

港股哪些行业可能受益于估值修复？

报告要点

■ 港股有望进入估值修复通道

中美贸易关系缓和有望提振港股估值。历史低位的估值水平及有韧性的业绩表现决定了港股未来继续下行的风险相对较小，中美贸易谈判取得实质性进展或将推动港股进入估值修复通道。此外，如果香港本地风险事件得以进一步解决，港股或有 15%左右的额外估值修复空间。

■ 若短期估值修复港股哪些板块会受益？

短期关注可选消费和信息技术行业。从历史上看，中美贸易关系缓和之后短期内可选消费和信息技术行业往往有更好的超额收益，而从相对中长期的维度来看，科技和工业行业等海外收入占比更高的行业或将有一定的基本面改善。

如果香港本地风险事件得以缓和，建议关注技术硬件与设备、软件与服务、制药、生物科技与生命科学等估值修复弹性相对更大的行业。

综合来看，可选消费和信息技术行业受到中美贸易关系缓和的影响短期或有更好表现；而相对长期来看，科技板块仍然值得持有，此外制药、生物科技与生命科学以及工业行业同样值得关注。

■ 本周市场回顾

本周两地市场均有所上涨。香港市场方面，受市场风险偏好抬升的影响，本周港股市场主要指数大都上涨，其中恒生指数上涨 1.9%，而恒生国企指数上涨 3%，恒生香港 35 指数也有 0.9%的涨幅。**A 股市场方面**，本周 A 股也有一定上涨，其中上证综指上涨 2.4%。

行业端方面：本周万得二级行业除技术硬件与设备 (-0.3%) 有所下跌之外，其他行业均有不同程度的上涨，其中医疗保健设备与服务 (+4.1%) 和汽车与汽车零部件 (+3.6%) 涨幅靠前。

分析师 张宇生

☎ (8621) 61118702

✉ zhangys4@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070003

联系人 巩健

☎ (8621) 61118707

✉ gongjian@cjsc.com.cn

相关研究

《美股短期或维持震荡格局》2019-10-8

《波动过后港股市场将如何演绎》2019-10-6

《消费税上调对日本市场有多大影响》2019-9-29

风险提示： 1. 风险事件超预期变化；
2. 基本面环境恶化。

目录

本周热点：港股哪些行业可能受益于估值修复？	4
港股有望进入估值修复通道	4
若短期估值修复港股哪些板块会受益？	5
本周市场表现及核心数据	9
市场表现	9
经济数据	10
估值水平	11
盈利预期	12
资金流动	13

图表目录

图 1：恒指前向 PE 处于历史均值减一倍标准差以下	4
图 2：下半年净利润占全年不同比重下的业绩增速情况	4
图 3：恒指和恒指估值均又回落到低位	5
图 4：恒生沪深港通 AH 股 H 指数和 A 指数走势高度一致	5
图 5：今年以来拟合的恒生沪深港通 AH 股 H 指数走势显著好于其实际走势	5
图 6：中美贸易关系缓和后首个交易日行业相对于恒指表现	6
图 7：中美贸易关系缓和后 10 个交易日行业相对于恒指表现	6
图 8：万得一级行业 2018 年海外收入占比	6
图 9：万得二级行业 2018 年海外收入占比	6
图 10：7 月底以来两地市场分行业表现对比	7
图 11：两地市场分行业走势相关性	7
图 12：A+H 个股按行业对比两地市场表现	7
图 13：A+H 个股按二级行业对比两地市场表现	7
图 14：7 月底以来两地市场二级行业走势对比	8
图 15：本周港股和 A 股市场主要指数大都收涨	9
图 16：恒指和恒生国企指数走势情况	9
图 17：沪港 AH 溢价指数走势	9
图 18：恒指股息率及无风险收益率变化情况	10
图 19：恒指波幅指数及 RSI 相对强弱指数	10
图 20：港股万得二级行业本周涨跌幅	10
图 21：财新中国服务业 PMI 小幅下降	11
图 22：官方储备资产情况	11
图 23：恒生指数 PE 估值水平变化情况	11
图 24：恒生指数滚动 PE 变化情况	11
图 25：港股市场分行业估值情况	12
图 26：恒生指数预期 EPS 增速	12

图 27: 自下而上汇总港股全市场 2019 年预期盈利增速	12
图 28: 港股市场分行业 2019 年预期盈利增速	13
图 29: 港股南下资金净流入情况	13
图 30: 美元兑人民币汇率	13
图 31: 南下资金持仓市值占流通市值的比重变化情况	14
表 1: 历史上中美贸易关系缓和后的港股市场表现	5

本周热点：港股哪些行业可能受益于估值修复？

事件：未来如果港股进入上涨通道，哪些行业可能会有更好表现？

点评：当前港股估值处于低位，未来进一步下行的概率较低，而中美贸易关系的缓和有望推动港股进入估值修复通道，此外未来如果香港本地风险事件得以解决，港股或将有15%的估值修复空间。行业推荐方面，短期可选消费和信息技术行业受到中美贸易关系缓和的影响或有更好表现；而相对长期来看，科技板块仍然值得持有，此外制药、生物科技与生命科学以及工业行业同样值得关注。

港股有望进入估值修复通道

中美贸易关系缓和有望在短期提振港股估值。随着近期市场的调整，港股估值再度回落，历史低位的估值水平及有韧性的业绩表现决定了港股未来继续下行的风险相对较小。此外，今年以来受多重风险因素影响，恒指虽然有所波动，但是基本处于25000点以上，估值基本处于9.2倍以上，当前恒指再度处于这一低点附近。而10月10日至11日，中美双方贸易代表在美国举行了新一轮中美经贸高级别磋商，并取得了实质性的进展¹，而从历史上看，中美贸易关系缓和后短期港股市场往往会有较好表现，叠加当前港股低位的估值水平，未来港股有望进入估值修复通道。

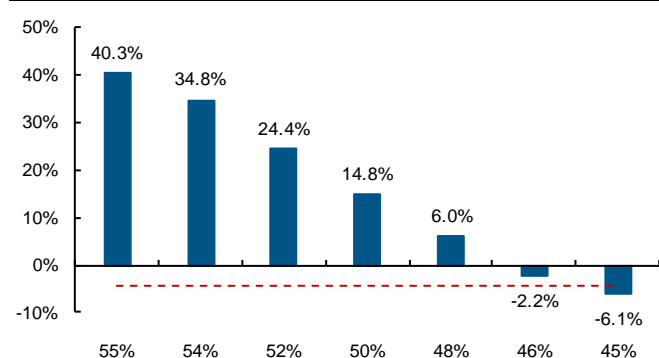
香港本地风险事件若能有所平息，港股将有更大的估值修复空间。除了中美贸易摩擦之外，香港本地风险事件也是压制港股估值的因素之一。我们以AH股拟合的H股指数与实际走势的对比来衡量香港本地事件对于港股估值的压制程度，随着香港本地事件的发酵，两者走势的差值也越来越大，当前拟合值较实际值高出15%左右，也就意味着理想状态下，香港本地事件风险消除以后港股的估值修复空间或在15%左右。这也与我们之前以港股与MSCI新兴市场估值差的衡量方法的结果类似。

图 1：恒指前向 PE 处于历史均值减一倍标准差以下



资料来源：Wind，长江证券研究所

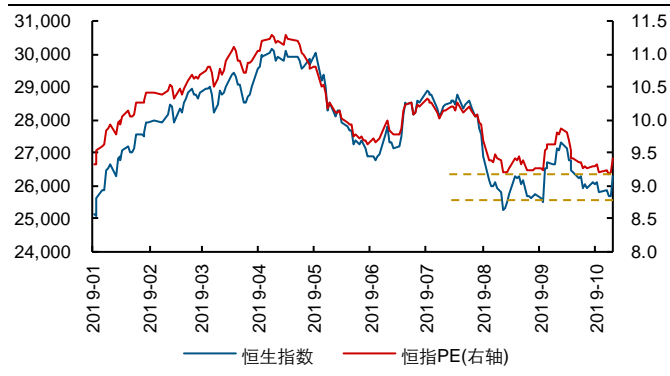
图 2：下半年净利润占全年不同比重下的业绩增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所(注：红线为上半年净利润增速，剔除15年极大值以后过去五年平均占比为50%，下半年经济下行年份的平均占比为48%)

¹ 新华社：http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2019-10/12/c_1125093833.htm

图 3: 恒指和恒指估值均又回落到低位



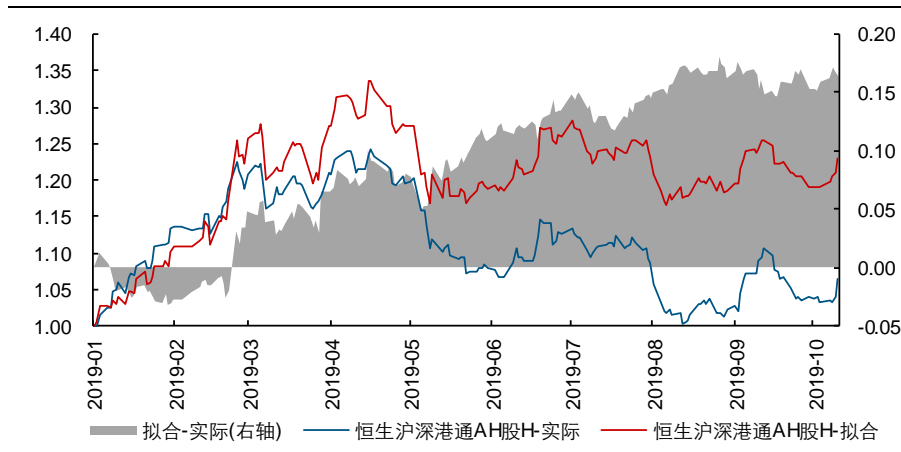
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 恒生沪深港通 AH 股 H 指数和 A 指数走势高度一致



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 5: 今年以来拟合的恒生沪深港通 AH 股 H 指数走势显著好于其实际走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所(注: 为更好进行走势比较, 此处做了标准化处理)

表 1: 历史上中美贸易关系缓和后的港股市场表现

	G20日本峰会		G20阿根廷峰会	
	涨跌幅	ERP变动(pct)	涨跌幅	ERP变动(pct)
首个交易日	1.17%	-0.09	2.5%	-0.22
三个交易日	0.89%	-0.02	1.2%	-0.03
五个交易日	-0.74%	0.05	-1.7%	0.33
十个交易日	0.04%	-0.07	-1.6%	0.28

资料来源: Wind, 长江证券研究所

若短期估值修复港股哪些板块会受益?

当前压制港股风险偏好的核心事件主要有两个: 一是中美贸易摩擦, 在当前中美贸易谈判取得实质性进展背景之下, 短期可选消费和信息技术行业估值有望有一定修复, 而中长期维度来看, 科技和工业行业或将更为受益; 另一个是香港本地风险事件, 如果未来

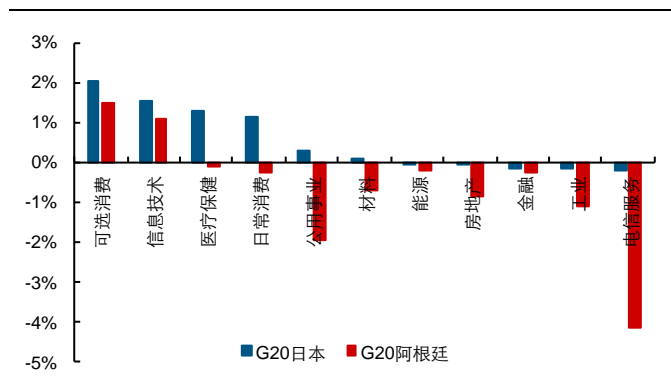
香港本地风险事件得以缓和，技术硬件与设备、软件与服务、制药、生物科技与生命科学等行业估值修复的弹性相对更大。

中美贸易摩擦：

短期可选消费和信息技术行业有望受益于风险偏好提升。历史上的行业端表现来看，中美贸易关系缓和以后的首个交易日，受益于风险偏好抬升，可选消费和信息技术行业往往有相对更好的表现，但是在 10 个交易日的维度上，可选消费和信息技术行业的优势相对并不明显。

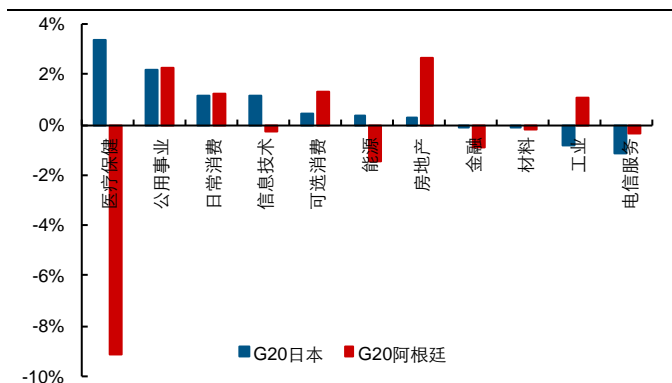
从基本面角度而言，科技和工业行业有望在中长期维度受益于中美贸易关系的缓和。中美贸易摩擦以来，美国相继多次扩大对进口中国的产品加征关税的范围，涉及的行业也非常广泛，一定意义上，海外收入占比更高的行业所受到的影响也相对更大，因而如果中美贸易关系缓和甚至逐步解决的话，海外收入占比高的行业业绩端也越有可能出现改善。整体而言，海外收入占比高的一级行业包括工业和信息技术，二级行业方面则主要是技术硬件与设备、运输和耐用消费品与服装等行业。

图 6：中美贸易关系缓和后首个交易日行业相对于恒指表现



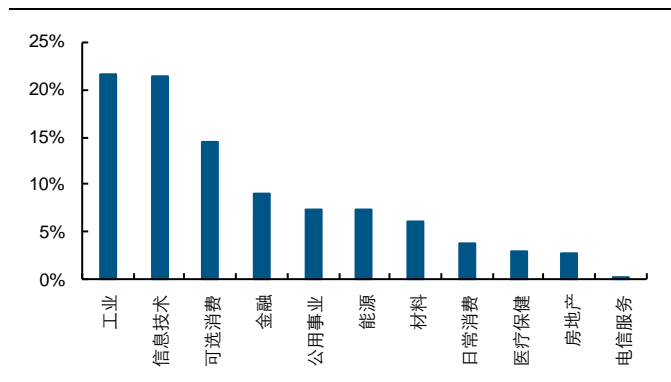
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：中美贸易关系缓和后 10 个交易日行业相对于恒指表现



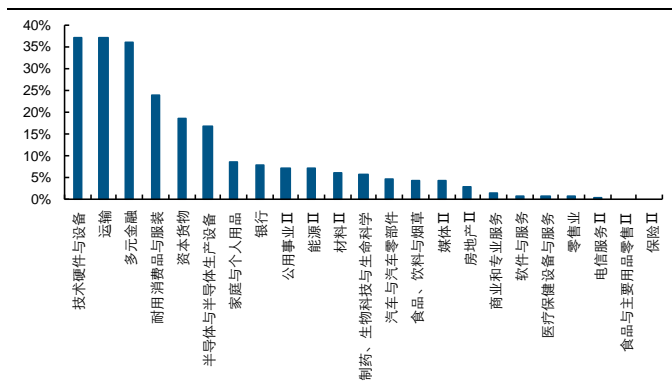
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：万得一级行业 2018 年海外收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：万得二级行业 2018 年海外收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

香港本地风险事件：

自 7 月份以来，香港本地风险事件的发酵拖累港股经历了非常显著的下跌，而同期 A 股表现相对平稳，考虑到两地市场上市公司的基本面相近，且同样受到贸易摩擦等事件的

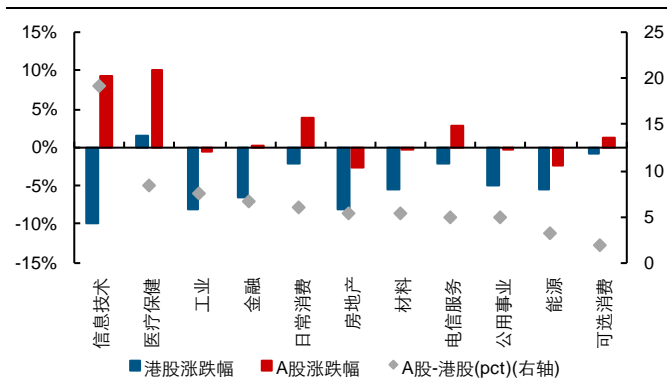
影响，因而同期两地市场表现的对比在一定程度上可以衡量香港本地事件对于不同行业风险偏好的影响程度。

港股市场信息技术和医疗保健行业的表现显著弱于 A 股。 整体而言，港股所有的一级行业自 7 月底以来的表现均弱于 A 股，其中信息技术和医疗保健行业的两地市场表现的差异相对较大。二级行业方面，信息技术行业下的软件与服务和技术硬件与设备行业的两地市场表现均有非常显著的差异，且其历史表现相关性也相对较高，医疗保健行业中的制药、生物科技与生命科学也有类似规律，其他行业方面，消费者服务和运输的两地市场表现差异相对较大且历史走势相关性较高。

AH 股角度来看，仍然是以信息技术和医疗保健板块的弹性更大。 因为 AH 个股数量限制，导致部分行业的个股数量过少，在剔除数量过少的行业以后，整体也仍然是科技和医疗保健行业的两地市场表现差异较大，其中又以制药、生物科技与生命科学、汽车与汽车零部件和技术硬件与设备等行业的两地市场表现差异相对较大。

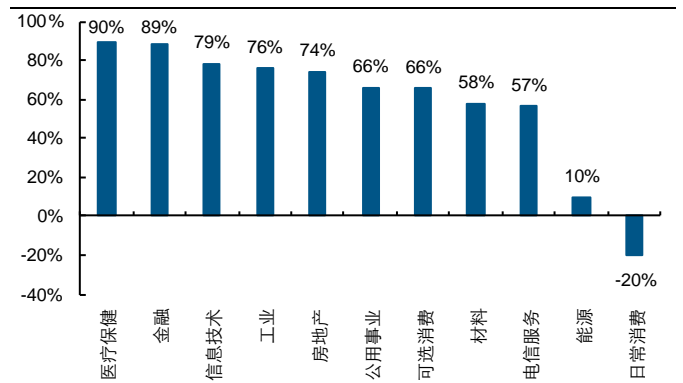
综合来看，短期可选消费和信息技术行业受到中美贸易关系缓和的影响或有更好表现；而相对长期来看，科技板块仍然值得持有，此外制药、生物科技与生命科学以及工业行业同样值得关注。

图 10：7 月底以来两地市场分行业表现对比



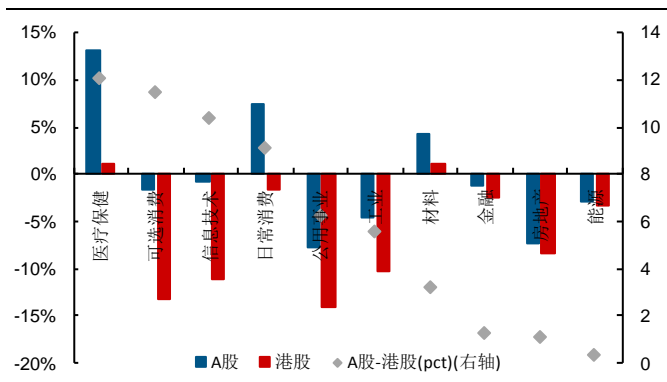
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：两地市场分行业走势相关性



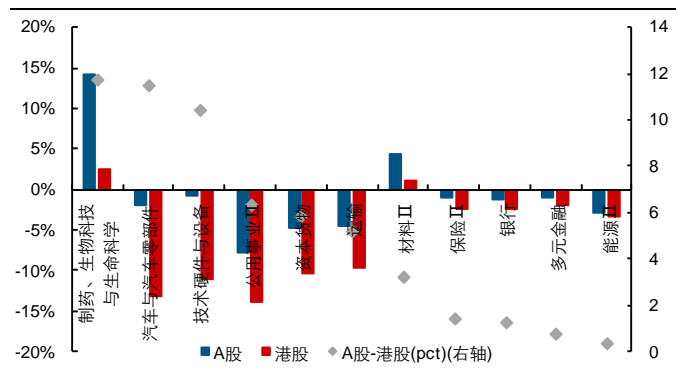
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：A+H 个股按行业对比两地市场表现



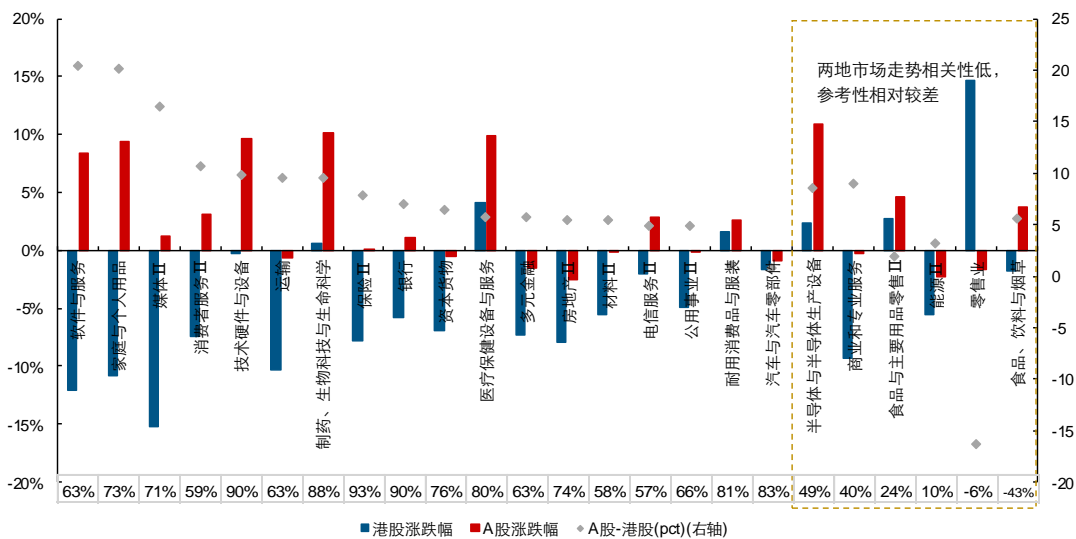
资料来源：Wind，长江证券研究所(剔除了没有 AH 股的电信服务行业)

图 13：A+H 个股按二级行业对比两地市场表现



资料来源：Wind，长江证券研究所(剔除了部分个股数量过少的行业)

图 14：7 月底以来两地市场二级行业走势对比



资料来源：Wind, 长江证券研究所(注：数字为对应行业的两地市场走势相关系数)

本周市场表现及核心数据

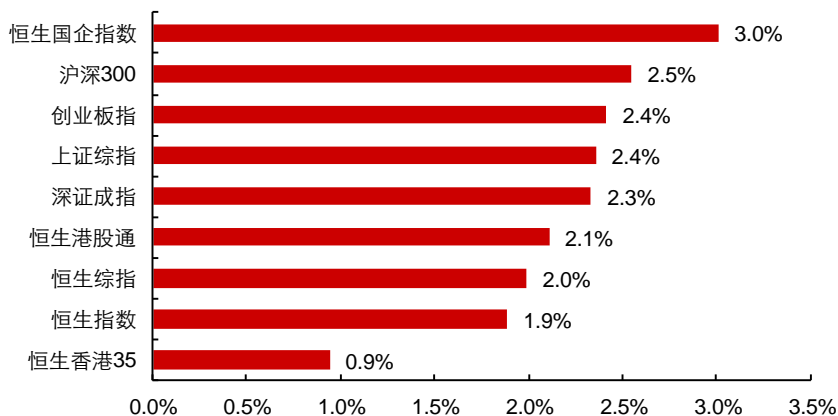
市场表现

本周两地市场均有所上涨。香港市场方面，受市场风险偏好抬升的影响，本周港股市场主要指数大都上涨，其中恒生指数上涨 1.9%，而恒生国企指数上涨 3.0%，恒生香港 35 指数也有 0.9% 的上涨。A 股市场方面，本周 A 股也有一定上涨，其中上证综指上涨 2.4%。

行业端方面：本周万得二级行业除技术硬件与设备 (-0.3%) 有所下跌之外，其他行业均有不同程度的上涨，其中医疗保健设备与服务 (+4.1%) 和汽车与汽车零部件 (+3.6%) 涨幅靠前。

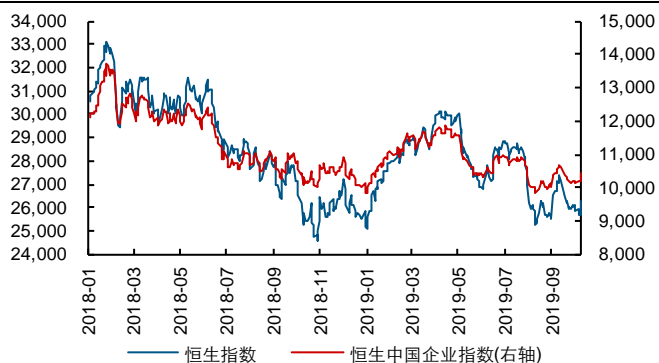
其他市场数据方面：本周 AH 溢价指数小幅上升，仍处于历史均值加一倍标准差的高位附近；而股息率水平与上周相比相对稳定。

图 15：本周港股和 A 股市场主要指数大都收涨



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：恒指和恒生国企指数走势情况



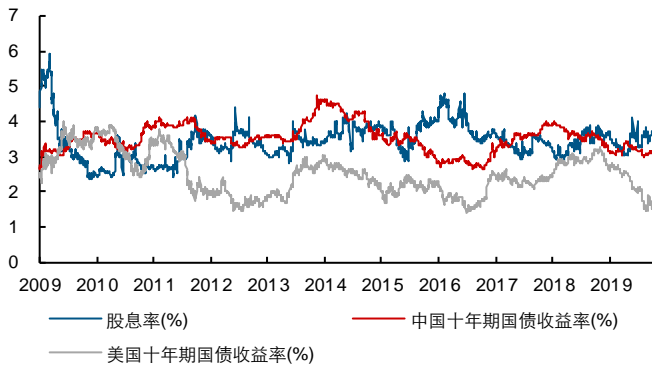
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：沪港 AH 溢价指数走势



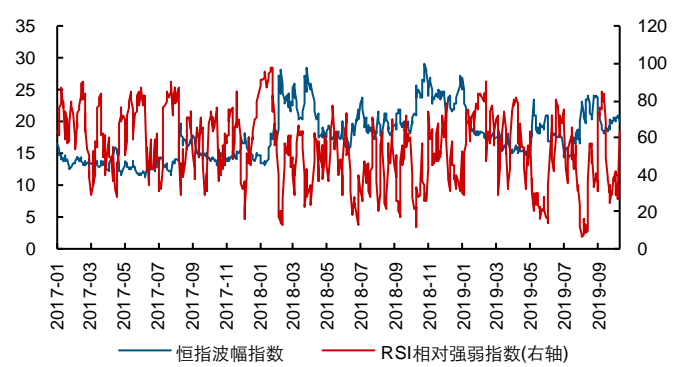
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18: 恒指股息率及无风险收益率变化情况



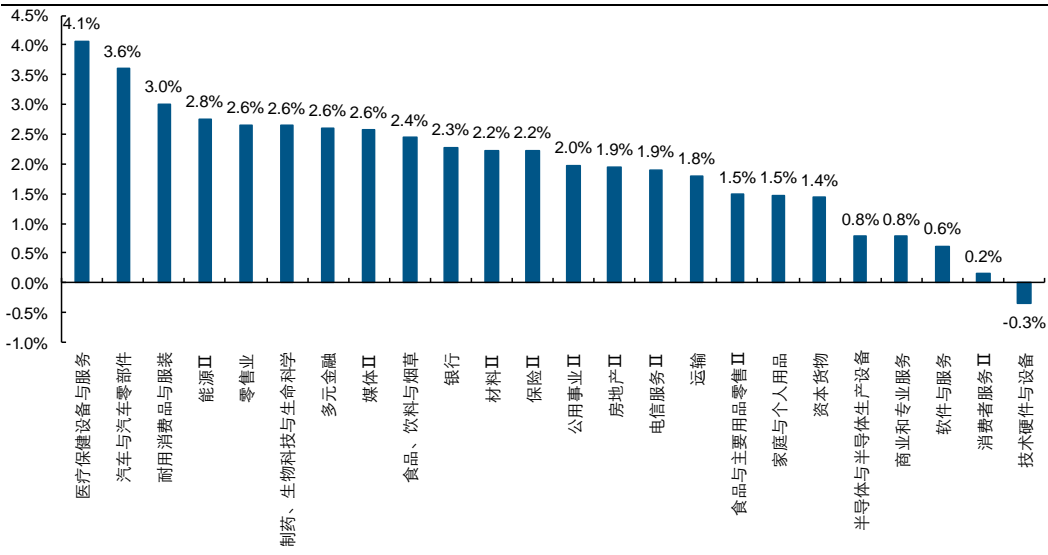
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 恒指波幅指数及 RSI 相对强弱指数



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 港股万得二级行业本周涨跌幅

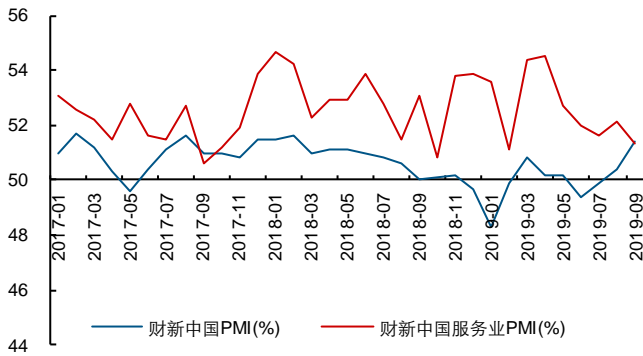


资料来源: Wind, 长江证券研究所

经济数据

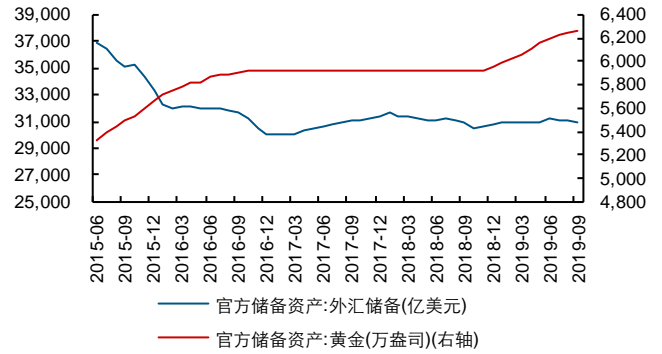
本周公布财新中国服务业 PMI 和官方储备资产数据。9 月财新中国服务业 PMI 为 51.3%，较 8 月下降了 0.80pct；9 月官方外汇储备资产为 3.09 万亿美元，较 8 月下降了 147 亿美元，黄金储备为 6264 万盎司，较 8 月上升了 19 万盎司。

图 21: 财新中国服务业 PMI 小幅下降



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 官方储备资产情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

估值水平

市场估值: 本周随着港股市场的上涨, 估值水平也有一定抬升, 当前恒指 PE 估值为 9.42, 处于历史弱市估值中枢附近; 而从滚动 200 日 PE 来看, 当前恒指估值也处于接近 200 日均值减两倍标准差附近。

行业估值: 当前食品用品零售 II、食品饮料烟草和制药生物科技行业的估值处于历史相对高位, 而银行、保险和零售的估值处于历史相对低位。

图 23: 恒生指数 PE 估值水平变化情况



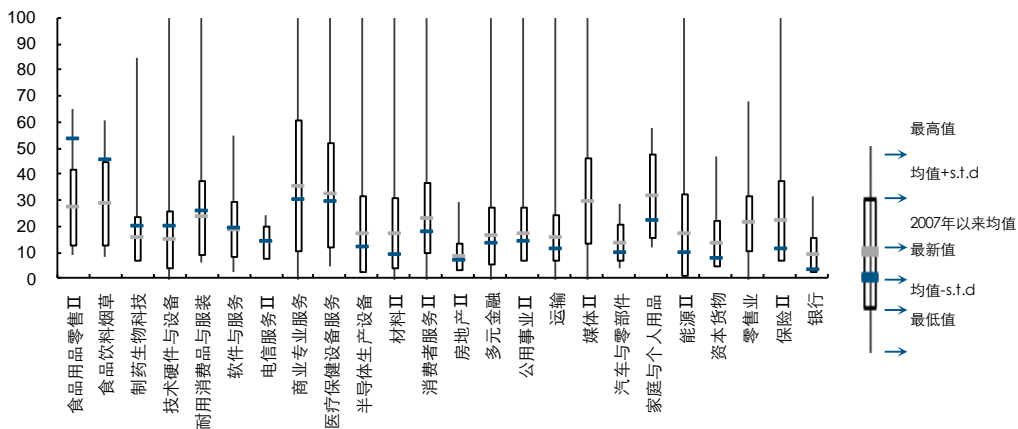
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 24: 恒生指数滚动 PE 变化情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 港股市场分行业估值情况

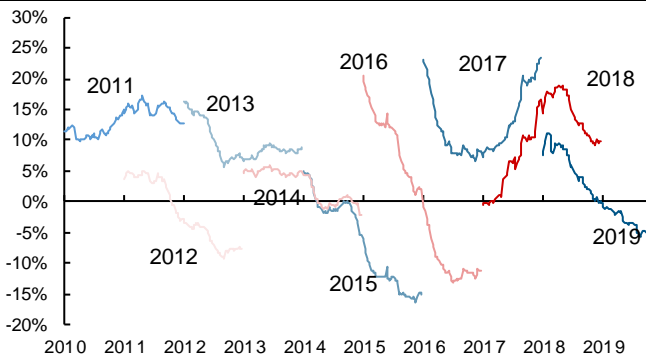


资料来源: Wind, 长江证券研究所

盈利预期

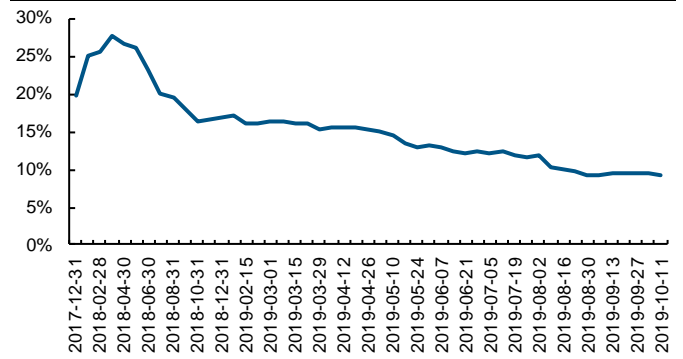
本周恒指 EPS 增速市场一致预期小幅上调, 而自下而上汇总的港股全市场预期净利润增速则有小幅下调; 分行业来看, 上调和下调的行业约各占一半, 其中制药、生物科技与生命科学 (+0.56pct)、医疗保健设备与服务 (+0.55pct) 上调幅度较大, 而软件与服务 (-1.37pct)、技术硬件与设备 (-1.09pct) 下调幅度靠前。

图 26: 恒生指数预期 EPS 增速



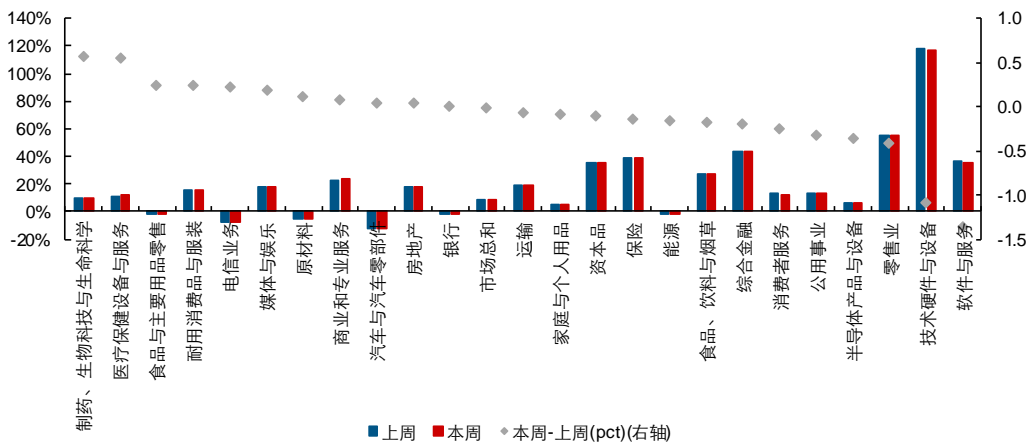
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 27: 自下而上汇总港股全市场 2019 年预期盈利增速



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 28: 港股市场分行业 2019 年预期盈利增速

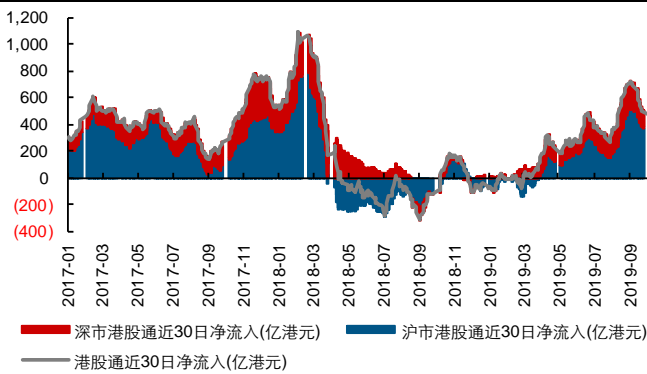


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所(注: 部分行业剔除了影响过大的部分个股)

资金流动

本周近三十日南下资金净流入较上周下降 105 亿港元至 399 亿港元; 而从南下资金持仓占流通市值的比重来看, 一半以上的行业较上周有所提升, 其中汽车与汽车零部件 (+0.11pct) 和耐用消费品与服装 (+0.10pct) 的提升幅度最大, 而半导体与半导体生产设备 (-0.33pct) 和食品与主要用品零售 II (-0.19pct) 的下降幅度最大。

图 29: 港股南下资金净流入情况



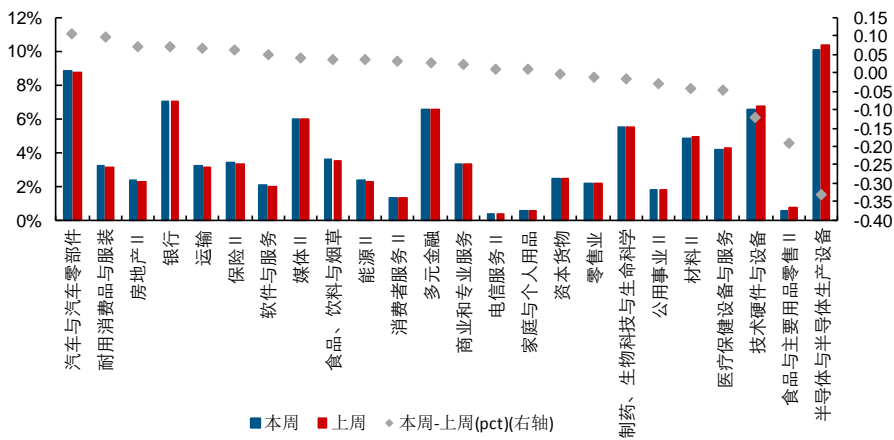
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 30: 美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 31：南下资金持仓市值占流通市值的比重变化情况



资料来源：Wind, 长江证券研究所



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
 中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
 看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
 增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
 中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
 减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。