

# 6月港股策略报告

## 市场分歧与机会

自3月全球股市大泻，其后收复大部份失地后，我们留意到市场表现和实质经济之间存在一些分歧：经济衰退加深，但股市仍然坚挺；中国内需正在复苏，但外围压力持续；投资者在买入，内部人士在卖出等。

- **分歧 1：华尔街与大街。**标普 500 指数在 50 天之内大幅上升了 42%，但这并非估值便宜或经济数据乐观的缘故，而是联储局无限量化宽松所致。目前股市估值偏高，市场的盈利预测似乎反映了过于乐观的复苏预期，因此我们对市场表现看法审慎。
- **分歧 2：中国及海外疫情。**中国疫情爆发时间早于欧美，疫情亦比西方国家更早受控。因此，外需很大机会持续疲弱，在政策支持下内需则相对坚挺。
- **分歧 3：中国内需与外需。**近期经济数据显示，中国内需的复苏情况胜外需。制造业 PMI 连续两个月下跌，而非制造业 PMI 则进一步上升。建筑业活动指数连续三个月上升，达至 60.8，而新出口订单指数则回落至 35.3。
- **分歧 4：投资者买入，内部人士卖出。**5 月份美国上市公司作出大规模配股或减持（多于 600 亿美元）。过去一两星期，香港亦出现配股集资潮，至少六家公司配售新股，集资 200 亿港元。公司这种行为向投资者释出一个讯息：估值已不便宜，管理层对业务展望亦比较谨慎。
- **分歧 5：增长股与价值股。**年初至今，互联网等增长股跑赢金融及能源等价值股。两类股份之间的估值差距扩大至十年新高。不过，投资者憧憬经济活动反弹，受疫情打击最严重的股份如周期价值股，短期内或补涨。跑赢大市的增长股则面临获利回吐的压力。
- **策略：转投消费与工程机械落后股。**1) 候低吸纳，避免高追；2) 增持内需消费股，减持受外需影响的股份；3) 吸纳基本面良好而落后的内需股，以及个别价值股，捕捉补涨机会。

### 行业与公司推荐

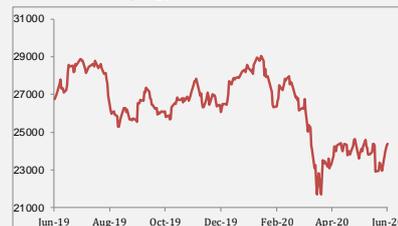
行业	公司
汽车	广汽集团 (2238 HK), 吉利汽车 (175 HK)
非必需消费品	安踏体育 (2020 HK), 宝胜 (3813 HK), 新秀丽 (1910 HK)
必需消费品	蒙牛 (2319 HK)
工程机械及设备	三一重工 (600031 CH), 潍柴动力 (2338 HK, 000338 CH)
中国房地产	中国奥园 (3883 HK)
券商	中金 (3908 HK)

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



数据源：彭博

### 近期市场策略报告

1. 市场策略：两会政策前瞻及受惠股 – 2020 年 5 月 20 日
2. 5 月港股策略报告：第二轮冲击 – 2020 年 5 月 5 日
3. 市场策略：五月前沽货，候低再吸纳 – 2020 年 4 月 22 日
4. 市场策略：评估中国经济复苏及对港股影响 – 2020 年 4 月 6 日
5. 市场策略：港股防守力较美股强 – 2020 年 3 月 18 日
6. 市场策略：疫情大流行及“熊市”下的机遇 – 2020 年 3 月 16 日
7. 市场策略：油价暴跌对经济及股市影响 – 2020 年 3 月 10 日

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研发团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

## 分歧 1：华尔街与大街

### 标普 500 指数 50 天内大幅反弹 42%

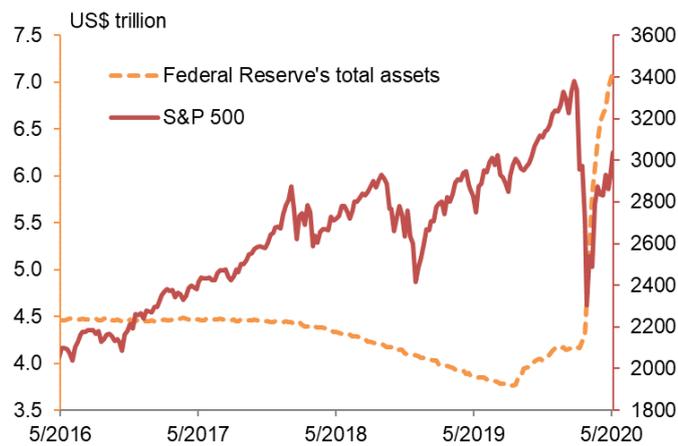
美国标普 500 指数于 2020 年 2 月 19 日创新高，然后疫情爆发触发史上最急跌市之一，一个月内下挫 35%，于 2020 年 3 月 23 日见底，但其后仅在 50 天内大幅反弹 42%，特别之处是这期间经济陷入二战以来最严重的衰退。

### 联储局背后发力

真正促使股市如此大幅反弹的是中央银行。联储局于 3 月 23 日宣布无限量宽，无上限地买入美国国债及按揭抵押证券，以稳定金融市场。同日美股触底反弹。联储局的资产负债表规模由 3 月初的 4.2 万亿美元，急增 70% 至 5 月底的 7.1 万亿美元（图 1）。

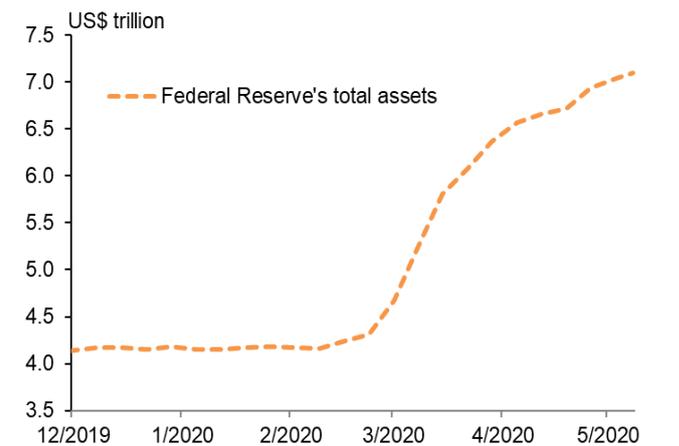
不过，最近数星期量宽步伐有所减慢（图 2）。回顾 2018 年 1 月至 2019 年 8 月期间，联储局缩表，标普 500 指数升势暂停，反复上落（图 1）。目前经济疲弱，假如联储局进一步减少购买资产，市场或将失去动力。

图 1：联储局量宽措施刺激美股



数据源：彭博、招银国际证券

图 2：联储局减慢量宽步伐



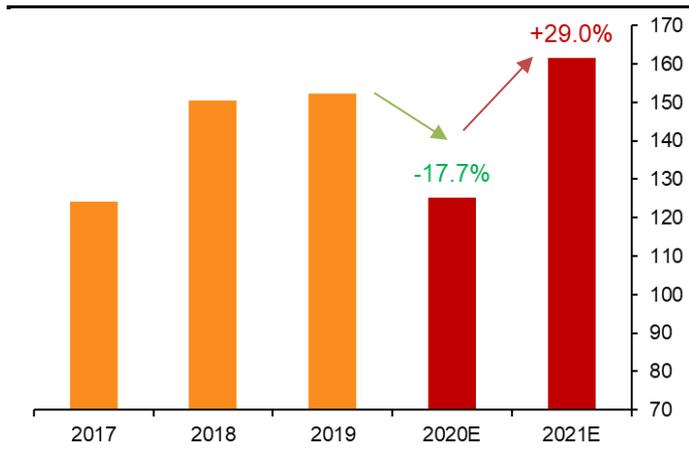
数据源：彭博、招银国际证券

### 前景相当不明朗

显然，投资者憧憬疫情后经济及公司盈利复苏，忽视短期阵痛。目前风险是，疫苗尚未研发出来，疫情何时受控，以及全球经济和公司盈利何时回复正常，仍是极大的未知之数。

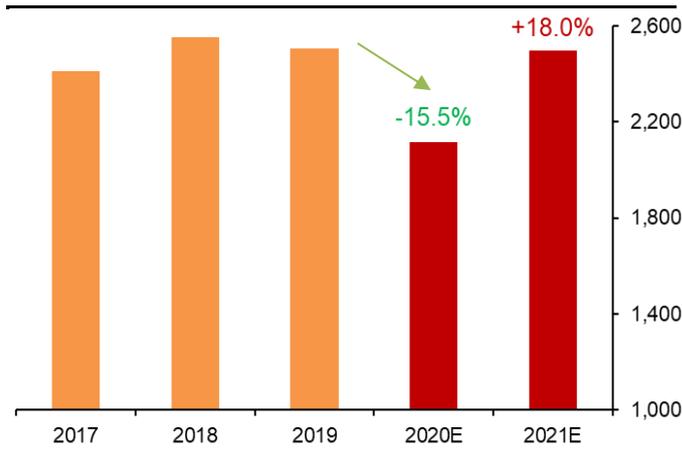
**目前市场盈利预测已反映理想情况：**疫情逐渐受控、经济活动重启后不会引发第二波疫情爆发、失业率迅速下降、年内疫苗顺利面世、央行保持零利率及继续增印钞票、中美紧张关系不再升温等。

图 3: 标普 500 指数每股盈利



数据源: 彭博、招银国际证券

图 4: 恒指每股盈利

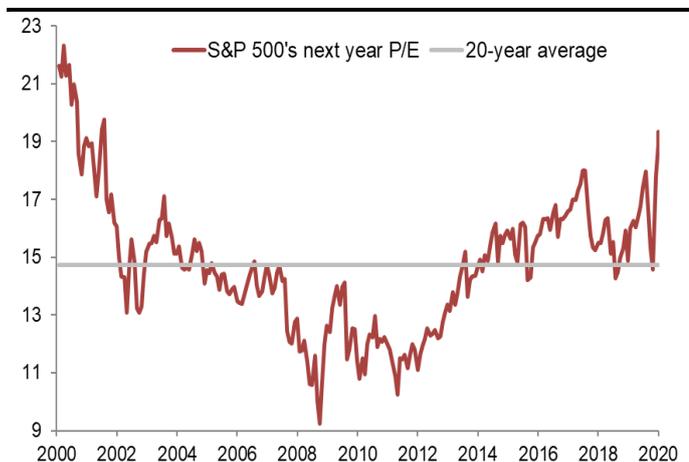


数据源: 彭博、招银国际证券

假如最后这些期望未如人愿, 理想情况没实现, 美股估值料将回落至较合理水平。目前标普 500 指数的 2021 年预测市盈率为 19.3 倍, 接近 20 年来最高 (图 5)。

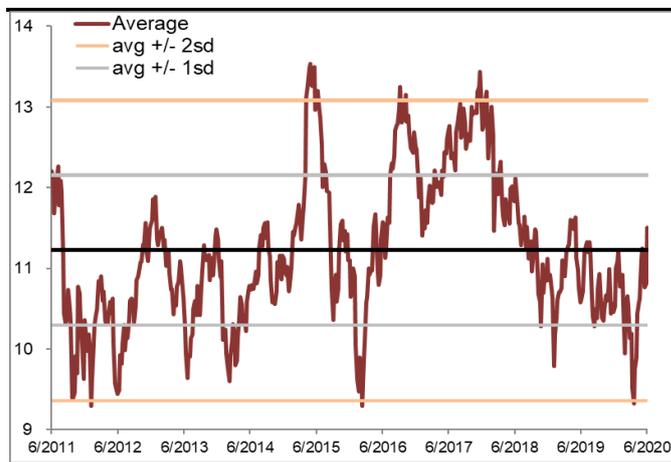
至于港股, 恒指今年预测市盈率已反弹至 11.5 倍, 比 10 年平均的 11.2 倍略高。上行空间主要受限于 1) 中美局势紧张以及香港政治因素不明朗; 2) 金融股 (占恒指 48%) 缺乏驱动因素、疫情下不良贷款有增加风险、以及较受香港政治因素不明朗影响。

图 5: 标普 500 指数的下年度预测市盈率



数据源: 彭博、招银国际证券

图 6: 恒指本年度预测市盈率



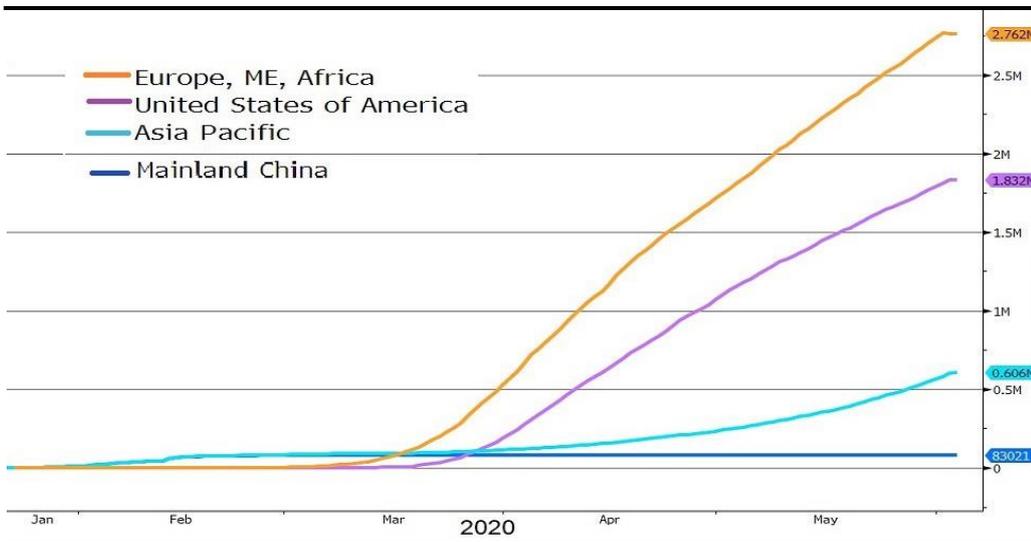
数据源: 彭博、招银国际证券

## 分歧 2：中国及海外疫情

中国疫情爆发时间（2020年1月）早于欧美（2020年3月）。以累计确诊人数计算，中国疫情亦比西方国家更早受控。自4月初开始，欧洲每日新增病例呈下降趋势，而美国则仍然反复。另一方面，印度和拉丁美洲等发展中国家正处于疫情爆发初期（图7）。

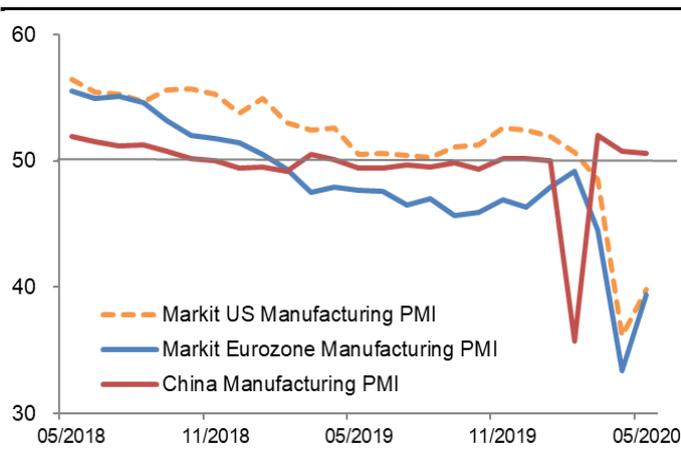
有鉴于此，中国外需很大机会持续疲弱，在政策支持下内需则相对坚挺。2月份中国制造业 PMI 触底反弹，然后连续三个月返回扩张区 (>50)，而欧美 PMI 则在4月才触底（图8）。

图 7：主要地区的累计确诊个案



数据源：彭博、招银国际证券

图 8：中国制造业 PMI 比西方国家较早触底反弹



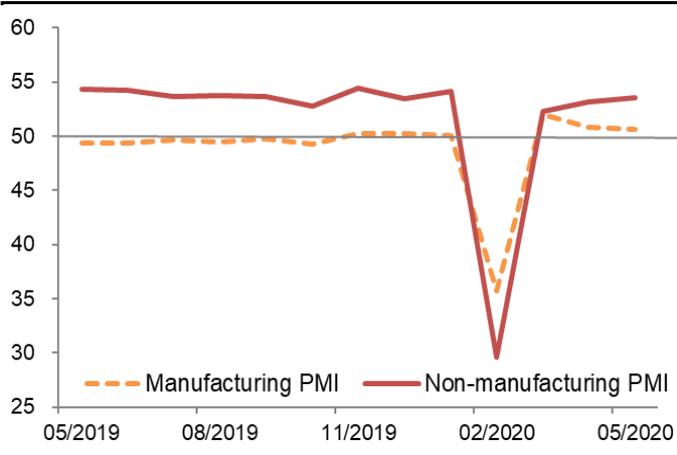
数据源：彭博、招银国际证券

### 分歧 3: 中国内需与外需

近期经济数据显示，由于中国疫情比西方国家更早受控，中国内需的复苏情况胜外需。

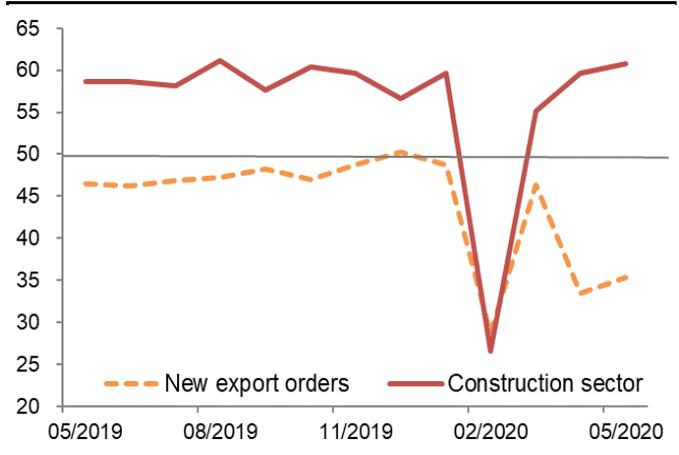
1. 中国制造业及非制造业 PMI 在 3 月均返回 50 以上，但其后制造业 PMI 连续两个月下降，而非制造业 PMI 则进一步上升（图 9）。
2. PMI 指数当中，建筑业活动指数连续三个月上升，达至 60.8，而新出口订单指数则回落至 35.3（图 10）。

图 9: 中国制造业及非制造业 PMIs



数据源：彭博、招银国际证券

图 10: 中国建筑业活动及新出口订单指数走势分歧



数据源：彭博、招银国际证券

### 分歧 4: 投资者买入，内部人士卖出

根据路透社，5 月份美国上市公司作出大规模融资套现（多于 600 亿美元），是史上单月最大数字。数字包括增发新股及主要股东减持。

过去一两星期，香港亦出现配股集资潮，至少六家公司配售新股，集资 200 亿港元（图 11）。

图 11: 香港近期配股潮

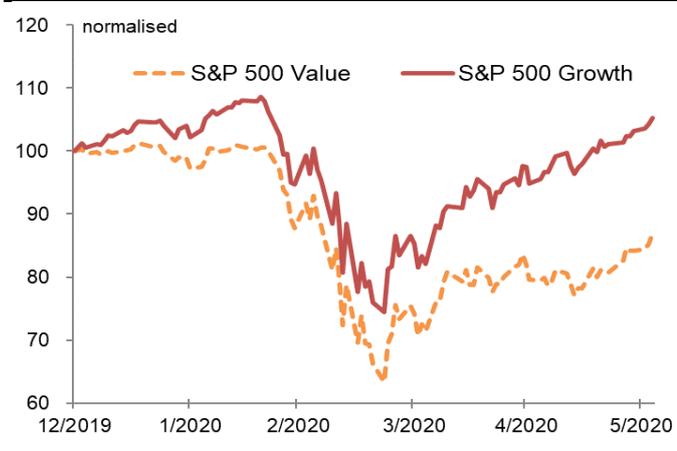
日期	公司	融额 (十亿港元)
29/5	吉利汽车 (175 HK)	6.45
3/6	绿城服务 (2869 HK)	2.69
3/6	美东汽车 (1268 HK)	1.26
4/6	万科 (2202 HK)	7.87
4/6	民生教育 (1569 HK)	0.24
4/6	永升生活服务 (1995 HK)	1.56

数据源：公司公告、招银国际证券

当经济前景及营商环境高度不明朗，企业寻找机会集资是可以理解的。不过，企业配股向投资者释出一个讯息：估值已不便宜，管理层对业务展望亦比较谨慎。

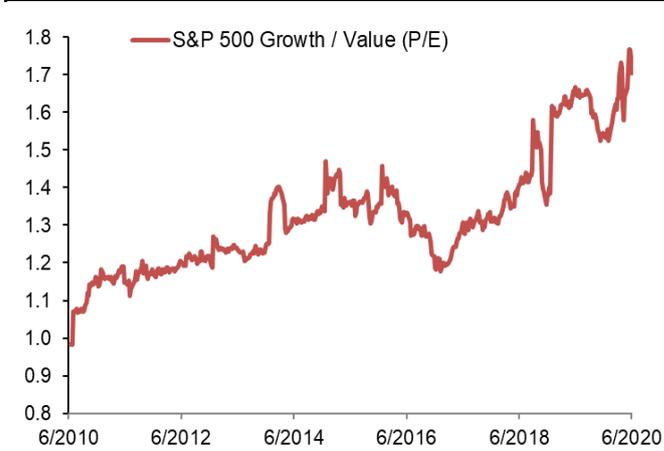
## 分歧 5：增长股与价值股

图 12：标普 500 指数增长股跑赢价值股



数据源：彭博、招银国际证券

图 13：增长股溢价扩大



数据源：彭博、招银国际证券

投资者憧憬经济活动反弹，受疫情打击最严重的股份如周期价值股，短期内或补涨。已大幅跑赢大市的增长股则面临获利回吐的压力。

港股方面，受疫情打击的板块如汽车、零售、餐饮、旅游或受惠于经济复苏的憧憬；而跑赢大市板块如物业管理、在线医疗、生物科技、办公室软件股份或面临获利回吐的风险。

## 策略 - 转投消费与工程机械落后股

归纳上述的市场分歧，我们建议以下投资策略：

1. **候低吸纳，避免高追。**市场对盈利预测相当乐观，而且股票估值已不便宜，难以承受任何坏消息。
2. **增持内需消费股，减持受外需影响的股份。**中国之内需较外需复苏强劲及能见度高。
3. **吸纳基本面良好而落后的内需股，以及个别价值股，捕捉补涨机会。**投资者焦点转移至经济复苏，而且价值股相对增长股之估值折让扩大至多年新高。

图 14：行业与公司推荐

行业	公司	代码	评级
汽车	广汽集团	2238 HK	买入
	吉利汽车	175 HK	买入
非必需消费品	安踏体育	2020 HK	买入
	宝胜	3813 HK	未评级
	新秀丽	1910 HK	未评级
必需消费品	蒙牛	2319 HK	买入
工程机械及设备	三一重工	600031 CH	买入
	潍柴动力	2338 HK / 000338 CH	买入
中国房地产	中国奥园	3883 HK	买入
券商	中金	3908 HK	买入

数据源：招银国际证券

## 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于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。

### 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个月的潜在涨幅在-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为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上责任。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编制的报告。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。