

## 香港股市策略

### 国企私有化步伐加快

- 在过去两个月，出现了三宗国企私有化的案例，反映私有化步伐正在加快。
- 最新的案例是大昌行集团（1828.HK），我们在6月13日的研报中已提出了其可能性。
- 在此报告中，我们更新了有机会私有化的H股和红筹股名单。
- 最新的私有化案例通常具有两个共同特征：（i）股价低于账面值；（ii）大股东持股超过50%。现时的案例显示高负债比率并非私有化的主要障碍。

#### 两个月内有三宗国企私有化案例

自我们9月10日发布有关国企私有化的研报（PDF）后，过去几周又出现两宗国企私有化案例：中航国际控股（0161.HK）和大昌行集团。这再加上9月初宣布私有化意愿的华能新能源（0958.HK），令过去两个月的国企私有化案例达到三宗。这符合我们先前提出的论点，即是随着多个上市平台的股价长期低于账面值及失去集资功能，将会出现更多国企私有化案例。我们在6月13日的研报中已提到大昌行集团有机会被私有化（PDF）。

#### 国企私有化案例的两个共同特征

在图1的六个最新的国企私有化案例中，都有两个共同特征：（i）在宣布私有化提案前，所有这些股票的股价都低于账面值（0.24-0.91倍）；（ii）除冠捷科技（0903.HK）外，主要股东持有这些公司50%以上股权。高负债比率并不是私有化的主要障碍，当中华能新能源和中航国际的净负债权益比分别达158%和68%。

#### 更新了筛选方法

基于最新的国企私有化案例，我们筛选出一些从私有化角度而言较值得关注的国企（H股和红筹股）：（i）市净率低于0.9倍；（ii）控股股东持有超过50%股权；（iii）撇除市值低于20亿港元（对机构投资者而言市值太小）或高于300亿港元（私有化成本或太高）的公司；（iv）三个月平均每日成交额不低于100万港元（如果成交量太低，机构投资者将难以吸纳）。根据这些条件，我们筛选出28只股票（图2）。对于一些相信不太可能提出私有化的股票，我们在备注中列出了原因。

#### 一些公司或只进行局部私有化

图2中的某些公司或不会作出全面的私有化。有些公司可能只会把H股平台私有化，这是由于H股和A股之间存在巨大估值差距。例如，东方电气-H（1072.HK）的市净率为0.42倍，东方电气-A（600875.CH）的市净率为0.99倍。中船防务（0317.HK/600685.CH）的情况亦相似，H股的市净率为0.74倍，而A股的市净率为2.29倍。

#### 地区性银行的股权结构较分散，较难作私有化

多家区域性银行的股价均较账面值低40%至70%。但是，由于它们的股权结构非常分散，因此没有在图2中列出。它们的大股东（通常是地方政府）一般仅拥有公司15-20%权益。从大股东的角度看，私有化成本将十分高。

#### 分析员

王志文 (香港证监会中央编号: AIU435)

T (852) 3698 6317

E cmwong@chinastock.com.hk

刘彦麟 (香港证监会中央编号: BME248)

T (852) 3698 6393

E marklau@chinastock.com.hk

图1: 近期国企私有化案例

股票代码	公司	要约价 (港元)	根据要约价 计算的市净率 (倍)	私有化公告前的 收盘价 (港元)	公告日期	备注
1133 HK Equity	哈尔滨电气	4.56	0.44	2.5	24-Dec-18	就要约收到的有效接纳书略低于要求水平
1136 HK Equity	亚洲卫星	10.22	1.1	8.28	24-Jun-19	成功退市
903 HK Equity	冠捷科技	3.86	0.76	2.73	12-Aug-19	中国电子持有公司少于50%股权
958 HK Equity	华能新能源	3.17	0.95	2.17	2-Sep-19	2019年9月2日公布拟进行私有化,并于2019年10月3日公布要约价
161 HK Equity	中航国际控股	9.00	1.18	6.97	2-Oct-19	
1828 HK Equity	大昌行集团	3.70	0.72	2.69	20-Oct-19	

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

**图2: 估值表**

股票代码	公司	要约价 (港元)	市值 (百万港元)	市盈率(倍)	2019年 市盈率 (倍)	2020年 市盈率 (倍)	市净率 (倍)	2019 股息率 (%)	三个月日均成交额 (百万港元)	备注
2380 HK Equity	中国电力	1.64	16,083	9.85	7.18	5.87	0.48	7.58	20,305,110	国家电力公司的主要上市平台
604 HK Equity	深圳控股	3.13	27,162	7.09	7.45	6.80	0.64	5.75	20,229,330	估值接近大型中国地产股的水平
2386 HK Equity	中石化炼化工程	4.68	20,723	10.58	6.75	6.02	0.70	6.96	20,146,080	
363 HK Equity	上海实业控股	14.86	16,156	4.81	4.77	4.64	0.38	7.43	17,073,780	
606 HK Equity	中国粮油控股	2.60	13,673	13.10	11.30	8.58	0.47	2.58	10,577,850	母公司的主要香港上市平台
308 HK Equity	香港中旅	1.22	6,657	9.15	9.61	9.84	0.41	4.18	10,011,470	母公司的主要香港上市平台
956 HK Equity	新天绿色能源	2.28	8,471	n.a.	5.18	4.67	0.77	7.49	9,882,600	
317 HK Equity	中船防务	5.87	18,438	n.a.	23.43	28.98	0.74	0.38	8,551,955	
816 HK Equity	华电福新	1.45	12,192	4.83	4.40	3.78	0.50	5.36	6,733,385	
3983 HK Equity	中海石油化学	1.99	9,174	7.01	8.62	8.23	0.59	5.69	6,297,251	
2006 HK Equity	锦江资本	1.20	6,679	8.52	8.02	7.46	0.67	7.58	6,057,110	
934 HK Equity	中石化冠德	3.27	8,130	6.59	6.03	5.75	0.68	4.86	5,554,042	中石化旗下为数不多的红筹股平台之一
337 HK Equity	绿地香港	2.86	7,985	3.41	3.53	n.a.	0.67	n.a.	5,108,990	
1072 HK Equity	东方电气	4.42	29,638	9.15	8.78	7.98	0.42	3.36	4,077,598	
1829 HK Equity	中国机械工程	3.20	13,202	5.34	5.27	4.96	0.72	7.69	2,890,499	
297 HK Equity	中化化肥	0.80	5,620	8.55	8.59	8.80	0.66	2.08	2,676,300	
1811 HK Equity	中广核新能源	0.99	4,248	5.84	5.26	5.05	0.60	7.13	2,663,294	
207 HK Equity	大悦城地产	0.86	12,239	9.22	8.81	7.75	0.39	4.64	2,226,104	估值接近大型中国地产股的水平
579 HK Equity	京能清洁能源	1.38	11,377	4.98	4.78	4.36	0.47	5.79	2,033,168	
1065 HK Equity	天津创业环保股份	2.86	9,531	8.51	n.a.	n.a.	0.63	n.a.	1,815,915	
978 HK Equity	招商局置地	1.09	5,347	3.77	n.a.	n.a.	0.59	9.26	1,778,690	
1122 HK Equity	庆铃汽车股份	1.84	4,557	8.55	n.a.	n.a.	0.54	n.a.	1,621,893	
1045 HK Equity	亚太卫星	2.97	2,765	5.98	n.a.	n.a.	0.48	n.a.	1,414,846	
517 HK Equity	中远海运国际	2.02	3,097	12.28	n.a.	n.a.	0.39	n.a.	1,396,575	
1205 HK Equity	中信资源	0.49	3,850	5.21	n.a.	n.a.	0.62	n.a.	1,396,069	
1798 HK Equity	大唐新能源	0.79	5,746	4.76	4.21	3.54	0.47	3.93	1,345,096	
3382 HK Equity	天津港发展	0.70	4,311	13.21	n.a.	n.a.	0.36	n.a.	1,237,246	
230 HK Equity	五矿地产	1.13	3,782	3.30	4.19	3.90	0.29	7.88	1,070,398	

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

## 评级指标

- 增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%
- 减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下
- 持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

## 版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888