



# 受益新兴市场边际改善 ——港股市场2019年投资策略

作者：陈治中 S0930515070002，陈彦彤 S0930518070002，秦波 S0930514060003

2019年1月14日

证券研究报告

# 核心观点

- 全球大类资产框架下，2019年内全球权益资产将整体承压，但新兴市场可能获得结构性机会
- 中国经济增长减速趋势延续，但托底政策可能带来边际改善倾向；配合无风险利率上行减缓的外部环境，通过修复基本面预期，缩减风险溢价，启动港股市场的估值修复。
- 预计恒指波动区间在24,000-28,000点，呈现前低后高格局。上半年配置高红利板块避险；下半年转入主动，关注结构性改善行业。
  1. 悲观情境下恒指PE可能再度下探至9x，对应约24,000的目标位置。而回升空间则受到宏观经济有限复苏预期的限制，由低点上行至约28,000点附近。
  2. 上半年，建议配置高回报低估值板块如银行、电信服务、运输行业，及部分消费和公用事业个股进行避险。
  3. 下半年，伴随内外边际改善环境和市场估值修复进程，建议关注估值回撤充分且增速改善的行业机会，如非银金融、中资地产、TMT、环保等；以及受益于政策红利的行业如地产、银行、建筑工程和机械板块等行业的估值修复机会。
- 风险提示：全球经济增长进一步放缓；中国宏观经济增速下滑趋势超预期的风险；美元货币政策紧缩幅度超出预期；美国经济增长表现阶段性或结构性不及预期导致美股大幅震荡。

- 1、**全球经济增长整体放缓，关注新兴结构性改善**
- 2、**全球权益资产上行遇阻后转入向下渗透**
- 3、**基本面改善和溢价收窄为港股市场带来曙光**
- 4、**黎明前的黑暗，以及漫长的黎明**
- 5、**高回报特性将逐步从防守优势转化为进攻机会**
- 6、**上半场防御波动，下半场局部进攻**
- 7、**风险提示**

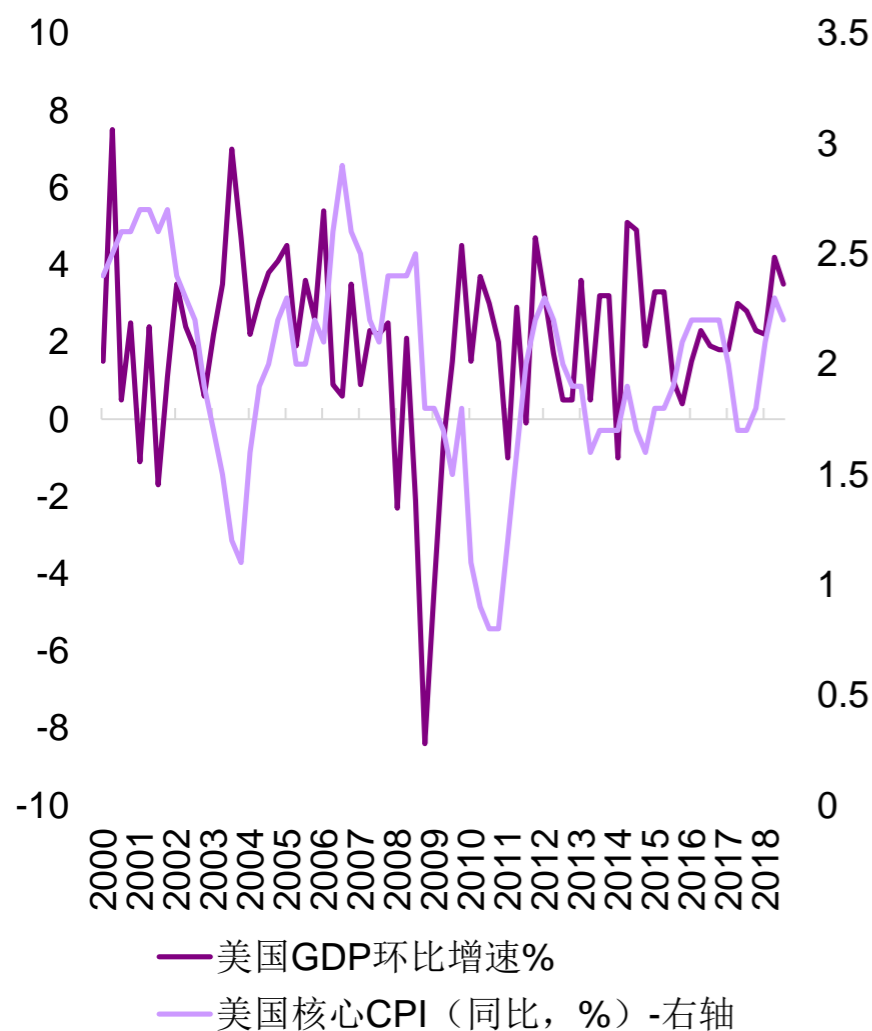
# 全球经济增长整体放缓，新兴结构性改善

- 美国经济继续温和复苏，但增长动能下降
- 欧日经济各自面临更大挑战
- 关注部分新兴经济体的结构性改善

# 美国经济一枝独秀格局不再，温和复苏延续但增长动能下降

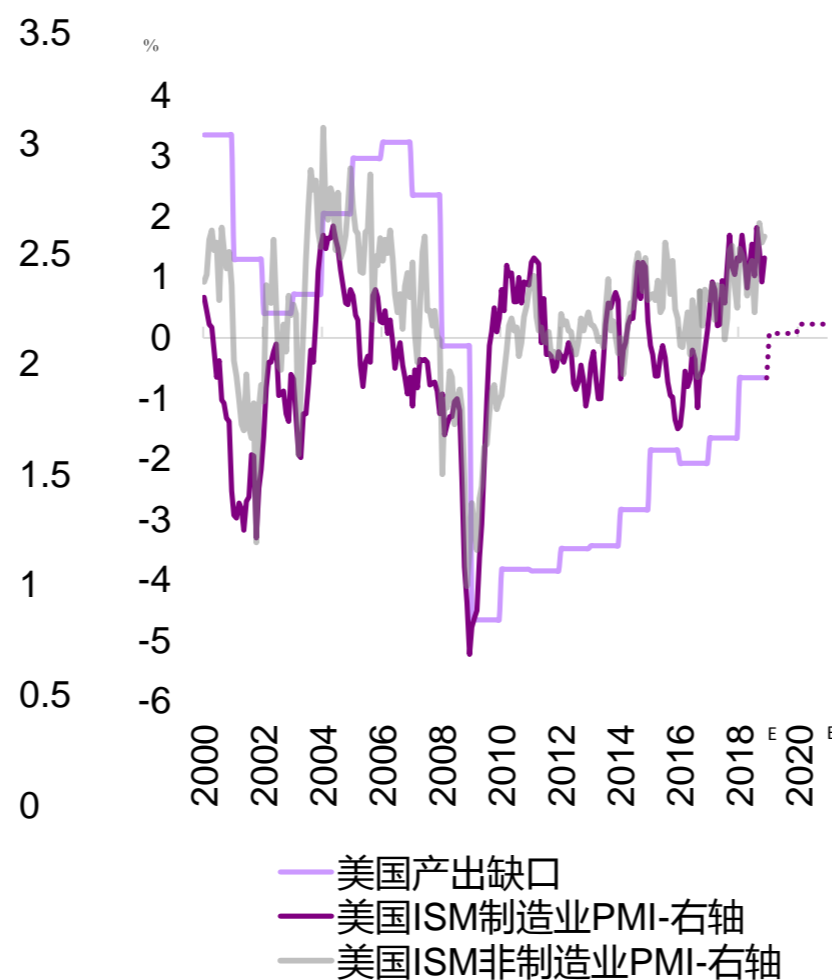
■ 2018年一枝独秀的美国经济，2019年依然大概率有望继续保持温和复苏态势。在高基数和外部经济环境趋弱的共同作用下，美国经济增长存在较大压力，2019年的增速较2018年会边际放缓。

美国经济增长整体健康，但类滞涨风险在增加



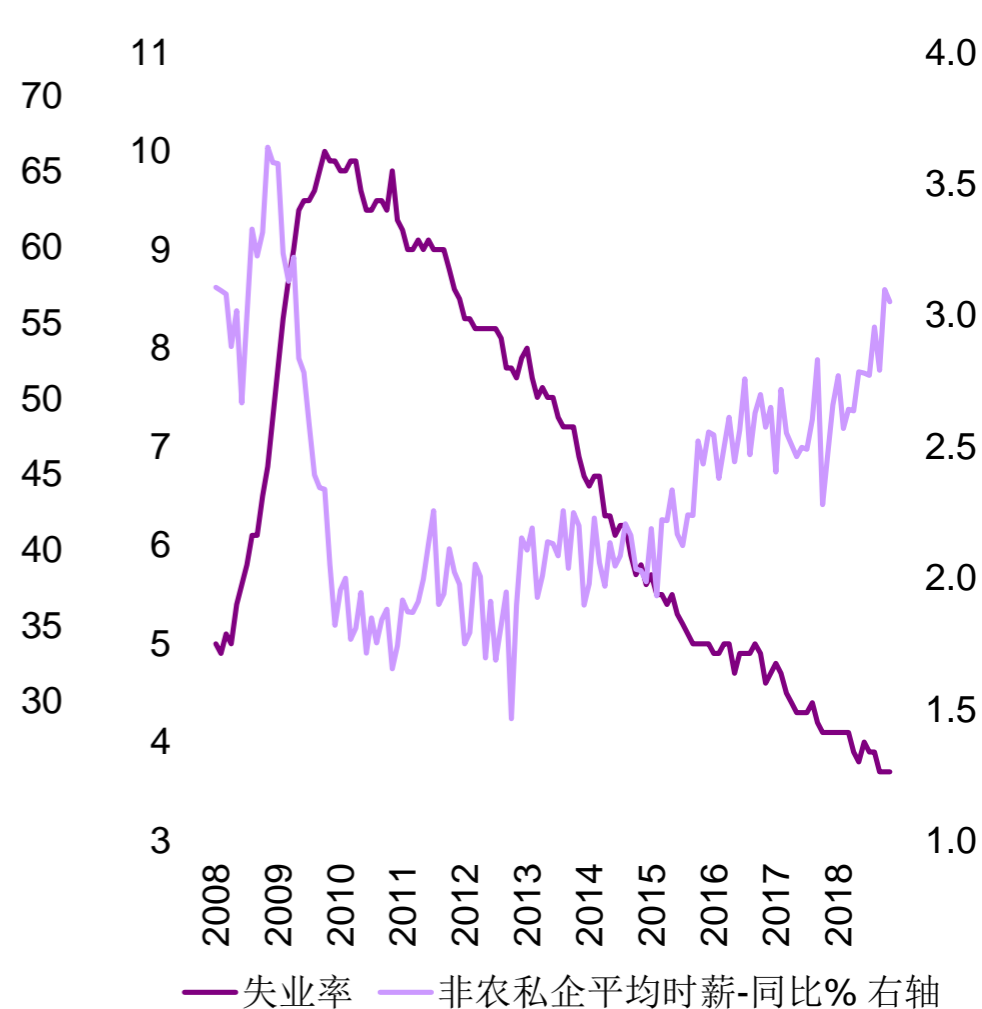
资料来源：WIND，数据截止12月7日。

前瞻指标显示美国经济增长动能将开始衰退



资料来源：OECD，光大证券研究所  
数据截止12月7日。

薪酬抬升可能导致通胀的相对刚性

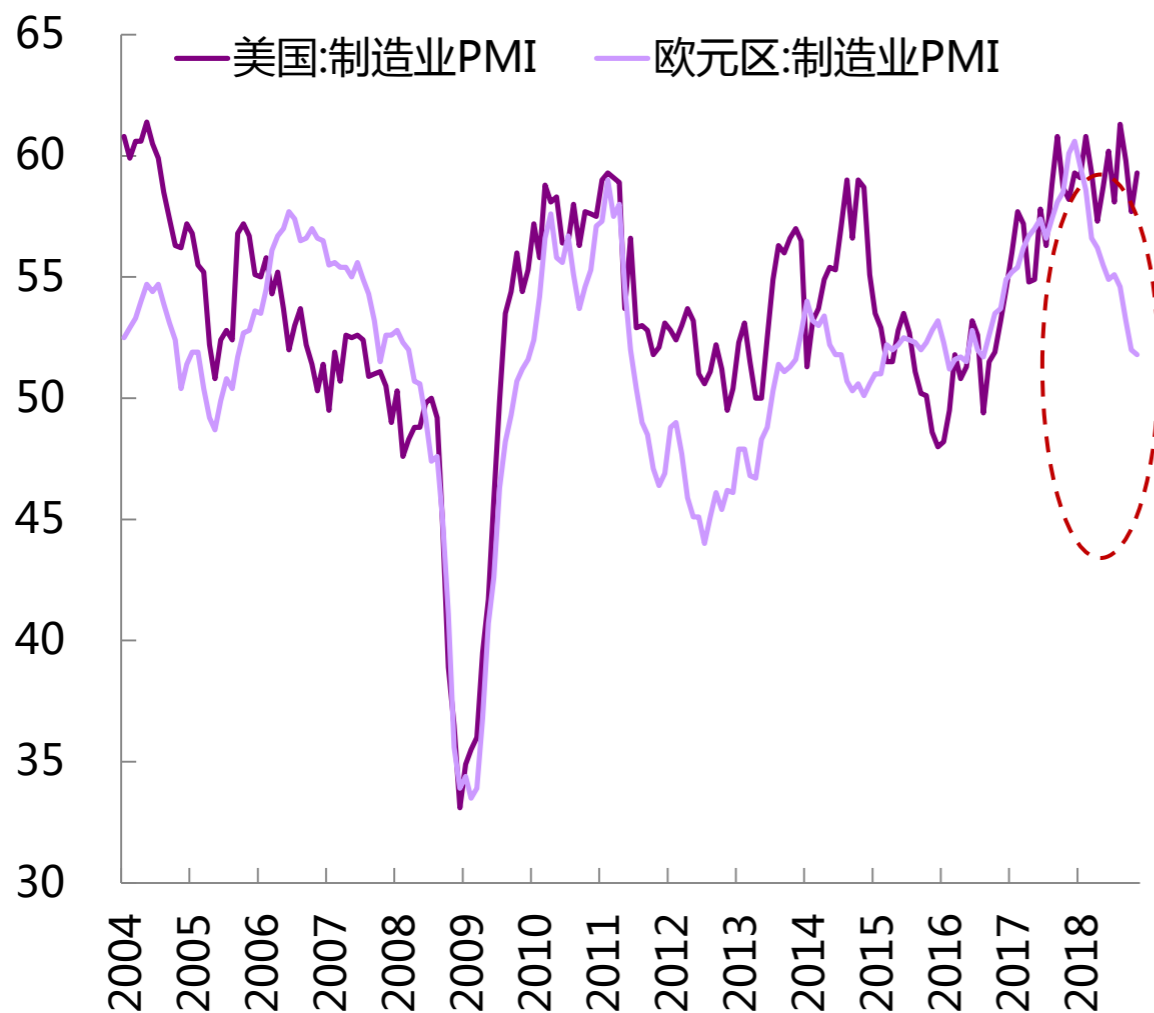


资料来源：WIND，数据截止12月7日。

# 欧洲：政治局势对经济政策形成掣肘（1）

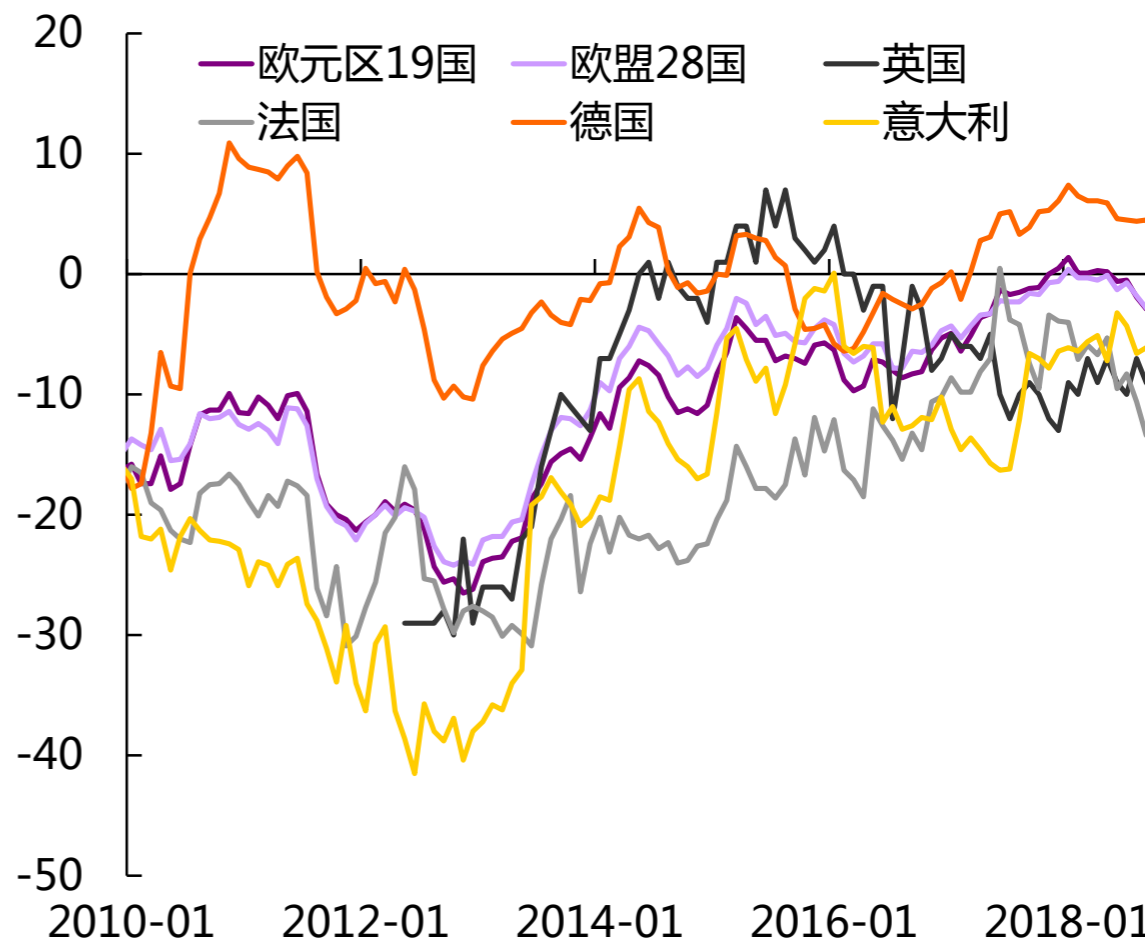
- 欧洲政治不确定性对经济的影响可能会进一步加剧全球经济风险。增长已在2018年放缓的欧洲，当前的问题集中在：英国脱欧、意大利财政预算以及政治风险（欧洲议会选举，极右翼政党的影响）

### 欧洲PMI开始快速向下



资料来源：WIND，数据截止12月7日。

### 欧元区消费者信心疲软表明前景改善难度较大

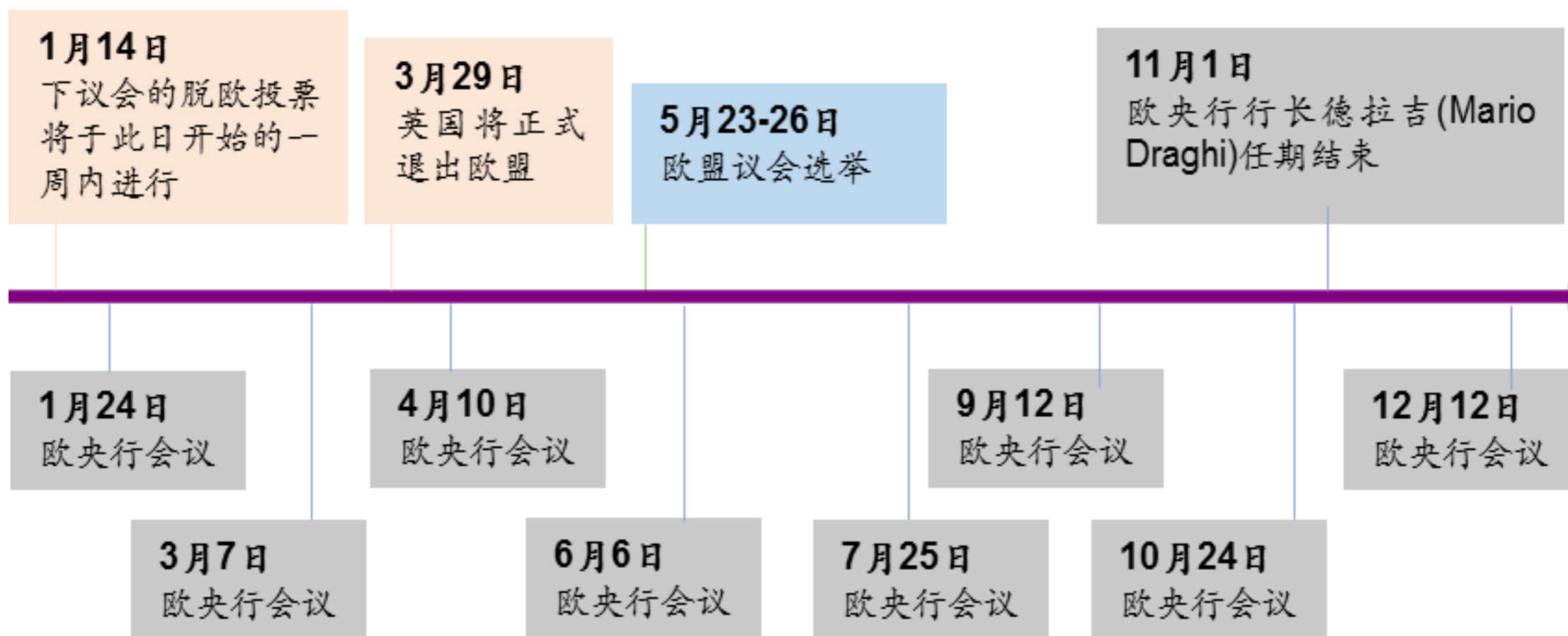


资料来源：Bloomberg，数据截止12月7日。

## 欧洲：政治局势对经济政策形成掣肘（2）

- 意大利可能会提前举行选举，这令今年形势更加扑朔迷离。除了英国和意大利的问题外，欧洲整体政治风险亦在累积，民粹主义抬头对于欧盟的冲击值得关注。

### 2019年欧洲重要政治经济事件



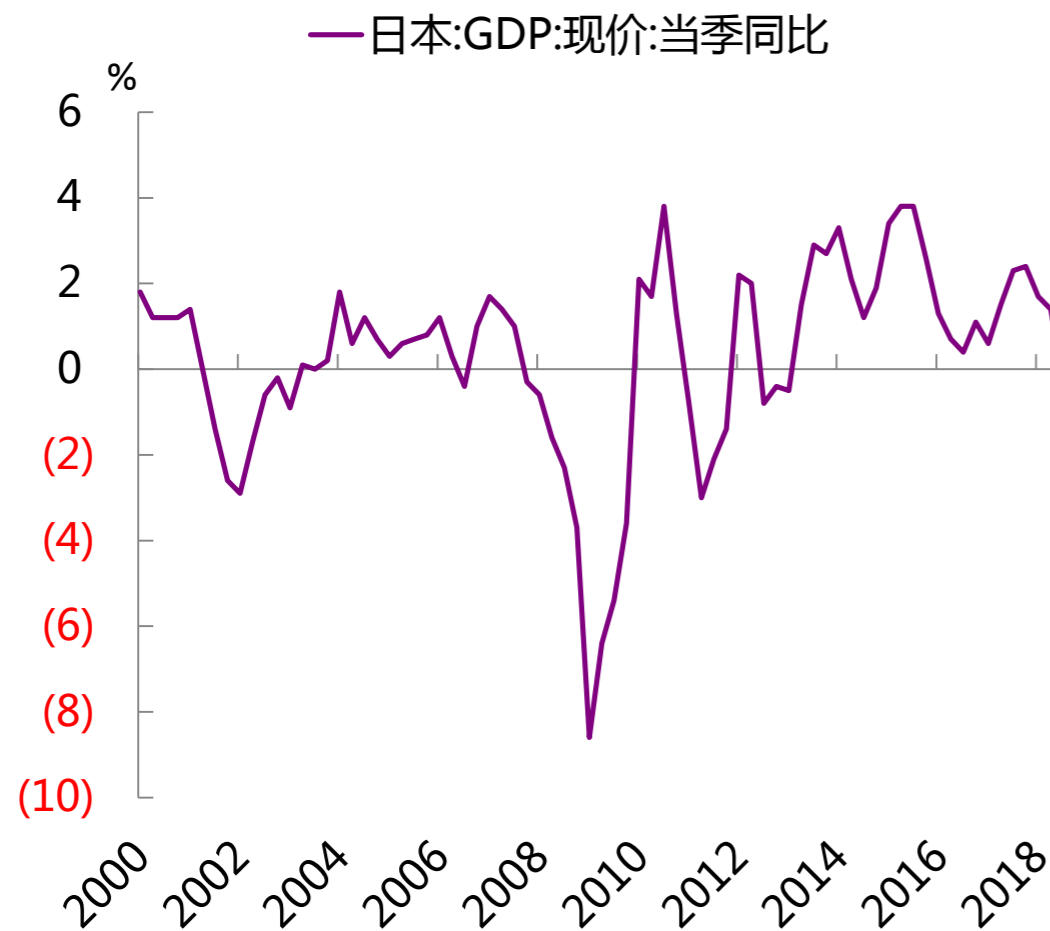
资料来源：WIND

# 日本经济也将面临减速挑战

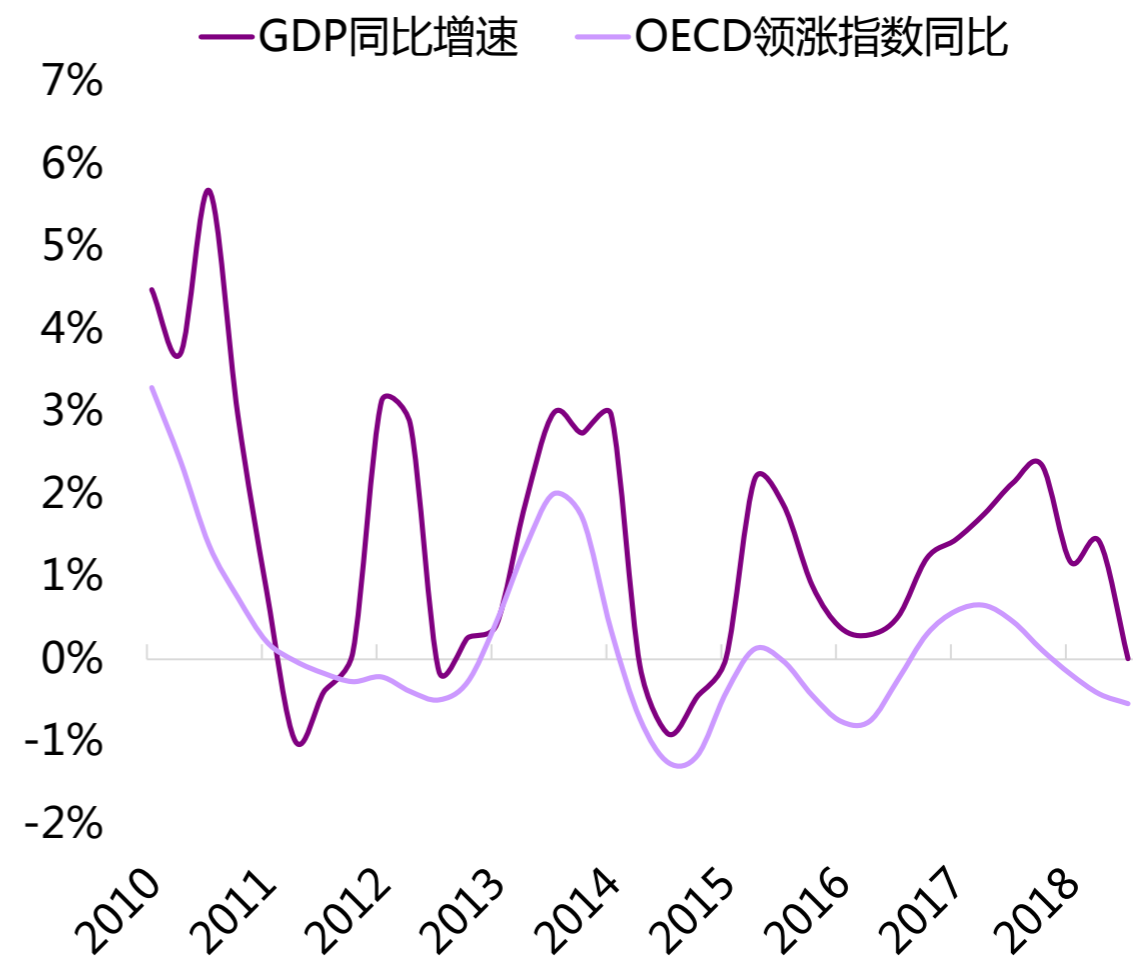
- 2019年的日本经济面临外部和内部的双重冲击。全球经济增速下滑对于日本经济的负面影响从2018年已经开始显现。而上调消费税（10月上调消费税从8%到10%）的负面冲击，可能给日本经济前景带来更明显地冲击。

私人投资放缓已经开始显著影响日本经济的增长速度

OECD领先指标体现日本经济的趋势向下更为明显



资料来源：WIND，数据截止12月7日。



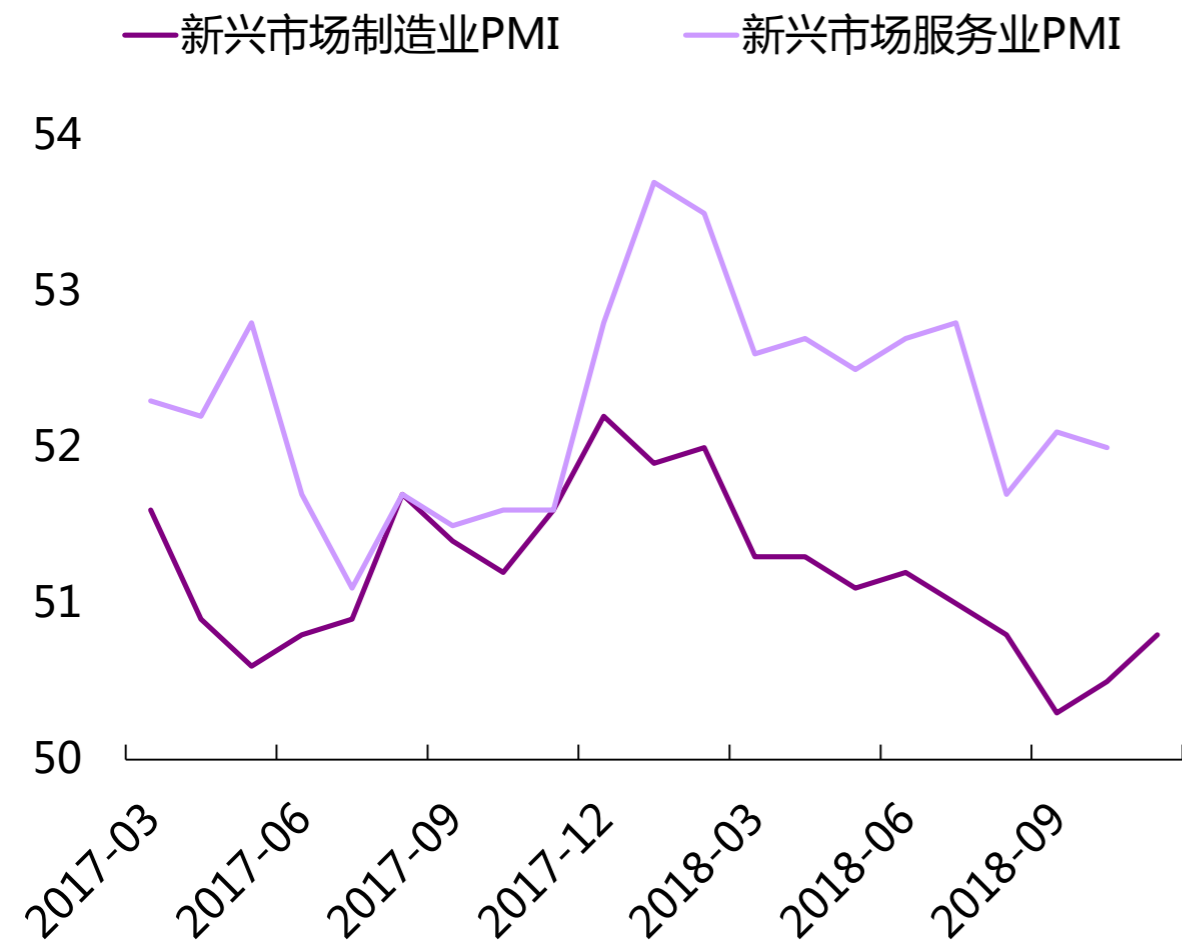
资料来源：WIND，数据截止12月7日。



# 新兴经济体整体的结构性和边际性改善将成为亮点（1）

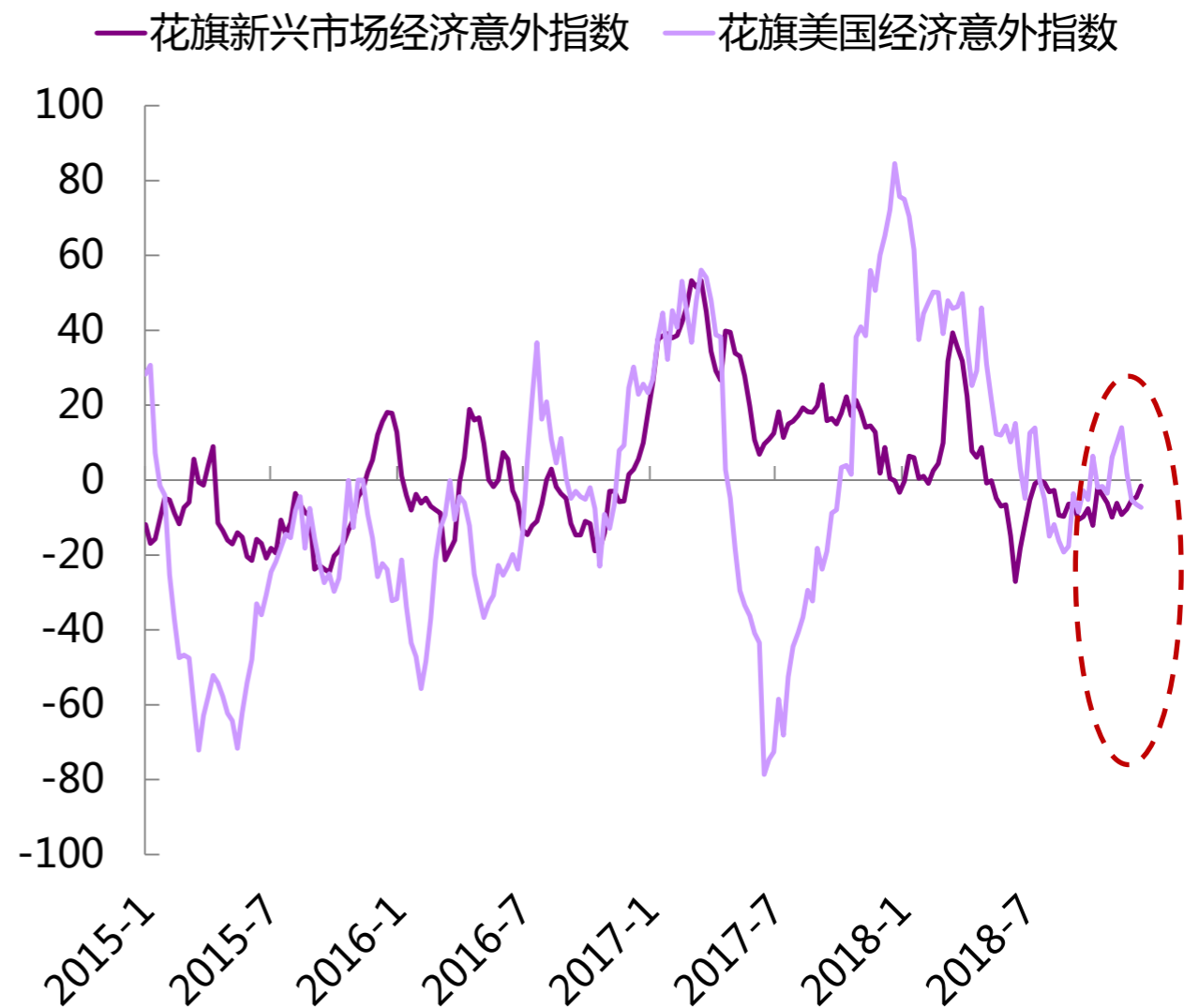
- 新兴市场经济当前已经出现边际好转，制造业PMI数据出现好转。经常性账户逆差的问题依然值得重视，但当前油价的下跌缓解了部分国家的压力。

## 新兴市场PMI数据有所转暖



资料来源：Bloomberg，数据截止12月7日。

## 经济意外数据显示经济情况有所好转

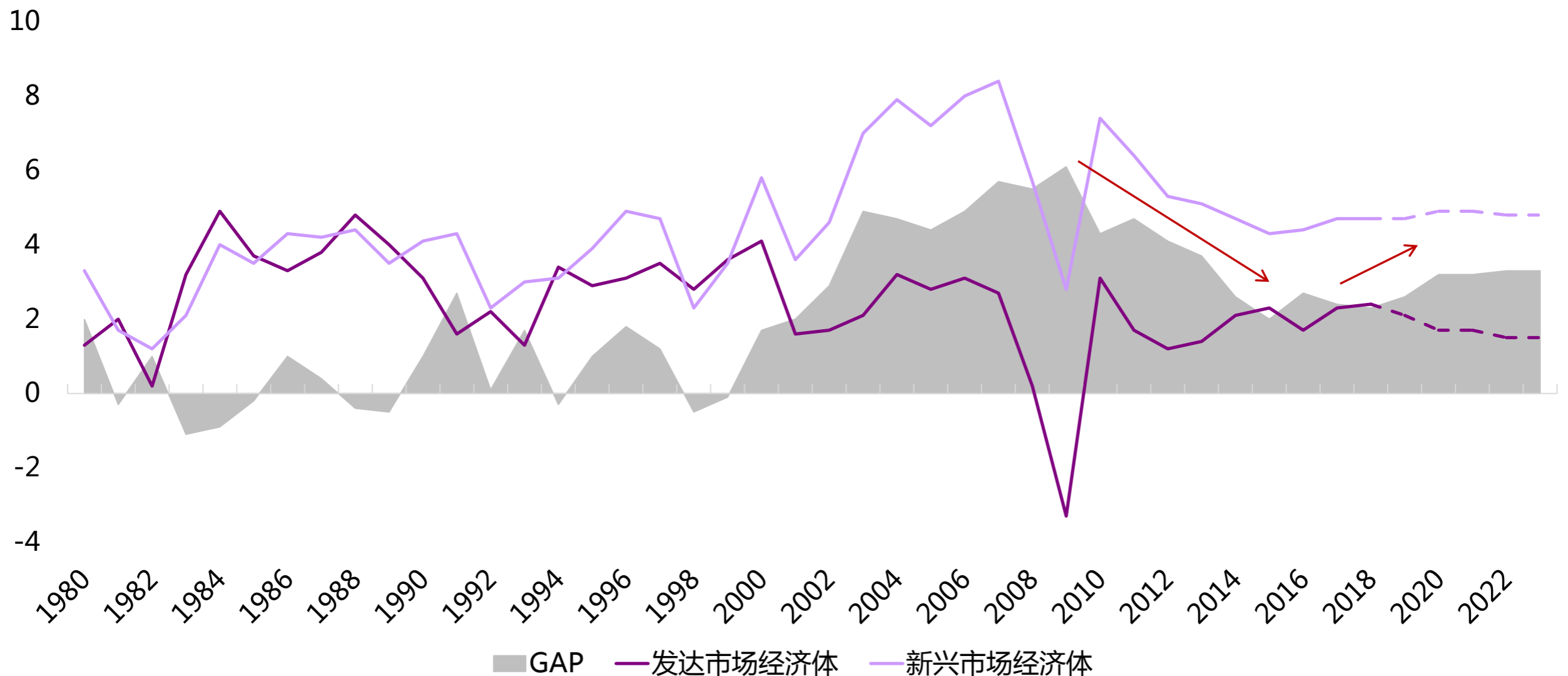


资料来源：Bloomberg，数据截止12月7日。

## 新兴经济体整体的结构性和边际性改善将成为亮点（2）

- 中国和其他新兴经济体同样受制于全球经济增长放缓，同时外部压力上升也导致了内部风险的释放。但在发达国家经济增长将继续整体放缓的背景下，新兴经济体整体的结构性和边际性改善将成为2019年全球经济增长的亮点。

### 未来新兴和发达经济体之间经济增速的差距增长有望放缓



资料来源：IMF，数据截止12月7日。

- 1、全球经济增长整体放缓，关注新兴结构性改善
- 2、全球权益资产上行遇阻后转入向下渗透
- 3、基本面改善和溢价收窄为港股市场带来曙光
- 4、黎明前的黑暗，以及漫长的黎明
- 5、高回报特性将逐步从防守优势转化为进攻机会
- 6、上半场防御波动，下半场局部进攻
- 7、风险提示

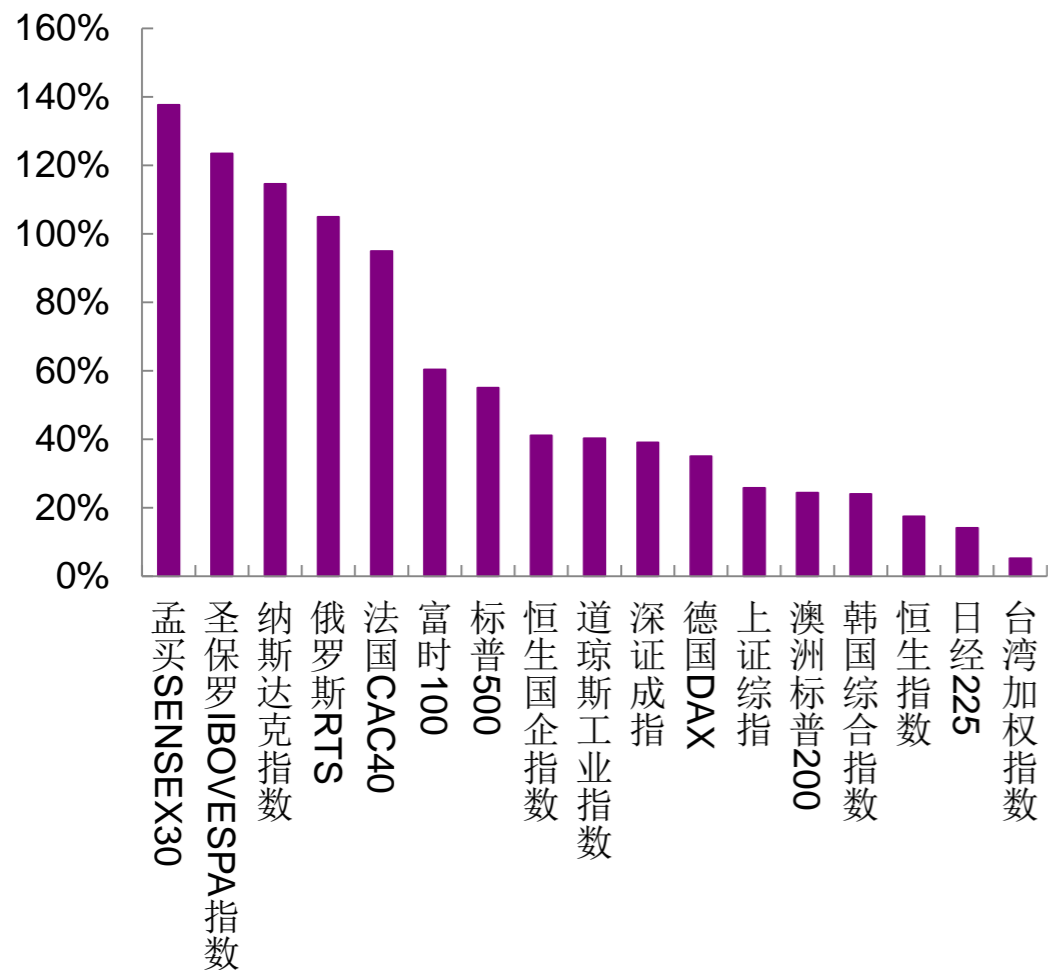
# 全球权益资产上行遇阻后，转入向下渗透

- 新兴市场有望受益于货币政策的边际放松
- 包括中国在内的新兴市场，财政空间可能大于美国

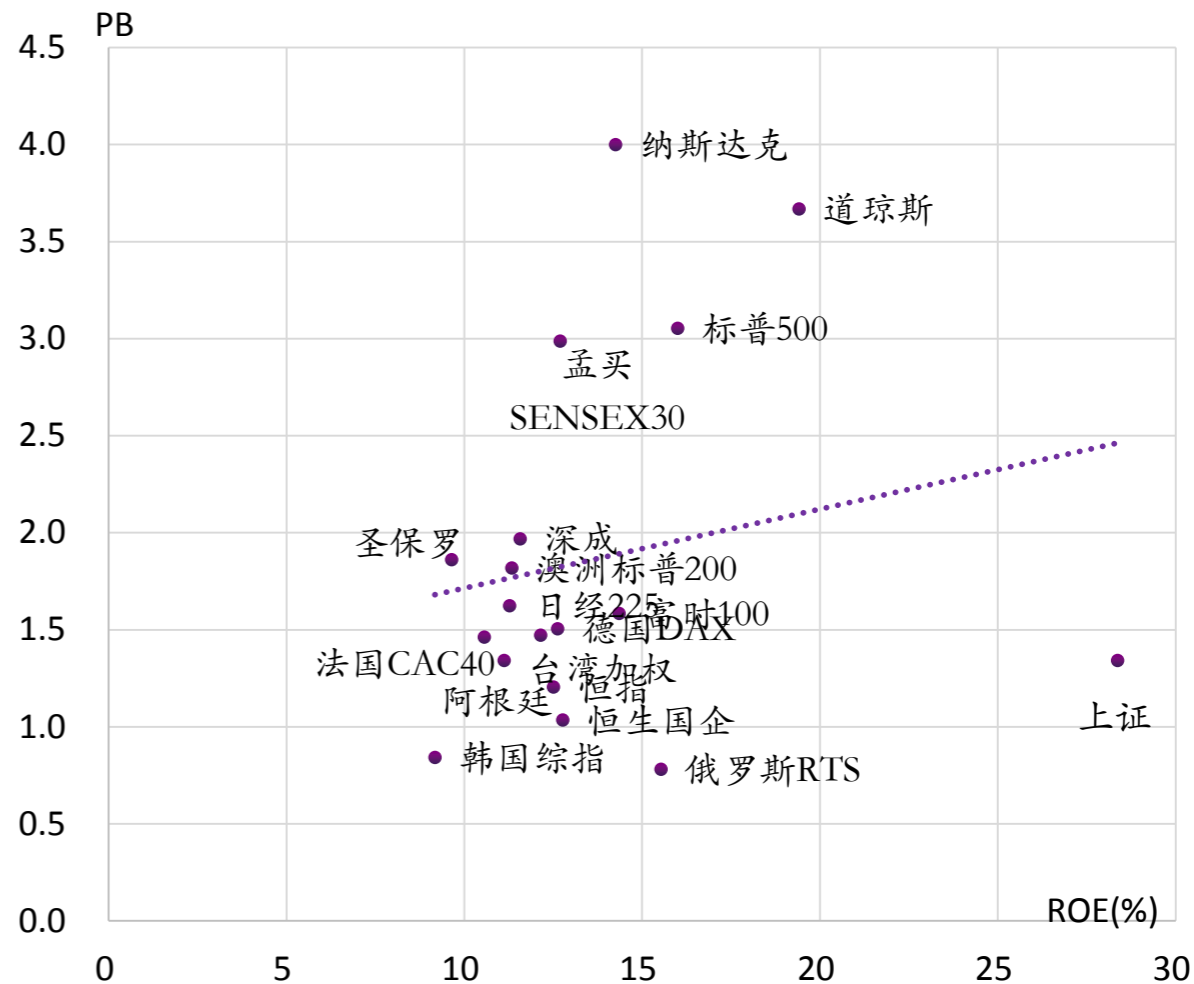
# 新兴市场估值水平已提前回落，横向比较回报优势突出

- 相对落后的表现导致新兴市场的整体估值水平已回落到较低水平，且横向来看，性价比较好。

## 横向来看，亚太新兴市场的回撤更为充分



## 亚太新兴市场的PB-ROE空间表现突出

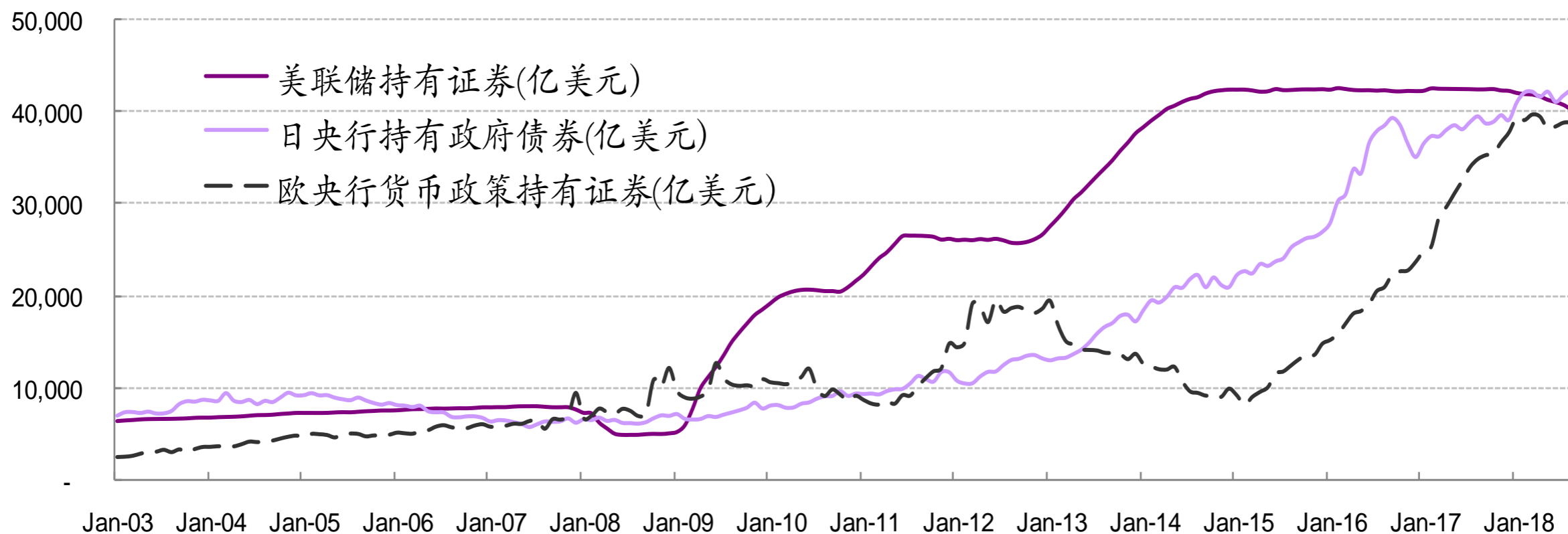


资料来源：WIND。注：图中为主要市场当前估值距2008年以来最低点扩张幅度，数据截止12月7日。

# 全球央行的资产负债表完成筑顶，但短期内还不至于加速向下

- **美联储政策空间可能边际减弱**：随着中美贸易问题日渐扑朔迷离、欧洲政治局势日益复杂，联储对于经济的判断在边际上存在下调的可能，进而有可能会调低加息的次数。
- **欧洲央行虽退出QE但整体货币环境依然宽松**：退出QE距离缩表仍有距离，缩表将会在利率正常化之后才会进行。整体来看，欧洲央行的货币政策仍较为宽松，而基于19年充满风险的欧洲经济，我们认为加息可能在年末方会开始。

## 全球主要央行延续退出QE路径，资产负债表规模越过顶点后将开始加速向下

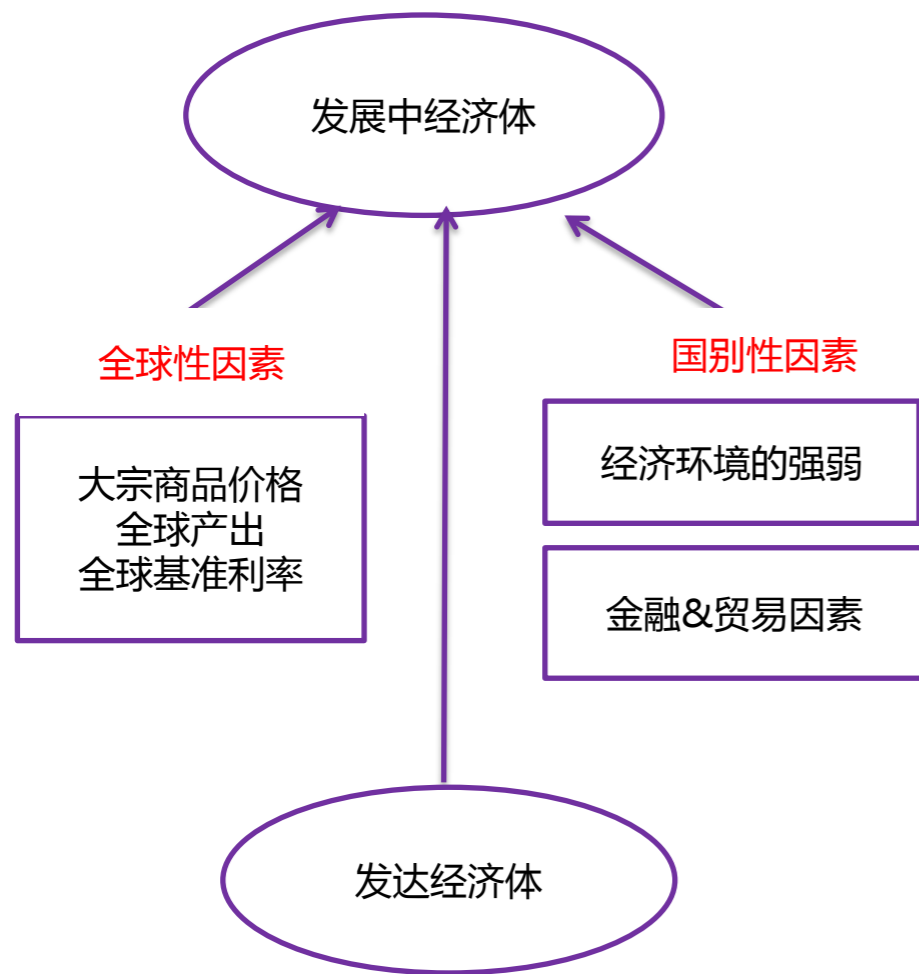


资料来源：WIND，光大证券研究所

# 新兴市场对于发达市场利率收紧的敏感度更高

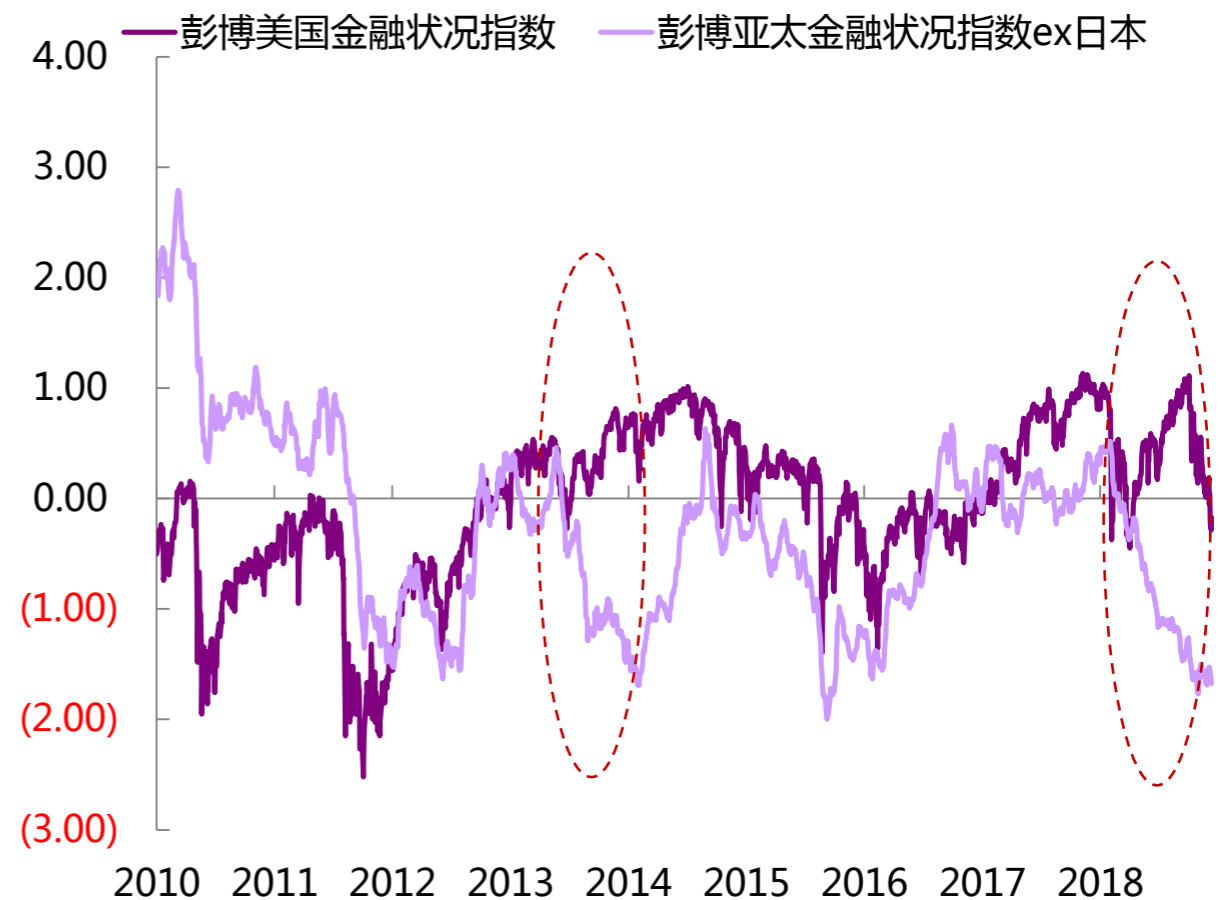
- 新兴市场&发达市场的金融状况整体来说是一致的（美元利率是全球权益市场的锚），新兴和市场之间的差异总是会以“收敛”为最终方向。从当前情况来看，新兴市场更为充分地反映了货币环境的收紧（类似2013年时），而19年主要央行货币政策的边际放松将有助于改善新兴市场的资金状况。

## 新兴市场金融压力来源分解



资料来源：IMF，光大证券研究所整理

## 亚太新兴市场较发达市场对于货币收紧更为敏感



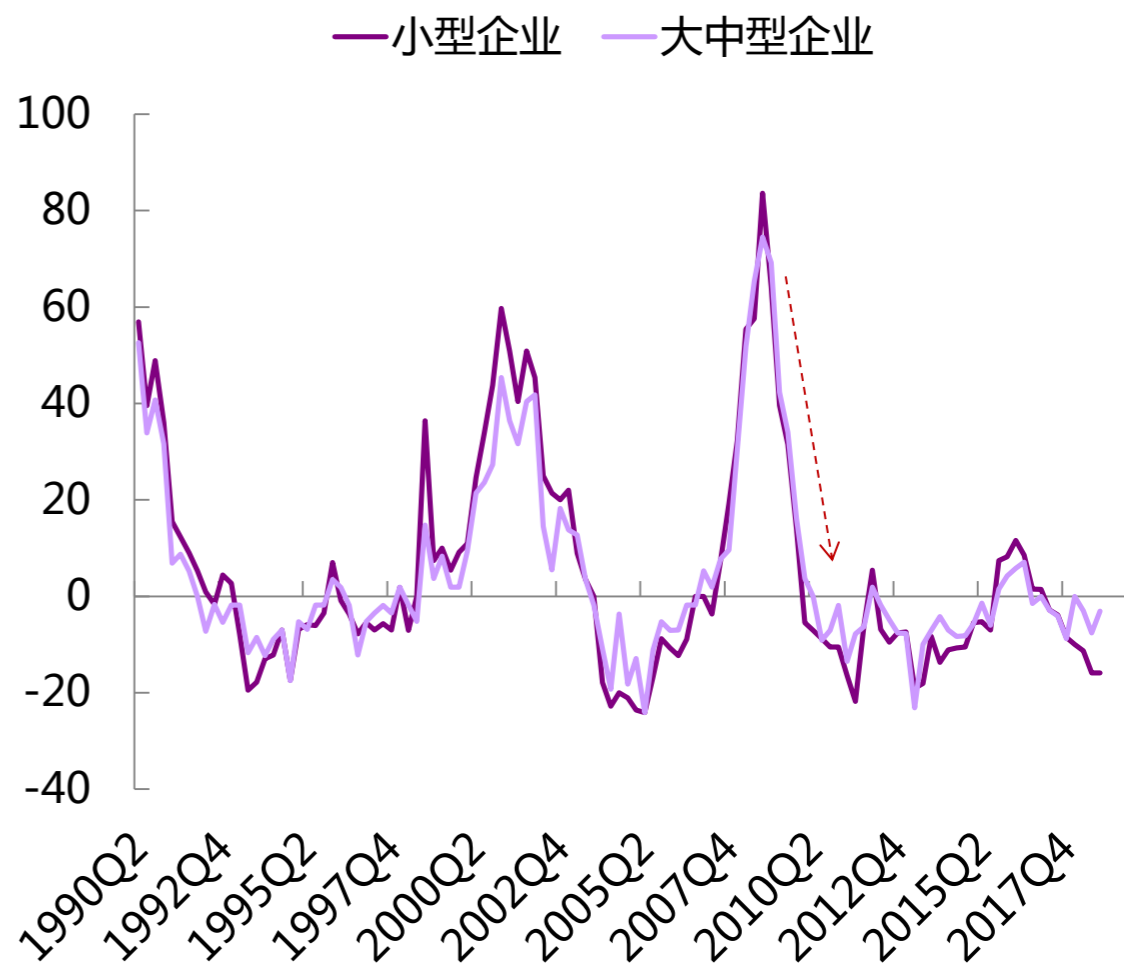
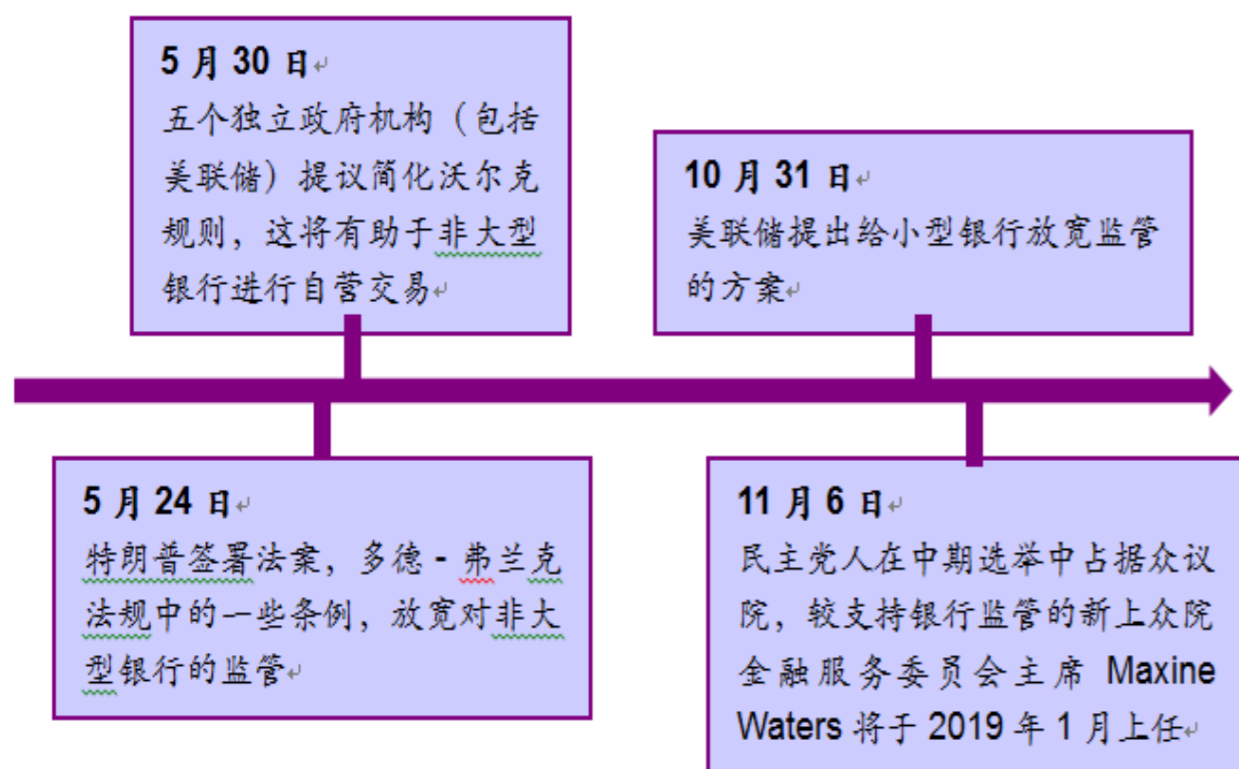
资料来源：Bloomberg，数据截止12月7日。

# 包括中国在内的新兴市场，财政空间可能大于美国

- 美国的分裂国会将在2019年1月1日开始形成，而这种格局将会显著影响特朗普的接下来的执政空间和政策节奏。特别是基建政策受制于财政预算，并且两党对于基建的资金来源尚存在较大争议，因此预计很难会有大幅的突破。

## 特朗普上台后，对于美国银行部门监管的放松路径

## 美国银行家调查指数显示工商业企业贷款整体偏紧



资料来源：WIND

资料来源：WIND，数据截止12月7日。



- 1、**全球经济增长整体放缓，关注新兴结构性改善**
- 2、**全球权益资产上行遇阻后转入向下渗透**
- 3、**基本面改善和溢价收窄为港股市场带来曙光**
- 4、**黎明前的黑暗，以及漫长的黎明**
- 5、**高回报特性将逐步从防守优势转化为进攻机会**
- 6、**上半场防御波动，下半场局部进攻**
- 7、**风险提示**

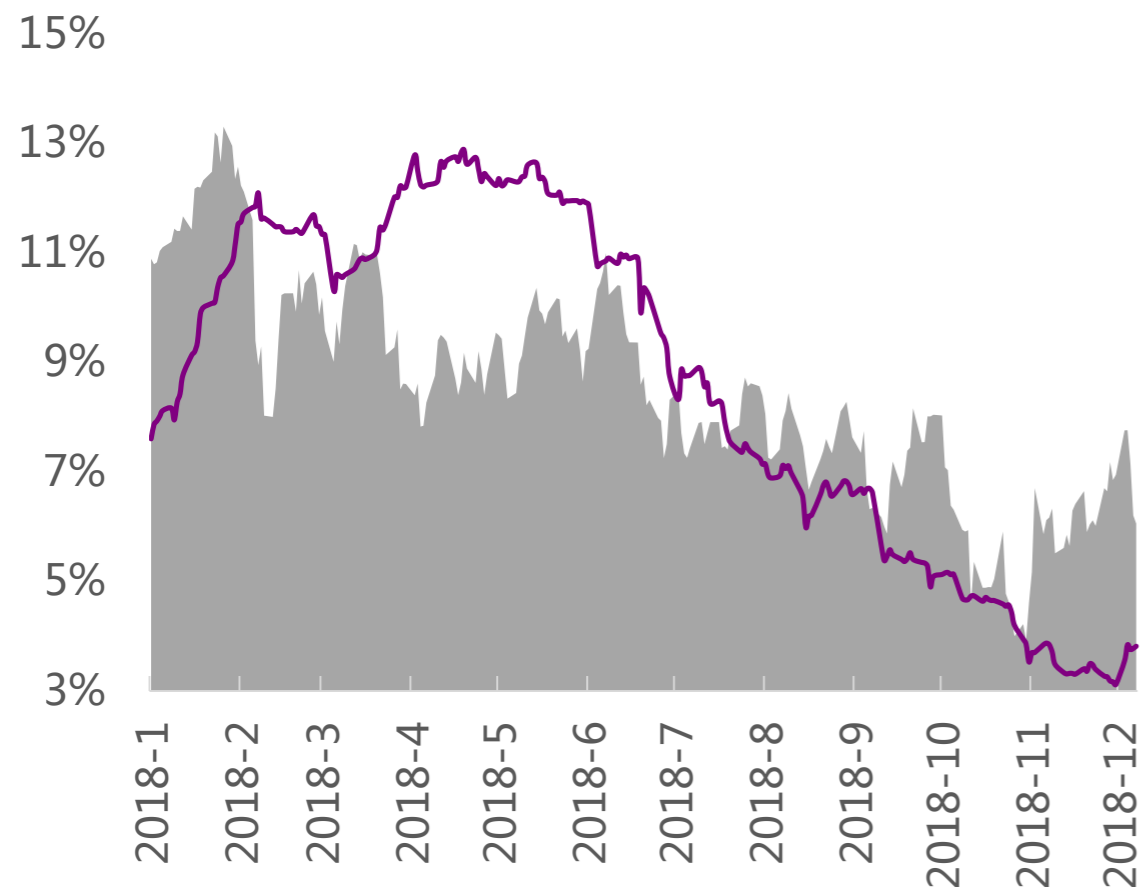
# 基本面改善和溢价收窄为港股市场带来曙光

- 港股业绩将在2019年中后恢复增长趋势
- 美元加息放缓和风险溢价缩窄将缓解分母端估值压力

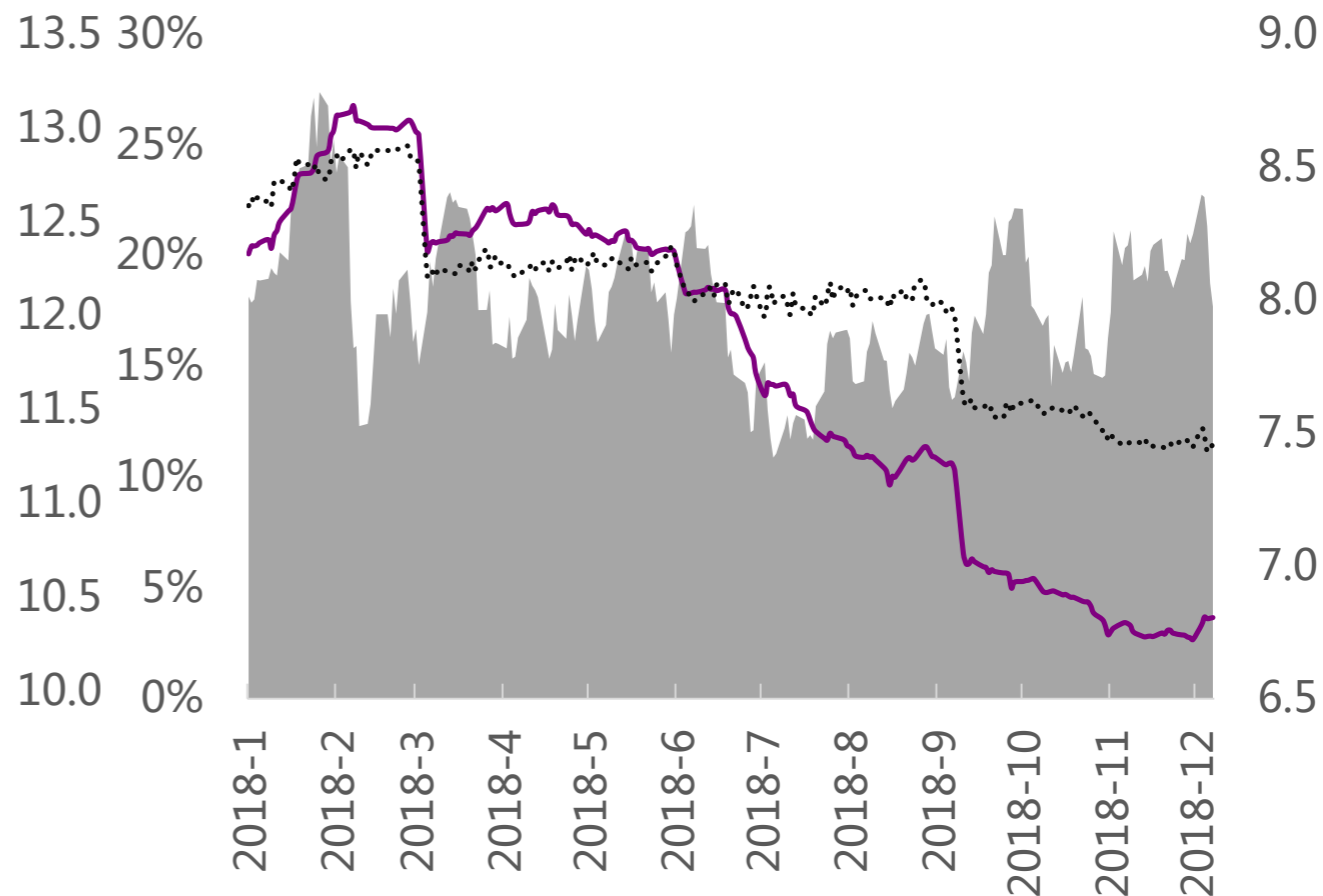
# 港股市场2018年经历典型戴维斯双杀

恒生指数在2018年内经历了典型的戴维斯双杀过程

国企指数的情况则说明，并不能将港股市场的业绩预期下行完全归咎于人民币贬值



■ 18E PE (RC)    — 18E EPS Growth%



■ 18E PE (RC)  
 — 18E EPS Growth%  
 ..... 18E EPS Growth% (以人民币计算)

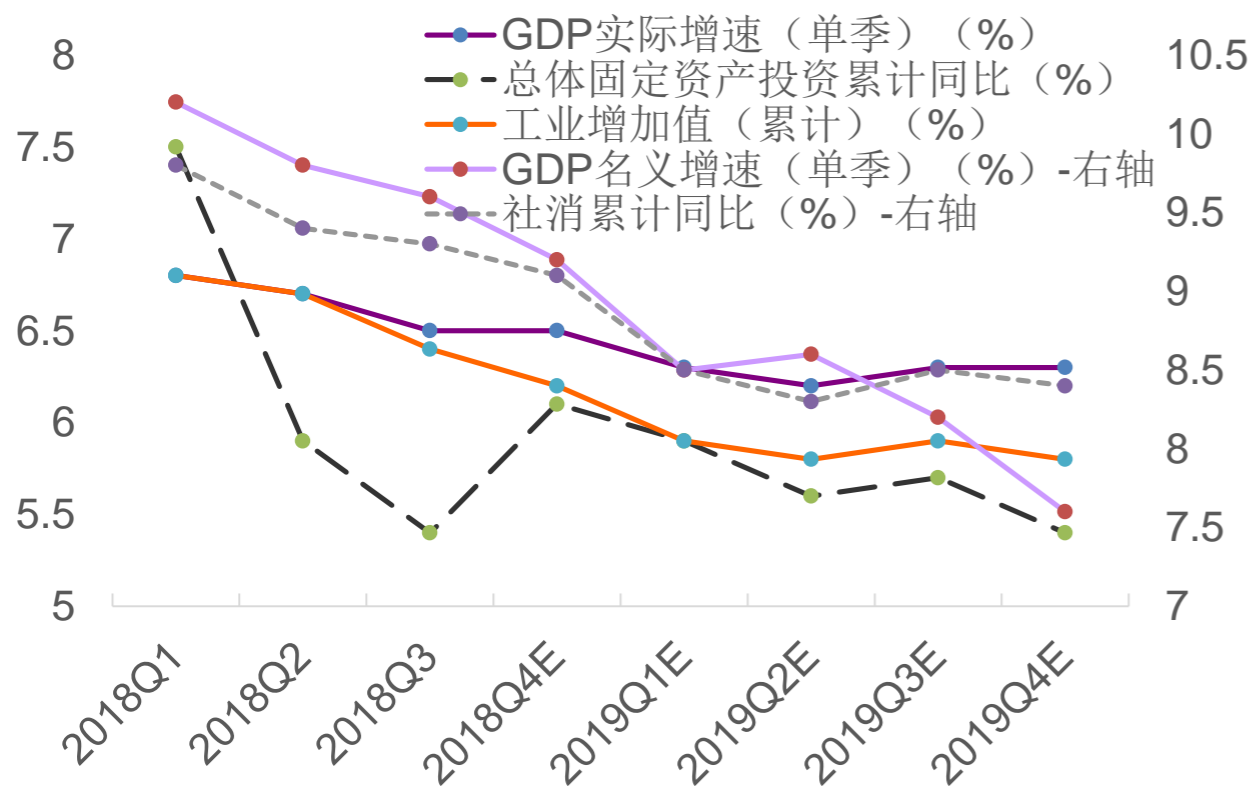
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 估值消化进程被拖后，下半年业绩增长恢复是更好的时点

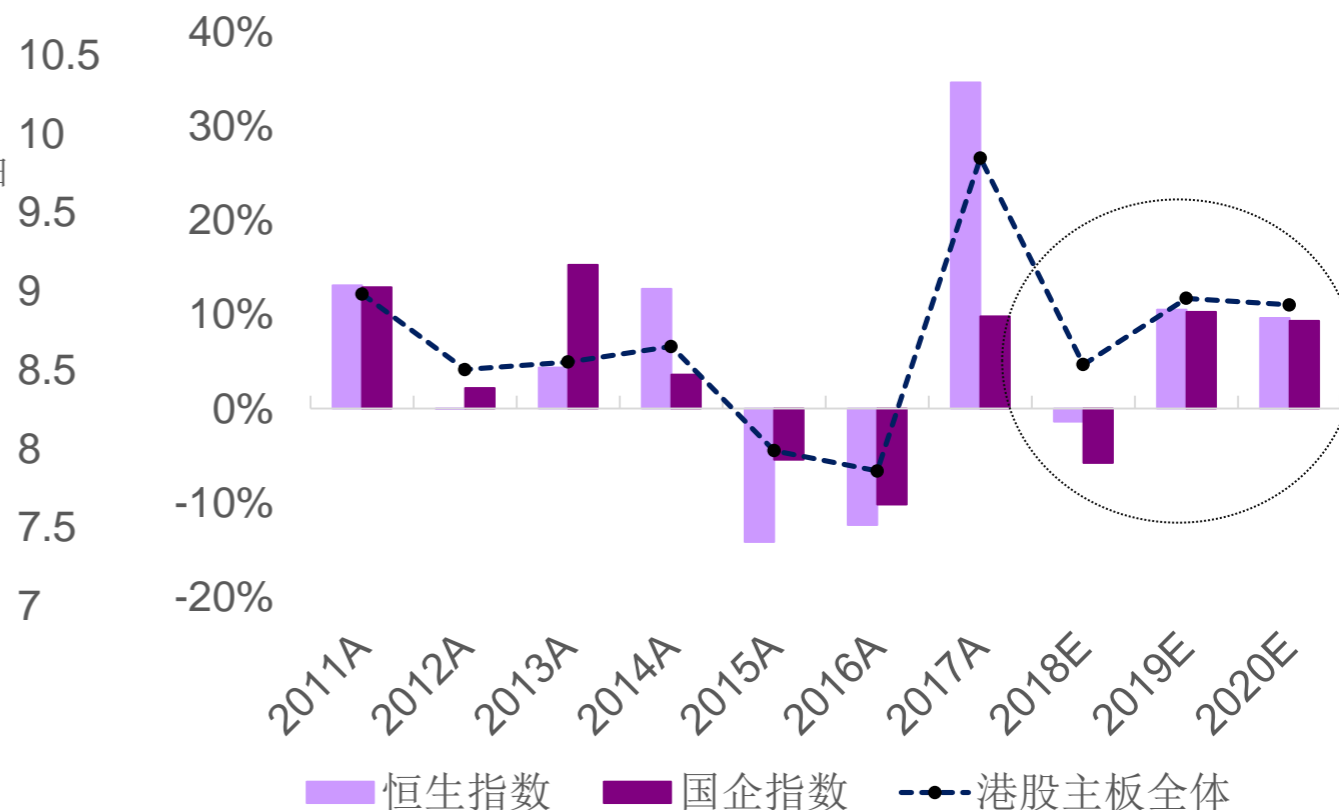
- 港股市场2019年上半年的业绩增长仍然承压，对2019年全年业绩增速修复预期的兑现时点也只能延后至中报前后，并很有可能和2018年上半年一样再次经历较为明显地下修。
- 但有利的一面在于，业绩下修和增速低谷的时点重合后，港股市场的基本面风险将较为充分地暴露。2019年中期业绩后港股重新恢复增长将对估值修复带来显著推动。

中国宏观经济增速在19H1仍有较明显地减速压力



资料来源：光大证券研究所宏观研究团队

2018年年报低迷使得港股市场的估值消化进程被拖后

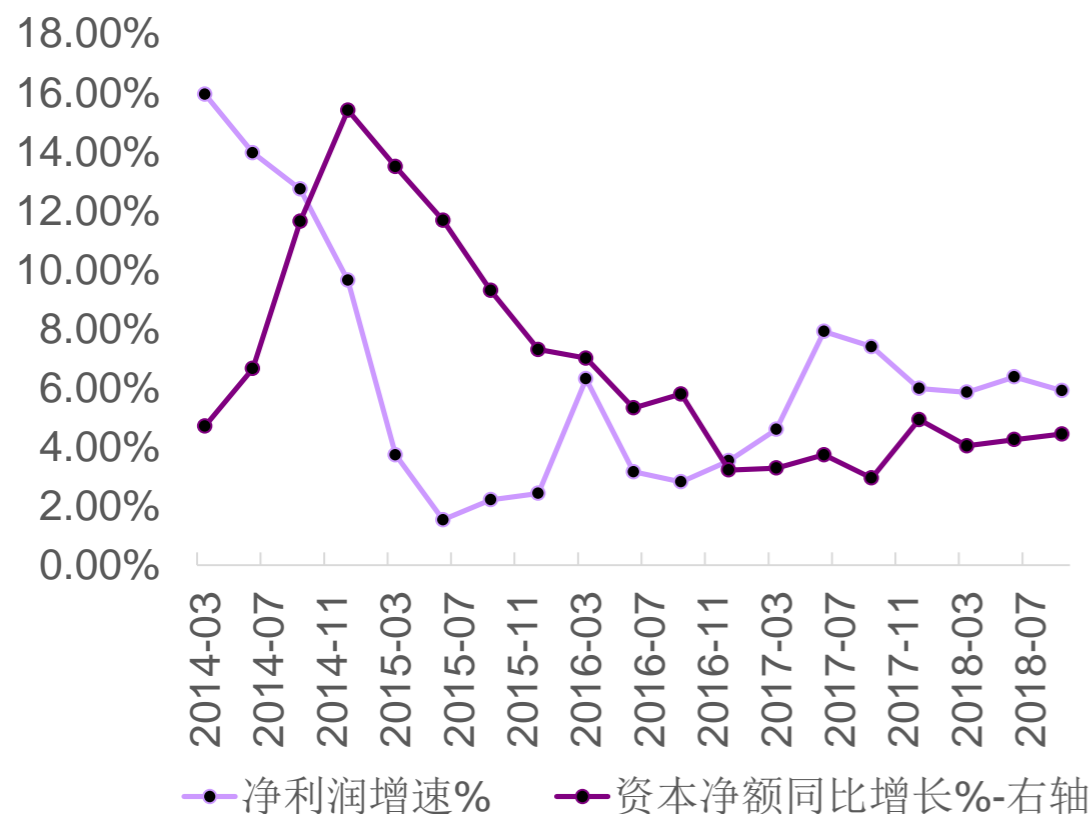


资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 金融下行周期对金融企业盈利增速的压力有望阶段性缓冲

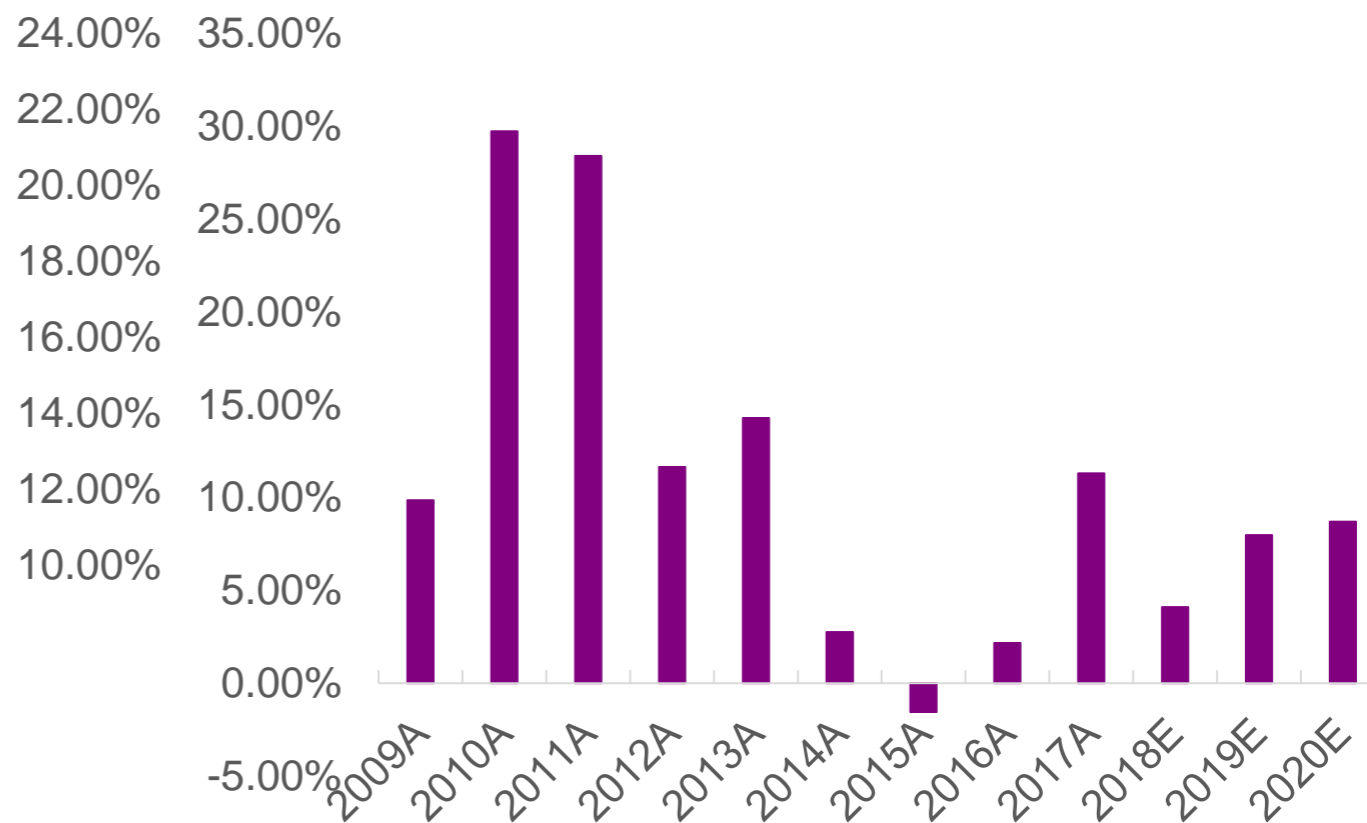
- 14-18年的5年间，金融业在全体中资股盈利中的平均占比为48%，对增速变化有着决定性的影响。
- 金融下行周期中，金融业，特别是银行业的盈利增速放缓是港股整体放缓的最主要原因。政策托底预期对于改善信用紧缩对金融业盈利负面影响将会发挥积极作用。

金融下行周期中银行业增长必然放缓



资料来源：WIND

港股中资银行业绩增速业随之持续下滑

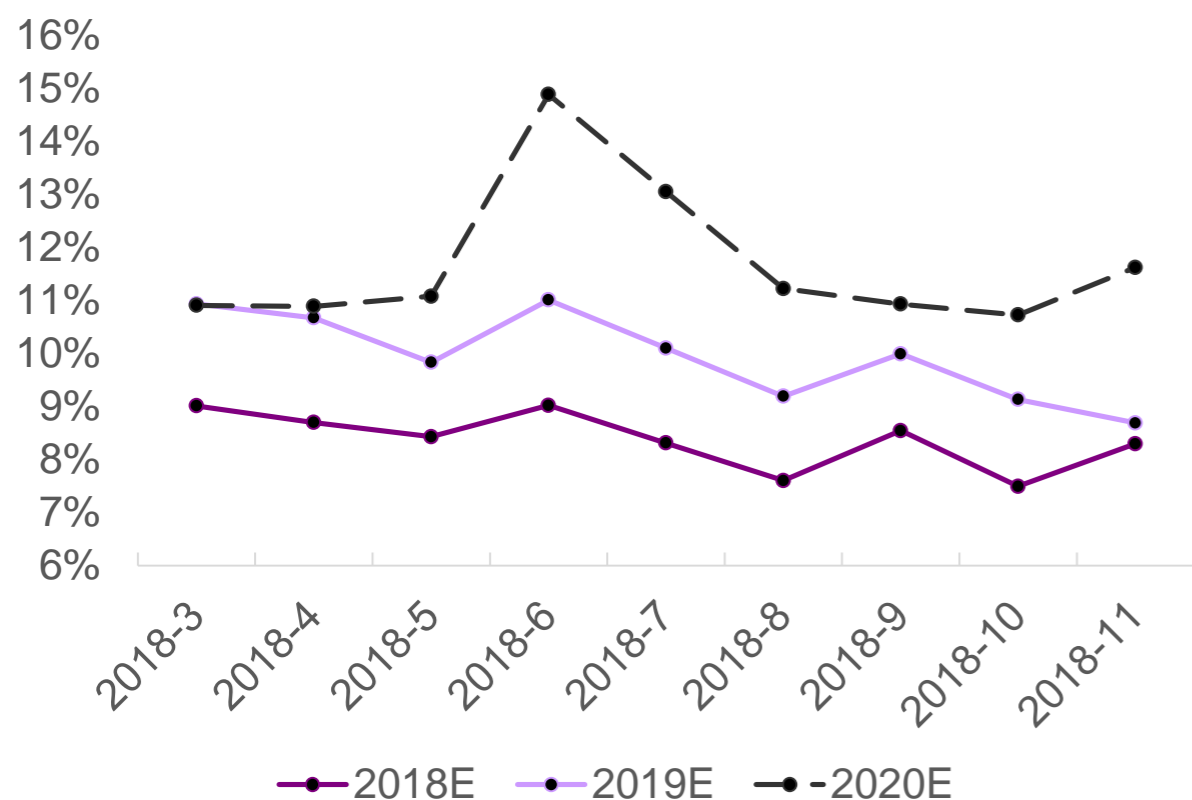


资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 银行业绩预期下调较为充分，为未来改善留出修复空间

- 国内外分析师在2018年下半年已经较为集中地下调了中资银行的盈利增长预期。但2018年业绩增速预期下滑较快给2019-2020年的业绩增长预期提供了一些支持。而政策托底预期的重新加入则有望在2019年内稳定甚至小幅上修银行业的盈利增长预期。

大型中资银行的业绩增长预期下调幅度（国内分析师视角）



资料来源：WIND一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

大型中资银行的业绩增长预期下调幅度（国际分析师视角）



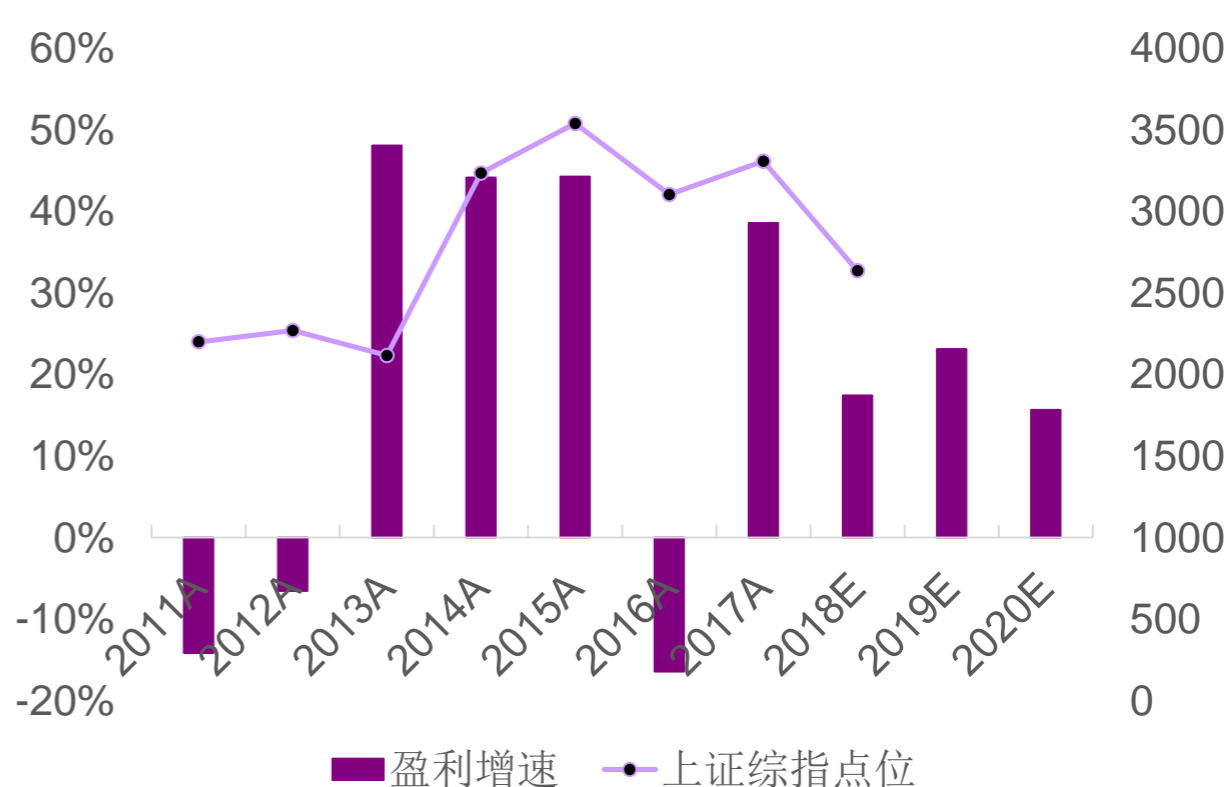
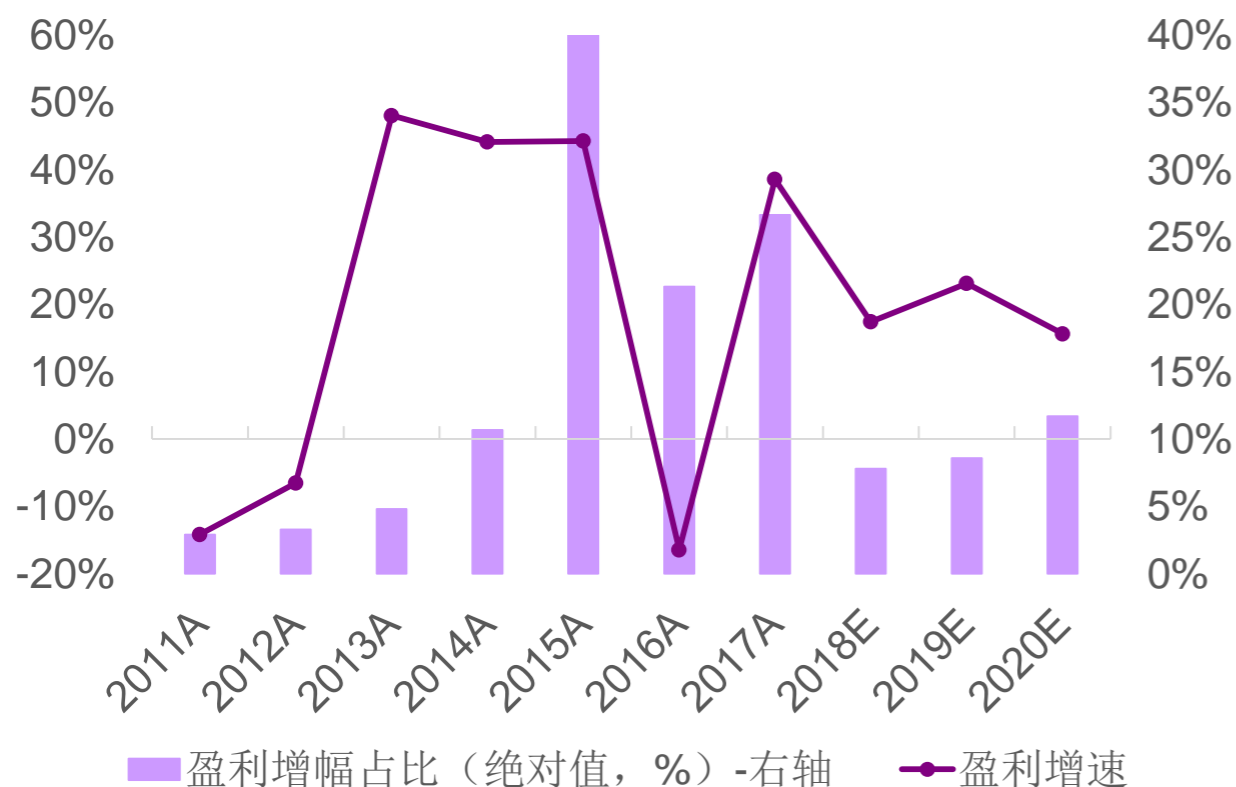
资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 非银金融业的顺周期性使其不会导致额外压力

- 相对于银行业在中资金融和中资股整体中的盈利占比，非银金融板块的盈利占比仅为银行业的约1/7（过去5年平均）。然而，非银行金融板块的盈利波动相对剧烈，其盈利增长占比过去5年间在5-30%内波动。
- 非银行金融业的盈利波动受金融市场，其中又特别是A股市场的环境影响巨大。盈利继续大幅下滑的概率有限，并有可能随国内金融市场复苏而提升对盈利增长的正面贡献。

非银金融的顺周期特性使其不会给中资金融业盈利带来额外压力

中资非银金融板块的盈利增速和A股市场有明显关联



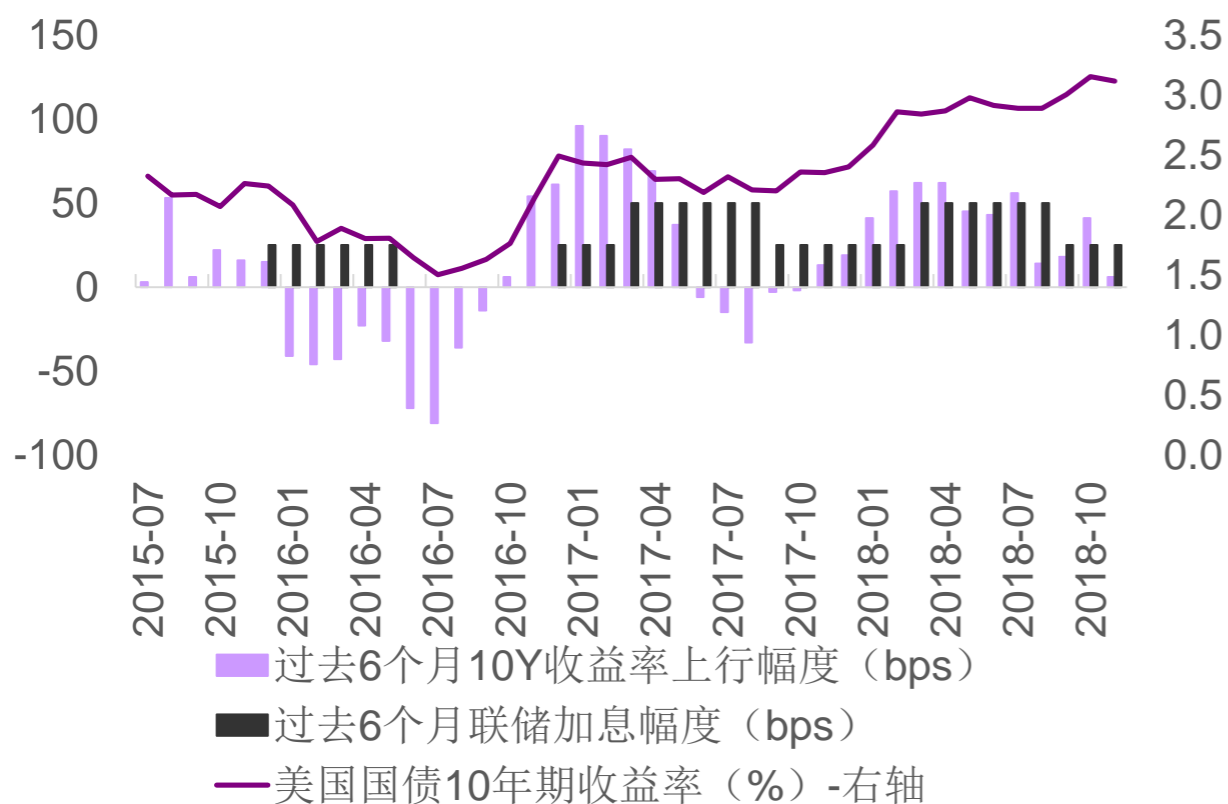
资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 美元加息趋势减缓，降低港股估值分母端上行压力

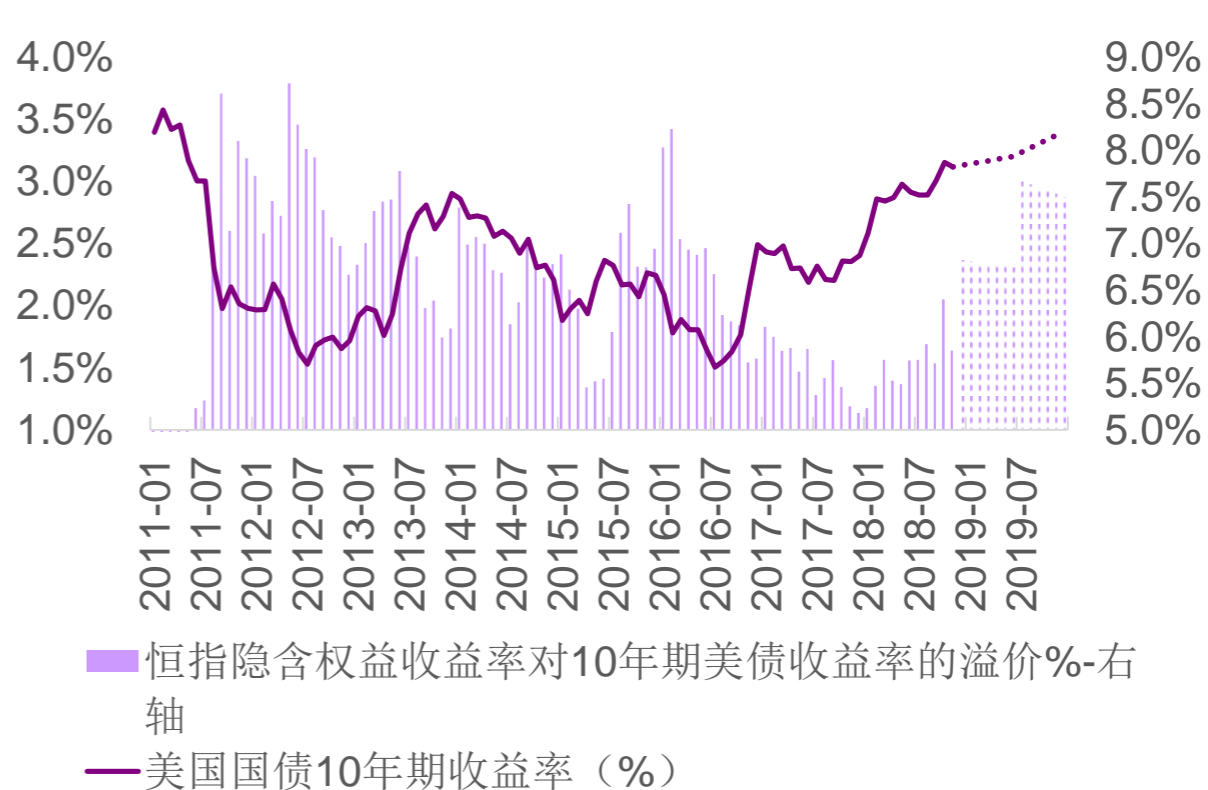
- 以2019年内美联储加息两次，和加息空间依然只能有限传导至长端的假设，2019年内美元10年期国债利率上行空间预计应小于50bp。
- 由于2019-2020年港股业绩预计仍将保持在9-11%的同比增速，港股的隐含权益收益率将进一步上行。如恒指停留在当前点位，在2019年下半年其隐含权益收益率将达到11%左右，对无风险收益率的溢价将回到2016年和2011年的大底部水平。

加息预期减弱和加息对长端利率的传导能力减弱将使得美元长端利率上行趋势逐步减缓



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

港股隐含权益回报率对无风险利率的溢价将靠近前期顶部水平



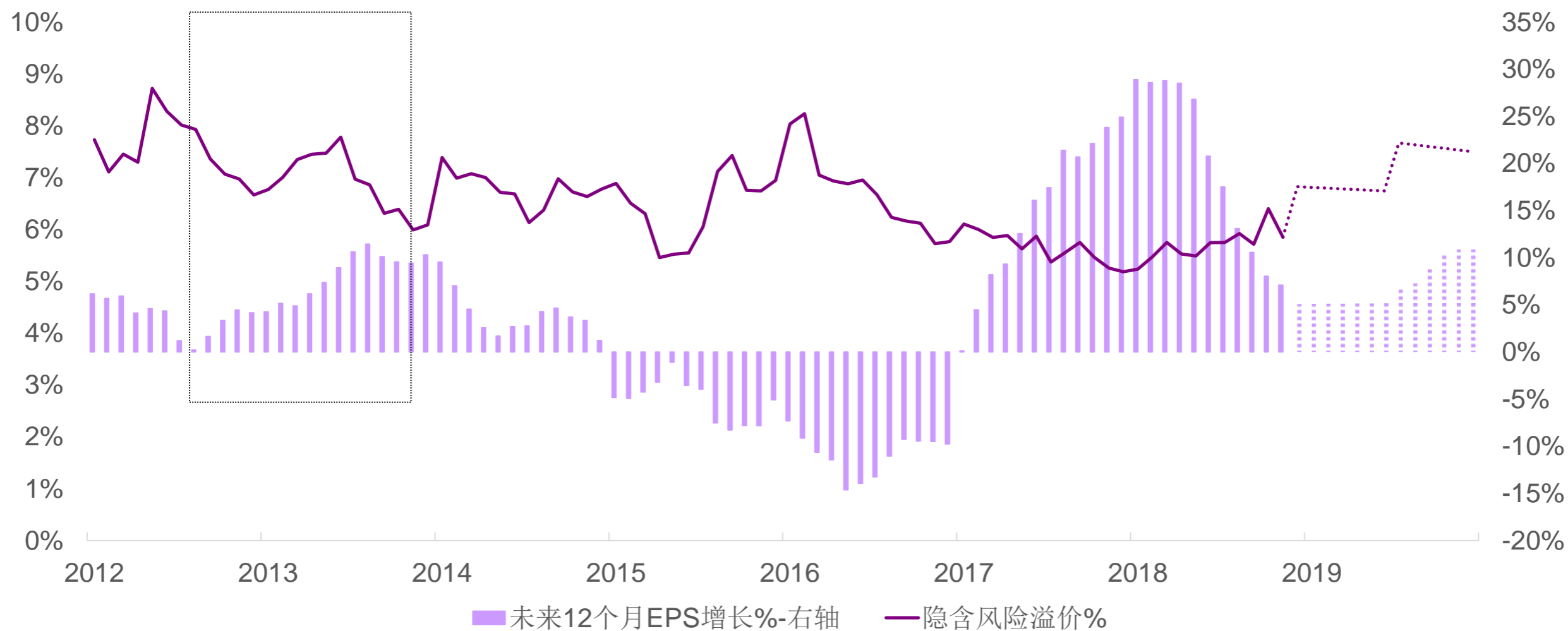
资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。



# 基本面边际改善将进一步缩减港股的市场风险溢价

- 2019年中报港股市场盈利增速见底回升，以及政策托底对于基本面的边际性改善，都将有效地降低港股市场的估值压力，带来更好的估值复苏机会。

## 基本面改善对缩减港股市场的风险溢价效果显著

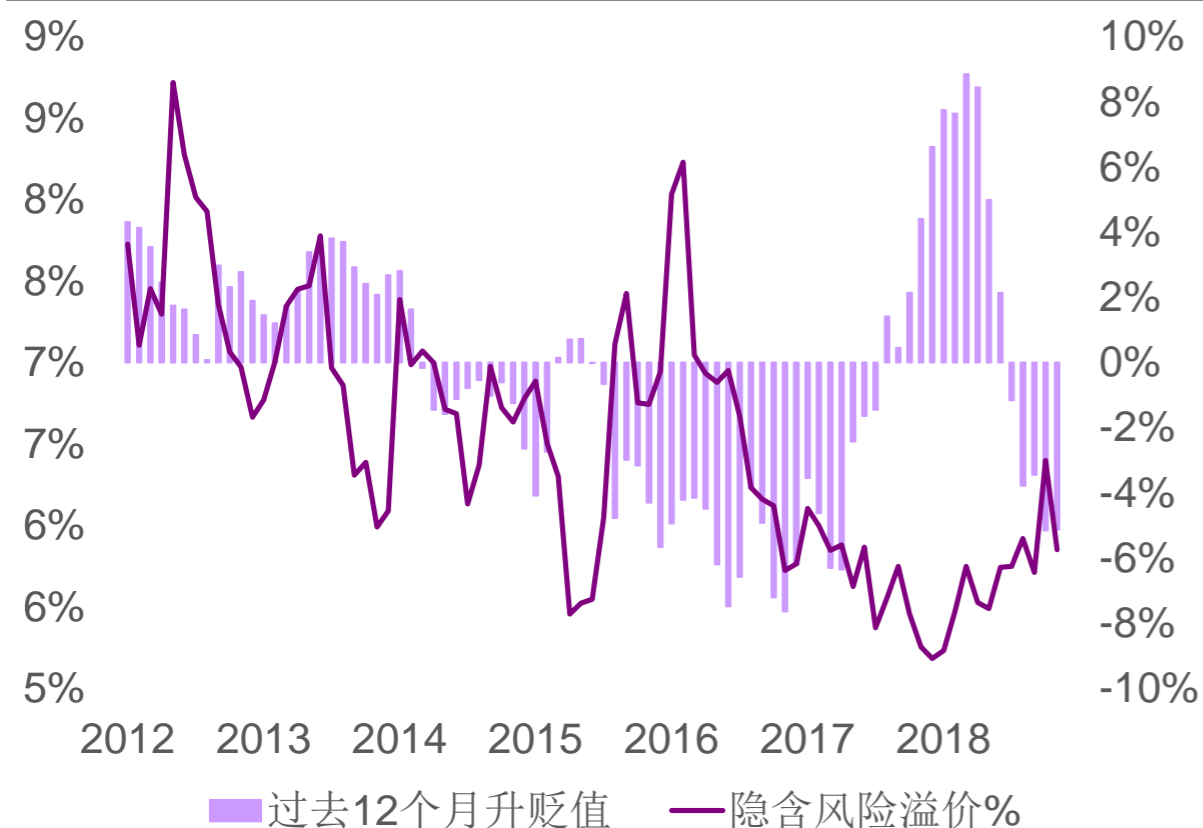


资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 人民币汇率转稳将减少港股中资股折价压力

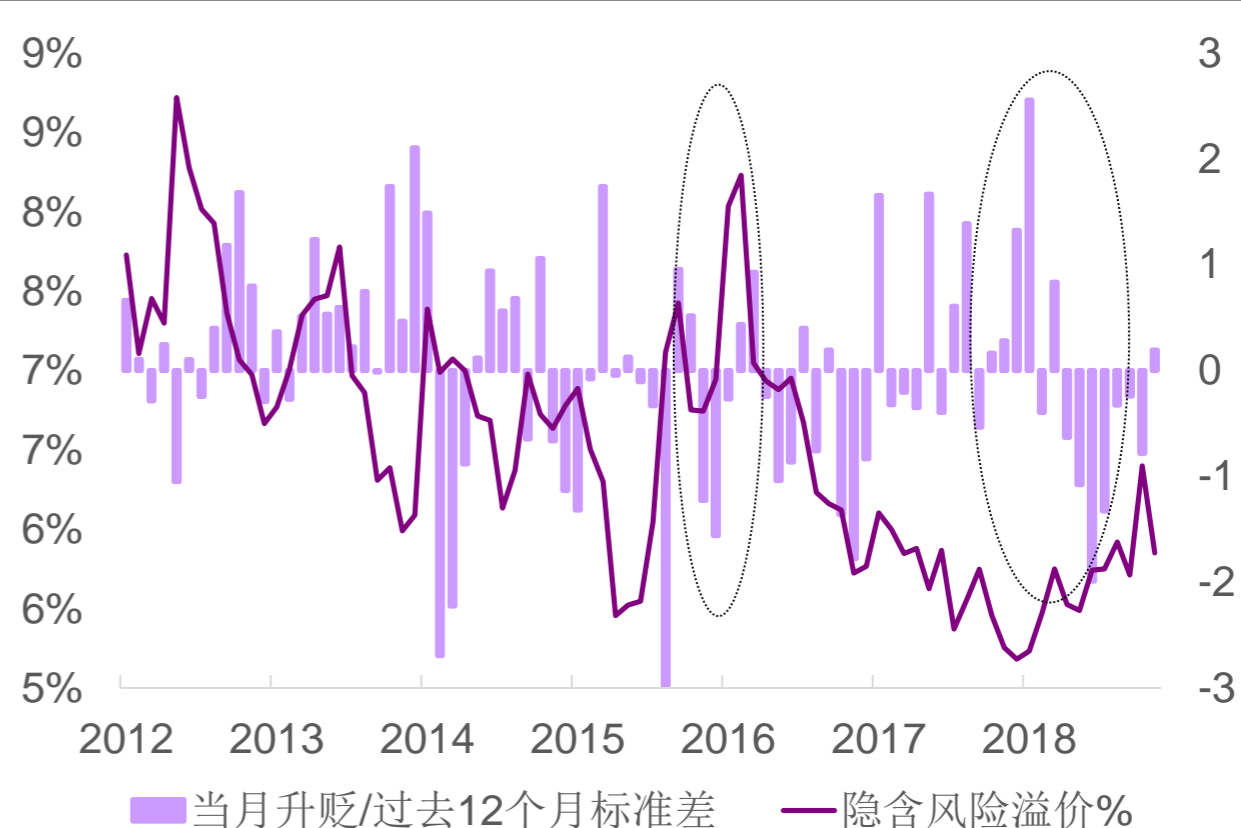
- 相对于较为低频的盈利数据，人民币汇率对于港股市场的短期波动有更为直接地影响。
- 19年下半年美元加息预期放缓和人民币波动风险较充分释放后，人民币汇率对港股中资股的折价压力也有望阶段性减轻，从而给市场带来喘息机会。

### 人民币的中长期升值有助于控制港股风险溢价



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

### 但短期波动加剧也常常导致风险溢价上行



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

- 1、**全球经济增长整体放缓，关注新兴结构性改善**
- 2、**全球权益资产上行遇阻后转入向下渗透**
- 3、**基本面改善和溢价收窄为港股市场带来曙光**
- 4、**黎明前的黑暗，以及漫长的黎明**
- 5、**高回报特性将逐步从防守优势转化为进攻机会**
- 6、**上半场防御波动，下半场局部进攻**
- 7、**风险提示**

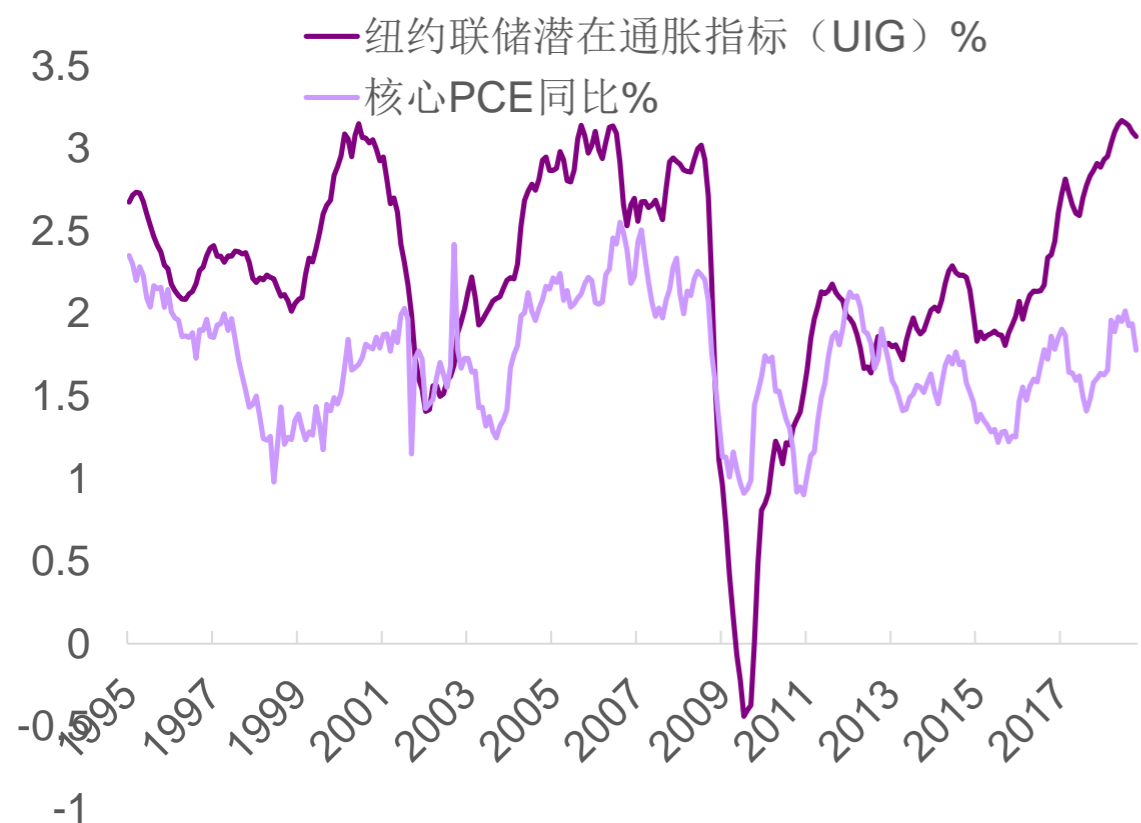
# 黎明前的黑暗以及漫长的黎明

- 流动性收紧和风险溢价上行对港股估值的压制需要一个由盛转衰的过程
- 基本面恶化导致底部下沉，上半年内港股波动风险仍难控制
- 港元转入长期收紧的负面影响也值得关注

# 通胀压力使得美元加息仍有惯性，不可能即刻止步

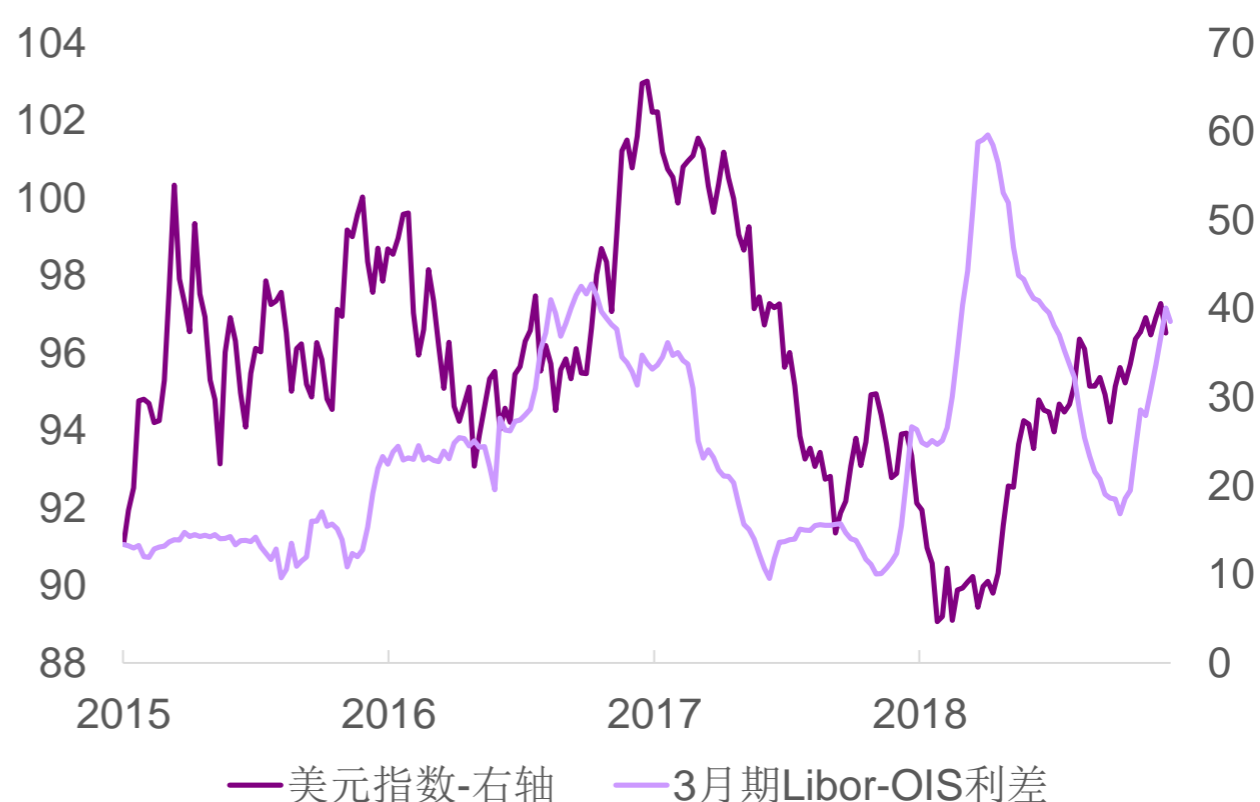
- 通胀和就业指标仍然将制约市场对于加息放缓的想象空间。美元利率整体上移的趋势仍将延续。虽然利率曲线平坦化趋势将会延续，但对于风险资产流动性并无直接改善。
- 美国对欧洲的各项相对指标仍有可能继续拉开差距。欧洲的复杂政治经济居民使得1季度Libor-OIS利差抬升，欧元走软推升美元指数成为大概率事件。非美市场仍将承受汇率贬值和资金流失压力。

前瞻指标显示美国通胀仍有上行空间



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

美元3月期Libor-OIS利差再次抬升，指示美元升值趋势可能加速

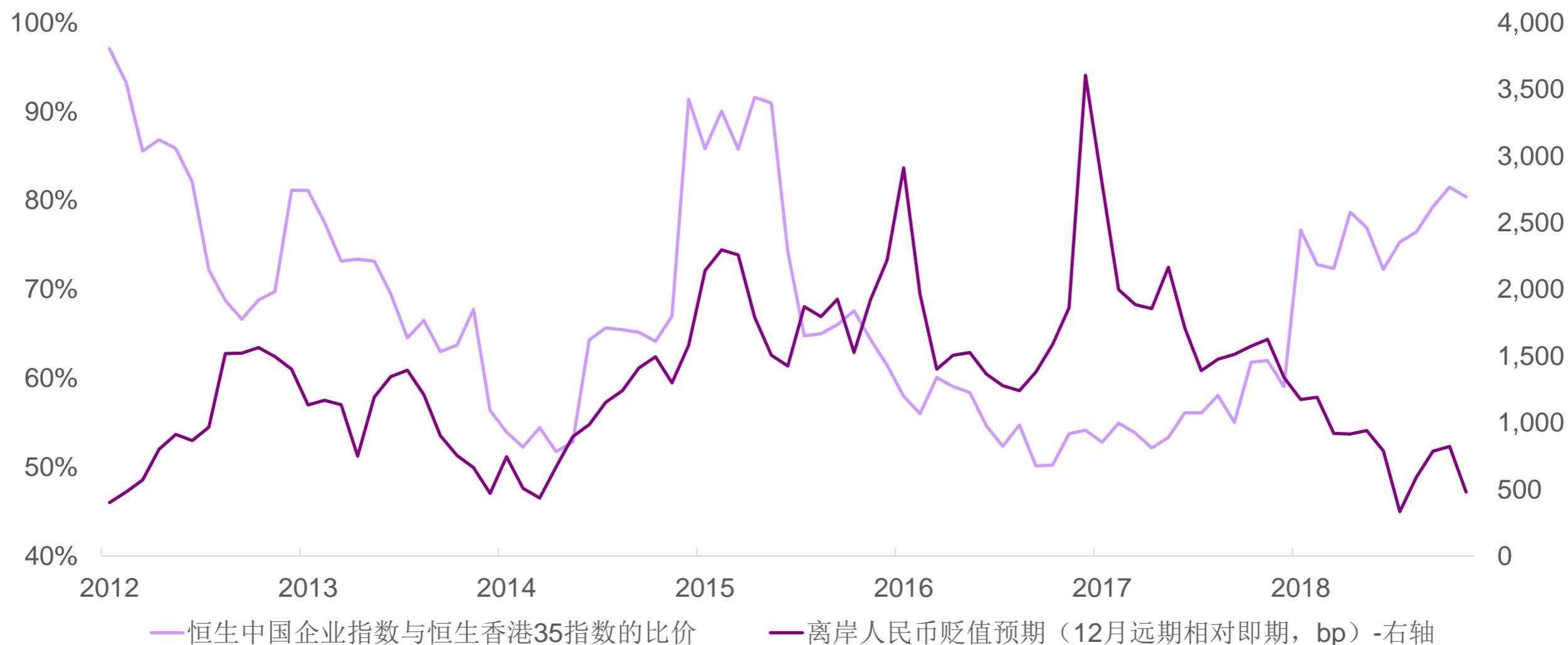


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 人民币贬值预期有回升可能，短期波动风险需要再次释放

- 人民币贬值预期已经在2018年4季度大幅下降，短期内继续压缩空间有限，而内外因素刺激其回升的概率很大。人民币汇率的短期波动风险需要再次经历一个释放过程。

人民币贬值预期有回升可能，汇率短期波动风险需要再次释放

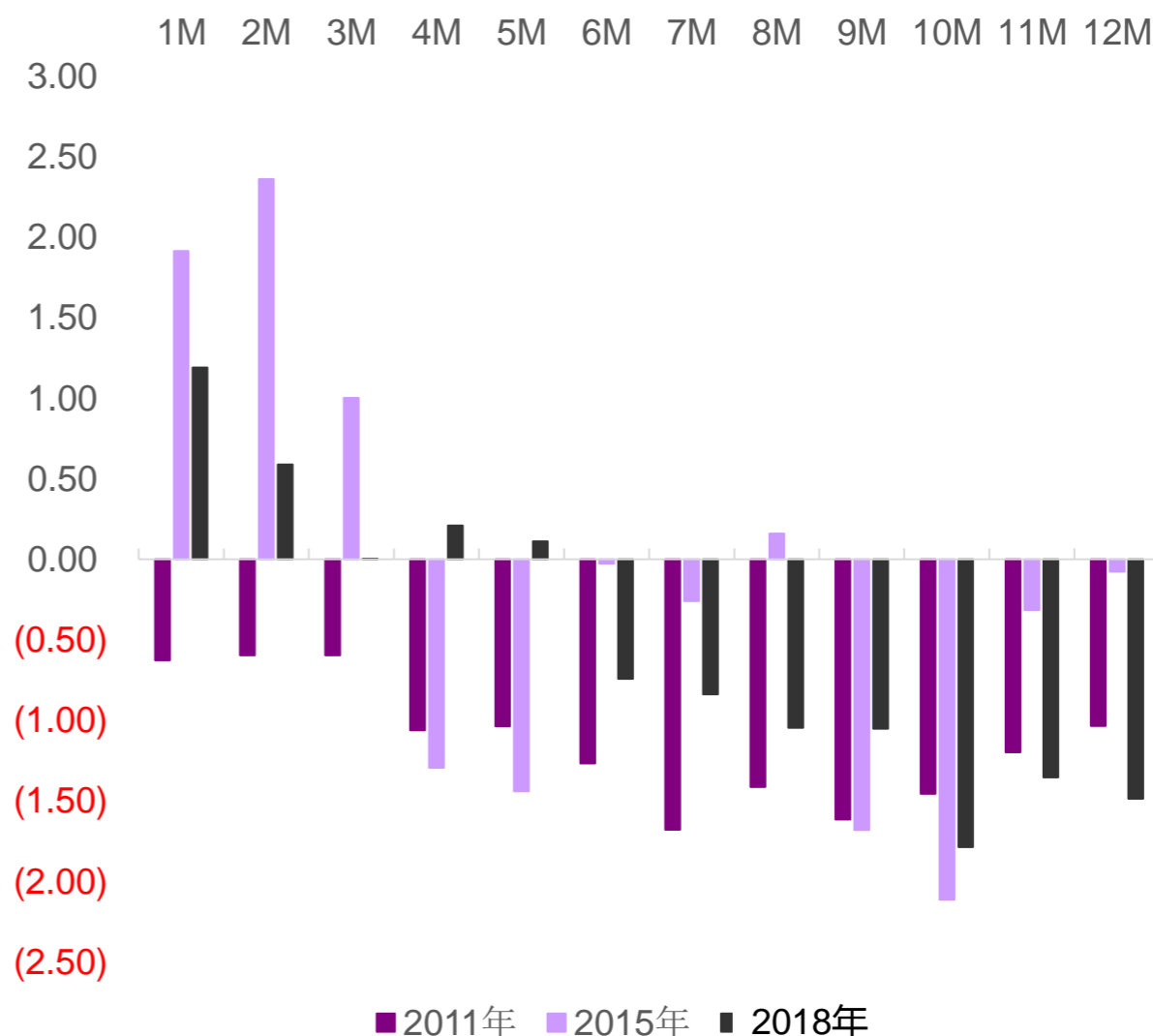
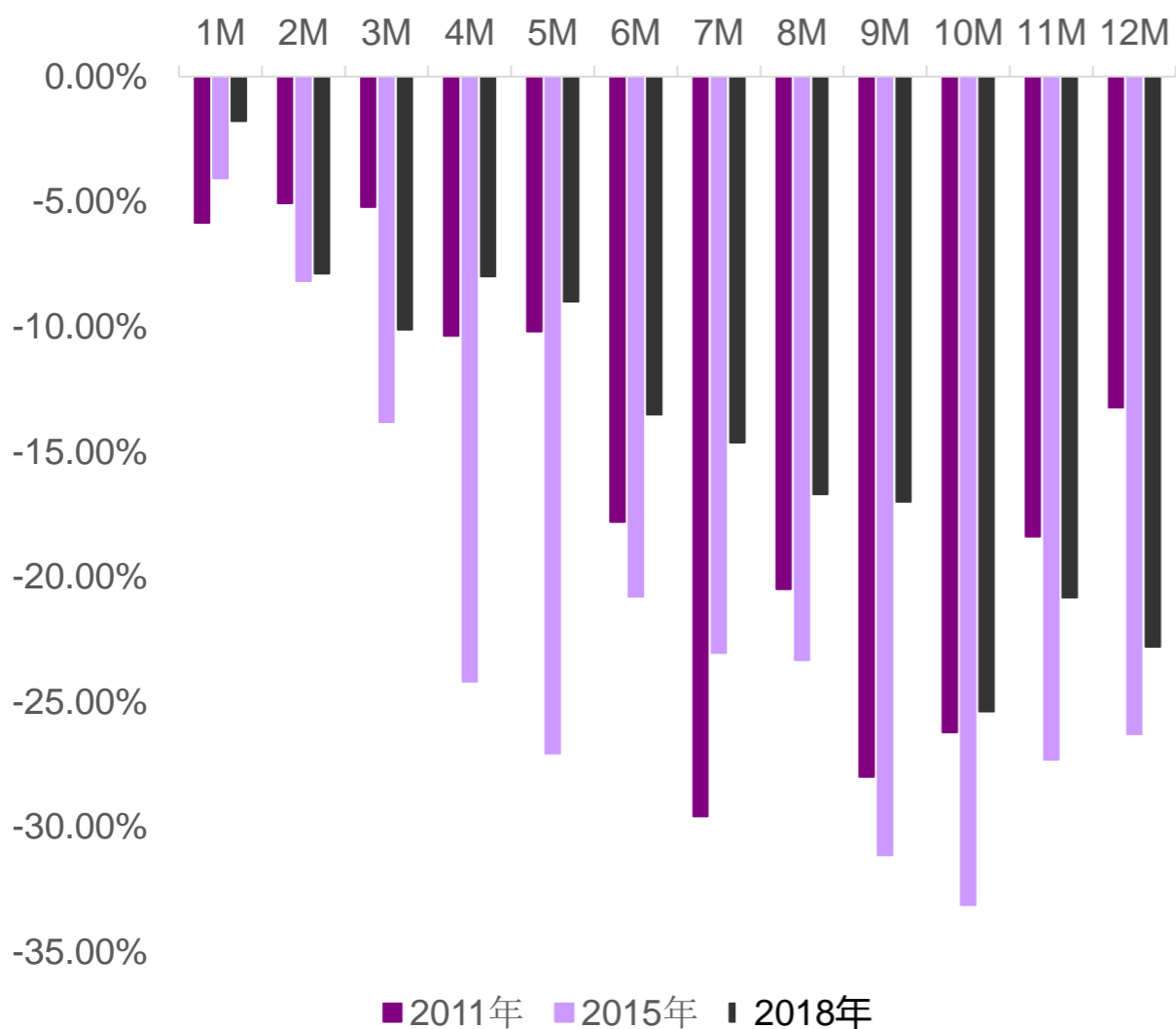


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 基本面恶化导致底部下沉，上半年内港股波动风险仍难控制

- 2011年和2015年，市场自顶部回撤幅度都超过30%，估值回撤幅度都超过前期均值的2个标准差。当前市场已经进入低估区域，但估值和点位仍有回撤空间，底部并不坚实。

2011年和2015年，市场自顶部回撤幅度都超过30%，估值回撤幅度都超过2个标准差



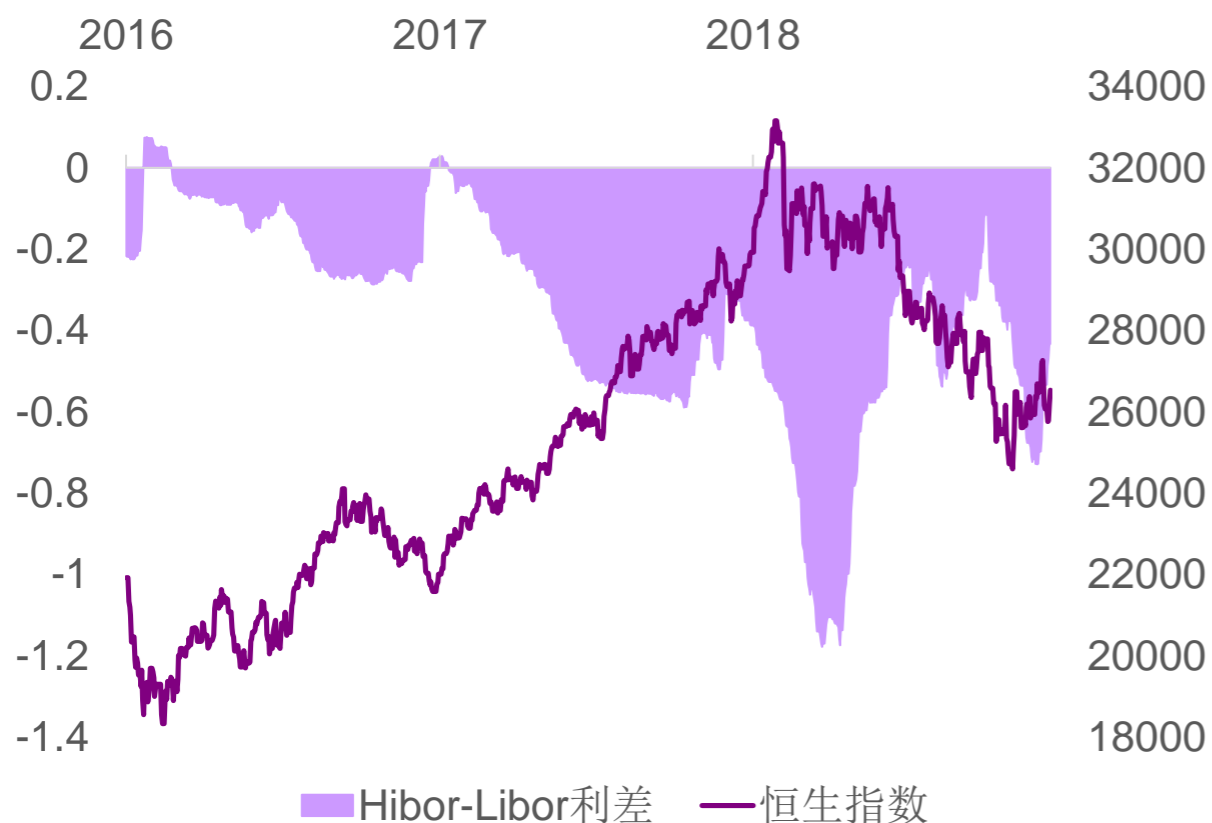
资料来源：WIND，光大证券研究所，数据截止12月7日。

资料来源：WIND，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 港元转入长期收紧的负面影响也值得关注

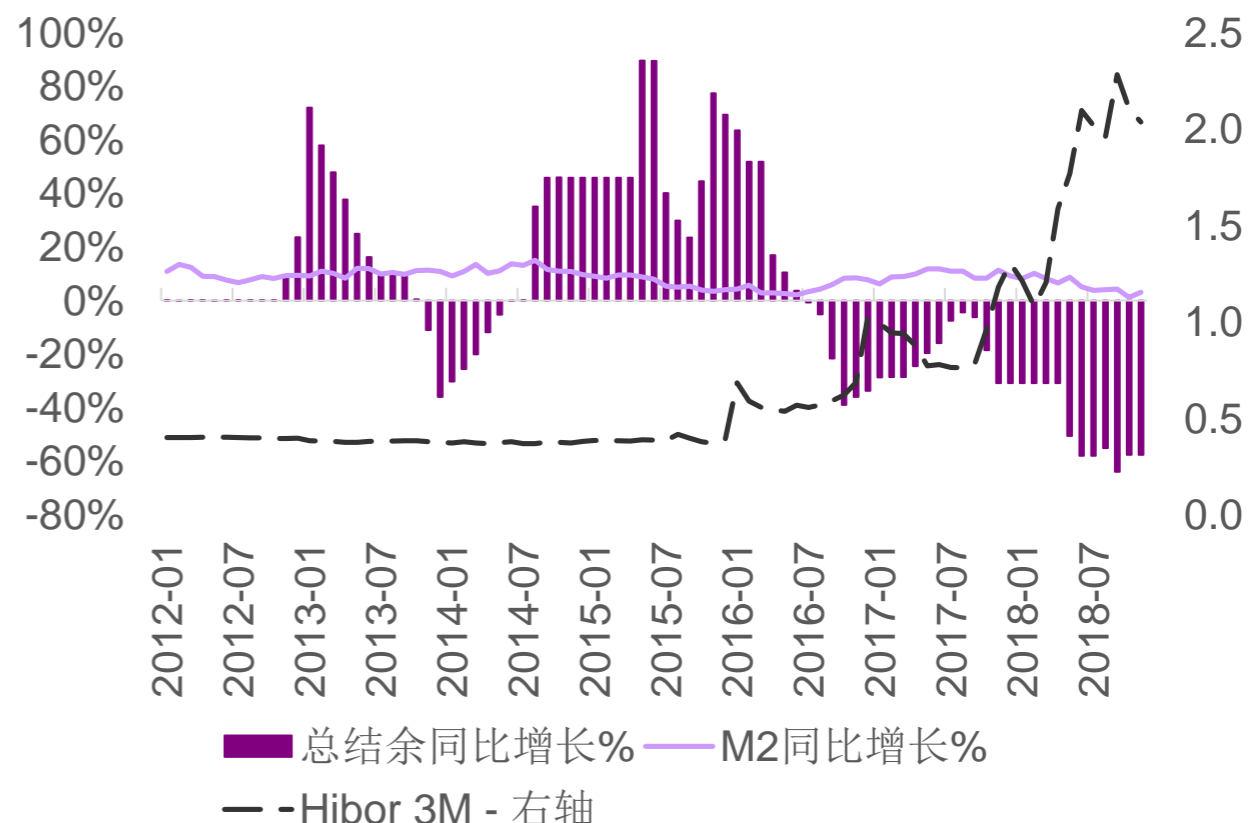
- 2018年内，港元Hibor已经有一轮比较明显地上升，Hibor-Libor利差大幅缩窄。同时，香港银行业也在18年上调了多年未曾调整的最优贷款利率，表明香港的短期和中长期市场利率水平已有抬升趋势。
- 展望中长期未来，随着港元供给盈余消失，港元的市场利率，包括短期和中长期利率都将持续向美元靠拢，从而给港股中的香港资产价格带来不利影响。

Hibor大幅落后以来，历次快速上涨追赶Libor的过程都对应了港股市场的调整



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

香港货币基础和M2的增速从2018年开始双双转弱，Hibor开始显著上行可能加速



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。



- 1、**全球经济增长整体放缓，关注新兴结构性改善**
- 2、**全球权益资产上行遇阻后转入向下渗透**
- 3、**基本面改善和溢价收窄为港股市场带来曙光**
- 4、**黎明前的黑暗，以及漫长的黎明**
- 5、**高回报特性将逐步从防守优势转化为进攻机会**
- 6、**上半场防御波动，下半场局部进攻**
- 7、**风险提示**

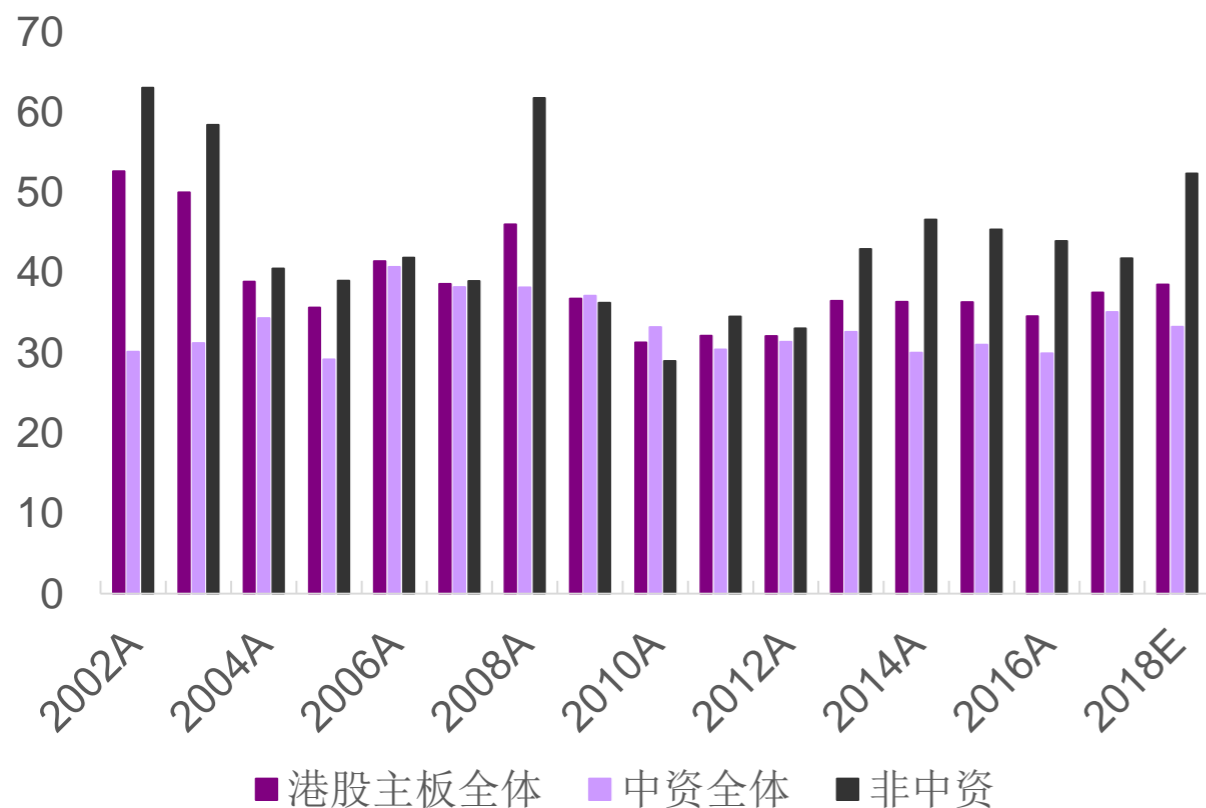
# 高回报特性将逐步从防守优势转化为进攻机会

- 依靠低估值高回报组合抵御前期波动风险
- 下半年转入布局基本面边际改善行业的结构性机会

# 依靠低估值高回报组合抵御前期波动风险

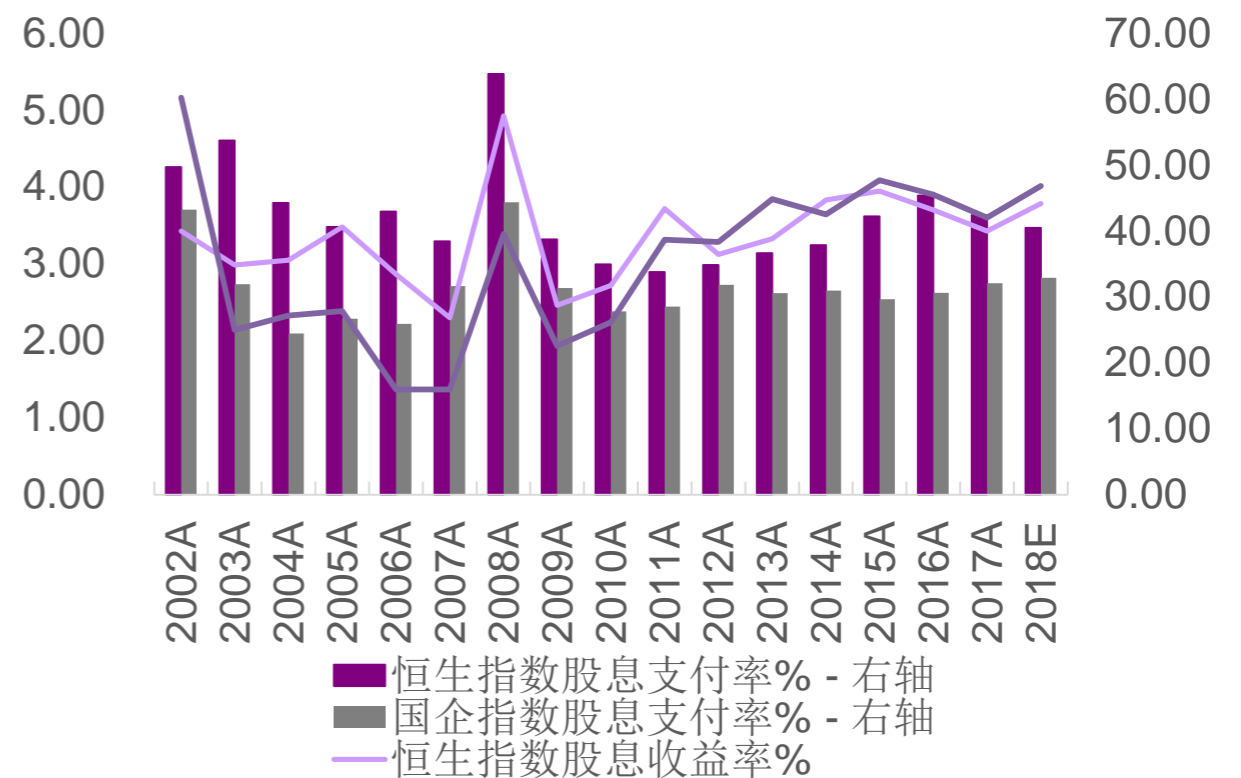
- 截至2018年底，港股市场的前瞻整体权益回报率已经达到9%，以2002年以来港股市场的平均股息支付率40%估算，股息收益率达到3.6%。

港股市场的股息支付率基本稳定在38%左右



资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

恒指和国企组合股息收益率也攀升至近年高点

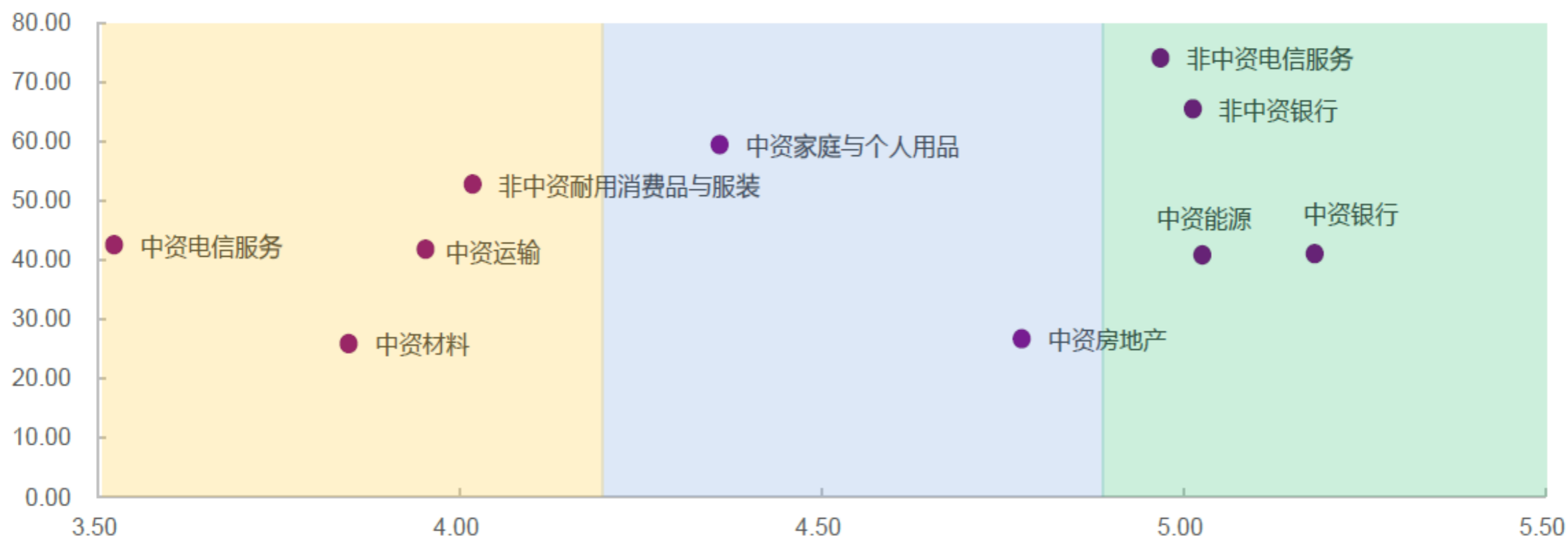


资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 从支付率和低估值两个维度筛选高股息防御行业板块

- 结合各行业2019-2020年业绩增速预期，进一步排除掉业绩波动风险较大的中资能源（但火电企业和火电收入占比较高的煤炭企业可以保留）、中资地产、和中资材料行业。因此，银行、电信服务、运输、家庭与个人用品和耐用消费品与服装行业以其较高的平均股息收益率和较为稳定的股息支付率和股息回报率，呈现出较好的防御价值。

港股市场部分高股息收益率行业一览

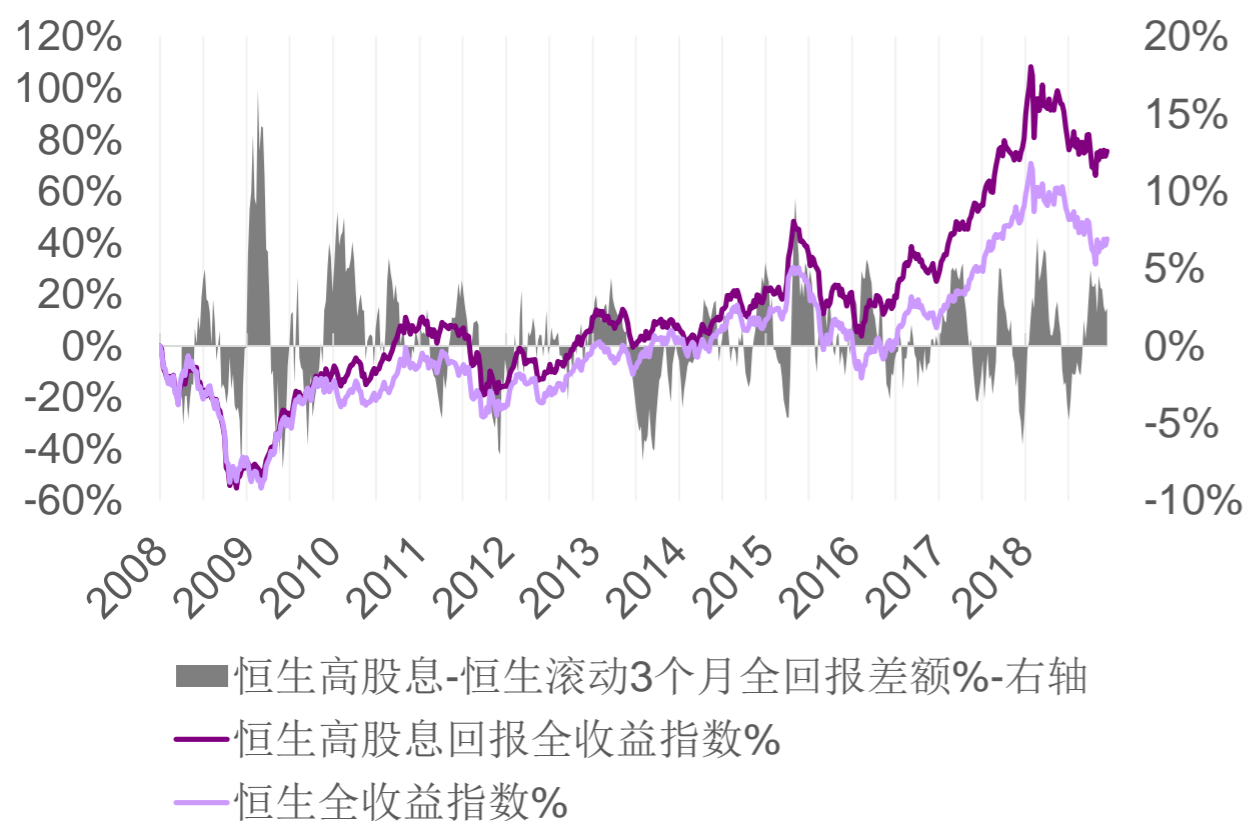


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

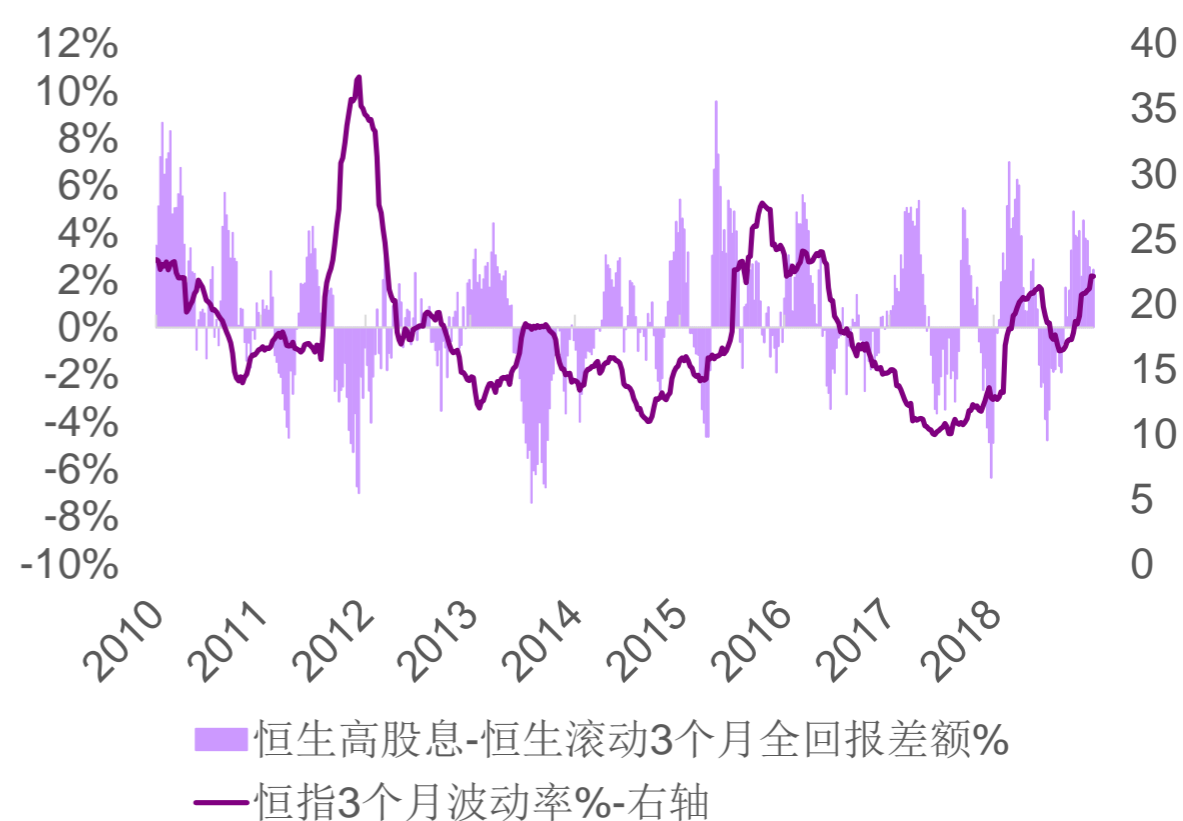
# 在恒生高股息指数成分基础上进一步优选高息个股标的（1）

- 恒生红利指数在市场处于低估值区间和波动率上升和下降初期一般具有较好地相对表现，表明其高回报和防御性价值在特定时期更受到投资者的认可
- 市场波动率上升和下降初期，高股息组合有更大机会跑赢；但波动率的持续上升会导致补跌，波动率持续下降时恒指将会反超。

恒生高股息指数在市场震荡筑底及回升初期往往有好于大盘的表现 市场波动率上升和下降初期，高股息组合有更大机会跑赢



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

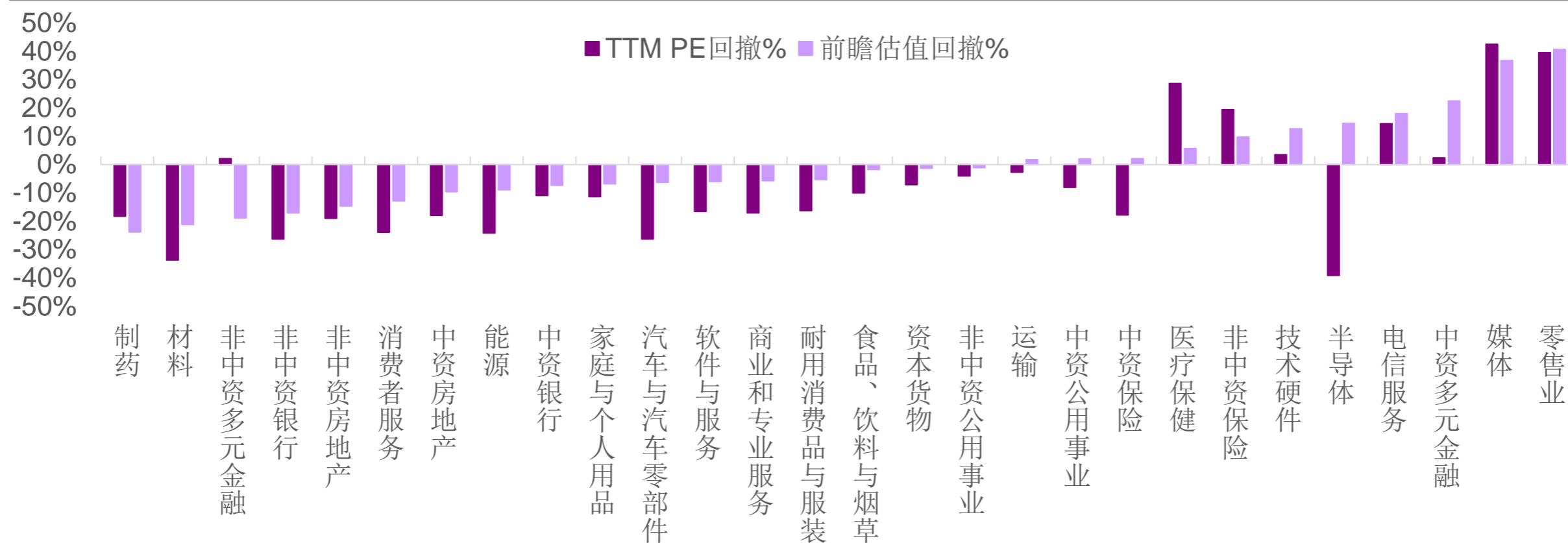
# 在恒生高股息指数成分基础上进一步优选高息个股标的（2）

代码	名称	行业	类别	比重(%)	股息支付率		前瞻PE	预期业绩增长%			股息收益率		
					历史平均	TTM		18E	19E	20E	TTM	方法1	方法2
576.HK	浙江沪杭甬	运输	H股	2.4	65.0	50.0	7.0	-3%	5%	3%	7.6	8.6	6.8
338.HK	上石化	能源	H股	2.0	44.2	45.8	10.4	-14%	-10%	-1%	10.28	8.1	8.9
1288.HK	农业银行	银行	H股	2.1	37.8	30.0	6.5	-1%	6%	11%	5.0	7.6	6.4
3988.HK	中国银行	银行	H股	1.9	36.0	30.1	6.3	2%	7%	8%	4.9	7.4	6.4
1359.HK	中国信达	多元金融	H股	1.9	26.7	30.3	8.3	-2%	12%	5%	3.8	7.0	8.2
939.HK	建设银行	银行	H股	1.6	36.9	28.5	5.3	1%	8%	9%	5.5	6.7	5.4
1398.HK	工商银行	银行	H股	1.7	37.9	30.0	5.2	1%	8%	9%	5.8	6.6	5.2
3328.HK	交通银行	银行	H股	2.4	33.4	48.8	5.8	-1%	7%	8%	5.4	6.2	5.7
3618.HK	重庆农商行	银行	H股	1.7	24.5	30.0	5.7	1%	6%	10%	4.0	6.1	5.7
998.HK	中信银行	银行	H股	2.5	26.2	25.3	6.6	-2%	7%	11%	4.7	5.5	6.5
6818.HK	光大银行	银行	H股	2.3	26.6	15.6	6.3	-5%	6%	9%	4.9	5.4	6.0
1088.HK	中国神华	能源	H股	2.2	37.5	237.1	6.0	0%	-3%	0%	7.0	5.4	6.0
386.HK	中石化	能源	H股	3.4	42.0	65.0	10.4	6%	0%	2%	9.1	4.6	11.0
363.HK	上海实业	资本货物	红筹股	1.9	38.6	29.1	5.9	-3%	4%	5%	5.2	7.4	5.7
123.HK	越秀地产	房地产	红筹股	1.8	43.5	39.2	6.6	5%	12%	7%	6.0	7.2	6.9
144.HK	招商局港口	运输	红筹股	1.7	52.9	32.0	5.6	-31%	-1%	11%	8.5	6.3	3.9
604.HK	深圳控股	房地产	红筹股	1.8	46.3	95.1	7.0	67%	17%	3%	7.9	5.8	11.7
405.HK	越秀信托	房地产	红筹股	2.6	81.9	81.5	6.7	-13%	-17%	20%	14.8	5.5	5.8
165.HK	中国光大控股	多元金融	红筹股	2.0	30.4	30.0	6.0	-2%	11%	0%	5.6	5.4	5.9
883.HK	中海油	能源	红筹股	1.9	43.2	53.4	4.7	67%	10%	-5%	8.9	4.8	7.8
1333.HK	中国忠旺	材料	民营	2.4	53.1	41.5	5.7	-14%	16%	12%	6.9	9.3	6.0
968.HK	信义光能	半导体	民营	1.7	45.3	48.6	10.2	-9%	10%	15%	5.2	4.4	4.8
148.HK	建滔集团	资本货物	民营	1.6	23.7	22.8	5.5	-44%	3%	22%	9.6	4.3	5.4
868.HK	信义玻璃	汽车	民营	1.5	47.6	48.5	7.7	1%	13%	15%	6.3	6.2	6.3
1929.HK	周大福	零售业	民营	1.4	77.1	141.1	14.4	7%	11%	--	9.2	5.4	9.9
494.HK	利丰	耐用消费品	非中资	1.1	88.2	24.8	9.6	-36%	33%	25%	39.0	9.2	25.0
665.HK	海通国际	多元金融	非中资	1.8	46.9	50.1	6.6	-25%	25%	20%	9.8	7.1	7.4
1928.HK	金沙中国	消费者服务	非中资	1.3	122.2	53.7	17.6	9%	8%	12%	5.7	6.9	6.2
2388.HK	中银香港	银行	非中资	1.3	66.5	15.4	9.8	2%	7%	8%	4.4	6.8	4.5
303.HK	伟易达	技术硬件	非中资	2.7	80.3	104.4	12.3	-6%	6%	--	9.1	6.5	8.6
5.HK	汇丰控股	银行	非中资	2.2	73.0	31.6	11.6	31%	6%	6%	6.2	6.3	8.1
11.HK	恒生银行	银行	非中资	1.6	73.5	69.9	14.6	4%	7%	5%	3.9	5.0	4.1
6.HK	电能实业	公用事业	非中资	2.5	55.4	30.0	14.7	-7%	0%	3%	16.3	3.8	15.2
	<b>整体平均</b>				50.4	51.8	8.3	0%	7%	9%	7.9	6.3	7.5

# 下半年转入布局基本面边际改善行业的结构性机会

- 基于2019年同比业绩增速在9%的预期，2019年下半年的业绩增长将同时受益于基数效应转正和企业盈利真实改善。同时，考虑到宏观经济层面的风险暴露也将在2019年上半年较充分体现，而各种托底政策的效果也将逐步显露，2019年下半年应积极布局由基本面改善带来的结构性估值修复机会。

各行业板块估值回撤幅度



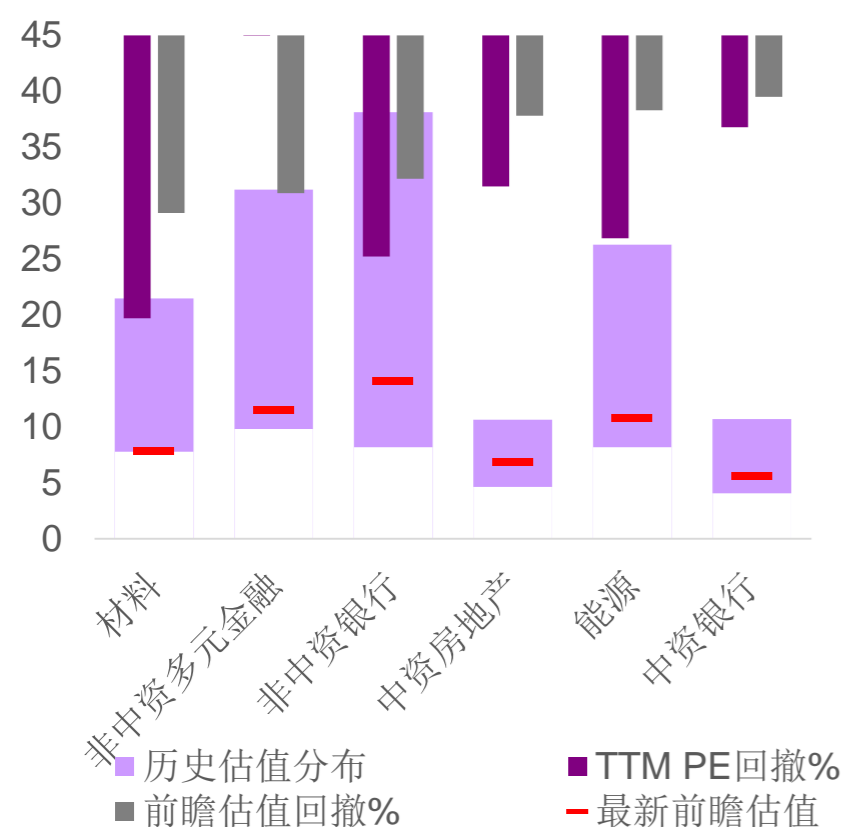
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 估值回撤较为充分，基本面改善促进修复机会的行业

■ 综合考虑2018-2020年盈利预期，以及18年内的静态和前瞻估值回撤幅度，可以关注：

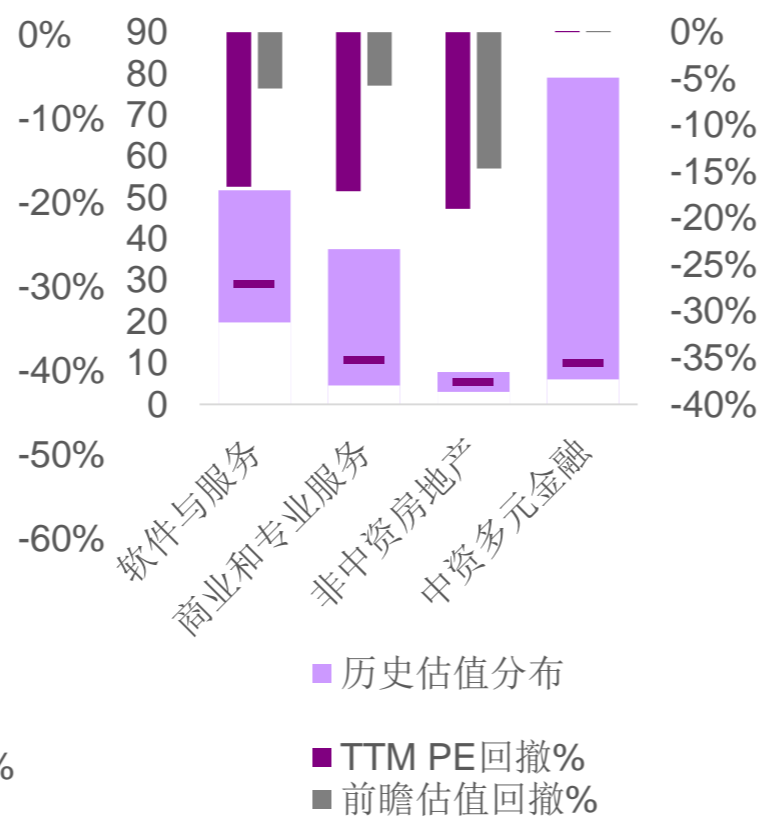
- 1) 2018年业绩增速明显下滑，估值已大幅回撤，但行业基本面整体稳健且估值已回撤至底部水平；
- 2) 2019年下半年业绩同比表现将由于基数效应转正而开始回升，从而推动估值修复的行业。

“估值底部+盈利持续增长”类行业的估值回撤情况



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所  
数据截止12月7日。

“估值底部+盈利增速回升”类行业的估值回撤情况



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

估值回撤和盈利增长预期一览

	2018H A	2018E	2019E	2020E
材料	35.23%	11.99%	11.43%	27.77%
非中资多元金融	-9.99%	6.52%	1.52%	17.46%
非中资银行	1.36%	17.43%	12.06%	8.63%
中资房地产	45.93%	20.20%	25.41%	17.18%
能源	22.21%	9.11%	9.78%	6.88%
中资银行	16.04%	4.09%	7.97%	8.71%
软件与服务	88.78%	-22.33%	0.64%	23.89%
商业和专业服务	-2.73%	-12.95%	13.37%	17.97%
非中资房地产	21.72%	-40.19%	-1.26%	4.71%
中资多元金融	-22.15%	-21.65%	23.67%	18.09%

资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所



# 受益于政策托底改善基本面预期的行业——增值税调降

行业	现行 增值税 税率%	方案1 (普降)	方案2 (并档)	2018H1 增值税实缴 (亿元)	2018H1利润 (亿元)	增厚比例% (普降)	增厚比例% (并档)
银行	6	4	6	503.68	7199.49	2.33%	0.00%
保险	6	4	6	7.36	258.44	0.95%	0.00%
多元金融	6	4	6	22.07	481.31	1.53%	0.00%
房地产	10	8	10	135.48	888.86	3.05%	0.00%
家庭与个人用品	16	14	10	1.52	11.29	1.68%	5.05%
食品、饮料与烟草	16	14	10	36.55	624.96	0.73%	2.19%
零售业	16	14	10	14.15	237.26	0.75%	2.24%
媒体	6	4	6	13.51	219.34	2.05%	0.00%
耐用消费品与服装	16	14	10	54.81	587.82	1.17%	3.50%
汽车与汽车零部件	16	14	10	24.06	589.87	0.51%	1.53%
消费者服务	6	4	6	3.47	77.92	1.48%	0.00%
半导体与半导体生产设备	16	14	10	6.17	92.40	0.83%	2.50%
技术硬件与设备	16	14	10	35.05	468.76	0.93%	2.80%
软件与服务	10	8	10	33.44	214.33	3.12%	0.00%
电信服务	10	8	10	2.41	28.90	1.67%	0.00%
材料	16	14	10	157.39	1816.09	1.08%	3.25%
运输	10	8	10	12.86	573.00	0.45%	0.00%
资本货物	16	14	10	266.12	1483.46	2.24%	6.73%
商业和专业服务	10	8	10	26.50	106.75	4.97%	0.00%
能源	10	8	10	187.28	1276.87	2.93%	0.00%
公用事业	10	8	10	54.08	425.31	2.54%	0.00%
医疗保健设备与服务	16	14	10	20.19	135.55	1.86%	5.59%
制药、生物科技与生命科学	16	14	10	45.14	508.88	1.11%	3.33%

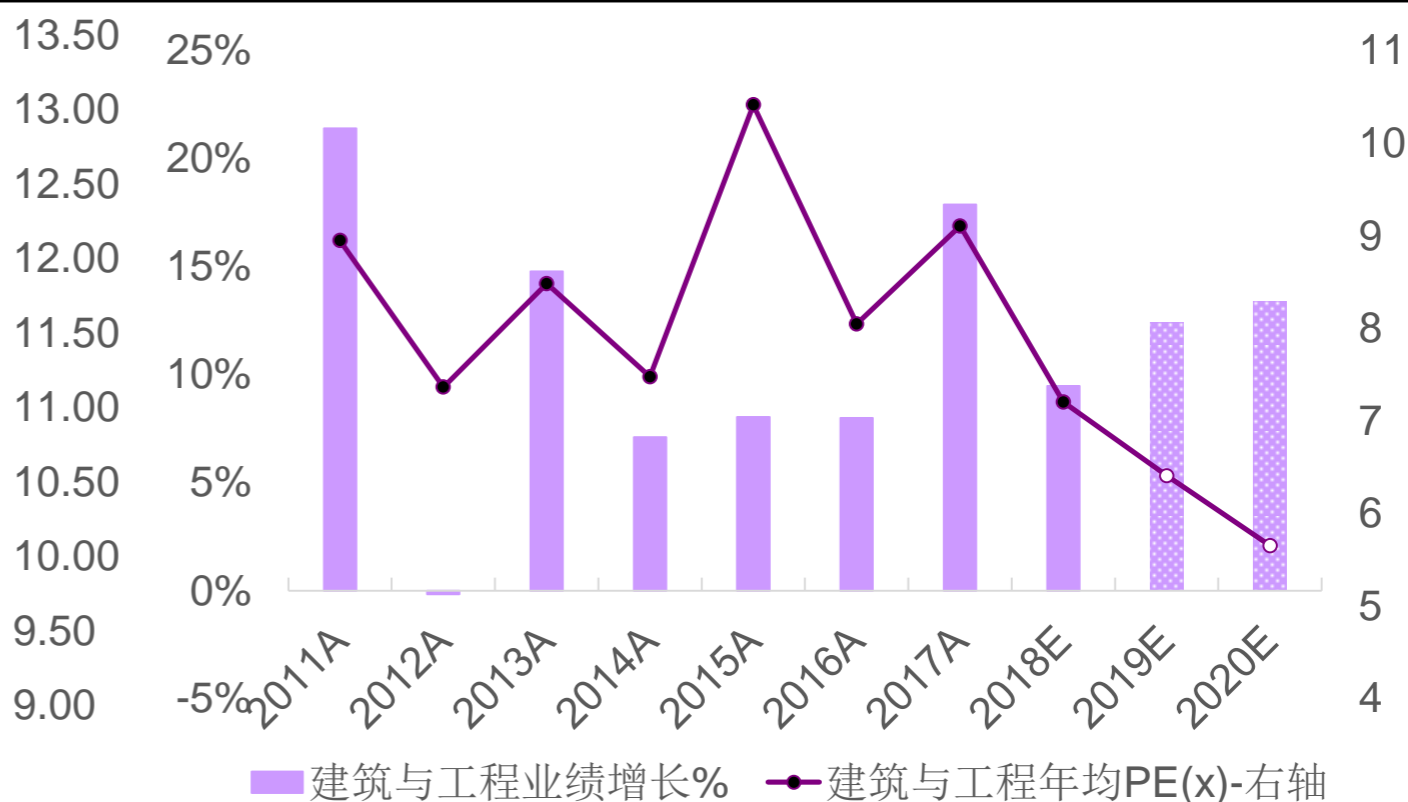
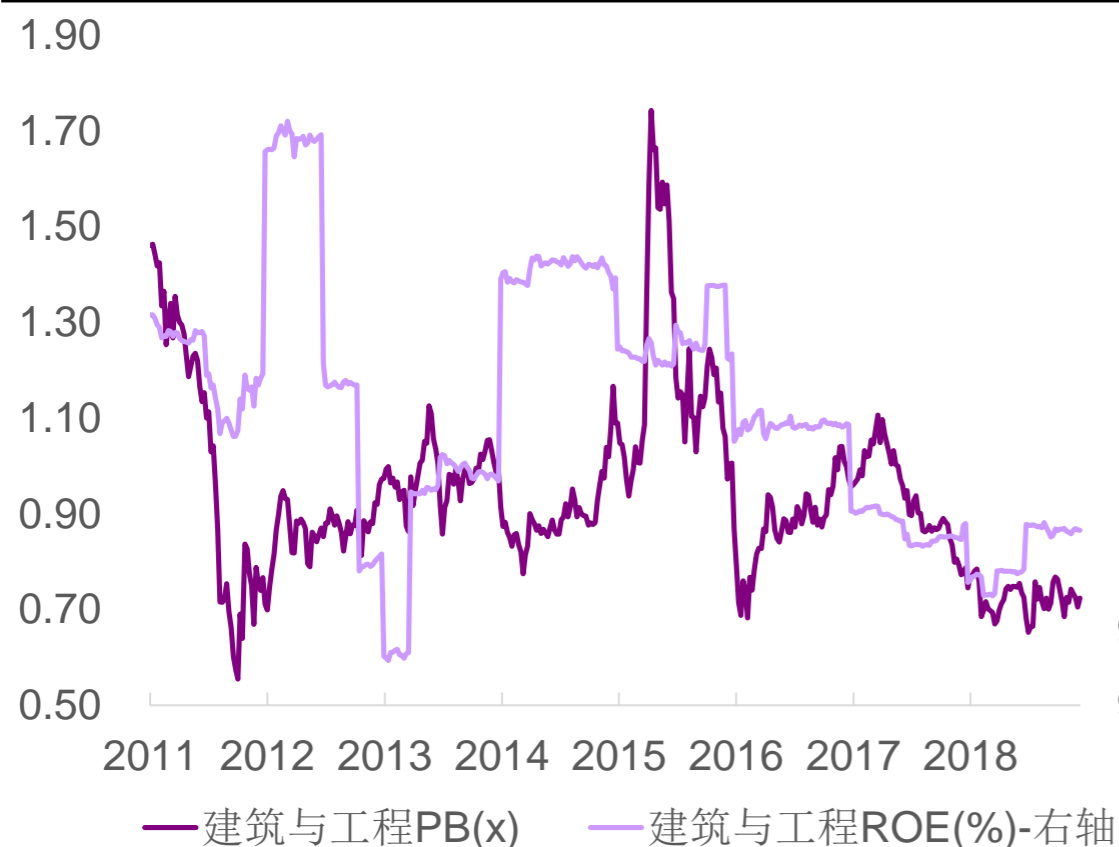
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 受益于政策托底的行业——基建继续发力（1）

- 改进融资渠道后由财政预算内资金和PPP资金继续支持基建投资也将是托底政策的重要着力点。
- 港股建筑工程行业与机械行业具有较好的ROE基础和PB修复空间，以及相对稳定的业绩增长预期和消化充分的PE估值。结合2019年内基建支出可能有边际改善的预期，估值修复机会值得关注。

建工行业PB已经下探至底部水平，相对ROE的改善已有修复空间

建工行业的业绩增长预期稳定，估值消化顺利

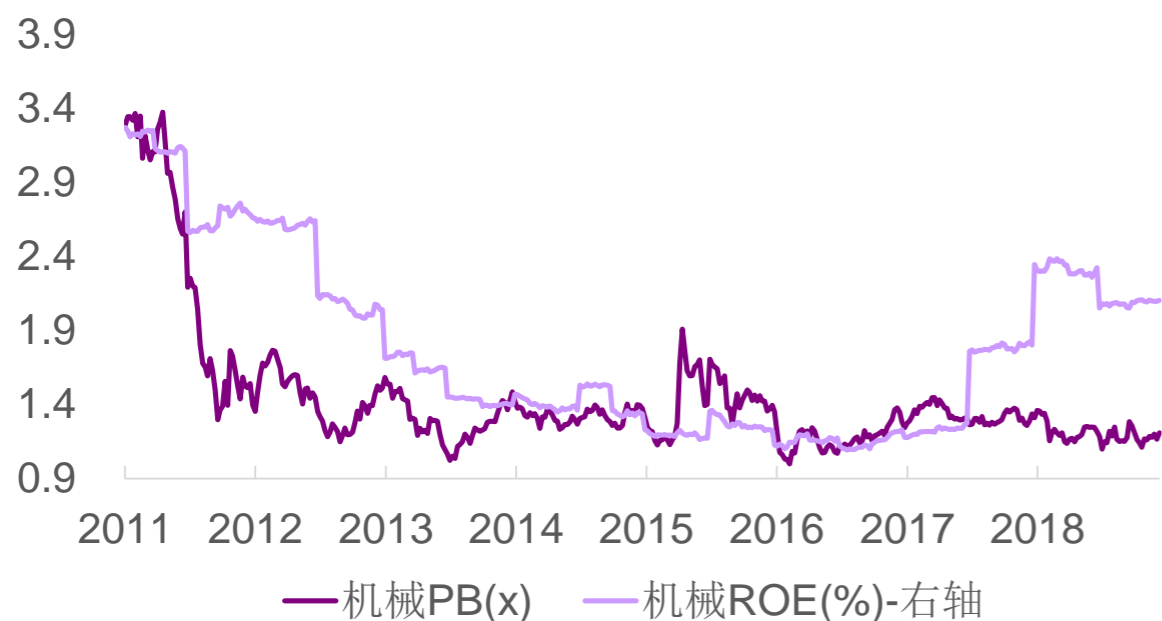


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

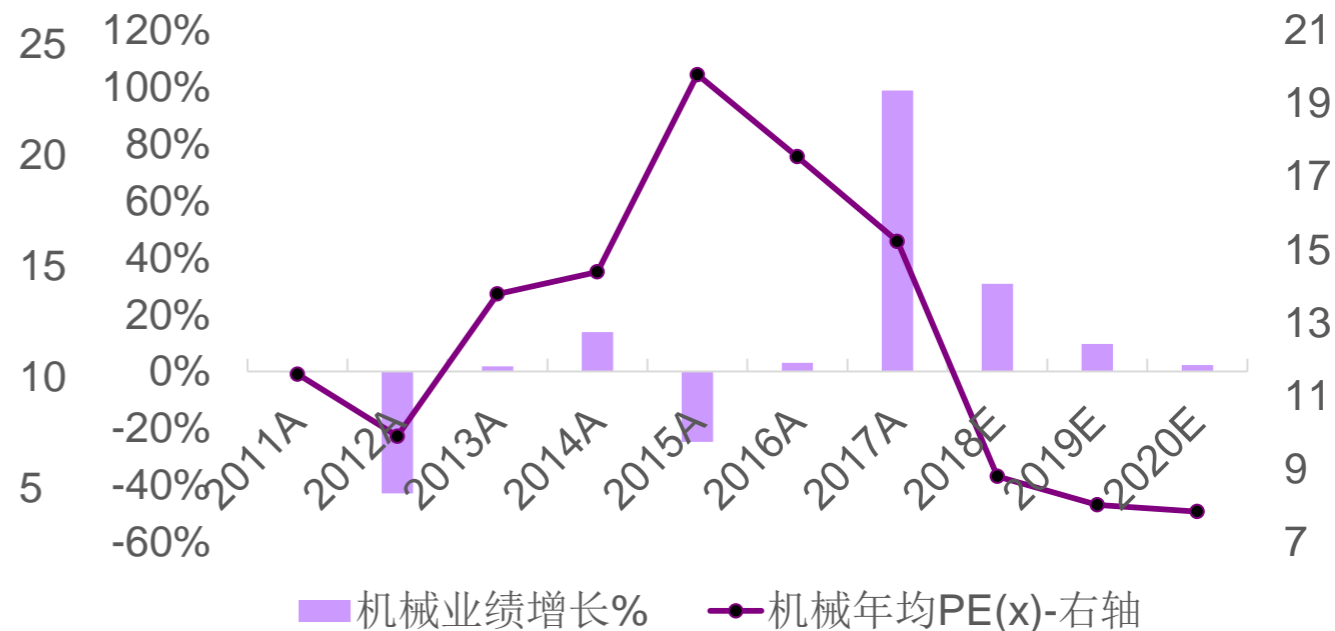
# 受益于政策托底的行业——基建继续发力（2）

机械行业的ROE和PB的背离持续时间和背离程度最为明显，估值修复机会最大



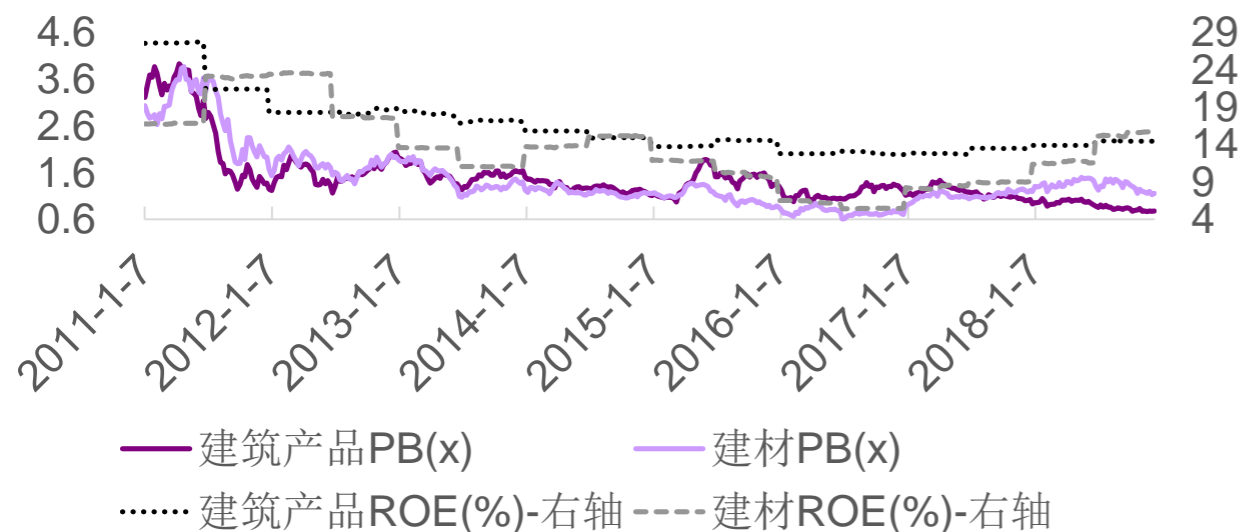
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

增速预期下滑较为明显，但估值已经提前消化完毕



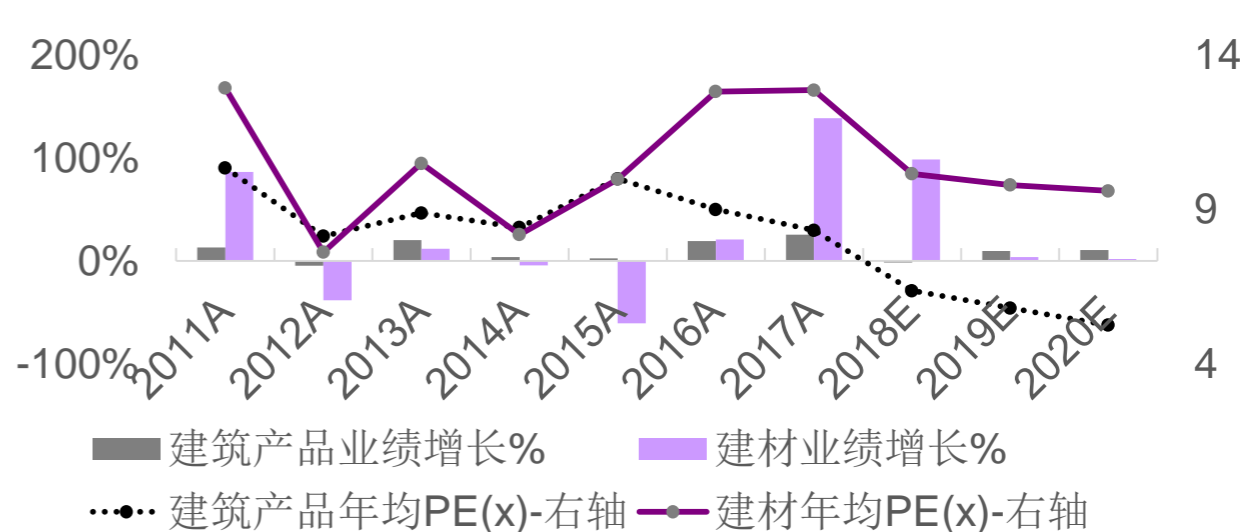
资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

建材行业的PB相对ROE有一定修复空间，但关键在于ROE的可持续性



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止12月7日。

增速预期下滑较为明显，但估值消化可能并不充分



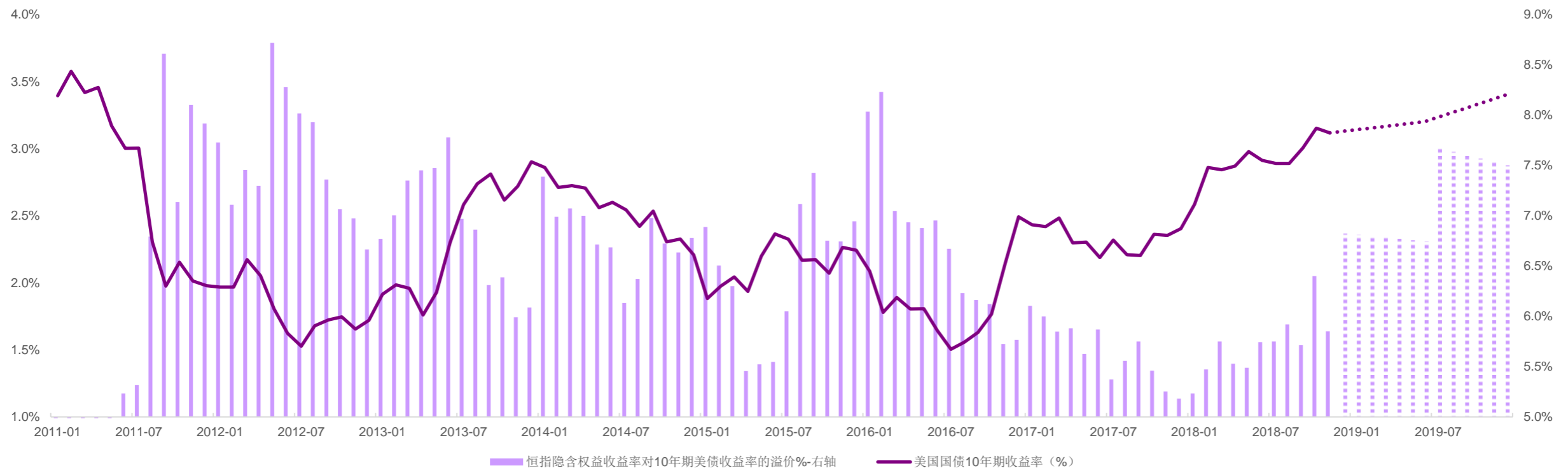
资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

- 1、**全球经济增长整体放缓，关注新兴结构性改善**
- 2、**全球权益资产上行遇阻后转入向下渗透**
- 3、**基本面改善和溢价收窄为港股市场带来曙光**
- 4、**黎明前的黑暗，以及漫长的黎明**
- 5、**高回报特性将逐步从防守优势转化为进攻机会**
- 6、**上半场防御波动，下半场局部进攻**
- 7、**风险提示**

# 趋势判断：可能再次探底后启动修复

- 悲观情境下恒指PE可能再度下探至9x，对应约24,000的目标位置。
- 回升空间则受到宏观经济有限复苏预期的限制，预计估值回升到均值以上后就会开始承受压力，对应约28,000的目标位置。

## 2019年行情的核心逻辑仍是等待基本面预期改善后的估值修复



资料来源：Bloomberg一致预期，光大证券研究所，数据截止12月7日。

# 2019年行业配置建议及盈利预测一览

行业	建议配置		业绩增长			估值		
	上半年	下半年	2017A	2018E	2019E	最新TTM	2018E	2019E
银行	超配	超配	12.03%	7.18%	9.01%	7.6	8.29	7.62
保险	标配	超配	38.58%	2.86%	19.94%	13.45	16.13	13.99
多元金融	标配	超配	11.69%	-15.33%	16.40%	19.42	22.6	19.17
房地产	超配	超配	50.98%	-11.55%	15.81%	6.04	6.99	6.19
家庭与个人用品	标配	超配	-0.33%	1.20%	10.13%	17.29	19.04	17.34
食品、饮料与烟草	标配	超配	12.36%	10.07%	14.44%	25.55	29.24	24.76
零售业	标配	标配	66.80%	2.01%	13.65%	--	41	36.66
媒体	低配	低配	21.87%	34.07%	16.22%	160.28	186.27	168.85
耐用消费品与服装	标配	超配	16.00%	9.88%	20.41%	30.07	36.2	31.38
汽车与汽车零部件	标配	标配	17.49%	17.08%	14.97%	9.34	10.74	9.62
消费者服务	超配	标配	8.46%	27.40%	14.55%	19.4	22.23	18.89
医疗保健设备与服务	超配	超配	16.38%	25.28%	17.26%	27.05	31.72	27.47
制药、生物科技	标配	标配	24.71%	18.37%	20.44%	30.97	37.3	31.35
半导体与半导体生产设备	标配	标配	-4.14%	-22.33%	0.64%	21.27	21.41	17.28
技术硬件与设备	标配	标配	18.21%	-5.51%	17.70%	42.04	49.47	39.53
软件与服务	标配	超配	65.82%	11.99%	11.43%	31.63	35.24	27.58
电信服务	超配	标配	7.04%	0.89%	6.09%	13.14	13.95	13.16
材料	标配	超配	65.15%	30.68%	8.26%	8.31	8.99	8.93
商业和专业服务	标配	超配	32.32%	-12.95%	13.37%	13.7	15.53	13.17
运输	超配	超配	24.32%	9.11%	9.78%	7.75	8.51	7.96
资本货物	标配	超配	14.77%	29.44%	23.78%	16.47	20.39	17.45
能源	超配	标配	137.55%	68.80%	9.89%	13.4	14.72	15.02
公用事业	超配	标配	7.12%	11.26%	8.85%	15.27	16.62	14.86

资料来源：Bloomberg一致预期  
更新至12月7日

- 1、**全球经济增长整体放缓，关注新兴结构性改善**
- 2、**全球权益资产上行遇阻后转入向下渗透**
- 3、**基本面改善和溢价收窄为港股市场带来曙光**
- 4、**黎明前的黑暗，以及漫长的黎明**
- 5、**高回报特性将逐步从防守优势转化为进攻机会**
- 6、**上半场防御波动，下半场局部进攻**
- 7、**风险提示**

## 风险提示

- 全球经济增长受中美摩擦、欧洲内部矛盾等政治经济风险事件影响的风险。
- 中国宏观经济增速下滑趋势超预期的风险。
- 美元货币政策紧缩幅度超出预期，强美元继续压制新兴市场的风险。
- 美国经济增长表现阶段性或结构性不及预期导致美股大幅震荡，进而冲击港股市场的风险。



# 谢谢观看!

THANK YOU!

## 光大证券研究所海外研究团队

**陈治中**

**海外策略分析师**

执业证书：S0930515070002

电子邮件：chenzhz@ebscn.com

**陈彦彤**

**海外策略分析师**

执业证书：S0930518070002

电子邮件：chenyt@ebscn.com

**秦波**

**研究所所长助理、海外市场首席分析师**

执业证书：S0930514060003

电子邮件：qinbo@ebscn.com

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。