

证券研究报告

2019年10月10日

策略报告 | 投资策略

港股策略报告

从黎明破晓前出发，四大策略转危为机

作者：

分析师 何翩翩 SAC执业证书编号：S1110516080002

分析师 雷俊成 SAC执业证书编号：S1110518060004

分析师 马赫 SAC执业证书编号：S1110518070001



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

Section 1 港股现状

- 1.1 7月以来港股缩量，Q3恒指下跌9%，逊于全球其他主要市场
- 1.2 恒指估值处于历史较低水平，情况明朗化后不排除有较大反弹
- 1.3 科技+医药+消费+金融板块受青睐，中外资金交替下内资话语权加强
- 1.4 旅游和相关行业首当其冲，若事件明朗化后也建议避免
- 1.5 香港8月酒店入住率大跌至66%，情况接近08年金融危机水平
- 1.6 香港零售8月同比跌23%，9-10月或将持续低迷
- 1.7 香港本地股：避免零售、酒店、收租；关注本地地产和金融

Section 2 香港房地产行业剖析

- 2.1 香港地产：土地供应不足导致房价高企
- 2.2 房屋供给：董建华雄心壮志但时不与我，曾时代供不应求持续恶化
- 2.3 土地供给：中短期加大土地供应，新界农地或可以被更好利用
- 2.4 土地供给：填海是长期土地供应出路之一，但远水难救近火
- 2.5 地产需求：从交易成本和贷款利率角度控制热炒或也是出路之一
- 2.6 供需失衡之下的香港“割房”的怪现象
- 2.7 香港经济集中化：地产、金融GDP占比40%，远超上海、深圳、新加坡
- 2.8 澳门经济分散化：赌牌由1变6引入竞争，居民充分享受内地经济增长红利

Section 3 四大策略转危为机

- 3.1 策略1：土地政策是关键，10月施政报告或有利好政策，高股息、高囤地本地房地产公司或将受惠；同时看好与本地地产相关行业，高股息、主营房贷按揭的本地银行板块或能受惠
- 3.2 策略2：本地公用事业防御功能或恢复，但须关注公司自身基本面
- 3.3 策略3：A股热门主题映射港股，手机、5G、半导体、互联网云计算和新刚需的消费
- 3.4 策略4：选择高股息和差价较大的A-H蓝筹，包括银行和保险板块，以及科技和医药龙头

港股策略投资摘要

➤ 7月以来港股缩量下跌，低估值+内资话语权增强带来破晓前第一线曙光

7月以来香港事件升级，同时伴随中美贸易摩擦引发的人民币汇率波动，Q3恒指跌幅9%，逊于全球其他主要市场。港股7-9月出现缩量，日均成交量仅为600-800亿港元水平，对比去年同期800-1000亿港元水平。但破晓前夜已有第一线曙光：自5月中旬以来南下资金已连续17周净买入，我们认为内资话语权增强，加上目前恒指估值处于历史平均一个标准差之下的较低水平，若事件出现好转不排除有较大反弹。

➤ 旅游和相关行业首当其冲，鉴于恢复仍需时间，建议避免本地零售、酒店、收租板块

香港旅游和相关行业首当其冲：8月访港游客同比跌40%；8月酒店入住率从正常的90%跌至66%，接近08年金融危机水平；8月零售同比跌23%，创有史以来最大单月跌幅。我们建议暂时避免本地零售（莎莎国际178.HK、利福国际1212.HK、周大福1929.HK、六福集团590.HK、周生生116.HK）、酒店（香格里拉69.HK、大酒店45.HK等）和收租（九龙仓集团4.HK、希慎兴业14.HK、太古地产1972.HK）板块。我们认为访客、入住率和零售情况恢复仍需时间，例如14年-15年初活动过后导致景气疲软，到16年中旬才逐渐恢复。我们认为这些板块受影响尚未完全反映股价中，如零售商门店突发暂停运营，以及香港本地收取商场和办公楼租金的公司也随租户的困难情况面临下调租金的压力。

➤ 四大策略转危为机

策略1：房价高企让人却步，预计10月施政报告出台新土地供应政策，本地房地产和相关银行股或受惠

2003年至今香港整体平均房价涨幅近5倍，房价高企让人却步，主要由土地供应不足造成。因此，我们预计在10月公布《施政报告》中，政府有望出台较积极的土地供应政策，去年施政报告中提到土地的长期政策包括明日大屿填海造陆等。中短期来讲，我们认为改变农地应用从而提高土地供应量，增加公营房屋的供给是当务之急。如果土地政策放开，我们认为将有利于囤地较多的本地房地产商的土地价值释放。本地房地产囤农地较多和股息较高的，**恒基地产12.HK**和**新鸿基地产15.HK**或较为受惠，新世界发展和长实集团也包括在内。此外，住房供给增加或吸引更多香港居民参与置业，香港房贷按揭市占率较高的**中银香港2388.HK**和**恒生银行11.HK**也有望受惠。

风险提示：国内经济不及预期，中美贸易谈判紧张等

港股策略投资摘要

➤ 策略2：本地公用事业防御功能或恢复，但须关注公司自身基本面

过去港股熊市中，香港本地公用事业股一般具备较好防御性功能，主要包括中电控股2.HK、香港中华煤气3.HK、电能实业6.HK和港铁66.HK。但7月以来香港自身情况导致防御性暂时失效，但我们认为未来随着情况改善，这些公司防御性功能或将恢复。主要由于这些公司具有稳定投资群体和高派息率，公司通过积极的派息吸引Long-Only的养老金、保险和退休人士等参与配置，从而提供一定的资金基础。但投资者也须关注这些公司自身基本面变化。

➤ 策略3：A股热门主题映射港股，手机、5G、半导体、互联网云计算和新刚需的消费

随着内地投资者港股话语权增加，我们认为有热门行情A股主题也将在港股受到投资者追捧，并产生映射：如科技板块中手机产业链（舜宇光学2382.HK、瑞声科技2018.HK等）、5G（中兴通讯763.HK、俊知集团1300.HK等）、半导体（华虹半导体1347.HK、中芯国际981.HK）和互联网云计算（美团点评3690.HK、金蝶国际268.HK等）主题。为谋求技术的自主可控，国家政策加大对信息科技（如半导体、5G、计算机产业）的支持力度，这些标的有望受益。此外我们认为港股消费股中的新刚需行业也值得关注，包括餐饮（颐海国际1579.HK、海底捞6862.HK）、食品饮料（维他奶国际345.HK、百威亚太1876.HK）、运动服装（李宁2331.HK、安踏2020.HK）和教育等板块。但须注意这些热门板块当前估值也较高；而体育用品和餐饮也应多关注公司扩店速度等核心业绩；教育板块也须及时关注政策变化对行业产生的影响。

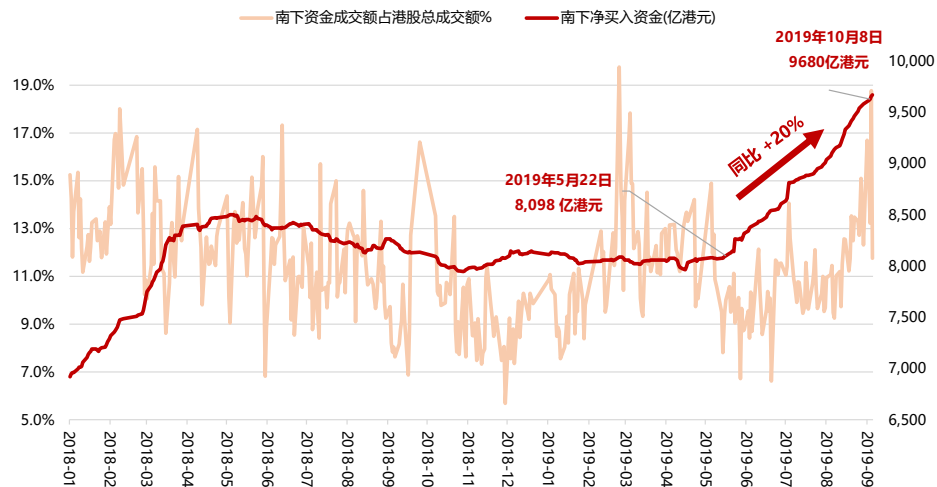
➤ 策略4：选择高股息和差价较大的A-H蓝筹，包括银行和保险板块，以及科技和医药龙头

我们发现南下资金一方面倾向于配置高股息和A-H溢价的蓝筹股，主要集中在银行、保险和地产板块，因为南下资金普遍为机构客户，如保险、基金、券商资管等，机构投资者对于这些板块较为熟悉，同时为了寻求稳定收益，港股高股息率和A-H折价更有吸引力。受A股消费和科技板块主题的驱动，内地投资者也青睐配置港股较稀缺的科技、医药龙头，如腾讯控股700.HK、中国生物制药1177.HK等。

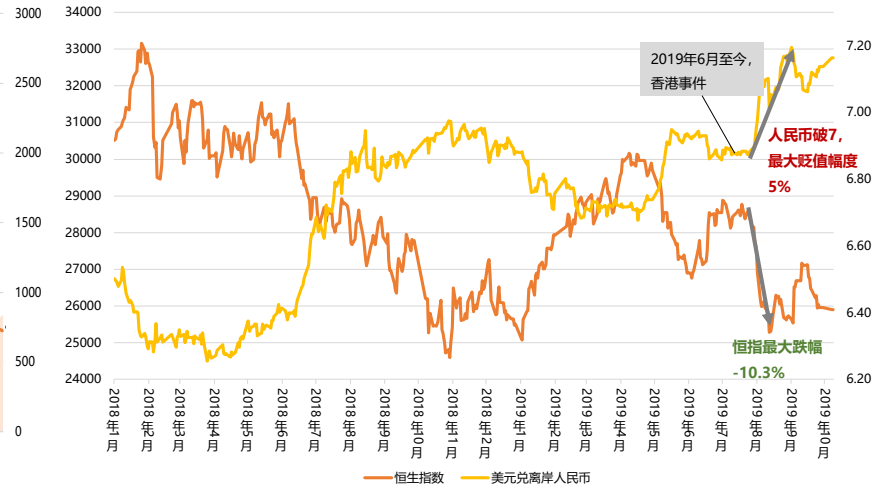
风险提示：国内经济不及预期，中美贸易谈判紧张等

港股现状：7月以来港股缩量，Q3恒指下跌9%

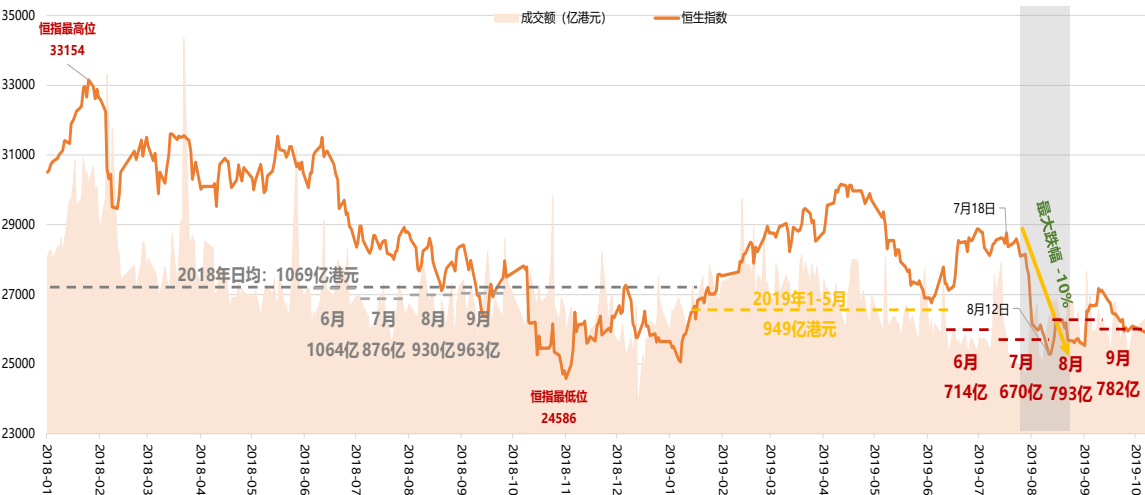
- Q3恒指跌幅9%，逊于全球其他主要市场，主要由于7月份香港事件升级，同时伴随中美贸易摩擦引发的人民币汇率波动等因素。
- 根据EPFR统计，包括香港在内的新兴市场股票型资金自6月开始经历了连续15周净流出。
- 港股7-9月缩量，日均成交量仅为600-800亿港元水平，对比去年同期800-1000亿港元水平。
- 自5月中旬以来，南下资金在港股配置比例增加，南下资金已连续17周净买入。



2019年5月中旬以来南下资金加大港股配置，净买入增长20%

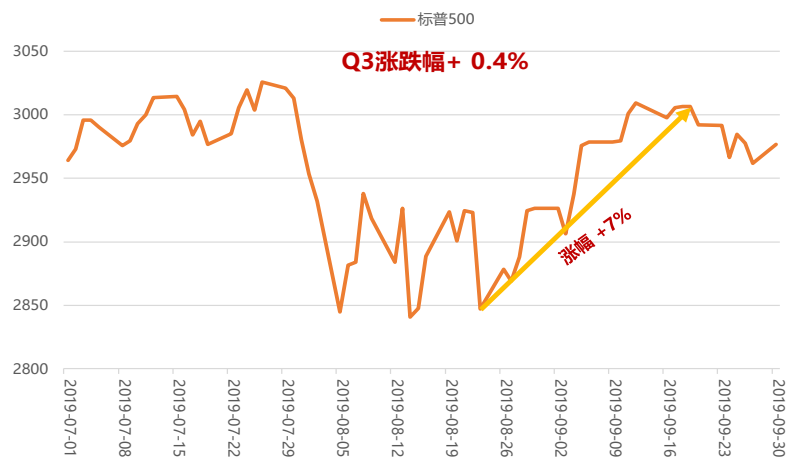


2019年7月以来随着人民币兑美元破“7”，恒指最大跌幅10%

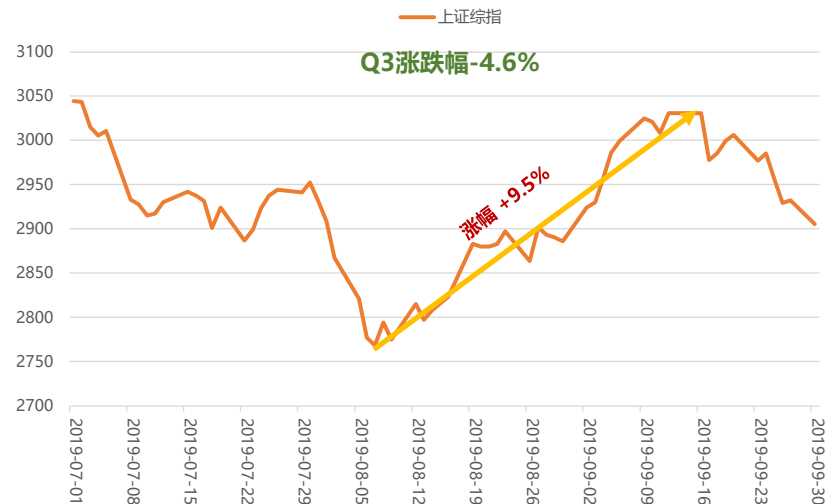


7月香港事件升级后恒指开始缩量下跌，最低日成交额（7月29日）428亿港元

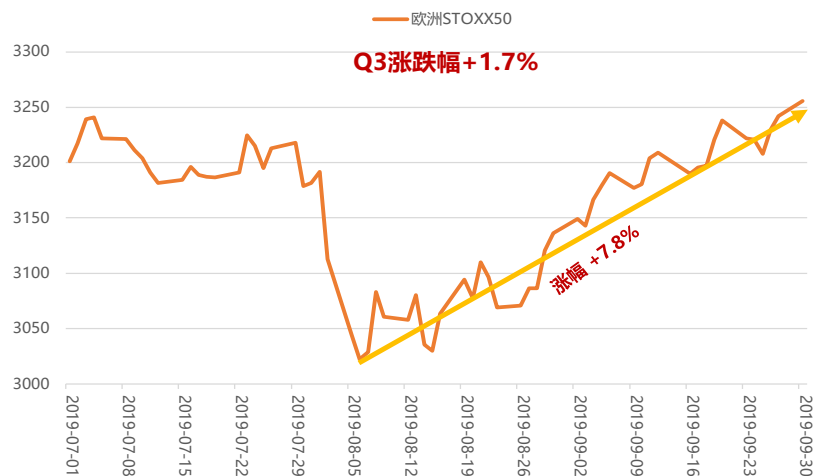
港股现状：Q3恒指跌幅9%，逊于全球其他主要市场



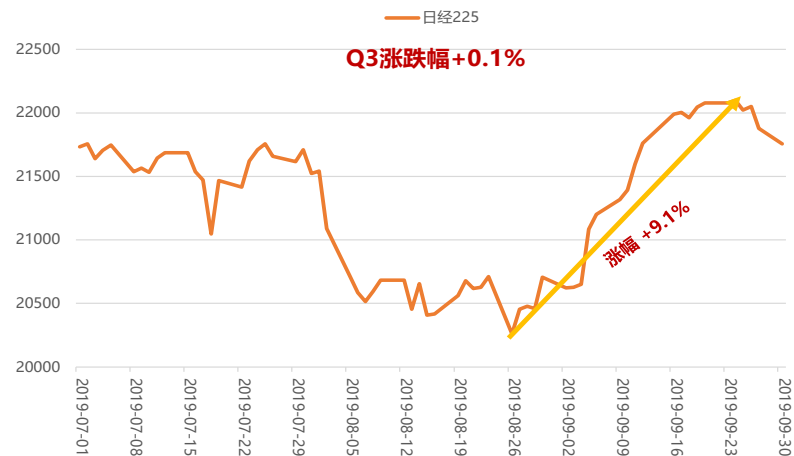
19Q3标普500涨幅0.4%，最大涨幅7%



19Q3上证综指跌幅4.6%，最大涨幅9.5%



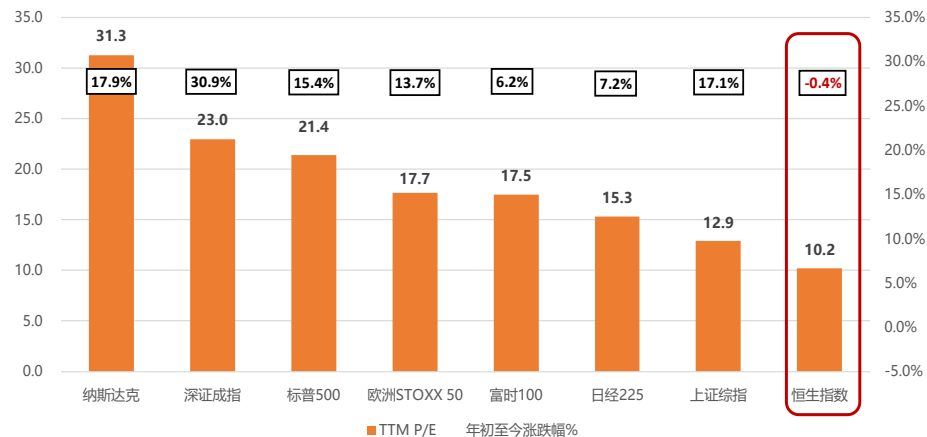
19Q3欧洲STOXX50涨幅1.7%，最大涨幅7.8%



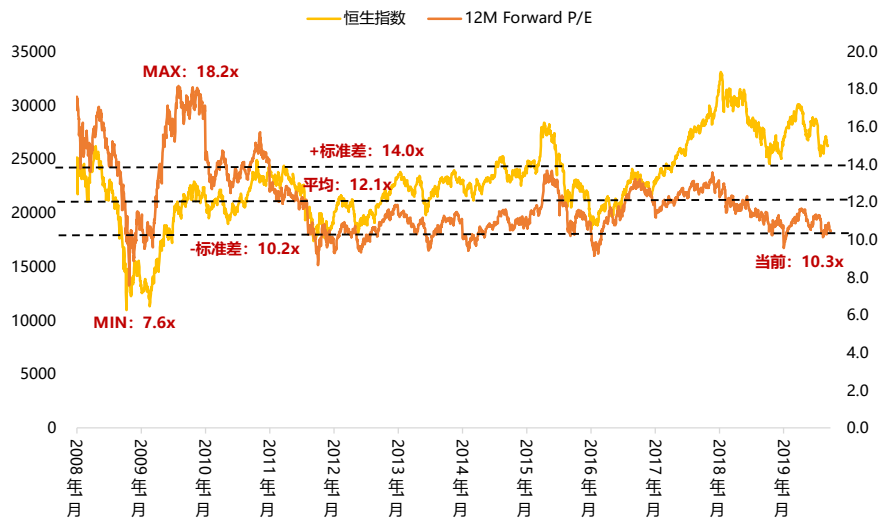
19Q3日经225涨幅0.1%，最大涨幅9.1%

1.2 港股现状：恒指估值处于历史较低水平，情况明朗化后不排除有较大反弹

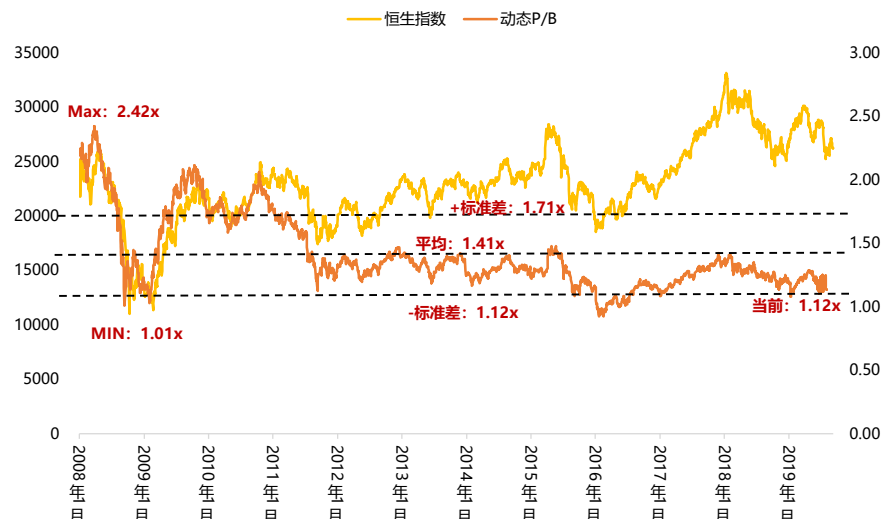
- 受内部和外部压力下，恒指年初至今表现仅为-0.4%，明显低于全球其他市场的10%-30%的涨幅。
- 恒指目前估值水平对比其他主要指数较低。同时对比从2008年以来的自身历史水平，P/E (10.3x)、P/B (1.12x) 都低于自身历史平均一个标准差以下。我们认为如果若事件出现好转，我们不排除后续有较大反弹。



前三季度恒指相对全球主要指数表现最弱，但估值也低于其他指数



恒指当前Forward P/E为10.3x，处于历史平均-1个标准差水平



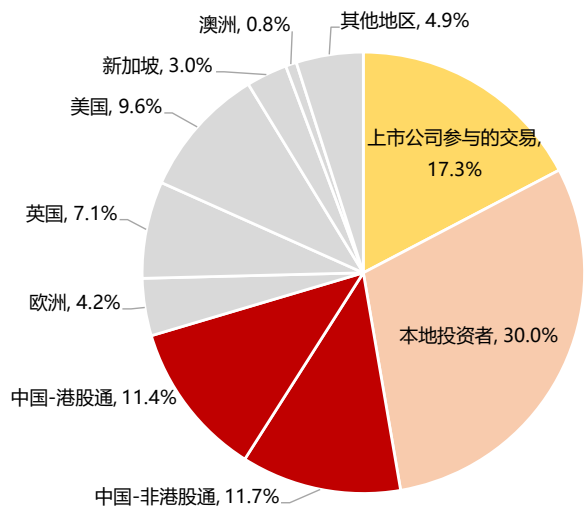
恒指当前动态P/B为1.12x，处于历史平均-1个标准差水平

1.3 港股现状：科技+医药+消费+金融板块受青睐，中外资金交替下内资话语权加强

- 我们认为随着南下资金增加，内资扮演角色越来越重要。2014年港股通开通以来内资累计净买入已达9680亿港元，日均成交额最高时已占港股总成交额的20%。
- 由于国内产业结构转型的背景下，以服务业和消费者为导向的产业趋势成为主流，再加上国家政策加大对信息科技的支持力度，年初至今港股科技、医药板块，高股息的金融板块以及新刚需的消费（餐饮、食品饮料、教育和体育用品等）板块受到较大关注度。

代码	名称	年初至今涨跌幅%	7月至今涨跌幅%
HSSSI.HI	恒生软件服务	25%	-1%
HSHCI.HI	恒生医疗保健	21%	5%
HSAHA.HI	恒生沪深港通AH股	16%	-4%
HSCSGI.HI	恒生消费品制造及服务	10%	-5%
HSIII.HI	恒生互联网科技业	6%	-4%
HSCHF.HI	恒生H股金融业	3%	-7%

港股恒生主题指数年初至今涨幅较高的主题包括科技、医药、软件和A-H股



2018年香港现货市场结构，中国内地(含港股通)持股共计23.1%

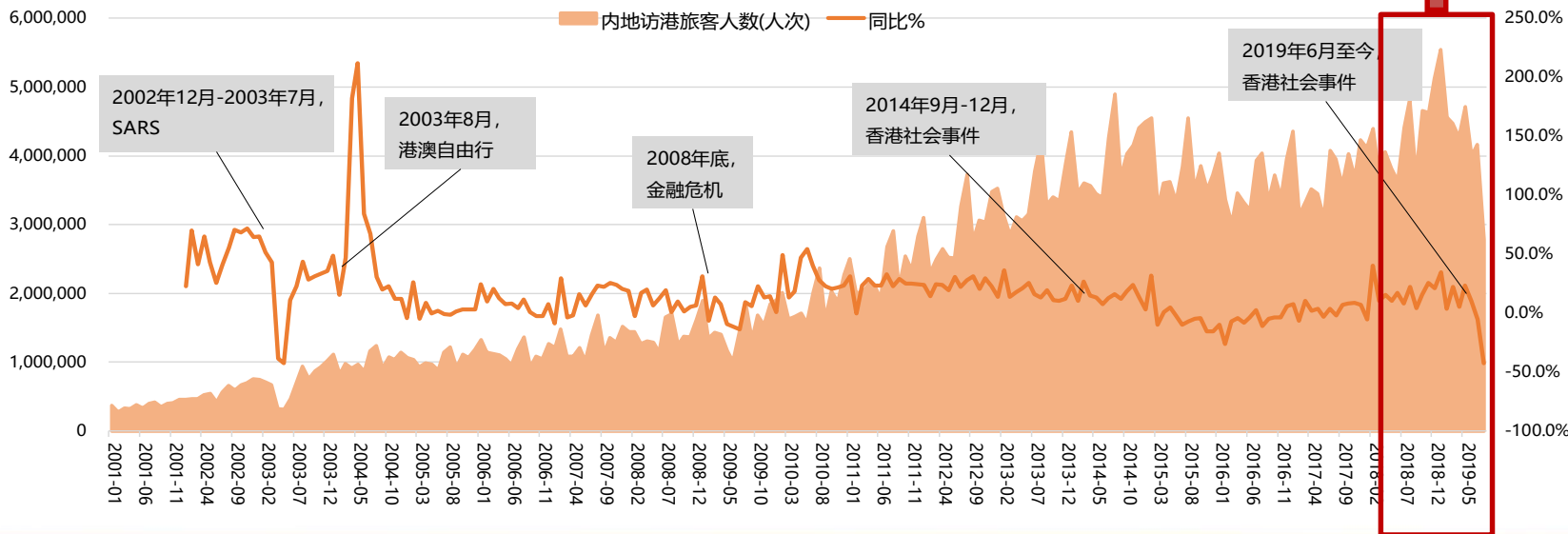
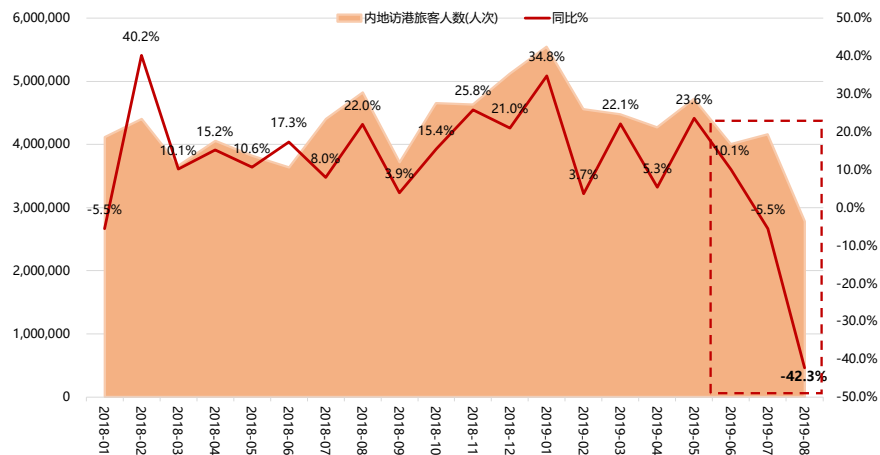
排名	股票代码	股票简称	净买入(亿港元)
1	0939.HK	建设银行	234.9
2	1398.HK	工商银行	118.3
3	0700.HK	腾讯控股	114.0
4	2318.HK	中国平安	30.0
5	2382.HK	舜宇光学科技	28.4
6	1177.HK	中国生物制药	27.0
7	2601.HK	中国太保	22.5
8	1088.HK	中国神华	21.1
9	1299.HK	友邦保险	19.2
10	0388.HK	香港交易所	18.7

南下港股通资金近3个月净买入前10大标的

1.4 港股现状：旅游和相关行业首当其冲，若事件明朗化后也建议避免

- 7月以来旅游和相关行业首当其冲，8月整体访港游客同比跌40%，其中访港内地游客同比跌42%。香港政府预计9月访港旅客预计仍有30%-40%跌幅，十一黄金周访港内地旅客同比下跌56%。香港导游、酒店员工失业情况业将继续恶化。此外，香港旅游发展局近期也宣布取消10月31-11月3日的“美食佳肴节”以及10月13日的“香港单车节”。
- 整体来讲，香港经济将受事件拖累，政府预计三季度GDP可能出现负增长，财政今年可能出现赤字。政府也将全年GDP增速预测从原先的2%-3%下调至0%-1%。

8月内地赴港旅客数同比增速大跌42.3%

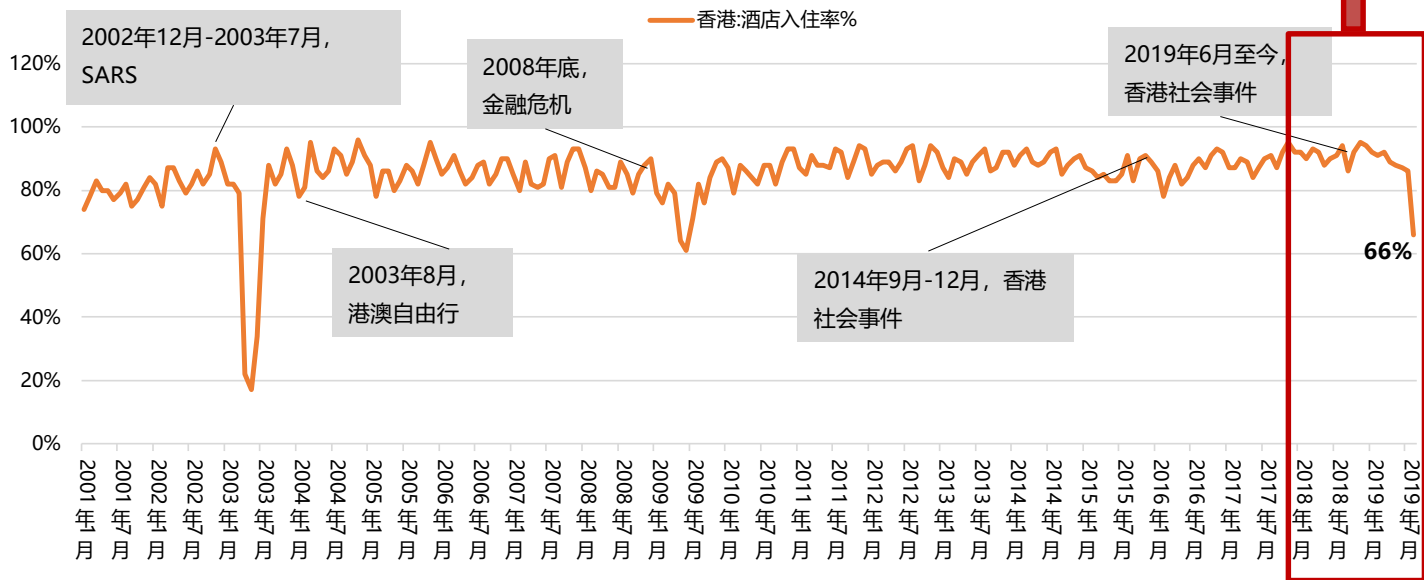
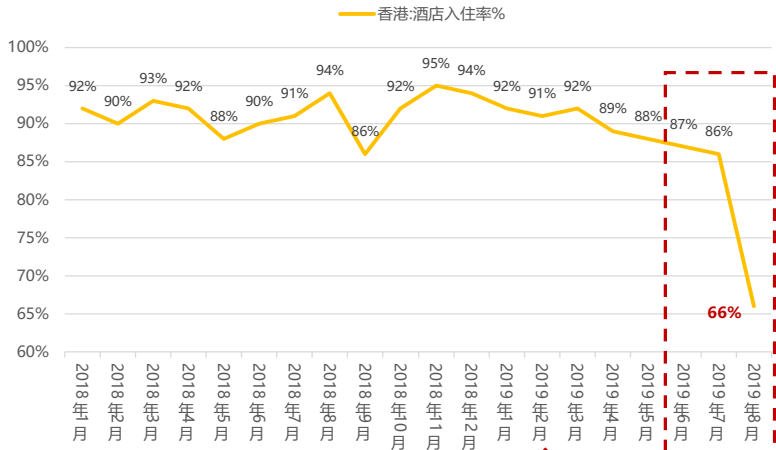


资料来源：香港旅游发展局，彭博，Wind，天风证券研究所

1.5 香港8月酒店入住率大跌至66%，情况接近08年金融危机水平

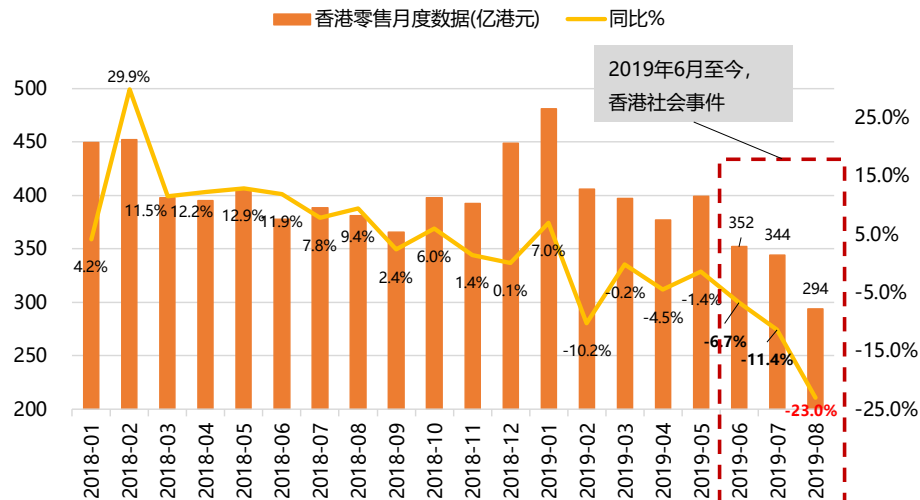
- ▶ 伴随访港游客人数大跌，香港8月酒店入住率从7月的86%大跌至66%，接近2008年金融危机水平。
- ▶ 此外，根据旅游业协会，虽然9月以及十一黄金周房价已降至去年的20%-40%，但入住率预计仅有10%-30%，并预计情况或将延续至年底。

8月香港酒店入住率大跌至66%

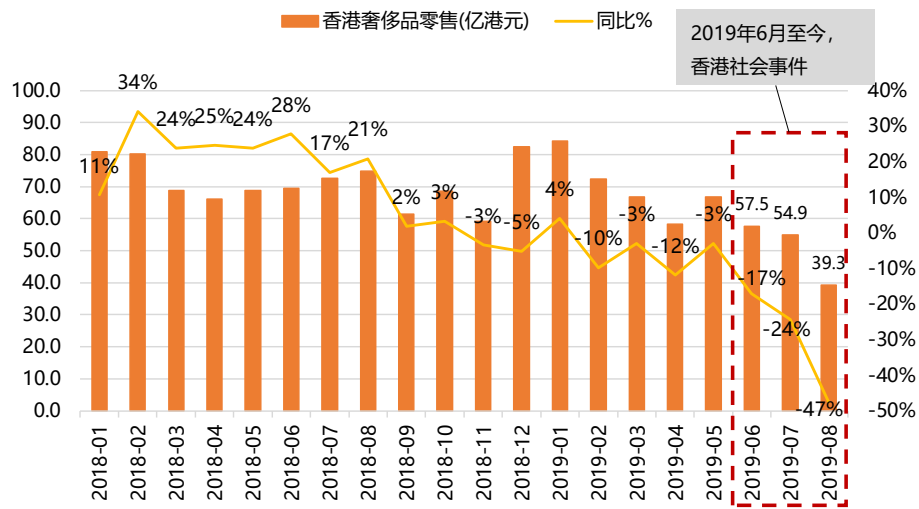


1.6 香港零售8月同比跌23%，9-10月或将持续低迷

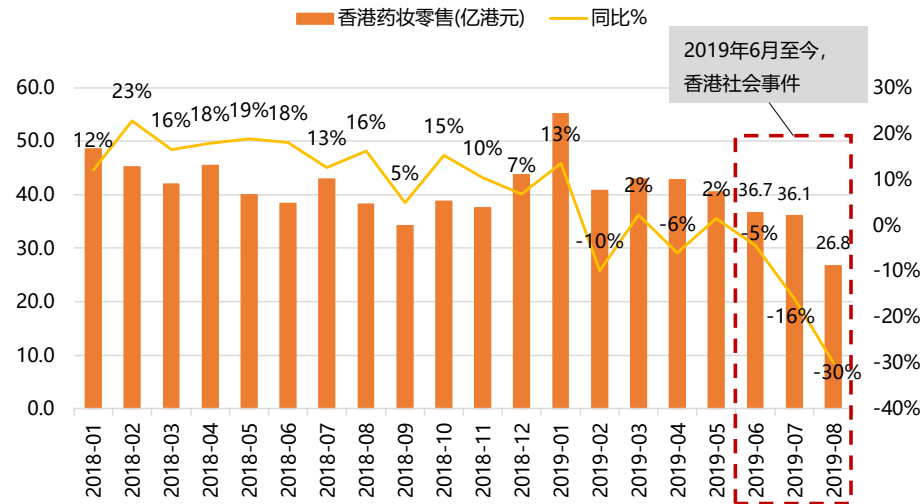
- 旅游人数下跌同时导致零售景气度迅速下滑，香港零售7月同比跌11.4%，其中奢侈品同比跌24%、药妆跌16%以及百货公司跌10%。
- 8月零售同比大跌23%，奢侈品、药妆和百货公司同比分别跌47%、30%和30%，创有史以来最大单月跌幅。
- 根据香港零售业协会，预计9-10月情况或将持续低迷，并预测全年零售数据双位数跌幅。



7月香港零售同比跌11%后，8月零售同比大跌23%



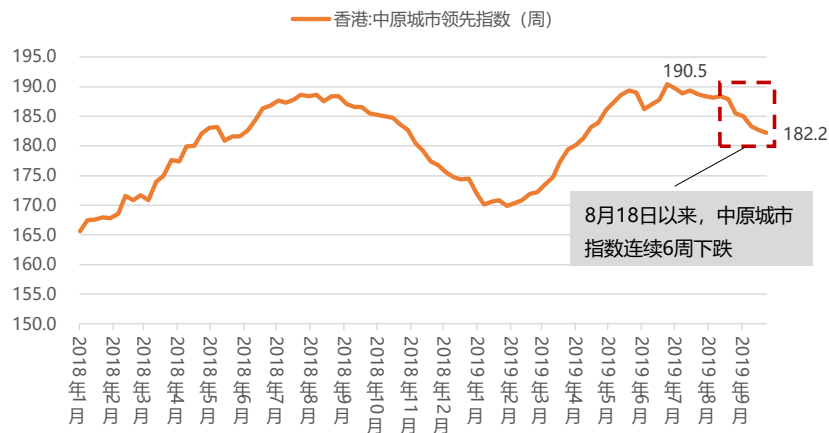
7月香港奢侈品同比跌24%，8月同比大跌47%



7月香港药妆销售同比跌24%，8月同比大跌30%

1.7 香港本地股：避免零售、酒店、收租；关注本地地产和金融

- 我们建议暂时避免本地零售（莎莎、利福、周大福、六福、周生生）、酒店（香格里拉、大酒店等）和收租（九龙仓、希慎、太古地产等）板块，我们认为访客、入住率和零售情况恢复仍需时间，例如14年-15年初活动过后导致景气疲软，到16年中旬才逐渐恢复。我们认为这些板块受影响尚未完全反映股价中，如零售商门店突发暂停运营，以及香港本地收取商场和办公楼租金的公司也随租户的困难情况面临下调租金的压力。
- 香港地产也开始出现恶化趋势，9月整体住宅物业环比跌15%，其中二手交易环比跌24%。香港中原城市领先价格指数也8月以来连续六周下滑，四大地产公司（恒基、新鸿基、新世界和长实）7月至今平均跌幅也超20%。但若施政报告中有较积极的土地供应政策出台，可关注本地地产和房贷相关本地金融板块。



香港中原城市领先价格指数已连续6周下滑

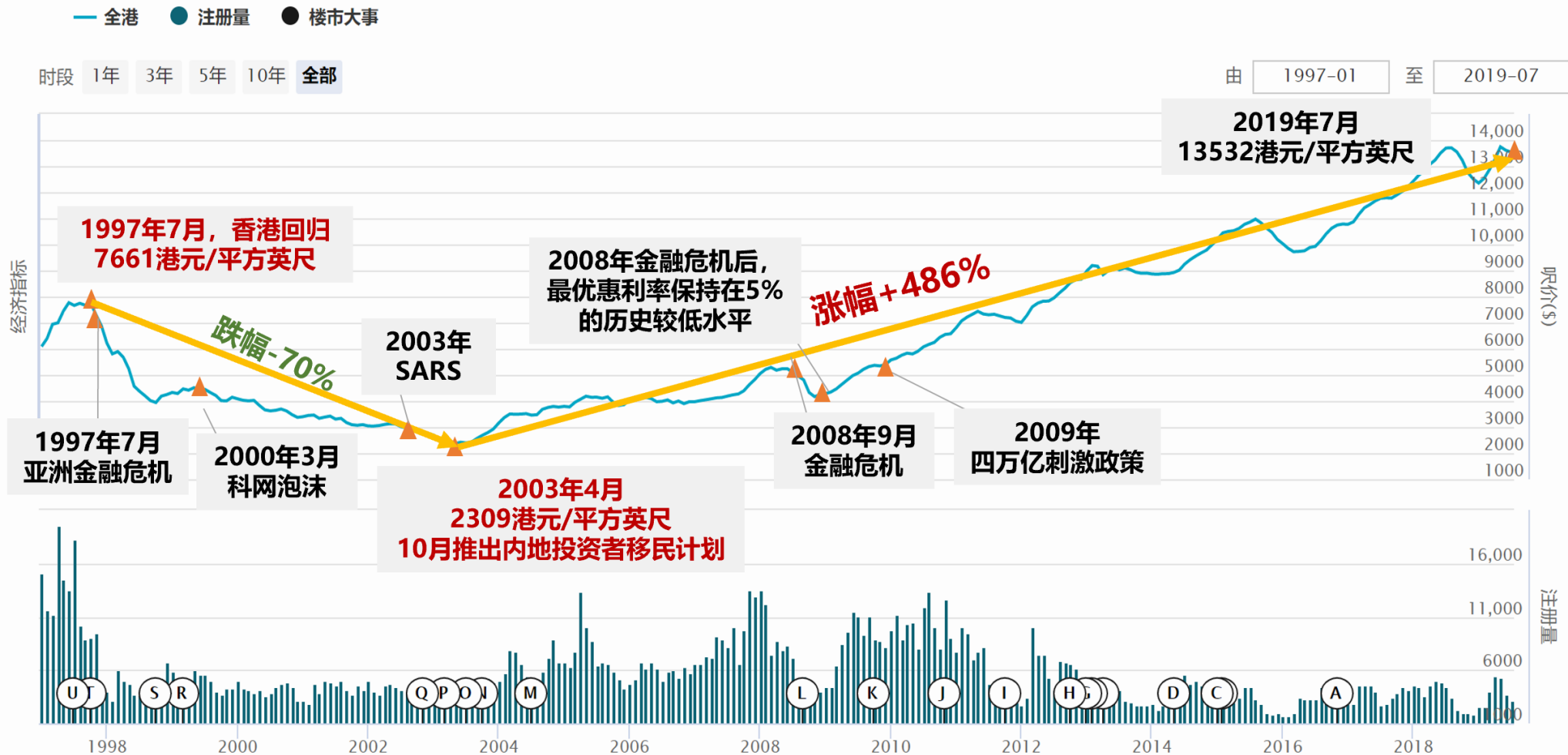
代码	香港本地标的	7月至今最大跌幅	年初至今涨跌幅	香港主营业务
香港本地零售				
0178.HK	莎莎国际	-27%	-38%	药妆零售，85%收入(2018年)来自香港地区，香港店铺多位于旅游旺区，易受香港事件影响
0590.HK	六福集团	-28%	-7%	珠宝黄金销售，48%收入(2018年)来自香港地区，香港店铺多位于旅游旺区，易受香港事件影响
1929.HK	周大福	-26%	7%	珠宝黄金销售，36%收入(2018年)来自香港地区，香港店铺多位于旅游旺区，易受香港事件影响
0116.HK	周生生	-29%	-23%	珠宝黄金销售，50%收入(2018年)来自香港地区，香港店铺多位于旅游旺区，易受香港事件影响
1212.HK	利福国际	-29%	-28%	香港经营内地游客比较热门的广场，包括铜锣湾和尖沙咀的崇光百货，鉴于香港事件主要在铜锣湾附近发生，对利福经营或产生一定影响
香港本地酒店				
0045.HK	大酒店	-31%	-32%	在香港经营位于尖沙咀的半岛酒店，同时在上海、巴黎等城市经营半岛酒店
0069.HK	香格里拉(亚洲)	-23%	-28%	在香港经营位于金钟和尖沙咀的香格里拉酒店，同时在内地经营或联营香格里拉品牌酒店
0071.HK	美丽华酒店	-18%	1%	在香港经营位于尖沙咀的美丽华酒店
1270.HK	朗廷-SS	-27%	-23%	在香港经营位于尖沙咀的朗廷酒店，以及位于旺角的康得思酒店，同时在内地（北京、广州）以及其他国家城市经营朗廷和朗豪酒店
0078.HK	REGAL INT'L	-17%	-14%	在香港经营位于铜锣湾、九龙和机场的富豪酒店、富豪酒店
香港本地地产股				
0012.HK	恒基地产	-20%	8%	李兆基家族
0016.HK	新鸿基地产	-23%	1%	郭氏家族
0017.HK	新世界发展	-31%	-1%	郑裕彤家族
1113.HK	长实集团	-24%	-5%	李嘉诚家族
香港本地金融股				
0005.HK	汇丰控股	-15%	-4%	存贷款、地产按揭等业务
2388.HK	中银香港	-19%	-6%	
0011.HK	恒生银行	-24%	-2%	
0023.HK	东亚银行	-23%	-20%	
香港本地收租股：主要收取商场和办公楼租金以及物业管理费用				
0004.HK	九龙仓集团	-22%	-13%	九龙仓在香港经营内地游客比较热门的广场，包括海港城、时代广场等
1972.HK	太古地产	-28%	-11%	太古在香港经营本地居民热门的东荟城，以及综合性商业物业，包括太古广场、太古坊和太古城中心；公司同时在内地经营商业项目，包括北京三里屯太古里、广州太古汇、成都太古里和上海太古汇
0014.HK	希慎兴业	-29%	-17%	希慎经营物业主要位于铜锣湾，包括希慎广场、利园、礼舞台广场等；鉴于香港事件主要在铜锣湾附近发生，对希慎物业经营或产生一定影响
0101.HK	恒隆地产	-13%	24%	恒隆地产在香港经营的物业包括内地游客比较热门的恒隆中心、山顶广场等商场，其中恒隆中心位于铜锣湾；公司同时在内地主要城市经营恒隆广场，如上海、天津、沈阳、武汉等地
HSI.HI	恒生综指	-10.3%	1.5%	

香港本地零售、酒店、收租、地产和金融股7月以来均跑输指数

资料来源：数据截至2019年10月8日，公司官网，彭博，Wind，天风证券研究所

2.1 香港地产：土地供应不足导致房价高企

2003年至今，香港整体平均房价涨幅近5倍



2.2 房屋供给：董建华雄心壮志但时不与我，曾荫权供不应求持续恶化



中英联合声明
1984年-1997年
14年

任期

主要
地产
政策

1984年《中英签署联合声明》规定港府每年卖地不得超50公顷，供给紧张刺激房价涨至1997年。



董建华
1997年7月-2005年3月
7年零3月

为抑制高房价提出“八万五计划”，每年兴建住宅不少于8.5万个。香港居民住房问题得到一定改善，自有率也逐年提升。但无奈生不逢时，亚洲金融危机、科网泡沫和SARS事件导致房价连跌7年，增加土地供应政策受阻。



曾荫权
2005年6月-2012年6月
7年

2005年-2010年坚持停止定期批地、停售居屋及减建公屋等政策，导致供给不足房价飙升。2010年迫于房价压力下，提出“九招12式”、并复建居屋计划，但供需矛盾突出难以化解，居民住宅自有率不断下滑。



梁振英
2012年7月-2017年6月
5年

为扭转房价问题，提出在2013年至2017年，供应75000个公屋单位。以及港人港地计划、绿置居先导计划等。



林郑月娥
2017年7月-至今

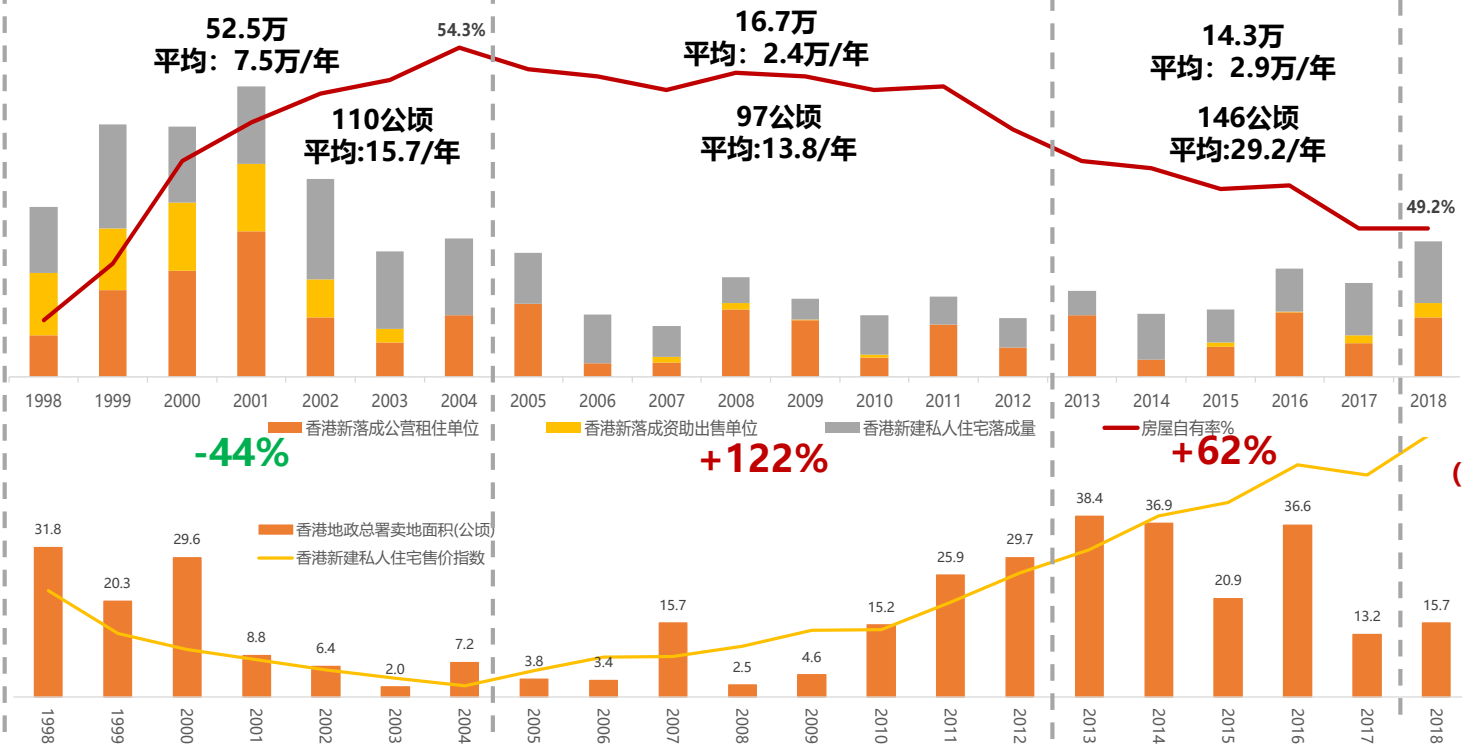
提出首置上车盘计划，并增加居屋供给缩短轮候时间，推出空置税法案。从长期角度提出明日大屿计划。

公私住宅
供给单位

N/A

土地
供应
面积

412公顷
(自1986年)
平均:34.3/年



+276%
(自1986年)

-44%

+122%

+62%

+13%
(截至19年9月)

期间房价
涨跌幅%

资料来源：彭博，Wind，美联物业，明报财经，路透社，天风证券研究所

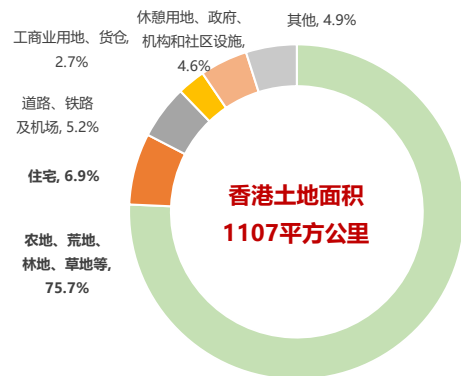
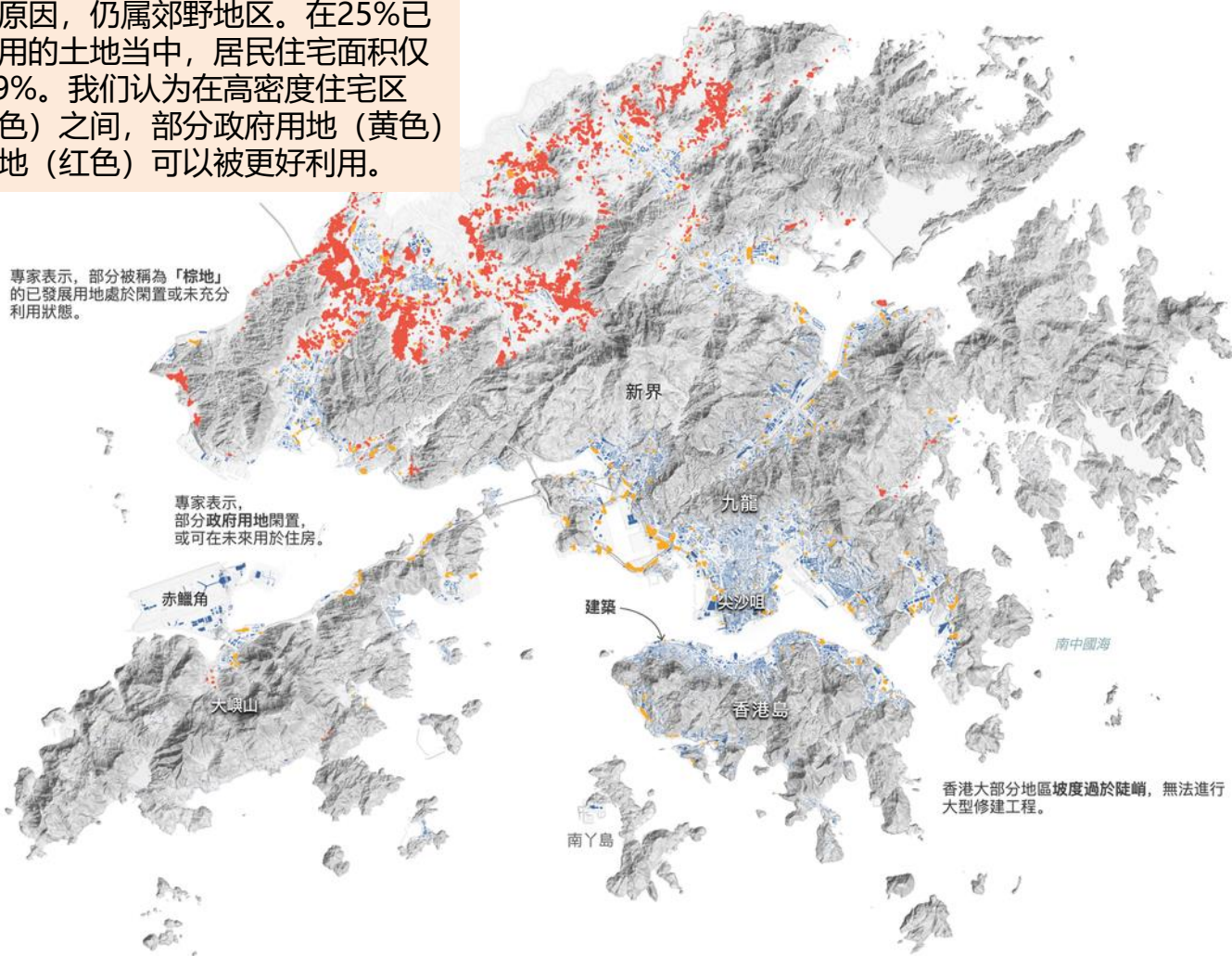
2.3 土地供给：中短期加大土地供应，新界农地或可以被更好利用

香港现时的总面积达1107平方公里，有75%的土地因历史、地理环境及政治等原因，仍属郊野地区。在25%已被利用的土地当中，居民住宅面积仅占6.9%。我们认为在**高密度住宅区（蓝色）之间，部分政府用地（黄色）和农地（红色）可以被更好利用。

专家表示，部分被稱為「棕地」的已發展用地處於閒置或未充分利用狀態。

專家表示，部分政府用地閒置，或可在未來用於住房。

香港大部分地區坡度過於陡峭，無法進行大型修建工程。



2018年香港土地使用情况

四大地产商2018年持有香港农地土地面积（平方米）

恒基
417万
平方米

新鸿基
269万
平方米

新世界
164万
平方米

长实
121万
平方米

注：新世界9月25日宣布捐出约27万平方米农地

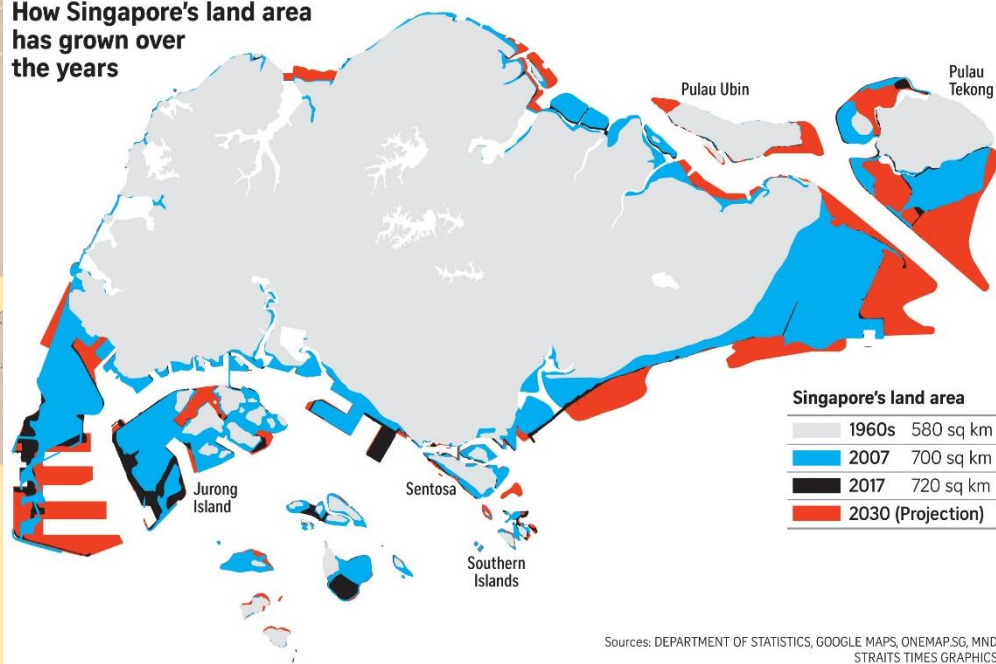
2.4 土地供给：填海是长期土地供应出路之一，但远水难救近火

- 林郑月娥在2018年施政报告中提出“明日大屿”项目，计划在大屿山东侧附近分阶段填海兴建人工岛，填海面积达1700公顷，旨在应对香港长远土地供应不足问题。但明日大屿在2025年才展开第一期填海工程，预计到2032年第一期填海才有住宅建成，或远水难救近火。我们认为改变农地用途是中短期的较有效办法，但长期来说我们也认同填海造陆是增加香港土地供应量的出路之一。参考新加坡的填海政策：新加坡在1960年土地面积只有581平方公里，经过不断填海造陆的工程，截至2017年土地面积达721平方公里，近60年内新增土地面积扩大24%，并在2030年规划增加至766平方公里。



明日大屿填海造陆计划

How Singapore's land area has grown over the years



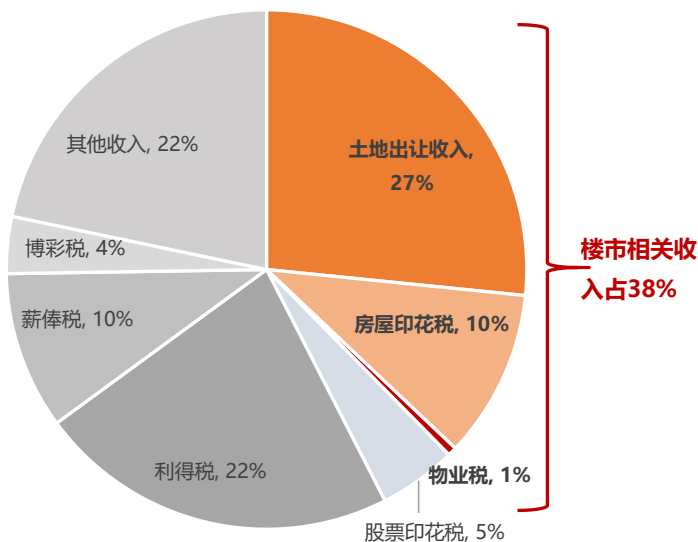
Sources: DEPARTMENT OF STATISTICS, GOOGLE MAPS, ONEMAP.SG, MND STRAITS TIMES GRAPHICS

新加坡填海造陆历史和未来规划

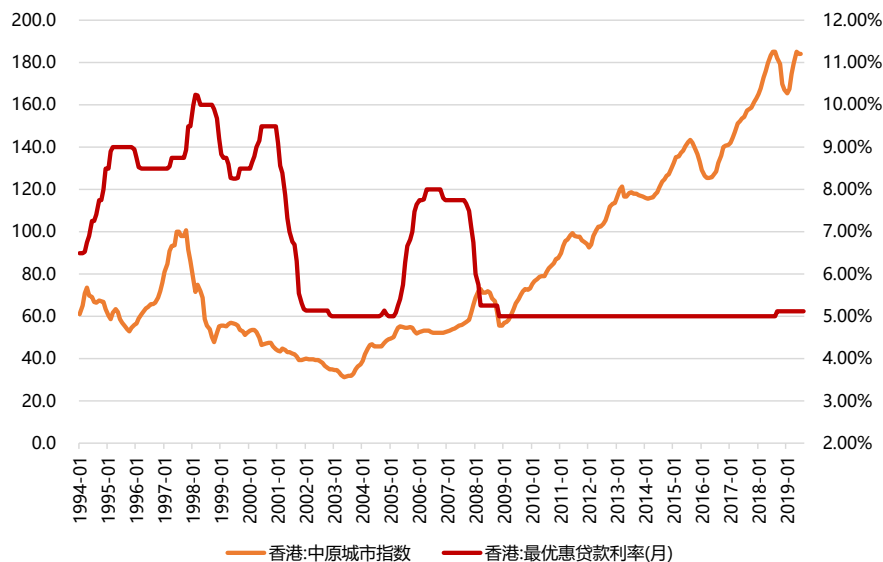
2.5 地产需求：从交易成本和贷款利率角度控制热炒或也是出路之一

- 香港最初定位以零关税、低个人所得税、企业所得税作为竞争优势，导致政府收入必须依赖卖地及地产印花税产生的收益，逐步形成地产的路径依赖。此外，对比发达国家普遍20%-40%的资本利得税，香港不设资本利得税导致房屋交易成本较低，也变相加剧了房屋炒卖。自2008年金融危机以来，发达国家采取低利率的量化宽松政策，一定程度加剧热钱流入香港地产市场，而香港受联系汇率制度也跟随降息，香港最优惠贷款利率（大P）近10年均维持在5%左右，而真实的按揭实际利率则仅维持在2%-3%，对比中国和美国5%以上的实际按揭利率。我们认为政府从需求端出发，对于地产交易的成本（包括印花税、资本利得税等）以及房贷利率的控制或也是解决房价高企的出路之一。

18年香港楼市相关收入（土地出让收入、印花稅和物業稅）占港府收入的38%



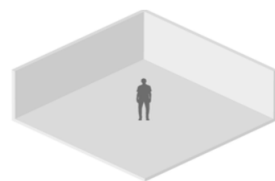
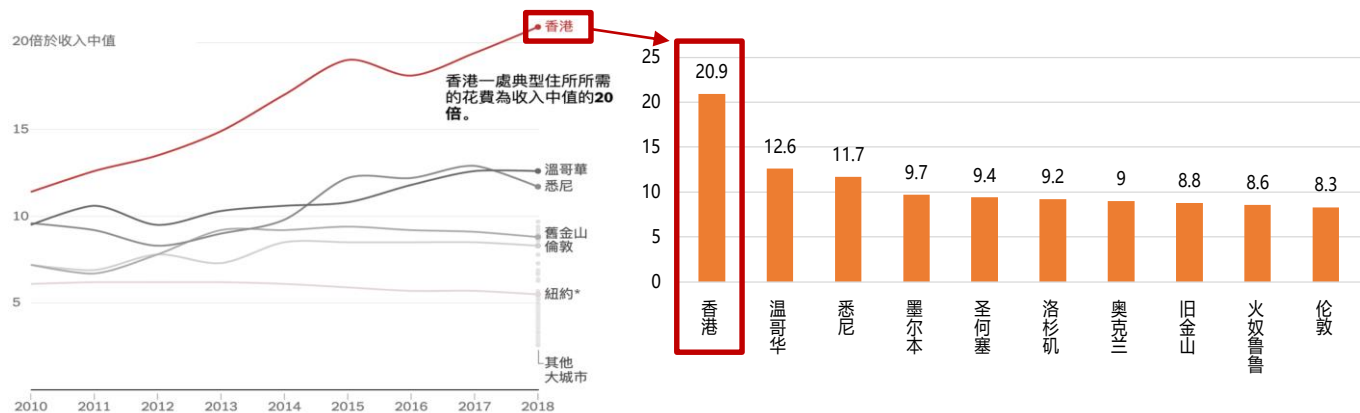
香港最優惠貸款利率（大P）近10年均維持在5%左右



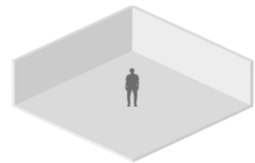
2.6 供需失衡之下的香港“劏房”的怪现象

- 香港贫富差距巨大，2016年基尼系数为53.9接近世界最高水平（虽然排名第九，但前八均是发展中国家，因此香港是发达地区贫富差距最高的），740万人中近20%处于贫困水平。从房子支付力来看，2018年香港整体房价中值是家庭年收入中值的20.9倍。高房价、低收入让香港产生“劏房”的怪现象。根据2016年统计结果，全港约有9.27万个劏房，全港约有20.97万人居于劏房，平均月租为5030港元，人均居住面积仅4.4平方米，低于香港平均的15平方米，以及巴黎和纽约的平均36和39平方米。新世界发展公司在9月25日宣布捐出约27万平方米农地，也是旨在包括给政府兴建公屋及相关设施，减少轮候时间，同时一定程度缓解劏房问题。

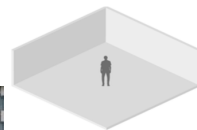
香港2018年成为全球房价负担压力最大城市，房价中位数/居民收入中位数达到21倍



纽约整体平均居住面积
39平方米(414平方英尺)



巴黎整体平均居住面积
36平方米(388平方英尺)



香港整体平均居住面积
15平方米(160平方英尺)

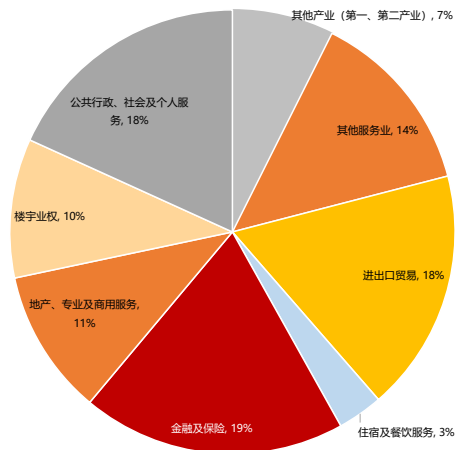


香港住劏房人群平均
居住面积4.4平方米
(48平方英尺)



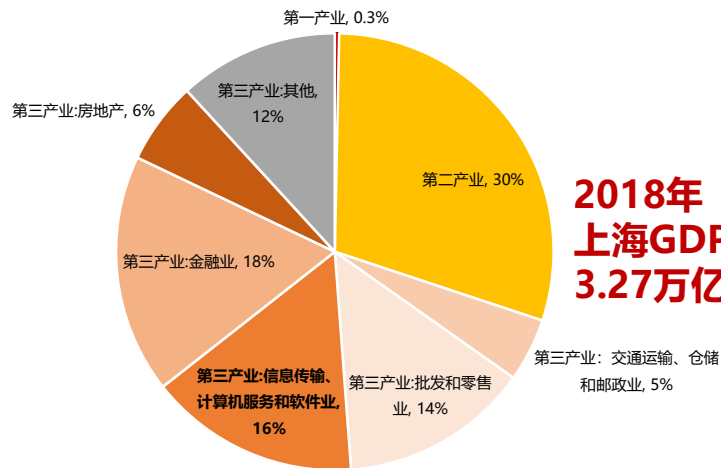
劏房的实际情况

2.7 香港经济集中化：地产、金融GDP占比40%，远超上海、深圳、新加坡



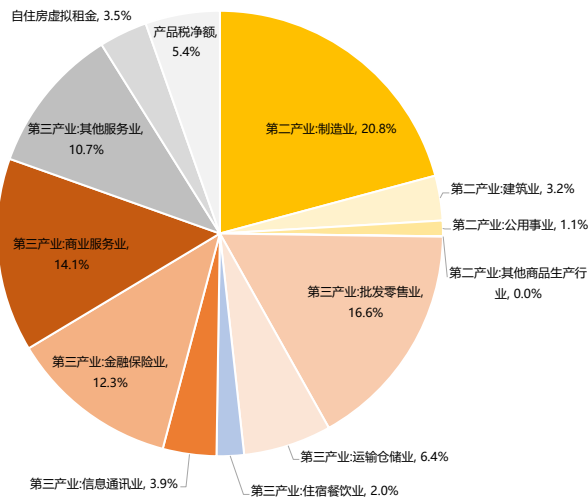
2018年
香港GDP
2.37万亿元

地产、金融、进出口贸易分别占香港GDP的21%、19%和18%



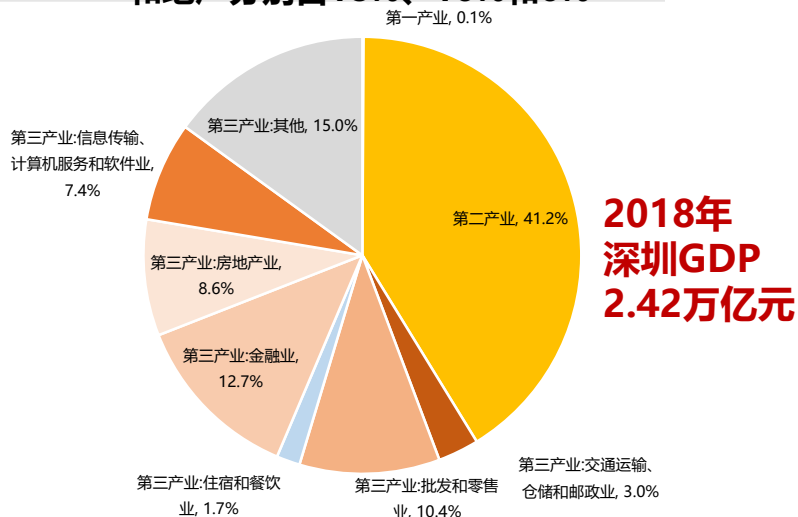
2018年
上海GDP
3.27万亿元

上海第三产业占比70%，其中金融、信息技术和地产分别占18%、16%和6%



2018年
新加坡GDP
2.53万亿元

新加坡第三产业占比66%，其中金融、信息技术分别占12%、4%

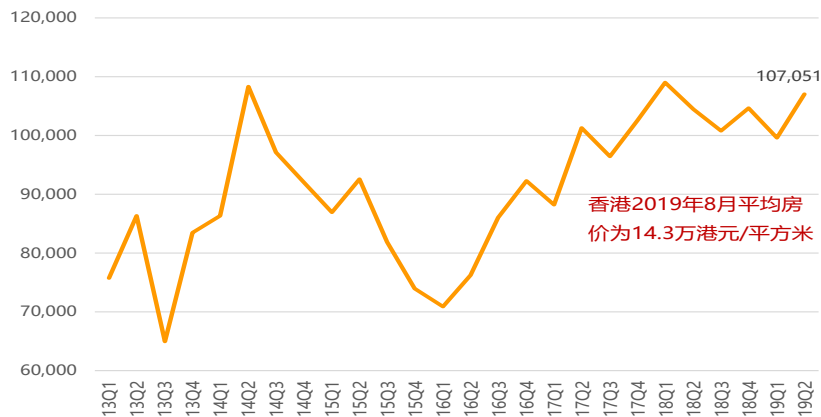
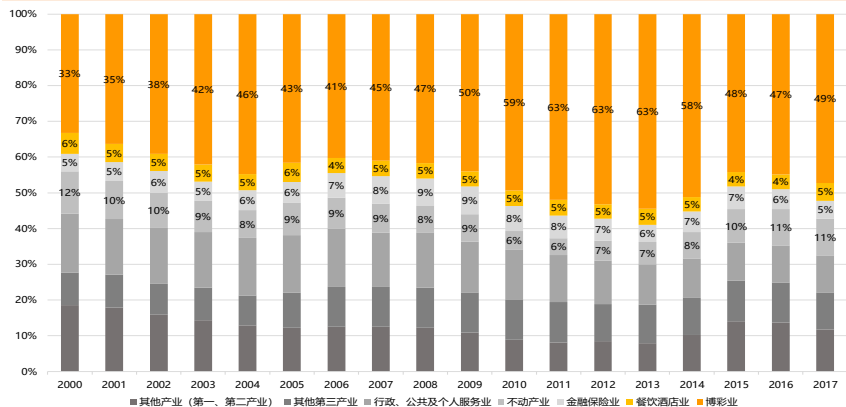


2018年
深圳GDP
2.42万亿元

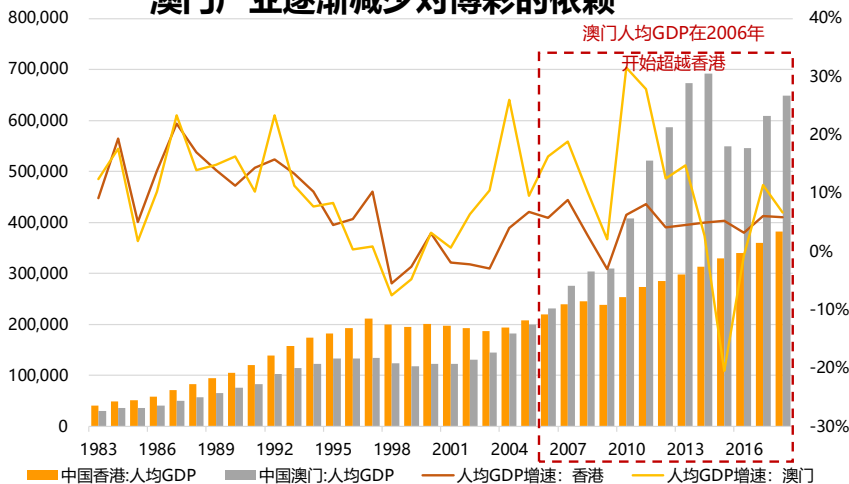
深圳第三产业占比59%，其中金融、信息技术和地产分别占13%、7%和8.6%

2.8 澳门经济分散化：赌牌由1变6引入竞争，居民充分享受内地经济增长红利

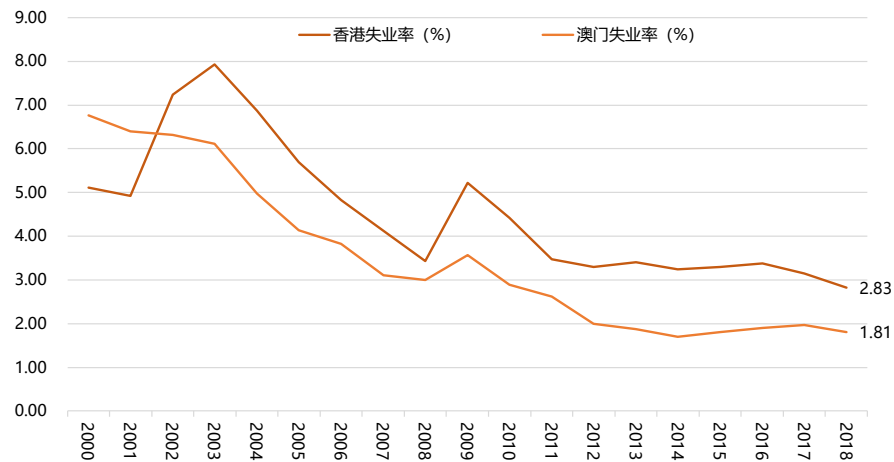
➤ 澳门在2001年将赌牌一分为六打破垄断充分引入竞争，并加大非博彩设施的投入，不同的度假村主题成功吸引越来越多的内地游客访澳，并充分享受到内地经济增长带来的消费红利，澳门人均GDP在2006年也开始超越香港，到2018年已达8.26万美元（对比香港4.6万美元），预计在2020年人均GDP或达全球第一。加上失业率维持较低水平，以及澳门政府力度较大的福利与补贴，促进了澳门民生的不断改善。



澳门产业逐渐减少对博彩的依赖



澳门目前房价为10.7万港元/平方米，对比香港的14.3万/平方米



澳门人均GDP (港元) 在2006年超越香港，2018年达8.26万美元

澳门失业率长期低于香港，2018年为1.81%

3.1 策略1：土地政策是关键，10月施政报告或有利好政策，高股息、高囤地本地房地产公司将受惠

土地供应不足是房价高企主要原因之一。我们预计政府在10月公布《施政报告》中，有望出台较积极的土地供应政策。香港财经01曾报道港府或引用《收回土地条例》将新界北部较大面积的农地收回新建公屋，抑或采用《土地共享计划》与持有土地的地产商共同开发，其中60%-70%用作公屋，30%-40%用作私人住宅。鉴于农地申请改变土地用途流程较久且手续复杂，如果政府采取高价回收农地或与地产商共同开发的新政，我们认为将有利于囤地较多的地产商土地价值的释放。截至2018年年报，四大地产商共持有香港农地面积约970万平方米，其中**恒基地产12.HK**、**新鸿基地产16.HK**持有最多，分别达417万和269万平方米。此外，恒基和新鸿基同时持有较多香港非农土地储备，P/B估值也处于历史相对底部，加上同为4.6%的股息率也有较大吸引力。

四大地产商持有香港农地面积、非农土地储备和估值对比

公司	股票代码	持有香港农地面积 平方米	持有香港非农土地储备 楼面面积(平方米)	股息率%	市值 (亿港元)	PE		P/B		收入(亿港元)		净利润(亿港元)	
						19年	20年	19年	20年	19年	20年	19年	20年
恒基地产	0012.HK	417万	134万	4.6%	1,765	11.1	10.5	0.56	0.54	286	305	157	164
新鸿基地产	0016.HK	269万	539万	4.6%	3,135	8.9	8.5	0.54	0.52	940	1,055	333	353
新世界发展	0017.HK	164万	89万	5.0%	1,035	12.2	11.2	0.44	0.43	727	715	90	87
长实集团	1113.HK	121万	298万	3.8%	1,885	6.5	7.5	0.55	0.52	780	672	289	252



恒基地产(12.HK)



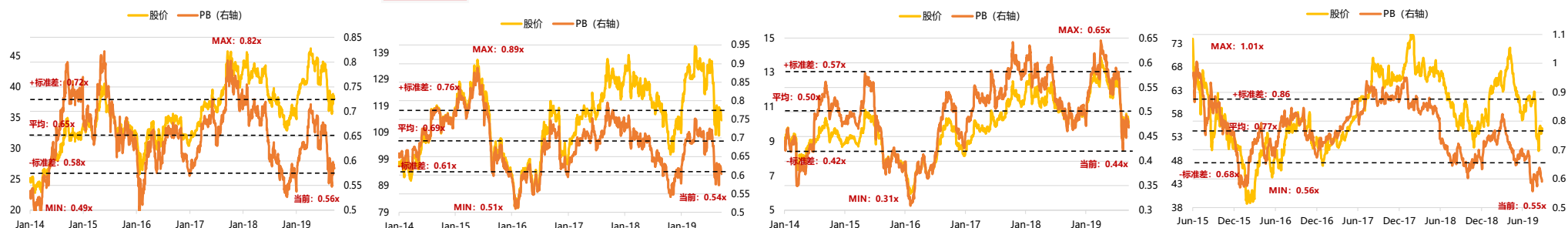
新鸿基地产(16.HK)



新世界发展(17.HK)



长实集团(1113.HK)



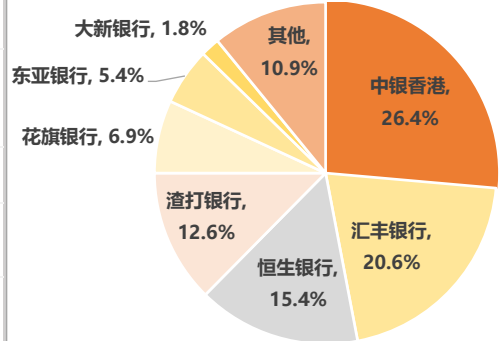
资料来源：数据截至2019年10月8日，Wind，公司年报，美联物业，财经01，天风证券研究所

3.1 策略1：同时看好与本地地产相关行业，高股息、主营房贷按揭的本地银行板块或能受惠

我们认为如果土地政策放开，住房供给增加或吸引更多香港居民参与置业，香港房贷按揭市占率较高的中银香港和恒生银行也有望受惠，其中中银香港19H1按揭市占率相比2018年底增长7个点，超过汇丰银行成为市占率第一。此外，**中银香港2388.HK**和**恒生银行11.HK**分别5.8%和4.9%的股息率也较吸引，P/B估值也处于历史较低水平。虽然汇丰银行拥有6.7%的股息率，并在8月宣布10亿美元的回购计划，香港按揭贷款市占率也排名第二，但英国脱欧或带来公司欧洲贷款增速和资产质量承压，全球主要央行进入降息通道或让公司资产收益率和净息差进一步收窄。

公司	股票代码	19H1基本面表现	19年8月香港按揭业务市占率 对比18年12月增减%	股息率%	市值 (亿港元)	PE		P/B		收入(亿港元)		净利润(亿港元)	
						19年	20年	19年	20年	19年	20年	19年	20年
汇丰控股	0005.HK	回购力度加大，但英国脱欧影响欧洲资产，全球利率进入下行通道	(6.2)	6.9%	11,781	10.3	10.3	0.89	0.86	4,345	4,495	1,152	1,164
中银香港	2388.HK	为香港本地地产商银团贷款主要供应商，19H1香港按揭市占率超过汇丰成为第一，东南亚或成新增长点	7.0	5.8%	2,664	8.1	7.8	0.94	0.87	599	632	333	348
恒生银行	0011.HK	按揭市占率保持行业前三，贷款规模同比增长5%，但存款或面临竞争压力加大	(3.2)	4.9%	3,046	12.0	12.0	1.80	1.69	443	461	251	255
渣打集团 (非港股通)	2888.HK	19H1香港按揭业务市占率增加4.9%，面临全球利率下行通道对净息差产生压力	4.9	2.9%	1,923	9.8	8.6	0.56	0.53	1,205	1,259	198	227
东亚银行	0023.HK	受内地地产业务影响，19H1内地业务不良率高企，香港存款竞争压力加大	(0.2)	2.4%	529	16.7	8.8	0.54	0.52	189	196	31	62

2019年8月香港主要银行按揭贷款市占率%

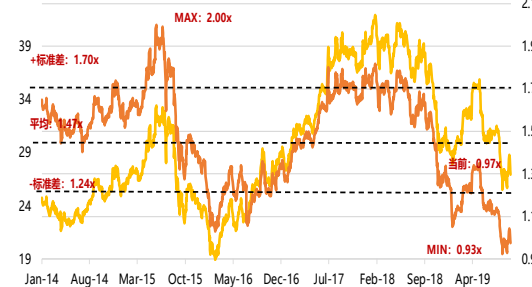
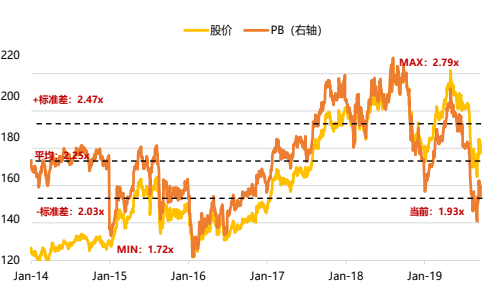
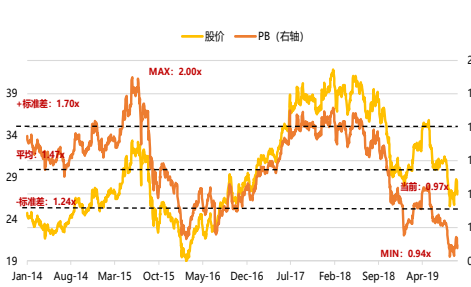
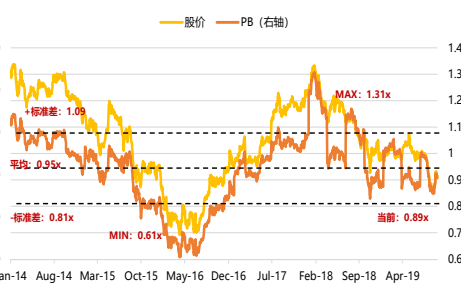


汇丰控股(5.HK)

中银香港(2388.HK)

恒生银行(11.HK)

渣打银行(2888.HK)



资料来源：数据截至2019年10月8日，Wind，公司年报，中原按揭，天风证券研究所

3.2 策略2：本地公用事业防御功能或恢复，但须关注公司自身基本面

过去港股熊市中，香港本地公用事业股一般具备较好防御性功能，主要包括中电控股2.HK、香港中华煤气3.HK、电能实业6.HK和港铁66.HK。但7月以来香港自身情况导致防御性暂时失效，但我们认为未来随着情况改善，这些公司防御性功能或将恢复。主要由于这些公司具有稳定投资群体和高派息率，公司通过积极的派息吸引Long-Only的养老金、保险和退休人士等参与配置，从而提供一定的资金基础。但投资者也须关注这些公司自身基本面变化。

	熊市 2008年		熊市 2009年		熊市 2010年		熊市 2011年		熊市 2012年		熊市 2013年		熊市 2014年		熊市 2015年		熊市 2016年		熊市 2017年		熊市 2018年		熊市 2019年至今		7月至今最大跌幅
恒生综指	-47%	54%	7%	-20%	23%	3%	2%	-7%	1%	36%	-14%	2%													-10%
中电控股	3%	4%	26%	8%	2%	-2%	14%	2%	13%	16%	15%	-5%													-11%
中华煤气	-43%	72%	5%	8%	33%	-6%	12%	-4%	1%	25%	16%	6%													-18%
电能实业	3%	3%	21%	21%	20%	-3%	27%	-1%	0%	19%	-4%	3%													-12%
港铁公司	-35%	53%	8%	-10%	25%	-1%	12%	23%	7%	30%	-5%	12%													-21%

香港本地公用事业股在历次熊市中表现好于大盘
(数字为年度涨跌幅绝对值，红色为个股涨跌幅高于恒指，绿色为个股涨跌幅低于恒指)



中电控股(2.HK)



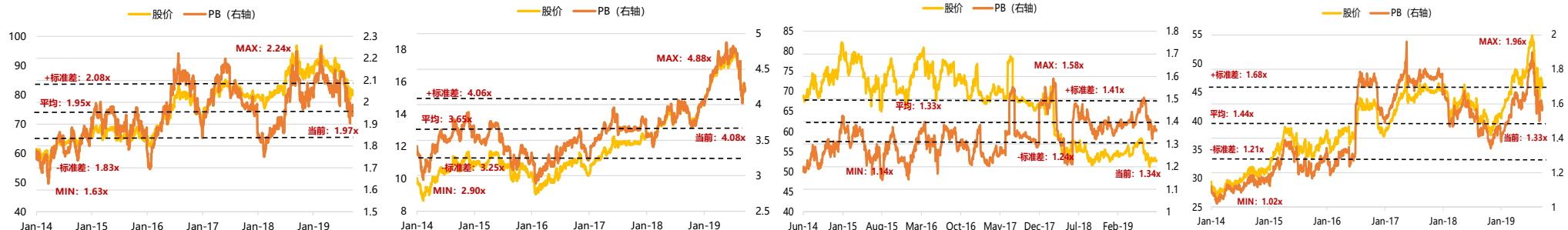
香港中华煤气(3.HK)



电能实业(6.HK)



港铁公司(66.HK)

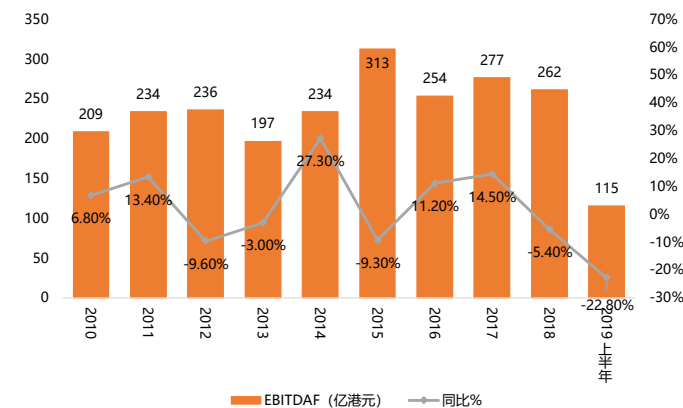
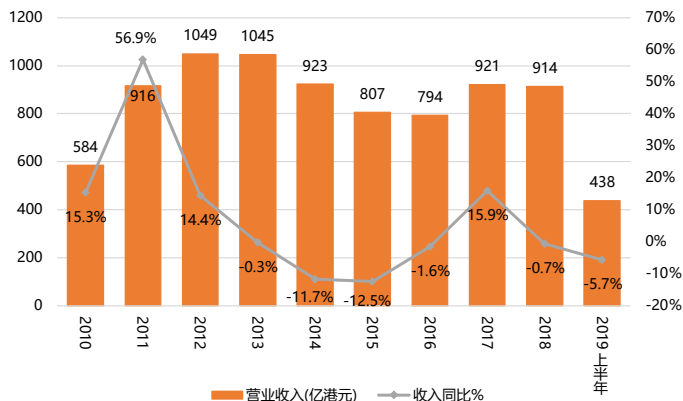


3.2.1 中电控股(2.HK): 香港业务相对稳定, 但澳大利亚19H2仍难恢复

中电控股(2.HK)大股东为香港嘉道理家族, 持股约33%。公司约50%收入和70%的利润来自于香港电力服务, 而第二大业务(40%收入)分布在澳大利亚。19H1澳洲业务受零售电价政策下调、部分电厂停产检修等因素拖累业绩表现, 虽然19H1的68亿商誉减值已基本Priced-in, 但19H2澳大利亚疲软状态或将继续, 主要由于停修电厂恢复仍需时日, 新电价调整仍将对澳大利亚业务竞争力和盈利产生负面影响。但公司香港业务相对稳定, 内地业务随着阳江项目完成将加大贡献, 公司仍保持3.8%较高股息率, 防御性易受到关注。



中电、港灯在香港主要电力供应地区情况



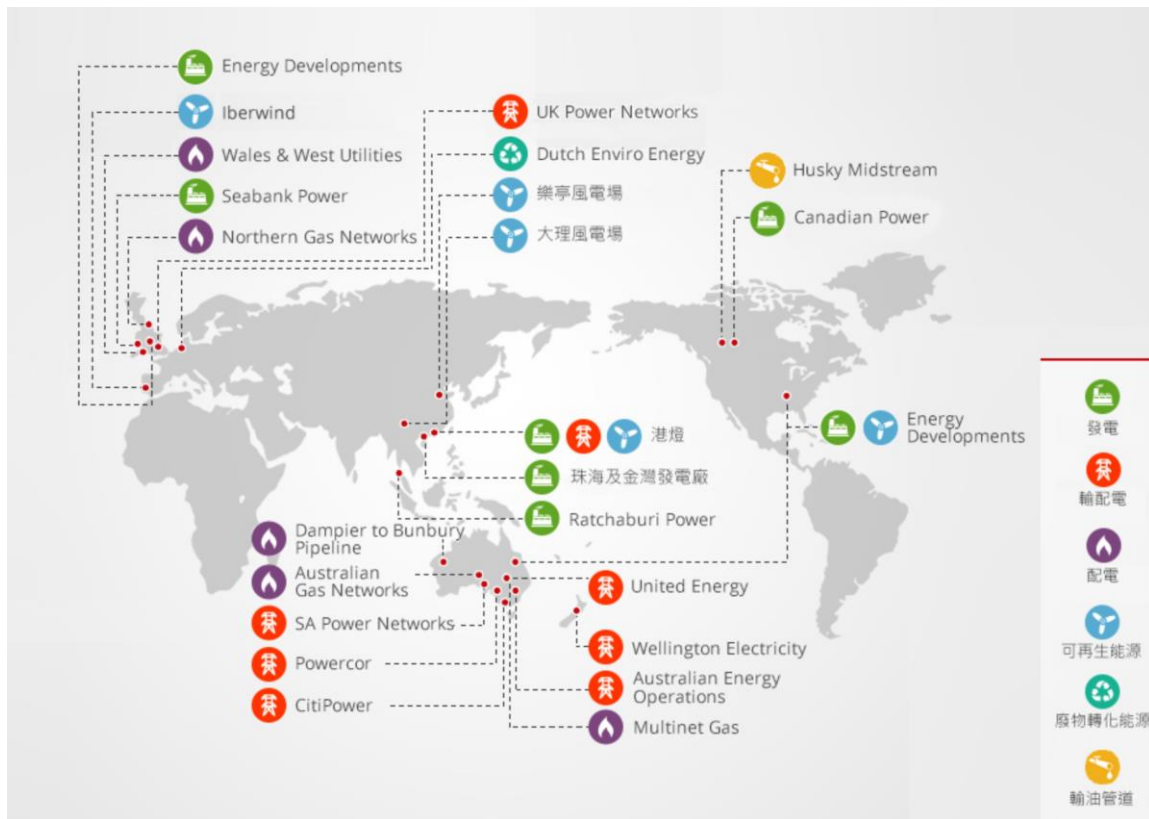
澳洲业务疲软拖累中电19H1整体业绩

公司发电资产		
	装机(兆瓦)	发电种类
香港 19H1收入 YoY -4.8%		
龙鼓滩发电站	3125	燃气
青山发电站	4108	燃煤
竹篙湾发电站	300.0	燃油
澳大利亚 19H1收入 YoY -6.8%		
雅洛恩电厂	1480	燃煤
Mount Pipier	1400	燃煤
Hallett	203	燃气
Newport	500.0	燃气
Jeeralang	440	燃气
Tallawarra	420	燃气
Gannawarra	50.0	太阳能
其他	596.0	燃气
中国大陆 19H1收入 YoY +12.7%		
大亚湾核电站	1380	核能
阳江核电站	1107	核能
广州蓄能水电站	600	水电
防城港电厂	1806.0	燃煤
山东中华	900	燃煤
神华国华	1248	燃煤
其他新能源	1765.0	新能源
印度 YoY -8%	2948.0	燃煤、燃气等
台湾	264.0	燃煤
泰国	21.0	太阳能
总计	24661	-

中电整体发电厂和装机兆瓦

3.2.2 电能实业(6.HK): 英国脱欧+澳洲价格限制, 海外扩张难维系, 唯5.3%股息较吸引

- 电能实业(6.HK)大股东为长江基建, 持股约36%。公司受英国和澳大利亚能源价格政策限制和港元兑英镑和澳元转弱影响, 19H1公司净利润同比跌14%, 香港子公司港灯(持股33.4%)上半年也由于港府利润管制计划要求发电机组换新, 资本开支加大导致利润同比大跌28%。整体来看, 电能过去业绩增长主要依靠在英国和澳大利亚不断并购, 但随着当地法律趋严以及价格限制, 并购扩张恐难以维系。随着英国脱欧风险加大, 英镑贬值以及英国业务扩张受限或进一步压制电能实业海外业务。唯5.4%的股息回报率较为吸引。



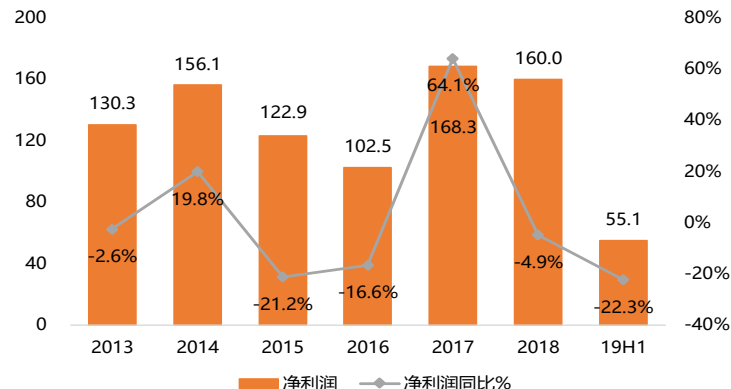
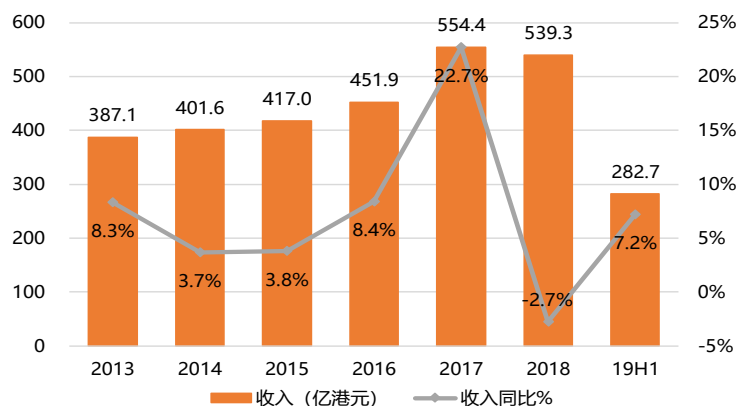
电能实业全球业务布局

	公司净利润拆分		
	18H1	19H1	同比%
英国	2205	1825	-17%
UK Power Network	1674	1210	-28%
Northern Gas Network	438	438	0%
Wales & West Utilities	117.0	191.0	63%
其他业务	(24.0)	(14.0)	-42%
澳大利亚	830	743	-10%
Victoria Power Network	339	312	-8%
SA Power Network	256	199	-22%
Australia Gas Network	138	121.0	-12%
DUET能源公司	212.0	237.0	12%
其他	(115.0)	(126)	10%
香港-港灯	328.0	237.0	-28.0%
中国大陆	234.0	254.0	9.0%
其他国家	397	356	-10%
总计	3994	3415	-14%

电能实业19H1净利润拆分

3.2.3 港铁(66.HK): 香港事件影响客运, 但19H2物业销售有望增加

➤ **港铁(66.HK)**大股东为香港政府, 持股约75%。港铁采取“物业为主铁路为辅”的商业模式, 通过提供铁路服务得到铁路沿线地产的物业发展权, 对开发合作商招标共同发展商业或住宅地产, 进而以较低的资金投入享受因交通改善而促成的地产升值, 铁路的客流红利亦有利于其商场物业的零售额增长从而增加公司的租金或经营分成。同时作为铁路服务提供者, 公司还顺水推舟享受车站内的零售设施和广告收入。19H1公司计提了沙中线 and 英国西南部铁路约20亿港元的一次性拨备, 加上员工成本和设施折旧摊销提升, 19H1公司净利润同比跌26%。虽然香港事件可能在19H2影响客运量, 但公司香港物业业务作为利润主要来源, 在下半年有望推出康城站Malibu小区、日出康城4-6期以及朗屏站的朗城汇小区, 有望为公司利润带来贡献。此外, 除运营香港本地铁路线路外, 也参与建设运营北京四、十四和十六号线、深圳四号线、杭州地铁一号线以及澳门即将运行的路凼轻轨线, 也包括澳洲、瑞典和英国部分线路, 未来中国和国际业务有望继续扩张。公司目前2.73%股息较为稳定。



港铁19H1收入同比增长7.2%

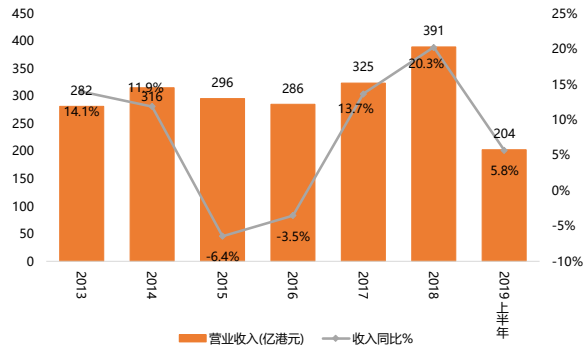
受沙中线、英国西南部铁路计提拨备, 港铁19H1利润同比跌22%

	公司收入拆分			公司利润拆分		
	18H1	19H1	同比%	18H1	19H1	同比%
总收入	26373	28272	7%	6077	4484	-26%
香港客运业务	9328	10690	15%	1148	952	-17%
中国内地、国际业务及物业租赁等	10453	10558	1%	339	560	65%
香港车站商务	3075	3555	16%	2414	2679	11%
香港物业	2517	2635	5%	2128	2229	5%
其他业务	1000	834	-17%	48	(1936)	-

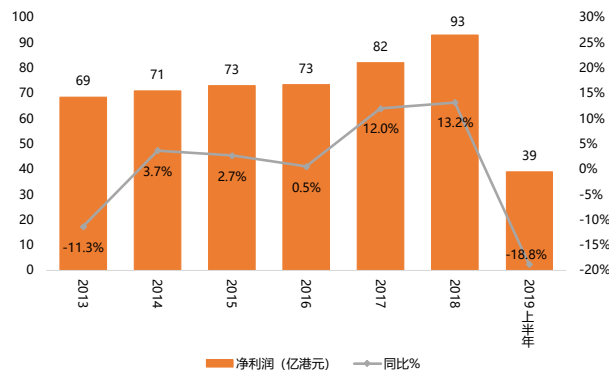
港铁19H1收入和利润拆分

3.2.4 香港中华煤气(3.HK): 香港燃气需求疲软, 内地竞争压力加大

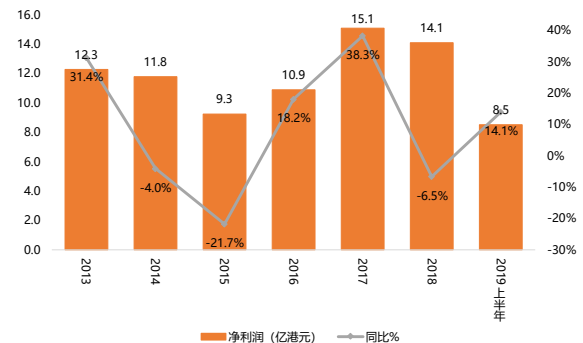
香港中华煤气(3.HK)大股东为李兆基的恒基地产, 持股约42%。公司主要由香港和内地燃气业务组成, 19H1收入占比分别为26%和66%, EBITDA占比分别为45%和49%, 其中公司持股63%主营内地燃气业务的港华燃气(1083.HK), 19H1港华燃气收入占母公司的32%、EBITDA占16%。2019年以来香港餐饮和工业等燃气需求下降, 香港收入同比跌2%, 下半年香港燃气收入或难有起色。内地方面, 受煤改气政策继续推进, 内地燃气收入同比增13% (港华燃气同比增20%), 但19Q2开始天然气价格上涨导致成本加大, 利润增速有所放缓。下半年随着国内宏观压力, 包括工业、商业用气需求或有放缓, 内地燃气增速或承压。但随着国内燃气竞争压力加大、集中度提升, 港华燃气由于估值较低(1.0x P/B对比港股燃气行业2x-4x估值), 我们认为或有被收购和私有化的可能。香港中华煤气2.2%股息率吸引力也较弱。



香港中华煤气收入同比增速



香港中华煤气净利润同比增速



港华燃气收入同比增速

	香港中华煤气燃气业务表现		
	18H1	19H1	同比%
香港燃气销售量(百万立方米)	16158	15776	-2%
客户数量(万户)	189	192	2%
内地燃气能源业务收入	11962	13459	13%
客户数量(万户)	2655	2852	7%
	港华燃气业务表现		
	18H1	19H1	同比%
燃气销售量(百万立方米)	4949	5619	14%
客户数量(万户)	1221	1303	7%

香港中华煤气和港华燃气19H1燃气业务表现

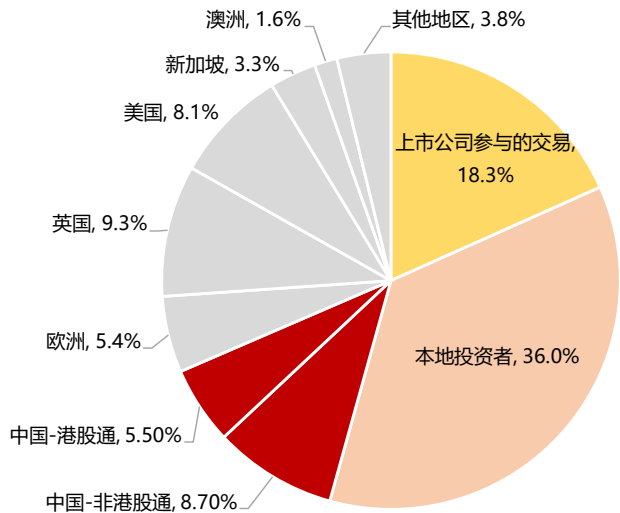
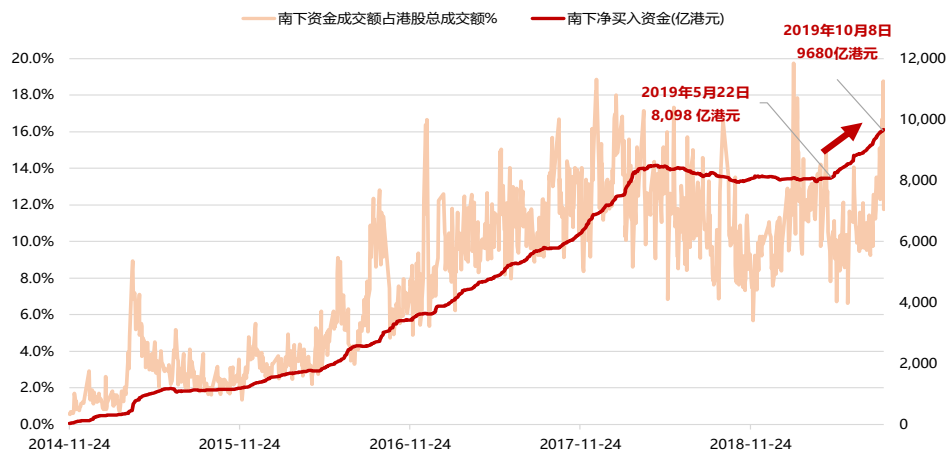
	香港中华煤气业务拆分(百万港元)		
	18H1	19H1	同比%
香港燃气能源业务收入	5314	5207	-2%
经调整EBITDA	2744	2620	-5%
内地燃气能源业务收入	11962	13459	13%
经调整EBITDA	2809	2889	3%
新能源业务收入	1558	1268	-19%
经调整EBITDA	489	303	-38%
房地产业务收入	34	29	-15%
经调整EBITDA	21	17	-19%
其他业务	374	389	4%
经调整EBITDA	47	49	4%
总收入	19242	20352	5.8%
经调整EBITDA	6110	5878	-3.8%
	港华燃气业务拆分(百万港元)		
	18H1	19H1	同比%
燃气销售收入	4728	5619	19%
经调整EBITDA	466	549	18%
燃气接驳收入	856	893	4%
经调整EBITDA	405	416	3%
总收入	5584	6512	16.6%
经调整EBITDA	871	965	10.8%

香港中华煤气和港华燃气19H1业绩和同比

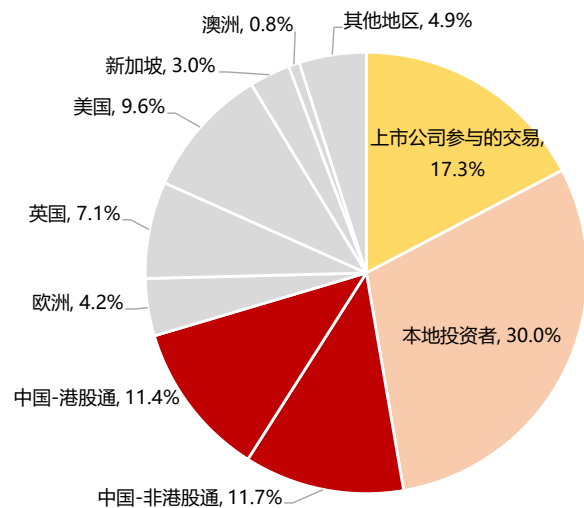
3.3.1 策略3：外资唱罢内资登场，内资万亿累计净买入，未来将扮演更重要角色

- 随着7月以来香港事件升级，同时伴随中美贸易摩擦引发人民币汇率波动，根据EPFR统计，包括香港在内的新兴市场股票型基金自6月开始经历了连续15周净流出。
- 自5月中旬港股通南下资金连续17周净买入，总金额涨幅相比5月中旬达20%。自2014年港股通开通以来累计净买入已达9680亿港元，日均成交额最高时已占港股总成交额的20%。我们认为内地投资者（包括港股通和内地非港股通资金）将扮演更重要角色。

2014年港股通推出至今累计净买入接近9700亿港元，日成交额占比近20%



2016年香港现货市场结构，中国内地持股共计14.2%



2018年香港现货市场结构，中国内地(含港股通)持股共计23.1%

3.3.2 策略3：消费+科技受北上资金青睐，双轮驱动A股热门主题

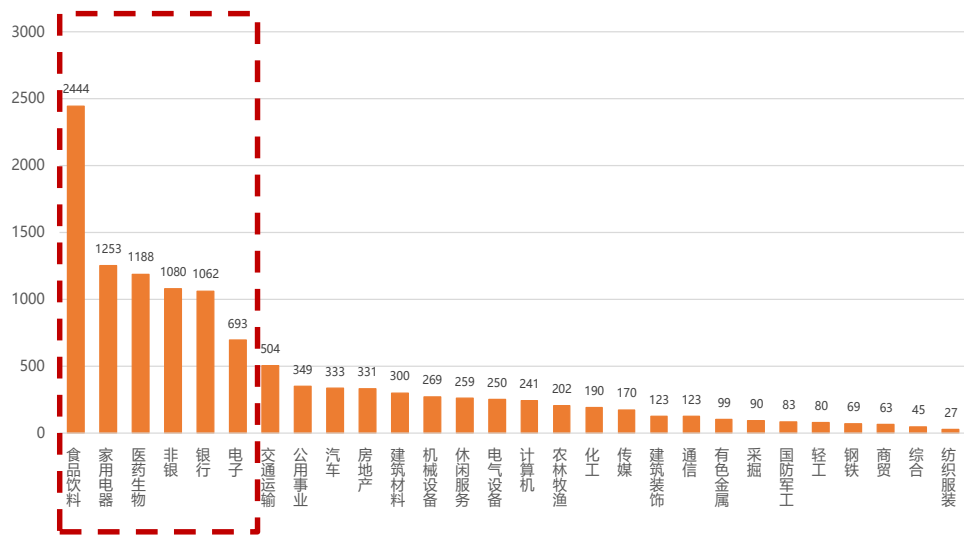
➤ 今年A股热门主题集中在消费和科技板块，主要由于国内产业结构转型的背景下，以服务业和消费者为导向的产业趋势成为主流，再加上为谋求技术的自主可控，国家政策加大对信息科技（如半导体、5G、计算机产业）的支持力度，并通过资本市场加以辅助（如科创版）。因此今年A股热门主题涨幅明显，包括白酒、半导体、手机产业链、5G、券商等。外资也青睐于配置业绩稳健、竞争力强的龙头消费股和科技白马股，目前外资配置的行业集中在食品饮料、家电、医药、非银、银行和电子等。

代码	A股主题指数	年初至今涨跌幅%	7月至今涨跌幅%
886043.WI	酒类指数	96%	12%
886063.WI	半导体指数	60%	18%
884895.WI	手机产业指数	51%	20%
884224.WI	5G指数	38%	4%
886054.WI	券商指数	33%	-5%
886040.WI	教育指数	29%	1%
886046.WI	食品指数	30%	-8%
886039.WI	餐饮旅游指数	30%	3%

A股年初至今涨幅较高的主题指数集中在科技和消费板块

序号	证券代码	证券简称	10月8日持股市值(亿元)	北上港股通持股占比(%)	板块
1	600519.SH	贵州茅台	1,195	8.1%	食品饮料
2	601318.SH	中国平安	695	7.0%	非银金融
3	000333.SZ	美的集团	558	14.6%	家用电器
4	000858.SZ	五粮液	466	7.6%	食品饮料
5	600276.SH	恒瑞医药	434	11.7%	医药生物
6	000651.SZ	格力电器	431	11.5%	家用电器
7	600036.SH	招商银行	315	4.4%	银行
8	601888.SH	中国国旅	295	12.8%	休闲服务
9	600009.SH	上海机场	238	24.2%	交通运输
10	600900.SH	长江电力	227	5.5%	公用事业
11	600887.SH	伊利股份	214	12.1%	食品饮料
12	600585.SH	海螺水泥	213	12.4%	建筑材料
13	002415.SZ	海康威视	201	6.4%	电子
14	603288.SH	海天味业	185	6.1%	食品饮料
15	000001.SZ	平安银行	175	6.6%	银行
16	002304.SZ	洋河股份	121	7.4%	食品饮料
17	600690.SH	海尔智家	119	12.2%	家用电器
18	000002.SZ	万科A	108	4.1%	房地产
19	601901.SH	方正证券	102	17.4%	非银金融
20	600031.SH	三一重工	101	8.2%	机械设备

北上港股通资金持股市值前20大个股



北上港股通资金行业持股市值从大到小排名

3.3.3 策略3: A股热门主题映射港股, 手机、5G、半导体、互联网云计算和新刚需的消费

随着内地投资者港股话语权增加, 我们认为有热门行情A股主题也将在港股受到投资者追捧, 并产生映射: 如科技板块中手机产业链(舜宇光学2382.HK、瑞声科技2018.HK等)、5G(中兴通讯763.HK、俊知集团1300.HK等)、半导体(华虹半导体1347.HK、中芯国际981.HK)和互联网云计算(美团点评3690.HK、金蝶国际268.HK等)主题。为谋求技术的自主可控, 国家政策加大对信息科技(如半导体、5G、计算机产业)的支持力度, 这些标的有望受益。

公司	股票代码	7月至今 涨跌幅%	年初至今 涨跌幅%	市值 (亿港元)	PE		P/S		股息率	是否 港股通
					19年	20年	19年	20年		
手机产业链										
舜宇光学	2382.HK	45%	71%	1,280	33.0	24.0	3.27	2.67	0.0%	是
瑞声科技	2018.HK	-2%	0%	520	19.0	14.9	2.64	2.39	3.4%	是
比亚迪电子	0285.HK	8%	28%	272	13.5	10.2	0.47	0.42	1.9%	是
鸿腾精密	6088.HK	1%	-3%	216	9.8	8.7	0.59	0.54	2.3%	是
丘钛科技	1478.HK	48%	100%	100	22.1	16.8	0.79	0.65	-	是
富智康集团	2038.HK	11%	24%	80	-	11.1	0.07	0.07	-	是
通达集团	0698.HK	-2%	-18%	38	5.0	4.1	0.39	0.34	3.2%	是
信利国际	0732.HK	0%	18%	37	4.6	4.7	0.16	0.14	-	否
高伟电子	1415.HK	-12%	44%	10	11.9	6.4	0.24	0.25	9.3%	否
5G										
中国移动	0941.HK	-6%	-8%	13,330	11.0	11.0	1.63	1.59	4.5%	是
中国电信	0728.HK	-8%	-6%	504	12.0	11.3	0.69	0.66	3.5%	是
中国联通	0762.HK	-2%	5%	2,573	18.1	13.3	0.80	0.76	1.8%	是
中兴通讯	0763.HK	-7%	42%	158	17.8	14.7	1.31	1.16	-	是
长飞光纤光缆	1929.HK	-20%	7%	637	13.0	11.5	0.90	0.82	5.4%	是
京信通信	2342.HK	7%	48%	46	28.7	12.9	0.66	0.53	0.6%	否
俊知集团	1300.HK	15%	39%	26	-	-	-	-	3.2%	否
摩比发展	0947.HK	-16%	-15%	7	-	-	-	-	2.2%	否
自主可控(半导体)										
中芯国际	0981.HK	10%	39%	482	93.7	76.2	1.98	1.76	-	是
华虹半导体	1347.HK	6%	14%	207	13.2	12.1	2.63	2.15	2.0%	是
互联网和云计算										
腾讯控股	0700.HK	-8%	5%	30,933	29.1	24.0	7.24	5.81	0.3%	是
美团点评-W	3690.HK	30%	102%	4,508	-	68.9	5.02	3.79	-	否
金蝶国际	0268.HK	-4%	21%	269	65.0	53.4	7.21	5.98	0.1%	是
金山软件	3888.HK	2%	55%	238	-	36.2	2.71	2.06	-	是

港股科技主题中手机产业链、5G、半导体自主可控和互联网云计算主题标的

3.3.3 策略3: A股热门主题映射港股, 手机、5G、半导体、互联网云计算和新刚需的消费

- 我们认为港股消费股中的新刚需行业也值得关注, 包括餐饮(颐海国际1579.HK、海底捞6862.HK)、食品饮料(维他奶国际345.HK、百威亚太1876.HK)、运动服装(李宁2331.HK、安踏2020.HK)和教育等板块。但须注意这些热门板块当前估值也较高; 而体育用品和餐饮也应多关注公司扩店速度等核心业绩; 教育板块也须及时关注政策变化对行业产生的影响。

公司	股票代码	7月至今 涨跌幅%	年初至今 涨跌幅%	市值 (亿港元)	PE		P/S		股息率	是否港 股通
					19年	20年	19年	20年		
餐饮、食品饮料										
百威亚太	1876.HK	-	10%	3,966	47.9	38.7	6.80	6.52	-	否
海底捞	6862.HK	9%	107%	1,879	65.9	45.6	6.21	4.28	0.2%	是
华润啤酒	0291.HK	15%	58%	1,382	55.0	38.5	3.62	3.39	0.4%	是
蒙牛乳业	2319.HK	1%	29%	1,203	23.8	23.3	1.41	1.33	0.7%	是
青岛啤酒股份	0168.HK	-2%	51%	315	32.3	28.5	2.21	2.12	1.1%	是
颐海国际	1579.HK	18%	156%	503	61.1	45.1	11.43	8.40	0.4%	是
VITASOY INT'L	0345.HK	-12%	14%	348	42.5	35.9	4.00	3.46	1.3%	是
呷哺呷哺	0520.HK	-9%	-10%	112	21.6	17.1	1.68	1.37	2.1%	是
教育										
中国东方教育	0667.HK	37%	54%	333	36.4	28.0	7.63	6.26	-	是
中教控股	0839.HK	-3%	26%	240	28.7	23.1	11.06	8.91	0.3%	是
宇华教育	6169.HK	22%	35%	137	17.7	14.1	7.60	5.79	3.1%	是
新东方在线	1797.HK	39%	25%	119	-	801.3	7.55	4.92	-	是
希望教育	1765.HK	4%	39%	77	15.2	11.9	5.35	4.23	1.4%	是
中国科培	1890.HK	12%	66%	81	17.0	14.5	10.31	8.70	2.5%	是
枫叶教育	1317.HK	-16%	-22%	78	10.9	9.3	4.38	3.68	4.0%	是
睿见教育	6068.HK	-22%	18%	66	14.8	11.9	3.55	2.94	2.8%	是
民生教育	1569.HK	-9%	3%	54	11.8	9.8	4.91	4.00	-	是
新高教集团	2001.HK	2%	-9%	47	11.0	8.6	3.99	3.20	2.0%	是
运动服饰										
安踏体育	2020.HK	27%	85%	1,837	29.9	23.8	5.27	4.30	0.9%	是
李宁	2331.HK	31%	190%	557	40.0	33.2	3.98	3.32	0.4%	是
特步国际	1368.HK	-4%	13%	110	12.6	10.4	1.30	1.09	5.1%	是

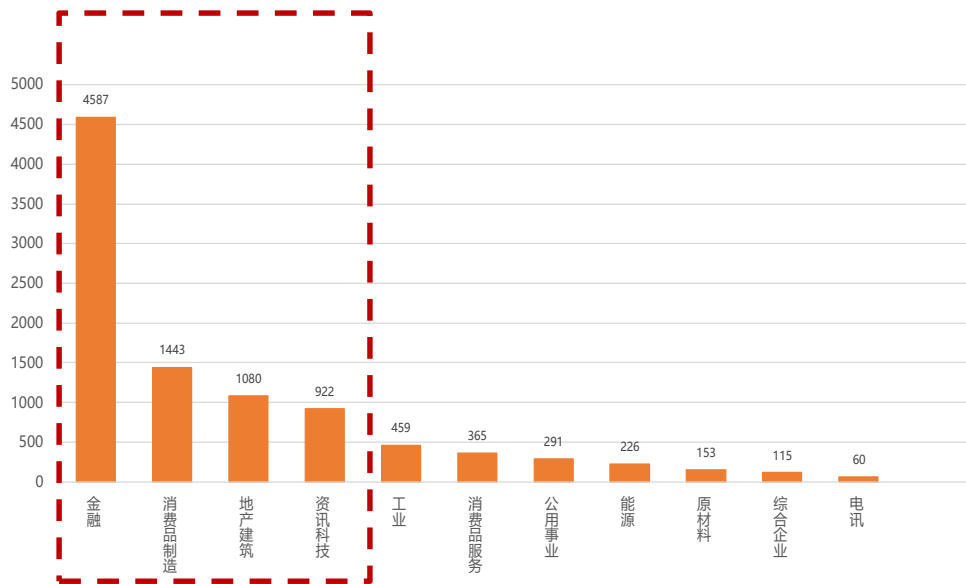
港股新刚需的消费主题中餐饮、食品饮料、教育和运动服饰主题

3.4 南下资金青睐高股息、A-H溢价的金融板块，以及科技、消费和医药龙头

我们发现南下资金一方面倾向于配置高股息和A-H溢价的蓝筹股，主要集中在银行、保险和地产板块，因为南下资金普遍为机构客户，如保险、基金、券商资管等，机构投资者对于这些板块较为熟悉，同时为了寻求稳定收益，港股高股息率和A-H折价更有吸引力。受A股消费和科技板块主题的驱动，内地投资者也青睐配置港股较稀缺的科技、医药龙头，如腾讯控股700.HK、中国生物制药1177.HK等。

排名	股票代码	股票简称	净买入(亿港元)
1	0939.HK	建设银行	234.9
2	1398.HK	工商银行	118.3
3	0700.HK	腾讯控股	114.0
4	2318.HK	中国平安	30.0
5	2382.HK	舜宇光学科技	28.4
6	1177.HK	中国生物制药	27.0
7	2601.HK	中国太保	22.5
8	1088.HK	中国神华	21.1
9	1299.HK	友邦保险	19.2
10	0388.HK	香港交易所	18.7

南下港股通资金近3个月净买入前10大标的



南下港股通资金行业持股市值从大到小排名

序号	证券代码	证券简称	10月8日持股市值(亿港元)	港股通占港股总股数(%)	股息率%	H股相对A股折让
1	1398.HK	工商银行	963	21.2%	5.4%	14%
2	0005.HK	汇丰控股	858	7.3%	6.8%	-
3	0939.HK	建设银行	789	5.4%	5.9%	23%
4	0700.HK	腾讯控股	581	1.7%	0.3%	-
5	1918.HK	融创中国	312	20.0%	2.9%	-
6	3968.HK	招商银行	212	11.4%	2.9%	3%
7	2601.HK	中国太保	192	20.6%	4.0%	26%
8	2318.HK	中国平安	165	2.4%	2.3%	7%
9	1288.HK	农业银行	136	14.4%	6.5%	20%
10	3988.HK	中国银行	136	5.2%	6.9%	22%
11	1336.HK	新华保险	106	30.7%	2.8%	43%
12	1088.HK	中国神华	103	18.5%	6.5%	24%
13	0175.HK	吉利汽车	102	8.8%	2.6%	-
14	1177.HK	中国生物制药	97	6.7%	0.6%	-
15	2382.HK	舜宇光学科技	95	7.5%	0.6%	-
16	0998.HK	中信银行	95	15.1%	6.2%	33%
17	0288.HK	万洲国际	85	8.2%	2.8%	-
18	1299.HK	友邦保险	76	0.8%	1.7%	-
19	0981.HK	中芯国际	75	16.2%	-	-
20	0902.HK	华能国际电力股份	71	35.1%	3.2%	41%

南下港股通资金持股市值前20大个股

3.4 策略4：高股息和差价较大的A-H蓝筹，包括银行和保险板块，以及科技和医药龙头

代码	公司名称	年初至今	流通市值 亿港元	股息率 %	P/E		P/B		是否 港股通
					19年	20年	19年	20年	
0700.HK	腾讯控股	5%	30933	0.3%	30.0	24.8	6.8	5.4	是
0939.HK	建设银行	-1%	14305	5.9%	5.1	4.8	0.6	0.6	是
0941.HK	中国移动	-8%	13330	4.5%	10.7	10.7	1.1	1.0	是
0883.HK	中国海洋石油	2%	5152	6.3%	8.7	8.5	1.1	1.0	是
1398.HK	工商银行	1%	4539	5.4%	5.4	5.2	0.7	0.6	是
3690.HK	美团点评-W	102%	4508	0.0%	-	77.9	4.9	4.6	否
0267.HK	中信股份	-15%	2880	4.4%	5.4	5.1	0.5	0.4	是
1928.HK	金沙中国有限公司	9%	2806	5.7%	17.1	15.4	8.0	7.5	是
0688.HK	中国海外发展	-1%	2761	3.8%	5.9	5.1	0.8	0.7	是
3988.HK	中国银行	-3%	2559	6.9%	4.5	4.3	0.5	0.5	是
1109.HK	华润置地	16%	2311	3.8%	8.6	7.3	1.3	1.2	是
3333.HK	中国恒大	-24%	2308	0.0%	4.4	4.1	1.2	1.0	是
2007.HK	碧桂园	22%	2240	5.8%	4.7	4.1	1.3	1.0	是
3328.HK	交通银行	-12%	1768	6.9%	4.6	4.4	0.5	0.5	是
0960.HK	龙湖集团	37%	1789	3.8%	9.5	7.8	1.7	1.5	是
1810.HK	小米集团-W	-32%	1526	0.0%	17.1	13.5	2.2	1.9	否
1918.HK	融创中国	32%	1426	2.9%	4.9	3.8	1.6	1.2	是
3692.HK	翰森制药	19%	1343	0.0%	45.4	36.0	10.1	8.3	是
1177.HK	中国生物制药	107%	1319	0.6%	34.6	29.2	3.5	3.1	是
2382.HK	舜宇光学科技	71%	1280	0.6%	33.3	24.2	9.5	7.2	是
0386.HK	中国石油化工股份	-8%	1169	9.6%	8.1	7.8	0.7	0.7	是
1093.HK	石药集团	55%	1066	1.1%	22.3	18.3	4.9	4.1	是
2269.HK	药明生物	56%	1003	0.0%	85.5	58.8	9.7	8.3	是
1658.HK	邮储银行	21%	953	4.6%	6.3	5.6	0.7	0.7	是
1288.HK	农业银行	-5%	941	6.5%	4.6	4.4	0.6	0.5	是
0656.HK	复星国际	-9%	830	5.1%	5.3	4.7	0.6	0.6	是
0857.HK	中国石油股份	-13%	846	4.7%	11.6	10.9	0.5	0.5	是
0788.HK	中国铁塔	23%	821	0.1%	55.8	35.9	1.5	1.5	是
2601.HK	中国太保	19%	799	4.0%	8.5	8.6	1.4	1.3	是

市值大于800亿港元且股息率超3%的非香港本地蓝筹股，以及科技+医药龙头股

3.4 策略4：高股息和差价较大的A-H蓝筹，包括银行和保险板块，以及科技和医药龙头

代码	公司名称	年初至今 %	流通市值 亿港元	股息率 %	P/E		P/B		H股相对A股折让% 10月8日
					19年	20年	19年	20年	
6066 HK Equity	中信建投证券	33%	70	3.3%	9.52	8.76	0.90	0.84	78%
1330 HK Equity	绿色动力环保	6%	13	3.3%	9.47	7.38	1.19	1.06	75%
1816 HK Equity	中广核电力	8%	217	4.0%	9.25	8.46	1.10	1.02	58%
6099 HK Equity	招商证券	-11%	85	3.2%	10.28	9.25	0.79	0.74	52%
338 HK Equity	上海石油化工股份	-29%	78	12.2%	7.75	7.51	0.77	0.74	52%
1528 HK Equity	红星美凯龙	0%	43	4.8%	5.33	4.74	0.45	0.41	49%
598 HK Equity	中国外运	-23%	52	5.7%	6.76	6.08	0.65	0.60	49%
1772 HK Equity	赣锋锂业	8%	26	3.7%	8.92	7.24	1.25	1.10	48%
991 HK Equity	大唐发电	-9%	95	6.7%	9.69	7.79	0.58	0.56	48%
1800 HK Equity	中国交通建设	-14%	270	4.2%	4.37	4.01	0.43	0.39	46%
1618 HK Equity	中国中冶	-7%	49	4.4%	5.03	4.37	0.47	0.44	46%
2238 HK Equity	广汽集团	5%	242	5.0%	6.90	6.20	0.85	0.78	42%
107 HK Equity	四川成渝高速公路	0%	20	5.0%	6.84	6.41	0.41	0.40	45%
6198 HK Equity	青岛港	-3%	50	9.2%	7.45	6.86	0.93	0.85	44%
564 HK Equity	郑煤机	13%	10	4.6%	5.31	4.57	0.46	0.42	42%
857 HK Equity	中国石油股份	-13%	846	3.7%	11.72	10.72	0.54	0.52	41%
921 HK Equity	海信家电	34%	34	4.1%	6.33	5.46	1.24	1.08	41%
1812 HK Equity	晨鸣纸业	-22%	16	8.8%	5.45	3.62	0.35	0.32	40%
2039 HK Equity	中集集团	19%	139	7.3%	8.20	6.79	0.58	0.53	40%
2333 HK Equity	长城汽车	22%	160	6.5%	10.82	9.69	0.77	0.73	40%
3993 HK Equity	洛阳钼业	-6%	101	5.2%	21.91	17.50	1.13	1.10	36%
1766 HK Equity	中国中车	-28%	230	3.1%	10.86	9.52	1.04	0.97	35%
998 HK Equity	中信银行	-5%	625	6.1%	4.10	3.90	0.43	0.39	34%
1171 HK Equity	兖州煤业股份	37%	154	7.5%	4.18	4.37	0.61	0.56	33%

A-H股中股息超3%同时H股相对A股折让超30%的股票

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下