

6月港股策略報告

市場分歧與機會

自3月全球股市大瀉，其後收復大部份失地後，我們留意到市場表現和實質經濟之間存在一些分歧：經濟衰退加深，但股市仍然堅挺；中國內需正在復蘇，但外圍壓力持續；投資者在買入，內部人士在賣出等。

- **分歧 1：華爾街與大街。**標普 500 指數在 50 天之內大幅上升了 42%，但這並非估值便宜或經濟數據樂觀的緣故，而是聯儲局無限量化寬鬆所致。目前股市估值偏高，市場的盈利預測似乎反映了過於樂觀的復蘇預期，因此我們對市場表現看法審慎。
- **分歧 2：中國及海外疫情。**中國疫情爆發時間早於歐美，疫情亦比西方國家更早受控。因此，外需很大機會持續疲弱，在政策支持下內需則相對堅挺。
- **分歧 3：中國內需與外需。**近期經濟數據顯示，中國內需的復蘇情況勝外需。製造業 PMI 連續兩個月下跌，而非製造業 PMI 則進一步上升。建築業活動指數連續三個月上升，達至 60.8，而新出口訂單指數則回落至 35.3。
- **分歧 4：投資者買入，內部人士賣出。**5 月份美國上市公司作出大規模配股或減持（多於 600 億美元）。過去一兩星期，香港亦出現配股集資潮，至少六家公司配售新股，集資 200 億港元。公司這種行為向投資者釋出一個訊息：估值已不便宜，管理層對業務展望亦比較謹慎。
- **分歧 5：增長股與價值股。**年初至今，互聯網等增長股跑贏金融及能源等價值股。兩類股份之間的估值差距擴大至十年新高。不過，投資者憧憬經濟活動反彈，受疫情打擊最嚴重的股份如周期價值股，短期內或補漲。跑贏大市的增長股則面臨獲利回吐的壓力。
- **策略：轉投消費與工程機械落後股。**1) 候低吸納，避免高追；2) 增持內需消費股，減持受外需影響的股份；3) 吸納基本面良好而落後的內需股，以及個別價值股，捕捉補漲機會。

行業與公司推薦

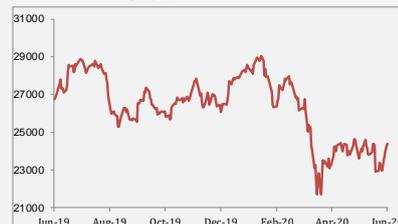
行業	公司
汽車	廣汽集團 (2238 HK), 吉利汽車 (175 HK)
非必需消費品	安踏體育 (2020 HK), 寶勝 (3813 HK), 新秀麗 (1910 HK)
必需消費品	蒙牛 (2319 HK)
工程機械及設備	三一重工 (600031 CH), 濰柴動力 (2338 HK, 000338 CH)
中國房地產	中國奧園 (3883 HK)
券商	中金 (3908 HK)

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. 市場策略：兩會政策前瞻及受惠股 – 2020 年 5 月 20 日
2. 5 月港股策略報告：第二輪衝擊 – 2020 年 5 月 5 日
3. 市場策略：五月前沽貨，候低再吸納 – 2020 年 4 月 22 日
4. 市場策略：評估中國經濟復蘇及對港股影響 – 2020 年 4 月 6 日
5. 市場策略：港股防守力較美股強 – 2020 年 3 月 18 日
6. 市場策略：疫情大流行及“熊市”下的機遇 – 2020 年 3 月 16 日
7. 市場策略：油價暴跌對經濟及股市影響 – 2020 年 3 月 10 日

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

分歧 1：華爾街與大街

標普 500 指數 50 天內大幅反彈 42%

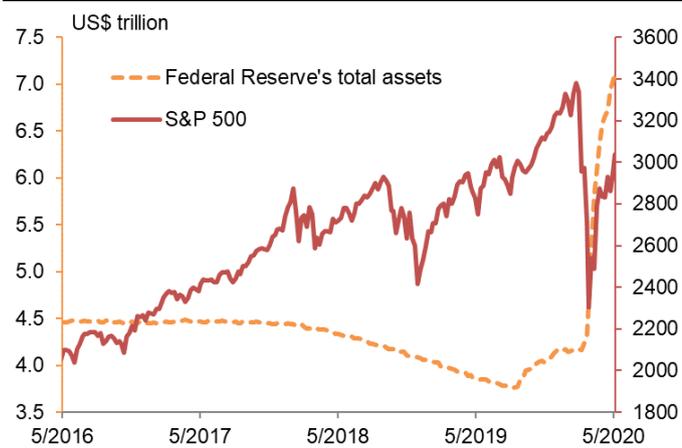
美國標普 500 指數於 2020 年 2 月 19 日創新高，然後疫情爆發觸發史上最急跌市之一，一個月內下挫 35%，於 2020 年 3 月 23 日見底，但其後僅在 50 天內大幅反彈 42%，特別之處是這期間經濟陷入二戰以來最嚴重的衰退。

聯儲局背後發力

真正促使股市如此大幅反彈的是中央銀行。聯儲局於 3 月 23 日宣佈無限量寬，無上限地買入美國國債及按揭抵押證券，以穩定金融市場。同日美股觸底反彈。聯儲局的資產負債表規模由 3 月初的 4.2 萬億美元，急增 70% 至 5 月底的 7.1 萬億美元（圖 1）。

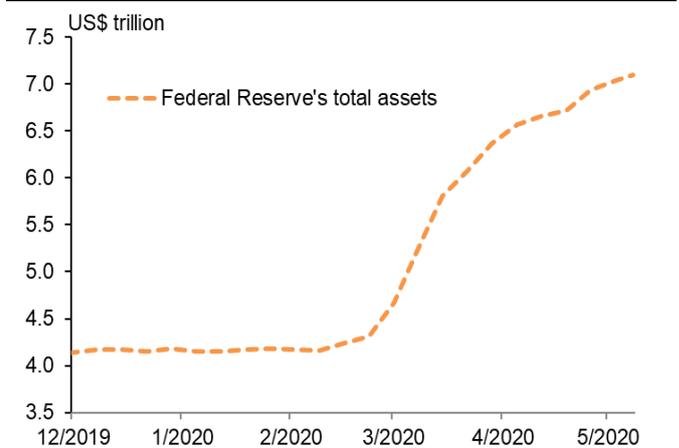
不過，最近數星期量寬步伐有所減慢（圖 2）。回顧 2018 年 1 月至 2019 年 8 月期間，聯儲局縮表，標普 500 指數升勢暫停，反覆上落（圖 1）。目前經濟疲弱，假如聯儲局進一步減少購買資產，市場或將失去動力。

圖 1：聯儲局量寬措施刺激美股



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 2：聯儲局減慢量寬步伐



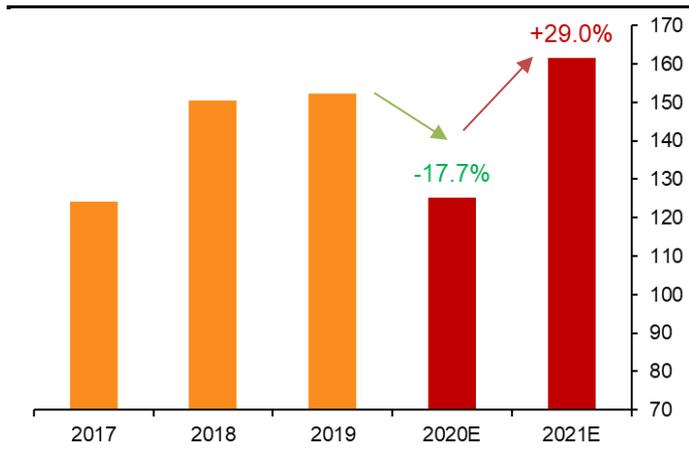
資料來源：彭博、招銀國際證券

前景相當不明朗

顯然，投資者憧憬疫情後經濟及公司盈利復蘇，忽視短期陣痛。目前風險是，疫苗尚未研發出來，疫情何時受控，以及全球經濟和公司盈利何時回復正常，仍是極大的未知之數。

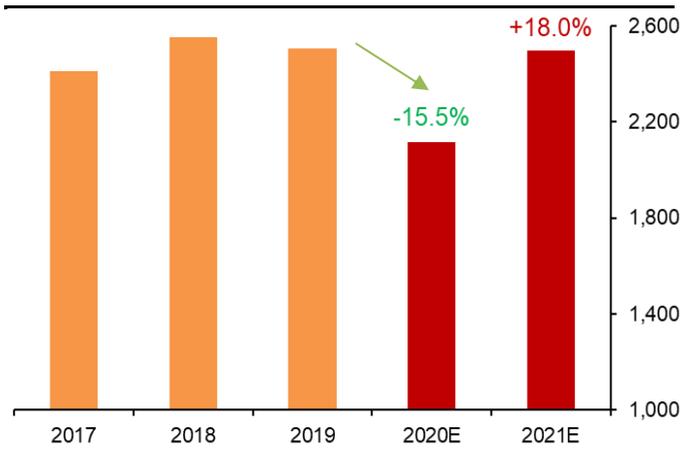
目前市場盈利預測已反映理想情況：疫情逐漸受控、經濟活動重啟後不會引發第二波疫情爆發、失業率迅速下降、年內疫苗順利面世、央行保持零利率及繼續增印鈔票、中美緊張關係不再升溫等。

圖 3：標普 500 指數每股盈利



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 4：恒指每股盈利

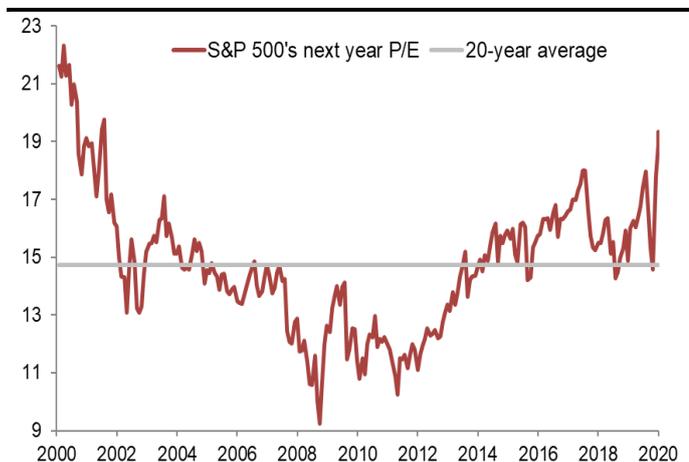


資料來源：彭博、招銀國際證券

假如最後這些期望未如人願，理想情況沒實現，美股估值料將回落至較合理水平。目前標普 500 指數的 2021 年預測市盈率為 19.3 倍，接近 20 年來最高（圖 5）。

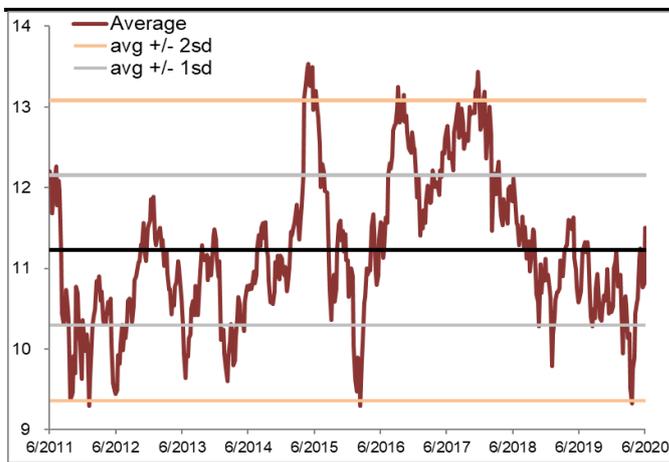
至於港股，恒指今年預測市盈率已反彈至 11.5 倍，比 10 年平均的 11.2 倍略高。上行空間主要受限於 1) 中美局勢緊張以及香港政治因素不明朗；2) 金融股（佔恒指 48%）缺乏驅動因素、疫情下不良貸款有增加風險、以及較受香港政治因素不明朗影響。

圖 5：標普 500 指數的下年度預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 6：恒指本年度預測市盈率



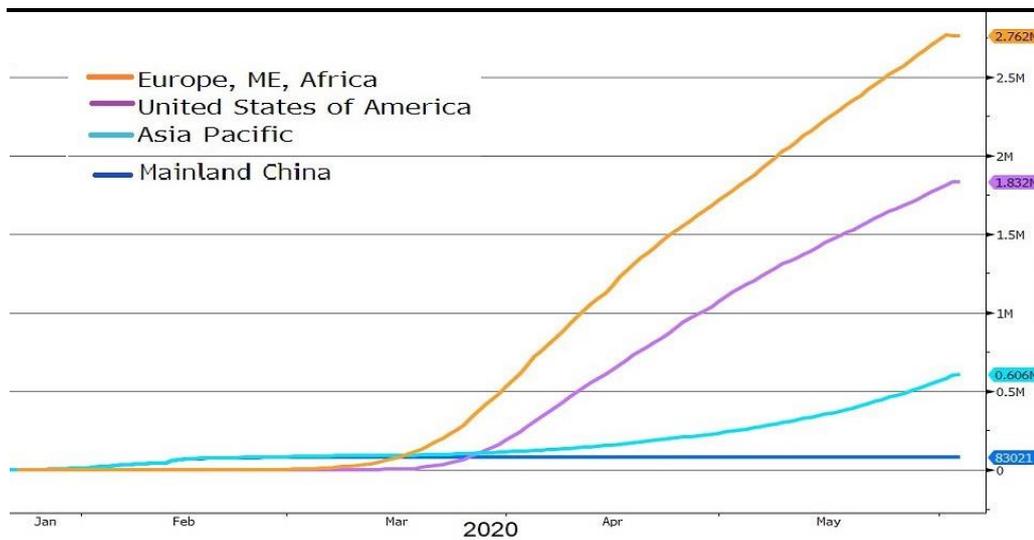
資料來源：彭博、招銀國際證券

分歧 2：中國及海外疫情

中國疫情爆發時間（2020年1月）早於歐美（2020年3月）。以累計確診人數計算，中國疫情亦比西方國家更早受控。自4月初開始，歐洲每日新增病例呈下降趨勢，而美國則仍然反覆。另一方面，印度和拉丁美洲等發展中國家正處於疫情爆發初期（圖7）。

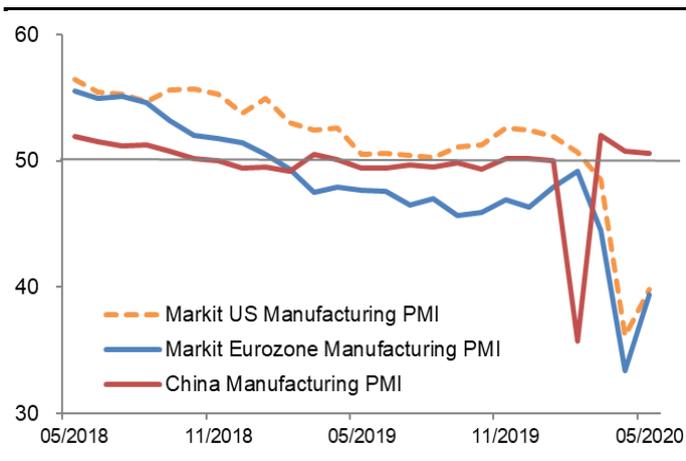
有鑑於此，中國外需很大機會持續疲弱，在政策支持下內需則相對堅挺。2月份中國製造業 PMI 觸底反彈，然後連續三個月返回擴張區（>50），而歐美 PMI 則在4月才觸底（圖8）。

圖 7：主要地區的累計確診個案



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 8：中國製造業 PMI 比西方國家較早觸底反彈



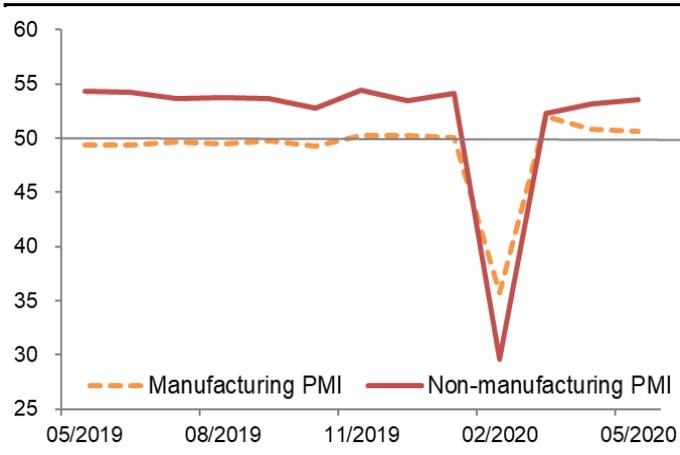
資料來源：彭博、招銀國際證券

分歧 3：中國內需與外需

近期經濟數據顯示，由於中國疫情比西方國家更早受控，中國內需的復蘇情況勝外需。

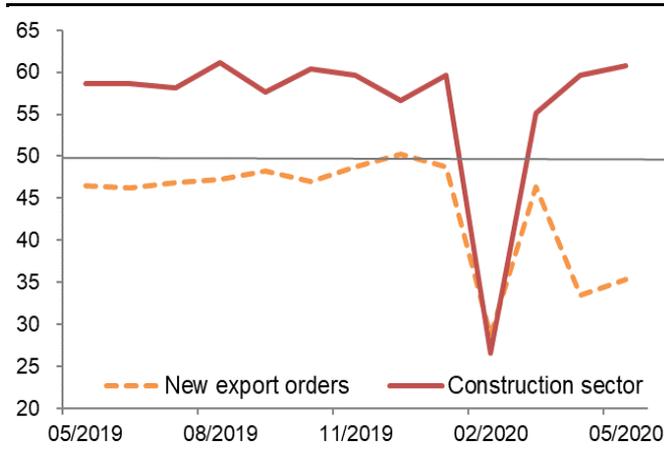
1. 中國製造業及非製造業 PMI 在 3 月均返回 50 以上，但其後製造業 PMI 連續兩個月下降，而非製造業 PMI 則進一步上升（圖 9）。
2. PMI 指數當中，建築業活動指數連續三個月上升，達至 60.8，而新出口訂單指數則回落至 35.3（圖 10）。

圖 9：中國製造業及非製造業 PMIs



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 10：中國建築業活動及新出口訂單指數走勢分歧



資料來源：彭博、招銀國際證券

分歧 4：投資者買入，內部人士賣出

根據路透社，5 月份美國上市公司作出大規模融資套現（多於 600 億美元），是史上單月最大數字。數字包括增發新股及主要股東減持。

過去一兩星期，香港亦出現配股集資潮，至少六家公司配售新股，集資 200 億港元（圖 11）。

圖 11：香港近期配股潮

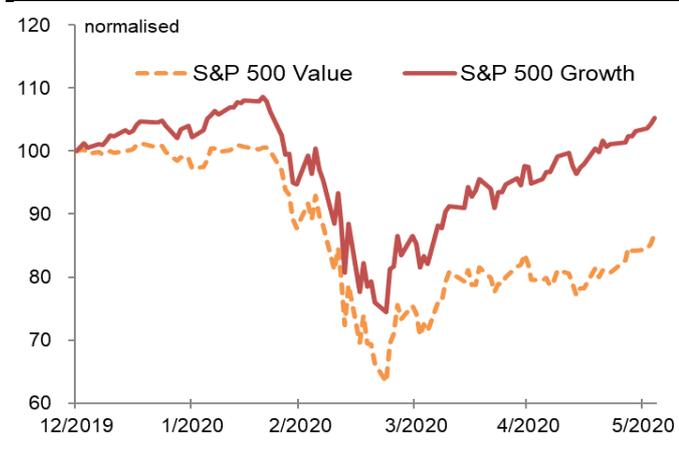
日期	公司	融額額 (十億港元)
29/5	吉利汽車 (175 HK)	6.45
3/6	綠城服務 (2869 HK)	2.69
3/6	美東汽車 (1268 HK)	1.26
4/6	萬科 (2202 HK)	7.87
4/6	民生教育 (1569 HK)	0.24
4/6	永升生活服務 (1995 HK)	1.56

資料來源：公司公告、招銀國際證券

當經濟前景及營商環境高度不明朗，企業尋找機會集資是可以理解的。不過，企業配股向投資者釋出一個訊息：估值已不便宜，管理層對業務展望亦比較謹慎。

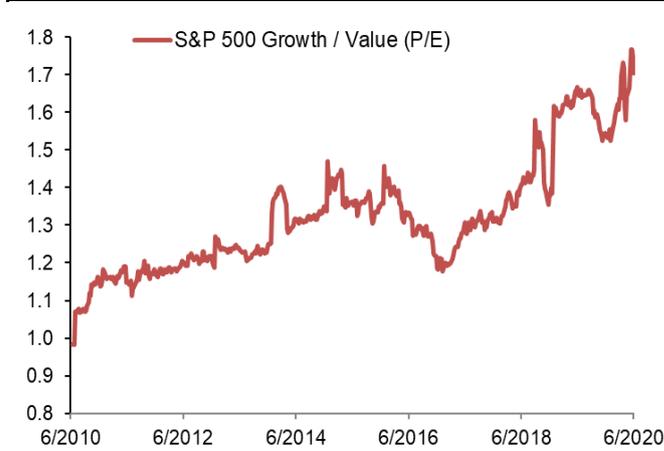
分歧 5：增長股與價值股

圖 12：標普 500 指數增長股跑贏價值股



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 13：增長股溢價擴大



資料來源：彭博、招銀國際證券

投資者憧憬經濟活動反彈，受疫情打擊最嚴重的股份如周期價值股，短期內或補漲。已大幅跑贏大市的增長股則面臨獲利回吐的壓力。

港股方面，受疫情打擊的板塊如汽車、零售、餐飲、旅遊或受惠於經濟復蘇的憧憬；而跑贏大市板塊如物業管理、線上醫療、生物科技、辦公室軟件股份或面臨獲利回吐的風險。

策略－轉投消費與工程機械落後股

歸納上述的市場分歧，我們建議以下投資策略：

1. **候低吸納，避免高追。**市場對盈利預測相當樂觀，而且股票估值已不便宜，難以承受任何壞消息。
2. **增持內需消費股，減持受外需影響的股份。**中國之內需較外需復甦強勁及能見度高。
3. **吸納基本面良好而落後的內需股，以及個別價值股，捕捉補漲機會。**投資者焦點轉移至經濟復甦，而且價值股相對增長股之估值折讓擴大至多年新高。

圖 14：行業與公司推薦

行業	公司	代碼	評級
汽車	廣汽集團	2238 HK	買入
	吉利汽車	175 HK	買入
非必需消費品	安踏體育	2020 HK	買入
	寶勝	3813 HK	未評級
	新秀麗	1910 HK	未評級
必需消費品	蒙牛	2319 HK	買入
工程機械及設備	三一重工	600031 CH	買入
	濰柴動力	2338 HK / 000338 CH	買入
中國房地產	中國奧園	3883 HK	買入
券商	中金	3908 HK	買入

資料來源：招銀國際證券

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。

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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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。

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寫的報告。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。