家電(控股)	1.69	26.63	24/9/2010	853	微創醫療科學	6.10	21.97	19/11/2010	1101	中國塔爾重工集團控股	8.00	16.25
26/3/2010	881	中升集團控股	10.00	69.00	24/9/2010	1633	美即控股國際	3.30	88.18	24/11/2010	1086	好孩子國際控股	4.90	10.20
29/3/2010	1998	飛克國際控股	1.90	11.05	24/9/2010	1039	暢豐車橋(中國)	4.00	12.00	25/11/2010	8312	Brilliance Worldwide Holdin	0.23	21.74
30/3/2010	830	遠東環球集團	1.18	11.86	28/9/2010	867	康哲藥業控股	5.06	47.83	25/11/2010	1110	金活醫藥集團	1.60	81.88
31/3/2010	923	福和集團控股	2.30	33.48	29/9/2010	926	碧生源控股	3.12	3.85	26/11/2010	1117	中國現代牧業控股	2.89	10.03
9/4/2010	1999	敏華控股	6.80	85.59	29/9/2010	8321	中國汽車內飾集團	0.93	35.48	1/12/2010	2099	中國黃金國際資源	44.68	6.00
20/4/2010	778	置富產業信託	---	0.00	29/9/2010	1698	博士蛙國際控股	4.98	20.68	1/12/2010	1090	大明國際控股	2.10	11.90
29/4/2010	877	昂納光通信(集團)	2.90	88.28	30/9/2010	967	桑德國際	---	0.00	3/12/2010	1831	十方控股	3.03	12.87
29/4/2010	1863	思嘉集團	3.28	88.72	5/10/2010	1682	福源集團控股	0.60	26.67	6/12/2010	1048	新源控股	---	0.00
7/5/2010	973	L'Occitane International SA	15.08	42.57	6/10/2010	1308	海豐國際控股	4.78	3.35	8/12/2010	6210	Vale S.A.	---	0.00
7/5/2010	503	朗生醫藥控股	3.91	14.07	6/10/2010	1021	麥達斯控股	5.43	2.21	8/12/2010	1768	賽得利控股	6.60	8.48
20/5/2010	2222	雷士照明控股	2.10	93.81	7/10/2010	2468	創益太陽能控股	4.50	25.56	9/12/2010	468	紛美包裝	4.30	23.02
25/5/2010	2378	英國保誠	---	0.00	7/10/2010	1918	融創中國控股	3.48	20.11	9/12/2010	1283	中國汽車系統技術	2.35-	0.00
27/5/2010	2268	優源國際控股	2.58	62.79	8/10/2010	2208	新疆金風科技股份	17.98	10.46	10/12/2010	1728	中國正通汽車服務控股	7.30	0.41
28/5/2010	2188	中國聯想能源技術集團	1.18	3.39	11/10/2010	3683	榮豐聯合控股	1.13	14.16	13/12/2010	1887	中國新材控股	2.33	0.00
2/6/2010	8337	直通電訊控股	0.30	36.67	11/10/2010	2266	麗悅酒店集團	2.20	15.91	14/12/2010	1555	MI能源控股	1.70	0.00
11/6/2010	873	國際泰豐控股	2.06	68.93	11/10/2010	1733	永輝煤業股份	3.70	26.22	15/12/2010	1282	世達科技(控股)	0.95	0.00
18/6/2010	8295	卓亞資本	0.20	22.50	13/10/2010	975	Mongolian Mining Corporation	7.02	29.20	16/12/2010	958	華能新能源股份	2.98-	0.00
21/6/2010	2228	海東青新材料集團	2.38	###	13/10/2010	956	新天綠色能源股份	2.66	17.67	16/12/2010	3618	重慶農村商業銀行股份	5.25	0.38
23/6/2010	2128	中國聯想集團控股	2.60	###	13/10/2010	580	賽晶電力電子集團	1.93	13.47	17/12/2010	1798	中國大唐集團新能源股份	2.33	8.58
29/6/2010	325	創生控股	3.52	3.69	14/10/2010	8269	富豐控股	0.25	54.00	17/12/2010	1112	合生元國際控股	11.00	0.55
7/7/2010	951	超威動力控股	2.18	1.38	20/10/2010	1685	博耳電力控股	6.38	10.03	20/12/2010	327	百富環球科技	2.88	1.39
7/7/2010	1020	華耐控股	0.76	85.53	21/10/2010	1700	華地國際控股	5.93	5.40	21/12/2010	940	中國動物保健藥品	---	0.00
8/7/2010	1788	國泰君安國際控股	4.30	0.70	21/10/2010	1029	鐵江現貨	1.80	21.11	23/12/2010	1157	長沙中聯重工科技發展股份	14.98	17.22
12/7/2010	976	齊合天地集團	2.43	91.36	22/10/2010	1278	中國新城發展	---	0.00	23/12/2010	1085	亨鑫科技	2.25	8.89
13/7/2010	1019	康宏理財控股	1.20	14.17	28/10/2010	460	四環醫藥控股集團	4.60	23.48	29/12/2010	935	龍翔集團控股	1.35-	0.00
15/7/2010	2118	天山發展(控股)	1.40	25.00	28/10/2010	1007	環球乳業控股	4.39	40.09				2.05	
15/7/2010	1900	中國智能交通	3.49	54.73	29/10/2010	1299	友邦保險控股	19.68	11.03					

2011 年投資策略：

展望 2011 年，港股上半年的走勢將受中美兩地央行的貨幣政策取向與實際的政策執行力度所牽動。同時，亞洲各主要地區政府對海外資金流進尤其是熱錢規管的程度，將直接影響亞洲區內主要股市的資金流向。預期港股上半年將主要受環球資金流向及環球經濟復甦進展主導，而下半年港股的表現將主要視乎企業盈利增長能力的基本面變化。我們預期港股 2011 年的走勢將是〔高低高〕。

圖十、預估恆生指數於 2011 年將呈高、低、高走勢



資料來源：群益証券研究部

值得注意的是，2011 年初市場關注中國政府致力控制通貨膨脹下，普遍預期在 2011 上半年將傾向積極收緊市場資金流動性，除透過傳統緊縮貨幣政策包括調高利率、持續上調銀行存款準備金率以及發行央票回收市場資金外，亦將較嚴格地控制銀行新增信貸與重啟視窗指導規管銀行貸款等措施，上述預期將影響市場對內銀股、負債比率較高的中資股、以及資本開支較大的中資股的 2011 年盈利預期。

此外，中國經濟正式步進以改善民生為主調的第十二個五年計劃的首年，預期政府將強調改善民生以及促進社會和諧發展為主，致力經濟結構轉型以及優化各產業，故在不同產業將有不同政策的調校，由此產生的政策不明朗因素，將增加市場對政策因素可能短期內拖低中資股盈利增長的憂慮，有關預期效應將成為市場於第二季重新評估港股估值是否偏高而增加獲利回吐誘因的主要因素。另一方面，估計投資市場在 2011 年第二季左右開始揣測環球市場流

動資金充裕狀況將可能因聯儲會的量化寬鬆措施進入尾聲而轉變，特別是屆時中國人行繼續加快貨幣政策正常化的步伐，推斷將成為催化港股期間調整的主要因素。

自 2010 年 12 月 25 日中國人民銀行發佈於 2010 年內第二度調高存貸利率，加深投資市場對中國加快緊縮政策的憂慮，儘管有關憂慮將有可能困擾港股 2011 年初表現，但中國股市已在 2010 年對政府逐步退市以及收緊政策的預期作出一定程度的反映，如統一以美元計算，上證綜合指數自 2010 年初至 12 月 30 日累跌 13.5%，成為表現最差的環球主要股市，反觀，美股三大指數期間上升 11.1%至 17.53%不等。

縱使歐洲於 2010 年不斷受歐洲主權信債及高負債國財政危機困擾，但反映歐洲主要股市的 STOXX 歐洲 600 指數亦累計升 2.07%，至於部份北歐及東歐諸國股市主要指數期間更錄得 30%至 47.15%的驕人升幅。事實上，不少亞洲區內的國家及鄰近地區主要指數亦錄得不俗表現，除泰國、印尼、菲律賓及馬來西亞股市主要指數錄得超過 30%以上的正回報外，南韓、印度、台灣及日本股市主要指數期間分別上升 24.3%、20.6%、19.14%及 11.16%。只有中國股市主要指數以及香港反映國企的國企指數獨憔悴，後者期間累跌 2.37%(恆生指數同期累升 4.5%)，相信主要亦是反映中國政策收緊的因素。

根據 IMF 最新對全球主要地區經濟增長的預測，美國 2011 年經濟增長 2.3%，歐元區只有 1.5%，歐洲新興經濟體系為 3.1%，日本亦只有 1.5%，中國則仍維持在 9.6%的相對較高速增長，印度亦達 8.4%，反映中國經濟 2011 年增長速度分別為美國的 3 倍、歐元區的 5 倍、歐洲新興經濟體系的 2 倍以及日本的 5 倍。截止 2010 年 12 月 30 日，美股三大指數 2011 年的預估市盈率為 12 倍至 16 倍不等，STOXX 歐洲 600 指數為 11 倍，東歐平均為 12 倍至 13 倍左右，日本的日經 225 指數及印度的 Sensex 指數 2011 年市盈率同為 16 倍，相對恆指及國指 2011 年的市盈率分別為 12.9 倍及 11.2 倍，而在中國經濟對香港影響力日益上昇，在港上市中資股直接受惠中國經濟增長之下，經濟前景、基本面及股市估值皆令港股屬最具吸引力市場之一，預期 2011 年第一季港股將受惠環球資金流向。

事實上，在美日央行進一步擴大量化寬鬆措施，以及歐美日央行皆維持極低利率甚底近零水準的環境之下，導致環球投資市場過

去一年特別是下半年流動資金狀況非常充裕。投資市場對環球經濟前景信心逐步恢復，尤其是 2010 上半年因受歐美經濟拖累令環球經濟步向二次探底的憂慮於下半年逐漸舒解後，投資人對新興及亞洲地區經濟維持強勁需求及增長的預期，尤其是市場預期中國需求持續強勁，促進充裕的流動資金期間持續投進風險資產。值得注意的是，除中國上證 A 股外，環球主要股市、商品市場(反映 19 種原材料的 The Thomson Reuters/Jefferies CRB 指數於 2010 年累升 15%)、債市、甚至美匯指數皆同時錄得升幅，屬自 2005 年以來的首次，我們相信這亦是環球市場流動資金非常充沛以及市場對環球經濟前景看法樂觀的結果。

The Thomson Reuters/Jefferies CRB 指數於 2010 上半年仍呈現 8.8% 跌幅，及至市場對美國陷進二次探底的憂慮逐步消退、並消化歐洲主權信債危機拖累環球經濟增長的憂慮後，市場預期以中國為首的新興國家經濟，對原材料需求維持強勁增長，故誘使大量資金於 2010 下半年流進相關商品領域。無可否認，部份農產品因氣候天災等因素令供需缺口擴大，進一步激勵相關原料價格升勢，上述因素拉動 CRB 指數於 2010 下半年累升 27%。由此反映，市場對中國經濟前景的信心及需求持續增長的預期，為推動商品市場價格於 2010 下半年向好的箇中主要因素。

然而，中國及香港股市於 2010 年表現相對失色，主因是中國境內投資人對政策風險的憂慮持續以及對政策預期取向保守，致使期間傾向採取審慎投資策略。港股去年主要受中資股表現落後所拖累。單以恆生指數成份股全年升幅計算，和記黃埔(13.HK)及國泰航空(293.HK)為 2010 年表現第三及第四佳的藍籌股，兩者的共通點為業務與環球經濟變化敏感度較高，反證港股去年在一定程度上受中國政策風險及相關憂慮所拖累。

我們認為中港股市至 2010 年底已反映大部份由政策因素而衍生的利空預期，並預期一旦中國通膨在明年上半年初步浮現受控跡象，資金將積極回流港股尤其以中資股為主，而中資股明年獲利增長普遍仍能維持理想幅度，我們預估 2011 年恆指及國指成份股企業盈利增長分別為同比 15% 及 17%，當中資股在 2011 年第三季陸續發佈 2011 上半年業績後，預計投資市場將加強對中資企業的盈利能力持續的信心，從而將陸續上調中資股的企業盈利預估，預計港股於下半年的上升動力將轉由企業盈利增長持續的基本面所推推。以預估 2011 年本益比 16 倍計，我們預估恆生指數於 2011 年的高點將為 28000 水準。

以六個月至十二個月投資期作佈局，理想進場點為：每當恆指調整至 22000 至 20500 區域作分段收集(相等於 2011 年預估本益比 12.3 倍至 11.5 倍)。

就 2011 年的港股投資策略，我們建議環繞下述八大產業挑選具產業領導地位及持續競爭優勢的公司：中國高檔及奢侈消費品、中國上游食品、燃氣、澳門博彩、新能源設備、電訊設備、生物製藥、高檔汽車代理銷售及中國服飾消費。

以未來 12 個月投資期佈局，建議十檔精選個股組合：六福集團(590.HK)、興業太陽能(750.HK)、中國國航(753.HK)、神冠控股(829.HK)、澳博控股(880.HK)、中國南車(1766.HK)、敏華控股(1999.HK)、新奧能源(2688.HK)、保利協鑫能源(3800.HK)、招商銀行(3968.HK)。

公司名稱	代號	報價 幣別	最新價 (元)	市值 (百萬元)	PE Ratio		PB Ratio	財報 幣別	EPS			建議理由
					2010(F)	2011(F)	2010(F)		09(A)	10(F)	11(F)	
六福集團	590HK	HKD	28.45	15,434	26.3	19.2	5.3	HKD	0.56	1.08	1.48	中國消費者對高檔消費品需求持續增長
興業太陽能	750HK	HKD	6.04	2,965	12.7	8.9	2.5	RMB	0.33	0.41	0.59	中國國策推動境內BIPV產業高速發展
中國國航	753HK	HKD	9.18	41,886	8.1	7.4	2.5	RMB	0.41	0.98	1.07	中國最大國際航空營運商前景亮麗
神冠控股	829HK	HKD	10.92	18,138	32.1	26.6	8.5	RMB	0.25	0.29	0.35	公司高速擴展產能以應付市場增長
澳博控股	880HK	HKD	13.92	76,145	23.6	21.4	5.5	HKD	0.18	0.59	0.65	澳門博彩業領導者享龐大中介網絡
中國南車	1766HK	HKD	10.88	22,021	39.1	25.9	5.5	RMB	0.14	0.24	0.36	2011年起中國高速動車組進集中交付期
敏華控股	1999HK	HKD	13.76	13,362	16.4	12.1	3.9	HKD	0.85	0.84	1.14	休閒沙發在中美市場銷售勢頭強勁
新奧能源	2688HK	HKD	25.70	26,988	21.8	17.7	3.8	RMB	0.78	1.02	1.25	產業龍頭之一較受惠中國天然氣業高增長
保利協鑫	3800HK	HKD	3.25	50,290	18.6	10.8	3.3	RMB	(0.02)	0.15	0.26	公司具成本及規模優勢受益新能源政策
招商銀行	3968HK	HKD	20.25	79,188	14.6	11.5	2.7	RMB	0.90	1.20	1.52	執行合適企業發展策略提升盈利能力

* 最新價以2011年1月14日終盤價計算

香港研究部

地址：香港皇后大道中 183 號，新紀元廣場，中遠大廈 32 樓 3204-07 室

電郵：csc_research@e-capital.com.hk

傳真：(852) 2105 1196 / (852) 2105 1198

分析員	研究產業	電話	電郵
曾永堅	研究部董事	(852)21051105	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk
黃文泰	百貨超市、中港消費零售	(852)21051101	Eric_wong@e-capital.com.hk
李紹康	地產、紙業、新能源	(852)21051107	Lantis_li@e-capital.com.hk
魏星龍	天然氣、化工、機械設備	(852)21051103	allen_ngai@e-capital.com.hk
廖凱	新能源、金融	(852)21051102	Katherine_liao@e-capital.com.hk
孫潔	食品飲料、汽車及零部件相關	(852)21051112	Tracy_sun@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 群益亞洲有限公司 群益金融服務有限公司 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 新紀元廣場 中遠大廈 32 樓 3204-07 室	臺北市 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。