

港股策略報告

南下資金推升H股

恒指逼近三萬關，成交再創新高。雖然港股整體估值不再便宜，但預期短期內仍有上升動力。在樂觀情況下，恒指有望上試 32,100，即相對目前仍有 7% 上升空間。我們偏好走勢落後的周期板塊和個股。

- **北水影響力增加。**近期經港股通南下資金踴躍，是推升港股之重要動力，南向交易佔港股大市成交比率升至逾三成。不過，南向交易成交急增，很多時候與恒指拐點同步出現，或意味恒指拐點稍後將至。
- **恒指估值近十年峰值。**恒指近期急升後，2021 年預測市盈率升至 13.5 倍，接近過去十年之預測市盈率峰值。雖然恒指納入更多增長股，有助估值稍微上升，但港股整體估值不再便宜。
- **未來數周料上升動力持續。**北水大量南下掃貨，主要原因是 2020 年港股/H 股跑輸 A 股，估值相對便宜。H 股經過一輪補漲後，A 股較 H 股之平均溢價由去年底接近 50%，收窄至目前的 33%，但仍高於歷史平均，反映 H 股相對而言仍吸引，相信短期內南下資金仍將高企。
- **恒指嚴重超買，但預期仍有上升空間。**恒指之 14 天相對強弱指數 (RSI) 高見 86.3，罕見如此超買程度。在此前幾次，恒指平均於其後 13 個交易日再漲 7% 見頂。
- **升浪尾聲周期股跑贏。**在 2015 年 4 月及 2018 年 1 月兩次股市升浪後段，皆由金融、能源及內房股份跑贏大市。
- **策略——偏好落後的周期板塊和個股：**1) 券商受惠於股市活躍，目前市帳率低於歷史平均水平；2) 保險同樣受益於強勢股市；3) 內房因市場對貸款上限反應過度而落後大市；4) 部份板塊或出現行業內輪動，看好某些板塊內的落後股份。

行業與公司推薦

行業	公司
券商	中信証券 (6030 HK), 中信建投証券 (6066 HK), 海通証券 (6837 HK), 光大証券 (6178 HK)
保險	中國人壽 (2628 HK)
內房	華潤置地 (1109 HK), 世茂 (813 HK), 合景泰富 (1813 HK)
醫療	平安好醫生 (1833 HK)

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

近期市場策略報告

1. 1月港股策略報告：繼續看好價值型股份－2021年1月6日
2. 2021年策略報告：疫後產需齊復蘇 牛年恒指闖三萬－2020年12月10日
3. 策略報告－疫情有望終結？－2020年11月12日
4. 美國選舉後策略：把握回調機會吸納－2020年11月5日
5. 10月港股策略報告：偏好盈利能見度高股份－2020年10月7日
6. 9月港股策略報告：聯儲局及弱美元支持，恒指向上突破機會增－2020年9月3日
7. 策略報告：短期換馬至周期性行業－2020年8月19日
8. 8月港股策略報告：恒指區間上落，政策受惠股料跑贏－2020年8月5日
9. 港股下半年展望：增長股料繼續跑贏－2020年7月6日
10. 6月港股策略報告：市場分歧與機會－2020年6月9日

目錄

港股通南向交易大增.....	3
北水影響力增加	3
恒指估值近十年峰值.....	3
未來數周料上升動力持續.....	4
AH 股溢價均值回歸	4
恒指嚴重超買，但預期動力或將持續.....	5
於最終升浪跑贏大市之板塊.....	5
策略：偏好落後的周期板塊和個股	6
主要風險.....	7

恒指在 1 月 19 日重返 2019 年 5 月的高位，單日成交額創 3,016 億港元新高，並於 1 月 20 日再次達到 3,000 億港元。恒指今年開局走勢凌厲，年初至今成為全球表現最佳主要股票指數之一 (+10%)。

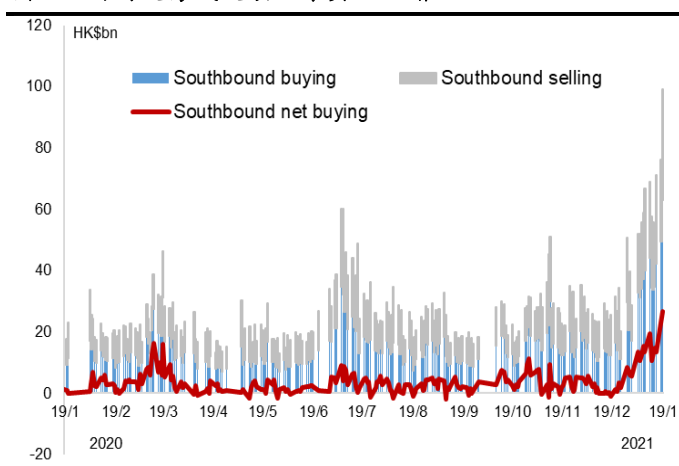
問題是，恒指升勢能維持多久，幅度能多大，以及應該佈局哪些板塊及股份？

港股通南向交易大增

北水影響力增加

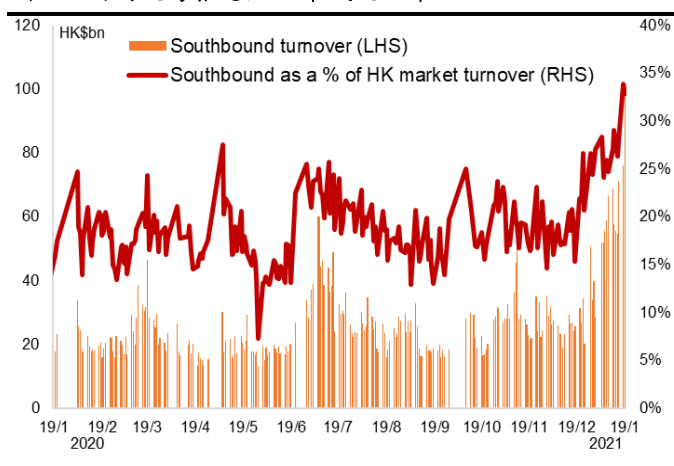
年初至今，港股通南向交易大增（圖 1），成為推升港股大幅反彈及跑贏其他主要市場之重要動力。北水影響力增加，南向交易佔港股大市成交比率由去年 15-25%，升至目前逾三成（圖 2）。

圖 1：南向交易成交額及淨買入大增



資料來源：彭博、萬得、招銀國際證券

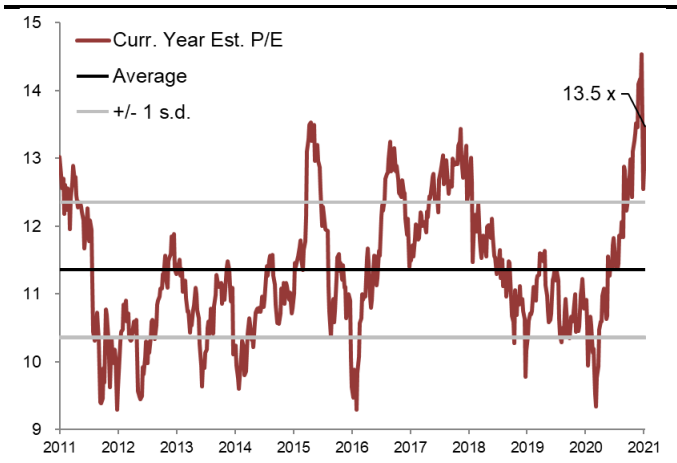
圖 2：南向交易佔港股大市成交比率



資料來源：彭博、萬得、招銀國際證券

恒指估值近十年峰值

恒指於 1 月 20 日之 2021 年預測市盈率為 13.5 倍，接近過去十年之預測市盈率峰值。雖然恒指納入更多增長股，有助估值稍微上升，但港股整體估值不再便宜。

圖 3：恒指市盈率升至近十年峰值

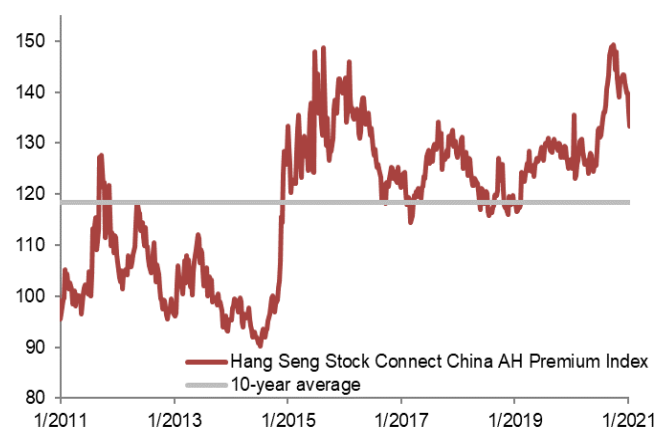
資料來源：彭博、招銀國際證券

在樂觀情況下，將目光放在疫情平伏後，以 2021 及 2022 年預測盈利平均作為估值，並以 13.5 倍市盈率推算，估計恒指有望上試 32,100，即相對目前仍有 7% 上升空間。

未來數周料上升動力持續

AH 股溢價均值回歸

我們相信北水大量南下掃貨，主要原因是 2020 年港股/H 股跑輸 A 股，估值相對便宜。去年 H 股跑輸 A 股約 30 個百分點，令 A-H 股之溢價擴大至接近 50%，H 股價值顯現。H 股經過一輪補漲後，A-H 股之溢價已收窄至目前的 33%，但仍高於歷史平均，反映 H 股相對而言仍吸引，相信短期內南下資金仍將高企。

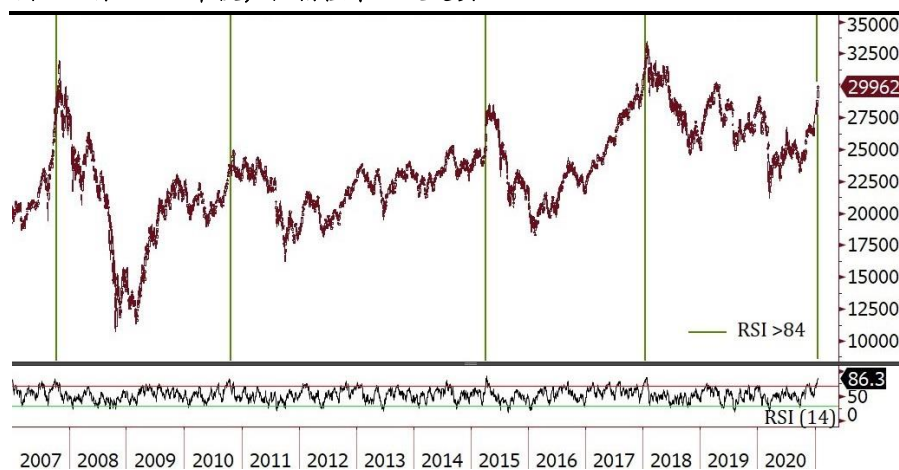
圖 4：A-H 股溢價收窄但仍高於歷史均值

資料來源：彭博、招銀國際證券

恒指嚴重超買，但預期動力或將持續

恒指之 14 天相對強弱指數 (RSI) 高見 86.3，罕見如此超買程度 (圖 6)，是自 2007 年後第五次出現 RSI > 84。在此前四次，恒指平均於其後 13 個交易日再漲 7% 見頂 (圖 7)。不過，隨後是長達數個月之久的回調 (實際上是熊市)。

圖 5：自 2007 年後，恒指僅第五次超買



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 6：當恒指嚴重超買

14 天 RSI > 84 日期 (a)	該年預測市盈率	恒指見頂日期 (b)	最終升浪交易日數 (b-a)	最終升浪幅度	終結升勢之負面因素
2007 年 10 月 2 日	20.5	2007 年 10 月 30 日	19	13.3%	北京暫停港股直通車計劃
2010 年 10 月 14 日	15.1	2010 年 11 月 8 日	17	4.8%	歐元區債務危機
2015 年 4 月 9 日	13.2	2015 年 4 月 27 日	12	6.1%	A 股崩盤
2018 年 1 月 19 日	12.7	2018 年 1 月 29 日	6	3.8%	中美貿易戰
2021 年 1 月 19 日	13.3	???	???	???	???

資料來源：彭博、招銀國際證券

於最終升浪跑贏大市之板塊

升浪尾聲往往由周期性板塊如金融、能源及內房跑贏大市。在 2015 年 4 月開始的最終升浪，恒指首十隻表現最好成份股中，七隻屬於金融股，兩隻屬於能源股。至於 2018 年 1 月的最終升浪，恒指首十隻表現最好成份股中，三隻屬於金融股，三隻能源，兩隻內房。

圖 7：2015 年的最終升浪周期股領漲

恒指首十隻表現最好成份股 (2015 年 4 月 9-27 日)	股價升幅 (%)
港交所 (388 HK)	24.6
中國石油化工 (386 HK)	15.8
中國海洋石油 (883 HK)	12.4
滙豐控股 (5 HK)	11.5
中國平安 (2318 HK)	11.5
中國銀行 (3988 HK)	11.4
中銀香港 (2388 HK)	10.7
工商銀行 (1398 HK)	9.8
交通銀行 (3328 HK)	9.7
創科實業 (669 HK)	9.3
恒生指數	5.5

資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 8：2018 年的最終升浪周期股領漲

恒指首十隻表現最好成份股 (2018 年 1 月 19-29 日)	股價升幅 (%)
中國石油股份 (857 HK)	11.7
華潤置地 (1109 HK)	10.6
中國銀行 (3988 HK)	8.4
建設銀行 (939 HK)	7.6
中國石油化工 (386 HK)	7.2
中信股份 (267 HK)	6.6
交通銀行 (3328 HK)	6.3
銀河娛樂 (27 HK)	4.9
恒基地產 (12 HK)	4.6
中國海洋石油 (883 HK)	4.5
恒生指數	2.2

資料來源：彭博、招銀國際證券

策略：偏好落後的周期板塊和個股

目前港股整體估值不再便宜，我們偏好估值被低估或落後的優質股份：

■ 券商

受惠於股市暢旺。目前估值偏低，我們覆蓋股份的 2021 年預測市帳率平均 0.97 倍，略低於歷史平均的 1.0 倍。

選股：中信証券 (6030 HK；買入；目標價：HK\$24.6)，中信建投証券 (6066 HK；買入；目標價：HK\$15.3)

其他偏好股份包括海通証券 (6837 HK；買入；目標價：HK\$10.2) 及光大証券 (6178 HK；未評級)，因其市帳率低，且 H 股相對 A 股的折讓大，分別達到 164% 及 98%。

■ 保險

受益於股市強勢。

選股：中國人壽 (2628 HK；買入；目標價：HK\$28.14)，板塊內最大落後股，其 A 股溢價 (165%) 亦是壽險公司中最高。

■ 內房

因市場對貸款上限反應過度而落後大市。

選股：華潤置地 (1109 HK；買入；目標價：HK\$44.79)，世茂 (813 HK；買入；目標價：HK\$44.94)，合景泰富 (1813 HK；買入；目標價：HK\$17.87)

(詳見 [中國房地產行業研究報告](#))

■ 部份板塊內的落後股份

由於行業領先的股份估值已偏貴及超買，資金或流向行業內的落後股份。

選股：平安好醫生 (1833 HK；買入；目標價：HK\$150)

圖 9：行業與公司推薦

行業	公司	代碼	評級	目標價 (HK\$)	AH 股溢價 (%)
券商	中信証券	6030 HK	買入	24.60	83
	中信建投証券	6066 HK	買入	15.3	287
	海通証券	6837 HK	買入	10.2	98
	光大証券	6178 HK	未評級	不適用	164
保險	中國人壽	2628 HK	買入	28.14	165
內房	華潤置地	1109 HK	買入	44.79	不適用
	世茂	813 HK	買入	44.94	不適用
	合景泰富	1813 HK	買入	17.87	不適用
醫療	平安好醫生	1833 HK	買入	150	不適用

資料來源：彭博、招銀國際證券

主要風險

1. 中國內地：官方釋出收緊貨幣／財政刺激政策訊號，或發表為股市降溫的言論。
2. 全球：疫情變種及疫苗成效未如理想。
3. 中美關係或維持緊張。一些投資者憧憬拜登上場後，中美關係會稍為降溫。倘若拜登未能盡快撤回部份特朗普的反華政策，或令投資者失望。
4. 美元反彈：美元指數自 2020 年 3 月開始下跌，促使資金流入新興市場。美元反彈或令新興股市有所回調。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需要索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者：本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者：招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人：本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。