

中行健  
明德安泰

## 港股市场第四季度展望

柳暗花明 还是 砥砺前行？

颜招骏, CFA

2020年10月16日

# 摘要

- 第四季影响资产价格的三大因素先后次序为：政治 > 经济 > 疫情。
- 环球风险资产于9月通过波动调整去释放压力，经济基本面仍然向好，全球资金充裕。
- 恒指9月的下跌，主要受大盘股盈利下调拖累，尤其是金融及传统行业，好在其估值已在较低位置，进一步下滑空间不大。另一方面，科技、消费及医药等前期领涨标的本轮调整主要是释放估值压力，盈利预期则仍然比较稳定，甚至小幅上调。
- 展望四季度，美联储维持宽松政策但暂时缺乏更积极的方向，流动性推升估值动力减弱，企业盈利成推高股价的动力；国内货币和财政政策因经济复苏势态回稳而进一步回归正常化。美国大选的临近，海外不确定性增加，市场波动有所扩大。恒指继续维持区间震荡，根据盈利收益率差模型给予恒指四季度基本目标价为24,889点，对应21年10.94倍PE，以24,500点为交易中枢，行业交易机会为主。
- 前期领涨的科技类及生物医药股票基本面向好趋势未变，可继续逢低布局。
- 内循环下重点关注消费内需股，受益国内经济持续复苏，同时受海外疫情负面影响较小，有修复空间。
- 关注受益“十四五”产业如新能源汽车、光伏及进口替代的医疗器械。



# 第一章

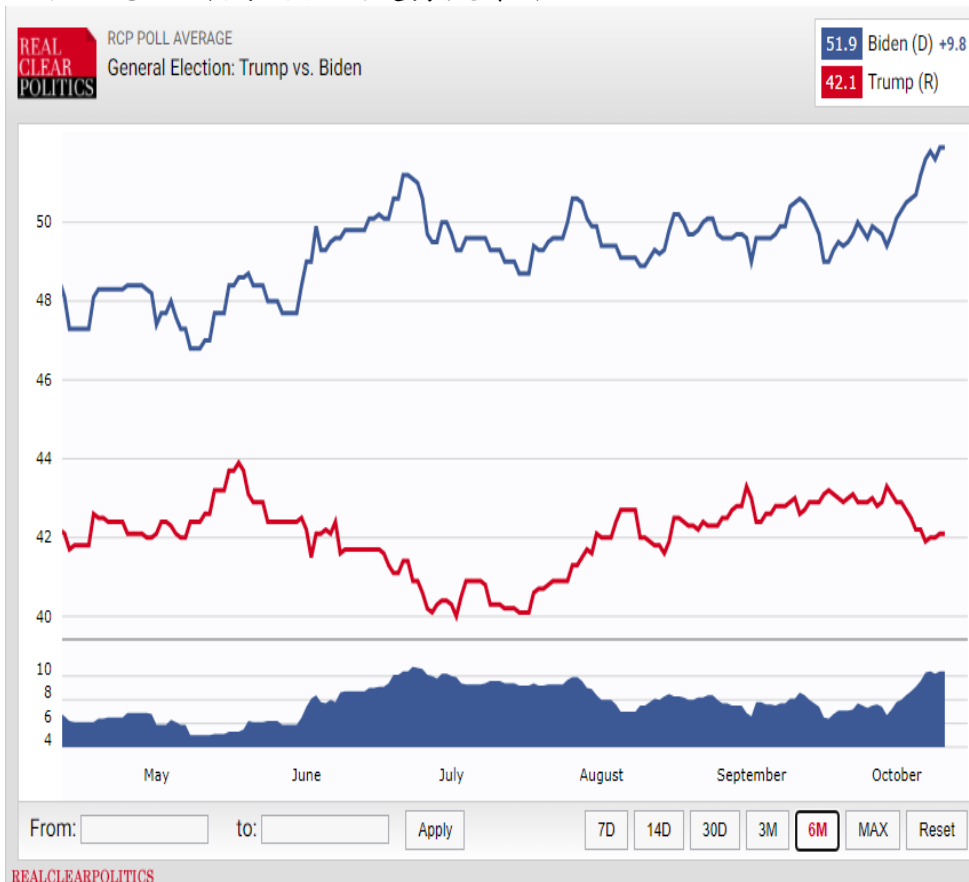
## 美国大选

---

# 谁当总统对标普500指数表现影响也不大

- 拜登提高个人及企业所得税，积极财政政策：短期美元、美债息上升；长期美元走弱
- 特朗普倾向维持低税率及低利率，支持美国优先；短期美元、美债息小幅上行；长期视乎中美关系
- 若总统与参众两院对立，美股短期或有震荡，但谁当总统对美股长线走势关系不大

选举年	总统	10月	11-1月平均	全年
1960	民主党	-0.2%	5.3%	11.4%
1964	民主党	0.8%	1.1%	14.2%
1968	共和党	0.7%	-0.4%	10.4%
1972	共和党	0.9%	1.6%	11.2%
1976	民主党	-2.2%	-0.3%	1.1%
1980	共和党	1.6%	0.9%	12.5%
1984	共和党	0.0%	2.5%	10.1%
1988	共和党	2.6%	2.0%	14.8%
1992	民主党	0.2%	1.6%	6.6%
1996	民主党	2.6%	4.0%	24.4%
2000	共和党	-0.5%	-0.6%	1.0%
2004	共和党	1.4%	1.2%	3.6%
2008	民主党	-16.9%	-4.5%	-39.1%
2012	民主党	-2.0%	2.1%	14.4%
2016	共和党	-1.9%	2.4%	17.6%
2020	共和党	???	???	???
均值(剔出08年)		0.3%	1.7%	11.0%
民主党		-0.1%	2.3%	12.0%
共和党		0.6%	1.2%	10.2%



数据来源：Bloomberg、RCP、中泰国际研究部

数据来源：RCP、中泰国际研究部



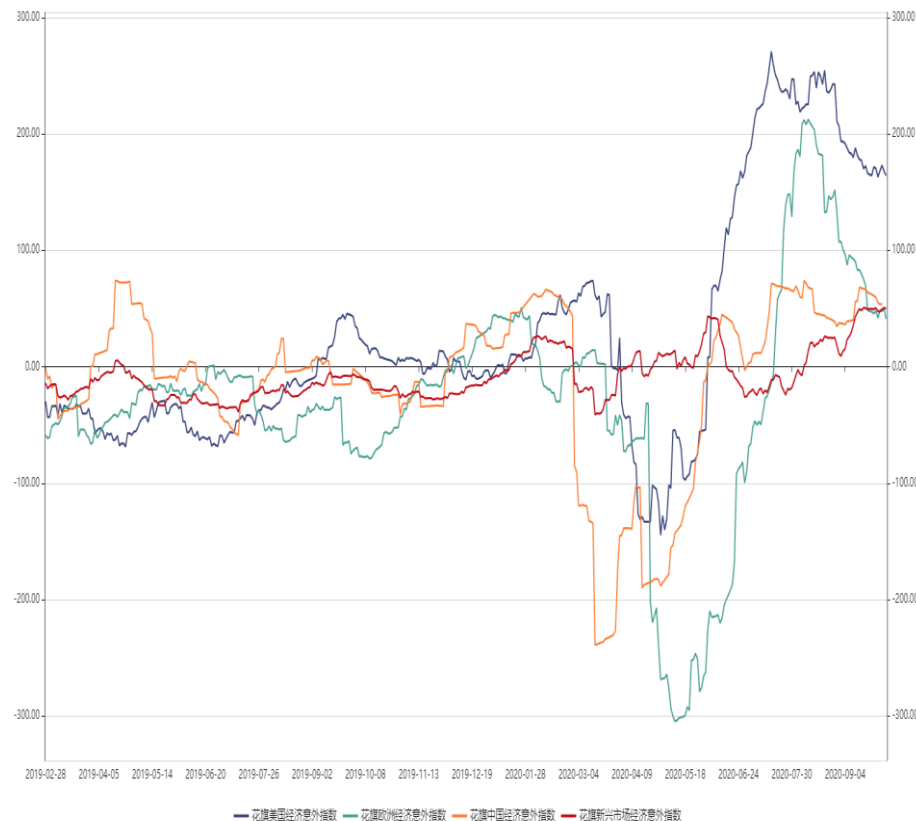
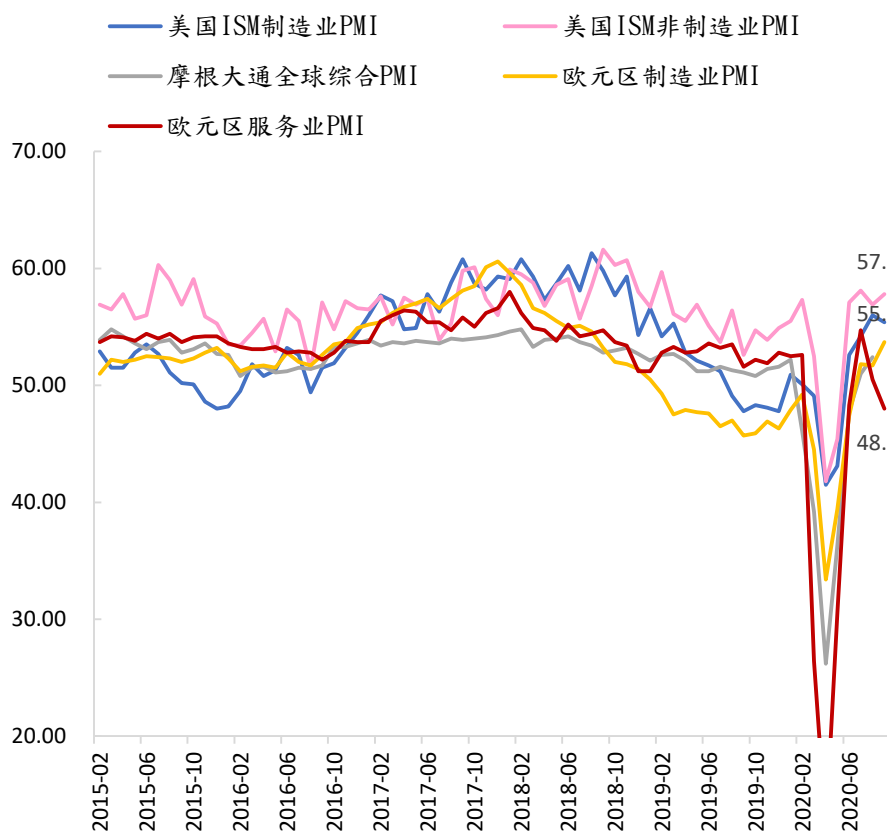
## 第二章

### 经济

---

# 经济反弹动力虽略有下降，但美国经济依然强劲

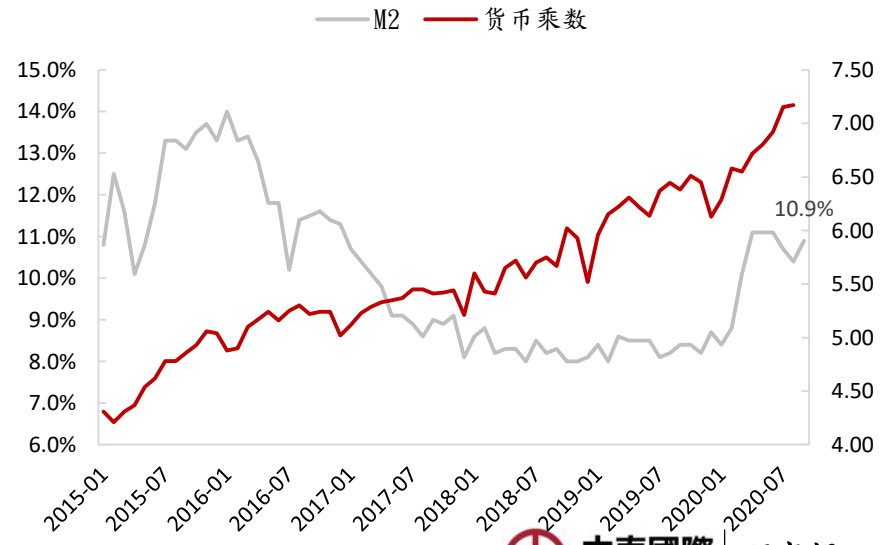
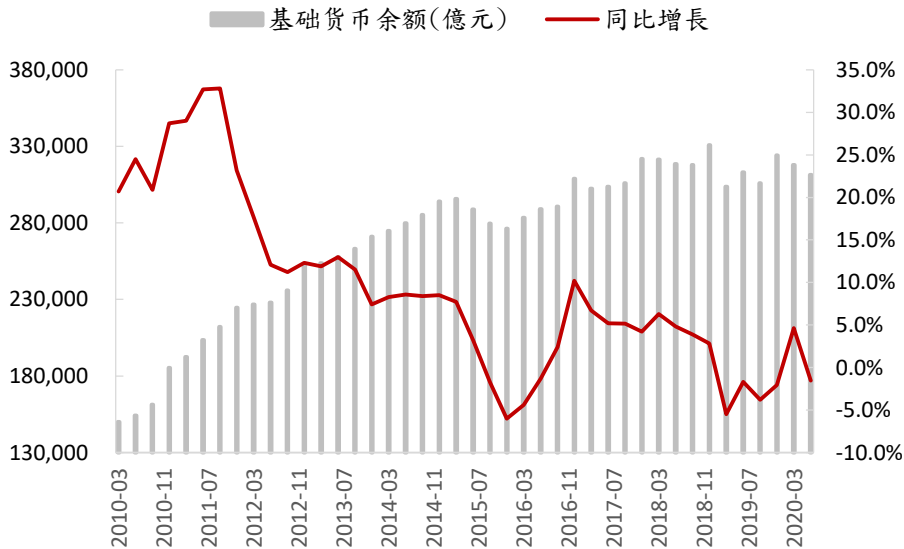
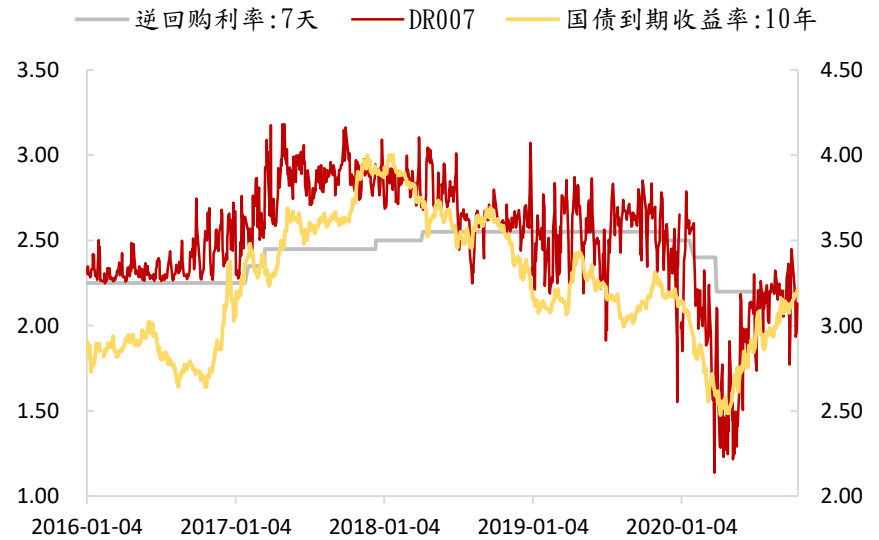
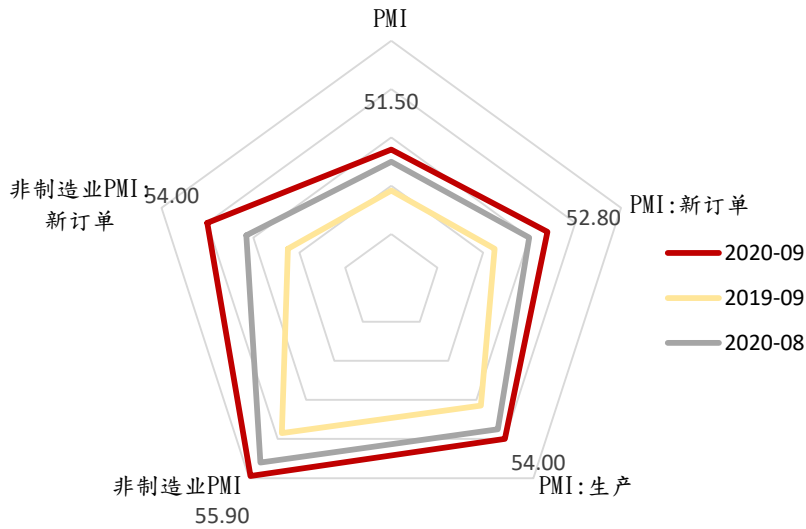
- 全球经济于Q2及Q3谷底反弹，但近期复苏动力下降，欧元区服务业率先掉头回落至收缩区间。
- 美国及欧洲花旗经济意外指数自7月下旬反复回落。
- 但美国制造业、建筑业、运输、零售等行业非农就业人数都快回到疫情前，经济复苏动力良好。



数据来源：WIND、中泰国际研究部

数据来源：WIND、中泰国际研究部

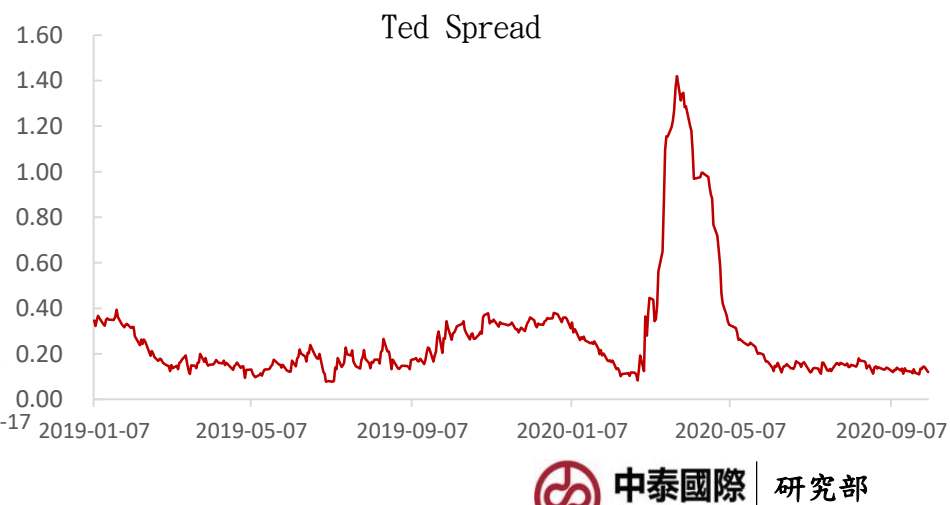
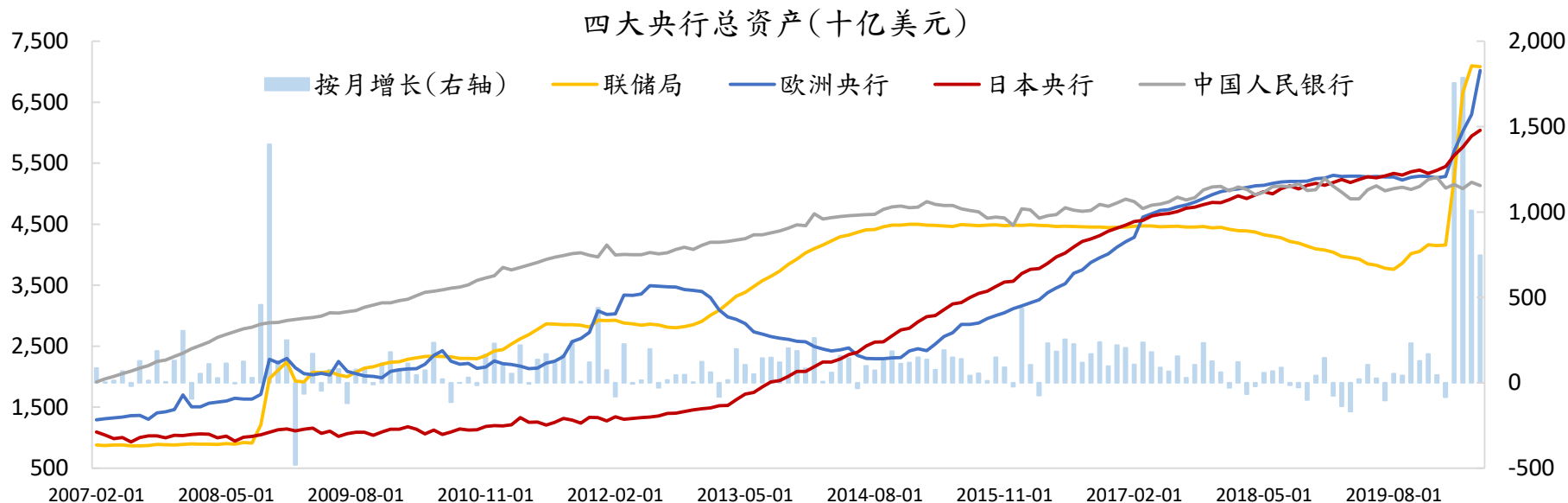
# 经济持续复苏，货币政策回归正常化



数据来源：WIND、中泰国际研究部

数据来源：WIND、中泰国际研究部

# 欧、美、日央行放水6万亿，全球资金充足，无系统性风险







# 第三章

## 疫情

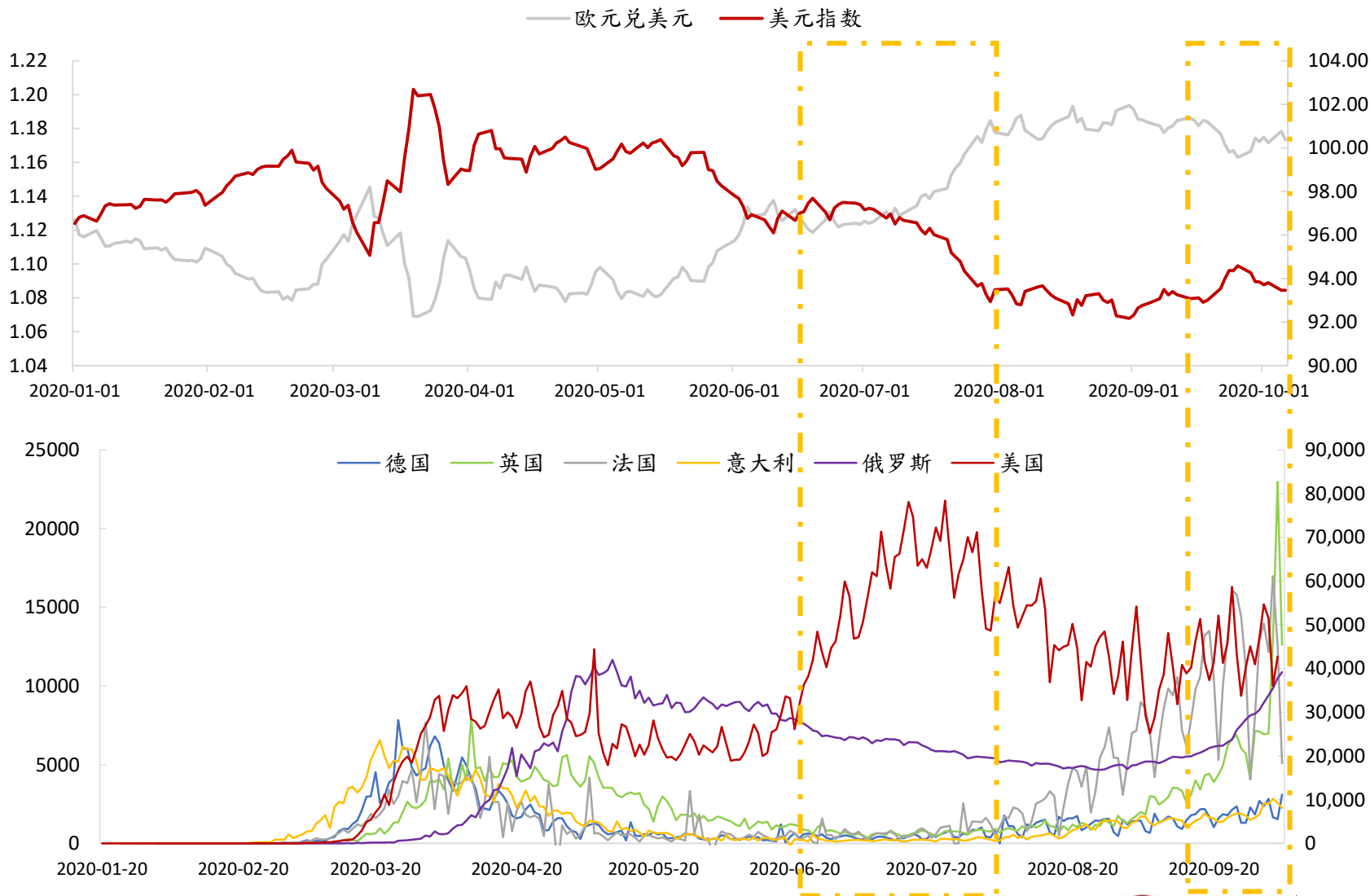
---

# 疫情已不是影响美股重要因素



数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部

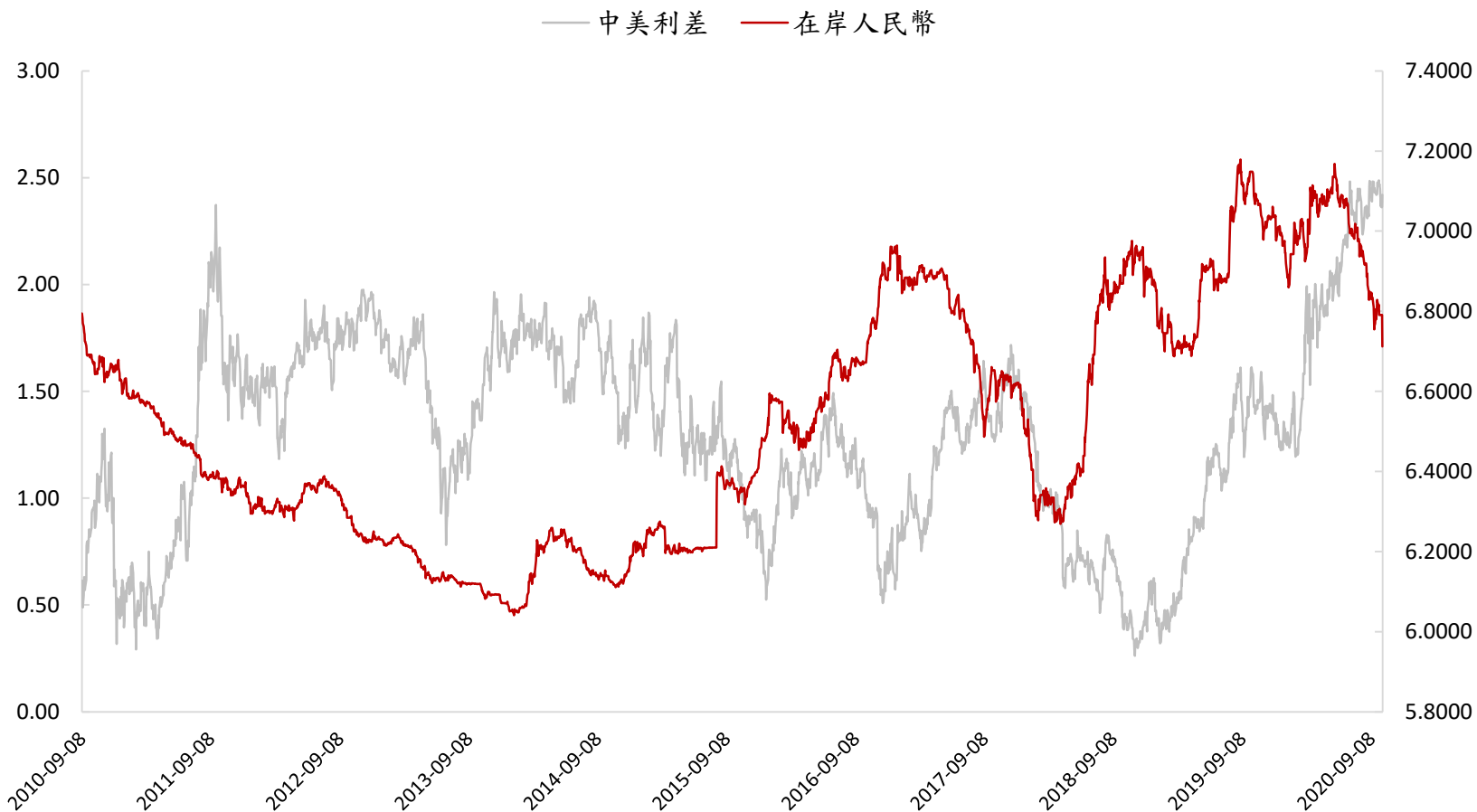
# 欧美疫情错位，美元指数有升值风险



数据来源：WIND、中泰国际研究部

# 人民币短期单边升值态势缓和，转向双向波动

- 人行宣布将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0，降低沽空人民币的成本，同时发放了对中长期基本面向好的信心。



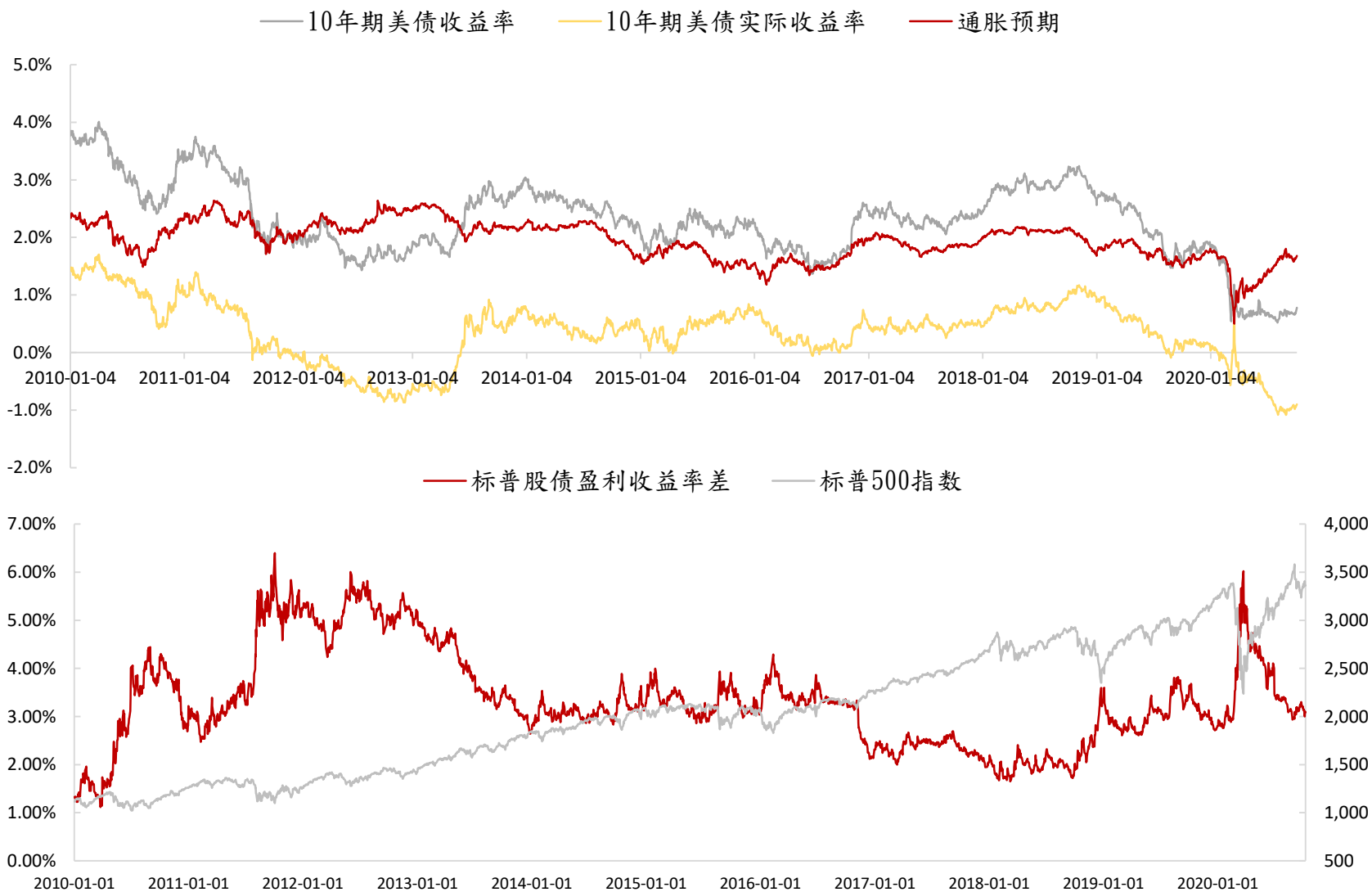
数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部(截至10月9日)



## 第四章

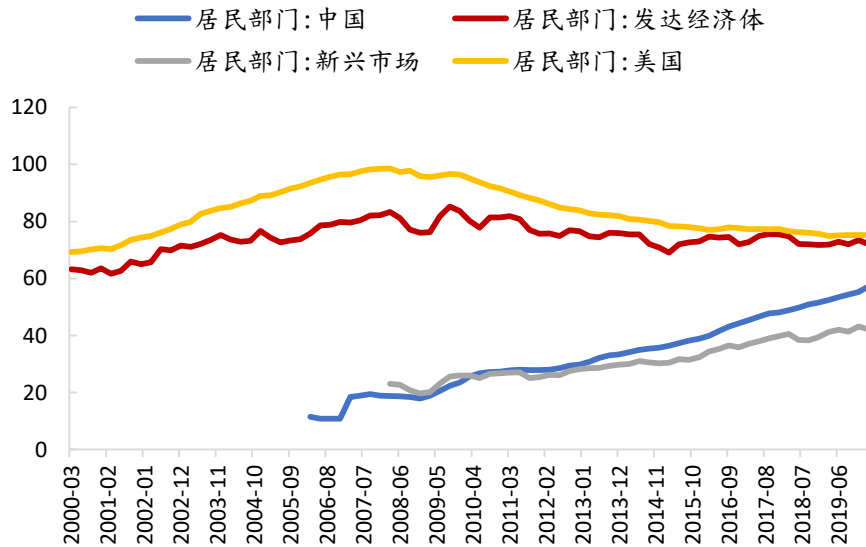
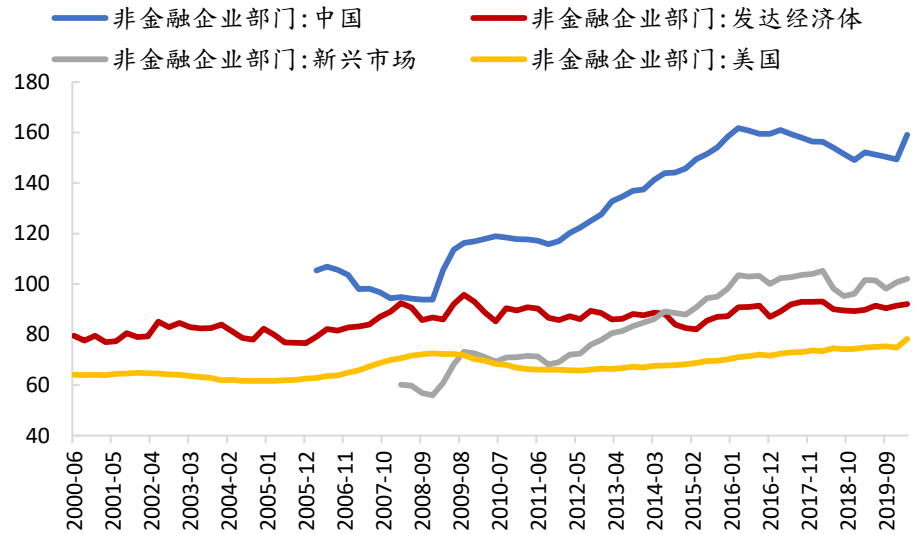
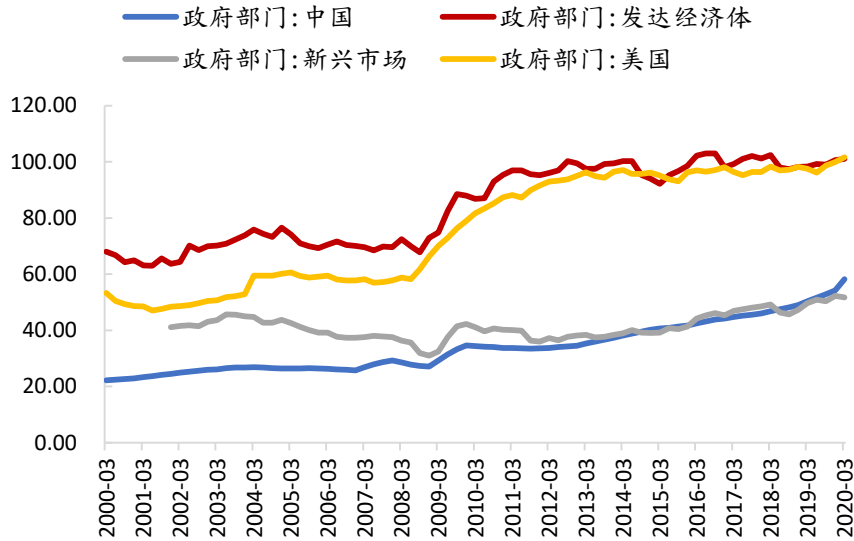
柳暗花明还是砥砺前行？

# 美股处大涨小回走势

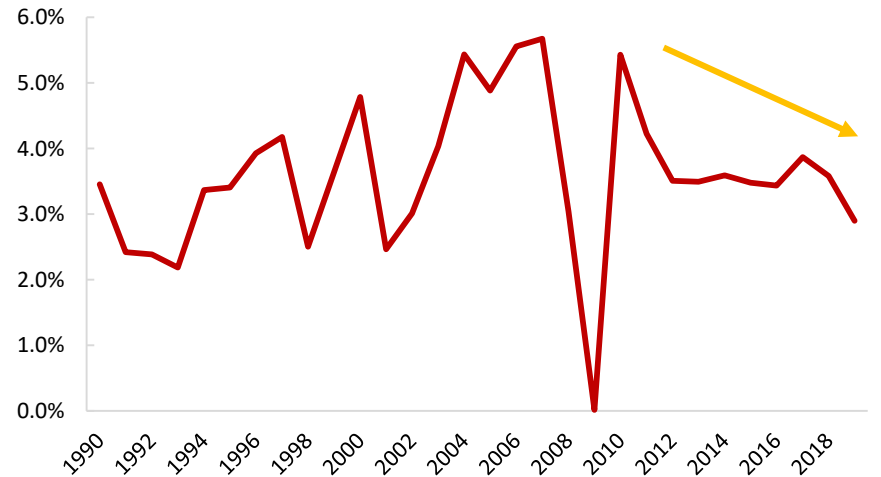


数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部(截至10月9日)

# 09年后发达市场在稳杠杆，新兴市场加杠杆



全球实际GDP同比增长



数据来源：WIND、中泰国际研究部

# 价值股短期或有阶段性机会，但长期回归增长股

## MSCI 增长指数及价值指数



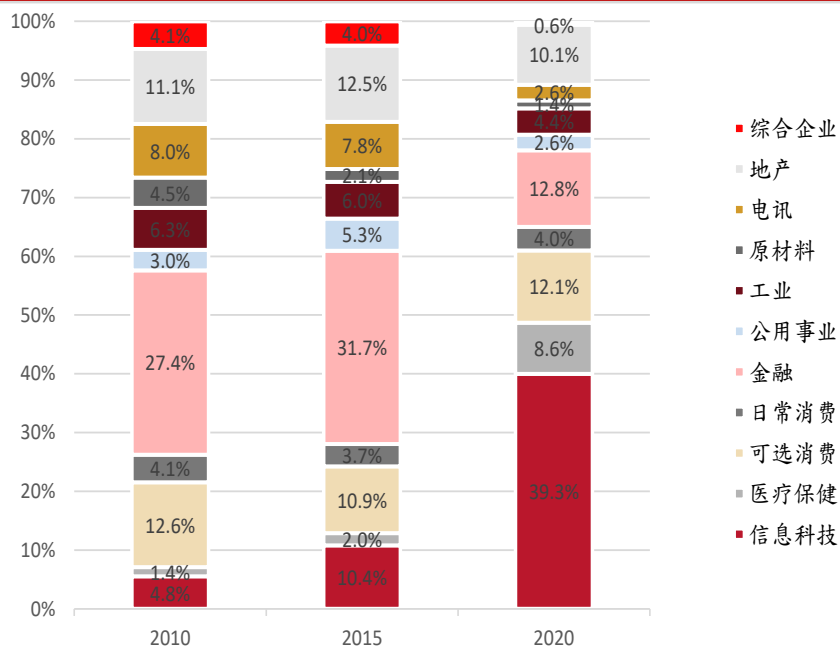
数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部(截至10月9日)



# 港股行业结构及行业成交金额占比正发生积极变化

- 资金从旧经济转移至新经济迹象明显，有助减少新经济股份的流动性折让，对提升整体估值发挥作用，当中以信息科技行业为甚。信息科技业成交金额占大市成交比例从2010年的4.8%大幅提升至2020年8月的39.3%；医疗保健业成交占比从2010年的1.4%增加至2020年8月的8.6%；金融行业占比从27.4%大幅下降至12.8%。
- 当前可选消费、信息科技及医疗保健行业股份是打入活跃成交榜的常客。于港股50大市值公司中，可选消费公司市值占比从2010年的1.6%大增至2020年的29.7%；信息科技从2010年的1.4%增加至2020年的17.7%；金融业占比由56.6%下降至33.8%。

新经济行业占大市成交金额占比日益提升



50大市值股份行业分布

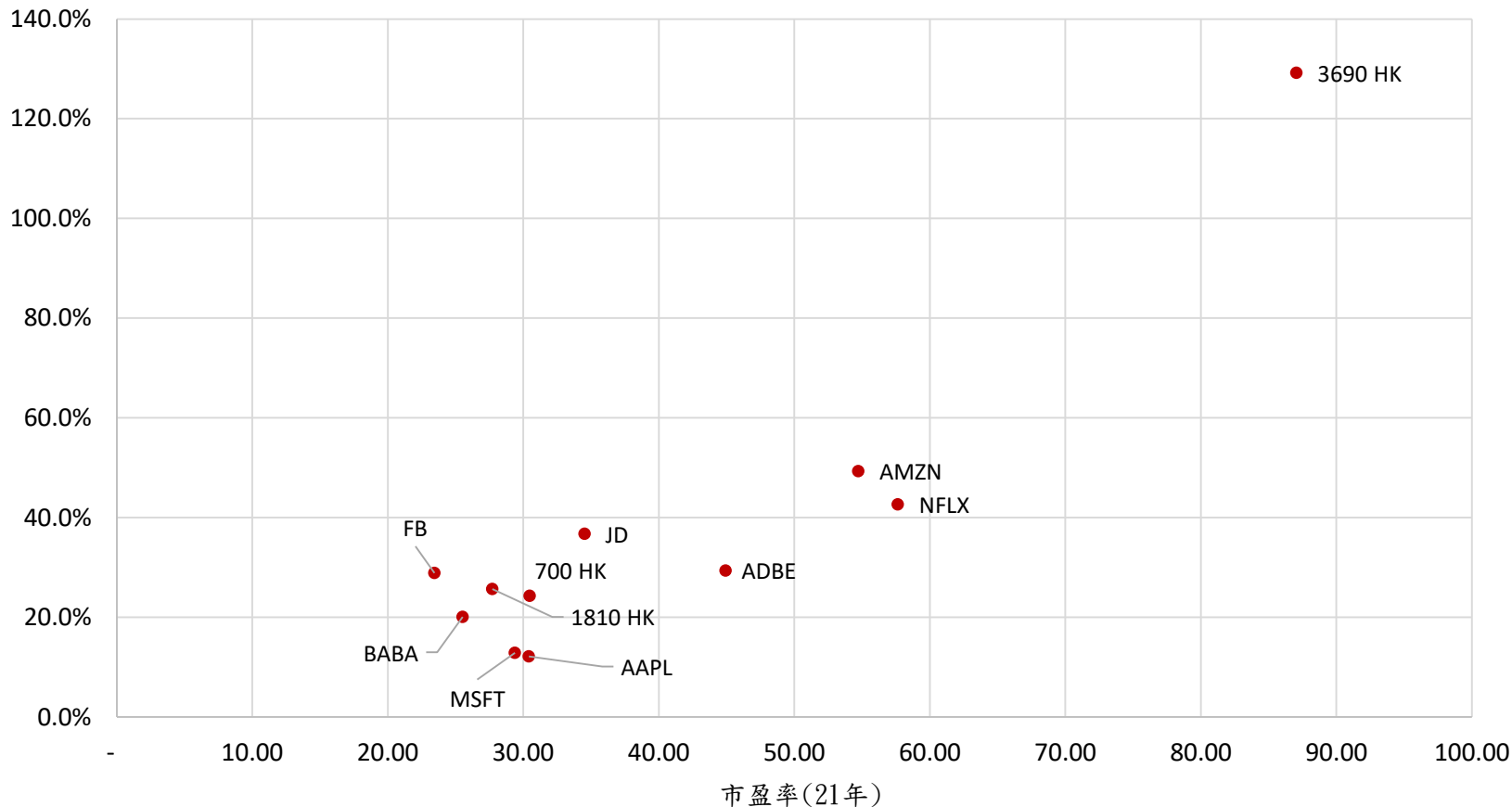
行业	2010	2015	2020
金融	56.6%	54.6%	33.8%
可选消费	1.6%	2.4%	29.7%
信息技术	1.4%	5.6%	17.7%
能源	17.0%	10.3%	4.4%
房地产	4.0%	4.9%	3.9%
电信服务	10.5%	10.7%	3.9%
医疗保健	0.0%	0.0%	2.9%
日常消费	0.5%	0.0%	2.1%
材料	1.7%	0.0%	0.9%
工业	4.7%	7.9%	0.7%
公用事业	1.9%	3.6%	0.0%

数据源：Bloomberg(截至9月30日)

# 港股新经济龙头相对美国科技巨头更具性价比

## 港、美科技巨头估值与增长位图

3-yr EPS Cagr

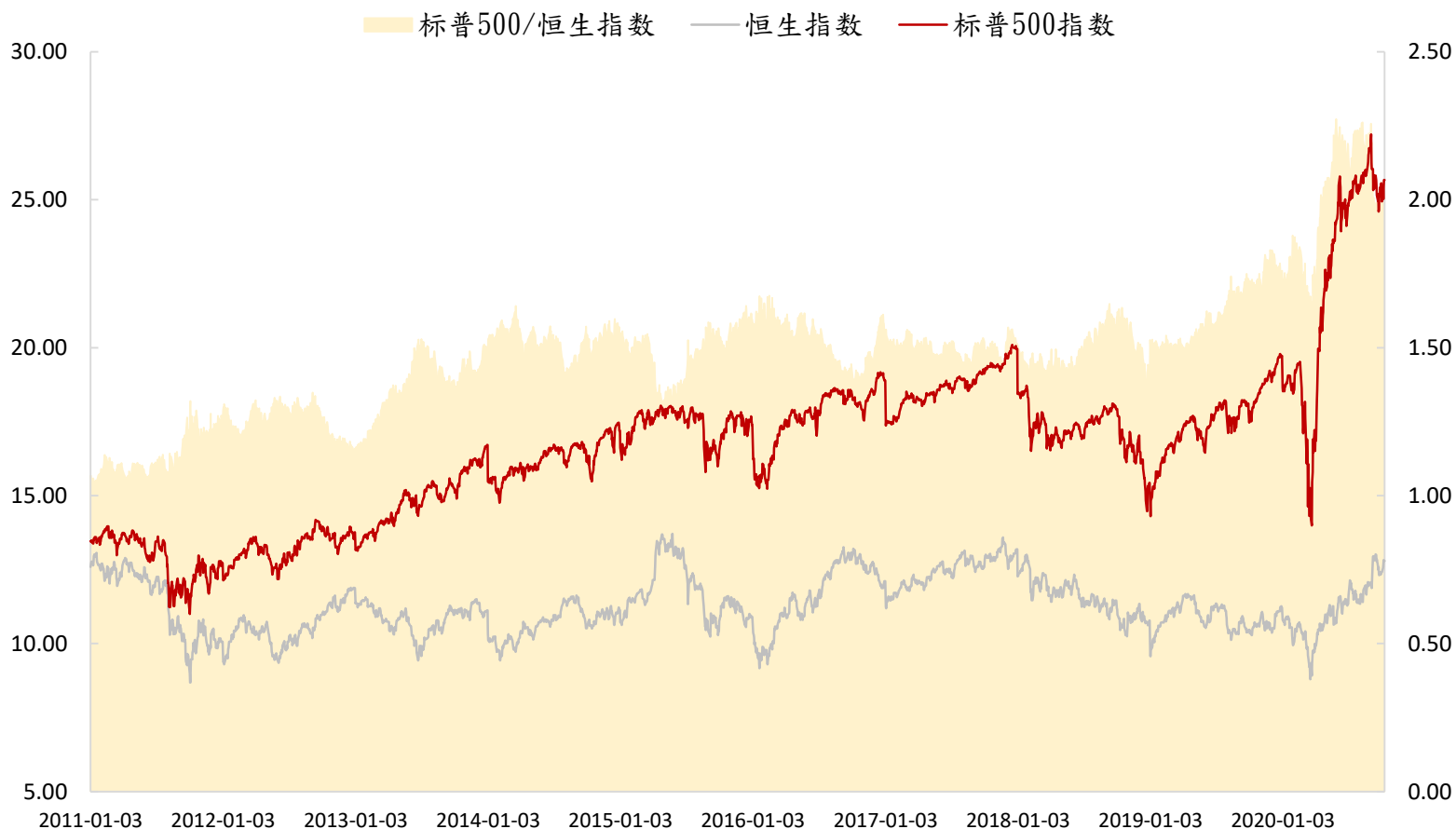


数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部

## 恒指与标普估值差距扩大，估值有修复空间

- 港股科技、可选消费、医疗行业市值占比从2015年16.0%上升至2020年8月的43.5%，结构正积极转型，长期有望收窄估值差距。

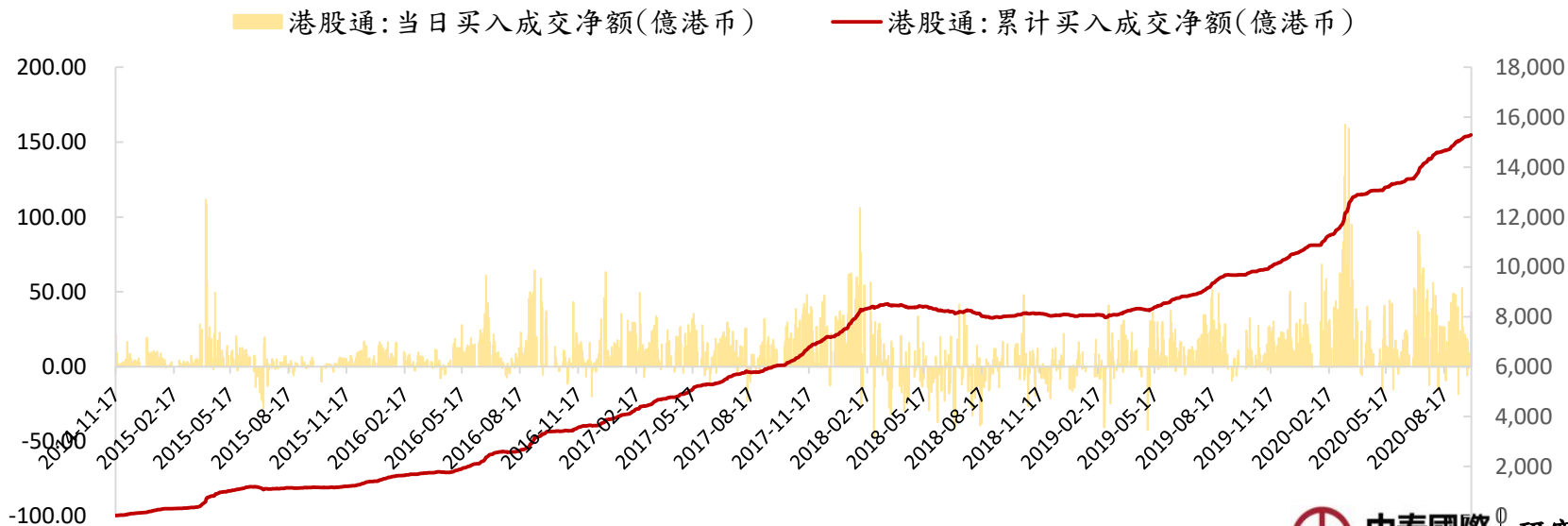
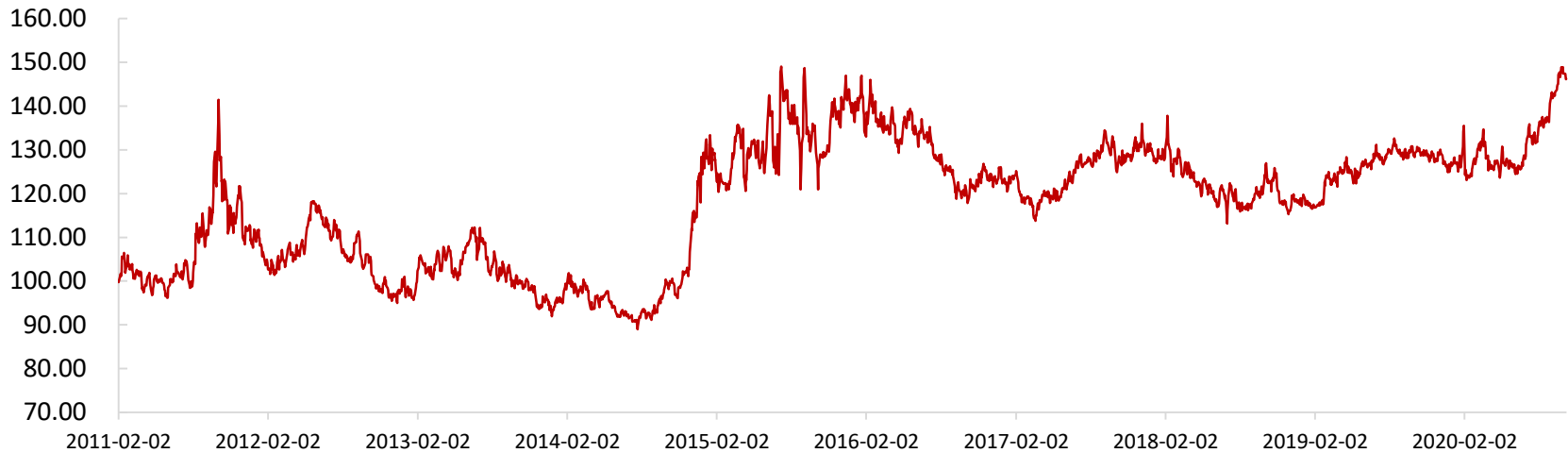
恒指及标普500指数预测PE



数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部

# AH溢价指数创五年新高

恒生AH股溢价指数



数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部(截至10月9日)

# 南下/北向资金取态分歧造就AH溢价扩大

- 两地投资者都偏好医药及消费，因此这些行业的溢价较少，但对银行股的喜好有点分歧，中小型银行股的溢价差距较大。

### 南下资金50大持仓行业占比

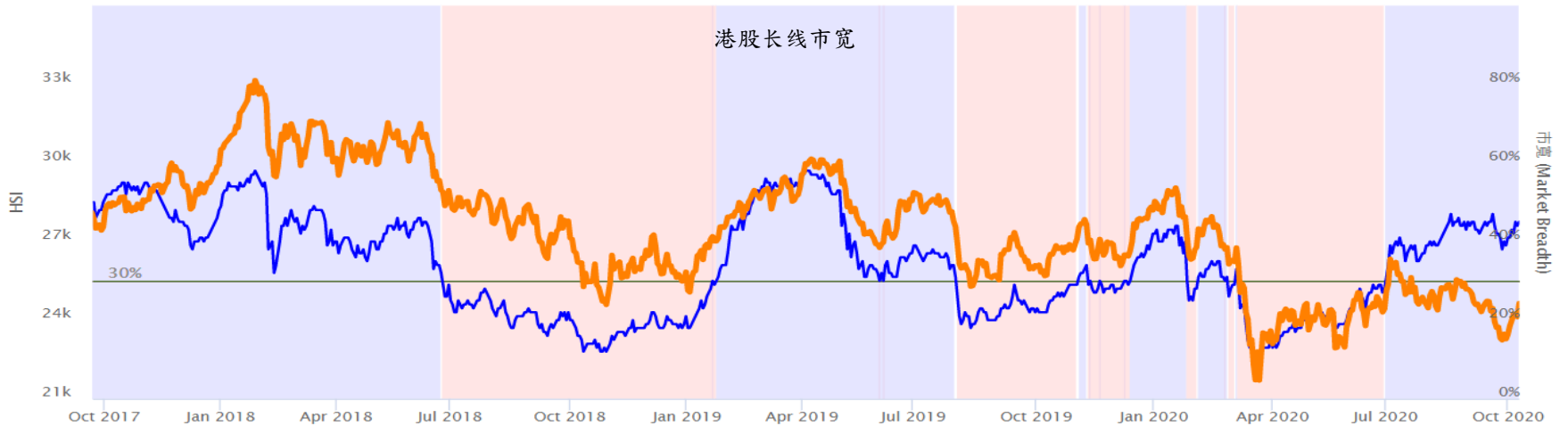
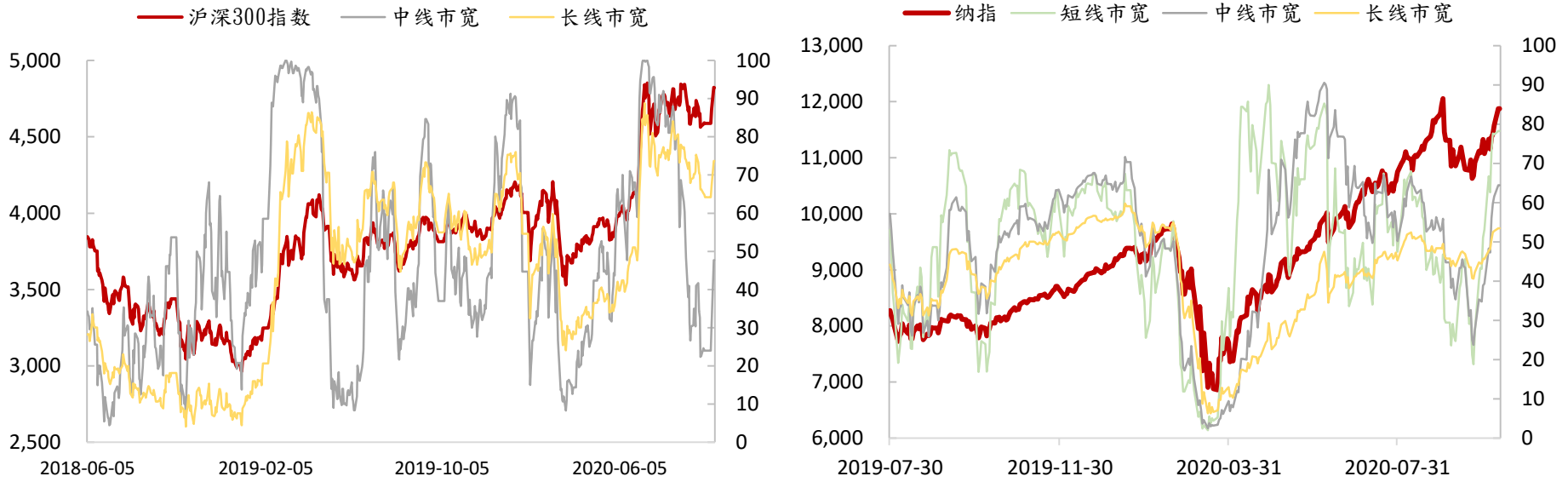
行业	股份数目	持股市值(港元)	持股市值占比
银行	7	333,707,114,717	31.4%
信息技术	8	282,514,891,124	26.6%
可选消费	16	234,296,256,072	22.0%
非银金融	6	70,507,712,415	6.6%
医疗保健	6	64,535,545,737	6.1%
房地产	2	30,908,033,067	2.9%
公用事业	2	20,397,293,244	1.9%
工业	2	17,713,706,063	1.7%
原材料	1	9,312,745,309	0.9%
<b>总计</b>	<b>50</b>	<b>1,063,893,297,747</b>	<b>100.0%</b>

### 北向资金50大持仓行业占比

行业	股份数目	持股市值(港元)	持股市值占比
日常消费	7	306,458,413,597	27.4%
可选消费	8	224,484,614,526	20.1%
金融	6	147,326,190,445	13.2%
医疗保健	6	131,021,275,101	11.7%
工业	10	125,278,018,585	11.2%
信息技术	7	92,625,278,277	8.3%
原材料	3	42,349,304,076	3.8%
房地产	2	24,295,611,730	2.2%
公用事业	1	23,992,726,402	2.1%
<b>总计</b>	<b>50</b>	<b>1,117,831,432,740</b>	<b>100.0%</b>

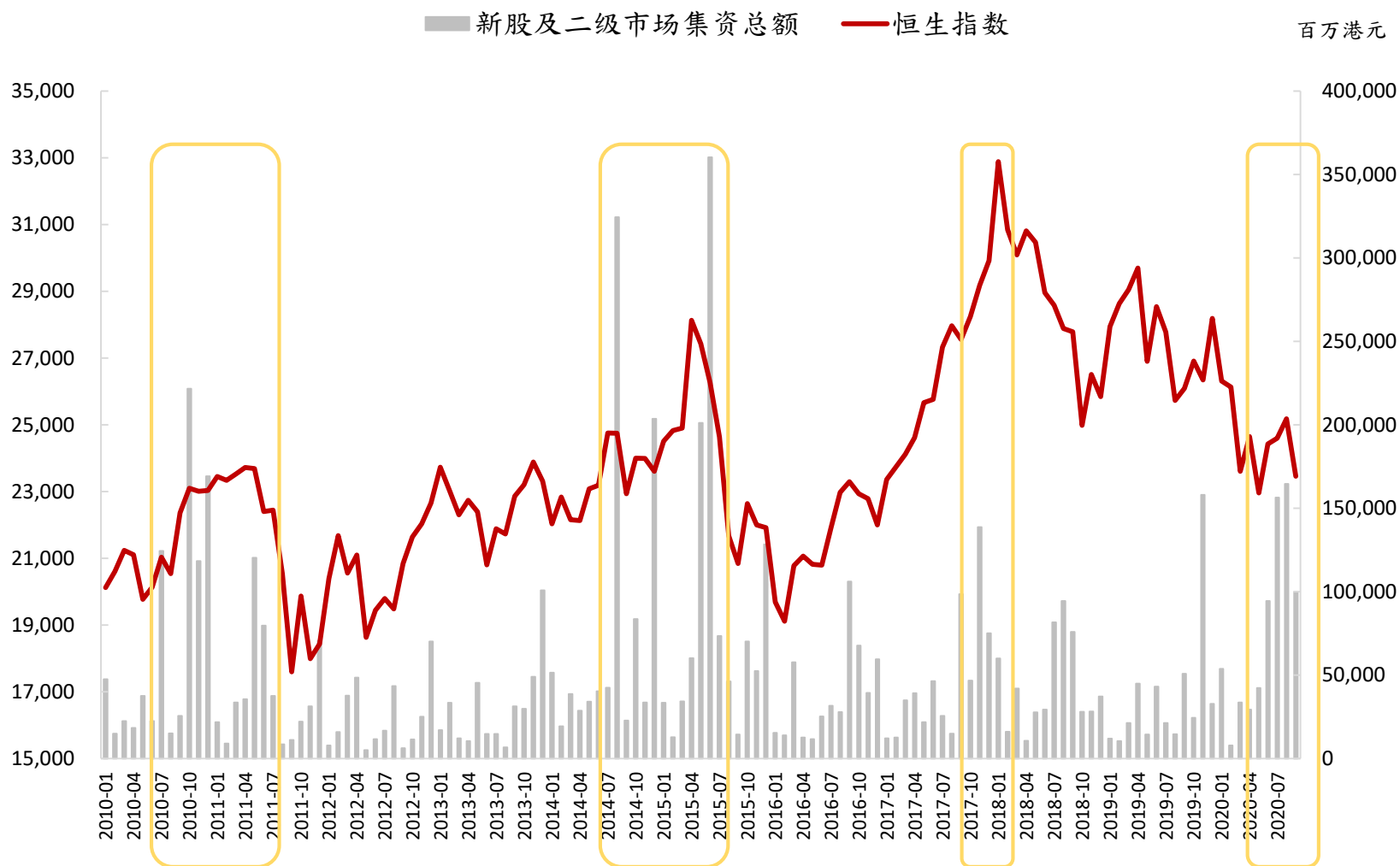
数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部

# 中、美、港股市宽积极改善



数据来源：Bloomberg、VTradeAlgo、中泰国际研究部(截至10月12日)

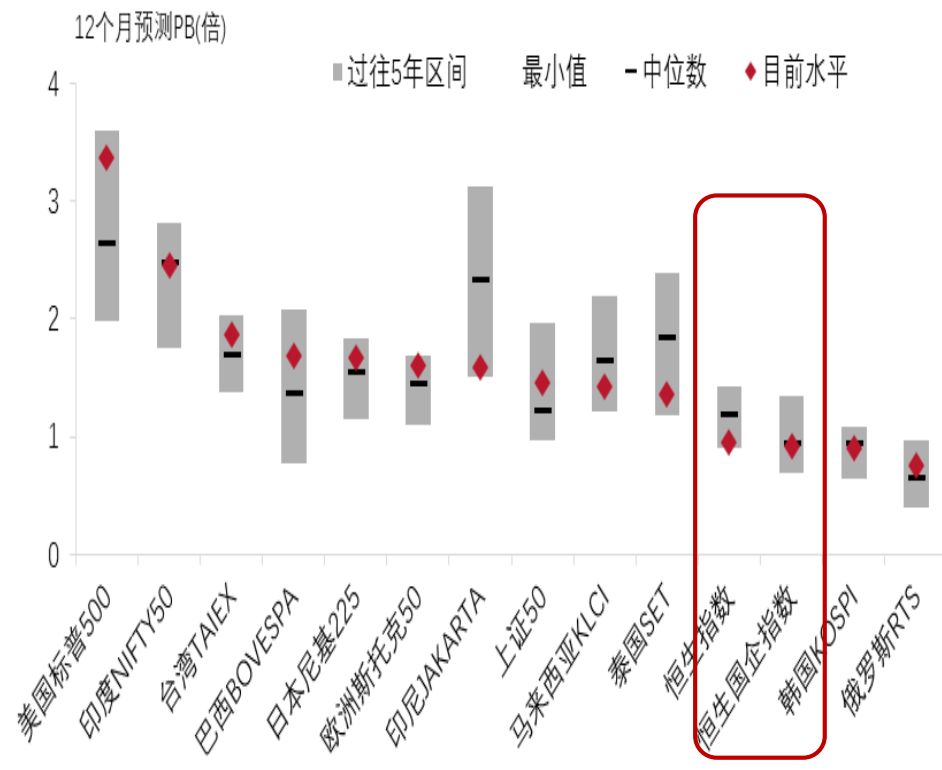
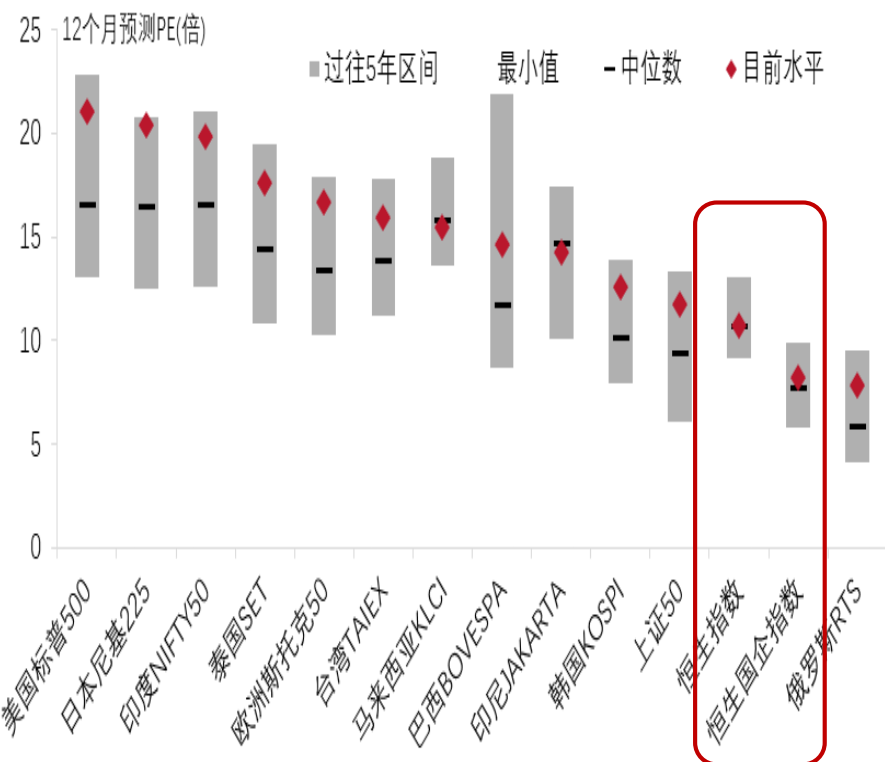
# 近月港股抽资压力大，考验四季度资金承接力



数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部

# 恒指估值已在较低位置 进一步大幅下滑空间不大。

- 在全球来看，香港市场估值仍然偏低，仅略好于俄罗斯。标普500指数未来12个月的PE目前在21倍，已从高位回落，但仍然高于过去5年中值16.6倍。日本、韩国、欧洲、印度、泰国等市场估值也在偏高位置。从PB来看，恒指目前估值已经在历史底部。



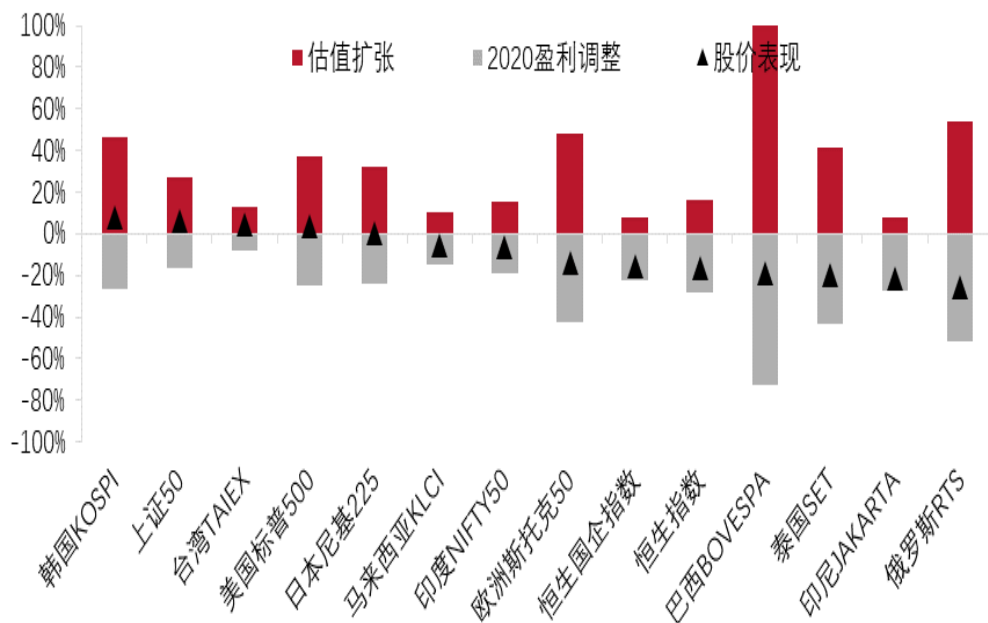
数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部

数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部

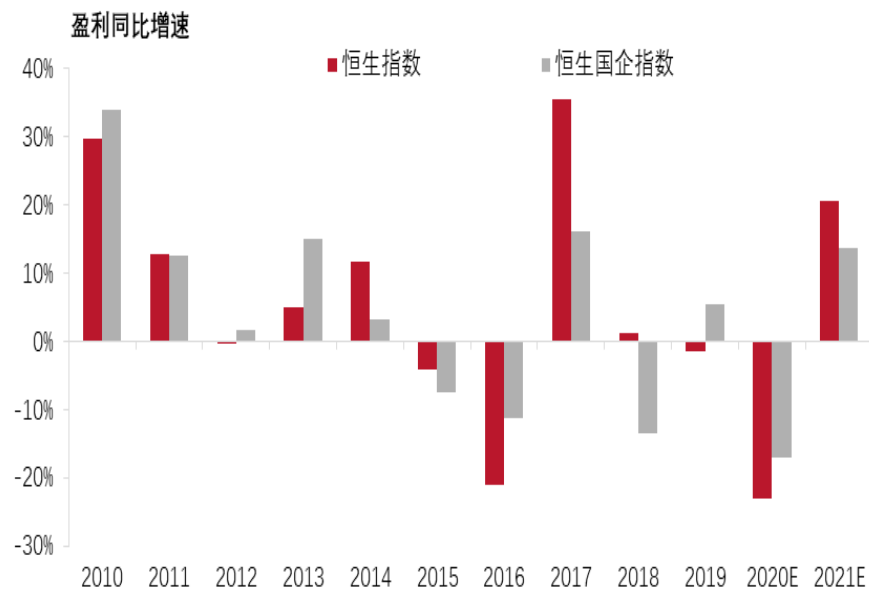


# 盈利预期下滑或已见底 重点关注未来高增行业

- 港股市场的下跌，主要由于盈利预期的进一步下滑导致。年初至今，恒指及国指盈利预期分别下滑28.5%和22.4%。9月以来，恒生及国指盈利预期再次下调10%及11%。
- 而估值方面，则分别被动扩张了16%及8%。恒生指数未来12个月预测PE在10.8倍，接近过去5年中位数水平。国企指数估值在8.45倍，略高于中位数。
- 恒指及国指2020年预测盈利增速为分别为-23%及-17%，2021年预测盈利增速为分别为21%及14%。
- 盈利增速较高的行业仍然是**必需消费、信息技术及通信服务**，2020年预测盈利增速分别达到31%，26%及20%。



数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部



数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部

# 投资主线

新经济互联网产业：

- ✓ 腾讯(700 HK)、阿里(9988 HK)、京东(9618 HK)、美团(3690 HK)、中手游(302 HK)、微盟(2013 HK)

创新药板块与生物科技板块优质行业龙头：

- ✓ 石药(1093 HK)、药明生物(2269 HK)、信达生物(1801 HK)

顺周期低估值的金融类：

- ✓ 招商银行(3968 HK)、中国平安(2318 HK)、中金公司(3908 HK)

内需消费服务类：

- ✓ 安踏体育(2020 HK)、中国飞鹤(6186 HK)、雅迪控股(1585 HK)、新高教集团(2001 HK)、思摩尔国际(6969 HK)、中粮肉食(1610 HK)、美东汽车(1268 HK)、敏实集团(425 HK)

“十四五”产业(新能源汽车、光伏、医疗器械进口替代)：

- ✓ 比亚迪股份(1211 HK)、信义光能(968 HK)、爱康医疗(1789 HK)、微创医疗(853 HK)、中国燃气(384 HK)

优质中概股：

- ✓ 好未来(TAL US)、万国数据(GDS US)

## 中泰国际研究部自下而上行业首选公司

行业	公司	代码	最新市价 (港元)
教育	中汇集团	382 HK	5.80
	新高教	2001 HK	4.81
光伏	信义光能	968 HK	13.38
环保	绿色动力环保	1330 HK	3.95
医药	信达生物	1801 HK	67.50
	君实生物	1877 HK	55.30
	药明生物	2269 HK	214.40
	石药集团	1093 HK	15.84
内房	时代中国	1233 HK	11.04
	宝龙地产	1238 HK	6.05
物管	时代邻里	9928 HK	10.02
TMT	腾讯控股	700 HK	557.00
	中手游	302 HK	3.66
	舜宇光学科技	2382 HK	126.60
博彩	银河娱乐	27 HK	51.90
	澳博控股	880 HK	8.72
非银金融	中信证券	6030 HK	18.16

数据来源：Bloomberg、中泰国际研究部(截至10月12日)

本报告由中泰国际证券有限公司 -“中泰国际”分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

#### 权益披露：

- (1) 在过去12个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中189-195号李宝椿大厦6楼

电话：(852) 3979 2886

传真：(852) 3979 2805

---

谢谢