海外策略点评 20210204

南下资金定价权在两类板块最凸显

2021 年 2 月 4 日

事件

- 年初以来，截至 1 月底，南下资金净流入已达 3106 亿港币，占 2020 年全年的 46%。迅猛的资金流入推升港股市场上涨。

观点

- **宏观经济回顾和展望：**经济基本面全面回暖，四季度 GDP 超预期主要依赖出口和投资。1. 海外政策宽松支撑全球总需求，海外供给维持缺口，中国出口持续受益。2. 基建及房地产投资出现分化，制造业投资延续强劲边际修复。3. 由于疫情的反复，12 月社会零售总额同比增速较上月放缓，消费仍低迷。4. 12 月 CPI 由负转正，同比增速为 0.2%。12 月 PPI 同比下降 0.4%，比上月收窄 1.1%。预计 PPI 在 5、6 月份创下年内高点、有望破“5”。
- **资本市场流动性：**1. 国内流动性逐渐收紧：央行公开市场操作量明显收紧，上周 DR001 和 DR007 升破 3.0%。央行在连续四日净回笼资金后，1 月 29 日转向 1000 亿净投放，表明态度稳定流动性。关注 3 月底的一季度货币政策例会，是否发出对股市估值造成实际压制的明确收紧信号。2. 欧美流动性保持宽松：1 月 27 日美联储举行今年第一次 FOMC 利率会议，利率维持 0-0.25%区间、资产购买速度维持每月至少购买 800 亿美债和 400 亿 MBS。第一、美联储不会把货币政策作为打破“资产泡沫”的工具；第二、鲍威尔淡化通胀、强调就业：相比通胀上行，不能全面复苏是更大的风险。降低失业率是美联储货币政策的首要目标。
- **港股绝对估值已达高位，但仍是最便宜的中国资产：**1. 港股估值创近十年新高，恒生指数市盈率处于 16.6 倍，恒生国企指数处于 11.7 倍；2. 尽管港股自身估值抬高，但参考其他市场交易的中国股票，港股估值仍具较强吸引力。截至 2 月 1 日，AH 溢价已从 20 年 10 月最高点 149%收缩至 137%。恒生指数与 MSCI 中国（包含 A、H 及美股中概股）的相对估值，恒生国企指数与 MSCI 中国的相对估值均处于历史低位。
- **预计资金将继续流向港股：**1. 内资南下寻求低估值中国资产，对中国经济谨慎观望的外资开始回流；2. 欧美经济体预计维持宽松的货币政策到年底，拥有大量欧美投资者的港股市场将获得流动性红利；3. 21 年港股将迎来大量大型 IPO，包括快手、哔哩哔哩、百度等独角兽及美中概股。稀缺的科技、新经济、医药领域优质标的大概率吸引新增资金入市。
- **一季度企业盈利增长强劲：**一季度，出口和制造业投资仍将是主要增长引擎，叠加就地过年的影响，中国经济有望强劲增长，利好一季度企业盈利。2021 年业绩普遍高增，30%左右的稳定增长毫不稀缺。另一方面，香港经济受到本地第四波疫情的影响，复苏步伐相对缓慢。恒生指数中以金融、地产、公用事业、旅游为主的本地股业绩表现会偏弱。
- **南下资金在两类股票中“定价权”确定性提升：**虽然南下资金在全部港股成交占比由 2011 年的 4.6%提高至 2018 年 11.7%，但仍低于欧美投资者的 20.9%。在两类股票中，南下资金的定价权得到了确定性的提升：受美国制裁的公司和 A 股稀缺的港股消费标的。
- **选股思路及配置建议：**关注两类资产：通胀主题下业绩超预期的顺周期行业，和港股优质标的及 A 股稀缺标的。建议关注标的：中海油服、紫金矿业、洛阳钼业、建设银行、腾讯控股、九毛九、波司登、吉利汽车、长城汽车、福耀玻璃。
- **风险提示：**美股大幅回调；通胀快速上行；货币政策超预期收紧；地缘政治风险；宏观经济不及预期；疫苗注射不及预期

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenli@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴策略：资金流入趋缓，内外资风格分化——市场温度计》2021-2-1
2、《东吴证券月度策略及金股组合：一季度企业业绩有望超预期》2021-1-29
3、《2020 年美股诞生的十倍股》2021-1-29
4、《东吴策略·公募抱团趋弱，风格偏向成长——市场温度计》2021-1-26
5、《东吴策略·公募向价值平衡，加消费、周期——20 年基金四季报点评》 2021-1-24
6、《美股的估值和盈利怎么走——策略点评 20210123》2021-1-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 宏观经济回顾与展望

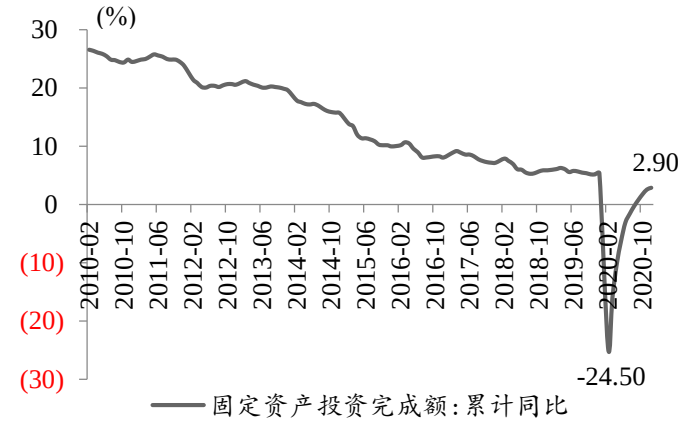
1.1. 经济基本面全面回暖

2020 年四季度 GDP 同比增长 6.5%，超过 2019 年同期 6.0%，也创下两年来新高，2020 年全年同比增长 2.3%。四季度 GDP 超预期主要依赖出口和投资。

出口：海外政策宽松支撑全球总需求，海外供给维持缺口，中国出口持续受益。不论海外疫情接下来如何演化，2021 年中国出口份额都将持续受益于海外需求复苏和中国产业链优势及制造业竞争力。

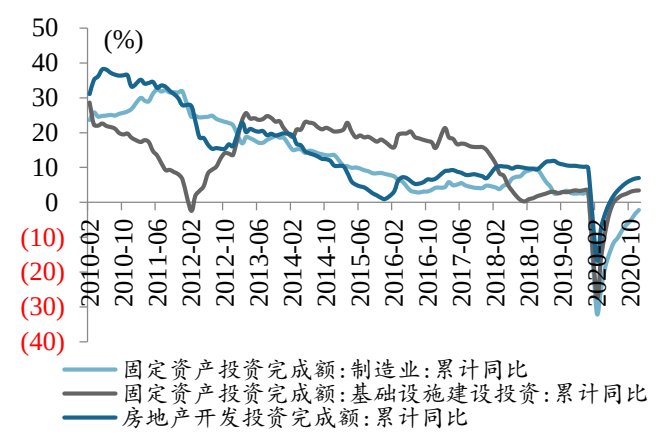
投资：12 月制造业投资延续强劲边际修复，有望超越地产投资和基建投资，成为 2021 年固定资产投资增长的主要拉动项。随着 2020 年剩余专项债在 2021 年上半年集中投放，基建将企稳回升。2021 年 1 月 31 日，统计局公布中国 1 月份官方制造业 PMI 数据 51.3%，前值 51.9%，较上月回落 0.6 个百分点。制造业景气度总体继续保持在荣枯线以上，仍处于扩张区间，但受到疫情和春节干扰，扩张势头有所放缓。

图 1：固定资产投资累计同比增速持续上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：基建及房地产投资出现分化，制造业投资延续强劲边际修复

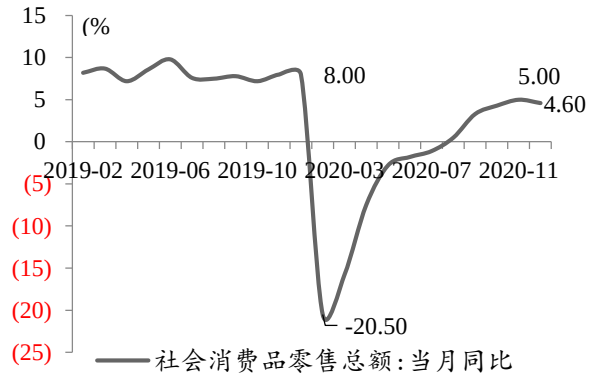


数据来源：Wind，东吴证券研究所

消费：由于疫情的反复，12 月社会零售总额同比增速较上月放缓。居民消费的回升速度很大程度上取决于疫苗铺开的节奏，只有在大规模接种后，居民消费倾向才会出现较大反弹。

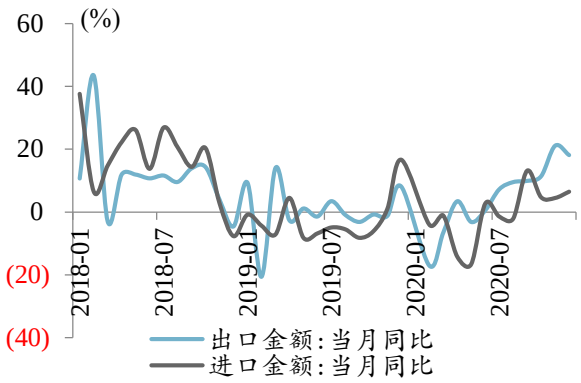
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：社零总额当月同比增速较上月放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

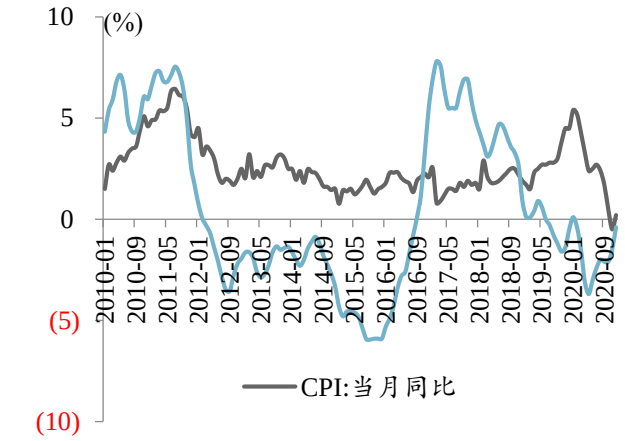
图 4：12 月出口再超预期，进口同比增长稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

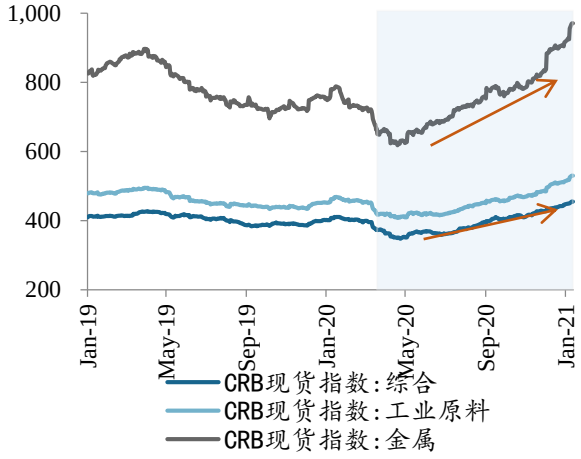
12 月 CPI 由负转正，同比增速为 0.2%。CPI 反弹主要受食品价格超预期涨幅影响。随着春节临近，食品板块出现顺周期季节性增长。**12 月 PPI 同比下降 0.4%，比上月收窄 1.1%。**工业生产持续恢复，对原材料需求逐步回暖，带来国际原油价格、铁矿石和有色金属价格上涨。预计 PPI 在 5、6 月份创下年内高点，有望破“5”。

图 5：12 月 CPI 同比转正，PPI 有望重回正增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：CRB 现货指数价格持续上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

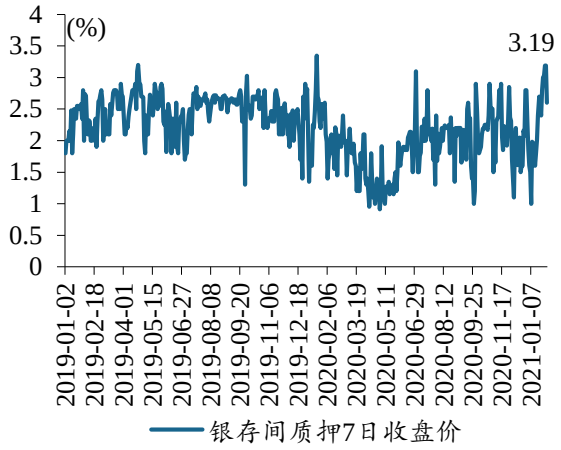
1.2. 资本市场流动性

1.2.1. 国内流动性缓慢收紧

进入 2021 年后，央行公开市场操作量明显收紧，上周 DR001 和 DR007 升破 3.0%，对于未来一到两个月的流动性，我们认为无需过度担忧。央行 1 月以来明显的资金净回笼，是对永煤事件后宽松的边际回归，本意不是推高市场利率，目前高位的隔夜利率不会持续太久。央行在连续四日净回笼资金后，1 月 29 日转向 1000 亿净投放，一定程度

上表明了其稳定流动性的态度。需要密切关注 3 月底召开的一季度货币政策例会，央行是否会释放对股市估值造成实际压制的明确收紧信号。

图 7：DR007 升破 3.0%



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 8：美元兑人民币中间价处于下降区间



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.2.2. 欧美流动性维持宽松

美联储的后续的政策节奏取决于疫苗、就业和通胀。1 月 27 日美联储举行 2021 年第一次 FOMC 利率会议，利率水平维持 0-0.25%区间、资产购买速度维持每月至少购买 800 亿美债和 400 亿 MBS。**第一、美联储不会把货币政策作为打破“资产泡沫”的工具；第二、鲍威尔淡化通胀、强调就业：**相比通胀上行，不能全面复苏是更大的风险。降低失业率美联储货币政策的首要目标。根据芝加哥联储估算，美国自然失业率为约 4.1%，而美联储也将以其作为充分就业的目标指引，12 月美国失业率仍居 6.7%高位，因此我们预计 2021 年美国货币政策的宽松态度将会延续。

2. 港股市场回顾与展望

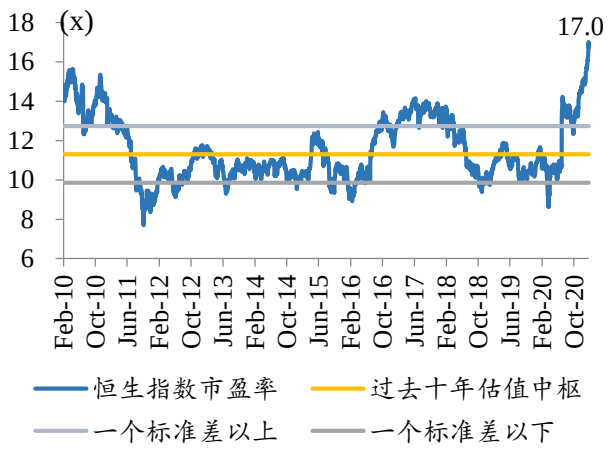
2.1. 港股估值处于十年高位，但配置吸引力仍然较强

2.1.1. 港股估值目前仍处于历史高位

港股估值创近十年新高。恒指市盈率自去年 3 月见底后，迅速从低于十年估值中枢一个标准差以下迅速攀升至十年来最高水平 17 倍。与此同时，恒生国企指数市盈率也从十年估值中枢一个标准差以下抬升至一个标准差以上。

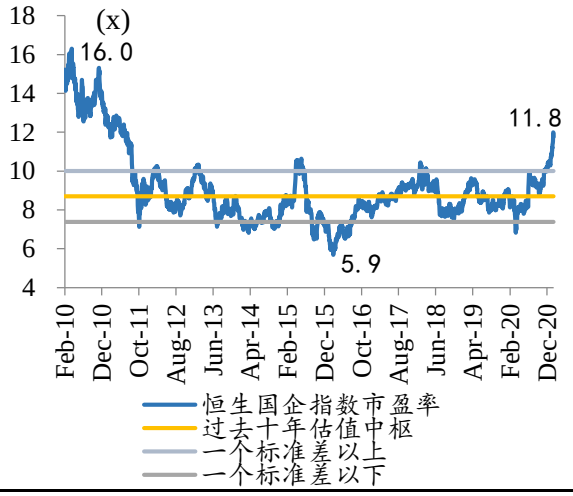
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：恒生指数市盈率处于近十年高位（P/E = 16.6x）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 10：恒生国企指数市盈率高于历史上 70%的区间水平



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.1.2. 相对估值：AH 溢价

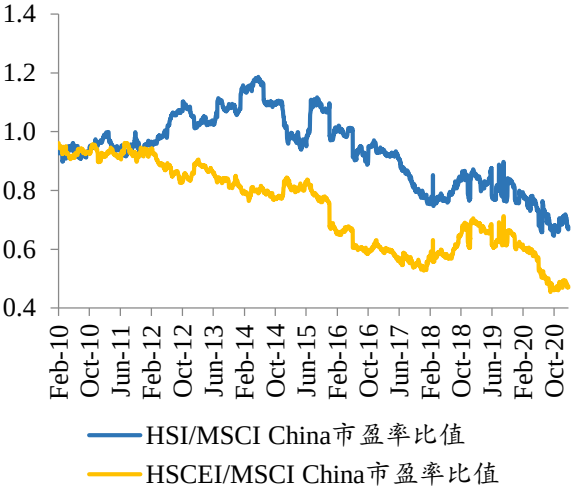
尽管港股自身估值已不便宜，但与其他市场交易的中国股票相比，港股估值仍具备较强吸引力。截止 2 月 1 日，AH 溢价已从 2020 年 10 月最高点 149%收缩至 137%。与此同时，恒生指数与 MSCI 中国（包含 A、H 及美股中概股）的相对估值，恒生国企指数与 MSCI 中国的相对估值均处于历史低位。

图 11：恒生沪深港通 AH 股溢价指数（100 为基准）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 12：恒指/恒生国企指数相对 MSCI China 市盈率比值



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.1.3. 资金流向

2021 年，我们预计港股资金流将会相当宽裕：

一、 内地资金寻求低估值资产，去年撤出的外资回流

一月份，南下资金净流入已达到 3106 亿港元，相当于 2020 年全年净流入的 47%。尽管港股本身估值已处于历史高位，但其估值扩张幅度远远赶不上 A 股及美股 ADR。在 A 股估值上升空间有限的情况下，投资者南下追逐最便宜中国资产。

2020 年南下资金净流入 6639 亿港币，相当于 17-19 年三年规模加总，但是港股 2020 年净流入规模仅仅 760 亿港币，说明 20 年外资从香港市场撤离 5300 亿港币。尽管中国经济自第二季度起开始快速修复，远好于海外各主要经济体，但由于缺乏实地调研条件，以及对于疫情数据的不信任，外资仍然持续大规模撤出 A 股和港股市场，持观望态度直至七月。11 月起，港股资金净流入转正，加速攀升。

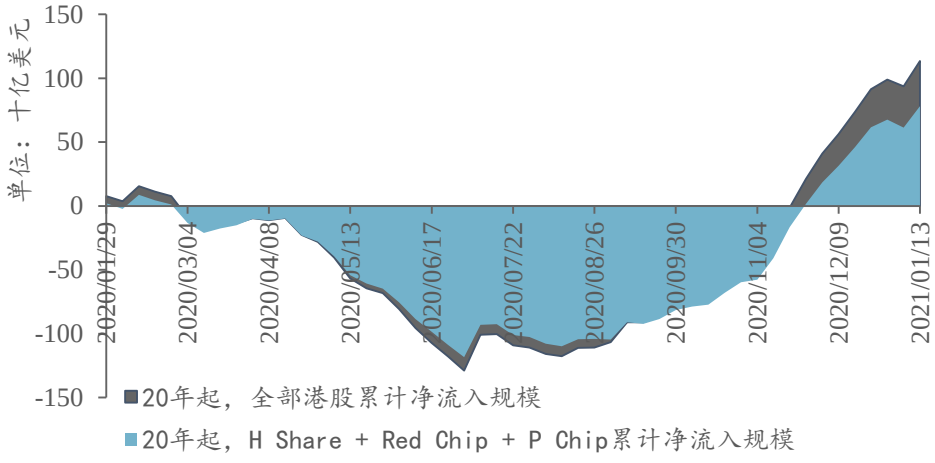
二、 外部流动性环境良好

如前文提到，欧美经济体宽松的货币政策至少维持到今年年底，拥有大量欧美投资者的港股市场将受益于良好的外部流动性环境。

三、 2021 年是港股 IPO 大年，吸引新增资金入市

2021 年港股将迎来大量大型 IPO，包括快手、哔哩哔哩、百度等独角兽及美股中概股。此类科技、新经济、医药的优质标的具备稀缺性，因此大概率将吸引新增资金入市。另外，恒生指数公司也将进一步改革恒指，可能包括：将成份股数由目前 52 家增加到 65 至 80 家，并按行业组合挑选股份；所有成份股权重不分股权架构上限统一为 8%，并取消最低上市时间要求等。因此，**我们认为未来港股市场的成长性增强，指数的估值有望进一步抬升**。

图 13：港股资金持续累计净流入，资金面充裕



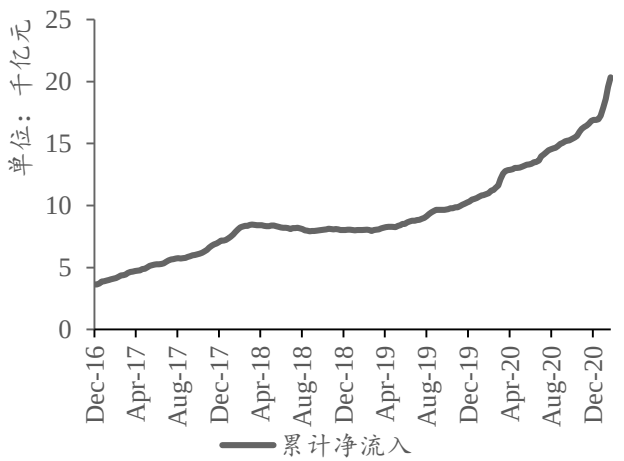
数据来源：EPFR Global，东吴证券研究所

图 14：南下资金占全部港股成交额的比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：南下资金累计流入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 南下资金“定价权”

在港股市场，欧美机构及本地机构仍是最大参与者，南下资金尚无法真正地“夺取定价权”。虽然南下资金在全部港股成交占比由 2011 年的 4.6%提高至 2018 年 11.7%，但仍低于欧美投资者的 20.9%。然而，在两类股票中，南下资金的定价权得到了确定性的提升。

一、受美国制裁的公司

2020 年 11 月，特朗普政府下达总统行政令，禁止美国投资者参与投资 31 家中国公司，其中包括中国移动、中国联通、中国电信、中芯国际等，禁令 1 月 11 日起生效，已投资于这些股票的美国投资者需于 2021 年 11 月前将其全部抛售。今年 1 月 14 日，该名单中新增了包括小米在内的 9 家中国公司，禁令均在加入名单后 60 日内生效。

今年以来，南下资金在个股里的市值占比变化幅度最大的几支是：中国电信、中海油服、中国中车、中国铁建、中芯国际、中国海洋石油（除中海油服外，其余均在美国国防部名单中）。因此我们可以判断这些股票近期的上涨主要由大陆投资者推动，未来南下资金在这些股票中的定价权有确定性的提升。

然而，对比南下资金在近一个月的另外几只活跃成交股：美团、腾讯、港交所中，持股占比的变化，今年以来提升的幅度分别为 0.8%、1.2%、1.6%，而其市值的绝对占比仅分别为 4.4%、6.4%和 11.3%。可以推断，南下资金在高成长性股票中仍不具备绝对定价权，且在无外部环境变化的情况下，不会获得迅猛提升。

二、过去一年，南下在消费股中持股比例大幅提升

请务必阅读正文之后的免责声明部分

除去制裁名单和在 AH 两地上市的股票外，2020 年 1 月 2 日至今，南下资金持股市值占比提升最大的前二十家公司里，有七家为消费股：其中 3 家来自可选消费、4 家来自必选消费；排名第二的行业是信息技术和医疗保健，前二十家里各有三家。

在消费行业，港股相对 A 股并无明显估值折价，甚至许多标的估值高过 A 股类似可比公司。因此，南下资金大幅增持消费股，主要是由于港股市场拥有大量 A 股稀缺的消类标的：如餐饮—海底捞、呷哺呷哺、九毛九；体育服装—安踏、李宁、波司登；教育—枫叶教育、希望教育。

图 16：除去制裁名单和 AH 两地上市股外，南下资金持股市值占比提升幅度前二十（2020.1.2-2021.2.3）

排序	证券代码	公司名称	所属Wind行业	市值（亿港元）	市盈率（TTM）	增持比例（%）	2021.02.03南下资金持股比例	2020.01.02南下资金持股比例
1	3898.HK	中车时代电气	工业	481	15.9	23.7	25.6	1.9
2	2013.HK	微盟集团	信息技术	535	亏损	23.3	25.3	2.0
3	1951.HK	锦欣生殖	医疗保健	414	106.2	18.4	21.1	2.7
4	1918.HK	融创中国	房地产	1348	4.6	16.6	16.6	0.0
5	1610.HK	中粮家佳康	必选消费	117	3.1	15.9	20.7	4.8
6	0520.HK	呷哺呷哺	可选消费	203	亏损	15.5	17.2	1.7
7	1066.HK	威高股份	医疗保健	656	31.9	13.5	16.2	2.7
8	3323.HK	中国建材	材料	800	5.8	11.2	26.1	14.9
9	1317.HK	枫叶教育	可选消费	57	10.0	10.6	19.7	9.2
10	1117.HK	现代牧业	必选消费	186	38.8	10.3	12.2	1.9
11	0291.HK	华润啤酒	必选消费	2264	136.1	9.7	14.7	5.0
12	1508.HK	中国再保险	金融	353	6.2	9.7	16.0	6.3
13	1579.HK	颐海国际	必选消费	1329	143.2	9.6	13.2	3.5
14	1999.HK	敏华控股	可选消费	702	41.8	9.5	24.2	14.7
15	1347.HK	华虹半导体	信息技术	647	101.8	9.0	12.1	3.1
16	0268.HK	金蝶国际	信息技术	1146	2689.3	8.0	18.1	10.2
17	2233.HK	西部水泥	材料	62	3.2	7.8	10.9	3.1
18	1359.HK	中国信达	金融	565	5.4	7.7	20.8	13.0
19	0853.HK	微创医疗	医疗保健	96	亏损	7.6	13.6	6.0
20	2669.HK	中海物业	房地产	17	29.5	7.5	14.2	6.7

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

2.3. 一季度预计内地企业业绩亮眼，本地企业仍受疫情拖累

一季度，出口和制造业投资将继续拉动经济增长，叠加就地过年的影响，我们认为一季度中国经济增长会非常强劲，所以 3、4 月份公布的一季报中企业盈利会非常良好。2021 年业绩普遍高增，30%左右的稳定增长毫不稀缺。另一方面，香港经济受到本地第四波疫情的影响，复苏步伐相对缓慢。恒生指数中以金融、地产、公用事业、旅游为主的本地股业绩表现会相对较弱。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

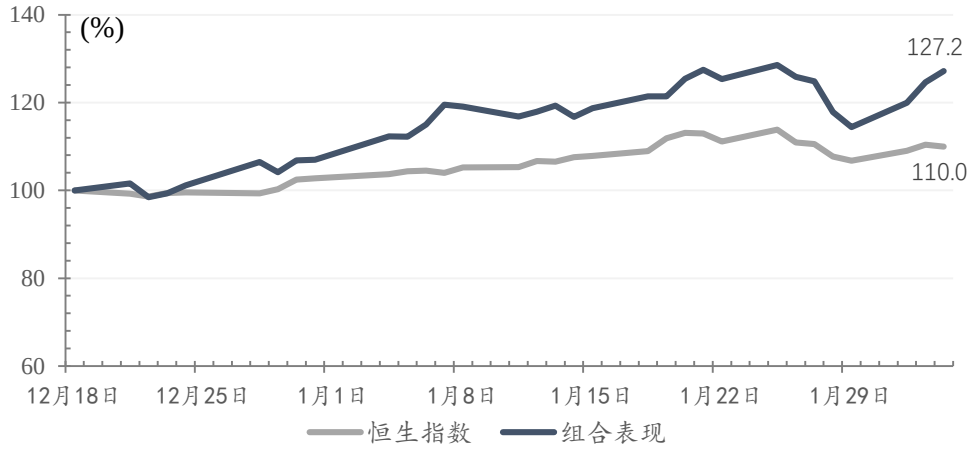
3. 行业与个股配置建议

我们推荐遵循两条配置思路:

1. **业绩增长：通胀主题下业绩超预期的顺周期行业**：我们预测 2021 年的上半年，PPI 将由负转正，推动上游企业毛利率上升，带来企业业绩增长。与此同时，PPI 上涨预期带动通胀抬头，周期股可能表现超预期。
2. **行业分析师推荐港股优质标的及 A 股稀缺标的**。

我们在去年 12 月 18 日曾建议投资者超配受益于 PPI 回升阶段盈利复苏的能源、材料板块，以及拖累恒生国企指数估值的最大权重板块银行板块。关注其中 AH 溢价较高的标的，包括中海油服、赣锋锂业、紫金矿业、洛阳钼业、建设银行、农业银行。组合发起至今收益率达 27%。

图 17：2020 年 12 月 18 日至今，组合收益率与恒生指数表现



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

基于我们的选股策略，我们在建议关注标的中去除农业银行和赣锋锂业，加入腾讯控股、九毛九、波司登、吉利汽车、长城汽车、福耀玻璃。

图 18：建议关注标的业绩预期及估值信息

港股证券代码	公司名称	Wind一级行业	市值（亿港元）	H股价格（港元）	H股价格（人民币）	A股价格（人民币）	AH溢价率(%)	预期EPS		预期PE	
								EPS 2021	EPS 2022	PE 2021	PE 2022
0939.HK	建设银行	金融	14876	5.87	4.89	6.63	35.52	**1.07**	**1.13**	**4.86**	**4.60**
2883.HK	中海油田服务	能源	779	10.02	8.35	16.82	101.41	0.62	0.76	13.51	11.03
2899.HK	紫金矿业	材料	2972	9.91	8.26	10.15	22.89	0.41	0.52	20.34	15.80
3993.HK	洛阳钼业	材料	1527	5.63	4.69	6.16	31.28	0.17	0.19	28.10	24.19
0700.HK	腾讯控股	信息技术	70611	736.00	613.31	N/A	N/A	**16.50**	**20.30**	**34.35**	**27.92**
9922.HK	九毛九	可选消费	461	31.70	26.42	N/A	N/A	**0.29**	**0.44**	**79.89**	**52.66**
3998.HK	波司登	可选消费	383	3.55	2.96	N/A	N/A	**0.16**	**0.20**	**24.06**	**19.25**
0175.HK	吉利汽车	可选消费	2892	29.45	24.54	N/A	N/A	**0.89**	**1.16**	**31.52**	**24.18**
2333.HK	长城汽车	可选消费	3705	25.35	21.12	40.04	89.51	**1.10**	**1.47**	**21.20**	**15.87**
3606.HK	福耀玻璃	可选消费	1705	56.80	47.33	58.99	24.61	**1.44**	**1.83**	**31.50**	**24.79**

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所 （非加粗部分来自 Bloomberg 一致预期）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

美股大幅回调；通胀快速上行；货币政策超预期收紧；地缘政治风险；宏观经济不及预期；疫苗注射不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

