

策略報告

穿越低谷之二

- 政府最近对政策放宽的口吻似乎有所松动
- 大规模回购释放触底回升信号
- 密切关注某些周期性标的

贸易战和国内宏观背景下呼唤变革。本周早些时候特朗普政府宣布了对 2,000 亿美元自中国进口商品加征关税的最终清单；初始税率为 10%，从 9 月 24 日起生效。这一敌意之举将推动中国政府转为依靠本土增长，这在我们看来会需要政策作为支持。

政策立场近期转为更加适度宽松。国务院总理李克强 2018 年 9 月 18 日主持召开国务院常务会议，显示出了适度宽松的立场。1) 加大简政减税降费力度，总体上不增加企业负担；确保社保费现有征收政策稳定；2) 聚焦补短板扩大有效投资，特别是中西部铁路公路、干线航道、枢纽和支线机场、重大水利等农业基础设施、生态环保重点工程、技术改造升级和养老等民生领域设施建设。3) 推进更高水平贸易便利化新措施，如缩短通关时间和完善出口退税政策。9 月 20 日，中共中央、国务院办公厅印发《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》，从细化消费市场、健全质量标准和信用体系、强化政策配套等方向，为消费升级发展培育新的增长点。最近的这些举措与之前的财政和货币政策相呼应（详情请参考 9 月 6 日“Going Through Trough”报告）。

积极的回购释放见底信号。我们挖掘到的 2006 年以来的详细数据表明，大规模的回购活动通常发生在特定周期的低谷。1) 2018 年 4 月份以来香港市场上的回购活动大幅增加。仅 2018 年 7 月份的回购总额就达 110 亿港元，根据我们的计算，这是历史单月最高值。并且这一强劲势头在 9 月得到延续。2) 我们发现市场对回购反应积极：大规模回购过后 1 个月的恒指表现平均回报率达 2%；3 个月表现上升至 3%，而 6 个月表现则攀升至 15%。3) 港股通南向资金流入仍然较弱，但本月出现了小规模正向净流入。

指数预期和行业偏好。我们重申 2018 年 1 月初提出的观点：预计恒生指数全年在 11-13 倍前瞻市盈率区间震荡，对应 27,000 至 33,000 点。我们最近曾提出底部可能会出现在 8 月下旬和 9 月。我们认为最坏的负面因素已反映在内，而且可能会出现温和适度的政策宽松。最近的政府口风似乎确实指向了这一方向。我们预计恒指和 MSCI 中国指数短期将分别维持在 11-12 倍和 12-13 倍前瞻市盈率的趋势区间附近。预计 2018 年四季度将出现回升。

我们维持看好银行、地产、原材料、公用事业（天然气）和铁路/地铁/基建相关板块的短期表现。建议继续回避科技硬件、出口型企业和航空业。尽管在经历了 18 年 8 月的自由落体式回调后板块估值已不高，我们依然维持对教育板块的谨慎看法。我们认为日常消费、可选消费和医药板块估值已达合理水平，选股是关键。

郭國濤, PhD
+852 3189 6121
jessiequo@cmschina.com.hk

錢鸞, CFA
+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

策略報告

温和的放緩信號出現了嗎？

貿易戰逆風

2018 年 9 月 17 日，美國貿易代表辦公室發布了需要額外加征關稅的 2,000 億美元中國商品最終清單。關稅將從 2018 年 9 月 24 日起生效，初始關稅稅率為 10%，從 2019 年 1 月 1 日起上調至 25%。另外，特朗普總統在同一天發布的聲明中重申，倘中國採取報復行動，美國將立即對自中國進口的其他產品征收關稅（約 2,670 億美元）。

作為報復，中國宣布將於 2018 年 9 月 24 日起對 600 億美元的美國商品征收關稅。四個商品清單的關稅稅率將分別從 8 月份公布的 25%/ 20%/ 10%/ 5% 降至 10%/ 10%/ 5%/ 5%。

我們預計中美之間的新一輪貿易談判將會擱置，而在短期內兩國之間達成重大協議的可能性仍然很低。這些不利的外部因素促使中國政府依賴本土增長，這顯然需要政策支持。

政府對放寬政策的口吻

自 7 月起，在宏觀前景和外部不確定性的下行壓力增加下，政府對政策放寬的口吻似乎有所鬆動。國務院總理李克強 2018 年 9 月 18 日主持召開國務院常務會議，顯示出了適度寬鬆的立場。政府將透過多個方面穩定增長，包括：

- 加大簡政減稅降費力度，總體上不增加企業負擔；確保社保費現有征收政策穩定。
- 聚焦补短板擴大有效投資，特別是中西部鐵路公路、干線航道、樞紐和支線機場、重大水利等農業基礎設施、生態環保重點工程、技術改造升級和養老等民生領域設施建設。
- 推進更高水平貿易便利化新措施，如縮短通關時間和完善出口退稅政策。

大規模回購釋放見底信號？

4 月份以來回購規模增加；這一趨勢仍在持續...

我們追溯自 2006 年起的回購歷史，發現了一些有意義的谷底跡象。香港上市公司由 2009 年至 2013 年的每年平均股票回購額為 74 億港元。而在 2014 年至 2017 年，這一數字飆升至每年 221 億港元，意味著回購活動的大幅增加。

追溯歷史，房地產行業在股票回購方面最為活躍，占到自 2014 年起接近一半的回購總金額（2014 年占比：49%；2015 年：48%；2016 年：39%；2017 年：56%；2018 年迄今：50%）。

近年來，恒大是港股市場上股票回購力度最大的公司。自 2014 年起，該公司合共以 264 億港元回購，占到香港股票市場（不包括房地產投資信託基金）所有股票回購總額的 24% 及同期房地產行業回購總額的 48%。

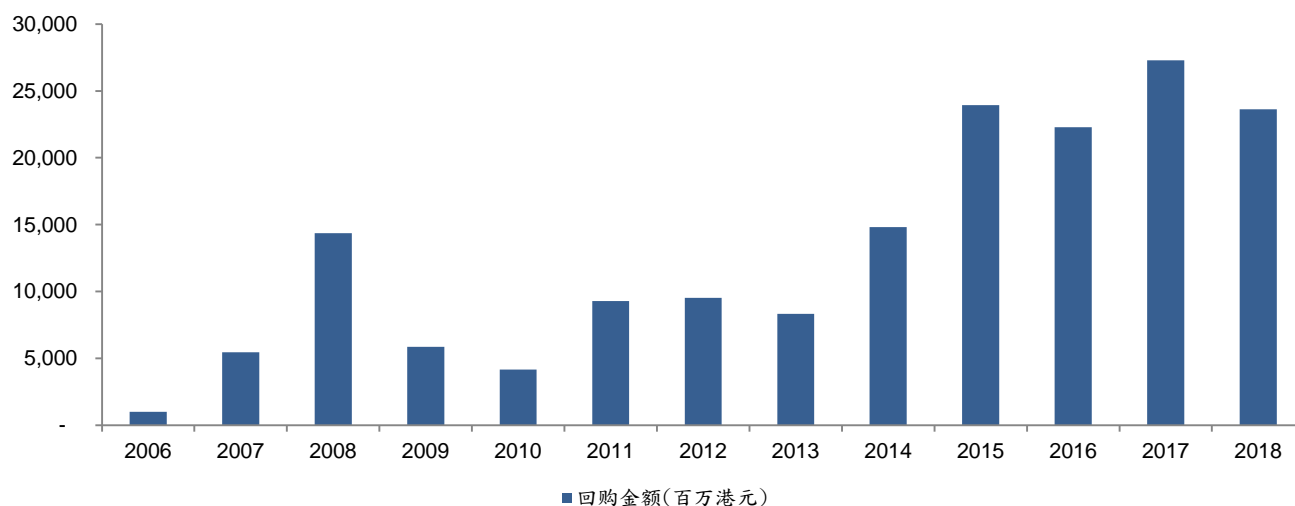
大規模的回購標志着底部

我們注意到，大規模的回購活動通常發生在特定周期的底部，如圖 5 所示。當市場暴跌，上市公司回購金額更高。除了最近數月，我們觀察到歷史上五個回購高峰：1) 2008 年 9 月至 11 月；2) 2011 年 9 月至 2012 年 5 月；3) 2013 年 3 月至 7 月；4) 2015 年 7 月至 2016 年 1 月；5) 2016 年 10 月至 2017 年 6 月；及 6) 2018 年 4 月至今。

除 2016/17 年度外，回購高峰主要發生在較差的市場環境下。市場通常對回購反應積極，大規模回購後的市場表現通常亦為正面。大規模回購後的一個月指數表現為 2%，3 個月的平均表現為 3%，而 6 個月的表現大幅上升至 15%。

最近數月，香港市場的回購激增。僅在 2018 年 7 月，根據我們的計算，總回購價值為 110 億港元，創單月歷史新高。剔除恒大地產（3333 HK，33 億港元）和紅星美凱龍（1528 HK，46 億港元）後 31 億港元的總回購仍為歷史最高水平之一（16 年 12 月：37 億港元；16 年 1 月：33 億港元；17 年 5 月：32 億港元）。自 2018 年 4 月起，每月平均有 54 家上市公司回購股票，較 2006 年起每月平均 28 家公司回購多。

图 1: 香港上市公司自 2014 年起加快回购

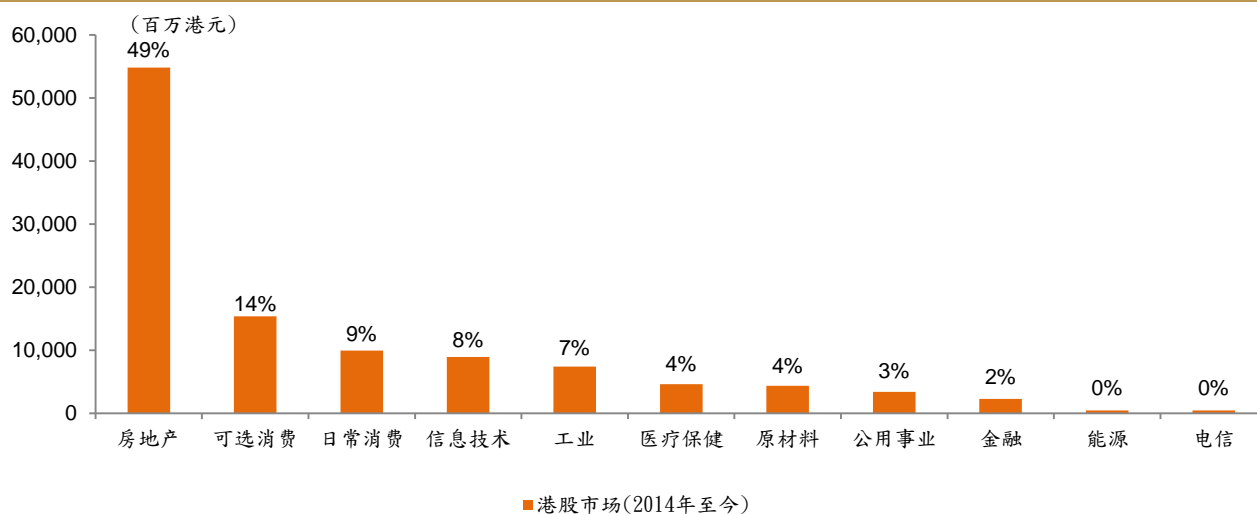


资料来源: 彭博、招商证券(香港)

注 1: 截至 2018 年 9 月 19 日的数据。注 2: 仅计算普通股, 不包括 REIT。

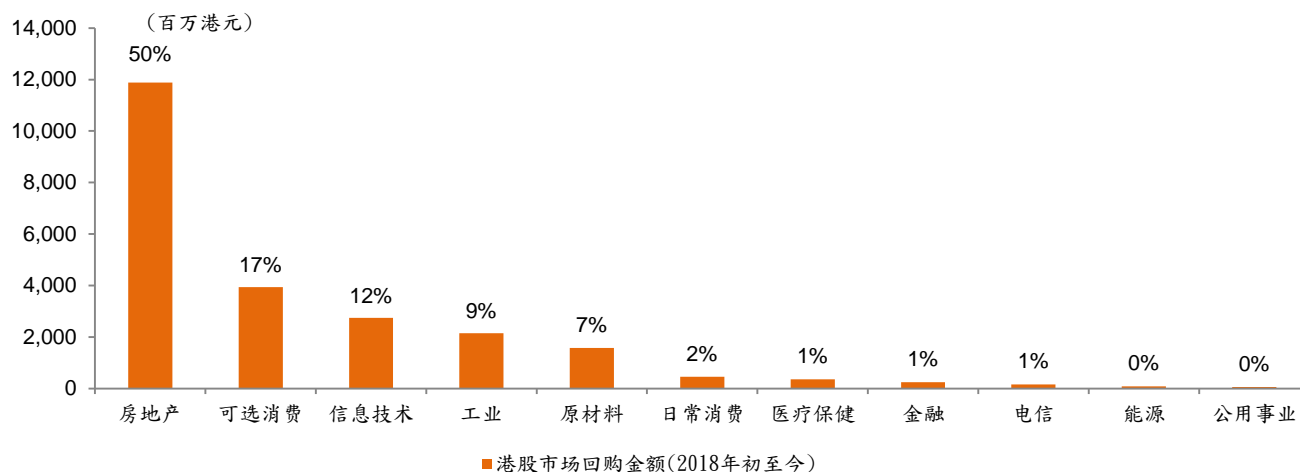
注 3: 仅包括香港上市的股份回购在计算内。

图 2: 近年房地产行业几乎占股票回购的一半



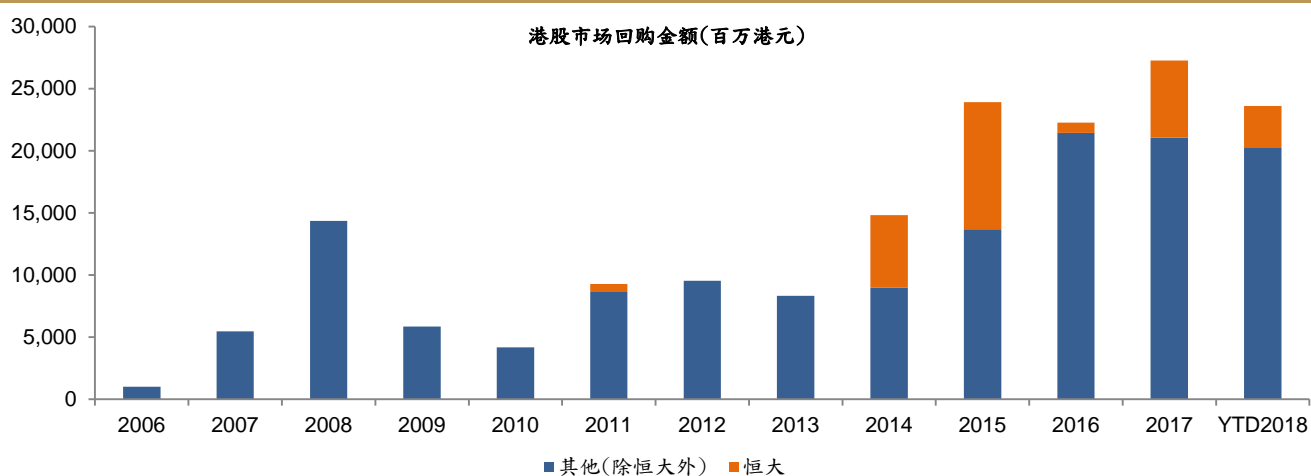
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图 3: 年初迄今房地产公司回购金额远超其他行业



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图 4: 自 2014 年起, 恒大在香港市场回购上最为活跃



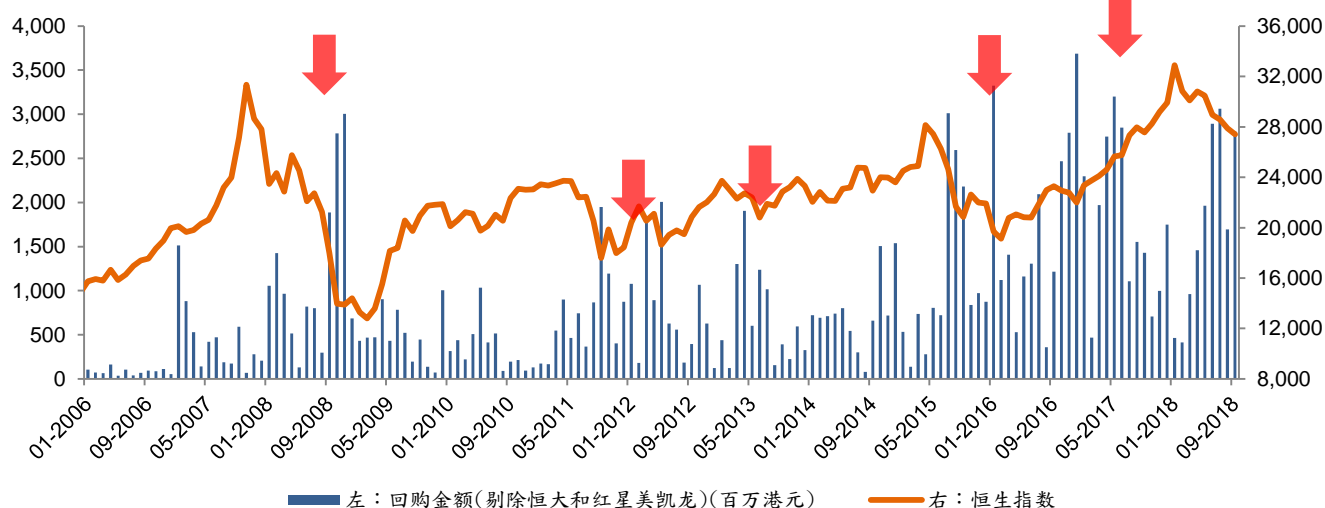
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图 5: 恒生指数通常在回购激增后录正面回报

回购高峰		恒指回报		
开始	结束	1 个月	3 个月	6 个月
09-2008	11-2008	4%	-8%	31%
09-2011	05-2012	4%	5%	18%
03-2013	07-2013	-1%	6%	1%
07-2015	01-2016	-3%	7%	11%
10-2016	06-2017	6%	7%	16%
平均		2%	3%	15%

资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图 6: 回购金额上升通常发生在特定周期的底部



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图 7: 进行回购的公司数量上升亦主要发生在底部期间



资料来源：彭博、招商证券（香港）

更多资讯，请参阅 9 月 20 日发布的英文报告 **Going Through Trough II**。

行业首选

代码	简称	市值	现价	目标价	市盈率 (x)		股息率 (%)	净债务股权比 (%)	所属行业
		(百万美元)	港币	港币	2018E	2019E	2018E	1H18A	
BABA US	阿里巴巴	421,567	162.6	262.0	28.2	19.5	0.0%	-28.7%	互联网
700 HK	腾讯控股	392,126	321.6	审核中	31.8	23.6	0.4%	-4.0%	互联网
354 HK	中软国际	1,583	5.2	8.5	11.4	9.1	0.4%	-2.4%	互联网
2607 HK	上海医药	7,762	19.0	28.1	13.2	10.6	2.4%	18.0%	医药
2005 HK	石四药集团	2,778	7.1	9.9	23.3	16.8	1.4%	30.4%	医药
384 HK	中国燃气	15,191	23.9	37.0	16.0	13.1	1.9%	73.6%	天然气
2688 HK	新奥能源	10,473	73.5	88.0	16.1	14.0	1.8%	47.3%	天然气
371 HK	北控水务	4,920	4.1	6.1	8.9	7.7	4.4%	102.9%	环保
2318 HK	中国平安	176,387	77.2	109.0	12.8	10.9	1.4%	161.0%	保险
688 HK	中国海外发展	34,989	25.1	32.0	5.7	4.7	4.3%	27.1%	地产
960 HK	龙湖集团	16,558	22.3	28.0	9.1	7.2	4.4%	47.8%	地产
914 HK	海螺水泥	28,357	46.2	64.0	8.1	7.8	5.0%	-11.4%	水泥
323 HK	马钢股份	4,318	3.9	6.2	4.1	4.1	8.6%	79.6%	钢铁
1157 HK	中联重科	3,980	2.9	5.3	12.0	9.0	1.2%	53.9%	基建设备
631 HK	三一国际	1,031	2.7	4.7	10.6	7.3	0.9%	-17.0%	基建设备

注: 截至2018年9月19日

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828