

2月港股策略报告

顺势而为

北水南下港股保持强劲，即使在香港股市出现调整的日子依然。虽然恒生指数的估值接近十年高位，而市场的波动性仍会持续，但我们认为近期对中国人民银行收紧货币政策的担忧过高，并预计短期内香港市场将保持向上动力。

- **南向买盘帮助香港股市傲视全球。**年初至今，香港股市是全球表现最好的主要股市之一。仅在2021年1月，南向交易的买入净额就相当于2020年全年的46%。政策是南向交易激增的主要驱动力，因为现在允许内地年金基金通过港股通投资香港股票。
- **中国紧缩政策未须过虑。**由于担心中国央行收紧流动性，恒生指数在1月26日至29日连续四天大幅回落，总计下跌6.2%。考虑到中国经济在2021年第一季度显示出一些放缓的迹象和风险，决策者现在不太可能大幅收紧货币政策。中国人民银行行长易纲上周表示，央行不会过早退出支持性措施。
- **估值评估。**港股不再便宜。恒指之2021年预测市盈率约13.1倍，接近十年高位。然而，H股相对A股仍然具有吸引力，因A股溢价达36%。预计港股的估值将进一步温和上升，而市场成交量和波动性将高企。由于投资者可能对负面消息变得更加敏感，因此市场回调可能会更加频繁。
- **首选板块：互联网、消费、金融。**在短期内，顺势而为，偏好内地投资者追捧的互联网板块。随着3月初召开的两会，政策支持板块的表现可能会优于大市。我们偏好消费板块，并建议逢低买入光伏玻璃板块。从中期来看，我们偏好被低估、落后大市、受惠股市畅旺和债券收益率攀升的金融板块（保险和券商）。
- **策略性部署：潜在的港股通新贵。**鉴于未来数周南向流入量仍将保持强劲，因此2021年2月26日对恒生综合指数进行的半年度指数检讨值得特别关注，因为这将决定南向向合格股票的大部分变化。我们列出了20只可能获纳入港股通的股票。
- **主要风险：**1) 内地政策为股市降温。如果香港市场出现过热迹象或内地投资者投机过度，决策者可能会通过口头警告或暂停批准香港股票基金为市场降温。2) 美元反弹。从图表上看，美元处于升穿下降轨的边缘，若突破，可能进一步上涨，并对新兴市场股票带来沽压。

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

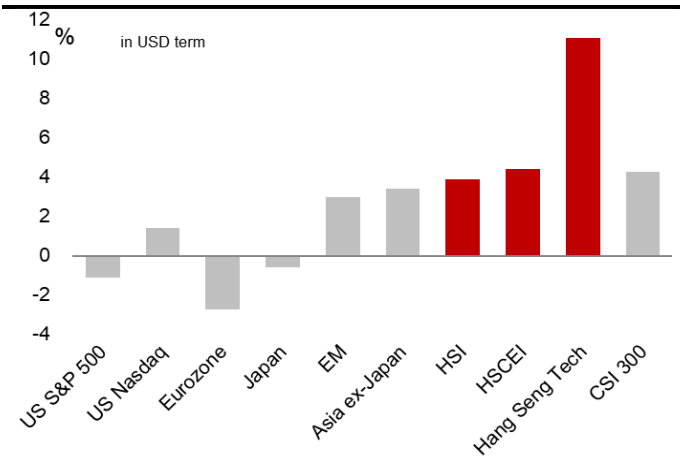
1. 策略报告 - 南下资金推升H股 - 2021年1月22日
2. 1月港股策略报告：继续看好价值型股份 - 2021年1月6日
3. 2021年策略报告：疫后产需齐复苏 牛年恒指闯三万 - 2020年12月10日
4. 策略报告 - 疫情有望终结？ - 2020年11月12日
5. 美国选举后策略：把握回调机会吸纳 - 2020年11月5日
6. 10月港股策略报告：偏好盈利能见度高股份 - 2020年10月7日
7. 9月港股策略报告：联储局及弱美元支持，恒指向上突破机会增 - 2020年9月3日
8. 策略报告：短期换马至周期性行业 - 2020年8月19日
9. 8月港股策略报告：恒指区间上落，政策受惠股料跑赢 - 2020年8月5日
10. 港股下半年展望：增长股料继续跑赢 - 2020年7月6日

南向交易激增

得益于内地投资者通过港股通的强劲买盘，香港股市年初至今在全球主要市场中表现最好（图1）。2021年1月，南向买入净额为3,110亿港元，同比增长1,013%。单计2021年1月，南向的买入净额就相当于2020年全年的46%（图2）。

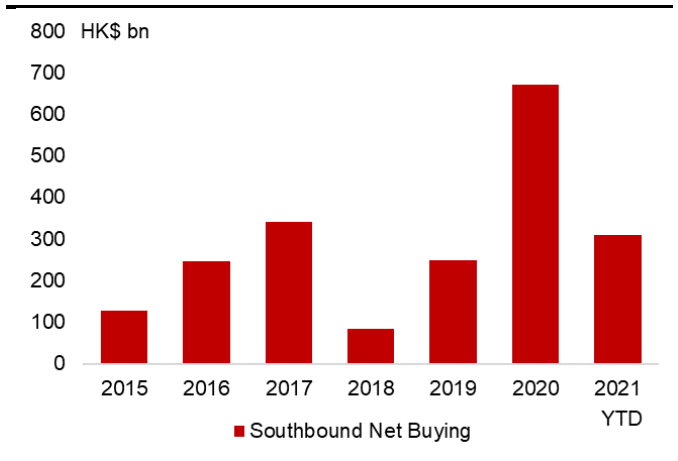
政策是南向交易激增的主要驱动力。2020年底，中国政府（人力资源和社会保障部）修订了规定，允许构成国家退休体系一部分的年金基金通过港股通从2021年1月1日起投资于香港股票。改变前，年金基金只被允许投资在岸资产。最近有五只香港股票年金基金获得监管机构的批准。

图1：香港股市于2021年1月跑赢全球主要股市



资料来源：彭博、招银国际证券

图2：港股通南向净买入于2021年1月急增



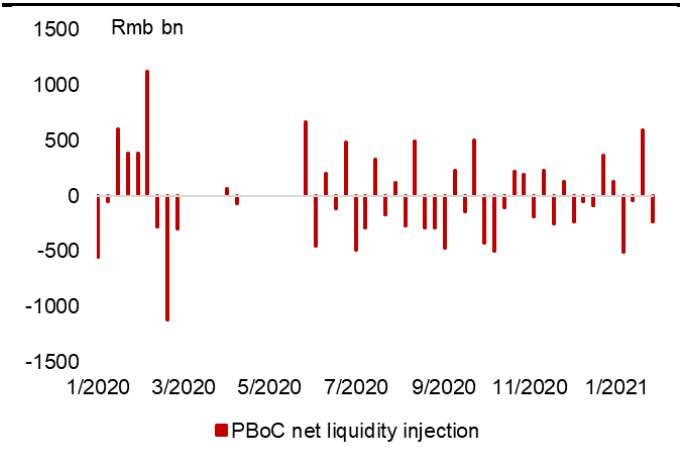
资料来源：万得、招银国际证券

中国紧缩政策未须过虑

在短暂突破30,000点之后，恒生指数在1月26日至29日连续四天大幅下跌，累跌6.2%。对中国人民银行收紧流动性的担忧是主要原因。

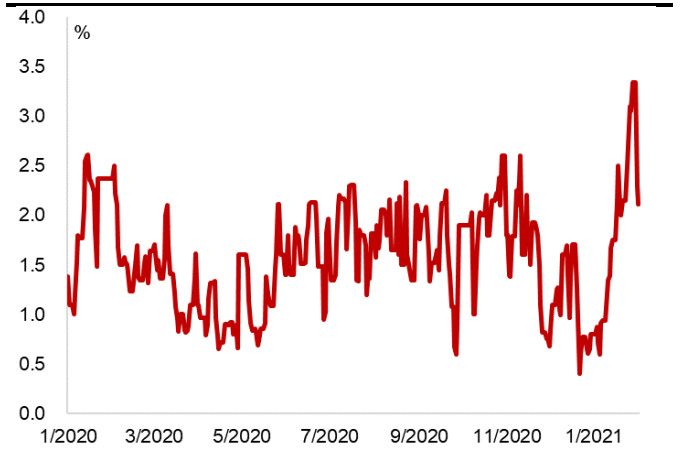
1月25日至28日，中国人民银行通过公开市场操作净回笼5,685亿元人民币的流动性（图3）。银行同业拆借利率在整个1月份飙升，然后在2月的前两天下降（图4）。然而，即使在过去一年，当经济受到疫情打击时，短期流动性收紧也并不罕见。未宜仅仅基于几天的公开市场操作就得出货币政策收紧的结论。

图 3：人民银行以公开市场操作抽资并不罕见



资料来源：彭博、招银国际证券

图 4：中国 1 天回购利率

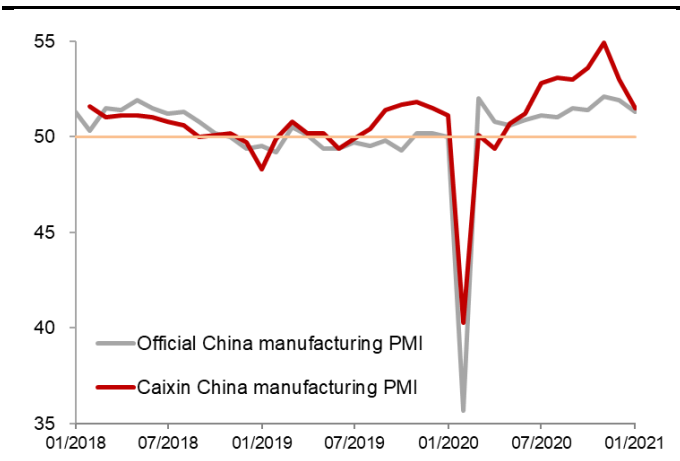


资料来源：彭博、招银国际证券

考虑到中国经济在 2021 年第一季度显示出一些放缓的迹象和风险，决策者现在不太可能大幅收紧货币政策。例如，中国制造业采购经理人指数已连续两个月下降（图 5）。自今年年初以来，新冠肺炎新增病例反弹（图 6），尽管主要发生在个别省份。更加严格的疫情防控措施可能会导致第一季度的经济增速环比下降。

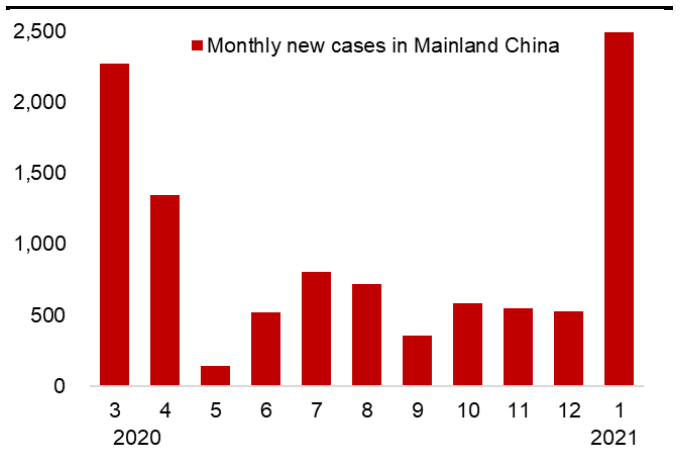
中国人民银行行长易纲 1 月 26 日在达沃斯世界经济论坛上表示，央行将确保货币政策稳定一致，不会过早退出支持性措施。

图 5：中国制造业 PMI 连续两个月回落



资料来源：彭博、招银国际证券

图 6：内地新冠肺炎新增确诊个案回升

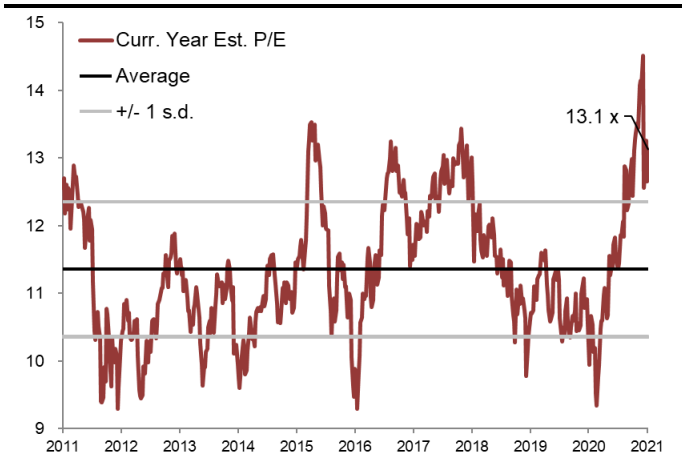


资料来源：彭博、招银国际证券

估值评估

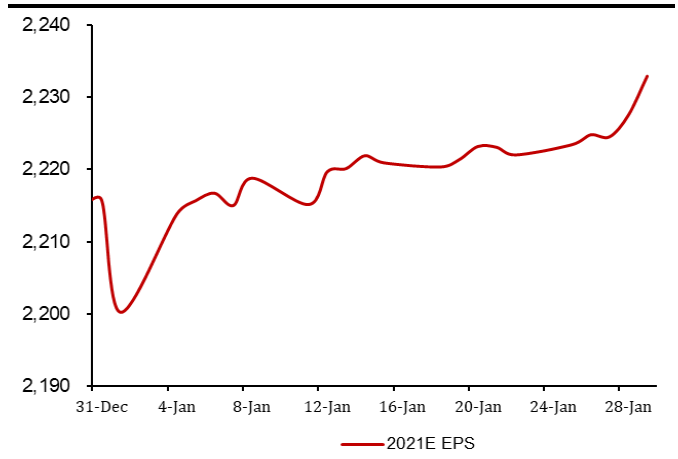
整体而言，港股不再便宜。恒指现时之2021年预测市盈率13.1倍，接近十年高位（图7）。从好的方面看，恒指之2021年预测盈利获市场温和上调（1月份上调0.8%）（图8）。如果即将到来的业绩期胜市场预期，则盈利预测可能再向上调整，从而略微降低预测市盈率。

图7：恒指预测市盈率接近十年高位



资料来源：彭博、招银国际证券

图8：恒指盈利预测获温和上调

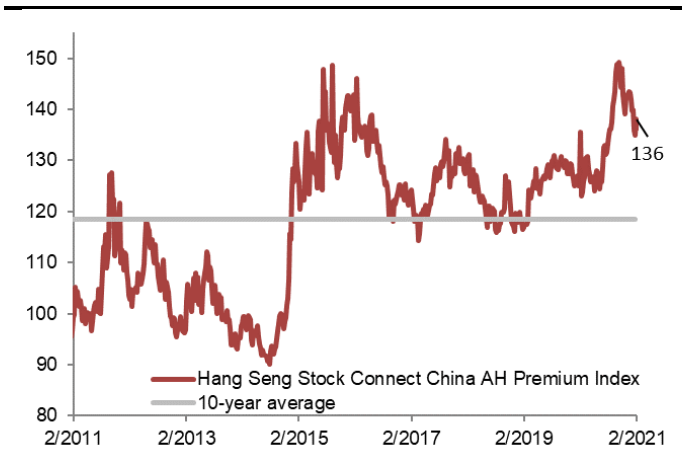


资料来源：彭博、招银国际证券

相对而言，H股相对A股仍然具有吸引力，因A股溢价率达36%（图9）。但是，如果H股继续跑赢A股，A-H溢价率趋向历史平均水平，这种吸引力将逐渐减弱。

简而言之，预计香港股票的估值将进一步温和增长，而市场成交量和波动性将高企。由于投资者可能对负面消息变得更加敏感，因此市场回调可能会更加频繁。

图9：H股相对A股仍具吸引力



资料来源：彭博、招银国际证券

首选板块：互联网、消费、金融

在短期内，我们建议顺势而为，偏好互联网板块，这是内地投资者最追捧的板块之一。

随着3月初召开的两会，政策支持的板块表现可能会优于大盘。我们偏好消费板块，该板块将从持续的经济复苏中受益。我们亦建议逢低买入光伏玻璃板块，由于产品供不应求，该板块的利润率高，但股价经过前期的上涨后波幅较大。

中期而言，我们偏好金融板块（保险和券商），因其被低估、落后大盘，且通常较其A股价格有较大折让。估值修复的催化剂包括股市畅旺和债券收益率攀升。

港股通新贵

由于预计在未来几周内南向资金流入仍将保持强劲，因此合资格的港股通股票料表现较佳，而新获纳入的合资格股票料会吸引资金流入。目前有502只合资格的港股通股票。

考虑到这一点，即将于**2021年2月26日对恒生综合指数（HSCI）进行的半年度指数检讨**值得特别注意，因为这将决定南向合资格股票的大部分变化。恒生综合指数成份股变动将于2021年3月15日生效。

回顾一下，符合南向交易条件的股票须是：

1. 恒生综合指数成份股，其12个月平均市值超过50亿港元，或
2. A-H两地上市公司的H股。

这些包括尚未盈利的生物技术公司，只要这些公司是HSCI的合格成份股，或者具有在上交所或深交所上市的相应A股。

具有同股不同权（WVR）结构的公司必须符合更严格的标准，例如上市历史超过6个月且每日平均市值超过200亿港元。第二上市股票目前不包括在南向交易中。

图 10: 可能获纳入港股通的股份

公司	代码	行业	市值(百万港元)*
恒大物业	6666 HK	物业管理	96,649
华润万象生活	1209 HK	物业管理	82,056
融创服务	1516 HK	物业管理	44,538
世茂服务	873 HK	物业管理	33,350
新城悦服务	1755 HK	物业管理	15,403
合景悠活	3913 HK	物业管理	12,362
金科服务	9666 HK	物业管理	8,002
先声药业	2096 HK	健康护理	24,146
云顶新耀-B	1952 HK	健康护理	18,260
欧康维视生物-B	1477 HK	健康护理	14,638
德琪医药-B	6996 HK	健康护理	11,118
基石药业-B	2616 HK	健康护理	10,478
荣昌生物-B	9995 HK	健康护理	9,362
嘉和生物-B	6998 HK	健康护理	9,204
复宏汉霖-B	2696 HK	健康护理	7,405
泡泡玛特	9992 HK	可选消费	114,048
蓝月亮集团	6993 HK	基本消费	87,701
香港电视	1137 HK	基本消费	6,890
乐享互动	6988 HK	互联网	7,767
华夏视听教育	1981 HK	教育	9,041

资料来源: 彭博、招银国际证券

*2020年1月-12月之月底平均市值

这并不是说这些潜在港股通新贵(图 10)都具有卓越的基本因素,但短期内投资者可能会在 HSCI 检讨之前策略性、有选择地买入。我们覆盖其中三只,并且都给予买入评级:

• 华润万象生活 (1209 HK, 买入, 目标价: 52.16 港元)

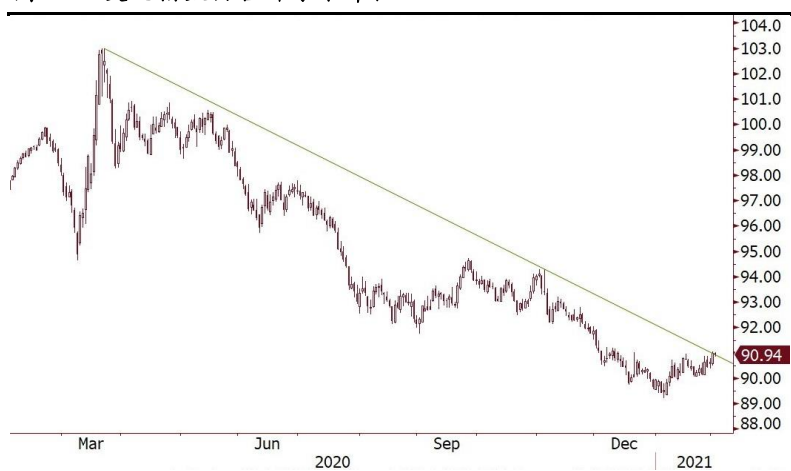
• 新城悦服务 (1755 HK, 买入, 目标价: 29.52 港元)

• 复宏汉霖-B (2696 HK, 买入, 目标价: 60.61 港元)

主要风险

- 1. 内地政策为股市降温：**中国的政策正有助于推动南向交易。但是，如果香港市场出现过热迹象或内地投资者投机过度，决策者可能会通过口头警告或暂停批准香港股票基金为市场降温。
- 2. 美元反弹：**美元自2020年3月以来一直在贬值，这有助于增加流入新兴市场的资金。若美元显著反弹，可能给新兴市场股票带来调整压力。从图表上看，美元指数最近反弹，若升穿下降轨，可能将进一步上涨。

图 11：美元指数会否升穿下降轨？



资料来源：彭博、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上责任。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。