策略研究

投资研究月度观点：超跌反弹已现，中期继续谨慎

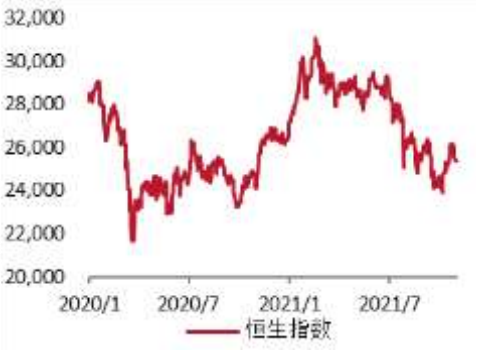
宏观策略

近期宏观经济走弱的风险进一步凸显。2021 年三季度 GDP 在去年基数不高的情况下，同比增长 4.9%，已经破 5。四季度在没有政策加持的情况下，增速有可能更低。在中国经济复苏由于基数效应退导致边际放缓、多地限电导致工业生产迟滞、原材料价格上涨挤压下游工业企业利润、疫情反复使得多项经济活动仍未能恢复常态等多重因素作用下，工业生产、投资、消费等多项宏观经济数据已连续出现下行。而宏观经济走弱风险也已经体现在港股盈利上。恒指 2021 年盈利预期已经较年初下降 10%，国指已下降 23%。

行业方面，今年因为大宗价格上涨，周期行业，包括能源、原材料、工业等均有较大的盈利增速，同时估值看起来仍然不贵，因此吸引力较典型的成长股更大。叠加今年多个行业政策收紧，资金更加青睐看起来很美的周期。但需要警惕周期股盈利的波动性及不可持续性。若未来经济能够得到进一步的开放，市场盈利预测从 2021 年滚动至2022年，周期股盈利增速或呈现较快下滑，届时估值则会显得较贵。而另一方面，港股的成长股、科技股调整到目前水平，且已经连续下跌近半年时间，所谓的高估值鼓楼已大幅缓解，对收益率敏感性也大幅下降，所以抵御收益率上行风险的能力也较强。在相关行业政策落地后，政策的不确定性大幅下降，或使得相关标的出现一轮超跌反弹。随着第一阶段恐慌式普跌结束，之后将进入第二阶段，即评估盈利实际受到的影响。预计除了直接受到调控的行业之外，其他只是因恐慌，或者是不确定性而被错杀的行业，行业空间及增速应该不受太大影响。叠加目前宏观经济走弱的背景下，市场对于政策宽松的预期进一步强烈，有助于市场整体的反弹。而在反弹中成长股的弹性也相对更大。

我们对于港股中期的判断仍然较为谨慎，主要还是基于两方面原因：第一，流动性方面，虽然我们认为到这个阶段，美联储 Taper 已不是负面因素，大概率已 price in，但这并不意味着港股就能出现熊转牛。持续上升的美联储 Taper 预期，或之后真正开始 Taper，都将使港股增量资金不足、资金面偏紧的情况延续。所以港股即使下跌空间有限但也不会立刻形成牛市。第二，港股基本面及盈利增速也将受到中国经济复苏边际放缓的影响。因此我们判断，港股或有反弹，但不会有大行情。目前仍然需要保持中等仓位水平，控制系统性风险。

图表：恒生指数走势表现



来源：彭博、中泰国际研究部*(数据截至 10 月 31 日)

金股组合（累计收益：45.4%）

代码	公司	占比（可融资）
0881.HK	中升控股	12.3%
0669.HK	创科实业	10.1%
2333.HK	长城汽车	7.4%
2319.HK	蒙牛乳业	6.7%
1772.HK	赣锋锂业	5.2%
3998.HK	波司登	4.5%
0826.HK	天工国际	4.1%
6865.HK	福莱特玻璃	3.6%
1910.HK	新秀丽	3.6%
1811.HK	中广核新能源	1.8%

来源：万得、中泰国际研究部

分析师

纪春华

+852 2359 1847

vincent.ji@ztsc.com.hk

正文目录

正文目录 **2**

图表目录 **3**

宏观经济回顾 **4**

海外宏观：就业弱，通胀强，TAPER 近 4
国内宏观：经济下行压力增大 4

港股策略展望 **7**

全球主要大类资产表现：权益类资产复苏，发达市场领涨 7
股指表现及估值盈利分解：估值超跌反弹，盈利预期走平 8
行业估值盈利分解：行业分化已现 9
资金流向：资金流出的趋势未改 10
南下资金：互联网及汽车龙头获得关注 11

公司及行业评级定义 **13**

重要声明 **14**

图表目录

图表 1：美国非农就业人数及美国失业率 4
图表 2：美国 PCE 及核心 PCE 4
图表 3：工业增加值同比增速 6
图表 4：固定资产投资累计同比 6
图表 5：社消零售同比增速 6
图表 6：CPI 及 PPI 同比增速 6
图表 7：新增社融及新增人民币贷款 6
图表 8：M1 及 M2 同比增速 6
图表 9：主要大类资产本币计价表现 7
图表 10：主要大类资产美元计价表现 7
图表 11：主要指数估值盈利分解 8
图表 12：主要指数估值水平对比 8
图表 13：恒指及国指盈利预期变化 8
图表 14：中国股票行业估值盈利分解 9
图表 15：中国股票行业估值水平对比 9
图表 16：中国股票行业盈利增速对比 9
图表 17：港股一级行业资金流向 10
图表 18：港股二级行业资金流向 10
图表 19：南下资金流入情况 11
图表 20：南下资金成交额占比 11
图表 21：南下与北上资金净买入对比 11
图表 22：南下资金热门标的 12

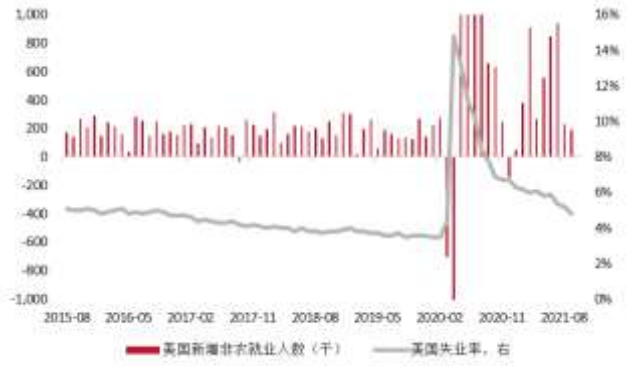
宏观经济回顾

海外宏观：就业弱，通胀强，Taper 近

美国 9 月 CPI 同比增 5.4%，高于前值 5.3%及市场预期 5.3%，为 2008 年 7 月以来新高，连续 4 个月保持在 5%以上。CPI 环比增 0.4%，高于前值 0.3%及市场预期 0.3%。核心 CPI 同比增 4%，前值 4%，市场预期 4.1%。通胀持续高位，主要受供应链持续偏紧和劳动力短缺的影响。商品的生产和运输环节均受限，导致供需缺口扩大。9 月新车价格延续上涨态势，环比升 1.3%，同比升 8.7%。新车价格上涨成为此次 CPI 环比主要拉动项。其次，9 月居住类价格同比上升至 3.9%，是通胀上行的另一主要原因。另外，国际石油、天然气等能源价格大幅飙升，提高了企业的成本，亦增加了通胀压力。劳动力短缺导致服务性行业消费价格上行。9 月服务通胀上行至 3.2%，核心服务通胀也再度上行至 2.9%。这或与美国疫情缓解后，美国部分服务消费市场需求远高于供给，劳动力短缺推升工资成本，带动服务性行业消费价格上涨。

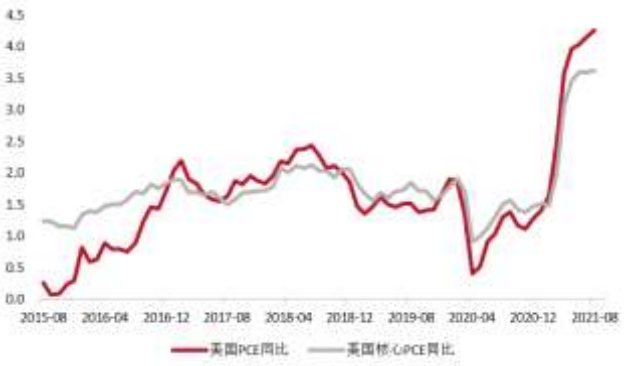
美国 9 月新增非农就业 19.4 万人，大幅低于预期值 50 万人，并创今年以来新低。失业率进一步下降，由 5.2%降至 4.8%，好于预期的的 5.1%。本期政府就业是最大拖累，就业人数减少 12.3 万人，主要受疫情扰动的一次性因素影响。9 月商品生产新增非农就业 5.2 万人，环比回升，主要受建筑业新增非农就业带动。批发及零售业有所回暖，但服务业整体就业恢复仍较乏力。虽然 9 月的非农就业数据较弱，但或为短期因素扰动为主，并不会成为近期影响美联储决策的主要因素。在经过长达三个季度的引导市场预期，以及过去数月的通胀超预期上行，相信美联储 Taper 年内展开的计划不受影响。

图表 1：美国非农就业人数及美国失业率



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 2：美国 PCE 及核心 PCE



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

国内宏观：经济下行压力增大

9 月规模以上工业增加值同比增长 3.1%，增速较上期下降 2.2 个百分点，两年平均增长 5 %，增速较上期小幅回落 0.4 个百分点，在能耗双控、环保限产之下，三季度以来工业生产持续回落，经济下行压力持续。但当前外需仍然比较强劲，出口交货值两年复合同比增速保持在 7.1%的高位。分行业看，有色、化工行业相对较弱，农副食品加工业环比增长，汽车行业则在缺芯改善的情况下环比提高。目前制约工业生产的几个因素，如需求边际减弱、疫情持续反复以及原料及能源成本上行，短期内均难言消退，仍将压制未来的工业生产。预计 4 季度工业增加值增速仍将疲弱。

前 9 月城镇固定资产投资累计同比增长 7.3%，增速较上期下降 1.6 个百分点。两年平均增速为 3.8%，较上期下降 0.2 个百分点。其中房地产开发投资同比增长 8.8%，较前值回落 2.1 个百分点。在房地产调控政策仍然未出现大的放松的情况下，房地产投资下行压力持续加大。未来需要对房地产政策走向继续保持谨慎。制造业投资同比增长 14.8%，较前值回落 0.9 个百分点，但 9 月反弹较大，回升幅度超预期。主要集中在电气机械、器材制造业及医药制造业等，或与出口强劲有关。但随着需求减弱、

成本增加，未来制造业企业预期或走弱，制造业投资压力上升。前 9 月基础设施建设投资同比增长 1.5%，较前值回落 1.4 个百分点，继续维持在低水平波动。年底前专项债会放量发行赶进度，但从专项债发行到项目投资仍需要一定时间，基建投资改善或延后至年底，预计幅度不会过高。

9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%，增速较上期提高 1.9 个百分点，环比出现改善。两年平均增速 3.8%，较受疫情影响较大的 8 月有明显改善。但仍在低水平波动。9 月商品零售增长相对较好，但汽车缺芯问题仍需等待时间来进一步消化，导致汽车销售同比继续下滑 11.8%，拖累整体消费增速。预计芯片产能恢复传导至汽车销售后，汽车消费旺季或能够延迟到来。餐饮方面，9 月餐饮消费增速同比上升 5.5%，环比已恢复至正常水平。但消费整体来看，在目前疫情仍然不定期抬头，防疫措施仍然不敢松懈的情况下，仍然需要一个较长的恢复周期。

9 月 CPI 同比增长 0.7%，增速继续回落，主要仍受肉类价格持续走弱的影响。非食品价格则保持上升趋势，显示内需复苏温和，总体价格水平保持平稳。但进入十月后蔬菜价格趋于上涨，生猪期货价格大幅走高，未来 CPI 或出现显著上行。9 月 PPI 同比增长 10.7%，增速进一步扩大，续创 08 年以来新高，主要仍受上游采掘工业高位延续，原料价格大幅上涨影响。随着国际大宗商品价格持续高位，我国上游原料价格短期难以回落。在目前稳价保供的倾向下，能耗双控或有所放松。而随着四季度进入采暖高峰季，能源供应偏紧或将延续，导致 PPI 短期内持续高位。

图表 3：工业增加值同比增速



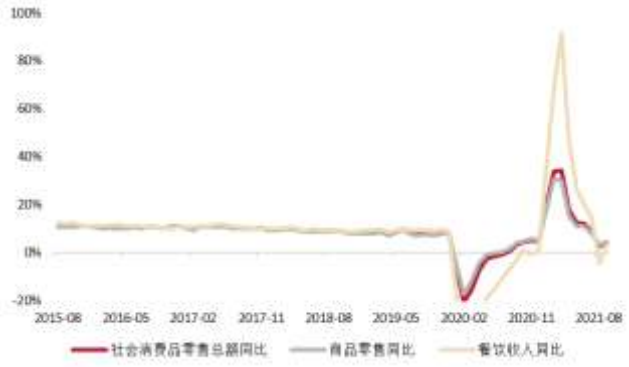
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 4：固定资产投资累计同比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 5：社消零售同比增速



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 6：CPI 及 PPI 同比增速



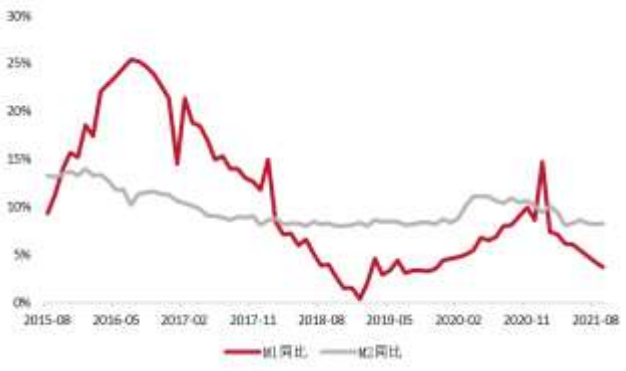
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 7：新增社融及新增人民币贷款



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 8：M1 及 M2 同比增速



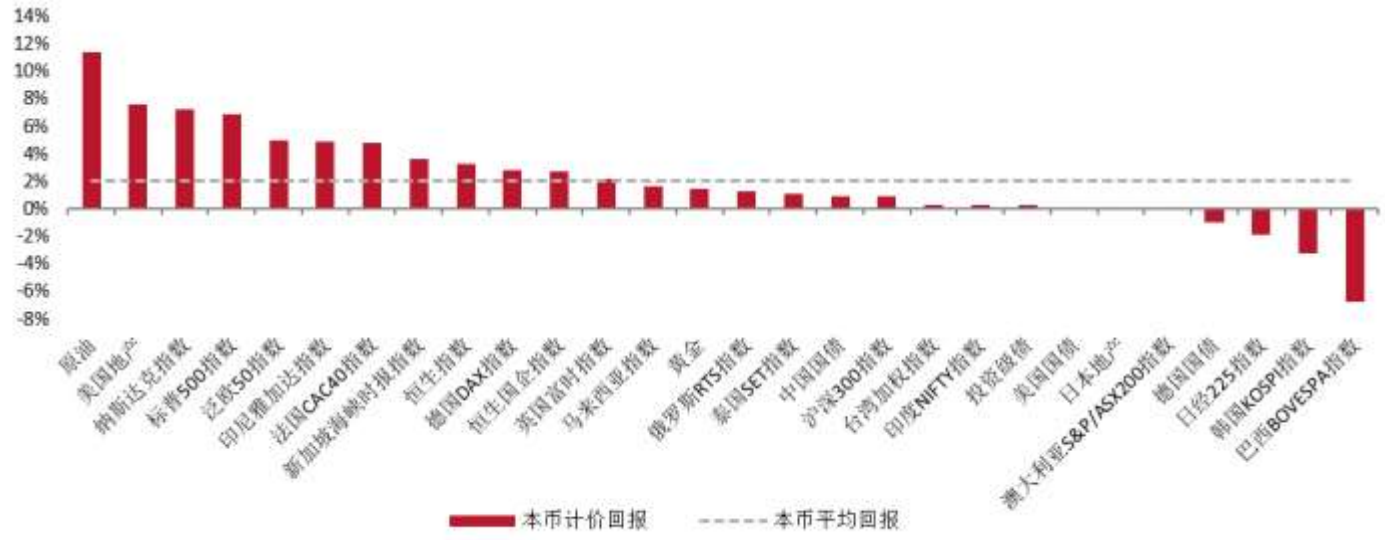
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

港股策略展望

全球主要大类资产表现：权益类资产复苏，发达市场领涨

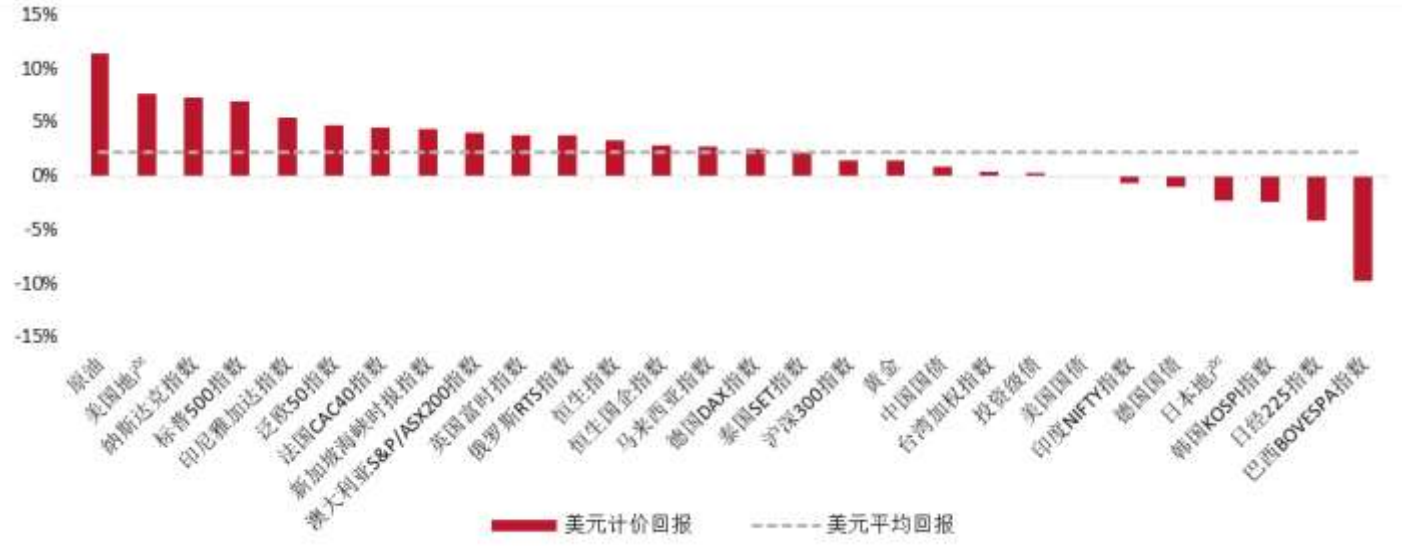
2021 年 10 月，资金风险情绪有所改善，原油继续领涨主要大类资产。权益类资产也都出现不同程度复苏，发达市场再次整体跑赢新兴市场，其中美国市场领涨。美股三大股指中，纳指涨幅达到 7.3%，跑赢标普 500 及道指。港股市场在前期各种行业政策因素充分发酵后，呈现超跌反弹。以美元计，恒指上月反弹 3.3%，国指反弹 2.8%。A 股市场在房地产税改革试点等因素作用下，沪深 300 指数以美元计仅小幅上涨 1.5%。而油价则继续在经济不均衡的复苏下，上月继续大幅上涨 11.4%。

图表 9：主要大类资产本币计价表现



来源：万得，中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 10：主要大类资产美元计价表现



来源：万得，中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

股指表现及估值盈利分解：估值超跌反弹，盈利预期走平

港股市场 10 月估值呈现扩张，环比增加 3.3%。主要由于前期多行业政策调整已在港股充分发酵，导致港股估值出现超跌反弹。但另一方面，可以看到港股盈利预期基本走平，主要由于中国经济复苏边际放缓，已逐渐反映至港股盈利预期。在叠加多地限电导致工业生产迟滞、原材料价格上涨挤压下游工业企业利润、疫情反复使得多项经济活动仍未能恢复常态等多重因素下，预计港股盈利预期存在持续恶化风险。美股市场 10 月盈利预期及估值双双出现扩张，其中盈利预期环比增长 3.5%，估值环比扩张 2.1%。

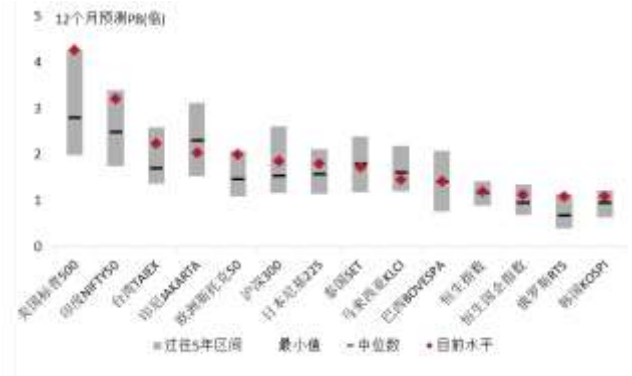
图表 11：主要指数估值盈利分解



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

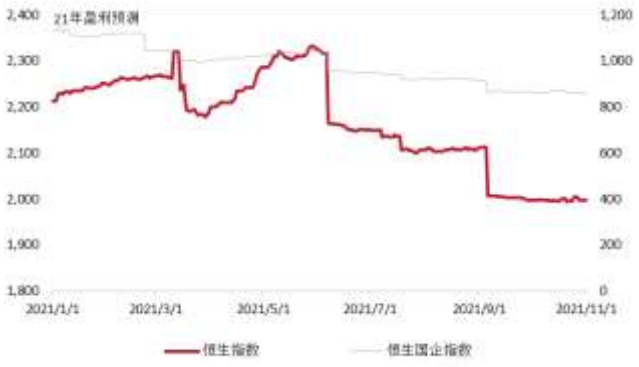
恒生指数目前 12 个月预测估值在 11.9 倍，经过上月的估值修复，估值水平环比出现明显提升，目前已高于历史中位数。国企指数估值在 9.8 倍，较历史中位数仍有一定距离，目前仍呈现偏高的情况。在全球来看，香港市场估值扩张后，估值地位并未明显改变，仍然偏低，但高于韩国、巴西及俄罗斯市场。美股估值目前在 21.7 倍，较上月出现回升，仍低于印度市场，但大幅高于过去 5 年中值 16.7 倍。除了马来西亚及巴西，目前多数全球主要市场估值均处在偏高位置。从 PB 来看，恒指目前估值已回升至历史中位数以上水平。

图表 12：主要指数估值水平对比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 13：恒指及国指盈利预期变化

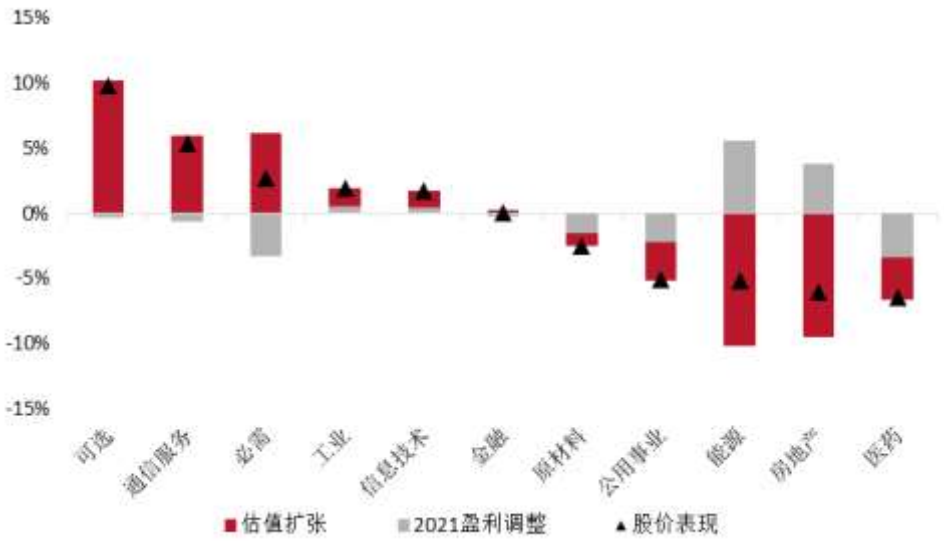


来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

行业估值盈利分解：行业分化已现

中国股票分行业来看，10 月一级行业呈现涨跌互现，其中可选消费、通信服务、必需消费、工业、信息技术出现上涨，涨幅分别达到 9.8%、5.4%、2.7%、2.0%、1.8%。TMT 主要分布的消费、信息技术及通信服务业均出现了明显的反弹，但主要受估值扩张带动。下跌行业中，医药、房地产、能源跌幅较大，主要受房地产税改革试点及煤炭行业限价等因素影响，调整幅度较大。医药行业由于前期估值过高，目前仍处在估值回调，资金流出的影响中，且 CXO 龙头增速不及预期，也影响了行业情绪。

图表 14：中国股票行业估值盈利分解



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

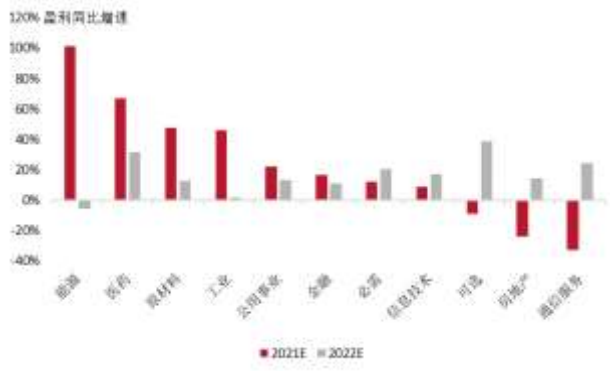
从行业估值来看，医疗保健、可选消费、通信服务估值已经降至 75%分位数以下，信息技术估值已降至历史中位数以下，必需消费估值继续保持在历史中位数附近。信息技术估值目前已经低于必需消费及通信服务。周期行业整体估值仍然处在历史中位数水平，能源、金融、房地产估值继续在历史低位。2021 年预测盈利增速较高的行业仍然是能源、医药、工业及原材料，且进一步提高，盈利增速分别达到 109.3%、65.2%、47.0%、43.2%。通信服务、房地产及可选消费业盈利预期增速有所改善，但同比仍然下跌。

图表 15：中国股票行业估值水平对比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 16：中国股票行业盈利增速对比

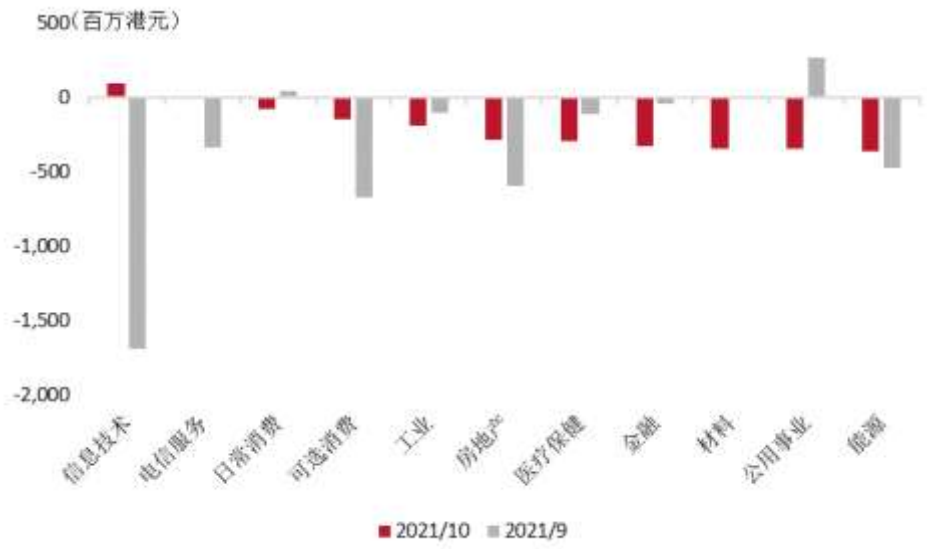


来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

资金流向：资金流出的趋势未改

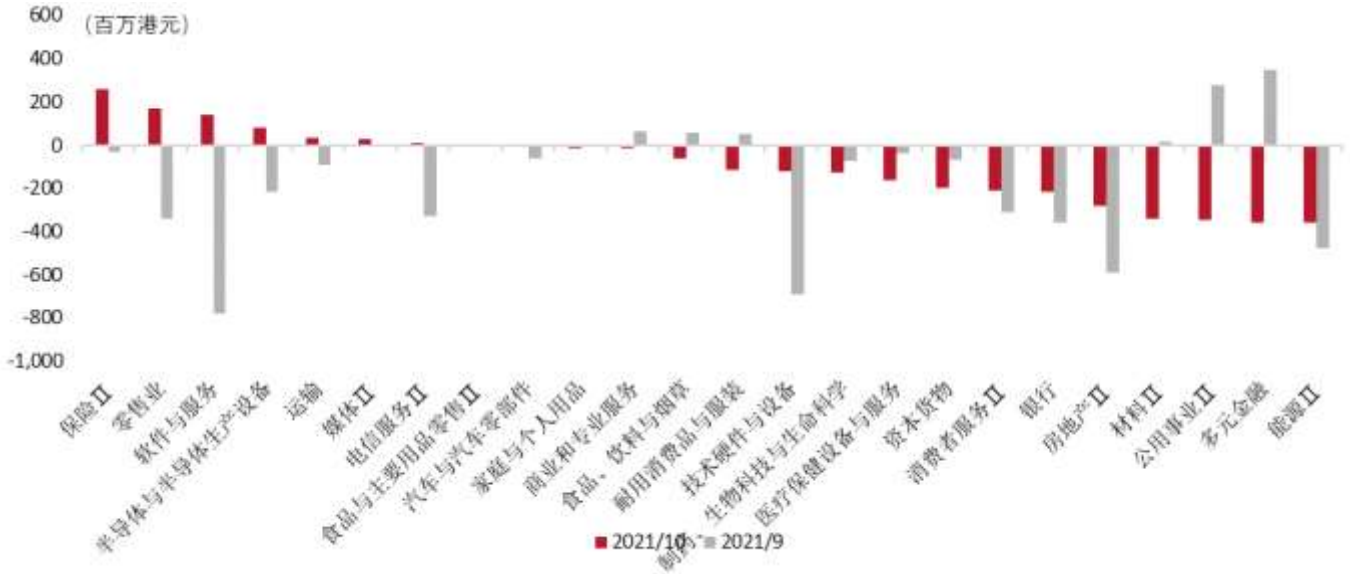
10 月，随着港股基本面的边际走弱更加明显，虽然指数整体反弹，但资金流出的趋势未改。一级行业多数出现资金净流出，其中能源、公用事业、材料业净流出幅度较大。仅信息技术呈现小幅净流入，扭转了之前连续净流出的情况。24 个二级行业中，有 8 个呈现净流入，主要集中在保险、零售业、软件与服务等行业。16 个板块呈现净流出，其中，能源业净流出量最大，房地产、材料、公用事业、多元金融也有较大净流出。

图表 17：港股一级行业资金流向



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 18：港股二级行业资金流向

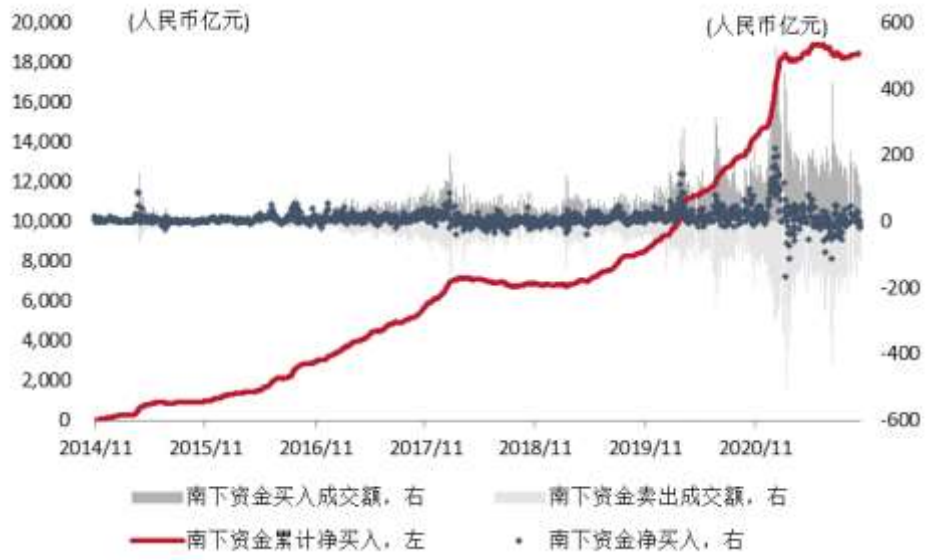


来源：万得，中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

南下资金：互联网及汽车龙头获得关注

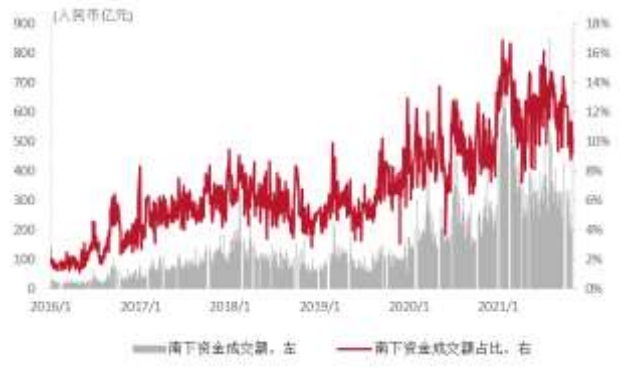
南下资金 10 月净流入 80.8 亿元，日均净流入 5.4 亿元，环比减少 32%。同期北上资金日均净买入 21.9 亿元，环比继续保持改善，仍然为连续净流入，好于南下资金。10 月南下资金日均成交额 219.7 亿元，占比 10.3%，较上月下降 1.5 个百分点。10 月南下资金对周期行业热度出现明显下降，如建设银行（0939.HK）、东岳集团（0189.HK）、中国神华（1088.HK）等均出现了明显的净卖出。而 TMT 龙头，如美团-W（3690.HK）、快手-W（1024.HK）、腾讯控股（0700.HK）等，则继续获得南下资金布局，呈现较大净买入。港股汽车龙头，如吉利汽车（0175.HK）、比亚迪股份（1211.HK）、长城汽车（2333.HK）则从净卖出转为净买入。

图表 19：南下资金流入情况



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 20：南下资金成交额占比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 21：南下与北上资金净买入对比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

图表 22：南下资金热门标的

排序	代码	证券名称	成交净买入(亿)		
			2021 至今	9 月	10 月
净买入 Top30					
1	0700.HK	腾讯控股	1127.5	142.1	15.0
2	0941.HK	中国移动	641.7	20.8	10.2
3	0883.HK	中国海洋石油	331.5	28.8	0.6
4	0175.HK	吉利汽车	178.2	-7.5	16.8
5	0981.HK	中芯国际	110.0	-11.7	-4.1
6	2382.HK	舜宇光学科技	79.7	-7.5	12.1
7	1211.HK	比亚迪股份	68.7	-5.3	7.2
8	1810.HK	小米集团-W	67.6	-13.8	-7.8
9	1024.HK	快手-W	53.0	18.3	34.7
10	0189.HK	东岳集团	51.6	15.3	-8.0
11	2269.HK	药明生物	50.2	-12.4	-22.4
12	6969.HK	思摩尔国际	50.2	-5.2	-1.8
13	0728.HK	中国电信	44.3		-2.2
14	0836.HK	华润电力	43.7	26.0	8.3
15	2331.HK	李宁	27.1	-0.7	-0.1
16	0388.HK	香港交易所	26.5	-3.9	4.2
17	2333.HK	长城汽车	24.6	-4.3	4.2
18	0762.HK	中国联通	23.5		
19	3800.HK	保利协鑫能源	18.9		
20	6078.HK	海吉亚医疗	15.5	13.9	
21	1378.HK	中国宏桥	12.0	-1.0	
22	1833.HK	平安好医生	11.8		
23	0291.HK	华润啤酒	11.5	0.0	1.1
24	2238.HK	广汽集团	11.0	6.0	
25	0027.HK	银河娱乐	10.8	-3.1	
26	6185.HK	康希诺生物-B	8.8		
27	1801.HK	信达生物	8.7	1.8	
28	2380.HK	中国电力	8.4	4.0	-1.4
29	0493.HK	国美零售	8.3		
30	1368.HK	特步国际	7.0		

来源：万得、中泰国际研究部，截至 2021 年 10 月 31 日

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布尔日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

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、状况及独特需要做出各种证券、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