

1 月港股策略报告

港股估值低残，国策推动重估

港股去年大幅跑输环球主要股市后，现时估值低残，重新吸引到内地投资者买入港股。中国政府强调“稳字当头”，推出稳增长政策，成为推动港股重估的一个关键催化剂。我们看好互联网及工程机械相关板块，对可选消费及新能源行业看法审慎。

- **港股估值低残。**恒指的市净率仅 0.97 倍，与过去四份一世纪多次的危机时低位相若；调整后的恒指（撇除近一年半才获纳入的高增长、高估值成份股）之 21 年预测市盈率仅 9.0 倍，为近十年来最低。H 股对 A 股的折让也是十年来最大（A 股溢价达 47%）。
- **港股通重现净买入。**自 2021 年 7 月港股开始受国内政策逆风影响，港股通录得净流出至 11 月底，其后才连续五周重现净买入。H 股对 A 股的折让是十年来最大，重新吸引到内地投资者买入港股。过去十年的数据显示，当 A-H 溢价较高时（尤其是 >30%），H 股在随后的 3-6 个月内跑赢 A 股的机会增加。
- **中国政策转趋支持。**推动港股重估的一个关键催化剂是中国的支持性政策。经过一年来对多个行业的监管收紧，中国政府现在更加重视稳增长。上月召开的中央经济工作会议强调“稳字当头”，央行四季度货币政策会议亦呼应中央经济工作会议的论调。我们相信这意味即将出台更多稳增长的政策，2022 年上半年有可能再降准降息。
- **PMI 反弹利好恒指。**随着稳增长政策的预期升温，中国官方制造业 PMI 连续两个月反弹并重回扩张区。过往当 PMI 重回扩张区，恒指往往出现反弹。
- **行业观点：**互联网行业料获温和重估，因为其预测市盈率创五年新低，应已消化了大部分政策逆风，我们预计基本面将在今年二季度改善，短期内估值有望获温和重估。在旧经济板块中，因为基建支出将加速，看好工程机械和材料。另一方面，由于消费者信心减弱，对非必需消费品行业看法审慎。此外，新能源行业可能出现获利回吐。

苏沛丰，CFA
 (852) 3900 0857
 danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

近期市场策略报告

1. 2022 年策略报告：伏虎添翼 港股回春
2. 11 月港股策略报告：板块轮动机会 - 2021 年 11 月 4 日
3. 策略报告：中国滞胀忧虑言过其实 - 2021 年 10 月 6 日（英文）
4. 策略报告：恒指离底不远，看好国策支持板块 - 2021 年 9 月 7 日
5. 策略报告：推测恒指底部 - 2021 年 8 月 23 日
6. 8 月港股策略报告：买入政策风险低的增长股 - 2021 年 8 月 5 日
7. 策略报告：下半年展望——增长股重拾动力 - 2021 年 7 月 7 日
8. 6 月港股策略报告：短期价值，中期增长 - 2021 年 6 月 1 日
9. 5 月港股策略报告：上调恒指目标，5 月吸纳港股 - 2021 年 5 月 3 日
10. 4 月港股策略报告：市场风格转换 暂歇 - 2021 年 4 月 1 日

目录

港股估值十分低残	3
港股通重现净买入	4
中国政策重点转向稳增长.....	5
PMI 反弹利好恒指	5
技术分析	6
行业观点.....	7

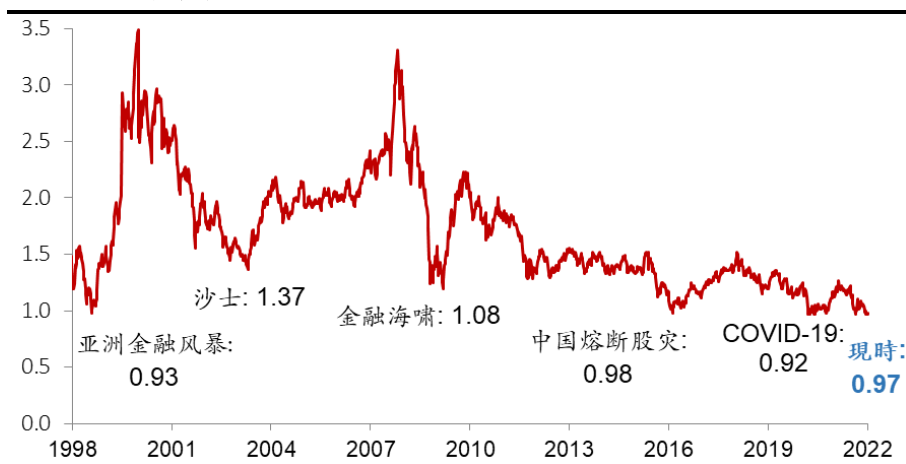
港股估值十分低残

恒指去年下跌 14%（标普 500 指数升 24%，上证综合指数升 5%）。港股市盈率、市净率及对 A 股的相对估值均跌至 10 年低位，我们相信上行空间比下行空间大，推算恒指于 2022 年之交易区间为 22,500 – 28,400。（详见[2022 策略报告](#)）

■ 恒指的市净率跌穿 1 倍

恒指的市净率仅 0.97 倍，与过去四份一世纪多次的危机时低位相若。

图 1：恒指市净率与过去危机时低位相若



资料来源：彭博、招银国际证券

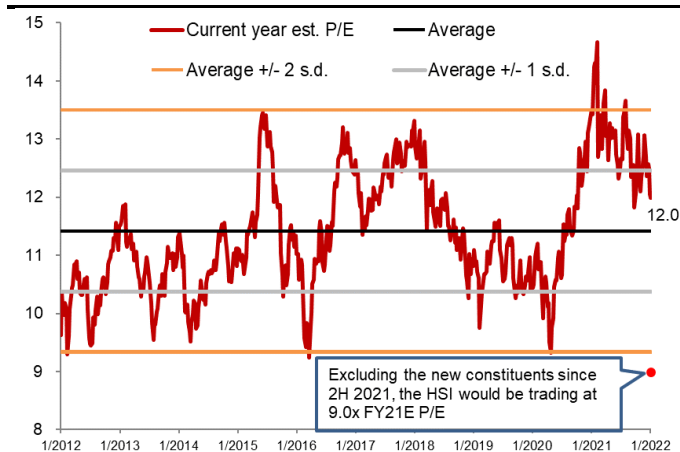
■ 调整后的恒指之预测市盈率创十年新低

表面上，恒指预测市盈率比过去 10 年平均略高，并不特别吸引（图 2）。不过，若撇除近一年半才获纳入的 19 只恒指成份股（大部份是高增长、高估值股份），调整后的恒指之 21 年预测市盈率仅 9.0 倍，为近十年来最低。

■ H 股对 A 股的折让为十年来最大

恒指不但跑赢美股、欧洲等大部份新兴股市，亦跑赢 A 股。恒生沪深港通 AH 股溢价指数升至 147（图 3），表示 A 股较 H 股之平均溢价达 47%，接近十年来最高位。上两次 AH 溢价如此高，分别是 2015 年 9 月及 2020 年 10 月，其后溢价便收窄，出现一定程度的均值回归。换言之，当 A-H 溢价较高时（尤其是 >30%），H 股在随后的 3-6 个月内跑赢 A 股的机会增加。

图 2：调整后的恒指之预测市盈率创十年新低



资料来源：彭博、招银国际证券预测

图 3：AH 股溢价指数* 升至十年高位



资料来源：彭博、招银国际证券

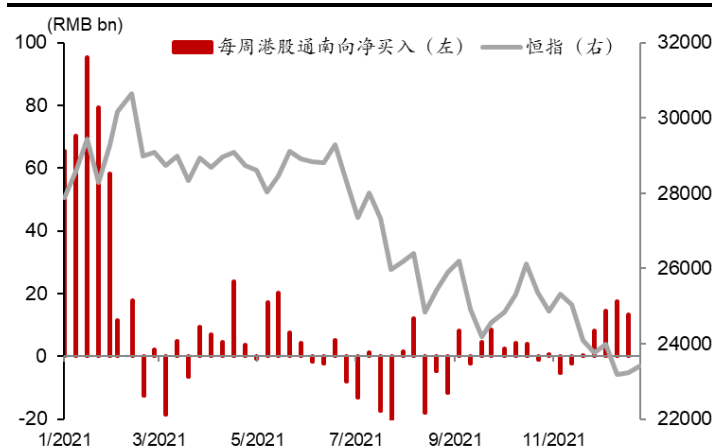
* 100 以上表示 A 股较 H 股出现溢价

港股通重现净买入

自 2021 年 7 月港股开始受国内政策逆风影响，港股通录得净流出至 11 月底。其后，港股通最近五周都录得净买入（图 4）。

港股通经过五个月净卖出，期间恒指大挫 5,000 点，现终于重现净买入，显示内地投资者对港股重现兴趣。

图 4：港股通资金抄底



资料来源：万得、彭博、招银国际证券

如上指出，H 股对 A 股的折让升至十年高位，应是港股重新吸引到内地投资者的原因之一。过去十年的数据显示，当 A-H 溢价较高时（尤其是 >30%），H 股在随后的 3-6 个月内跑赢 A 股的机会增加。

中国政策重点转向稳增长

推动港股向上重估的一个关键催化剂，是中国的政策支持。经过一年来对多个行业的监管收紧，国策现时更偏重稳定经济增长。

■ 稳字当头

上月召开的中央经济工作会议强调“**稳字当头**”，指出经济“面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。会议指“财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”。

■ 逆周期稳增长措施

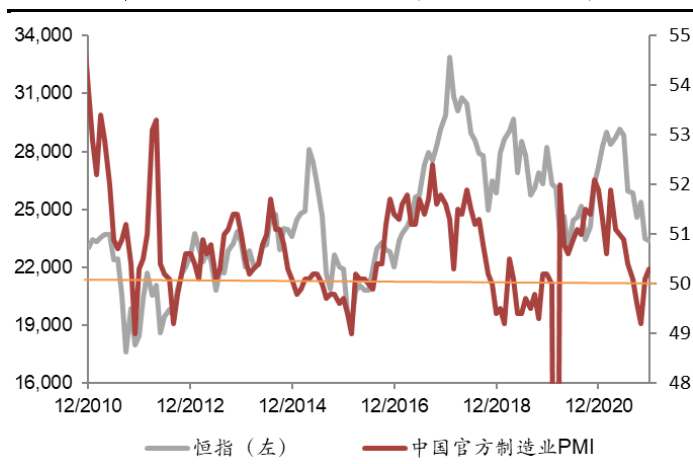
人民银行四季度货币政策会议亦呼应中央经济工作会议的论调，强调“要稳字当头、稳中求进，加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”。人行第三季度例会以及 12 月初降准声明中，都没提及逆周期调节，现时提出逆周期政策，意味变得更为重视短期稳增长。

招银国际首席经济学家丁安华[指出](#)，在节奏上，央行可能需要在美国启动加息之前完成主要的政策操作。因此，**今年上半年存在降准降息的可能**。

PMI 反弹利好恒指

随着稳增长政策的预期升温，中国官方制造业 PMI 连续两个月反弹并重回扩张区。图 5 显示，过往当 PMI 重回扩张区，恒指往往出现反弹行业。

图 5：当中国制造业 PMI 重现扩张，恒指往往反弹



资料来源：彭博、招银国际证券

技术分析

■ 恒指企于长期上升轨

恒指在温和反弹之前，曾于 12 月 20 日跌至新低，触及 2008 年起形成的长期上升轨。在 2020 年 3 月疫情引发市场熔断时，恒指亦曾触及该长期上升轨，当时反映熊市结束。若恒指今次能企于长期上升轨，或再次意味长达一年的熊市即将完结。

图 6：恒指自 2008 年起形成的长期上升轨



资料来源：彭博、招银国际证券

■ RSI 背驰有利恒指和 MSCI 中国指数

周线图上，恒指与 RSI 出现「三底背驰」见底讯号（图 7）。

我们亦比较中国股市与其他新兴市场之表现，MSCI 中国指数与 MSCI 新兴市场（中国除外）指数之比率已跌至 2016 年以来低位，并同样与 RSI 出现「三底背驰」见底讯号（图 8），意味 MSCI 中国指数有望开始跑赢 MSCI 新兴市场指数。

图 7：恒指周线图与 RSI 出现三底背驰



资料来源：彭博、招银国际证券

图 8：MSCI 中国指数 vs MSCI 新兴市场（中国除外）指数 - RSI 三底背驰



资料来源：彭博、招银国际证券

行业观点

■ 互联网行业料获温和重估

互联网行业经历长达一年监管周期，市场已消化大部分监管因素，包括反垄断、数据安全、民生社保、青少年、内容监管等。我们认为当前监管框架已成型、且方向明朗化，后续行业运营调整将更多来自相关细则落地，政策大方向层面下行风险有限。

我们预计行业基本面将在今年二季度改善，短期内估值有望获温和重估。行业之 22 年预测市盈率创五年新低。

建议于互联网行业慎选赛道。看好游戏 [网易 (NTES US / 9999 HK, 买入), 腾讯 (700 HK, 买入)] 和消费互联网 [美团 (3690 HK, 买入)]。

(互联网行业由黄群分析师覆盖)

■ 工程机械和材料受惠于基建支出

在旧经济板块中，看好工程机械和物料，因为基建支出将加速。由于地方政府专项债发行放缓，2021 年中国基建支出明显下降。2022 年中国政策重点转向支持增长，加强新增地方政府专项债发行，料将提高基建支出，支持 2022 年初工程机械、重卡 and 水泥需求。

(工程机械/重卡行业由冯健嵘分析师覆盖)

■ 可选消费和新能源行业看法审慎

我们对可选消费和新能源行业看法审慎，因考虑到小型疫情爆发及清零政策的连续性影响、经济放缓、房地产市场的负面财富效应、全球通胀导致成本上涨，以及行业估值相对偏高。尤其对餐饮股份抱持审慎看法。

(可选消费由胡永匡分析师覆盖)

新能源行业于 2021 年急涨后，短期可能出现获利回吐。“双碳”政策支持下，长期增长前景维持不变，但最近中国官员提出要纠正运动式“减碳”，需在推进减碳、稳定经济及节能降耗之间取得平衡。建议等待较佳买入时机配置风电运营商。

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士。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 仅会在法律要求的区间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。