

分析师： 杨仁文
登记编号： S1220514060006
联系人： 党崇钰

摘要：本报告对 2021 年的港股市场做出分析和展望，有如下结论：第一，2020 年恒生指数跑输 A 股及美股等全球主要股票市场，新经济等行业带动的估值扩张被港股的盈利下滑所抵消；第二，2021 年全球经济基本面渐进向好，疫苗接种和政策缓慢退坡呵护经济复苏，而中国经济已全面恢复，政策亦“不急转弯”；第三，拜登当选总统后中美关系将出现缓和，而美国的外国公司问责法有利中概股香港上市；第四，南向资金看好港股，资金净流入不断增长；第五，2021 年恒生指数的盈利增长比估值提升更具有确定性，在中性假设下 2021 年恒生指数增长或达到 9%-10%，乐观假设下或达到 20%；第六，“新经济”（科技、消费、医药、先进制造、新能源）行业具有估值溢价，行业龙头领跑港股，未来或将持续，而以银行股为代表的低估值、高股息行业则已呈现安全边际和配置价值。

风险提示：全球疫情防控及疫苗接种进度超预期、中美关系变化超预期、美国经济与政策变化超预期、全球金融市场波动超预期。

目录

1	2020 年港股走势回顾：估值扩张被盈利下滑抵消.....	5
1.1	2020 年港股跑输 A 股及美股	5
1.2	新经济亮眼：科技和医药等领跑港股，周期股走势疲弱	5
1.3	港股收益率拆解：2020 年估值扩张被盈利下滑抵消.....	6
2	全球基本面渐进向好：政策缓慢退坡，呵护经济渐进复苏	7
2.1	全球疫情形势严峻，民众开始接种疫苗	7
2.2	全球经济继续复苏，政策缓慢退坡	8
2.3	中国经济全面恢复、政策“不急转弯”	12
2.4	香港经济触底，明年有望反弹	13
3	中美关系缓和、美国外国公司问责法有利中概股香港上市	13
4	港股资金流向与投资者行为分析：南向资金看好港股	14
4.1	恒生综指成分股资金流向测算	14
4.2	恒生综指行业资金流向测算	15
4.3	恒生综指各类资金持仓分布测算	16
5	港股展望：2021 年港股指数增长的测算	17
5.1	港股与其他股票市场的基本面指标比较	17
5.2	影响港股的国际金融市场因素	18
5.3	2021 年港股指数增长的测算：盈利比估值更具有确定性	18
6	港股行业：新经济成长股是主线，周期股安全边际凸显	20
6.1	港股分行业市盈率，市净率，与股息率：新经济享有估值溢价	20
6.2	2021 年恒指分行业净利润同比增速预测：新经济领跑	21
6.3	港股行情以“新经济+龙头”为特征，未来或将持续	22
6.4	周期股安全边际显现-以低估值高股息的银行股为例	23
7	结论	24

图表目录

图表 1:	年初至今全球主要股票市场走势 (年初定基指数=100)	5
图表 2:	年初至今恒生主题指数走势 (年初定基指数=100)	6
图表 3:	恒生指数历史估值及盈利变化拆分	6
图表 4:	2020 年恒生指数月度指标 (年初=1.0)	6
图表 5:	恒生指数长期走势看重盈利, 而非炒作	7
图表 6:	恒生指数净利润增速历史走势	7
图表 7:	美国、巴西、印度和欧洲每周新增确诊	7
图表 8:	欧洲六国新冠肺炎每周新增确诊病例数	7
图表 9:	OECD 对全球经济的预测 (2020 年 12 月更新)	8
图表 10:	美国疫情后生产弱于消费	8
图表 11:	美国制造业新订单走强, 库存见底	8
图表 12:	2020 年全球央行降息情况	9
图表 13:	美国利率走廊	9
图表 14:	美联储资产负债表	9
图表 15:	美联储最新点阵图 (2020 年 12 月更新)	10
图表 16:	美国针对新冠疫情采取的财政政策刺激规模	10
图表 17:	美国第五轮财政刺激法案内容(H.R.133)	11
图表 18:	我国投资、消费、进出口当月同比数据测算	12
图表 19:	香港 GDP 同比增长率触底回升	13
图表 20:	香港零售业总销货触底回升	13
图表 21:	美国《外国公司问责法》的重要款项	14
图表 22:	沪深港股通累计净买入 (亿港元)	14
图表 23:	恒生综指成分股资金流向	14
图表 24:	恒生综指成分股-中资股资金流向	15
图表 25:	恒生综指成分股-香港本地股资金流向	15
图表 26:	恒生综指成分股分行业资金流向	15
图表 27:	恒生综指成分股-中资股分行业资金流向	15
图表 28:	恒生综指成分股-香港本地股分行业资金流向	16
图表 29:	各类资金的行业仓位分布 (金额, 亿港元)	16
图表 30:	各类资金的行业仓位分布 (百分比)	16
图表 31:	AH 股溢价仍在高位	17
图表 32:	AH 股净利润同比增速趋势相同	17
图表 33:	恒生指数估值	17
图表 34:	恒生港股通新经济指数估值	17
图表 35:	港股估值低于 A 股和美国	17
图表 36:	信用或出现拐点	17
图表 37:	中美 10 年期国债利差走势	18
图表 38:	美元兑人民币即期汇率走势	18
图表 39:	美元指数走势	18
图表 40:	VIX 指数与港股市盈率走势	18
图表 41:	恒生指数净利润及同比增速 (虚线为 2021 预测值)	19
图表 42:	方法 1-估值盈利假设	19
图表 43:	方法 1-恒生指数增长结果矩阵	19
图表 44:	方法 2-估值盈利假设	20
图表 45:	方法 2-恒生指数增长结果矩阵	20
图表 46:	恒生指数分行业市盈率	20
图表 47:	恒生指数分行业市净率	21
图表 48:	恒生指数分行业股息率	21
图表 49:	2021 年恒指分行业净利润同比增速预测	22
图表 50:	ATMXJ 年初至今收益	22
图表 51:	ATMXJ 市盈率 (2020/12/29)	22
图表 52:	年初至今港股大市值股票涨幅大	22

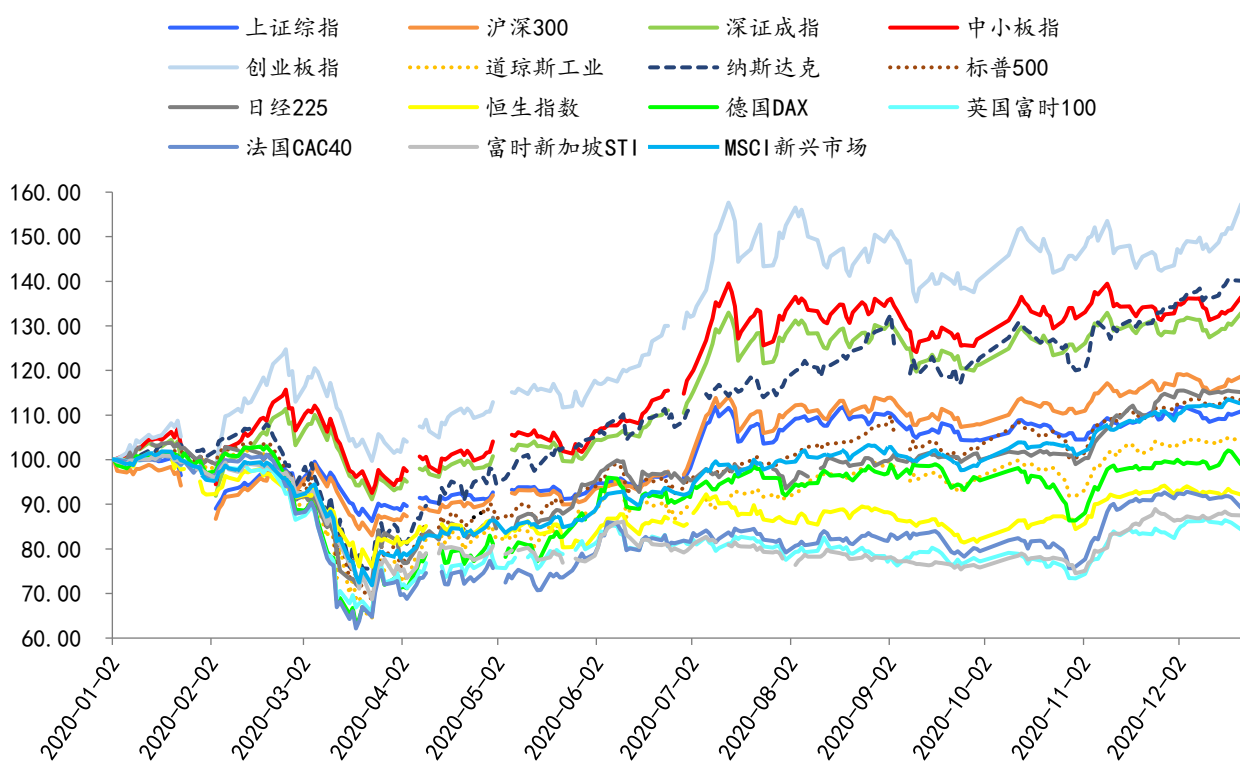
图表 53:	年初至今港股新经济龙头涨幅大	22
图表 54:	HSI 的新经济行业划分	23
图表 55:	港股行业市值占比	24
图表 56:	中证香港银行投资指数市净率	24
图表 57:	中证香港银行投资指数股息率	24

1 2020 年港股走势回顾：估值扩张被盈利下滑抵消

1.1 2020 年港股跑输 A 股及美股

图表 1 显示 2020 年初以来，港股恒生指数跑输 A 股及美股等全球主要股票市场（但仍好于新加坡和英国）。究其原因，主要有三条，疫情、盈利和中美关系。第一，疫情是全球性的，除了影响大中华区的权益市场，也通过海外市场影响港股市场，而香港本地的疫情一直控制不力。第二，疫情不是一过性的，而是持续影响国内外经济，继而影响上市企业的盈利。第三，中美关系恶化对港股造成了负面冲击，美国对香港的制裁压制了港股市场的风险偏好。所以尽管美联储放水 and 人民币升值可以阶段性提振港股走势，但从全年看，恒生指数走势较 A 股和美股而言依然较弱，受到国际方面的负面冲击较大。

图表 1：年初至今全球主要股票市场走势（年初定基指数=100）

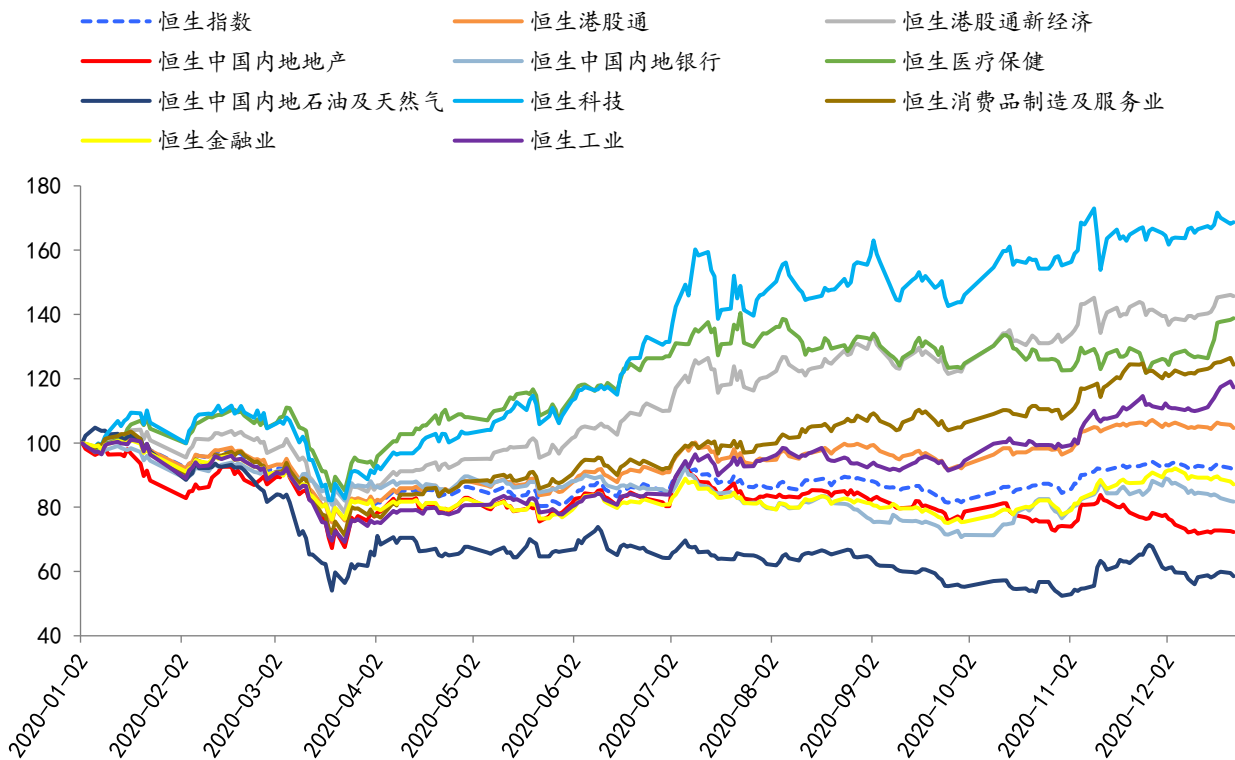


资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 新经济亮眼：科技和医药等领跑港股，周期股走势疲弱

2020 年恒生主题指数的走势显示“新经济”表现亮眼，周期股走势疲弱。图表 2 显示 2020 年年初至今，恒生主题指数的表现（收益率）从高到低分别为：恒生科技、恒生港股通新经济、恒生医疗保健、恒生消费品制造及服务业、恒生工业、恒生港股通、恒生金融业、恒生中国内地银行、恒生中国内地地产、恒生中国内地石油及天然气。科技和医药等行业领跑港股，而内银股、内房股及内地石油等内地周期股则表现不佳。这个差别恰恰体现了港股中“新经济”对应的指数表现较好，“老经济”对应的指数表现较差。从长期投资的角度，“新经济”代表了经济发展和经济转型的方向，而以金融、地产和传统能源为代表的“旧经济”则依赖于经济波动和经济周期的往复，而不断肆虐的疫情恰恰对经济造成了严重的冲击。

图表2：年初至今恒生主题指数走势（年初定基指数=100）

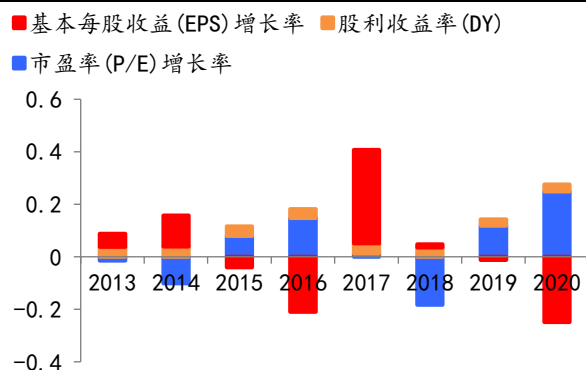


资料来源：Wind，方正证券研究所

1.3 港股收益率拆解：2020年估值扩张被盈利下滑抵消

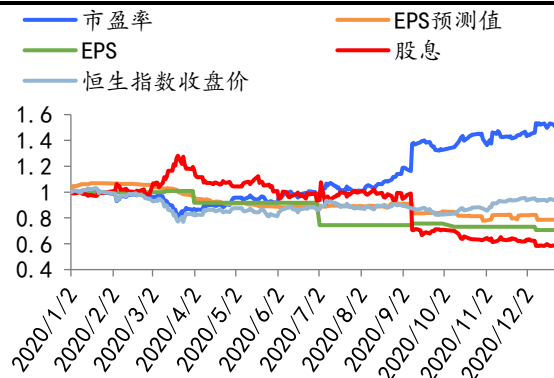
投资收益的基本计算公式为： $P=EPS*PE$ ，基于彭博的数据，2020年港股的估值扩张的正效应被盈利下滑的负效应所抵消，导致港股全年的表现不佳：根据彭博对2020年的预测，恒生指数P/E同比增长24.86%，而EPS同比下滑24.82%，股利收益率为2.66%。图表3展示了恒生指数历史估值及盈利变化拆分，其中2020年恒生指数靠估值扩张维持，盈利大幅下滑。图表4展示了2020年初至今的P/E、EPS和股息的日度变化情况（年初=1.0），可以发现2020年下半年恒生指数的估值大幅抬升而EPS和股利收益率均走弱，所以恒生指数估值扩张被盈利下滑抵消这种现象主要出现在2020年的下半年，而上半年出现了海外疫情爆发和美股急跌等导致的盈利与估值双杀现象。

图表3：恒生指数历史估值及盈利变化拆分



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

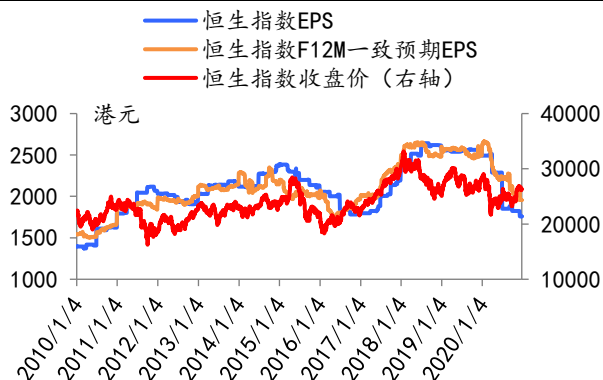
图表4：2020年恒生指数日度指标（年初=1.0）



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

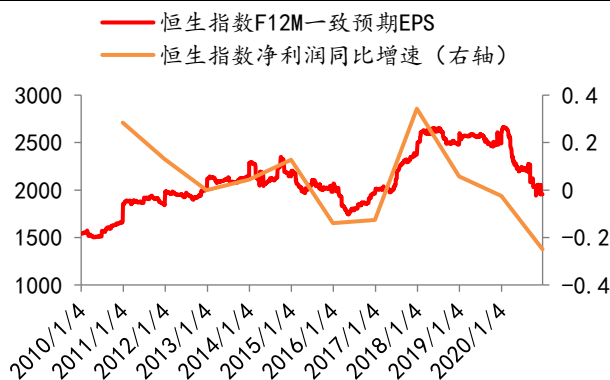
图表 5 显示出恒生指数的 EPS，无论是当期值还是预期值，均与恒生指数在长期走势上保持一致，这说明了港股市场的长期走势与盈利关系紧密，而非炒作。图表 6 显示出 2020 年恒生指数的净利润增速和 EPS 预期值均出现了大幅下滑。

图表 5: 恒生指数长期走势看重盈利，而非炒作



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表 6: 恒生指数净利润增速历史走势



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

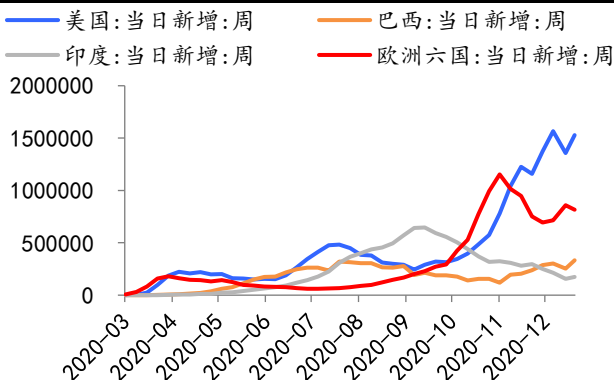
2 全球基本面渐进向好：政策缓慢退坡，呵护经济渐进复苏

2.1 全球疫情形势严峻，民众开始接种疫苗

目前全球新冠疫情形势依然严峻，欧美新增确诊人数出现反弹。图表 7 展示了美国、巴西、印度和欧洲六国（德国、英国、法国、意大利、俄罗斯、西班牙之和）每周新增确诊人数趋势，图表 8 展示了图表 7 欧洲六国各国家的每周新增确诊人数。截至美国东部时间 12 月 25 日 16 时 10 分，美国新冠肺炎确诊病例超过 1872.70 万例，死亡病例为 32.98 万例。全球疫情防控形势依然严峻，尤其是新冠病毒出现了变异。英国新冠病毒变异致使病毒传染力大幅提高，传播速度比原来增加了 70%，增加了疫情防控的难度，给全球防疫带来了更大挑战。

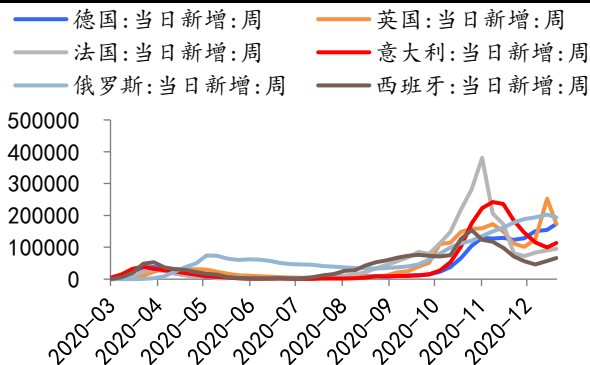
疫苗是解决疫情的核心手段，目前接种疫苗人数和订购疫苗数量都在增加。根据美国疾控中心的统计，截至 12 月 23 日上午 9 时，已向全美分发 946.57 万支疫苗，其中有 100.80 万美国人接种了第一剂新冠疫苗。由于全美新冠病例激增，辉瑞公司表示美国政府将追加采购 1 亿剂新冠病毒疫苗，从而美国政府向辉瑞采购的疫苗总量达到 2 亿剂。目前 FDA 已经批准两种疫苗（BioNTech 与辉瑞联合研发的疫苗以及 Moderna 研发的疫苗）的使用。虽然疫苗变异导致疫苗有效性遭受质疑，但目前尚未找到疫苗失效的有力证据，疫苗有效性仍需时间观察。

图表 7: 美国、巴西、印度和欧洲每周新增确诊



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 8: 欧洲六国新冠肺炎每周新增确诊病例数

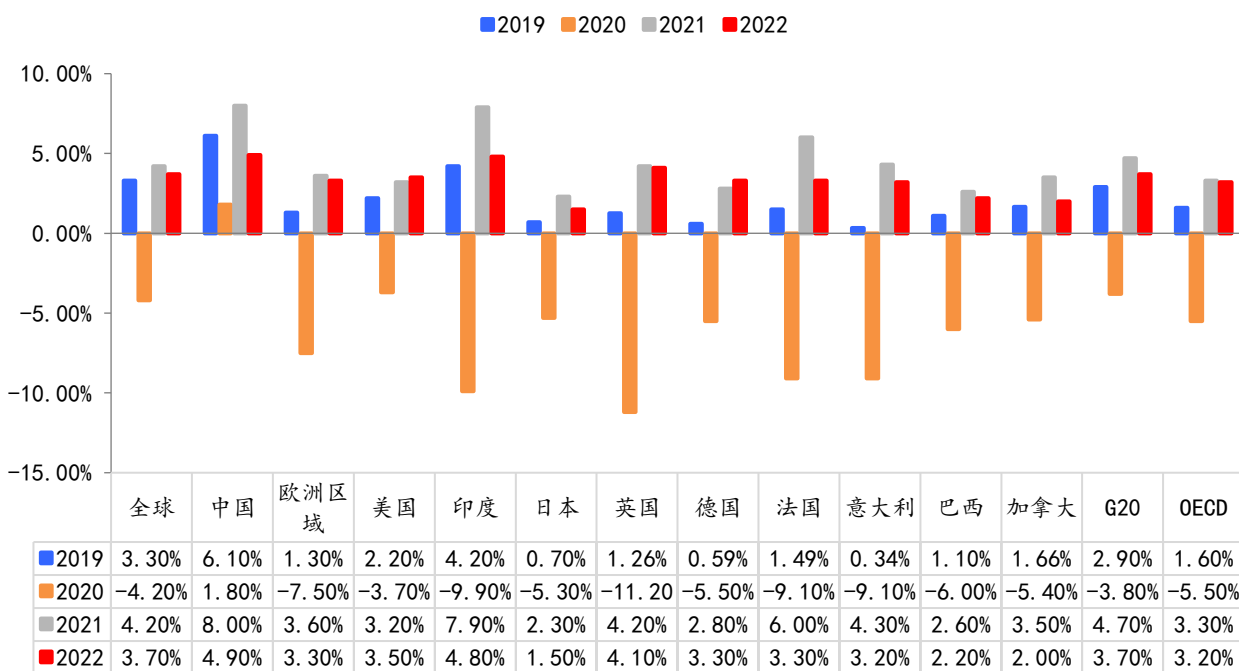


资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.2 全球经济继续复苏，政策缓慢退坡

目前全球经济正持续复苏，根据经合组织（OECD）2020年12月更新的预测，2021年全球经济增速预计为4.2%，中国经济增速预计为8%，欧洲区域经济增速预计为3.6%，美国经济增速预计为3.2%。虽然冬季天气和病毒变异加重了疫情，但是疫苗的陆续接种将为战胜疫情带来曙光，除了美国已有100万人接种了疫苗，德国、英国、法国、意大利等国家的疫苗接种将在2020年12月下旬-2020年1月上旬展开。疫情难以迅速消退，但不会阻挡经济复苏的步伐。基于疫苗接种的持续和抗疫经验的积累，预计2021年下半年全球经济将比上半年恢复到更高的水平，届时全球政策可能比上半年边际收紧。

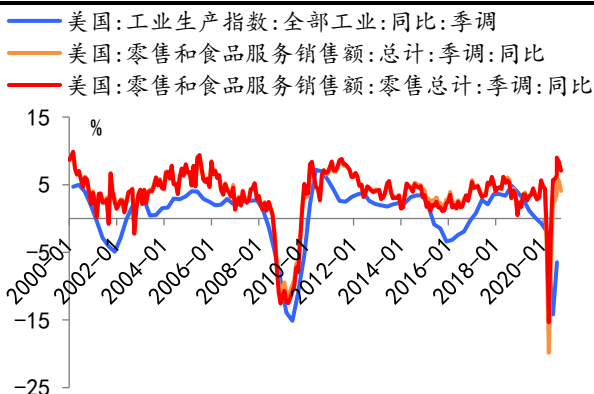
图表9：OECD对全球经济的预测（2020年12月更新）



资料来源：OECD，方正证券研究所

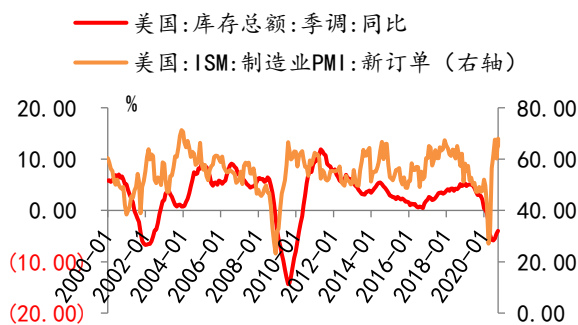
就海外主要经济体而言，美国有望于2021年启动新一轮库存周期。图表10显示美国发生疫情后出现明显的“需求强于供给，消费强于生产”的特点，工业生产弱于零售销售代表从销售到生产的传导会加速库存去化，而图表11显示美国库存总额同比数据已经触底，而制造业新订单作为领先指标表现强劲，说明美国工业库存周期或将带动美国在2021年回暖。

图表10：美国疫情后生产弱于消费



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表11：美国制造业新订单走强，库存见底



资料来源：Wind，方正证券研究所

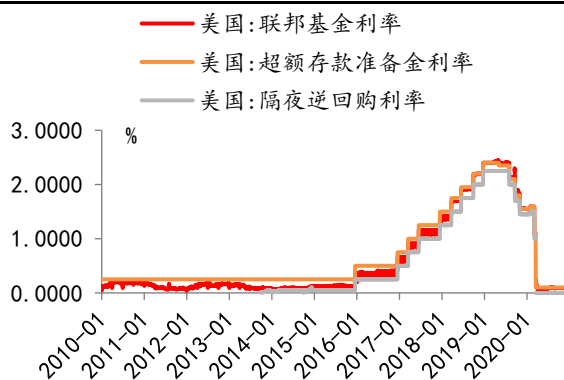
2020 年全球诸多央行降息以应对新冠疫情（图表 12），其中美国在 2020 年 3 月就宣布了零利率政策（图表 13），美联储大幅扩表（图表 14）以支持企业 and 个人的资产负债表。

图表12： 2020 年全球央行降息情况

国家或地区	2019 年累计降息	2019 年底基准利率	2020 年累计降息	当前基准利率
美国	75BP	1.50%~1.75%	150BP	0.00%~0.25%
欧元区 MLF 利率	10BP	-0.50%	0BP	-0.50%
欧元区 MRO 利率	0BP	0.00%	0BP	0.00%
欧元区 DF 利率	0BP	0.25%	0BP	0.25%
英国	0BP	0.75%	65BP	0.10%
中国	16BP	4.15%	30BP	3.85%
中国香港	75BP	2.00%	150BP	0.50%
加拿大	0BP	1.75%	150BP	0.25%
挪威	-75BP	1.50%	150BP	0.00%
澳大利亚	75BP	0.75%	65BP	0.10%
新西兰	75BP	1.00%	75BP	0.25%
韩国	50BP	1.25%	75BP	0.50%
日本	0BP	-0.10%	0BP	-0.10%
俄罗斯	150BP	6.25%	200BP	4.25%
印度	135BP	5.15%	115BP	4.00%
印尼	100BP	5.00%	125BP	3.75%
泰国	50BP	1.25%	75BP	0.50%
马来西亚	25BP	3.00%	125BP	1.75%
菲律宾	75BP	4.00%	200BP	2.00%
南非	25BP	6.50%	300BP	3.50%
巴西	200BP	4.50%	300BP	2.00%
智利	125BP	1.75%	125BP	0.50%
墨西哥	100BP	7.25%	300BP	4.25%

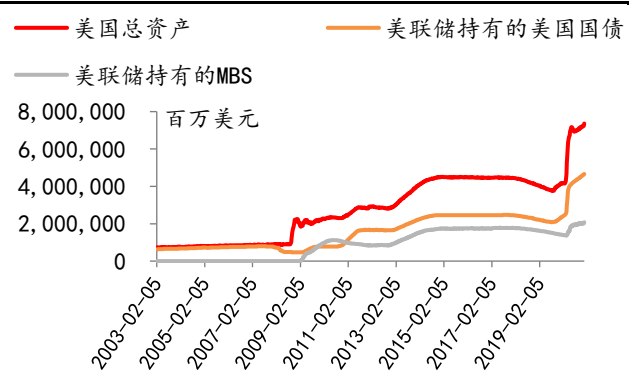
资料来源：Bloomberg, Trading Economics, 方正证券研究所

图表13： 美国利率走廊



资料来源：FED, Wind, 方正证券研究所

图表14： 美联储资产负债表

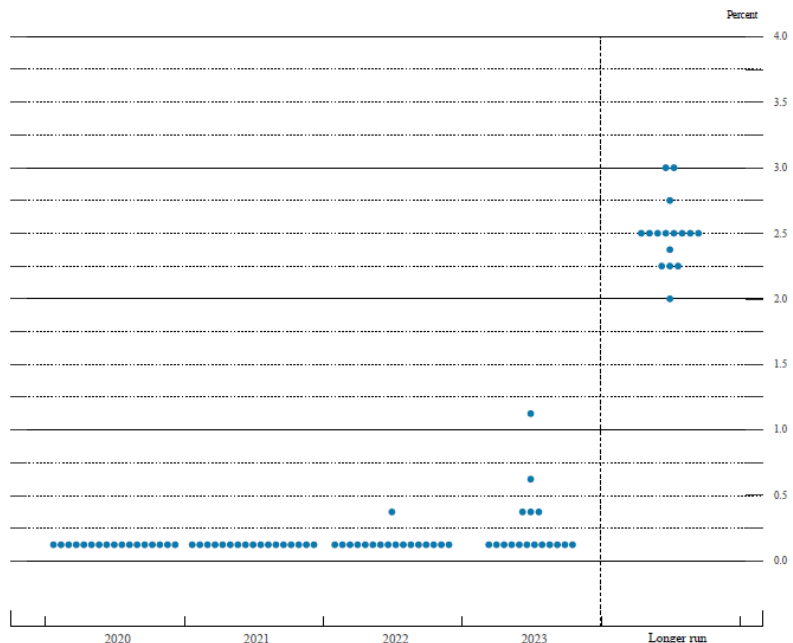


资料来源：Wind, 方正证券研究所

根据美联储 2020 年 12 月的议息决议，点阵图显示在 2024 之前美联储加息概率不高（图表 15，每个点代表一位委员对利率的预期）。而在资产购买方面，美联储计划继续以每月 800 亿美元的速度购买国债、以每月 400 亿美元的速度购买 MBS。美联储表示在充分就业和价格

稳定目标（即通胀目标）实现重大进展之前不会退出当前资产购买，缓解了市场对美联储政策收紧的担忧。

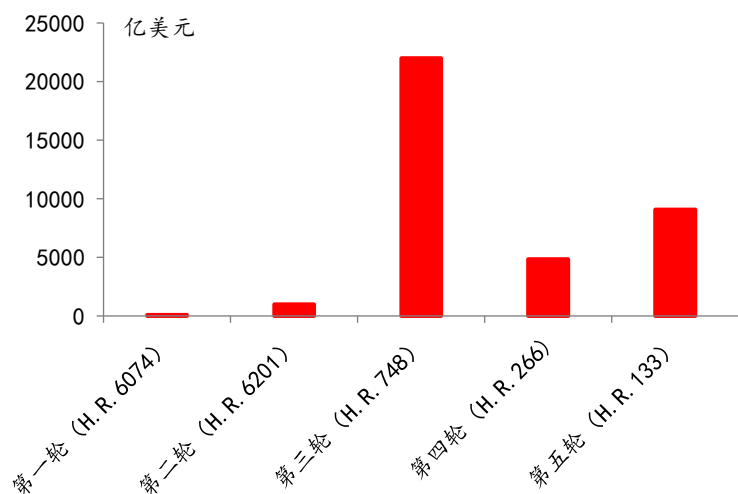
图表15： 美联储最新点阵图（2020年12月更新）



资料来源：FED，方正证券研究所

就美国的财政政策而言，此前因为美国党争导致的新一轮财政刺激一直难以推出，直到美国时间2020年12月27日，美国总统特朗普签署了规模约为9080亿美元的H.R.133法案。美国针对新冠疫情采取的财政政策刺激规模展示在图表16。

图表16： 美国针对新冠疫情采取的财政政策刺激规模



资料来源：方正证券研究所整理

H.R.133 虽不及 H.R.748 规模庞大，但仍将对支持美国经济起到重要的作用。其中 730 亿美元用于疫苗等新冠疫情相关的医疗卫生方面的花费，1630 亿美元用于教育系统的救助，440 亿美元用于交通运输系统的运行和维护，以及向每名成人和儿童派发 600 美元，每周增加 300 美元失业救济金直到 2021 年 3 月 14 日，延续“薪水保护计划(Paycheck Protection Program, PPP)”以及通过其他小企业支持条款救助中小企业，并且对于驱逐房客的禁令延续到 2021 年 1 月 31 日。

图表17: 美国第五轮财政刺激法案内容(H.R.133)

救助方向	具体金额和内容
卫生部	<p>总计 730 亿美元，其中主要内容为：</p> <ul style="list-style-type: none"> 87.5 亿用于联邦，州，地区等公共卫生机构分发新冠疫苗，并管理和监督其注射； 196.95 亿用于生物医药研究和发展部门生产和购买疫苗和其他医用物资； 254 亿用于支持防疫的检测与追踪； 42.5 亿用于应对激增的心理疾病和过度用药问题； 102.5 亿用于支持婴幼儿护理工作。
教育部	<p>约 1630 亿美元，其中主要内容为：</p> <ul style="list-style-type: none"> 540 亿用于中小学的经济救援，帮助学校修缮有利于防范新冠传播的设施以及解决弱势群体学生的需求； 220 亿高等教育机构（包括公立与私立）救助基金； 820 亿教育稳定资金由教育部灵活使用来帮助各学区和大学应对疫情带来的影响。
交通与通勤维护	<p>约 440 亿美元，其中：</p> <ul style="list-style-type: none"> 20 亿用于资助机场的运行成本和人力费用； 100 亿用于支持各州的交通部门和其他地区交通机构； 10 亿用于支持 Amtrak 公司运行长距离客运铁路服务； 140 亿用于支持城镇和乡村通勤服务机构； 20 亿支持长途汽车，校车，载客轮船等美国交通服务提供商； 通过民运航空公司，将 150 亿发放给此类公司的雇员。
失业保障	<ul style="list-style-type: none"> 决定将之前的财政刺激法案(CARES Act)框架下的“疫情失业救助”(Pandemic Unemployment Assistance, PUA)和“联邦疫情失业补偿”(Federal Pandemic Unemployment Compensation)重启并延续到 2021 年 3 月 14 日。在这套体系下，失业保障的受益人群被扩大到自由职业者等类似人群，份额也在普通的联邦和州失业保障的基础上增加每人每周三百美元。 同时 Families First Coronavirus Response Act 也将被延续到上述日期，意味着联邦政府将全款承担失业率高的州疫情期间新增的失业保障金负担。
现金救济	<ul style="list-style-type: none"> 对于年收入（以 adjusted gross income 为标准）75000 美元以下的个人，政府将提供每人 600 美元的现金救济。对于家庭来说，夫妻一共可以获得 1200 美元，同时每个合标的孩子也可以获得 600 美元。 对于“家庭领袖(heads of households)”来说，收入上限可以放宽到 112500 美元，但共同申请的夫妻二人收入上限为 150000 美元。 从 75000 美元开始，每多 100 美元的收入意味着少 5 美元的救济金额。
税务减免	<ul style="list-style-type: none"> 雇主未上缴的社会保障金税的可以推迟到最晚 2021 年 12 月 31 日上缴。
延续 PPP 等支持小企业	<ul style="list-style-type: none"> 扩大了此计划的适用范围，新涵盖了公司防疫物资的支出。 创造了“薪水保护计划第二次贷款”(PPP Second Draw Loan)，适用于雇员小于 300 人，2020 年营业额减少至少 25%的企业。 <ul style="list-style-type: none"> 企业贷款最多可达到工资总支出 2.5 倍，或 200 万美元；贷款企业可申请等价于工资总支出的债务豁免。 150 亿资金用于资助因疫情关闭的提供大型现场文娱服务的运营商（博物馆，电影院等）。 每个实体最多可以获得共 1500 万美元的资助；优先资助营业额下降了 90%和 70%以上的实体。
租房救助	<ul style="list-style-type: none"> 对于驱逐房东的禁令延续到 2021 年 1 月 31 日。 由地方政府分发总共 250 亿美元的救援资金到收入不超过美国平均收入 80%的租户家庭中。
社区投资	<ul style="list-style-type: none"> 为帮助弱势群体储蓄机构和社区发展金融机构，建立一个 90 亿美元的紧急投资项目。
食物救助	<ul style="list-style-type: none"> 将补充性营养救助项目的补贴标准在 6 月指定的基础上提高 15%。 提供需要的资金保证学校餐的正常运作。

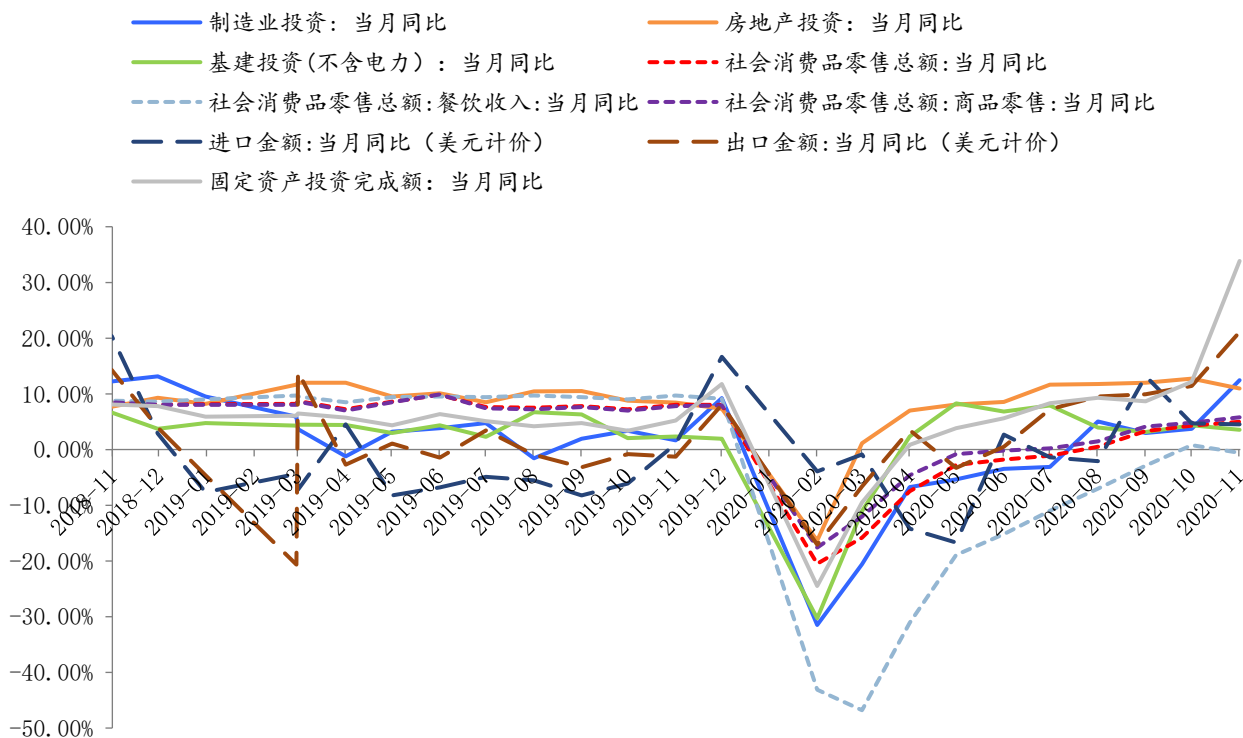
资料来源：美国国会，方正证券研究所整理

2.3 中国经济全面恢复、政策“不急转弯”

目前我国经济已经全面恢复,图表 17 展示了我国经济三驾马车-投资、消费和出口的当月同比数据测算。除餐饮等接触型消费依然受到疫情反复的影响,各项经济数据已经回到经济运行的正常轨道。但是就目前的经济形势而言,2020 年 12 月召开的经济工作会议认为“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性,我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻,复苏不稳定不平衡,疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。”所以在政策上经济工作会议要求“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口,集中精力推进改革创新,以高质量发展为“十四五”开好局。积极的财政政策要提质增效、更可持续,保持适度支出强度,增强国家重大战略任务财力保障,在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为,抓实化解地方政府隐性债务风险工作,党政机关要坚持过紧日子。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定,处理好恢复经济和防范风险关系,多渠道补充银行资本金,完善债券市场法制,加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持,深化利率汇率市场化改革,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”经济工作会议要求政策“不急转弯”,意味着宏观政策不会迅速大幅变化,就算最终“转弯”,也是经济热度已经到达无需此前疫情时期政策呵护的程度,届时经济形势已向好而不必担忧政策收紧。

因为基数效应,2021 年季度 GDP 等部分指标会出现前高后低的情况,资本市场会考虑到基数效应,不会因为 2021 年 GDP 前高后低而产生经济运行全年下行的错觉。2021 年第 2 季度开始意味着严寒天气和春运高峰已过,零散疫情的影响会进一步减弱,同时从外部形势看全球疫苗接种率也将提升,届时我国宏观政策边际收紧的可能性增加。

图表 18: 我国投资、消费、进出口当月同比数据测算



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.4 香港经济触底，明年有望反弹

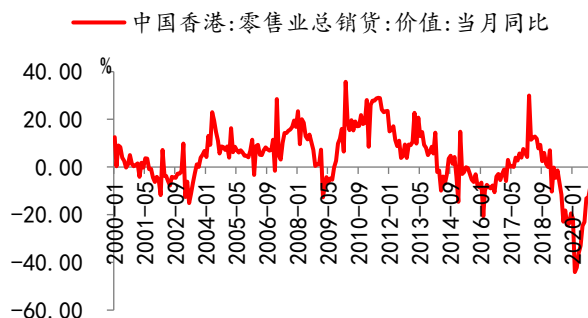
香港经济近三年来饱经波折，2018 年的中美贸易摩擦、2019 的“反修例、反送中”风波、以及 2020 年的新冠肺炎疫情和美国制裁都对香港经济造成了冲击，目前香港经济已经处于触底回升阶段，未来将随着大陆和全球的经济复苏而进一步复苏，进而有利于香港的本地股。图表 19 显示香港 GDP 在 2020 年第 3 季度出现反弹，香港零售业总销货在 2020 年 10 月出现反弹。

图表 19: 香港 GDP 同比增长率触底回升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 20: 香港零售业总销货触底回升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

3 中美关系缓和、美国外国公司问责法有利中概股香港上市

拜登当选美国总统后中美关系不会变得更差，在一些方面有望缓和。新型中美关系可能更加侧重在中美利益趋同的领域，如气候变化、核不扩散、全球卫生安全等方面可能加强合作。拜登的国际主义及多边主义和特朗普可能在对华战术表现上不同，但拜登当选总统后若政策过于亲华将受到美国国会的压力。

在对华政策方面，拜登政策的可预测性较强。首先，在贸易上，拜登不会升级中美贸易摩擦，但也不会立刻取消特朗普对中国加征的关税，拜登可能率先改善与欧洲等盟友的贸易关系，而中美贸易可能是拜登对华政策的一个重要谈判筹码。其次，在科技上，拜登不大可能放松对中国科技企业的战略遏制，目前尚且没有线索可以证明拜登会大幅放松对华为等中国先进科技企业的制裁行为，拜登对中国科技企业的具体政策细节需要进一步观察。最后，在人权问题上，拜登过去对华言论异常强硬，即使是拜登当选总统，中美关系未来在人权问题上也可能面临考验。

近期受关注的事件中，与港股关系较大的是美国的《外国公司问责法》（the Holding Foreign Companies Accountable Act, 第 116 届国会 S.945 号法案）。《外国公司问责法》于 2020 年 5 月在参议院全票通过，12 月 2 日在众议院通过，12 月 18 日被美国总统特朗普签署，正式成为法律。该法案有条款明显针对中国赴美上市企业，中国外交部发言人华春莹表示“美方做法是对中国企业政治打压的又一个具体行动，也是美方打压遏制中国发展的又一个具体表现。中方始终认为，在资本市场高度全球化的今天，有关各方开诚布公地就加强跨境监管合作、保护投资者合法权益等议题加强对话与合作才是解决问题的正道。我们坚决反对美方将证券监管政治化的做法。”对于此法案的核心内容，图表 21 总结如下。《外国公司问责法》使中国企业在美上市的条件更加苛刻，而具有国际化特征的港股市场则可能承接更多的中国公司上市，如网易、京东等中概股已在香港交叉上市。

图表21: 美国《外国公司问责法》的重要款项

重要款项及主题	具体内容
Sec. 2 (i) (2) (A) 法案针对的目标	由拥有分支或者办公室在外国辖区内, 并因外国政府的立场不能让美国公众公司会计监督委员会 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB) 彻底审查和调查的会计事务所准备审计报告的股票发行公司。
Sec. 2 (i) (2) (B) 要求提供的证明	法案要求此类公司向美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, SEC) 提供文件来证明该公司不是由 (外国) 政府实体拥有或者控制。提供证明的方式将在法案生效后九十天内由证监会公布。
Sec. 2 (i) (3) (A) 违规处罚	如果某公司被证监会连续三年认为符合 Sec. 2 (i) (2) (A) 的标准, 那么证监会应该禁止该公司发行的股票在美国的证券交易所以及其他受证监会监管的方式交易, 包括俗称的“场外交易 (Over-The-Counter, OTC)”方式。
Sec. 2 (i) (3) (B) 初次解禁	在禁令实施后, 如果该公司使用一个 PCAOB 可以充分审查的会计事务所来上交报告, 那么证监会可以结束禁令。
Sec. 2 (i) (3) (C) 再次违规及解禁	如果在禁令解除后该公司又有一年被认定为符合 Sec. 2 (i) (2) (A) 的标准, 那么禁令将重启, 时间为五年, 五年后如果合规禁令可以解除。
Sec. 3 (b) 附加信息披露要求	在被认定为符合 Sec. 2 (i) (2) (A) 标准的年份中, 外国公司应该向监管机构披露: —公司组建所在国家的政府拥有的公司股份比例; —政府实体是否对公司拥有掌控性的财政权益 (“controlling financial interest”); —每个该公司或者该公司的经营实体中是中国共产党官员的董事成员的姓名; —公司的章程是否包括任何中国共产党的章程 (charter of the Chinese Communist Party) 或者其中的语言。

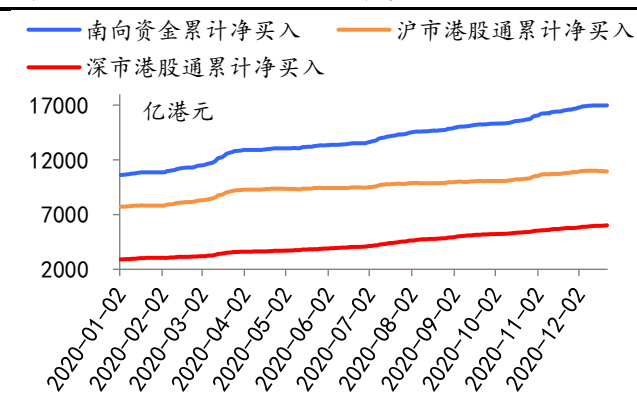
资料来源: 美国政府, 方正证券研究所整理

4 港股资金流向与投资者行为分析: 南向资金看好港股

4.1 恒生综指成分股资金流向测算

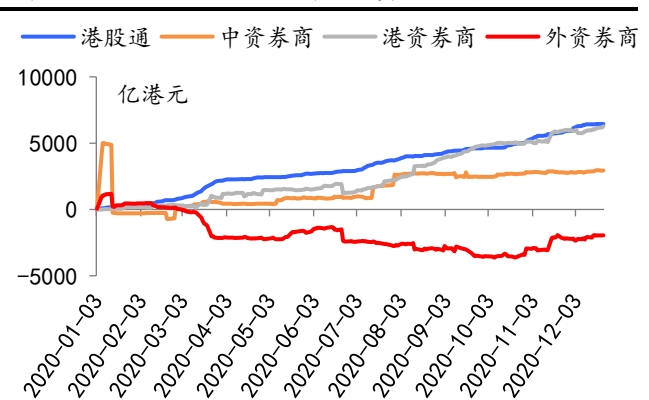
截至 2020 年 12 月 22 日, 沪港通和深港通的累计净买入在年内继续持续增长 (图表 22)。而从恒生综指成分股来看, 港股通、中资券商和港资券商累计净流入为正, 外资券商累计净流入为负, 其中港股通累计净流入 6434 亿港元。从恒生综指成分股中的中资股的资金流向来看, 港股通的累计净流入金额最大, 高达 5152.5 亿港元。而从恒生综指成分股中的香港本地股的资金流向来看, 港股通的累计净流入为 1281.5 亿港元。这说明南向资金看好港股市场, 其中港股通资金中的 80% 流向了中资股, 而仅有 20% 流向了香港本地股。

图表22: 沪深港股通累计净买入 (亿港元)



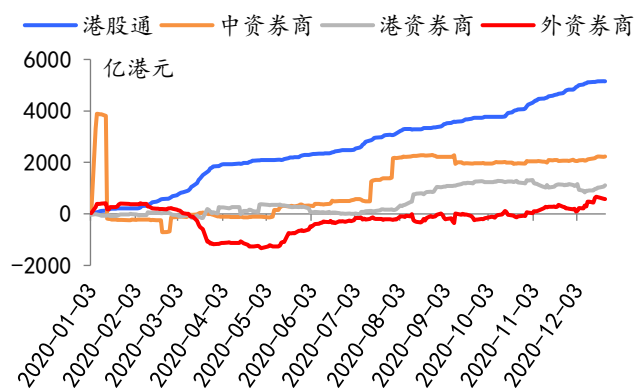
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表23: 恒生综指成分股资金流向



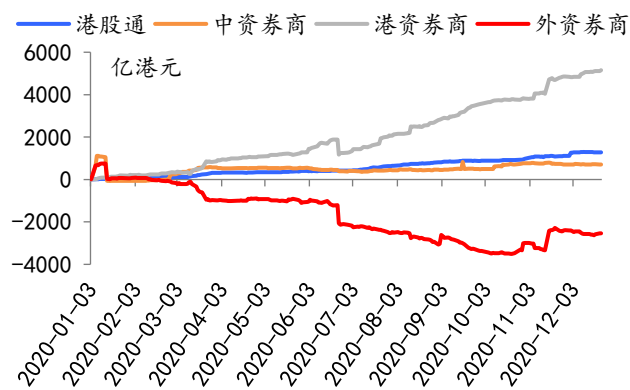
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表24: 恒生综指成分股-中资股资金流向



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表25: 恒生综指成分股-香港本地股资金流向



资料来源: Wind, 方正证券研究所

4.2 恒生综指行业资金流向测算

截至2020年12月22日,恒生综指成分股中港股通资金流向按行业排名依次为资讯科技业、金融业、医疗保健业、非必需性消费、必需性消费等(图表26)。从图表27来看恒生综指成分股中的中资股的港股通资金流向,资金流入排名依次为资讯科技业、金融业、必需性消费、非必需性消费、医疗保健业。图表28的香港本地股亦有相似结论。

图表26: 恒生综指成分股分行业资金流向

恒生综指成分股[亿港元]				
行业	港股通	中资券商	港资券商	外资券商
必需性消费(HS)	448.6	208.2	38.6	249.5
工业(HS)	102.7	6.3	7.5	105.7
原材料业(HS)	51.9	-65.2	152.2	-97.8
公用事业(HS)	53.5	-122.9	109.6	343.2
金融业(HS)	1834.5	362.2	-291.3	-1039.3
非必需性消费(HS)	567.8	1511.5	474.7	317.3
综合企业(HS)	49.0	91.8	29.6	-84.9
电讯业(HS)	97.7	130.4	-200.7	-72.4
能源业(HS)	187.2	104.6	-195.2	-112.8
医疗保健业(HS)	695.2	158.0	1867.2	2140.1
资讯科技业(HS)	1937.4	101.9	4723.4	-3211.3
地产建筑业(HS)	408.4	445.4	-448.7	-497.9

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表27: 恒生综指成分股-中资股分行业资金流向

恒生综指成分股-中资股[亿港元]				
行业	港股通	中资券商	港资券商	外资券商
必需性消费(HS)	435.8	156.7	-31.3	358.3
工业(HS)	109.7	-27.4	8.2	128.7
原材料业(HS)	53.7	-57.3	34.9	18.0
公用事业(HS)	48.1	-178.8	11.9	284.4
金融业(HS)	1530.8	242.3	-562.2	-882.8
非必需性消费(HS)	401.1	1614.2	242.7	419.0
综合企业(HS)	47.9	68.4	-5.5	-31.8
电讯业(HS)	97.8	119.1	-191.0	-72.4
能源业(HS)	184.6	119.9	-196.6	-113.7
医疗保健业(HS)	366.1	39.0	683.8	683.1
资讯科技业(HS)	1539.4	-276.7	968.6	-466.2
地产建筑业(HS)	337.6	404.2	149.9	254.3

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表28: 恒生综指成分股-香港本地股分行业资金流向

恒生综指成分股-香港本地股[亿港元]				
行业	港股通	中资券商	港资券商	外资券商
必需性消费(HS)	12.8	51.5	69.9	-108.8
工业(HS)	-7.0	33.7	-0.8	-23.0
原材料业(HS)	-1.7	-7.9	117.2	-115.9
公用事业(HS)	5.4	55.9	97.7	58.8
金融业(HS)	303.6	119.9	270.9	-156.6
非必需性消费(HS)	166.8	-102.7	232.0	-101.6
综合企业(HS)	1.1	23.4	35.1	-53.1
电讯业(HS)	-0.1	11.3	-9.7	-0.1
能源业(HS)	2.6	-15.4	1.4	0.8
医疗保健业(HS)	329.0	119.0	1183.4	1456.9
资讯科技业(HS)	398.0	378.6	3754.8	-2745.1
地产建筑业(HS)	70.8	41.2	-598.5	-752.2

资料来源: Wind, 方正证券研究所

4.3 恒生综指各类资金持仓分布测算

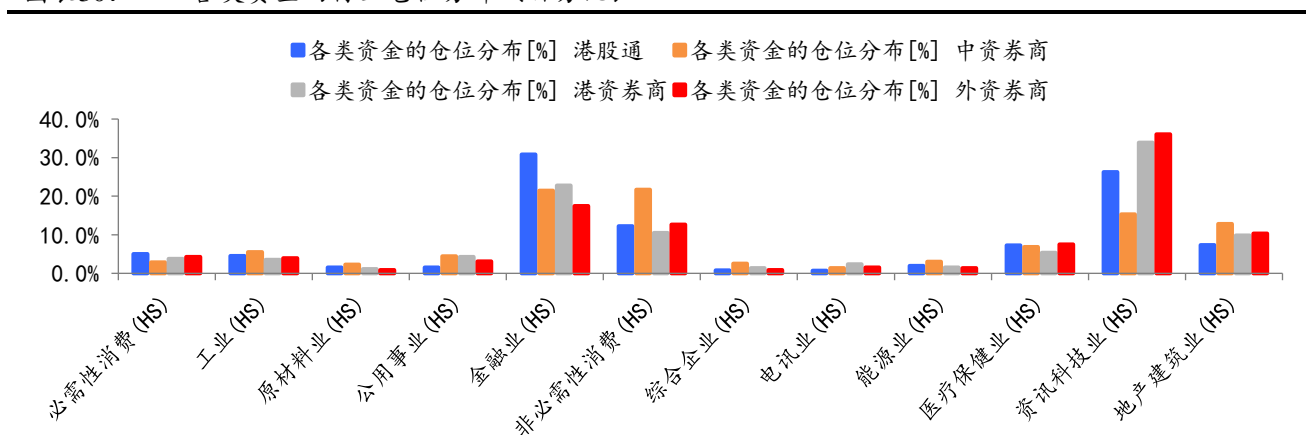
港股通、中资券商、港资券商以及外资券商四类资金的仓位分布的金额和百分比分别如图表 29 和图表 30 所示。从持仓百分比来看, 资讯科技业、金融业、非必需性消费是前三大重仓行业。

图表29: 各类资金的行业仓位分布(金额, 亿港元)

各类资金的仓位分布[亿港元]				
行业	港股通	中资券商	港资券商	外资券商
必需性消费(HS)	975.2	578.8	3339.3	4282.0
工业(HS)	874.3	1103.7	3120.8	3971.0
原材料业(HS)	296.0	449.6	967.4	875.8
公用事业(HS)	298.3	894.2	3855.5	3136.0
金融业(HS)	5957.8	4298.7	20467.4	17576.5
非必需性消费(HS)	2359.0	4338.0	9374.1	12692.1
综合企业(HS)	153.9	498.0	1193.5	865.7
电讯业(HS)	140.5	265.1	2072.7	1529.8
能源业(HS)	380.8	599.5	1338.6	1349.4
医疗保健业(HS)	1404.0	1374.7	4818.4	7571.0
资讯科技业(HS)	5078.3	3065.6	30396.7	36213.4
地产建筑业(HS)	1423.1	2570.8	8826.9	10398.5

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表30: 各类资金的行业仓位分布(百分比)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

5 港股展望：2021 年港股指数增长的测算

5.1 港股与其他股票市场的基本面指标比较

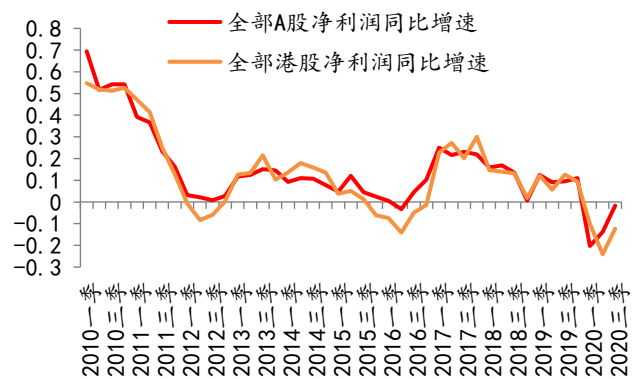
图表 31 显示 AH 股溢价仍在高位（高于 5 年均值加 1 个标准差），但图表 32 显示 AH 股净利润同比增速这一重要的基本面趋势相同，说明 H 股长期看仍有上涨空间；图表 33 显示尽管港股估值仍在高位（高于 5 年均值加 1 个标准差），但对比图表 35 则发现港股估值仍然低于 A 股和美股，这说明港股估值长期看仍有扩张空间。图表 36 显示国内或出现信用拐点，但经验上看港股对货币政策没有 A 股敏感，港股仍然是盈利情况更为重要（图表 5）。

图表 31: AH 股溢价仍在高位



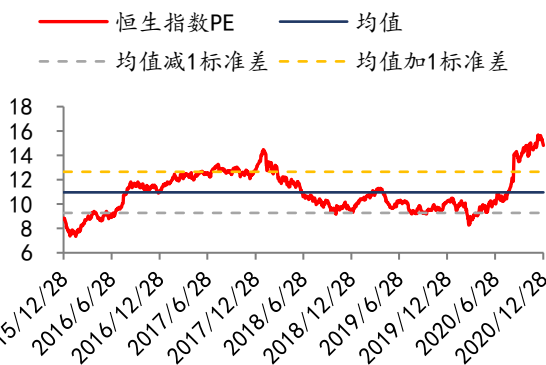
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 32: AH 股净利润同比增速趋势相同



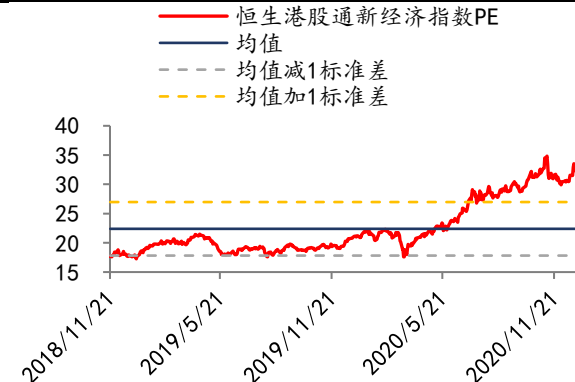
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 33: 恒生指数估值



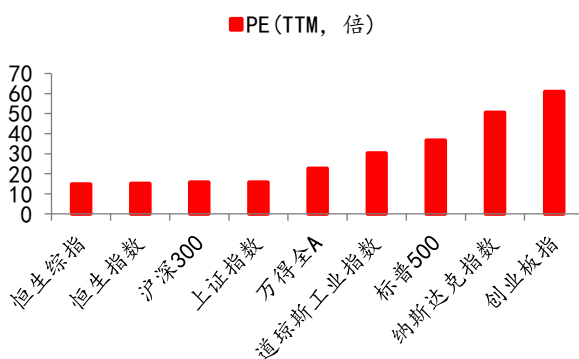
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 34: 恒生港股通新经济指数估值



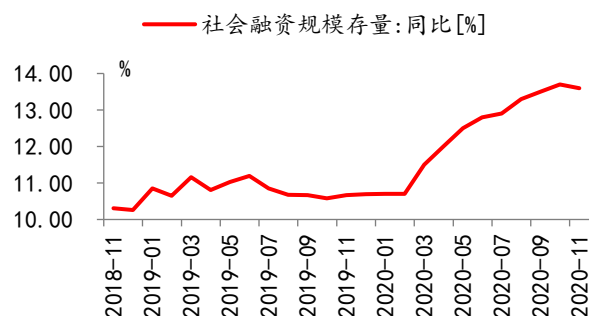
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 35: 港股估值低于 A 股和美国



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 36: 信用或出现拐点

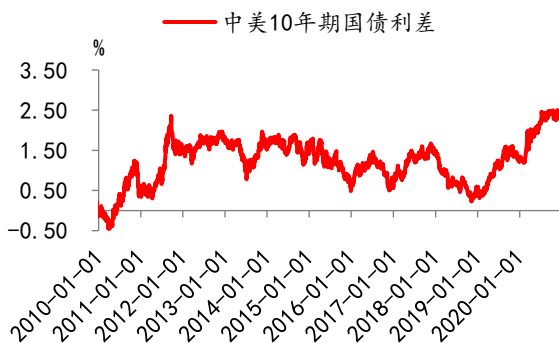


资料来源: Wind, 方正证券研究所

5.2 影响港股的国际金融市场因素

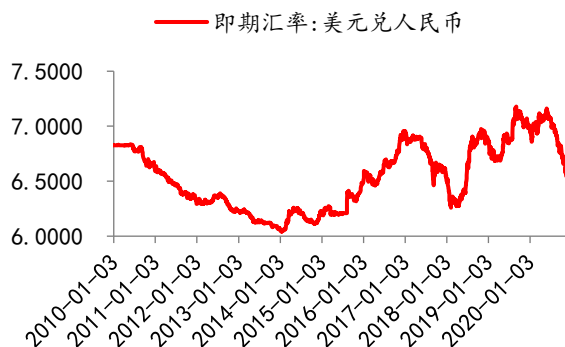
图表 37 显示中美利差依然处于高位,有利于海外资金流向大中华区;图表 38 显示人民币不断走强,人民币资产对国际投资者的吸引力也将持续上升;图表 39 显示美元指数不断下探,虽然美国经济逐步复苏有利于支撑美元,但全球经济也将同步复苏,作为避险资产的美元将缺乏上行动力,或将呈现弱势宽幅震荡的状态,对于人民币汇率坚挺是有利因素;图表 40 显示 VIX 恐慌指数较疫情期间已经大幅回落,黑天鹅压制港股估值的因素在不断缓解。

图表 37: 中美 10 年期国债利差走势



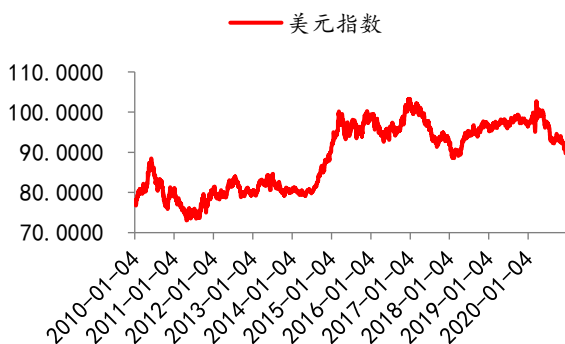
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 38: 美元兑人民币即期汇率走势



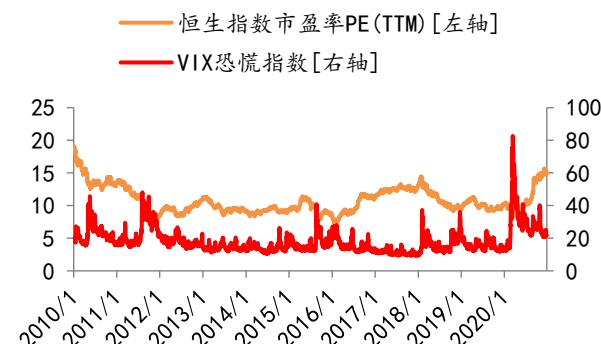
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 39: 美元指数走势



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 40: VIX 指数与港股市盈率走势



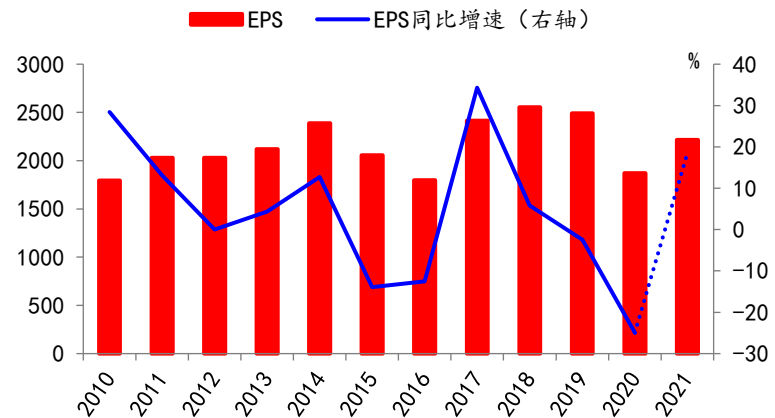
资料来源: Wind, 方正证券研究所

5.3 2021 年港股指数增长的测算: 盈利比估值更具有确定性

基于 Bloomberg 在 2020 年 12 月 30 日的预测, 2021 年恒生指数的 EPS 增长率为 18.6%, PE 增长率为-15.7%, 则经过简单计算可以算出 2021 年港股价格指数理论上恰好 0 增长(不考虑股息率, 只看价格指数而非投资总收益), 但本报告认为 Bloomberg 对港股估值的估算结果过于保守, 故采用敏感性分析来计算 2021 年港股的指数增长, 指数增长在中性假设下或达到 9%-10%, 乐观假设下或达到 20%。

2021 年港股的盈利比估值更加具有确定性。因为 2020 年经济遭受新冠疫情的冲击, 基数较低, 而 2021 年疫苗接种和抗疫经验将为经济复苏提供有力的保障, 扭转恒生指数 EPS 增速连续三年下滑的形势, EPS 增速将止跌转升、由负转正。图表 41 展示了恒生指数 2010-2021 年的 EPS 及同比增速(虚线为 2021 预测值)。而对于估值而言, 由于盈利大幅上升, 分子上升能否快过分母具有不确定性, 不过目前港股估值在国际比较上依然偏低, 尤其是 2020 年恒生指数全年持有收益远低于 A 股和美股, 港股估值可能仍然具有继续扩张的动能。

图表41: 恒生指数 EPS 及同比增速 (虚线为 2021 预测值)



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

本报告采用两种不同的方式对指数增长预测进行敏感性分析以保证预估结果的稳健性。我们考虑恒生指数过去 1 年的平均估值水平, 并计算过去 1 年估值数据的 1 个标准差大小, 发现目前的估值水平是均值+1.52 个标准差。在方法 1 中, 按 0.5 个标准差为单位按乐观-中性-悲观三种情形向下调整估值, 而盈利的调整则是在 Bloomberg 预测的基准上调整 2%, 估值和盈利的假设展示在图表 42:

图表42: 方法 1-估值盈利假设

	假设	假设对应情形
估值	乐观	历史均值+1.5std (约为现值)
	中性	历史均值+1std (约为现值-0.5std)
	悲观	历史均值+0.5std (约为现值-1std)
盈利	乐观	彭博预期+2%
	中性	彭博预期
	悲观	彭博预期-2%

资料来源: Bloomberg, Wind, 方正证券研究所

基于上述假设, 经过计算可以得到港股在 2021 年的指数增长如下:

图表43: 方法 1-恒生指数增长结果矩阵

2021 恒指增长		盈利		
		乐观假设	中性假设	保守假设
估值	乐观假设	20.26%	18.27%	16.27%
	中性假设	11.17%	9.32%	7.48%
	保守假设	2.08%	0.38%	-1.31%

资料来源: Bloomberg, Wind, 方正证券研究所

而在方法 2 中, 直接利用 2016 年-2019 年的年度市盈率和 EPS 数据, 在彭博预测的基础上以 1 个标准差为单位做调整, 其中盈利以彭博的预测为中性假设, 市盈率以彭博的预测为悲观假设, 进而计算乐观、中性和悲观情形下的 P/E 和 EPS 变化。上述估值和盈利假设展示在图表 44。

图表44: 方法 2-估值盈利假设

	假设	假设对应情形
估值	乐观	彭博预期+2std
	中性	彭博预期+1std
	悲观	彭博预期
盈利	乐观	彭博预期+1std
	中性	彭博预期
	悲观	彭博预期-1std

资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

基于上述假设, 经过计算可以得到港股在 2021 年的指数增长如下:

图表45: 方法 2-恒生指数增长结果矩阵

2021 恒指增长		盈利		
		乐观假设	中性假设	悲观假设
估值	乐观假设	19.96%	19.03%	18.10%
	中性假设	10.35%	9.49%	8.63%
	悲观假设	0.73%	-0.05%	-0.83%

资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

6 港股行业: 新经济成长股是主线, 周期股安全边际凸显

6.1 港股分行业市盈率, 市净率, 与股息率: 新经济享有估值溢价

本部分统计了恒生指数主题行业的市盈率、市净率与股息率(数据截至 2020 年 12 月 24 日)。从估值来看, 医疗保健、可选消费、资讯科技行业、必选消费的 P/E 和 P/B 超过其他行业, 恒生港股通新经济指数的 P/B 和 P/E 也较高, 说明“新经济”被港股投资者看好, 给予估值溢价。而从股息率来看, 能源、电讯、地产建筑、综合、公用事业和金融等行业的股息率较高, 而港股通新经济和资讯科技行业的股息率则低于恒生指数整体水平。

图表46: 恒生指数分行业市盈率

	现值	近5年均值	现值/均值-1	趋势	均值减1标准差	均值加1标准差
恒生指数	15.12	10.96	37.97%		9.27	12.64
恒生综指	14.78	11.06	33.66%		9.50	12.61
恒生港股通新经济	32.91	22.38	47.09%		17.82	26.93
恒生中国企业指数	13.05	8.66	50.66%		7.35	9.97
恒生非必需性消费业	158.98	44.20	259.64%		1.32	87.09
恒生必需性消费业	35.34	28.30	24.89%		25.25	31.34
恒生医疗保健业	165.93	46.15	259.57%		17.37	74.93
恒生能源业	11.96	19.39	-38.31%		5.40	33.38
恒生原材料业	20.76	16.03	29.47%		-402.02	434.09
恒生工业	15.25	15.35	-0.61%		10.60	20.10
恒生电讯业	9.55	13.65	-30.02%		12.08	15.23
恒生公用事业	13.85	14.57	-4.93%		13.06	16.08
恒生金融业	7.43	7.79	-4.53%		6.71	8.87
恒生地产建筑业	8.78	8.13	7.92%		6.61	9.66
恒生资讯科技业	36.96	398.01	-90.71%		-10986.36	11782.39
恒生综合业	7.11	6.84	4.07%		4.67	9.00
中证香港银行投资指数	5.92	6.53	-9.32%		5.68	7.38

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表47: 恒生指数分行业市净率

	现值	近5年均值	现值/均值-1	趋势	均值减1标准差	均值加1标准差
恒生指数	1.27	1.11	14.13%		0.99	1.24
恒生综指	1.22	1.11	9.75%		1.01	1.21
恒生港股通新经济	3.32	2.30	44.22%		1.87	2.74
恒生中国企业指数	1.33	0.98	35.51%		0.86	1.10
恒生非必需性消费业	3.09	2.03	52.46%		1.60	2.45
恒生必需性消费业	4.98	3.57	39.56%		2.98	4.15
恒生医疗保健业	5.76	3.77	52.64%		3.11	4.44
恒生能源业	0.49	0.76	-35.13%		0.62	0.90
恒生原材料业	1.23	1.08	14.06%		0.83	1.32
恒生工业	1.54	1.23	24.78%		1.09	1.38
恒生电讯业	0.70	1.21	-42.15%		0.94	1.47
恒生公用事业	1.18	1.43	-17.48%		1.29	1.56
恒生金融业	0.67	0.88	-24.19%		0.75	1.00
恒生地产建筑业	0.71	0.82	-13.05%		0.72	0.91
恒生资讯科技业	5.69	5.61	1.48%		4.46	6.76
恒生综合业	0.31	0.59	-46.73%		0.43	0.74
中证香港银行投资指数	0.51	0.73	-31.03%		0.61	0.85

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表48: 恒生指数分行业股息率

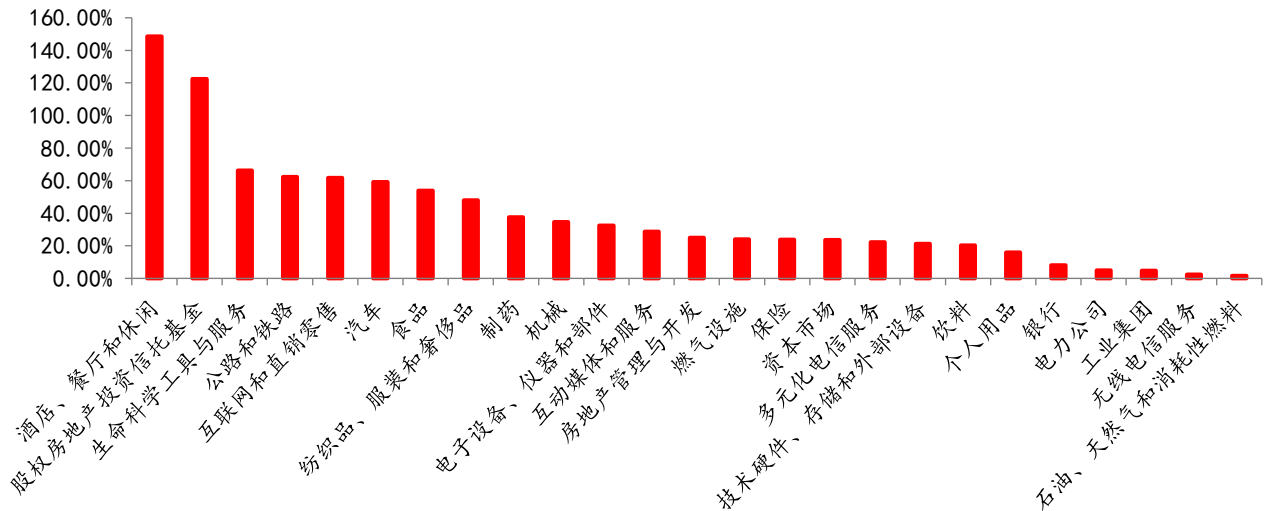
	现值	近5年均值	现值/均值-1	趋势	均值减1标准差	均值加1标准差
恒生指数	2.00	3.43	-41.80%		2.95	3.91
恒生综指	2.17	3.20	-32.25%		2.75	3.64
恒生港股通新经济	1.03	1.55	-33.68%		1.28	1.82
恒生中国企业指数	1.82	3.65	-49.97%		2.74	4.55
恒生非必需性消费业	1.30	2.38	-45.55%		1.75	3.01
恒生必需性消费业	1.70	1.86	-8.55%		1.64	2.08
恒生医疗保健业	0.41	0.75	-46.18%		0.60	0.91
恒生能源业	7.92	5.28	50.07%		3.45	7.10
恒生原材料业	2.64	3.21	-17.83%		1.96	4.45
恒生工业	2.82	3.29	-14.51%		2.81	3.78
恒生电讯业	6.58	4.55	44.63%		3.10	6.00
恒生公用事业	3.80	3.72	2.31%		3.12	4.31
恒生金融业	3.76	4.31	-12.66%		3.68	4.93
恒生地产建筑业	5.31	3.87	37.02%		3.09	4.65
恒生资讯科技业	0.17	0.50	-65.84%		0.30	0.70
恒生综合业	5.52	3.70	49.04%		2.57	4.84
中证香港银行投资指数	4.90	5.32	-7.78%		4.51	6.12

资料来源: Wind, 方正证券研究所

6.2 2021 年恒指分行业净利润同比增速预测: 新经济领跑

图表 49 列出了 2021 年恒指分行业净利润同比增速预测, 部分“旧经济”行业增速垫底。其中净利润增速超过 30% 的行业有: 酒店、餐饮和休闲增长 148.58%, 股权房地产投资信托基金增长 122.39%, 生命科学工具与服务增长 66.15%, 公路和铁路交通增长 62.40, 互联网和直销零售增长 61.65%, 汽车增长 59.10%, 食品增长 53.96%, 纺织品、服装和奢侈品增长 48.04%, 制药增长 37.58%, 机械增长 34.62%, 电子设备、仪器和部件增长 32.46%。净利润增速低于 10% 的行业有: 银行业增长 7.98%, 电力公司增长 5.02%, 工业集团增长 4.83%, 无线电信服务增长 2.35%, 石油、天然气和消耗性燃料增长 1.51%。

图表49: 2021年恒指分行业净利润同比增速预测

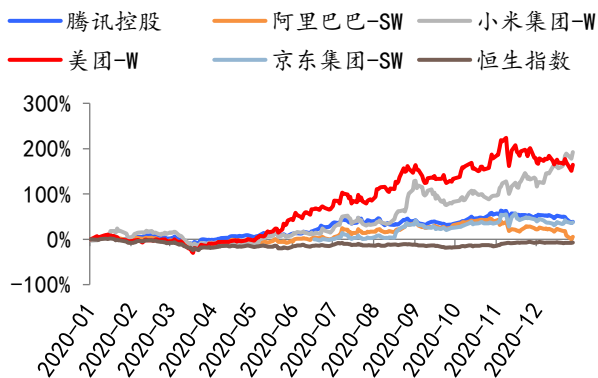


资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

6.3 港股行情以“新经济+龙头”为特征，未来或将持续

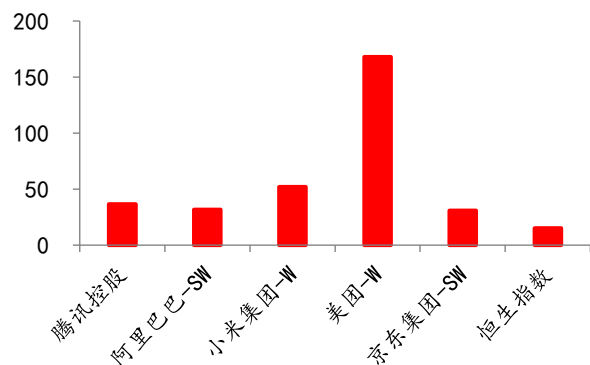
“新经济”以科技、消费、医药为代表，但也包括一些制造业和新能源等行业（HSI对新经济的行业划分详见图表54）。港股最具代表性的莫过于类似于美股FAANG五大巨头的ATMXJ（阿里巴巴、腾讯、美团、小米、京东），而年初至今ATMXJ明显跑赢恒生指数（图表50）。图表52显示港股大市值股票涨幅更大，而这些大市值股票往往是行业龙头，图表53显示港股的行业龙头涨幅高于自身行业整体。

图表50: ATMXJ年初至今收益



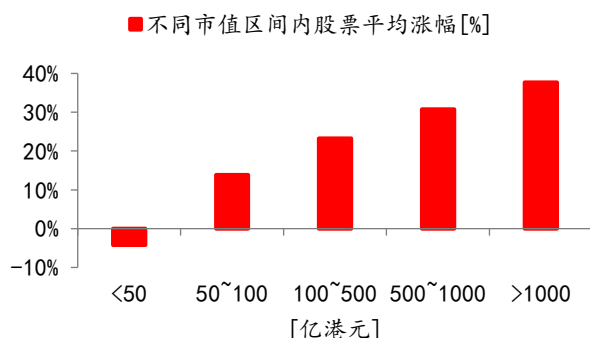
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表51: ATMXJ市盈率 (2020/12/29)



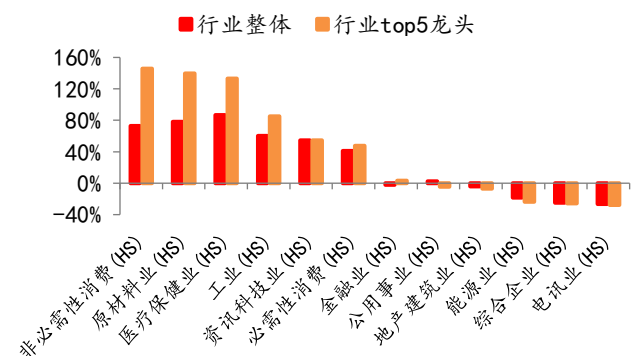
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表52: 年初至今港股大市值股票涨幅大



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表53: 年初至今港股新经济龙头涨幅大



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表54: HSI 的新经济行业划分

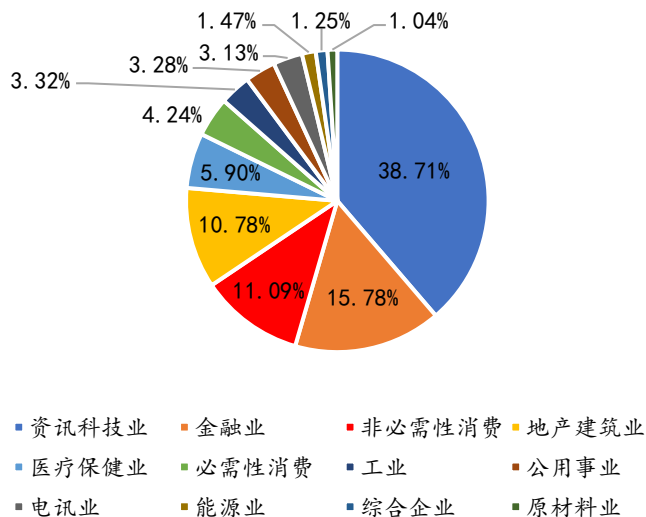
行业		业务类别		业务子类别	
10	工业	1010	工业工程	101020	工业零件及器材
				101025	电子零件
				101030	环境工程
				101050	新能源物料
				101060	航空航天与国防
23	非必需性消费	2310	汽车	231010	汽车
				231020	汽车零件
		2320	家庭电器及用品	232010	家庭电器
				232020	消费电子产品
		2340	旅游及消闲设施	234050	旅游及观光
		2350	媒体及娱乐	235010	广告及宣传
				235020	广播
				235030	影视娱乐
				235040	出版
		2360	支援服务	236010	教育
		2370	专业零售	237010	汽车零售商
				237020	服装零售商
				237030	家居装修零售商
				237040	多元化零售商
				237050	其他零售商
28	医疗保健业	2810	药品及生物科技	281010	药品
				281020	生物技术
		2820	医疗保健设备及服务	282010	医疗保健设备
				282020	医疗及医学美容服务
35	电讯业	3500	电讯	350010	卫星与无线通信
				350020	电讯服务
40	公用事业	4000	公用事业	400010	电力*
				400030	水务
				400040	非传统/可再生能源
70	资讯科技业	7010	资讯科技器材	701010	电讯设备
				701020	电脑及周边器材
		7020	软件服务	702010	系统开发及资讯科技顾问
				702020	电子商贸及互联网服务
				702030	软件开发
				7030	半导体
		*只包括那些以生产太阳能、水、风能、核能和地热能为主要业务的公司			
下列行业的股票符合相应条件后也可入选：					
23	非必需性消费	利用互联网平台进行主要业务运营的零售公司			
25	必需性消费				
50	金融业	利用互联网平台进行主要业务运营的金融公司			

资料来源: HSI, 方正证券研究所整理

6.4 周期股安全边际显现-以低估值高股息的银行股为例

除了“新经济”之外,周期股的基本面也值得关注,尽管“新经济”占市值比重不断攀升,但周期股依然占有一定比例,如金融业的行业总市值占比为 15.78%。当前各行业的总市值占比展示在图表 55。

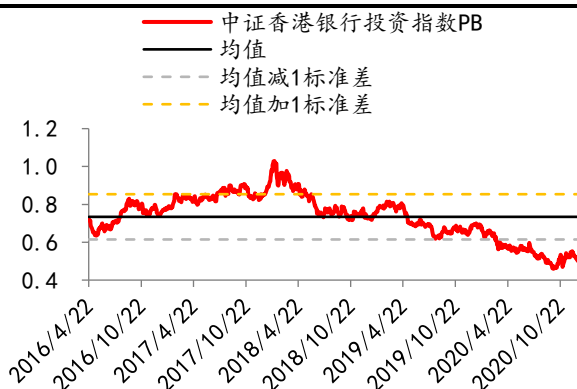
图表55: 港股行业市值占比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

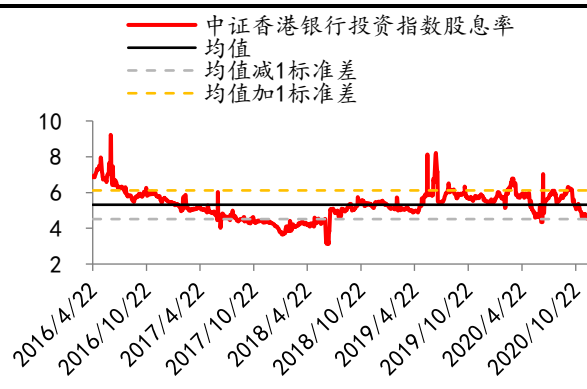
本报告认为顺周期行业将受益于 2021 年的经济复苏, 上文资金流向的分析也显示港股通南向资金在 2020 年不断流入金融业, 而以银行业为例, 中证香港银行投资指数的股息率高达 4.9%, 而 PB 已经下滑到历史均值减 1 个标准差以下, 具备安全边际。

图表56: 中证香港银行投资指数市净率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表57: 中证香港银行投资指数股息率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

7 结论

本报告有如下结论: 第一, 2020 年恒生指数跑输 A 股及美股等全球主要股票市场, 新经济等行业带动的估值扩张被港股的盈利下滑所抵消; 第二, 2021 年全球经济基本面渐进向好, 疫苗接种和政策缓慢退坡呵护经济复苏, 而中国经济已全面恢复, 政策亦“不急转弯”; 第三, 拜登当选总统后中美关系将出现缓和, 而美国的外国公司问责法有利中概股香港上市; 第四, 南向资金看好港股, 资金净流入不断增长; 第五, 2021 年恒生指数的盈利增长比估值提升更具有确定性, 在中性假设下 2021 年恒生指数增长或达到 9%-10%, 乐观假设下或达到 20%; 第六, “新经济” (科技、消费、医药、先进制造、新能源) 行业具有估值溢价, 行业龙头领跑港股, 未来或将持续, 而以银行股为代表的低估值、高股息行业则已呈现安全边际和配置价值。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。若据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告可能附带其它网站或超级链接，对于可能涉及本公司网站以外的地址或超级链接，本公司不对其内容负责。本公司提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，所链接地址的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站信息的费用或风险。

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告所采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail： yjzx@foundersc.com
北京	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	上海市浦东新区新上海国际大厦36层	
深圳	广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
长沙	湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	