

# 港股策略报告

## 南下资金推升H股

恒指逼近三万关，成交再创新高。虽然港股整体估值不再便宜，但预期短期内仍有上升动力。在乐观情况下，恒指有望上试 32,100，即相对目前仍有 7% 上升空间。我们偏好走势落后的周期板块和个股。

- **北水影响力增加。**近期经港股通南下资金踊跃，是推升港股之重要动力，南向交易占港股大市成交比率升至逾三成。不过，南向交易成交急增，很多时候与恒指拐点同步出现，或意味恒指拐点稍后将至。
- **恒指估值近十年峰值。**恒指近期急升后，2021年预测市盈率升至 13.5 倍，接近过去十年之预测市盈率峰值。虽然恒指纳入更多增长股，有助估值稍微上升，但港股整体估值不再便宜。
- **未来数周料上升动力持续。**北水大量南下扫货，主要原因是 2020 年港股/H 股跑输 A 股，估值相对便宜。H 股经过一轮补涨后，A 股较 H 股之平均溢价由去年底接近 50%，收窄至目前的 33%，但仍高于历史平均，反映 H 股相对而言仍吸引，相信短期内南下资金仍将高企。
- **恒指严重超买，但预期仍有上升空间。**恒指之 14 天相对强弱指数 (RSI) 高见 86.3，罕见如此超买程度。在此前几次，恒指平均于其后 13 个交易日再涨 7% 见顶。
- **升浪尾声周期股跑赢。**在 2015 年 4 月及 2018 年 1 月两次股市升浪后段，皆由金融、能源及内房股份跑赢大市。
- **策略——偏好落后的周期板块和个股：**1) 券商受惠于股市活跃，目前市帐率低于历史平均水平；2) 保险同样受益于强势股市；3) 内房因市场对贷款上限反应过度而落后大市；4) 部份板块或出现行业内轮动，看好某些板块内的落后股份。

### 行业与公司推荐

行业	公司
券商	中信证券 (6030 HK), 中信建投证券 (6066 HK), 海通证券 (6837 HK), 光大证券 (6178 HK)
保险	中国人寿 (2628 HK)
内房	华润置地 (1109 HK), 世茂 (813 HK), 合景泰富 (1813 HK)
医疗	平安好医生 (1833 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. 1月港股策略报告：继续看好价值型股份—2021年1月6日
2. 2021年策略报告：疫后产需齐复苏 牛年恒指闯三万—2020年12月10日
3. 策略报告—疫情有望终结？—2020年11月12日
4. 美国选举后策略：把握回调机会吸纳—2020年11月5日
5. 10月港股策略报告：偏好盈利能见度高股份—2020年10月7日
6. 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年9月3日
7. 策略报告：短期换马至周期性行业—2020年8月19日
8. 8月港股策略报告：恒指区间上落，政策受惠股料跑赢—2020年8月5日
9. 港股下半年展望：增长股料继续跑赢—2020年7月6日
10. 6月港股策略报告：市场分歧与机会—2020年6月9日

## 目录

港股通南向交易大增.....	3
北水影响力增加 .....	3
恒指估值近十年峰值.....	3
未来数周料上升动力持续.....	4
AH 股溢价均值回归 .....	4
恒指严重超买，但预期动力或将持续.....	5
于最终升浪跑赢大市之板块.....	5
策略：偏好落后的周期板块和个股 .....	6
主要风险.....	7

恒指在1月19日重返2019年5月的高位，单日成交额创3,016亿港元新高，并于1月20日再次达到3,000亿港元。恒指今年开局走势凌厉，年初至今成为全球表现最佳主要股票指数之一(+10%)。

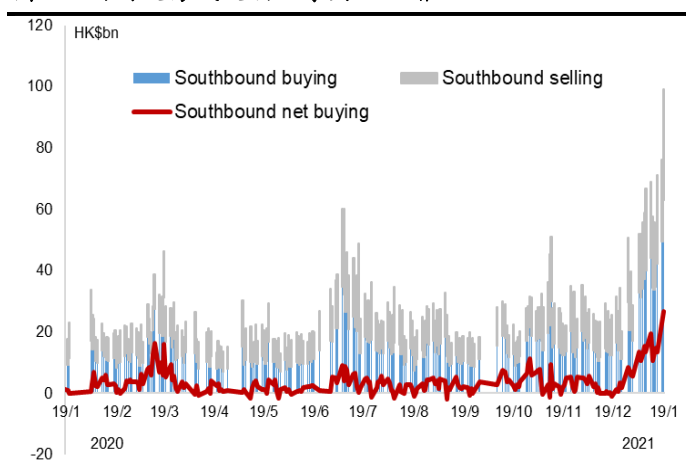
问题是，恒指升势能维持多久，幅度能多大，以及应该布局哪些板块及股份？

## 港股通南向交易大增

### 北水影响力增加

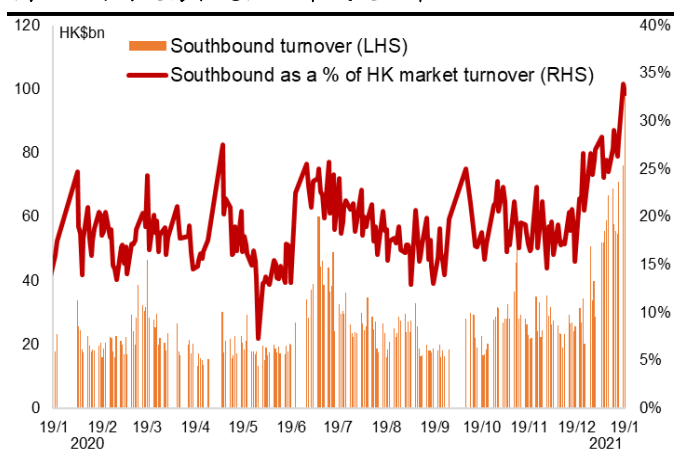
年初至今，港股通南向交易大增（图1），成为推升港股大幅反弹及跑赢其他主要市场之重要动力。北水影响力增加，南向交易占港股大市成交比率由去年15-25%，升至目前逾三成（图2）。

图1：南向交易成交额及净买入大增



数据源：彭博、万得、招银国际证券

图2：南向交易占港股大市成交比率

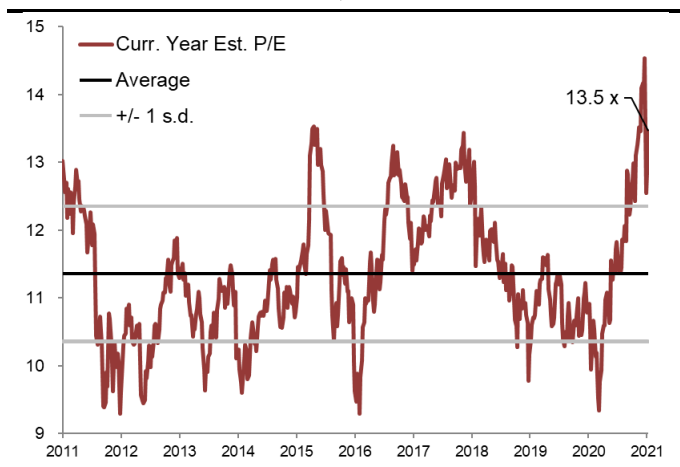


数据源：彭博、万得、招银国际证券

## 恒指估值近十年峰值

恒指于1月20日之2021年预测市盈率为13.5倍，接近过去十年之预测市盈率峰值。虽然恒指纳入更多增长股，有助估值稍微上升，但港股整体估值不再便宜。

图 3：恒指市盈率升至近十年峰值



数据源：彭博、招银国际证券

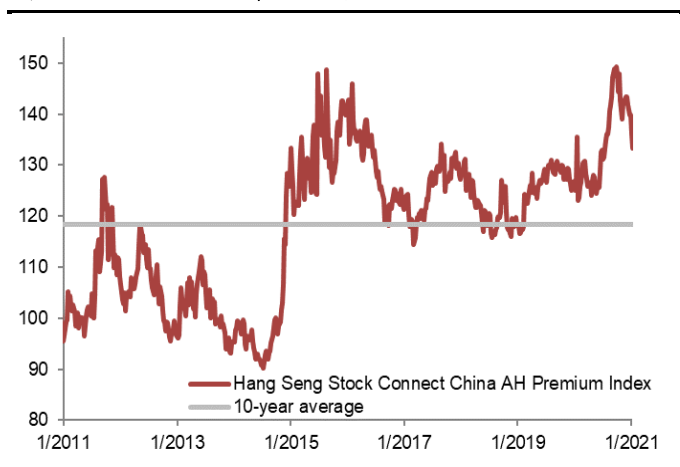
在乐观情况下，将目光放在疫情平伏后，以 2021 及 2022 年预测盈利平均作为估值，并以 13.5 倍市盈率推算，估计恒指有望上试 32,100，即相对目前仍有 7% 上升空间。

## 未来数周料上升动力持续

### AH 股溢价均值回归

我们相信北水大量南下扫货，主要原因是 2020 年港股/H 股跑输 A 股，估值相对便宜。去年 H 股跑输 A 股约 30 个百分点，令 A-H 股之溢价扩大至接近 50%，H 股价值显现。H 股经过一轮补涨后，A-H 股之溢价已收窄至目前的 33%，但仍高于历史平均，反映 H 股相对而言仍吸引，相信短期内南下资金仍将高企。

图 4：A-H 股溢价收窄但仍高于历史均值

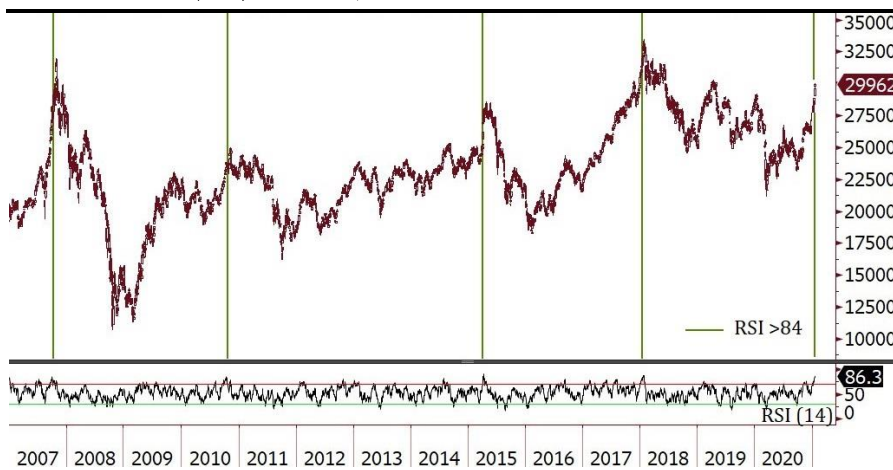


数据源：彭博、招银国际证券

## 恒指严重超买，但预期动力或将持续

恒指之 14 天相对强弱指数 (RSI) 高见 86.3，罕见如此超买程度 (图 6)，是自 2007 年后第五次出现 RSI >84。在此前四次，恒指平均于其后 13 个交易日再涨 7% 见顶 (图 7)。不过，随后是长达数月之久的回调 (实际上是熊市)。

图 5：自 2007 年后，恒指仅第五次超买



数据源：彭博、招银国际证券

图 6：当恒指严重超买

14 天 RSI >84 日期 (a)	该年预测市盈率	恒指见顶日期 (b)	最终升浪交易日数 (b-a)	最终升浪幅度	终结升势之负面因素
2007 年 10 月 2 日	20.5	2007 年 10 月 30 日	19	13.3%	北京暂停港股直通车计划
2010 年 10 月 14 日	15.1	2010 年 11 月 8 日	17	4.8%	欧元区债务危机
2015 年 4 月 9 日	13.2	2015 年 4 月 27 日	12	6.1%	A 股崩盘
2018 年 1 月 19 日	12.7	2018 年 1 月 29 日	6	3.8%	中美贸易战
<b>2021 年 1 月 19 日</b>	<b>13.3</b>	???	???	???	???

数据源：彭博、招银国际证券

## 于最终升浪跑赢大市之板块

升浪尾声往往由周期性板块如金融、能源及内房跑赢大市。在 2015 年 4 月开始的最终升浪，恒指首十只表现最好成份股中，七只属于金融股，两只属于能源股。至于 2018 年 1 月的最终升浪，恒指首十只表现最好成份股中，三只属于金融股，三只能源，两只内房。

图 7：2015 年的最终升浪周期股领涨

恒指首十只表现最好成份股 (2015年4月9-27日)	股价升幅 (%)
港交所 (388 HK)	24.6
中国石油化工 (386 HK)	15.8
中国海洋石油 (883 HK)	12.4
汇丰控股 (5 HK)	11.5
中国平安 (2318 HK)	11.5
中国银行 (3988 HK)	11.4
中银香港 (2388 HK)	10.7
工商银行 (1398 HK)	9.8
交通银行 (3328 HK)	9.7
创科实业 (669 HK)	9.3
恒生指数	5.5

数据源：彭博、招银国际证券

图 8：2018 年的最终升浪周期股领涨

恒指首十只表现最好成份股 (2018年1月19-29日)	股价升幅 (%)
中国石油股份 (857 HK)	11.7
华润置地 (1109 HK)	10.6
中国银行 (3988 HK)	8.4
建设银行 (939 HK)	7.6
中国石油化工 (386 HK)	7.2
中信股份 (267 HK)	6.6
交通银行 (3328 HK)	6.3
银河娱乐 (27 HK)	4.9
恒基地产 (12 HK)	4.6
中国海洋石油 (883 HK)	4.5
恒生指数	2.2

数据源：彭博、招银国际证券

## 策略：偏好落后的周期板块和个股

目前港股整体估值不再便宜，我们偏好估值被低估或落后的优质股份：

### ■ 券商

受惠于股市畅旺。目前估值偏低，我们覆盖股份的 2021 年预测市帐率平均 0.97 倍，略低于历史平均的 1.0 倍。

选股：中信证券 (6030 HK；买入；目标价：HK\$24.6)，中信建投证券 (6066 HK；买入；目标价：HK\$15.3)

其他偏好股份包括海通证券 (6837 HK；买入；目标价：HK\$10.2) 及光大证券 (6178 HK；未评级)，因其市帐率低，且 H 股相对 A 股的折让大，分别达到 164% 及 98%。

### ■ 保险

受益于股市强势。

选股：中国人寿 (2628 HK；买入；目标价：HK\$28.14)，板块内最大落后股，其 A 股溢价 (165%) 亦是寿险公司中最高。

### ■ 内房

因市场对贷款上限反应过度而落后大市。

选股：华润置地 (1109 HK；买入；目标价：HK\$44.79)，世茂 (813 HK；买入；目标价：HK\$44.94)，合景泰富 (1813 HK；买入；目标价：HK\$17.87)

(详见[中国房地产行业研究报告](#))

## ■ 部份板块内的落后股份

由于行业领先的股份估值已偏贵及超买，资金或流向行业内的落后股份。

选股：平安好医生 (1833 HK；买入；目标价：HK\$150)

图 9：行业与公司推荐

行业	公司	代码	评级	目标价 (HK\$)	AH 股溢价 (%)
券商	中信证券	6030 HK	买入	24.60	83
	中信建投证券	6066 HK	买入	15.3	287
	海通证券	6837 HK	买入	10.2	98
	光大证券	6178 HK	未评级	不适用	164
保险	中国人寿	2628 HK	买入	28.14	165
内房	华润置地	1109 HK	买入	44.79	不适用
	世茂	813 HK	买入	44.94	不适用
	合景泰富	1813 HK	买入	17.87	不适用
医疗	平安好医生	1833 HK	买入	150	不适用

数据源：彭博、招银国际证券

## 主要风险

1. 中国内地：官方释出收紧货币／财政刺激政策讯号，或发表为股市降温的言论。
2. 全球：疫情变种及疫苗成效未如理想。
3. 中美关系或维持紧张。一些投资者憧憬拜登上场后，中美关系会稍为降温。倘若拜登未能尽快撤回部份特朗普的反华政策，或令投资者失望。
4. 美元反弹：美元指数自 2020 年 3 月开始下跌，促使资金流入新兴市场。美元反弹或令新兴股市有所回调。



## 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。

### 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的分析员，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员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》(新加坡法律第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》(新加坡法律第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。