

第 349 期



西澤投資管理楊艷：

疫情受控經濟重啟 看好內銀電訊股

招商銀行
(3968)



中國移動
(0941)



宏橋待回調吸
張兆聰

P.8

吉利美團可吼
劉思明

P.9

重點看光伏板塊
蔡金強

P.11

港股確認見底？
李聲揚

P.15

封面故事

西澤投資管理楊艷：港股迎反彈 窗口期 看好招行中移

雖然美三大指數上週續跌，惟受高於人幣銀行上週五宣布下調5年期貸款市場報價利率(LPR)，港股止跌回升。惟指全周升818點或4.11%，今期封面故事專訪西澤投資管理基金經理楊艷分析最新形勢。楊認為，美國聯儲局本月初宣布加息及縮表後，短期緊縮貨幣政策的力度不會再超出市場預期，加上內地多個城市疫情受控及經濟、房地產政策亦轉趨寬鬆，估計港股在本月及下月將迎反彈，當中看好內銀及電訊股，例如招商銀行(3968)及中國移動(0941)。

財新記者 葉創成



楊艷認為全球經濟仍面臨許多不明朗因素，當中，美股是否已止跌未可知之數，惟她對港股近期復市樂觀。料未來一個月多有機會出現反彈的窗口期。她表示，「金剛」劉天」其實在今年初已，這對外公布將美聯儲的加息。美聯儲於今年初開始下調。美股最近上漲的時間是超過很多人的預期。因為它之前並沒有停止加息的加息，今年才有真正意義上的加息。我認爲今年投資市場的大方向是相對比較樂觀的，因爲面對的情況比較複雜，它不只是一項受影響，它還有政治因素、經濟因素，這又帶來了一部分經濟因素，也有利率變化的因素，然後多因素交織在一起，我們表裏；看是美聯儲加息，但其實在實際操作與加息背後卻有北約的衝突，比美聯儲加息背後更有利得多，最早的時候預期是兩個月，但現在大概可能到半年年底，甚至更長，這都有可能，算是全球比較不太平的時期。」

中美未來30年或說開 今年轉折期現臨

「美國於1970年代開始與中國有比較好的關係，中美於1979年1月正式建立大使級外交關係。至2018年底差不多有接近40年的歲月期。期內中國也在發展自己的很多行業，製造業和基礎科學。但這關係對於好的發展也是想清楚了，大家都說說說，我覺得這個階段可能也是未來30年的一個開始。2020-21-22年可能是一個相對的過渡期，老闆其實在三年前就在我們內部探討這個轉折期，那時是有很多人受損的，然後在這種情況下，投資市場的確比較困難。中美脫鈎的趨勢

會使逆全球化一直發生，在此大有裨下，可能像鳥飛失蹤點點了這麼一個矛盾。所以今年股票市場特別波動，所以現在就是相當於「跌下的一年吧！」而且這一年也遇到很多政治事件。譬如中國的「十大」。然後是美聯儲加息，其半年前加息及縮表也有這層。有這層，也有新的領導人，所以政治是更繁於經濟之上，經濟因素已屬次要。

「在這樣的大背景下，我們覺得就沒有大的趨勢或機會。所以我們之前一說，對於個人投資者如果這不都是牛市，我們不建議個人投資者一直在市場。長期多投資。這相對比較困難。但我們作爲機構投資者，機會是有的。就是有一些窗口期，例如日前美國已經兩次，之後按下來是6月15日及7月27日的議息會議，市場已消化了這些加息。總體也預計在內，所以現在至6月估計有一個比較小的反彈窗口期。」

西澤投資管理基金經理楊艷認爲，投資者可以留意高防守力較強的地內銀股，當中招商銀行在股份對銀行中質素最佳。

楊艷亦指出已地跌7周，香港股市復市路向下，直至上周受內地減息刺激，包括抽離股跌下跌的陰霾轉升。

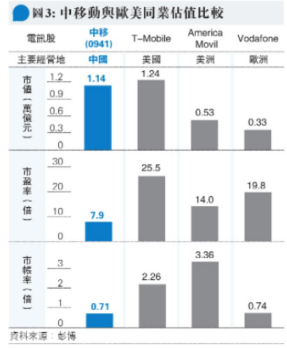
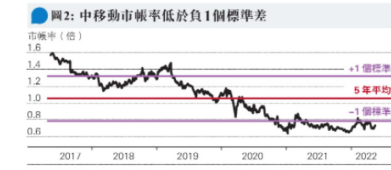
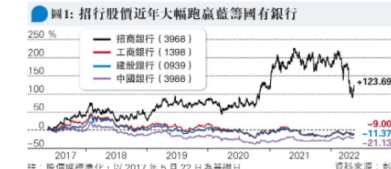
招行內銀首選 易融不礙發展

雖然港股未來一兩個多月有復甦上揚的動勢，有什麼地值得關注呢？與劉天」1個月前的觀點相若，楊艷認爲，可以繼續留意防守力較強的內銀股及電訊股。並且就此有詳細分析：

「內銀部分開國有銀行及股份對銀行未分析，國有銀行近年表現一般，而且它的角色與華倫的責任與股份對銀行不一樣，作爲比較，股份對銀行表現較好。1) 招商銀行在股份對銀行中是最好(港：00969)及在崛起中。

中移動被美投拋 餘低機會

「雖然銀行容易受換行長替令股價出現波動，但現任行長(王)在招行也任職多年，所以我們並不覺得管理變動會對招商行的聲譽及業務。值得注意的是，內地地經濟連續30年高速增长，未來工商業貸款增長肯定相對較慢，因此內地工商業增長轉趨轉弱已地過去，未來的增長亮點



是個人業務，預行在這方面一直做得不錯的。

「我們早前持有得比較多的是中移動，現在減少了一些。中移動今年1月於A股上市之前(編按：發行價為57.58元人民幣，相當於約70.4港元)。去港上市的時候股價有一段較長時間在0.6至0.7倍市帳率(圖2)。爲什麼呢？因爲中移動當時剛被美國政府列入黑名單，美國資金不可以再有持有，而對於他的市場估值，股價就被拉到價值便宜的水平。而它在A股上市需要有一定的市帳率(不可低於1倍)，因此也帶來短期的投資機會。

料案案盈利增長 雲業務成亮點

「若回歸本面的話，中移動以內內地電訊電信行業，業績最高增長是由2G到3G-4G。當時戶開端最好，電訊消費也就更高。由此推動入及盈利增長。過去5至7年從4G到5G，業績沒有太大的增長，但它的派息還是非常高。」

「我們看到中國的政策一直是一，它要扶植一個行業起來，它會作很多事情，例如中國製造業爲什麼能夠發展起來？一個很大的原因就是中國的能源價格比較便宜，當中電價相對於全球是便宜的。因爲它有電價上調。我們知道在美國或歐洲，在電價的時候電價可以很多倍。現在中國是不會發火的。至於中國互聯網企業發展起來的一個重要原因是上調便宜，在中國上調非常便宜，幾十塊錢一個月就可以，那在這樣的情況下就是這些電訊公司在獲利，但是我覺得現在它們也已完成了自己的任務。現在中國智能手機及電腦的普及度在全球也非高，所以它們也已完成了自己的歷史使命。之後可能業務發展更多是聚集於利權增長。」

楊艷分析，除了傳統電訊業務外，中資電訊股有很多業務開拓空間，例如雲業務，以前電訊公司大部分分設於外包IT互聯網公司等，以後也會多多少少，有的更升估值。它們日後業務会有一些新點點，即使初期不穩，但也會慢慢發展壯大，這樣的點點，自然而然，估值便不會再現時這麼低，而是慢慢與歐美同業看齐，目前較歐美估值是相當貴的(圖3)。

下季不明朗因素多 港股趨波動

雖然西澤投資管理基金看好季股反彈將延續至下月，但她認爲，下季市場不明朗因素增加，港股又會趨波動。我們關注的是，港股在5、6月這個反彈的窗口之後，可能在7、8月又會重演。屆時上市公司將陸續公布中期業績，這內地多個城市爆發疫情影響。大部分上市公司內業續肯定不好。高月美國中期選舉到7、8月也開始進入非常難 Predictable 的時候，那時候當地政策均可能會打中國絲絲來擊，也不利市場氣氛。」

恒指19000以下 兩年新高

不過，楊艷亦指出，下季若美元匯價見高回落，對港股則偏正面。過去幾個月美元不斷轉強，新興市場股市表現均不理想，但從總體經濟增長角度看，新興內股市也表現出色。原因是資金在流出，重返美國本土。但我們認爲，美國7月27日議息會議之後，市場對美國加息預期已反映得比較充分，屆時美聯儲加息便可見回落，港股走勢更加平穩。

綜合上述分析，楊艷認爲，假如她將下季目落到18,000至19,000點，機構投資者可以買入相關指數基金，並持有一至兩年，可望穩中求勝。

內房利好政策料陸續有來



今年以來濱江集團跑贏中海外及潤地



西澤投資管理楊艷認為，隨着內地政策利好內房股，預料新盤銷售最快於下季回暖，內房可看高一線。圖為福州私人住宅群。(中新社)

西澤投資管理基金經理楊艷除了看好招商銀行(3968)及中移動(0941)外，認為亦可留意內房股，指隨着內地政策利好，包括人民銀行接連下調按揭利率，預料內房新盤銷售最快於下季回暖，當中不少國企內房早於去年下半年開始已低價買地，而本季以來亦有個別財政穩健的民營內房積極增持土儲，這些項目均可望錄得理想盈利，相關股份可以看高一線。

雖然去年下半年以來內地房地產市場出現不少民企債務違約的壞消息，今年以來新盤銷售亦顯著下滑，惟楊艷認為，今年是內房「交易政策年」，料政府會繼續推出利好政策，推動市場回暖。「現在中央政府已經把房地產政策的制定開始下放至各個省市了，各個省市根據自身情況來制定限購政策、補貼政策、吸引人口及人才流入的政策，例如有些城市只要居民有三名孩子就可以多買一套房、不設限購，有些城市更只要求外地人交完社保也就可以買房了，所以各地政府是根據本身情況制定政策，我相信很多城市會繼續推出更多利好政策。杭

州是二線城市裏面最強的，它都出了這些政策，我相信另外比較強的三線城市，例如合肥和鄭州也會陸續有更多利好政策推出，所以今年對市場交易者來說是一個政策年，新盤銷售數據回暖最快要等到第三季。」

降按揭利率 間接振消費

人民銀行上周五宣布下調作為內地按揭利率基準的5年期貸款市場報價利率(LPR)0.15厘至4.45厘，加上本月15日已把首套個人住房按揭利率下限下調至「LPR-0.2厘」，鑒相連環下調按揭利率支持樓市。楊艷分析，此舉的確是內地政府未來最有抓手(即最有發揮空間)的利好樓市政策，「因為這個利率(首置按揭利率下限現為4.25厘)現在還是很高，而且就把它拿來與理財產品比較，理財產品的無風險收益率過去有5%，現在已經降至3%，那麼現在按揭利率便不能夠比理財產品的無風險收益率高那麼多，為什麼呢？因為以前大部分理財產品籌資所得是投資地產，所以現在這渠道沒有了，就看見收益率大幅度下行。(按揭利率明顯高於理財產品無風險收益率)不平衡的情況是不會持續太久的，所以貸款端的利率還是有空間去釋放。」

楊艷分析，目前內地經濟增長放緩，「做大蛋糕已比較難」，故此政府推出不少政策，包括是次下調按揭

利率，目標是為普羅百姓節省開支，提升可支配收入，以支持消費增長，「這其實最主要也是刺激消費的一種方式，假如按揭利率這麼高，借按揭貸款買樓者便不太可能增加消費，現在政府要積極推動居民消費，其中一個最有效的方法，便是下調按揭利率，使銀行減利，這樣亦可減低銀行按揭貸款的風險，所以我覺得趨勢是這樣，還會陸續有來」。

雖然楊艷沒有點名推介內房股，但卻分享選股思路，主要是選擇財政穩健、有能力在去年下半年行業低潮開始至今積極低價吸貨土儲的內房。

內房行業已去槓桿 項目利潤率趨合理

楊艷表示，過去因為市場競爭白熱化，內房買地開發住宅項目的利潤率也特別低，很多民企因此增加槓桿，以取得更多項目薄利多銷，但去年下半年以來，不少民企內房均出現債務問題，而且個別是在市場頗有影響力的企業，它們現在肯定已不能再加槓桿，部分更要退出土地市場，這樣其他企業若手頭上持有豐厚現金，它們買地的時候競爭對手減少，機會便會比前多，內房行業也可以回到一個正常的利潤率。

「我們去年下半年開始看到很多國企買入不少住宅土地，因為當時很多民企已沒有錢，而即使是有錢的民企

也不敢拿地，擔心難以發新債融資來還舊債。本季開始陸續發出一批能力比較強的民企，例如濱江集團(深: 002244)就陸續在杭州區域拿地。去年下半年開始內房買入的住宅土地，肯定比去年上半年或之前買入、現在正開始銷售的項目利潤率高，未來幾個月若疫情受控，新盤銷售回暖，這些項目料可取得理想回報。」

瑞銀看好新經濟 科技股上周轉強

瑞銀財富管理環球家族及機構財富亞太區聯席主管李良雄及新興市場策略發展主管黃慰恩在上期《Money Monday》封面故事表示，內地未來一段時間仍會繼續以科技創新、技術進步推動經濟增長，而內地新經濟企業基本面非常良好，不論已上市或未上市公司均有很多投資機會。

上周恒指急升818點或4.11%，中資科技、醫療及新能源等新經濟股百花齊放，而阿里巴巴(9988)、比亞迪(1211)、美團(3690)、藥明生物(2269)、京東(9618)及舜宇光學(2382)均屬推升恒指的十大藍籌之列。