

1 月港股策略报告

继续看好价值型股份

踏入 2021，全球疫情仍然是各方关注的焦点。随着疫苗研发成功、多国开始接种，市场对今年全球经济复苏的信心增加。过去两个月价值股份开始补涨，预期 1 月份将继续跑赢。此外，我们亦看好受惠国策的板块。

- **中国市场情绪仍乐观，憧憬国策支持。**中国经济复苏比西方国家快，增长可见度相对高，今年首季市场焦点将集中于国策。经济增长目标将于全国「两会」期间宣布，2021 年亦是十四五规划的第一年，市场将密切关注。我们相信受惠经济复苏与国策支持的板块于首季度表现较好。
- **弱美元推升股市。**受积极宽松政策及双赤字影响，过去九个月美元持续走弱。弱美元令人民币强势，利好港股盈利及估值。
- **板块轮动或持续，资金由增长股转投价值股，**主要由于 1) 疫苗研发成功促进全球经济复苏；2) 目前中国价值股较增长股之估值折让仍远高于疫情前水平；3) 今年首季价值股盈利享有低基数优势；以及 4) 内地科网股近期受反垄断政策打击。
- **技术分析：**恒生指数技术走势向好，已先后升穿短期下降通道及长期下降轨，MACD 亦发出「买入」讯号，中线有望继续向上，下两级目标为 28,055 及 29,175，分别是 2020 年 2 月和 1 月份高位。
- **策略：**买入价值股与国策支持股份。周期性股份对经济重开敏感度较高，加上盈利复苏强劲，预计周期性股份于 1 月份继续发力追落后。未来几周增长股则料跑输，建议等待更好买入点配置科网股。

行业与公司推荐

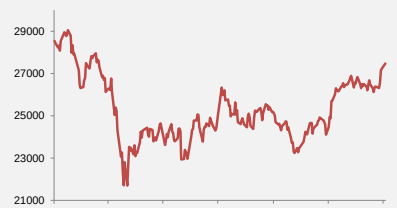
行业	公司
消费	茅台 (600519 CH), JS 环球生活 (1691 HK), 百胜中国 (9987 HK), 宝胜 (3813 HK)
洁净能源	中国燃气 (384 HK), 天伦燃气 (1600 HK)
工程机械及设备	中联重科 (1157 HK)
教育	希望教育 (1765 HK)
金融	中国人寿 (2628 HK), 中信证券 (6030 HK)

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



数据来源：彭博

近期市场策略报告

1. 2021 年策略报告：疫后产需齐复苏 牛年恒指闯三万 – 2020 月 12 月 10 日
2. 策略报告 – 疫情有望终结？ – 2020 月 11 月 12 日
3. 美国选举后策略：把握回调机会吸纳 – 2020 月 11 月 5 日
4. 10 月港股策略报告：偏好盈利能见度高股份 – 2020 月 10 月 7 日
5. 9 月港股策略报告：联储局及弱美元支持，恒指向上突破机会增 – 2020 月 9 月 3 日
6. 策略报告：短期换马至周期性行业 – 2020 月 8 月 19 日
7. 8 月港股策略报告：恒指区间上落，政策受惠股料跑赢 – 2020 月 8 月 5 日
8. 港股下半年展望：增长股料继续跑赢 – 2020 月 7 月 6 日
9. 6 月港股策略报告：市场分歧与机会 – 2020 月 6 月 9 日
10. 市场策略：两会政策前瞻及受惠股 – 2020 月 5 月 20 日

目录

变种新冠病毒与疫苗	3
变种病毒传播力更强，但疫苗仍可有效预防	3
中国市场情绪仍乐观，憧憬国策支持	3
弱美元推升股市	4
双赤字拖累美元走软	4
弱美元 ⇒ 强人民币 ⇒ 推高恒指估值	5
资金继续由增长股轮动至价值股	6
价值股估值折让创新高	6
价值股反弹或持续较长时间	6
技术分析	7
恒生指数升穿下降通道，走势向好	7
策略：继续看好价值型股份	8

变种新冠病毒与疫苗

变种病毒传播力更强，但疫苗仍可有效预防

2020 年新冠疫情主导环球股市。踏入 2021，我们预期至少在今年前几个月，疫情仍然会是各方关注的焦点。

近期疫情相关消息好坏参半。负面消息方面，全球几个主要国家疫情恶化，当中尤以英国情况最为严重，当地最先发现变种病毒。可幸的是目前未有证据显示变种病毒致死率升，而初步研究认为疫苗对变种病毒株仍然有效。

疫苗研发史上最快

正面消息方面，部份国家已批准疫苗使用，并安排民众接种。根据彭博信息，至今超过 1,230 万剂疫苗已配送至 30 个国家，全球疫苗订购 82.5 亿剂。

新冠疫苗研发时间少于一年，并以史上最快速度面世，有望加快重启经济，因此提振市场信心。

中国市场情绪仍乐观，憧憬国策支持

首季聚焦国策

中国疫情比美国及欧洲国家更早受控，因此经济复苏较快，增长可见度相对高。首季度疫苗接种仍会是市场焦点，但国家政策亦将获关注。

全国「两会」于 3 月份举行，经济增长目标将于全国「两会」期间宣布，而 2021 年亦是十四五规划的第一年，料市场将密切留意。我们相信受惠经济复苏与国策支持的板块于首季度表现较好。

总括而言，长远受惠国策板块包括高科技工业、消费、教育、医疗、新基建、现代物流、农业、新能源及环保行业。

弱美元推升股市

双赤字拖累美元走软

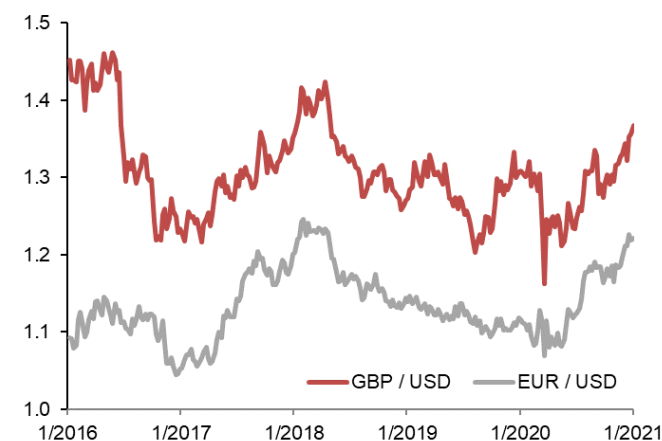
受风险胃纳上升、美联储的积极宽松政策（包括零利率、无限量化宽松、平均通胀目标、未来数年不加息等）及美国双赤字扩大影响，过去九个月美元持续走弱。

图 1：美元接近三年新低



数据源：彭博、招银国际证券

图 2：英镑及欧元自 2020 年 3 月起反弹

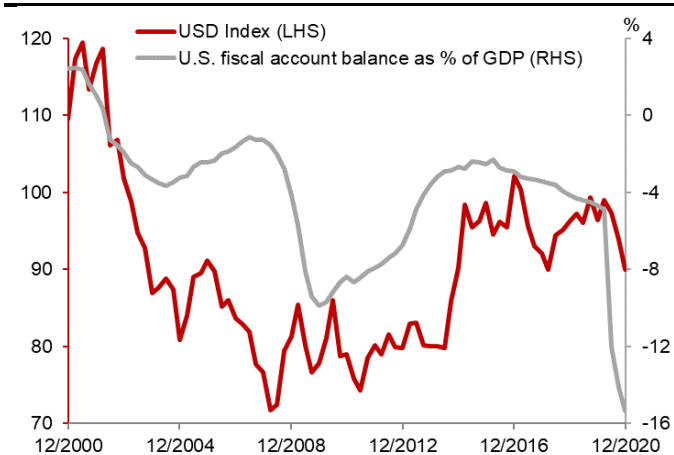


数据源：彭博、招银国际证券

财政赤字及经常帐赤字扩大，与弱美元高度相关（图 3 & 4）。

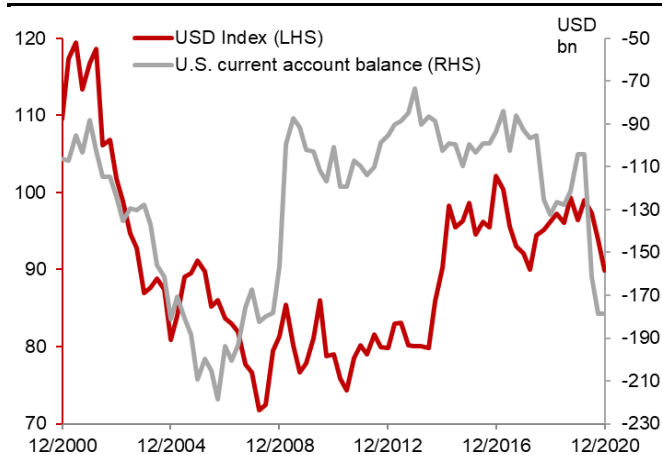
相反，德国为首的欧盟拥有庞大的经常帐盈余。此外，英国及欧盟在最后关头就「脱欧」达成协议，为美元更添下行压力。

图 3：美元与美国财政赤字



数据源：彭博、招银国际证券

图 4：美元与美国经常帐赤字



数据源：彭博、招银国际证券

弱美元 $\Rightarrow$ 强人民币 $\Rightarrow$ 推高恒指估值

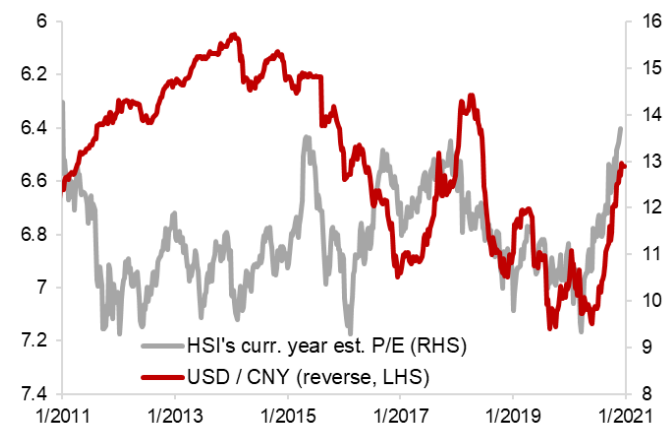
弱美元令人民币转强（图 5），继而推升港股盈利及估值（图 6）。

图 5：美元走弱推动人民币强势升值



数据源：彭博、招银国际证券

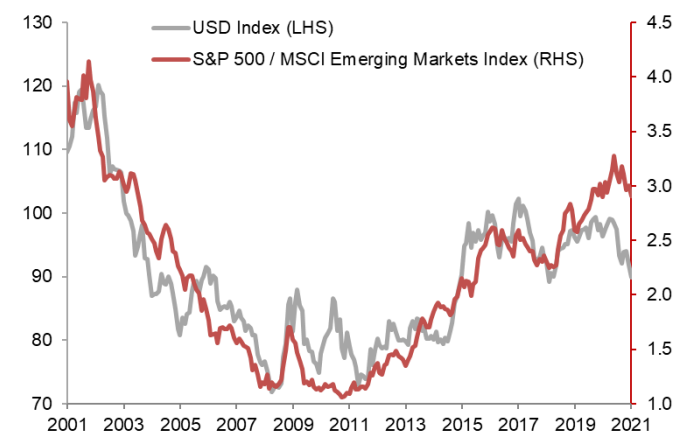
图 6：人民币走强推高恒指估值



数据源：彭博、招银国际证券

弱美元一般会为新兴市场货币及股票带来支持，当美元转弱，新兴股市大多录得净资金流入，并跑赢美股（图 7）。

图 7：新兴股市受惠于弱美元



数据源：彭博、招银国际证券

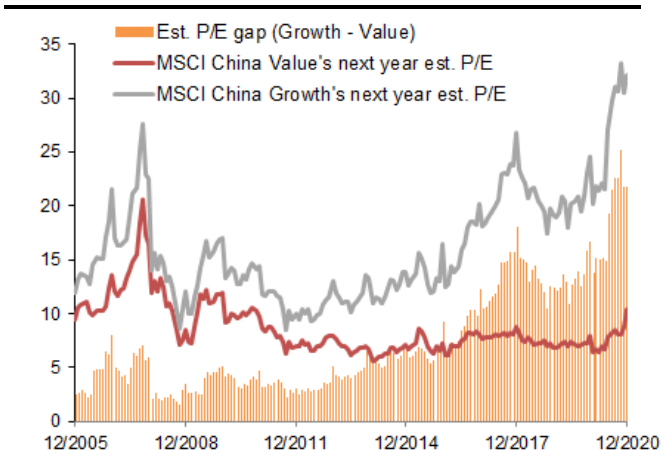
资金继续由增长股轮动至价值股

自 2018 年底起，中国增长股大幅跑赢价值股（图 8）。2020 年一季度疫情爆发后，跑赢幅度更显著扩大。

价值股估值折让创新高

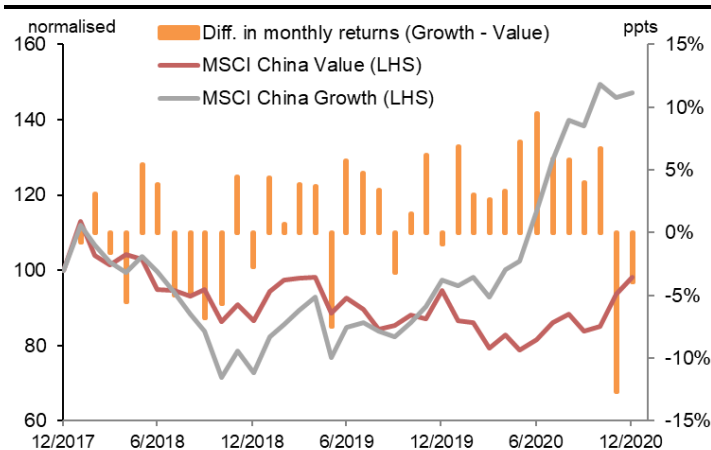
中国增长股与价值股表现分歧扩大，两者之间的估值差距亦创新高（图 8）。随着全球经济逐渐复苏及疫苗研发成功，市场对今年全球经济复苏的信心增加，增长股与价值股的估值差距料将缩窄，价值股或重回涨势。

图 8：价值股与增长股之间的估值差距



数据源：彭博、招银国际证券

图 9：过去两个月价值股份持续反弹



数据源：彭博、招银国际证券

价值股反弹或持续较长时间

在过去 2-3 年，价值股甚少跑赢增长股超过一个月（图 9）。不过，价值股于去年 11 月及 12 月均跑赢，我们相信价值股于今年 1 月甚至 2 月仍会跑赢增长股，主要归因于：

- 1) 疫苗进展有利全球经济复苏；
- 2) 中国价值股较增长股之估值折让仍远高于疫情前水平；
- 3) 今年首季价值股盈利享有低基数优势；以及
- 4) 内地科网股近期受反垄断政策打击。

技术分析

恒生指数升穿下降通道，走势向好

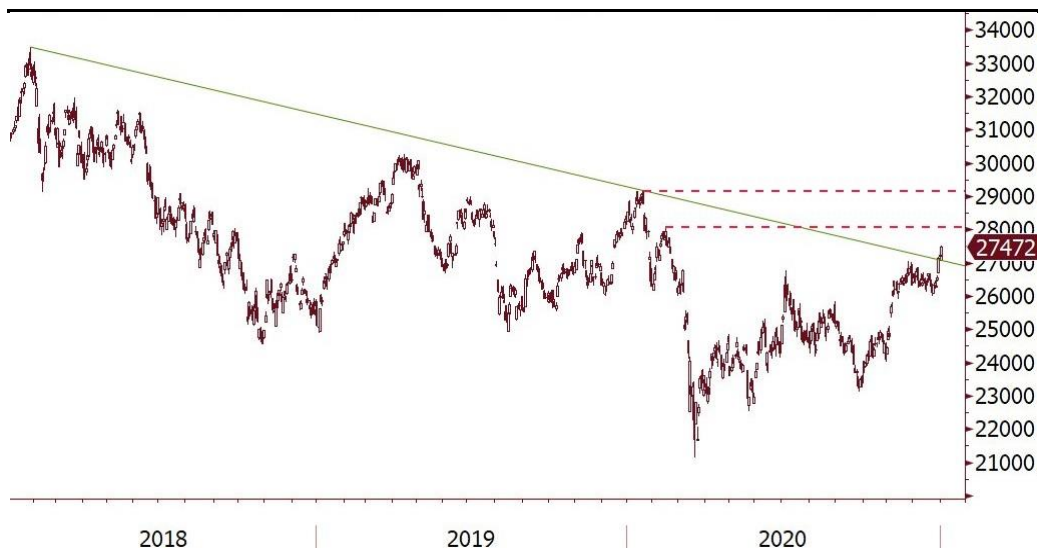
- 恒生指数技术走势向好，升穿一个月下降通道，MACD 亦发出「买入」讯号（图 10）。
- 长线来看，恒生指数刚升穿 2018 年 2 月高位引伸的三年下降轨，中线有望继续向上，下两级目标为 28,055 及 29,175，分别是 2020 年 2 月和 1 月份高位（图 11）。

图 10：恒指升穿下降通道，MACD 亦发出「买入」讯号



数据源：彭博、招银国际证券

图 11：恒指冲破长线下降轨阻力，下两级目标为 28,055 及 29,175



数据源：彭博、招银国际证券

策略：继续看好价值型股份

我们于 2020 年 11 月 10 日的[策略报告](#)中，预测「今次板块轮动料维持较长时间」。两个月过去，价值股的确跑赢增长股。周期性或旧经济股对经济重开敏感度较高，加上盈利复苏强劲，我们预期这类股份于 1 月份继续发力追落后。我们亦看好受惠中国国策的行业如消费、新能源、教育等。

相反，增长股于去年已大幅跑赢，预期未来几周跑输。内地科网股近期受反垄断政策打击，建议等待更好买入点。

图 12：行业与公司推荐

行业	公司	代码	评级	目标价 (当地货币)	理由
消费	茅台	600519 CH	买入	2,153.3	受惠疫情后之复苏；国策强调刺激国内消费；领先消费品牌受益于消费升级；享有首季盈利低基数优势。
	JS 环球生活	1691 HK	买入	19.57	
	百胜中国	9987 HK	买入	562.71	
	宝胜	3813 HK	未评级	不适用	
洁净能源	中国燃气	384 HK	买入	37.12	受惠于「碳达峰」和「碳中和」国策，天然气于减碳策略中至关重要。
	天伦燃气	1600 HK	买入	8.31	
工程机械及设备	中联重科	1157 HK	买入	10.50	预料受惠基建投资增加。中联重科同时受益于房地产销售复苏，以及农业机械现代化的相关国策。
教育	希望教育	1765 HK	买入	3.41	中央经济工作会议建议完善职业技术教育体系，以及增加政府的教育开支以减轻民众负担。
保险	中国人寿	2628 HK	买入	28.14	受惠于股市向好及债券孳息反弹，行业投资收入提高。保险行业渗透度仍然偏低，增长空间较大。中国人寿近期股价落后同业。
券商	中信证券	6030 HK	买入	24.60	券商受惠股市向好。中信证券身为投行业务领先的券商龙头，是中国新股市场改革的主要受惠者之一。

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之分析员，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法律责任。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：招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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属制的报告。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。