

4 月港股策略报告

市场风格转换暂歇

上个月我们强烈偏好周期性股票而非成长型股票，但是现在，我们预计未来几周价值股和成长股的对照将有所下降，因为：1) 投资者已习惯于债券盈利率上升；2) 价值股势头减弱；3) 成长股泡沫减少。

- **股票对债券盈利率上升之敏感度回落。**自 2 月中旬以来，债券盈利率飙升引发了全球股票市场抛售，但股票与债券盈利率之间的相关性已恢复到略微正相关。债券盈利率的上升甚至可能会暂歇，这为股票提供了喘息之机。
- **业绩期回顾：周期股跑赢。**香港 2020 年度业绩期略逊预期，2021 财年的市场预期盈利被下调。按行业看，周期性行业，尤其是金融行业，带来较多惊喜，而互联网、消费和医疗等成长股却未达预期。
- **资金流向：南向买盘仍然疲弱。**今年初，通过港股通的南向买盘一直是造成恒指上涨 15%、恒生科技指数上涨 31% 的主要动力，但 2 月中旬以来，资金流入已大大减弱。内地公募基金发行量的下降无疑无助于南向资金的流动。
- **技术分析：成长股触底反弹；价值股超买。**恒指正处于十字路口，等待突破下降通道。恒生科技指数正在形成看涨的“双底”。从风格上讲，相对于成长股，价值股接近超买。
- **价值股轮动即将终结？**恒生综合指数每日轮动图显示，价值板块走弱，而成长板块动能增强，这意味着这一轮板块轮动可能已经接近尾声。
- **策略：选股是现时关键。**偏好具有以下特点之行业龙头：1) 2020 财年业绩超预期；2) 2021 第一季度指引乐观；3) 市场预期盈利有上升空间；或 4) 估值便宜且盈利料大幅升弹。

看好的行业领导股份

行业	股份
互联网	快手 (1024 HK)
科技	舜宇光学 (2382 HK), 比亚迪电子 (285 HK), 中兴通讯 (763 HK)
工程机械	中联重科 (1157 HK / 000157 CH)
消费	万洲国际 (288 HK)

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



近期市场策略报告

1. 策略报告－毋须因债息上升恐慌－2021 年 3 月 4 日
2. 策略报告－恒生指数改革前瞻－2021 年 2 月 24 日
3. 2 月港股策略报告：顺势而为－2021 年 2 月 3 日
4. 策略报告－南下资金推升 H 股－2021 年 1 月 22 日
5. 1 月港股策略报告：继续看好价值型股份－2021 年 1 月 6 日
6. 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
7. 策略报告－疫情有望终结？－2020 年 11 月 12 日
8. 美国选举后策略：把握回调机会吸纳－2020 年 11 月 5 日
9. 10 月港股策略报告：偏好盈利能见度高股份－2020 年 10 月 7 日
10. 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

目录

股票对债券盈利率上升之敏感度回落.....	3
业绩期回顾：周期股跑赢.....	4
资金流向：南向买盘仍然疲弱	7
技术分析.....	8
价值股轮动即将终结？	9
策略：现在关键是选股	11

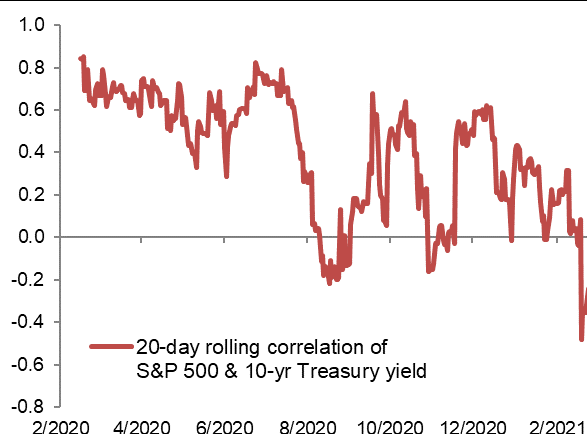
股票对债券收益率上升之敏感度回落

股票价格与债券收益率回复正相关性

自 2 月中旬以来，债券收益率飙升在全球股票市场引发冲击。尽管过去几周美国债券收益率保持上升趋势，但与 2 月中旬至 3 月中旬的情况相比，股票对债券收益率变化不再敏感。

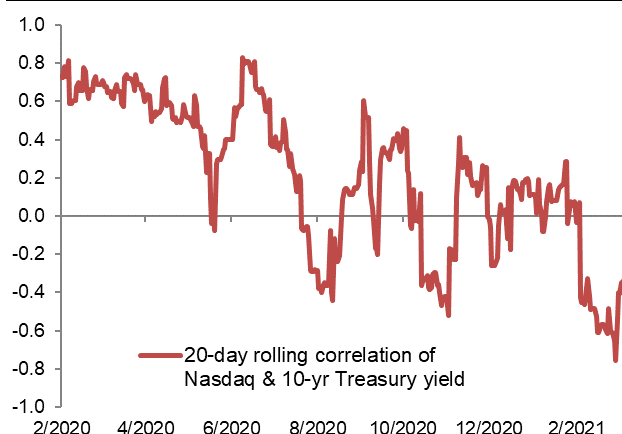
标普 500 指数与美国十年期国债收益率之间的滚动相关性已恢复到略微正相关（图 1）。纳斯达克综合指数与美国十年期国债收益率之间的滚动相关性仍然为负，但幅度远小于几周前（图 2）。这表明，即使是更容易受到贴现率上升影响的高估值成长股，也对债券收益率变动越来越不敏感。

图 1：标普 500 指数与美国十年期国债收益率之相关度



资料来源：彭博，招银国际证券

图 2：纳斯达克指数与美国十年期国债收益率之相关度



资料来源：彭博，招银国际证券

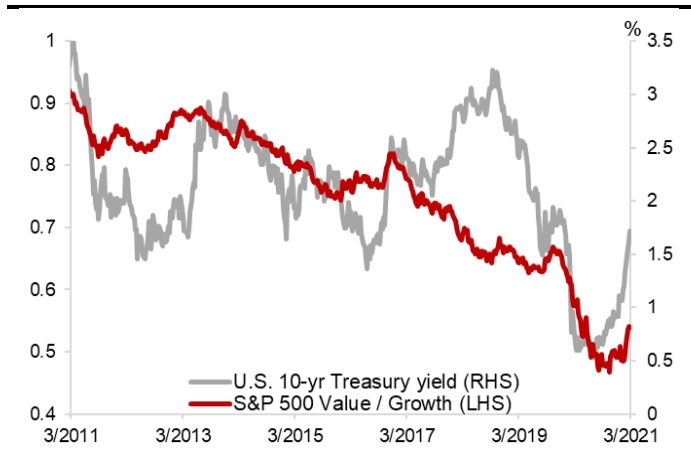
若债券收益率进一步上升，价值股应跑赢大盘

若债券收益率再次大幅上升将会如何（例如未来几周升至 2%）？在这种情况下，总体而言，股票可能会再次承压，但并非每个行业都会表现同样糟糕。当债券收益率上升时，价值/周期股通常会跑赢成长股（图 3）。

债券收益率升势可能会暂歇

此外，我们认为，技术分析显示债券收益率上升可能会暂歇。图 4 显示，美国十年期国债收益率自 1 月初以来形成上升通道。随着收益率接近上升通道顶部，上升速度应有所放缓。收益率甚至形成了看跌的“RSI 背驰”，这显示收益率可能会在短期内回落。

图 3：债息上升时，价值股跑赢



资料来源：彭博，招银国际证券

图 4：美国十年期国债利率接近上升通道顶部



资料来源：彭博，招银国际证券

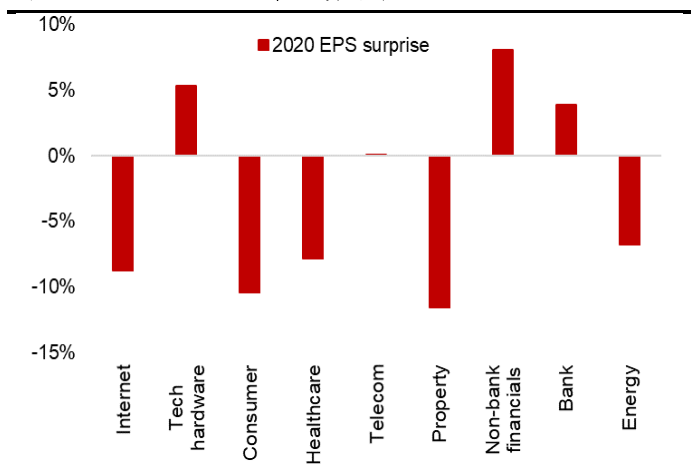
业绩期回顾：周期股跑赢

香港股市 2020 年度业绩期刚刚结束。总体而言，盈利有些令人失望，2021 财年盈利预测被市场下调。

按行业/类型划分，周期股/价值股（特别是金融股）之 2020 年盈利有较多惊喜。相反，互联网、消费和医疗等成长股略逊预期（图 5）。

在美股市场，周期股和成长股的差异更加明显。尽管 2020 年第四季度盈利总体超预期，但周期股（能源、金融、非必需消费）出色得多。诸如 IT、医疗和必需消费等成长板块仅略超预期（图 6）。

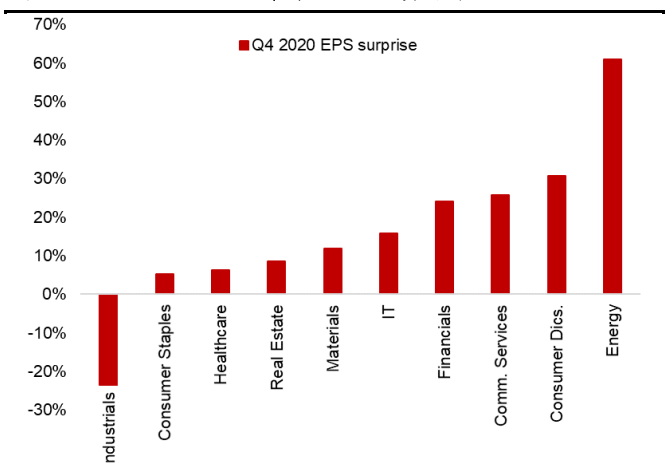
图 5：恒指成份股 20 年业绩与市场预测差距



资料来源：彭博，招银国际证券

截至 21 年 3 月 30 日；只包括年结于 12 月之公司

图 6：标指成份股 20 年第四季业绩与市场预测差距

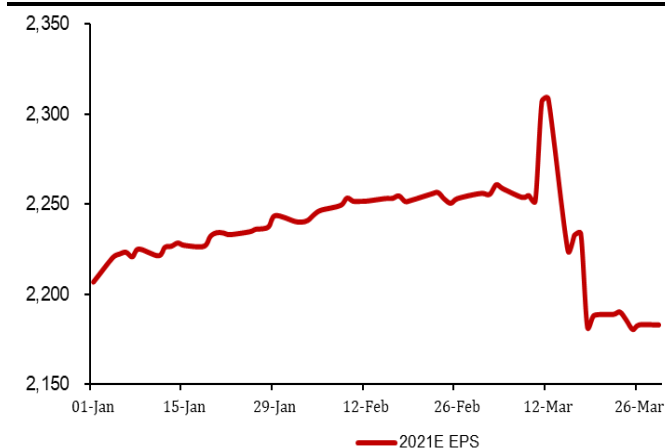


资料来源：FactSet，招银国际证券

恒指每股盈利下调，尤其是成长股

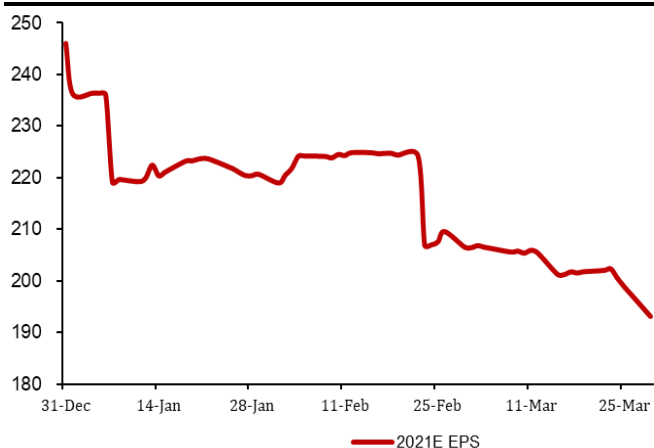
业绩后，香港大盘市场预期盈利被下调。3 月份，恒指 2021 财年每股盈利被下调 3.2%，而恒生科技指数盈利则被下调 8.3%（图 7 和 8）。

图 7：恒指 21 年预测盈利于 3 月被下调 3.2%



资料来源：彭博，招银国际证券

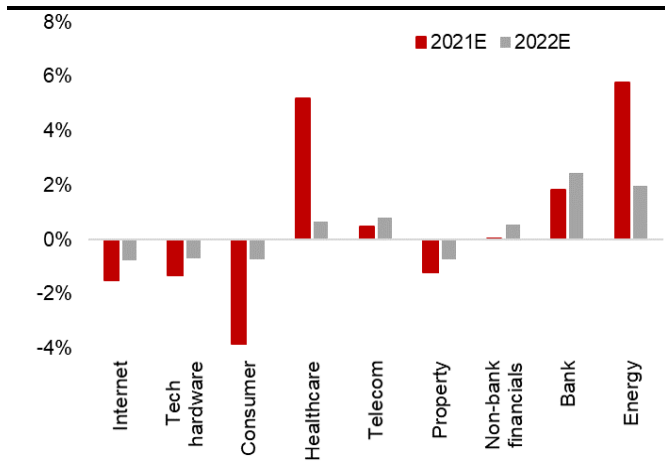
图 8：恒生科技指数 21 年预测盈利于 3 月被下调 8.3%



资料来源：彭博，招银国际证券

按行业看，恒指中的周期股（金融和能源）预期盈利获市场上调，而成长股（医疗股除外）的预期盈利则被下调（图 9）。

图 9：恒指成份股于业绩后之盈利预测变化

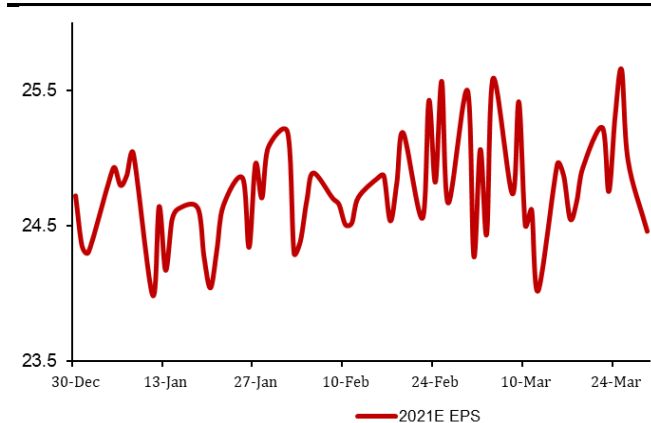


资料来源：彭博，招银国际证券

截至 21 年 3 月 30 日；只包括年结于 12 月之公司；不包括美团(3690 HK)，因其 21 年预测盈利由正数下调至负数

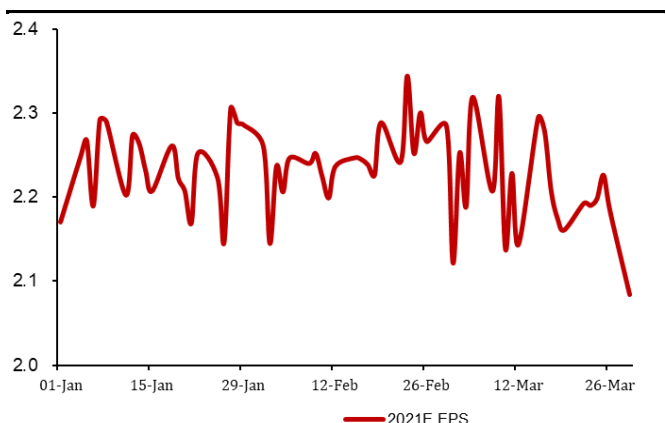
同样，MSCI 中国指数于 3 月份被下调盈利预测，成长股降幅（-8.0%）远大于价值股（-0.8%）（图 10 和 11）。

图 10: MSCI 中国价值指数 21 年预测盈利于 3 月被下调 0.8%



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 11: MSCI 中国增长指数 21 年预测盈利于 3 月被下调 8.0%

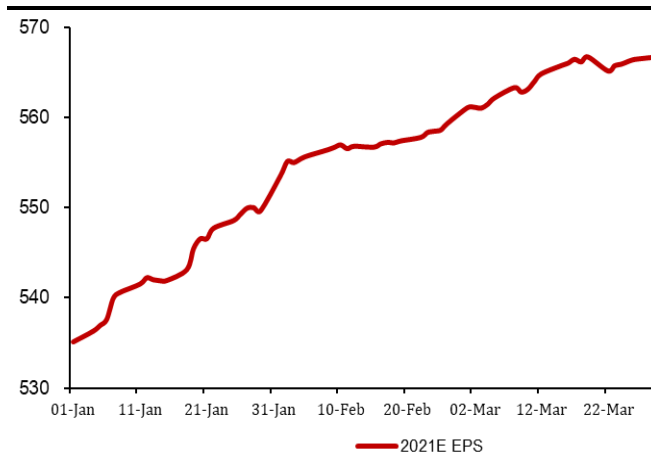


资料来源: 彭博, 招银国际证券

美国价值股的盈利调整也好于成长股

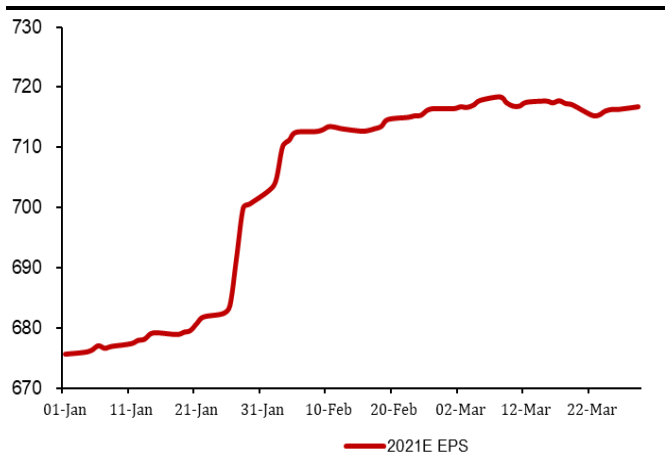
相比之下，美股市场业绩期表现较强，市场预期盈利略向上调。同样，价值股的盈利调整（+1.3%）好于成长股（持平）（图 12 和 13）。

图 12: 标普 500 价值指数 21 年预测盈利于 3 月上调 1.3%



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 13: 标普 500 增长指数 21 年预测盈利于 3 月份持平



资料来源: 彭博, 招银国际证券

资金流向：南向买盘仍然疲弱

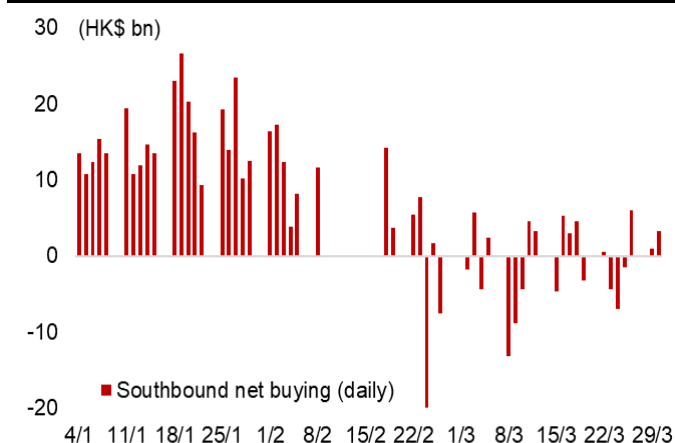
回想在 1 月初至 2 月中旬，通过港股通的南向买盘是恒指上涨 15% 的主要动力。科技股受到内地投资者追捧，同期推动恒生科技指数上涨多达 31%。

但随后，香港市场的顶峰恰逢南向净买入的显著下降。尽管恒生科技指数由高位回落 25%，年初至今倒跌，但较低的估值似乎未能吸引内地资金回流（图 14）。

在岸公募基金发行降温

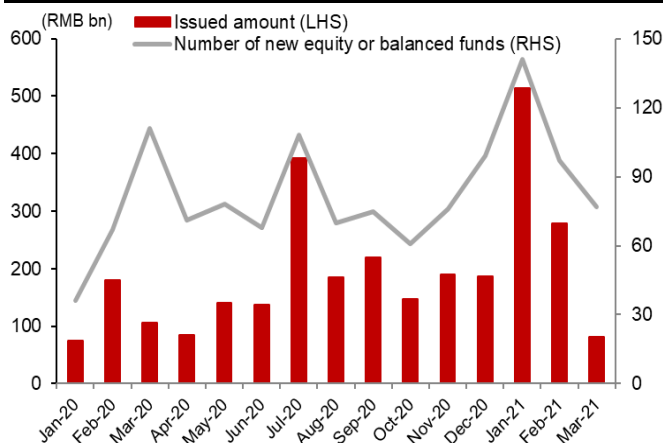
南向买盘下降，部分归因于中国内地之公募基金发行量下降。2021 年 1 月和 2 月，大量新基金发行，其中许多可以通过港股通将部分资金投资于港股。但是 3 月份，新发行量下降到至少一年以来的最低水平（图 15）。

图 14：今年港股通南向每天净买入金额



资料来源: WIND, 招银国际证券

图 15：在岸公募基金发行量回落



资料来源: WIND, 招银国际证券

技术分析

恒指正处于十字路口

恒指已形成看跌的“头肩顶”，并在 3 月 24-25 日跌至颈线以下，但随后反弹，目前处于颈线。同时，恒指形成下降通道（图 16）。

若恒指能够停留在颈线 28,300 上方并突破下降通道（目前位于 28,800 附近），则可能标志着调整结束。

恒生科技指数“双底”

恒生科技指数调整（比峰值低 30%）比恒指（12%）要深得多，并且可能更早走出困境。虽然恒生科技指数明显跌破“头肩顶”颈线，但其在 3 月形成了看涨的“双底”。颈线 8,819 的突破可能标志着调整结束。

图 16：恒指“头肩顶”和下降通道



资料来源：彭博，招银国际证券

图 17：恒生科技指数“双底”



资料来源：彭博，招银国际证券

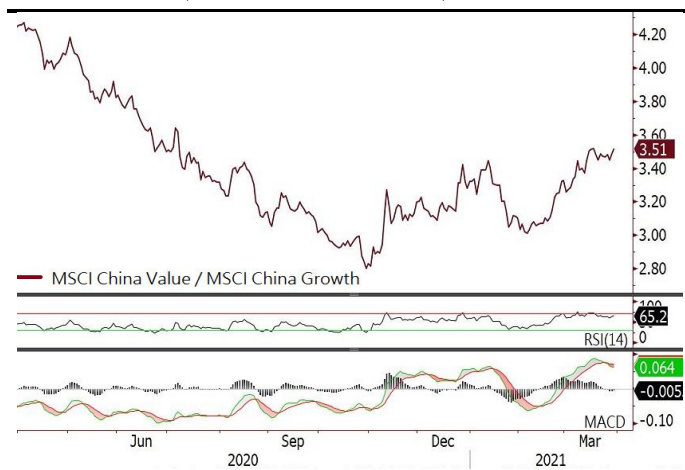
MSCI 中国价值股相对于成长股超买

自 2 月中旬以来，相对于成长股，价值股势头令人瞩目，但似乎开始减弱。图 18 显示，MSCI 中国价值指数相对于成长指数接近超买水平（RSI 接近 70），而 MACD 刚好出现看跌交叉，反映这一轮价值股的跑赢表现可能即将结束。

纳斯达克上升趋势不变

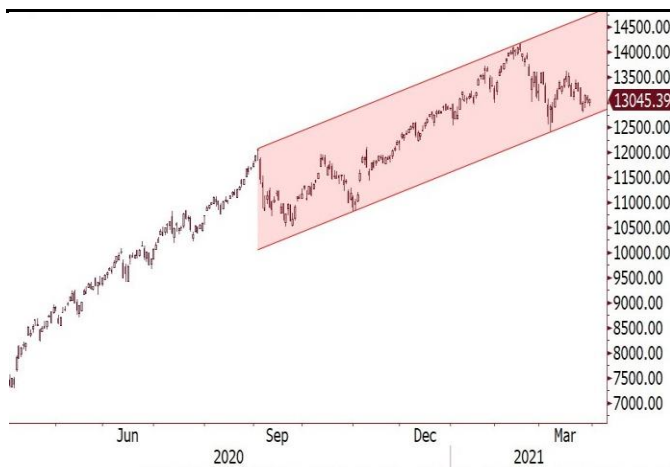
作为科技/成长股的领头羊，纳斯达克综合指数仍处于中期上升通道内，表明上升趋势不变，并且可能在通道底部附近获得支撑（图 19）。纳斯达克仍处于上升趋势中，对于中国/香港的科技/成长股也是个好兆头。

图 18: MSCI 中国价值指数 / MSCI 中国成长指数



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 19: 纳斯达克指数仍处于上升通道

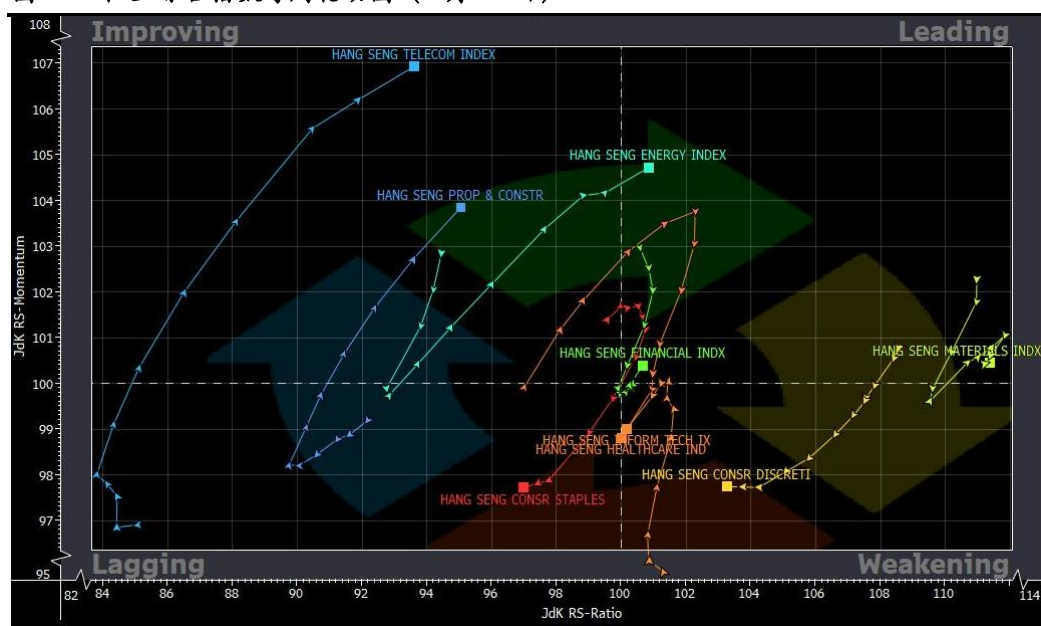


资料来源: 彭博, 招银国际证券

价值股轮动即将终结?

在过去大约六周时间里，从增长/新经济板块到价值/旧经济板块的轮动明显。正如恒生综合指数的每周轮动图所示（图 20），IT 和必需消费等增长板块从“领先”跌至“转弱”或“落后”。相反，诸如房地产和能源等价值板块从“落后”发展为“改善”或“领先”。

图 20: 恒生综合指数每周轮动图（3 月 31 日）

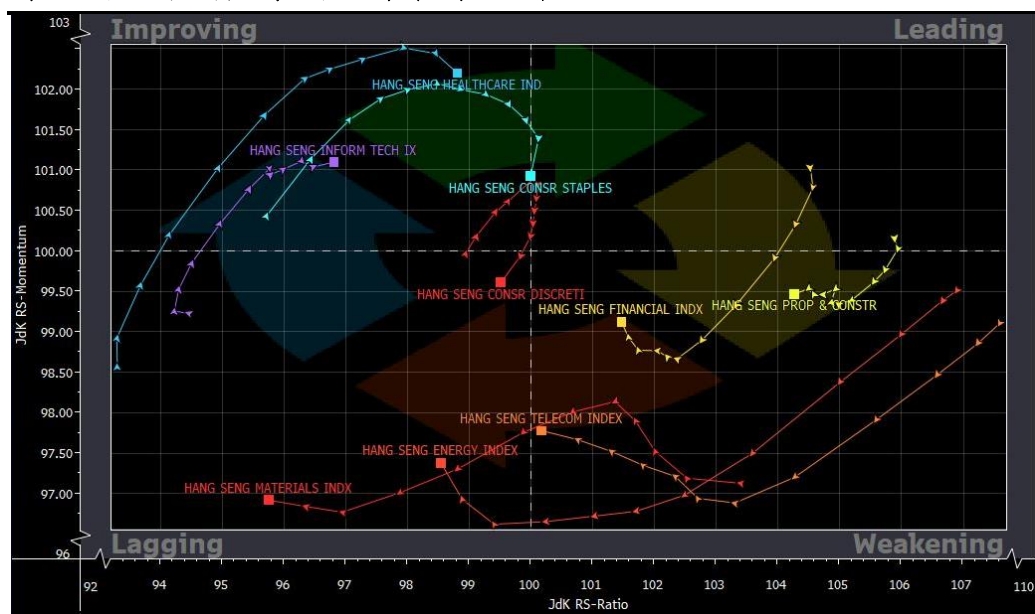


资料来源: 彭博, 招银国际证券

但是，这一轮板块轮动可能已经接近尾声。恒生综合指数的每天轮动图（图 21）与每周轮动图略呈相反，即价值板块走弱，而成长板块势头改善。

这并不是说我们预期很快会有增长股板块轮动。增长与价值之间的板块轮动并非总是发生。在过去 12 个月中，由于疫情以及随后的衰退和复苏，这种轮动确实发生了几次。但是随着经济逐渐正常化，这种轮动发生的频率应该降低，或者至少不那么剧烈。

图 21：恒生综合指数每天轮动图（3 月 31 日）



资料来源：彭博，招银国际证券

*注释：



1: 表现不佳，但势头增强

2: 表现跑赢，且势头增强

3: 表现不佳，且势头减弱

4: 表现跑赢，但势头减弱

板块倾向于在图上顺时针旋转

策略：现在关键是选股

上个月我们强烈偏好周期股而非成长股，而现在我们对周期股和成长股的态度相对中立。虽然随着中期经济持续复苏，周期股将进一步估值修复，但短期内其势头开始减弱。另一方面，在最近的调整之后，成长股的价值重新显现。因此，我们预计未来几周价值股和成长股的表现差距将有所下降。

自下而上选股，而非自上而下按行业分配，现在对争取 Alpha 更为重要。

我们偏好行业龙头，因为他们更有条件在疫情后变得更强并扩大市场份额，并在股市一旦回调持续更久的情况下更具防御性。

我们喜欢具有以下特点的行业龙头：

- 1) 2020 财年业绩超预期
 - i. 舜宇光学 (2382 HK) – 2020 财年盈利超市场预期 13%.
 - ii. 快手 (1024 HK) – 2020 财年净亏损好于预期；预期用户增长势头将持续
- 2) 2021 第一季度指引乐观
 - i. 中联重科 (1157 HK / 000157 CH) – 2021 第一季度盈喜同比增长 114%-153%
 - ii. 中兴通讯 (763 HK) – 2021 第一季度盈喜同比增长 130%-208%，或~70%（剔除一次性项目）
- 3) 市场预期盈利有上升空间
 - i. 比亚迪电子 (285 HK) – 我们 2021/22 财年每股盈利预测高于市场预期 18%/13%
- 4) 估值便宜且预期盈利大幅反弹
 - i. 万洲国际 (288 HK) – 2020 财年盈利不及预期，由于一次性项目，但是我们预期 2021 财年调整后净利润创新高。股价低于峰值 35%，2021 财年调整后市盈率仅为 8.4 倍，而历史平均为 11.0 倍

图 22：看好的行业领导股份

行业	股份	代码	评级	目标价	最新研究报告
互联网	快手	1024 HK	买入	382 港元	Link
科技	舜宇光学	2382 HK	买入	254.3 港元	Link
	比亚迪电子	285 HK	买入	56.2 港元	Link
	中兴通讯	763 HK	买入	28.1 港元	Link
	中联重科	1157 HK / 000157 CH	买入	16.0 港元/ 17.8 元人民币	Link
消费	万洲国际	288 HK	买入	9.6 港元	Link

资料来源：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：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关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。