

市场策略

五月前沽货，候低再吸纳

恒指图表上确认利空走势，加上过去两星期出现一连串企业配股，及预期经济数据和企业盈利指引疲弱，重申估计恒指将再度回调，形成“第二只脚”才见底回升。建议趁反弹沽货离场，等待更好入市时机，在恒指回落至 22,000-23,000 时买入增长股及复苏概念股。

- **“上升楔形”看跌形态形成。**恒指自触及 21,139 低位后，已形成“上升楔形”。支撑线昨日被打破，确认了利空形态。恒指料下试 22,800。标普 500 指数亦形成类似形态。
- **主要股东减持股份。**过去两星期恒指徘徊在 24,000，包括中生制药 (1177 HK) (恒指成份股) 及中国燃气 (384 HK) (国指成份股) 在内一些企业的主要股东于此时减持股份。上一次企业大规模配股出现在今年 1 月，当时恒指接近见顶，可见市场近期一连串配股并非好兆头。
- **表现最好的行业或面临获利回吐的压力。**过去几个月市场持续动荡，期间互联网，医疗及物业管理股份表现坚挺，反弹幅度最大，股价重回高位。这些板块受疫情大流行影响较小，收益能见度较高，但既然股价已大幅度跑赢，在大市回落时或反而出现较大获利回吐沽压。
- **估值虽低，但建议五月前沽货。**虽然现时恒指仍然便宜 (2020 年预测市盈率 10.3 倍；市帐率 1.01 倍)，对长线投资者具有吸引力，但企业盈利预测或会进一步下调。由于新冠肺炎疫情仍然对全球经济和企业收益构成巨大的不确定性，迭加油价暴跌增加了企业破产和违约风险，因此今年“五穷月”季节性疲软很大机会发生。
- **增持工程机械及设备股；买入互联网/医疗/汽车/消费股。**行业策略方面，目前偏好工程机械及设备股，主要受惠内地基建政策。建议等待更好入市时机，买入互联网和医疗等增长股，以及汽车和非必需消费等复苏概念股。

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	23,794
52 周高/低位	30,112/21,139
大市 3 个月日均成交	HK\$121.3bn

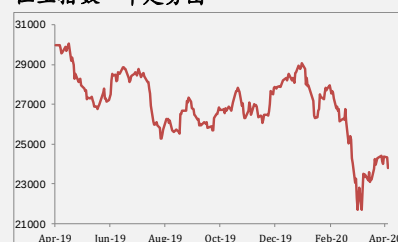
资料来源：彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1-月	4.3%	5.4%
3-月	-16.0%	-14.0%
6-月	-11.2%	-8.7%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

相关报告

1. 市场策略：评估中国经济复苏及对港股影响 - 2020 年 4 月 6 日
2. 市场策略：港股防守力较美股强 - 2020 年 3 月 18 日
3. 市场策略：疫情大流行及“熊市”下的机遇 - 2020 年 3 月 16 日
4. 市场策略：油价暴跌对经济及股市影响 - 2020 年 3 月 10 日
5. 3 月港股策略报告：疫情扩散海外，恒指反弹再寻底 - 2020 年 3 月 4 日

第一轮反弹或已告终

技术分析：恒指形成利空“上升楔形”

自从恒生指数在 3 月 19 日于 21,139 见底，已升抵 38.2% 黄金比率反弹目标 24,207，并于过去两周在 24,000 以上遇到较大阻力（图 1）。

恒指在反弹的同时，营造了“上升楔形”利空形态，期间大市成交下滑，反映上升动力减弱，结果恒指于 4 月 21 日跌穿楔形底部，走势转弱，恐已确认反弹告终，估计将至少回落至 4 月初低位 22,800（图 2）。

图 1：恒指已升抵 38.2% 黄金比率反弹目标 24,207



资料来源：彭博及招银国际证券

图 2：恒指跌穿上升楔形底部



资料来源：彭博及招银国际证券

美股之反弹力度更强，标普 500 指数于 3 月 23 日见底后，已升抵 50% 黄金比率反弹目标（图 3）。标普 500 指数同样营造了“上升楔形”利空形态，期间大市成交下滑，上升动力减弱，结果亦于 4 月 21 日跌穿楔形底部，走势转弱（图 4）。

图 3：标普 500 指数已升抵 50% 黄金比率反弹目标



资料来源：彭博及招银国际证券

图 4：标普 500 指数跌穿上升楔形底部



资料来源：彭博及招银国际证券

主要股东减持股份

过去两星期恒指徘徊在 24,000，中生制药 (1177 HK) (恒指成份股)、中国燃气 (384 HK) (国指成份股)、龙湖 (960 HK) 及美东汽车 (1268 HK) 的主要股东于此时减持股份。前三家公司为大型股份，市值超过 1,000 亿港元。

上一次企业大规模配股出现在今年 1 月，当时恒指接近见顶，可见市场近期一连串配股并非好兆头。

表现最好的行业或面临获利回吐的压力

我们比较各个主要板块自 1 月 20 日起的股价表现，以及它们自谷底反弹的幅度。

过去几个月市场持续动荡，期间互联网，医疗及物业管理股份表现坚挺，反弹幅度最大，股价重回高位。虽然这些行业受疫情大流行影响较小，收益能见度较高，但既然股价已大幅度跑赢，在大市回落时或反而出出现较大获利回吐沽压。

图 5：行业表现 – 自市场见顶后的表现 / 谷底反弹的幅度

行业	自谷底反弹 (%)	与 1 月 20 日收市相比 (%)
物业管理	43.8	26.0
医药	32.6	-1.0
非必需消费	32.2	-19.5
电讯营运商	28.8	-23.2
互联网	28.5	0.3
机械及设备	25.2	-2.4
中国房地产	23.7	-14.3
香港房地产	23.5	-16.6
新能源	21.9	-16.3
香港公用	21.7	-8.5
中国保险	20.1	-24.3
科技硬件	19.9	-28.8
非银行金融	19.1	-18.4
教育	18.4	-16.9
汽车	17.4	-16.9
必需消费(食品)	15.8	-15.4
房产基金(REITs)	14.1	-23.1
恒生指数	12.6	-17.4
交通运输	11.1	-19.3
香港/国际银行	7.0	-30.0
中国银行	6.1	-11.5

资料来源：彭博及招银国际证券，截至 4 月 21 日

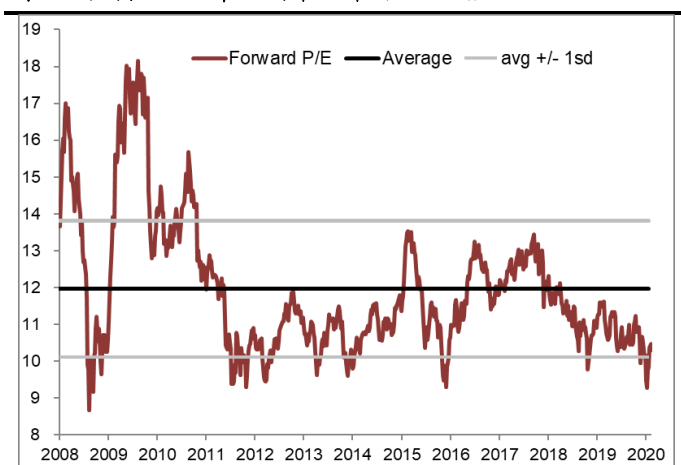
估值虽低，但建议五月前沽货

我们认为现时恒指仍然便宜 (2020 年预测市盈率 10.3 倍；市帐率 1.01 倍)，对长线投资者具有吸引力，但考虑到疫情及油价大跌对全球经济和企业盈利造成冲击，并带来巨大不确定性，美国和中国企业于公布首季业绩时或给出保守的盈利指引，因此盈利预测或有进一步下调空间。

我们在 4 月 6 日的[策略报告](#)中指出，在大规模抛售及反弹后，港股及美股通常会再下跌，形成“第二只脚”，并预期恒指在短期反弹至 24,200，然后在再度下跌形成第二只脚才真正见底。我们仍然维持这个看法。

建议趁反弹沽货离场，在接下来的一至两个月等待更好入市时机 (恒指回落至 22,000-23,000)。现时由于新冠肺炎疫情仍然对全球经济和企业收益构成巨大的不确定性，迭加油价暴跌增加了企业破产和违约风险，因此今年“五穷月”季节性疲软很大机会发生。

图 6：恒指 2020 年预测市盈率为 10.3 倍



资料来源：彭博及招银国际证券

图 7：恒指市帐率为 1.01 倍



资料来源：彭博及招银国际证券

增持工程机械及设备股；候低买入互联网/医疗/汽车/消费股

行业策略方面，目前偏好工程机械及设备股，主要受惠内地基建政策。(详见 4 月 13 日 [行业报告](#))

建议等待更好入市时机，买入互联网和医疗等增长股，以及汽车和非必需消费等复苏概念股。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。