

11月港股策略报告

板块轮动机会

港股目前估值偏低，恒生指数之市净率仅 1.04 倍，与过往多次出现危机时之低位相若，我们相信已反映了很多负面因素。但另一方面，内地监管风险、房地产风险、限电等阴霾未扫除，短期内料会限制大盘估值向上的空间，因此建议留意板块轮动的机会：1) 由上游行业转移至下游；2) 由估值相对高的板块转移到估值低残的板块；3) 由非必需消费品转移到基本消费品。综合而言，我们偏好五个板块：新能源之中的风力发电、电动车、互联网、食品股当中定价能力强的公司、优质的内房股。

- **港股估值偏低；内房、金融和必需消费的估值最为便宜。** 恒生指数目前市净率仅 1.04 倍，相信已反映了很多负面因素。我们把每个板块的估值，与其过去五年的平均值进行比较，以找出“深度价值”板块，当中内房、金融和必需消费估值最为便宜。
- **板块轮动——不限于风格切换。** 自疫情爆发以来，增长股和周期股之间的风格切换经常出现。我们相信短期内板块轮动会增加，但由于疫情影响减弱，板块轮动并不仅限于风格切换。
- **偏好板块：** 1) **新能源：** 受益于中国“碳中和”政策。下游发电企业的利润率和盈利增长相对稳定。风电板块迎来风资源高峰期，我们首选龙源电力（916 HK）。 2) **新能源汽车：** 自 10 月以来，芯片短缺情况有所缓和。板块进入产销旺季，我们首选比亚迪（1211 HK）。 3) **互联网：** 大部分监管风险已反映于股价，盈利和估值进一步下行空间有限，风险回报吸引，首选美团（3690 HK）。 4) **食品饮料（选择性）：** 习惯式消费、消费高端化和有效的成本转嫁有助餐饮企业享获相对稳定的利润率。建议关注定价能力强的企业，首选华润啤酒（291 HK）和蒙牛（2319 HK）。 5) **内房（选择性）：** 提供深度价值。10 月主要开发商销售环比企稳，行业违约风险减少。建议配置高质房企，首选中国海外发展（688 HK）、华润置地（1109 HK）和龙湖（960 HK）。
- **潜在催化剂：** 1) 六中全会后的政策支持； 2) 美国向部份中国产品降低关税； 3) 市场对内地监管风险的担忧逐渐消除； 4) 中国放宽边境管制。

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

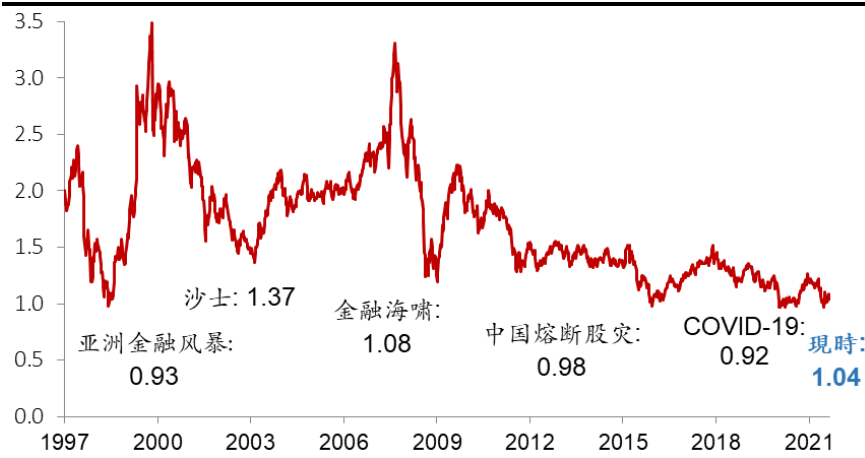
1. 策略报告：中国滞胀忧虑言过其实 - 2021 年 10 月 6 日（英文）
2. 策略报告：恒指离底不远，看好国家支持板块 - 2021 年 9 月 7 日
3. 策略报告：推测恒指底部 - 2021 年 8 月 23 日
4. 8 月港股策略报告：买入政策风险低的增长股 - 2021 年 8 月 5 日
5. 策略报告：下半年展望——增长股重拾动力 - 2021 年 7 月 7 日
6. 6 月港股策略报告：短期价值，中期增长 - 2021 年 6 月 1 日
7. 5 月港股策略报告：上调恒指目标，5 月吸纳港股 - 2021 年 5 月 3 日
8. 4 月港股策略报告：市场风格转换暂歇 - 2021 年 4 月 1 日
9. 3 月港股策略报告：毋须因债息上升恐慌 - 2021 年 3 月 4 日
10. 策略报告 - 恒生指数改革前瞻 - 2021 年 2 月 24 日

港股估值偏低

市净率处于危机低位，下行空间有限

港股目前估值偏低，恒生指数之市净率仅 1.04 倍，与过往多次出现危机时之低位相若，我们相信已反映了很多负面因素，包括经济增长放缓、联储局减少买债、内地监管风险及限电。阴霾未扫除，短期内料会限制大盘估值向上的空间，但同时低市净率亦限制了下行空间。估值重估会是下一个催化剂，我们将于第六页详细探讨。

图 1：恒指市净率处于危机低位



资料来源：彭博、招银国际证券

深度价值板块：内房、金融和必需消费

市场憧憬催化剂，但板块轮动可能性更大。我们把每个板块的估值，与其过去五年的平均值进行比较，以找出“深度价值”板块。

与历史估值相比，内房、金融和必需消费目前的估值最为便宜（市盈率、市净率与派息率均低于恒生综合指数），其次为医药与通讯服务。

另一方面，公共事业、新能源、必需消费和科技（硬件设备）估值相对不吸引（虽然仍低于其五年平均值，但不及恒生综合指数般便宜）。

图 2：恒生综合指数子板块估值 vs 五年平均值

恒生综合指数之行业	市盈率 (12个月远期)	较5年平均值高/低 (标准差)	市净率	较5年平均值高/低 (标准差)	股息率 (%)	较5年平均值高/低 (标准差)
地产	9.4	-1.4	1.3	-1.3	6.1	1.8
金融	7.2	-1.4	1.1	-1	5.3	1.2
物料	8.1	-1.3	1.6	-0.2	4.4	0.5
健康护理	23.5	-1.2	4.3	-0.9	0.8	0.5
基本消费	18.5	-1.0	4.4	-0.9	2.8	1.2
工业	13.8	-0.9	1.5	-0.6	3.6	0.5
通信服务	15.9	-0.6	3.1	-0.9	2.2	1.4
科技	23.9	-0.4	3.3	-0.2	1	-0.4
可选消费	18.3	-0.3	3.5	-0.3	1.9	-0.3
能源	11.1	0	1.4	-0.4	4.2	0.3
公用	11.5	0	1.6	-0.1	3.8	0.5
恒生综合指数	14.2	-0.9	2.5	-0.7	3.4	0.8

资料来源：彭博、招银国际证券；基于彭博行业分类系统

板块轮动 - 不限于风格切换

自疫情爆发以来，增长股和周期股之间的板块轮动或风格切换经常出现。当经济受到疫情打击，周期股受挫但互联网及医药股受惠。城市“解封”后经济复苏，周期股则跑赢大市。

虽然港股估值便宜，但仍然承压，我们相信短期内大市走势尚欠明朗，板块轮动仍会持续。随着疫情影响减弱，板块轮动将不限于风格切换。我们综合了以下三个板块轮动概念：

板块轮动概念

■ 由上游行业转至下游

煤炭价格上升推动中国 PPI 通胀率创新高（9 月同比 10.7%），也是 9 月下旬以来限电的主要原因。中央政府最近通过控制煤炭价格和提高供应来解决问题，动力煤期货自 10 月中旬创新高后，大跌超过 50%（图 3）。

煤炭价格一直以来与中国的 PPI 通胀率有很强的相关性（图 4）。随着煤炭价格见顶，未来几个月 PPI 或放缓。PPI 的变化影响企业盈利，继而影响股价。假如 PPI 如我们预期放缓，与 PPI 正向相关的行业最可能受到影响，而与 PPI 逆向相关或低相关的行业则可能会跑赢大市（图 5）。

转出：煤炭、钢铁、铝、光伏玻璃、航运

转入：新能源汽车、食品饮料、风电

■ 由估值相对高的板块转移到估值低残的板块

目前市场上重大的催化剂并不多，或会出现基于估值的板块轮动，即由估值相对高的板块转移到估值低残的板块，前提是这些板块不会有进一步的负面消息影响（参见图2）。

转出：公共事业、能源、餐饮、零售、硬件设备

转入：内房（高质房企）、食品饮料（拥有强大定价能力）

■ 由可选消费转移到必需消费

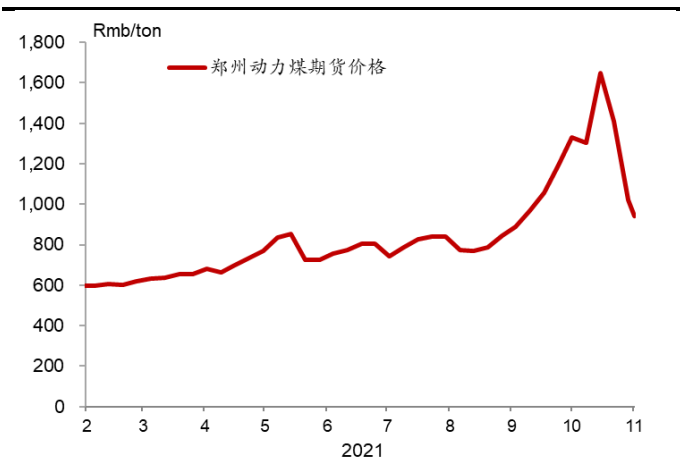
房地产市场疲软带来负面财富效应，迭加一些小规模疫情爆发，或会损害需求和消费情绪，尤其是对奢侈品的需求。必需消费品需求则偏向稳定。此外，中国的“共同富裕”政策或压抑了奢侈品的需求，令大众消费品受惠。投资者需要注意，一些必需消费品企业因成本提高而削弱了利润，因此我们建议关注定价能力强的公司。

转出：奢侈品、电器、餐饮、零售

转入：食品饮料（拥有强大定价能力）

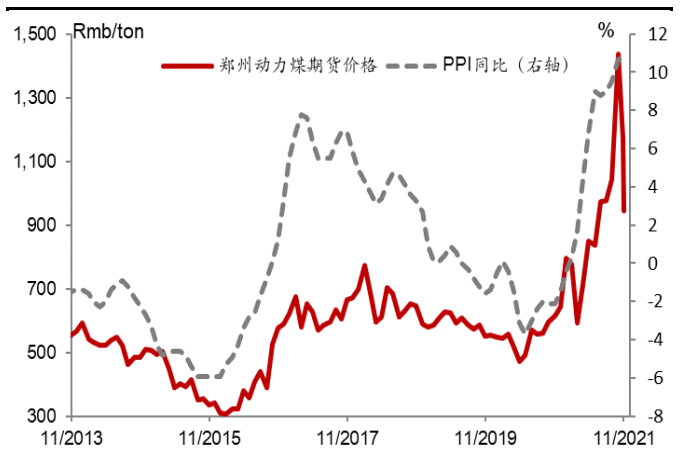
此外，我们看好互联网。该板块已经消化了一年的监管风险（从2020年11月的反垄断政策开始），长远增长前景仍然可观。

图3：政策限制下，煤炭价格下跌超过一半



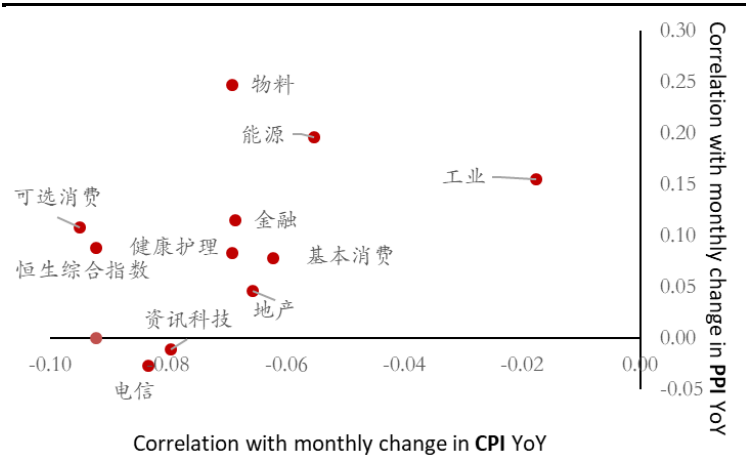
资料来源：彭博、招银国际证券

图4：PPI通胀率或将跟随煤炭价格回落



资料来源：彭博、招银国际证券

图 5: PPI 通胀回落将拖累物料及能源股



资料来源：彭博、招银国际证券

偏好新能源、新能源汽车、互联网；选择性配置食品饮料及内房股

新能源：预料长远继续受益于中国“碳中和”政策，短期受惠于限电（突显可替代能源的重要性）。上游行业如光伏玻璃企业的盈利较为波动，随着供应增加，利润率或见顶。下游发电企业的利润率和盈利增长相对稳定。风电板块迎来风资源高峰季节，我们首选**龙源电力 (916 HK)**。（详见[龙源电力](#)最新报告）

新能源汽车：自 10 月以来，芯片短缺情况有所缓和，四季度产销畅旺。我们首选**比亚迪 (1211 HK)**。（详见[新能源汽车](#)行业报告和[比亚迪](#)最新报告）

互联网：我们认为，从反垄断、数据安全、《未成年人保护法》至内容监管等大部分监管风险都已反映于股价。虽然未来几个月政府或宣布更多监管措施细节，但市场应对此有所预期。我们认为盈利和估值进一步下行空间有限，风险回报吸引，首选**美团 (3690 HK)**。（详见[美团](#)最新报告）

食品饮料业（选择性）：我们的必需消费品分析师认为，虽然房地产受压可能会对消费产生传染性影响，但供应冲击造成的利润率压力似乎是暂时性的。习惯性消费、消费高端化和有效的成本转嫁有助食品饮料企业享有相对稳定的利润率。建议关注定价能力强的企业，首选**华润啤酒 (291 HK)**和**蒙牛 (2319 HK)**。（详见[消费必需品](#)首发报告）

内房（选择性）：受政策持续收紧和恒大危机影响，内房板块已成为深度价值板块（图 2）。我们的房地产分析师指出，10 月主要开发商销售环比企稳，行业违约风险减少。建议配置高质房企，首选**中国海外发展 (688 HK)**、**华润置地 (1109 HK)**和**龙湖 (960 HK)**。（详见[房地产](#)最新行业报告）

潜在催化剂

1. 六中全会后的政策支持

中共第十九届六中全会将于11月8日至11日在北京召开。投资者可留意政策基调是否转向支持经济增长。

具体来说，会上可能回顾及重申“坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战”的进度或成果。或有助提振市场对房地产和银行板块、大众消费品及新能源板块的情绪。

2. 美国向部份中国产品降低关税

美国财政部长耶伦在11月1日接受路透社采访时表示，“我们希望看到中国履行他们在第一阶段（贸易协议）作出的承诺，**或最终以对等的方式降低一些关税**，可能是理想的结果”。她指降低中国商品关税或有助纾缓美国的通胀。

我们认为，市场对耶伦降低关税持开放态度并不感意外，因她在7月曾经表示，对中国商品征收关税是“对消费者征税”，并“伤害了美国消费者”。然而，**目前还没有具体的关税削减计划或时间表**。

3. 市场对内地监管风险的担忧逐渐消除

自7月份以来，内地政府收紧对各行业的监管是一个主要的负面因素。未来几个月政府或宣布更多监管措施细节，而一些尚未受收紧政策影响的行业可能成为下一个目标。然而，**对于已经成为监管目标的主要行业，如互联网和房地产，不利的监管消息应已告一段落**。假如没有更多针对这些主要行业的监管政策出台，这些板块的估值应逐渐回升。

4. 中国放宽边境管制

中国是少数采取“清零”政策的国家之一，许多西方国家则采取“与病毒共存”的方式，放宽边境管制、旅游限制和社交距离措施。**假如中国放宽任何一项防疫措施**，将能大大提振航空公司、旅行社、赌场、餐饮和零售等对疫情最敏感的行业。

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。

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。