

科技股回调那件小事儿

- 短期回调是进场机会：**我们留意到近期港股和 A 股的科技股票进入回调阶段。进入 9 月以来，恒生科技指数从 8 月高点下跌近 11%，A 股电子指数从 8 月高点下跌近 14%。我们认为此次回调有利于消化 8 月以来科技行业股价迅速上涨带来的估值推升，为科技行业的长期增长奠定基础。对比今年 3 月的大幅调整，我们科技股在目前回调的基础上，继续大幅下探的可能性已经不大了。因此，我们建议投资人可以在回调阶段大胆加仓受惠于未来中国手机品牌海外扩张的科技行业龙头，包括小米 (1810.HK)、比亚迪电子 (285.HK)、闻泰科技 (600745.CH) 和传音控股 (688036.CH)。详情参阅智能手机行业深度报告《[中国智能手机品牌征战全球](#)》。
- 高波动是科技行业的内在属性：**以标准差作为衡量指数波动的参考值，港股的科技指数和 A 股的电子指数的波动大约是其对应的港股和 A 股大盘指数波动的 2.5 倍。这也就意味着在市场回调的过程中，科技指数下跌速度更快，下跌幅度更大。同时，也意味着，科技指数触底反弹的速度更快，触底反弹的幅度也更大（见[图表 1](#)）。这个趋势在三组指数比较中都非常明显，包括恒生指数 vs 恒生科技指数、沪深 300 指数 vs A 股电子指数、MSCI 中国指数 vs MSCI 中国 IT 指数（见[图表 3、4、5](#)）。鉴于科技行业高波动特征，我们建议投资人在回调过程中，对于已经持仓的股票保持持有，并且可以小幅补仓。科技股票回调过程中的盲目减仓可能导致错失反弹收益。
- 9 月回调幅度小于 3 月回调幅度：**受到国内外疫情的影响，3 月份，港股和 A 股市场都有较大幅度的调整。如[图表 1](#)中的总结，在 3 月份的调整中，香港和 A 股市场的科技和电子指数，分别从高点下调了 26% 和 32%。当前的 9 月，港股科技指数和 A 股电子指数已经分别从高点调整了 11% 和 14%（见[图表 5](#)）。我们认为 9 月份这次调整的幅度会小于 3 月份的调整。对比这两次科技股的回调，我们认为最大的不同在于，3 月份的回调包含有对未来公司业绩受到疫情影响的下调叠加估值的大幅下修，但是 9 月份这次回调仅仅只是消化 8 月份快速增长的高估值带来的影响，而行业中公司的业绩并没有显著变化。因此，我们认为这个阶段科技股的进一步回调下降的空间已经相对较小。

沈岱

科技分析师

 tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

杨子超

助理分析师

 charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2020 年 9 月 11 日

相关报告：

[《中国智能手机品牌征战全球》](#)
(2020-09-01)

• **小米回调情景分析:**小米的股价从7月的低点快速上涨了76%至8月的高点,主要上扬阶段是在8月17日美商务部第三次提高出口禁令的管制程度之后。我们认为这个过程包含的市场对于小米业绩预期上升也就是基本面的改善叠加小米估值的快速修复。这期间小米2021年的市场一致预期的EPS上调了8%(见**图表6**),其余增长动力来自于估值从行业底部向行业顶部的修复(见**图表7**)。进入9月之后,小米的股价也经历了回调,从8月的高点回调了14%,与恒生科技指数的11%的调整幅度接近(见**图表8**)。我们对小米的长期发展保持看好,尤其是公司在西欧智能手机市场的份额增加保持信心,维持“买入”评级。在这篇报告中,我们采用如下方法来对小米的股价回调的底部进行分析,给投资人作为参考:

- 首先,我们认为小米基本面有向上的空间,因此保守地估计2021年的EPS预测值(0.77人民币)保持不变。
- 其次,搜集不同阶段(5月-8月),市场对于小米的估值(20x-35x PE)预期(见**图表9**)。
- 最后,我们采用7月市场对小米的估值(25.4x)作为此次小米回调的估值下限。我们认为这个估值比较合理。因为7月的市场并没有包含小米有可能获得华为在中国的智能手机市场份额而带来的2021年EPS增加的预期。
- 综上,我们得到小米短期内的股价回调的低点的合理值为 $0.77 \text{ (人民币)} \times 22.0 \text{ (PE)} \times 1.1334 \text{ (汇率)} = 19.2 \text{ (港元)}$ 。因此,我们判断在小米基本面没有变化的情况下,股价短期回调的底部(约19.2港元)依然高于小米首次覆盖报告中的悲观情景的18港元。

● 2020年3月市场大幅调整总结

从今年3月回调的过程可以看到：科技股波动更大。

- 科技股回调的幅度更大
 - 恒生科技指数的26%大于恒生指数的25%
 - A股电子指数的32%大于沪深300的16%
 - MSCI中国IT指数的28%大于MSCI中国的23%
- 科技股回调下跌速度更快。同时下跌15%，所需时间比较：
 - 恒生科技指数的15天小于恒生指数的33天
 - A股电子指数的11天小于沪深300的42天
 - MSCI中国IT指数的12天小于MSCI中国的39天
- **最重要，科技股触底反弹的速度更快。**同样触底反弹15%，所需时间比较：
 - 恒生科技指数的12天小于恒生指数的54天
 - A股电子的22天小于沪深300的52天

注释：在MSCI中国指数与MSCI中国IT指数的比较中，MSCI中国指数从最低点恢复15%所需要的天数较短，与恒生指数与恒生科技指数趋势不同。其中主要原因是MSCI中国指数涵盖的阿里巴巴、腾讯、美团等互联网公司并没有被归类入MSCI中国IT指数，而恒生科技指数则涵盖此三家公司。因而MSCI中国指数从低点反弹15%用时较快，但是MSCI中国IT从低点反弹25%的天数更少。

图表 1：2020年3月股市大幅回调总结：科技股波动显著高于整体市场波动

2020年	恒生指数	恒生科技指数	沪深300	A股电子	MSCI中国	MSCI中国IT
股价波动 ¹	6	22	9	14	9	16
3月底之前最高点 ²	102	112	101	135	103	114
3月最低点 ²	76	82	85	92	79	82
跌幅（最高到最低）	-25%	-26%	-16%	-32%	-23%	-28%
从最高点下跌15%所需天数	33	15	42	11	39	12
从最低点反弹15%所需天数	54	12	52	22	19	28

注释：¹用股价的标准差作为股价波动的衡量方式；²以2020年1月2日的各个指数的收盘价为100做调整；A股电子指数为申万电子指数。

资料来源：Wind、Bloomberg、浦银国际

● 2020年9月行业调整总结

图表 2: 2020年7-9月股市波动总结: 8月份, 科技指数短时间内快速上涨, 推高整体估值

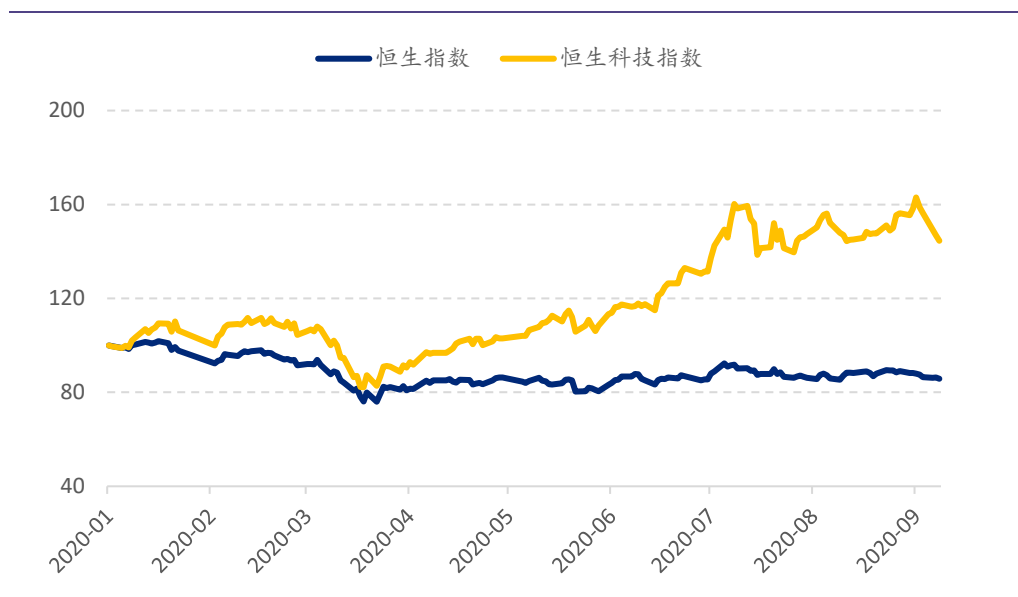
2020年	恒生指数	恒生科技指数	沪深300	A股电子 ²	MSCI中国	MSCI中国IT
7月相对低点 ¹	85	139	109	123	106	122
8月相对高点 ¹	90	163	117	144	117	143
涨幅(7月到8月)	6%	18%	8%	17%	10%	17%
9月9日收盘 ¹	86	145	110	124	110	129
跌幅(相对高点到最近)	-5%	-11%	-6%	-14%	-5%	-9%

注释: ¹以2020年1月2日的各个指数的收盘价为100做调整; ²A股电子指数为申万电子指数。

资料来源: Wind、Bloomberg、浦银国际

● 科技行业高波动: 指数对比

图表 3: 恒生指数 vs 恒生科技指数



注释: 以2020年1月2日的收盘价为100的基数做调整。

资料来源: Wind、浦银国际

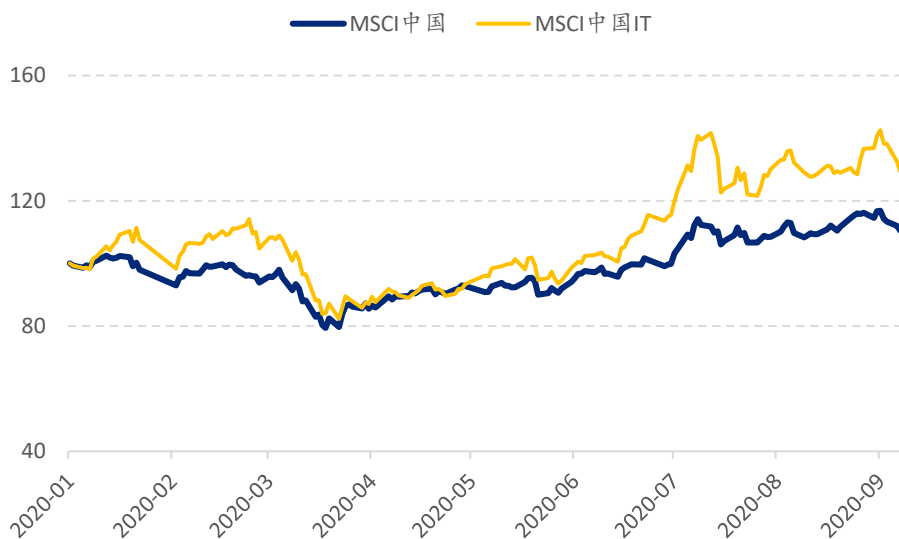
图表 4: 沪深 300 指数 vs A 股电子指数



注释：以 2020 年 1 月 2 日的收盘价为 100 的基数做调整。

资料来源：Wind、浦银国际

图表 5: MSCI 中国指数 vs MSCI 中国 IT 指数

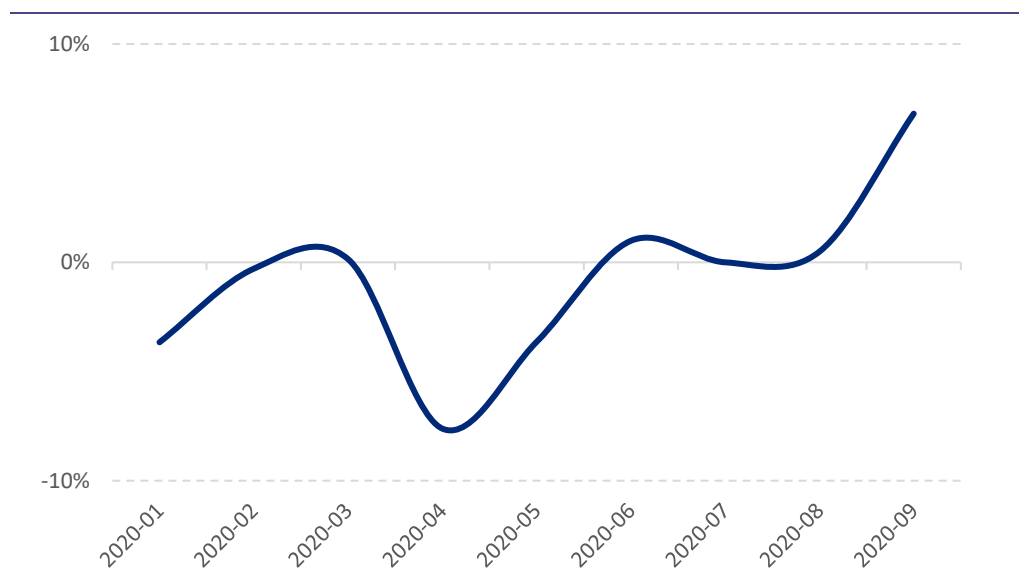


注释：以 2020 年 1 月 2 日的收盘价为 100 的基数做调整。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 小米 2021 年彭博一致预期 EPS

图表 6: 小米彭博一致预测 EPS 变化: 8 月之后 EPS 不断上调



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 小米历史 PE 值

图表 7: 小米 P/E 估值: 2020 年均值 21.9x: 8 月 17 日, 美再次升级对华为出口禁令后, 小米估值迅速攀升



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 小米股价涨跌总结

图表 8: 小米 7-9 月股价涨跌分析: 受惠于估值修复, 8 月小米股价的累计涨幅高于恒生科技指数的涨幅, 但是 9 月小米回调幅度与恒生科技指数类似

2020 年	恒生指数	恒生科技指数	小米 (港元)
7 月相对低点	85	139	14.6
8 月相对高点	90	163	25.7
涨幅 (7 月到 8 月)	6%	18%	76%
9 月 9 日收盘	86	145	22.1
跌幅 (相对高点到最近)	-5%	-11%	-14%

注释: 恒生指数和恒生科技指数以 2020 年 1 月 2 日的收盘价为 100 做调整
资料来源: Wind、Bloomberg、浦银国际

● 小米 PE 与 EPS 时间序列总结

图表 9: 小米估值、基本面、股价分析: 从 5 月到 9 月, 小米的 EPS 不断上修, 推动估值不断上扬

2020 年	P/E 均值	2021 EPS (人民币元)	CNY/HKD	对应股价 (港元)
5 月	20.2	0.62	1.0863	13.6
6 月	22.0	0.61	1.0970	14.7
7 月	25.4	0.62	1.1111	17.4
8 月	27.4	0.62	1.1317	19.3
9 月	35.1	0.66	1.1333	26.3

注释: 2021 年 EPS 为 Bloomberg 小米的一致预期值
资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼