

# 香港楼市交投趋冷 将迎“最坏时刻”

□本报记者 黄莹颖

去年底至今,香港政府的调控政策仍然持续降温楼市,一方面是成交量急速下滑,另一方面楼价已止升平稳,并有下滑的趋势。香港业内人士普遍的预期是,未来香港楼价可能下跌两到三成,目前仍还不能算是“最坏时刻”。

不过也有分析人士指出,楼市即使转向下调调整,速度和幅度也会相当温和。有部分开发商预期香港政府后续会调整政策,而一些投行也仍给予香港本地开发商买入的评级。

## 楼市调控见成效

去年四季度至今,在香港政府推出多项“辣招”之后,香港楼市交易明显趋冷,房价也日趋平稳。到今年八月中旬,香港一手楼注册数突破5000宗,而去年在六月前就已超过这个水平。据美联物业资料研究部综合土地注册处资料显示,不包括一手公营房屋,截至8月20日,今年香港一手楼注册量为5034宗,与去年同期相比,宗数大幅下跌近40.3%。与此同时数据显示,今年第二季度香港楼价同比仅上升1%,大幅低于一季度。

而楼市交投的趋冷已明显冲击香港地产中介。香港地产中介美联集团半年报显示,其上半年业绩表现惨淡,亏损近8872万港元,去年同期为盈利1.473亿港元,业绩明显大幅下滑,其中香港住宅佣金减少幅度最大。此外,另一地产中介半年业绩也遭遇同样境遇,公开数据显示,香港中原地产业绩同比下跌25%。

尽管成交量下滑明显,但楼价仍然相对坚挺,中原地产研究部指出,今年8月12日至18日中原城市领先指数CCL暂时止跌,在连跌两周后,按周上升0.41%,为七周以来最大升幅。不过这一情况可能会改变,有分析预期2014年香港



新华社记者 李鹏 摄

楼价下跌幅度可能达到10%~15%,2015年可能再跌15%-20%。

## 印花税遏制内地买家入市

从阻击炒房客的实际效果看,香港政府的多项政策已起到明显作用。去年10月香港推出针对非香港永久居民的15%买家印花税,今年2月再推出双倍印花税,令外地投资者购买香港房产的税务负担最高可达物业价值的23.5%。

此前的数据显示,内地买家最高时曾占到香港新楼盘成交量的四成,不过最新的数据显示,内地投资者热情已明显退潮,香港中原地产数据显示,2013年第二季度,香港私人住宅市场,已知内地个人卖家比例,占宗数3.6%,占金额3.9%。与2012年第四季度的4.1%及5.5%相比,分别下跌0.5及1.6个百分点,反映内地业主惜售,倾向长期持有香港房产。第三季度的数据则显示香港私人住宅市

场,已知内地个人买家比例,占宗数6.3%,占金额8.0%。比例较2012年第四季的10.9%及16.8%,分别下跌4.6及8.8个百分点,反映买家印花税成功遏制内地买家入市。

香港中原地产研究部高级联席董事黄良昇指出,实施买家印花税半年以来,成功遏制了内地买家入市,推低了内地买家比例。但同时亦令内地业主倾向长期持有香港房产,同时推低内地卖家比例。

## 时隔一年再现负资产个案

对于此前购房者来说更糟糕的情况是,炒房套利不成反而因此成为“负资产”。此前香港金融管理局公布负资产住宅按揭贷款的调查结果显示,今年第二季度,负资产住宅按揭贷款宗数为27宗,截至6月底,负资产按揭贷款涉及的金额为1.11亿港元,其中无抵押约为200万港元。这也是时隔一年再次出现负资产个案。香港金管局表示,这次出现负资产个案,主要是

涉及一些银行职员住屋按揭贷款。这类贷款的按揭成数一般较高,故此容易形成负资产。

对此美联创办人及主席黄建业分析,目前楼市已经见顶,更多的购房人士由于借贷比率较高,有可能在今年底出现负资产情况。

大规模出现负资产的情况曾在1997-2003年上演。不过有地产中介业内人士则指出不应过分担忧。中原按揭经纪董事总经理王美凤指出,目前借款人对于楼市按揭风险的防守力较高,置业性质差异也比较大,即使楼价下跌带来负资产,也不会是1997至2003年的情况。

王美凤认为,目前按揭杠杆率低,平均按揭成数仅为55%,远低于2003年负资产高峰期时的65%。从这个平均数字看,楼价需下跌超过45%,负资产才会广泛出现,然而,1997年楼市与现时最大的不同之处,在于1997年投机性高,炒风普遍,确认人转售比例

曾高达近10%;而目前投机成分几近消失,楼市以自住或长线投资者支持为主,这使得楼市即使转势向下调整,速度和幅度也会相当温和,不易出现大量炒家亏本离场引致楼价大跌的现象。

## 楼市悲观情绪延续

悲观的预期仍会持续,黄建业认为,香港楼市会衰三年,楼价估计会跌两到三成。”黄建业指出,香港楼市最坏时期仍未来临,目前才刚开始转差,政府推出打击楼市的措施,导致楼价轻微下跌,但成交量大幅下滑,未来如果资金大幅流出或出现加息,香港楼市将进一步转坏。

不过,香港业内人士普遍认为这次楼市调整不会重复1997-2003年楼市暴跌的情况。

黄建业预计,这次调整时间会比较短,大概在三年左右,而出现大跌7成的机会比较小,除非出现大规模的资金撤离、加息。估计跌幅两到三成的可能性较大。目前仍存在许多积极因素,一是全球资金泛滥;二是香港开发商内地业务开展较好,可以获得现金流;三是整体借贷比率仍然低,不会有大规模负资产;四是股市持续波动,楼市仍然有一定吸引力。

也有部分开发商预期港府后续会调整政策。嘉里建设总裁兼首席执行官黄小抗在中期业绩发布会表示,对香港未来的楼市抱着审慎乐观态度,相信刚性需求仍然存在,未来供求能够逐渐趋平稳。香港政府应已听到各方对“辣招”的意见,相信政府会作出调整及跟进。

实际上,从大行对香港本地地产公司的评级看,亦未太过悲观。高盛近期的评级报告显示,将新鸿基地产盈利预期下调7.7%-4.2%,目标价由148.3港元微降至148港元,但仍维持其“买入”评级,理由在于随着资产周转稳步复苏,加上推出更多项目,有助提升新鸿基的账面获利及缩小其资产净值折让。

## 中东担忧升温 汇市回归避险模式

□中信银行金融市场部 胡明

本周,叙利亚问题不断升级,美法英都已经表态可能会对叙利亚发动攻击,政局不确定性导致全球金融市场的波动性飙升,避险情绪推升传统避险货币日元和瑞郎,而包括澳元、纽元在内的高风险货币则遭到抛售,外汇市场有回归到避险交易模式的迹象。

显然,随着叙利亚问题的不断发酵,美国使用武力解决叙利亚问题的概率在增长,市场对于美国军事介入叙利亚问题的担忧不断增加。美国国防部长哈格尔表示,如果奥巴马下令对叙利亚采取行动,对该国的军事打击将“整装待发”。而美国国务卿克里则称叙利亚政府使用化学武器袭击平民“无可否认”,并称这是一次“道德败坏”的行动。避险情绪导致市场资金不断涌入黄金和债券市场,寻求避险,而股市则备受打压。

不过,美元指数却并未因为避险原因而出现走高,反而是有所回落。一方面原因在于市场对于美国财政状况的担忧。原本美国两党就即将再次面临债务问题谈判,如果国会不能提高联邦政府债务上限,美国可能于10月份面临财政违约的窘境。而一旦美国决定武力打击叙利亚,那么财政赤字将再度增加,这必将加大美国两党谈判的难度。

另一方面,美元指数中接近60%的权重都是欧元汇率,而近期欧元始终坚挺的表现也削弱了美元指数总体避险性的特征。欧元强势主要是因为欧洲经济表现相对意外程度高于美国,导致有资金流入“价格低洼”的欧元资

## ■ 大行研报

### 花旗调降合生目标价

花旗28日发布研报指出,将合生创展(00754.HK)目标价由24.3港元降至24港元,重申评级“买入”。合生中期业绩略逊于预期,前七月合同销售额为62.8亿元人民币,要达到全年目标150-180亿元人民币有难度。其管理层指出,随着推出4-5个新项目,下半年可出售金额逾400亿元人民币,料情况将出现改善。但由于在主要城市难以补充土地,故不期望集团销售会大幅提升。

花旗指出,该集团管理层还指出,未来集中投资商业物业,并将持有重点发展项目,选择性地放弃非核心项目,如车位及街铺等。目前集团有7个在建及营运中的商业物业,预计下半年将有3个新项目进入市场,2014-2018年再有7-8个项目推出,期望租金收入占整体收入可在5年时间内升至20%。但因近期缺乏正面催化剂,料股价短期受压。

### 瑞银调降康师傅评级

瑞银28日发布研报指出,将康师傅控股(00322.HK)目标价由23港元降至19.6港元,评级由“买入”下调至“中性”。瑞银指出,康师傅中期业绩尚可,只是难以在行业激烈竞争下独善其身。尽管集团推出积极的推广活动,整体茶类饮品需求仍然在不断下行,因为消费者有更多其他选择。该行下调康师傅茶类饮品收入增

产。当然,欧洲债务危机成为投资者忽略的因素也是欧元表现坚挺的原因,毕竟近期债务危机相关的负面消息仍不绝于耳。

而与之相反,日元的避险特征则表现明显,美元兑日元汇率从99的高点连续下滑,并一度跌破97关口。从短期来看,可能的叙利亚战争以及美联储退出宽松政策都将致使日元汇率继续受到避险情绪的支撑。但从中期来看,日元的走势还是要取决于“安倍经济学”的走向,如果市场能够再次形成“安倍经济学”加码的预期,日元则仍有再次贬值可能。

目前,日本政府正在举行长达一周的听证会,以听取社会各界对于政府上调消费税的看法。显然,上调消费税政策并不受到广泛认可,但这却是减少日本公共债务的必要之举。因为日本负债已经超过1000万亿日元,财政负担问题始终令人担忧,政府必须在近期内确定上调消费税来填补政府赤字。但这也可能导致刚刚有所起色的经济受到打击,所以,宽松的货币政策予以对冲应该是必需的,一旦如此,日元贬值的压力将会重现。市场需要明确观察明年4月的时间节点,这既是可能的消费税上调节点,亦是通胀目标制定一周年之际。

总结而言,在突发政治风险事件面前,市场的避险情绪逐步体现,但是美元指数想要从中受益关键还在于市场情绪需要进一步恶化,焦点完全聚焦于避险。而对于中期,基本面向上还是左右汇市的主要因素,经济表现与宽松政策退出的意外程度将是美元指数能否摆脱目前相对弱势的关键。

长,以及方便面及饮料的利润预测,相信康师傅与统一(00220.HK)的竞争将持续,竞争时间之长短或远超投资者预期,因为统一追求市场份额多于短期盈利。瑞银同时下调康师傅2013-2015年盈利预测17%/19%/20%。

瑞银还指出,随着康师傅下半年饮料产能增加33%,其利用率将于年底降至50%以下,潜在的供大于求风险存在,令瑞银对该集团2014年饮料业务利润前景持审慎态度,故下调其评级。不过,该行也相信,康师傅与百事整合的事宜或可带来正面作用。

### 高盛调降国航H股目标价

高盛28日发布研报指出,维持中国国航(00753.HK)“中性”评级,目标价由6.3港元降至5.8港元。高盛指出,国航撤除特殊项目前盈利50万元人民币,远低于8亿元盈利预期,同时营业额同比下跌3.6%。该行认为,盈利下降主要是因为客运收益逊于预期。联营收入方面则符合预期,主要受惠于国泰航空(00293.HK)股权贡献,其成功同比转为盈利1.69亿元人民币。

高盛指出,尽管目前环境挑战较大,但国航仍取得13亿元人民币营运利润,主要因其有效的引入需求及利用特惠票填满航班,令整体运载因素升0.9个百分点。预期近期环球贸易需求仍疲软,货运业务将继续影响公司盈利能力。(张枕河 整理)

□香港胜利证券 王冲

中东局势紧张打击了全球市场,美股周二下挫,亚太股市周三随之普跌,菲律宾、泰国等股市重挫,港股亦受累下跌。恒生指数报21524.65点,下跌350.12点,跌幅为1.6%;大市成交631.02亿港元。恒生分类指数全部下跌,金融跌1.63%、工商跌1.34%、地产跌1.75%、公用跌1.56%。

外围方面,隔夜道指跌170点或1.14%,美军出兵叙利亚的可能性增加,吓坏了全球投资者。标普500指数收市下跌逾1%,纳斯达克指数跌逾2%,芝加哥期权期货交易所波动指数(VIX)直线跳涨,创下9周新高。避险资产受到支持,日元、瑞郎和黄金大涨,欧元受到德国8月IFO商业景气指数强劲支持,表现也相对强劲。美国国防部长周二表示如果奥巴马总统下令攻击叙利亚,美国军方已经做好了攻击的准备。在目前战争可能出现的情况下投资者选择一些较安全的资产,推升了金价和

美国与德国国债价格,石油价格也上涨3%。珠宝零售商蒂凡尼季度业绩优于预期,股价早盘上涨,但随后因投资者担忧美国销售放缓,股价转跌。Facebook在近期股价强势后回吐4.1%。原油、金价、美国国债以及全球股市的走势均反映了对叙利亚或将开战的担心,而这种悲观情绪或会成为市场的一个不明朗因素。

预计亚太市场的这种弱势仍将持续,在外围环境恶化的前提下,防守股及高息股或会短期走强,直到叙利亚局势变得明朗。弱势行情下,近期走势较强劲的公司或会有持续性,比如富士康(0038.HK)、吉利(0175.HK)、长城(3233.HK)、好孩子(0086.HK)、统一(0220.HK)及中国无线(2369.HK)等中期业绩好于市场预期的股票。

过去一年以来的强势股金山软件(6888.HK)的中期业绩和预期相差不大,盈利按季下跌是因为股份报酬开支上升,以及第一季度出售资产的一次性收益,年化市盈率约是22倍,对一家中期净利按年

升71%的公司仍不算太过分。同时有报道指出,政府部门被要求采用正版软件,也刺激了软件股的上升,包括主营税务的擎天软件(1297.HK)和金蝶软件(0268.HK)。另外就是神州数码(0861.HK),虽然公司中期业绩不甚理想,IT分销业务下滑,但是投资者可能没注意到其正处于转型之中,新的热点包括云计算和智慧城市,而后者已经开始盈利,且是政府重点支持项目。此外公司有关通过吸收合并将神州数码信息服务实际并入深圳太光电信(000555.SZ),而后者复牌后连续大涨,将会提高公司的每股净资产,目前公司市值处于明显低估,可以适当留意。

隔夜油价大升,完全盖过了中石油(0857.HK)及昆仑能源(0135.HK)高管被调查的消息。以往亦有大企业如中国移动(0941.HK)及内银股高管被调查,很可能因为这些公司的巨大规模,市场普遍会视作个别例子,而不是整家公司出现问题,在操作上,我们认为中石油和昆仑能源的人事问题只

是短暂影响,由此产生的下跌将会带来买入良机,因为毕竟作为处于垄断地位的公司,人事的变动不会影响公司的盈利模式和行业地位。

另一方面,香港媒体报道称,李嘉诚有兴趣通过其持有50%股份的CEF购入金矿资产。再加上隔夜金价上升,紫金(0899.HK)及招金(0818.HK)受追捧。珠宝股如周大福(0929.HK)、六福(0590.HK)及周生生(0116.HK)可作为选择。

汽车股方面,刚刚公布业绩的长城汽车(2333.HK),看点在于订单大增,产品供不应求,年底将会有一两款新车发布,使得市场憧憬,而吉利汽车(0175.HK)极为突出的半年业绩不仅显示其自身结束了自2010年开始的利润下滑,也是国内汽车行业普遍回暖的缩影。

尽管欧美市场和多数新兴市场走势不佳,但A股市场近期却较为强势,消息面上,由于内地上交所呼吁推出T+0的交易制度,刺激了市场热情。近期A股在经济起稳的大环境下,不时的好利好确实可以提高投资者参与度。近期如我们之

# 配股有利于充实银行资本实力,支撑各项业务发展

招商银行为了迎接利率市场化改革的挑战以及满足新的资本监管要求,同时助力自身的中长期发展战略,将通过A+H股配股融资的方式,补充资本金,提高资本充足率,继续推动“二次转型”战略,实现新的腾飞。

近期,有关部门不断加强银行业的监管力度。自2011年4月中国银监会颁布了《关于中国银行业实施新监管标准的指导意见》第44号文以来,中国银行业正式拉开了三版巴塞尔协议同时实施的大幕。2012年6月银监会正式发布了《商业银行资本管理办法(试行)》对征求意见稿进行了全面的修订,并于2013年1月1日开始实施。管理办法设置了资本充足率过渡期内的分年度达标目标。中国银行业非系统重要性银行最迟在2013年底必须达到最少8.5%的一级资本充足率,系统重要性银行最迟在2016年底达到最少9.5%的一级资本充足率。

另一方面,央行继续推进利率市场化改革,全面开放金融机构贷款利率管制。自1996年我国以放开同业拆借市场

利率为突破口,正式启动了利率市场化改革以来,至2013年7月20日起全面放开金融机构贷款利率管制,央行通过改革鼓励金融机构不断提高自主定价能力,转变经营模式,提升服务水平,加大对企业、居民的金融支持力度;优化金融资源配置,更好地发挥金融支持实体经济的作用,更有力地支持经济结构调整和转型升级。

利率市场化实施的增速加剧了银行的资金需求。有关报告显示,贷款在中国银行业的利润中占据很大的份额,假设净利率收入下滑10%,而资产增加15%,那么中国银行业将不得不在未来两年内筹集500亿美元至1,000亿美元的新资金,以保持当前的资本充足水平。

## 招行二次转型及“两小”战略

招行自2010年开始实施“二次转型”,加快向内涵集约发展模式转变,确立了提高资本效率、贷款风险定价、费用效率、价值客户和风控水平五大目标。面对2012年复杂多变的外部形势,

招行继续扎实推进“二次转型”,取得了良好成效。

“两小”战略是招行基于外部环境、约束条件和市场需求变化趋势做出的重大战略选择。相比于大中型企业,“两小”业务具有明显的“低资本消耗、高收益水平”特征;从市场需求看,是把握经济转型机遇的迫切要求。中国小企业、小微企业数量众多,资金需求缺口巨大,当前支持“两小”企业的金融服务水平仍处于起步阶段,发展前景极其广阔。因此,招行提出了以“两小”业务为重心,大力调整信贷资产结构,构建专业化经营体系,打造“两小”金融服务品牌的发展战略。

## 通过配股融资助力“二次转型”及“两小”战略推进,实现新的腾飞

面对国内外严峻经济形势、监管约束不断趋严及银行业竞争越发激烈等新的挑战,招行将加快推进“二次转型”及“两小”战略的实施,在平衡业务发展增速和资本约束的前提下,优化资产负

债结构,提高风险定价水平,大力发展中间业务,提高费用效能。同时,通过优化管理架构和流程和完善风险控制制度等措施,提高经营管理效率和强化风险管理能力,从制度上保证“二次转型”及“两小”工作的推进。本次融资将及时有效地补充招行的核心资本,解决“二次转型”及“两小”的资本瓶颈,为“二次转型”及“两小”战略的深入推进和成功实施提供坚实基础和有力保障,使股东能继续分享招行的成长收益,获取更为丰厚的投资回报。

## 满足监管要求,解决资本瓶颈

招行本次“A+H”配股的融资规模最高不超过348.8亿元人民币,募集资金在扣除相关发行费用后全部用于补充资本金,提高资本充足率,对招行资本充足率持续满足监管机构的要求具有积极意义。

相关数据显示,自2010年4月招行进行上一轮融资配股后,招行总资本及净利润实现快速稳定的增长。招行净利

润自2010年的257.7亿元人民币增长至2012年的452.8亿元人民币,年平均增长率达到了32.6%。总资本自2010年的2.40万亿元人民币增长至2012年的3.41万亿元人民币,年平均增长率达到了19.2%。市场分析人士指出,此次配股融资预计将使公司核心资本充足率提高约1.4个百分点,从而能够满足愈发严格的资本监管要求,支持未来各项业务快速发展。招行是在新的资本监管标准出台后创先提出再融资的主要银行,扫除了市场对于银行再融资的疑惑。随着未来升息周期的发展,和银行二次战略转型的进一步推进,加之招行在管理效率、业务结构和发展战略方面都具有明显优势,此次融资成功将补充招行进一步发展所需的资本金,有利于未来招行健康、持续发展,加强竞争优势。

## 给予现有股东公平的认购机会 避免摊薄现有权益

招行此次以配股方式进行再融资,一方面可以有效兼顾到境内及境外现

有股东的利益,在最小程度上避免对现有股东利益的摊薄;另一方面也给予大、小股东相同的选择认购机会,使招行的全体股东利益保持一致。而且,配股价格相对市价而言可能有一定折让,也体现出招行对现有股东的优惠及补偿。让现有股东以相对较低的成本投资招行,并且分享招行未来的现金股利分红和其价值提升。

本次融资预计将使招行的资本充足状况得到进一步提升,并将进一步推动招商银行通过内生资本积累实现中长期战略发展目标,包括“二次转型”及“两小”战略,未来五年,招商银行将进一步推动盈利模式由规模驱动型向价值挖掘型的转变,继续全面贯彻落实二次转型的各项措施,提高内生资本补充能力,增强风险抵御能力,为未来各项业务持续、健康发展提供资本保障,长远而言有利于为股东创造更丰厚的回报,使得股东利益获得持续提升。

## 招行此次以配股方式进行再融资,一方面可以有效兼顾到境内及境外现