

港股策略

2021年3月

大新銀行經濟研究及投資策略部

金融板塊受惠債息上升及經濟復甦

- 美國長期債息上漲，拖累高估值板塊受壓，恒指由2月中的高位回落
- 內地資金減退，加上恒指估值走高，或限制恒指的上升動力
- 債息上揚有利金融板塊表現，高估值的資訊科技、醫療保健、消費和新能源等板塊短線表現或較為波動

市場回顧

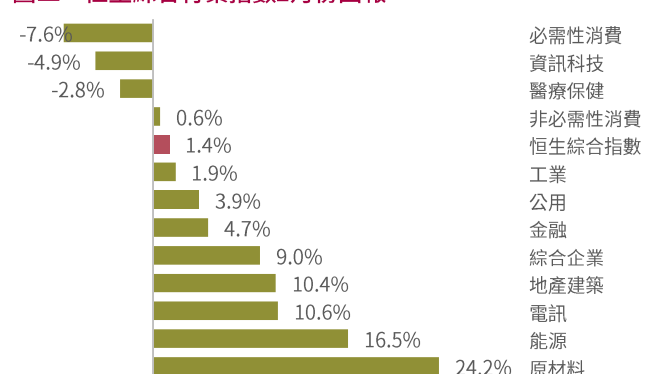
- 恒指2月升2.5%，跑贏內地A股市場，連續五個月向上。港股隨環球股市造好，2月一度升穿31,000點，創2018年6月以來新高。其後美國債息上升拖累科技股和高估值板塊下跌，恒指回落至29,000點以下
- 上月表現最好為原材料和能源板塊。原材料包括銅、鋁等工業金屬價格上升，刺激原材料板塊2月升24%；油價上升亦帶動能源板塊造好，上月升近17%。美國長期債息上升，估值較高的板塊受壓。必需性消費、資訊科技以及醫療保健板塊均逆市下跌（圖二）

圖一：香港與內地股市一年表現



資料來源：彭博、大新銀行，截至2021年2月28日

圖二：恒生綜合行業指數2月份回報



中線策略

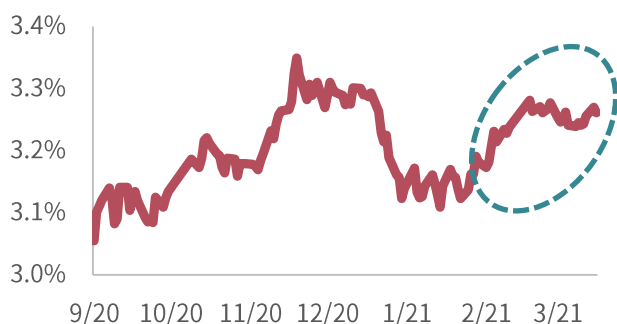
- 債息上升導致高估值板塊現調整壓力，大市氣氛轉差，內地資金淨流入的情況亦在3月逆轉。年初支持港股升勢的內地南向資金亦由1至2月的平均每日淨流入超過110億港元，減至3月約13億港元平均單日淨流出（截至3月16日）
- 內地資金減退之外，恒指估值走高亦可能限制恒指的上升動力。恒指於3月15日就季度檢討結果加入了三隻成份股後，其預測市盈率由約12.6倍上升至14.5倍，相對環球股市市盈率的折讓亦由近四成收窄至兩成半。恒生指數公司在月初宣布，明年中前透過定期指數檢討將恒指成份股數目增加至80隻，調整後較高估值的新經濟股比例將會增加，市盈率料進一步上升，估值折讓收復的空間或逐步減小。美國債息走向、內地資金流動性以及中美關係發展仍會為恒指走勢添上不確定性。恒指現時預測市賬率為1.2倍，較其五年平均高出超過一個標準差，中線預料會在26,500（恒指五年平均預測市賬率）至30,000點（恒指2月預測市賬率高位）區間上落
- 行業方面，我們上調公用板塊觀點至中性，另外亦下調了資訊科技和醫療保健板塊觀點至略為看淡，同時繼續略為看好順周期以及受惠國策支持的板塊。隨著各國陸續為市民接種疫苗，疫情或逐漸受控，市場憧憬經濟活動重啟，或有利傳統經濟板塊表現。美國長期債息上升，令資金由高估值的板塊流向估值較為落後的傳統經濟股，早前升幅較大的資訊科技、醫療保健、消費和新能源等板塊短線表現或較為波動。不過，國家政策繼續強調要促進消費和推動綠色發展，相關的消費和新能源股份中長線料仍受支持

行業焦點

- 美國長期債息上升，引發市場對估值較高的科技或新經濟股的憂慮，資金繼續由新經濟股流向估值較低的傳統經濟板塊。內地十年期國債孳息率亦由年初的3.17%上升至3.27%附近（圖一），**債息上升有助內銀紓緩息差收窄的壓力、以及提高內險的投資收益**。內地經濟穩步復甦，銀行讓利壓力或會降低，同時信貸需求和資產質素或能提升，內銀今年經營環境料能改善。另一方面，內地加強對金融科技企業的監管，亦能減低傳統內銀的競爭。估值方面，現時四大內銀的市賬率只有約0.4至0.6倍，股息率亦有約為5%至7%以上，吸引的股息率相信亦能對股價帶來支持
- 受惠經濟復甦，**內地保險業務亦加快增長**。中國銀保監會公布的數據顯示，1月份內地保險業原保險保費收入約1萬億人民幣，按年增長11.2%，增幅較去年全年的6.1%為快。而現時在香港上市的內險股平均股價對內含價值比率約為0.55倍，已由2009年的3倍反覆回落，估值屬於歷史偏低的水平（圖二）
- 十三屆全國人大四次會議提出要繼續推動綠色發展，降低碳排放水平，全面促進消費，穩定增加汽車、家電等大宗消費等；「十四五」規劃強調要把科技自立自強作為國家發展的戰略支撐。政策方向與市場預期相同，未有為市場帶來驚喜，加上債息上升，早前已累積較大升幅的資訊科技、消費和新能源等板塊短期波動或仍較大，長線而言預料仍受惠國策支持

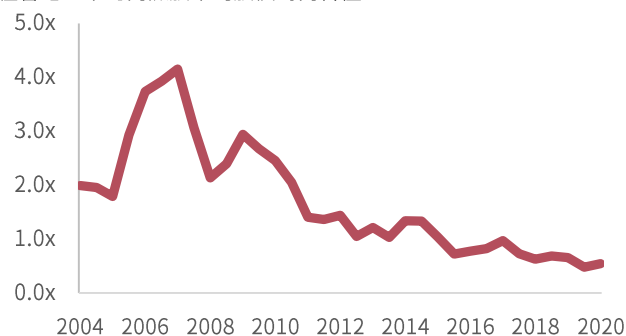
圖三：內地債息回升

內地十年期國債孳息率



圖四：內險股估值處於偏低水平

在香港上市的內險股平均股價對內含值



資料來源：彭博、大新銀行，截至2021年3月16日

恒生綜合行業指數——金融業指數十大市值股票：

股票名稱	代號	市值 (億港元)	股價	表現					估值			盈利能力	
				年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	股息率	預期市盈率	相對三年平均	股本回報	市場預期盈利增長
工商銀行	1398 HK	21,740	5.06	0.6%	2.2%	2.8%	16.6%	-5.1%	5.7%	4.9x	5.3%	11.4%	8.8%
中國平安	2318 HK	18,154	95.30	0.3%	4.4%	4.7%	15.4%	10.0%	2.5%	8.7x	9.7%	19.9%	11.2%
建設銀行	939 HK	15,813	6.23	5.8%	6.0%	2.5%	13.5%	-1%	5.6%	4.9x	5.1%	11.3%	10.7%
招商銀行	3968 HK	15,365	59.55	21.5%	0.0%	21.4%	60.9%	62.0%	2.2%	11.5x	8.5%	15.6%	18.2%
農業銀行	1288 HK	13,337	2.82	-0.7%	0.7%	-4.1%	8.9%	-9.6%	7.1%	4.0x	4.6%	11.0%	8.5%
友邦保險	1299 HK	11,738	97.05	2.2%	3.5%	14.2%	21.6%	26.2%	1.3%	21.5x	17.8%	9.6%	21.3%
中國銀行	3988 HK	10,457	2.72	2.6%	3.4%	-0.7%	7.1%	-11.7%	7.8%	3.8x	4.5%	8.3%	12.6%
滙豐控股	5 HK	9,634	47.30	16.1%	15.5%	14.0%	39.9%	-11.0%	N.A.	13.5x	11.7%	2.3%	127.9%
中國人壽	2628 HK	9,491	16.36	-4.3%	-0.6%	-6.9%	-13.3%	-10.4%	4.9%	6.6x	10.5%	11.7%	23.6%
郵儲銀行	1658 HK	6,068	5.77	31.7%	4.2%	31.7%	57.2%	17.3%	4.0%	6.5x	5.6%	11.5%	22.5%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2021年2月28日。所有數據為過往表現的事實性描述。「預期市盈率」及「市場預期盈利增長」為彭博統計分析員數據所得。公司市值包括以A股及H股形式上市之股票。本檔並沒有任何針對個別股票提供買入、持有、或賣出的觀點，也沒有針對個別股票預測目標價格。

行業觀點

行業	觀點	
金融	看淡	 看好 內地經濟復甦，內銀盈利有望改善，加上估值及股息率相對吸引，內銀料繼續受支持。債息上升有利銀行淨息差擴闊，以及內險的投資收入；十四五規劃將穩步推進股票註冊制改革，料有利內地券商業務。不過，若內地A股繼續回落，內險和券商投資收入或受影響。本港疫情緩和，加上美國長期債息上升或能帶動本地銀行、保險等傳統經濟板塊造好
資訊科技		 美國債息急升拖累高估值的科技股表現，加上疫苗接種令市場憧憬經濟將從疫情中加快復甦，資金繼續傾向由科技和新經濟股流入估值低的傳統經濟板塊，科技股短線料受壓。我們下調資訊科技板塊觀點至略為看淡。2021年政府工作報告中強調要把科技自立自強作為國家發展的戰略支撐，科技股中長線料繼續受支持。
地產建築		 - 本港疫情有緩和跡象，本地零售租務前景或逐步改善，本地地產股以及以零售業務為主的房地產信託料有支持 - 有消息指內地重點城市或對住宅用地進行集中供應，每年不超過三次集中拍賣住宅用地，引導市場理性競爭，市場預期此舉或增加土地市場透明度，對房企有利。內地政策強調「房住不炒」，部分城市不時推出樓市調控措施，或令內房股短線波動
非必需性消費		 - 政府工作報告中提到要全面促進消費，穩定增加汽車、家電等大宗消費，相關消費板塊中長線或能受惠。由於美國長期債息上升，估值較高或累積升幅較大的消費相關股份短線波動或會較大 - 澳門2月博彩收入按年升近1.4倍至73.1億澳門元，為2019年9月以來首次錄得按年增長。澳門宣布取消進入娛樂場需出示核酸陰性檢測結果的要求，帶動博彩股造好
公用		 近日市場避險情緒升溫，屬防守型的公用股表現或能吸引部分資金流入。我們上調公用板塊觀點至中性
電訊		 - 市場消化美國紐交所早前要求三大中資電信股除牌的消息，加上資金流入估值較低的中資電信板塊，國策亦支持5G發展，中資電信股或繼續受支持 - 本港多間電訊商啟動5G商用服務。市場憧憬本地電訊商的用戶平均收入增加，加上本地電訊股的寬頻和固網業務提供穩定現金流，股息率約6-7%，對股價或有支持
能源		 市場憧憬疫苗有助經濟復甦，油價創近兩年半新高，利好石油股表現。內地製造業生產已從疫情中恢復，預料能帶動煤炭需求，支持煤炭股表現
醫療保健		 美國長期債息上升，導致高估值的醫療保健板塊受壓，我們暫時下調醫療保健板塊觀點至中性偏淡。不過，內地及多個國家先後開始大規模為市民注射疫苗，疫苗、病毒測試劑及相關醫療設備需求急增，加上內地人口老化和收入上升，支持醫藥市場擴張，中長線或能為醫藥板塊帶來支持
工業		 - 有消息指內地政府對新能源的補貼政策或有變更，短線拖累新能源股表現。國家政策要大力發展新能源，太陽能和風力發電等相關股份中長線料繼續受惠 - 內地出口上升，加上市場憧憬疫苗推出，各地經濟活動加快復甦將帶動海運需求，支持航運和港口股表現
必需性消費		 國策支持內需，加上內地疫情受控，經濟穩定復甦帶動市民購買力回升，餐廳亦恢復營運，消費板塊包括食品、飲品股中長線料繼續受支持
綜合企業		 綜合企業估值偏低，預測股息率普遍超過4%。本地疫情緩和，預料有利成份股旗下的資源及能源、航空和地產等業務，個別以內地及本地業務為主的綜合企業或有支持
原材料		 投資者預期疫苗面世將推動環球經濟復甦，帶動商品價格上升，加上內地經濟持續改善，預料工業金屬需求將會增加，有利原材料板塊表現。人民幣回升則有利紙業股造好

資料來源：大新銀行，截至2021年3月16日

行業觀點闡釋

本文件「行業觀點」列出之行業，與恒生綜合行業指數相對應。「觀點」代表我們對相關行業相對恒生綜合指數未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同行業的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率等指標）。

- 「看好」代表相關行業未來三至六個月跑贏恒生綜合指數的機會大於跑輸。
- 「中性」代表相關行業未來三至六個月跑贏或跑輸恒生綜合指數的機會大致相等。
- 「看淡」代表相關行業未來三至六個月跑輸恒生綜合指數的機會大於跑贏。

數據速覽

中國內地

實體經濟	2/21	1/21	12/20
零售銷售（按年變動）	33.8%		4.6%
固定資產投資（累積按年變動）	35.0%		2.9%
工業生產（按年變動）	35.1%		7.3%
官方製造業採購經理指數	50.6	51.3	51.9
出口（按年變動）	60.6%		18.1%
進口（按年變動）	22.2%		6.5%
消費物價指數（按年變動）	-0.2%	-0.3%	0.2%
生產物價指數（按年變動）	1.7%	0.3%	-0.4%
城鎮調查失業率	5.5%	5.4%	5.2%
七十大中城市新建住宅售價（按月變動）	0.4%	0.3%	0.1%

金融/貨幣	2/21	1/21	12/20
上證綜合指數（按月變動）	0.7%	0.3%	2.4%
人民幣兌美元（按月變動）	-0.7%	1.5%	0.8%
十年期國債孳息率（當月平均）	3.24%	3.15%	3.26%
一年期貸款市場報價利率（當月月底）	3.85%	3.85%	3.85%
大型銀行存款準備金率（當月月底）	12.5%	12.5%	12.5%
貨幣供應M2（按年變動）	10.1%	9.4%	10.1%
社會融資總量（按年變動）	17,129億	51,740億	16,476億
新增人民幣貸款（按年變動）	13,600億	35,800億	12,552億
外匯儲備（當月變動，美元）	-57億	-58億	+380億

香港

實體經濟	2/21	1/21	12/20
零售銷售總額（按年變動）		-13.6%	-13.3%
Markit香港採購經理指數	50.2	47.8	43.5
出口（按年變動）		44.0%	11.7%
進口（按年變動）		37.7%	14.1%
綜合消費物價指數（按年變動）		1.9%	-0.7%
失業率	7.2%	7.0%	6.6%
中原城市領先指數（按月變動）	0.5%	0.0%	0.4%

金融/貨幣	2/21	1/21	12/20
恒生指數（按月變動）	2.5%	3.9%	3.4%
港元兌美元（按月變動）	0.0%	0.0%	0.0%
一個月銀行同業拆息（當月平均）	0.14%	0.13%	0.23%
貨幣供應M2（按年變動）		23.3%	6.5%
貸款與墊款總額（按年變動）			1.2%
新批出按揭貸款額（按月變動）		-1.7%	3.4%
港元存款（按月變動）		18.6%	-0.4%
銀行體系結餘（當月月底）	4,575億	4,575億	4,575億
外匯儲備（當月變動，美元）	+27億	+14億	+61億

資料來源：彭博、大新銀行，截至2021年2月。紅字代表指標出現倒退/萎縮。綠色陰影代表指標較上月改善，紅色陰影代表指標較上月轉差。

大新銀行經濟研究及投資策略部

溫嘉煒
經濟師

張家寶
投資策略師

蔡曜駿
市場策略師

除非情況另有所指，否則本檔只提供一般參考性資訊，本檔並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本檔之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失責的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本檔的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本檔所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請瞭解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能會變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本檔中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本檔並不是指出本檔內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售檔，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本檔及其全部或部份內容不得翻印或作進一步刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。