



## 浦银策略观点：港股进入新估值模式，成长股存在更大修复空间

在过去疫情扰动、地缘冲突、流动性等宏观不确定性下，港股的定价模式也随之不断调整，主要表现在不同板块和风格标之间的估值差、价格敏感度差别等指标的反复震荡。3Q22 之后，随着防疫政策调整、海外流动性紧缩的缓和，多项指标显示，港股正在结束此前的调整期，逐渐找到新的估值模式。而在新估值模式下进行测算，我们认为，当前的成长股或被低估；叠加现阶段基本面修复、流动性紧缩拐点的缓和，成长股尤其是 IT 和通信服务板块或存在更大的估值修复空间。

- **港股过去呈现出两种截然不同的估值分布模式。**2016 年以来，港股市场，经历了两种估值模式：**1) 低分化：**2019 年之前，港股板块分布中金融等传统行业占比大，市场呈现出估值低分化的特征；**2) 高分化：**2019 年底开始，随着科技巨头回港上市，叠加整个防疫周期对互联网行业的影响，港股市场成长股和价值股间呈现出显著的行为分化，市场上行时，成长股相对价值股表现出巨大的估值分化，并在市场下行时回撤更剧烈。
- **3Q22 之后，港股在过去的两种模式之间寻找新的平衡点。****1)** 2019 年之前传统行业主导下的估值低分化模式难以重复，主要由于港股板块分布经历重大调整，成长赛道占比扩大；**2)** 2020 至 2022 年之间的估值模式抑或难以重复，主要考虑到行业监管、流动性问题及此前大起大落对市场情绪的影响，对于成长股，市场比之前更谨慎，其超额收益或较 2020 年市场上行时收窄，而下跌时的回撤空间也同样被压缩；**3)** 当前估值分布数据显示，3Q22 之后，港股正在沿着此前两种模式之间的平衡状态演化，而随着波动率等风险指标高位回落，或表明港股找到了平衡成长性与风险的新估值模式。
- **新估值模式下测算，当前成长股估值或被低估。**通过对市场估值分布、资金拥挤度、板块估值中枢等测算，我们发现，IT 和通信服务板块估值或显著低于应有水平。此外，结合目前防疫政策调整后的基本面修复、通胀下行显现、流动性紧缩的缓和，我们认为，成长股因其高市场 Beta 或有更大的估值修复空间，建议超配。

张引, PhD

助理分析师

yin\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

2023 年 3 月 14 日

相关报告：

[2023 年策略展望：预计避险情绪短暂延续，1Q23 或出现市场拐点](#) (2022-12-12)

[从市场风格偏好看“中字头”标的](#) (2022-11-28)

[SPDBI 九月 A 股金股 ROR：估值顾虑提升，金融、医疗值得挖掘](#) (2022-09-21)

[能源板块大幅流入，金融板块继续流出——中国股市资金全景图 9 月刊](#) (2022-09-19)

[美股资金流仍在一级见底支撑位震荡——全球及美股资金全景图 9 月刊](#) (2022-09-19)

[2022 年中期策略展望：波动中上行](#) (2022-06-06)



扫码关注浦银国际研究

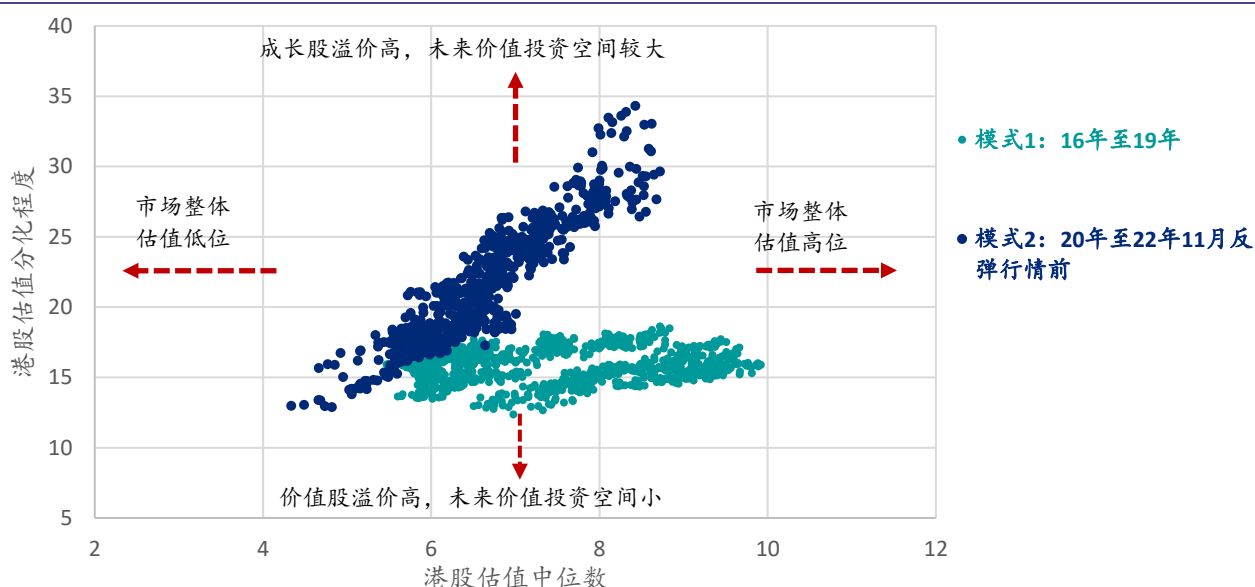
# 浦银策略观点：港股进入新估值模式，成长股存在更大修复空间

2022年11月以来，港股经历了回撤后的大幅调整，除大盘指数反弹外，内部结构也在变化。指数层面行情反复，恒生指数在收复了大部分回撤之后，近一个月再次出现超过10%的回撤；而在选股方面，对于估值、成长和趋势等风险偏好也和以往大相径庭。3Q22之后，随着防疫政策调整、海外流动性紧缩的缓和，多项指标显示，港股正在结束此前的调整期，逐渐找到新的估值模式。新估值模式下，是否蕴含着新的机遇？本文中，我们将通过多维度指标来进行解析，并给出操作策略。

## 港股过去两种截然不同的估值分布模式

我们以估值中枢和估值分化两个维度的指标来刻画港股市场2016年以来的走势，可以看到以2019年底疫情暴发为分界点，港股呈现出两种截然不同的估值分布模式。选择这两个刻画维度，是考虑到估值对于港股较强的解释力度（参见[2023年策略展望](#)中的测算）。尽管在2022年11月后的反弹中，投资者押注在高回撤后的反弹，曾经短暂“遗忘”估值，但这种状态无法长时间维持，在近一个多月的调整中，个股收益分布仍然能够在很大程度上被估值分布来解释。

图表 1：港股估值 VS 估值分化：以 2019 年底为分界点，港股的估值分布呈截然不同的两种形态



注：统计样本为 MSCI 和恒生指数成分股，约占总市值 80%

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

估值中枢和估值分布分别描述了市场整体的估值水平以及选股偏好，这两个指标呈现正相关：市场上行时，高 Beta 的成长股涨幅更大，导致估值分化程度和市场估值中枢一同上升；市场下行时则反之。

从另一角度来描述，市场偏好成长股，会加剧估值分化；市场偏好价值股，则令估值分化收窄。从上图中我们可以明显看出港股过去的两种截然不同的估值分布模式：

- **模式 1: 2019 年底之前**，中概股尚未大规模回流，市场板块仍以金融等传统行业主导，因此整体来看市场估值分化较窄。
- **模式 2: 从 2019 年底开始**，科技巨头回港上市，成长板块比重大幅扩大，叠加疫情对互联网板块的作用，市场上行时成长股和价值股分化加剧，下行时，估值分化急剧收窄，导致成长股遭遇更大幅度的回撤。

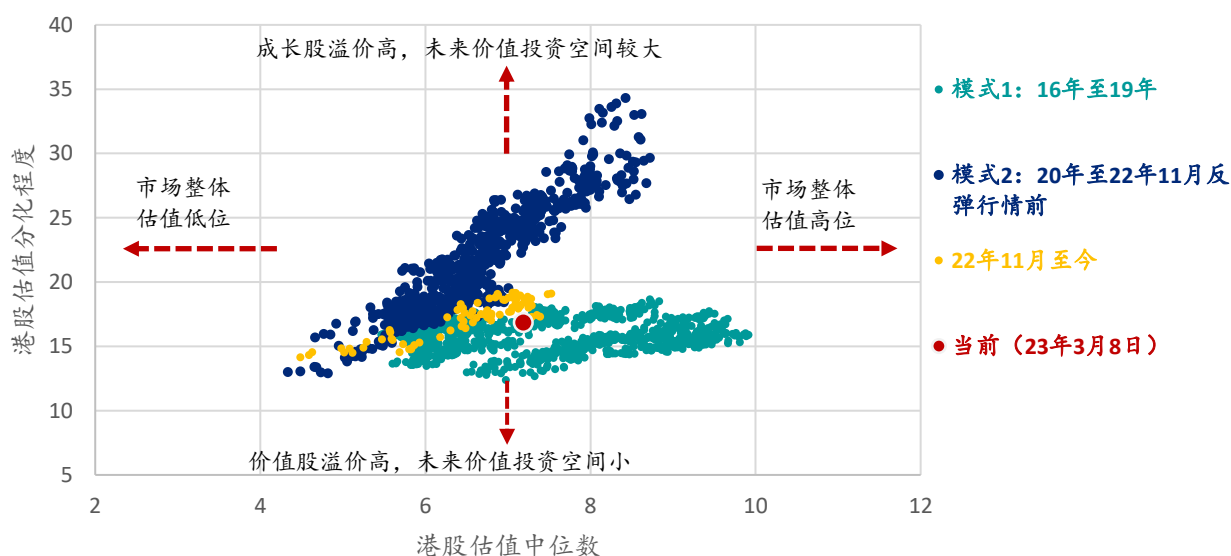
**2019 年底**，是估值分布模式剧变的关键时间点，该时间点对应了疫情暴发以及中概股回流的始点。在 2020 年，疫情对互联网行业的红利以及科技巨头回港上市，使得市场上行时有更多资金流入科技股，加剧了估值分化，也引申出了“中国版纳斯达克”的讨论。

也因为如此，其后在地缘冲突、全球流动性紧缩等冲击下，港股市场从高估值、高分化的位置朝着原点“原路返回”，巨大的估值分化令成长股回撤空间更大。

## 2022 年防疫政策调整后的港股：寻找新的平衡点

3Q22 之后防疫政策调整，港股在回撤之后开始反弹，估值中枢开始回升，但此时的估值分布沿着哪条路径移动？从 2022 年 11 月至今的统计数据来看，市场没有再次选择过去两年的路径模式。总体来说，港股市场呈现出介于过去两种模式之间的中间状态，估值分化仍然与估值中枢正相关，但并未如 2020 年那样陡峭上升，市场对于估值偏高的成长股仍然保持一定的谨慎。

**图表 2: 港股估值 VS 估值分化：自 2022 年 11 月起，港股市场估值模式介于过去两种模式之间。当前估值水平稳定在历史中位数，但估值分化小，反映了当前成长股溢价低**



注：统计样本为 MSCI 和恒生指数成分股，约占总市值 80%

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

我们认为，防疫政策调整后，港股正在过去两种模式间寻找新的平衡状态。

首先，中概股回流改变了港股的板块分布，令市场无法重复 2019 年之前传统行业主导下的估值低分化模式；

另一方面，考虑到行业监管、流动性问题以及此前大起大落对市场情绪的影响，市场对成长股比之前更谨慎，在大盘修复时其估值相对价值股的分化有限。

因此，市场极有可能在过去的两种模式中寻找新的平衡点，即成长股能够在市场上行时带来超额收益，但其幅度有限。从估值分布数据显示，3Q22 之后港股正在沿着此前两种模式之间的平衡状态演化。

此外，我们可以看到恒生指数波动率已从高位回落，市场估值中枢和大部分板块的估值中枢已回到过去中位数水平，或表明港股在经历震荡期后逐渐沿着平衡点靠近。



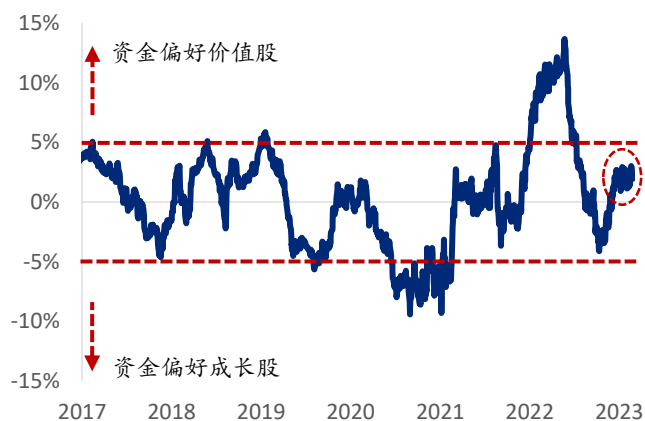
## 新估值模式测算下，当前成长股估值或被低估

**市场估值分化低于均衡值：**从前述港股新的估值平衡模式出发，每个估值中枢点位或存在一个合理的估值分化区间，而当前港股正处在估值分化较低的位置（见上图）。

**港股目前的价值因子拥挤度偏高，近期或存在反转可能性。**另一方面，我们结合资金拥挤度来做验证。我们通过个股资金流定义了港股的价值因子拥挤度，拥挤度越高，代表资金越偏好低估值标的，估值分化越小。在经过成交额对资金流进行标准化后，我们看到，过去的价值因子拥挤度约在 $\pm 5\%$ 之间。其中，2020年和2022年超出此范围的情形，则对应前述出现的估值高分化的模式，基于港股寻找新的平衡点的假设前提，此种模式或难以再现。

因此，如参考过去 $\pm 5\%$ 的经验范围，当前港股价值因子拥挤度较高，近期可能存在资金回流成长股的可能，令估值分化回归均衡点位。

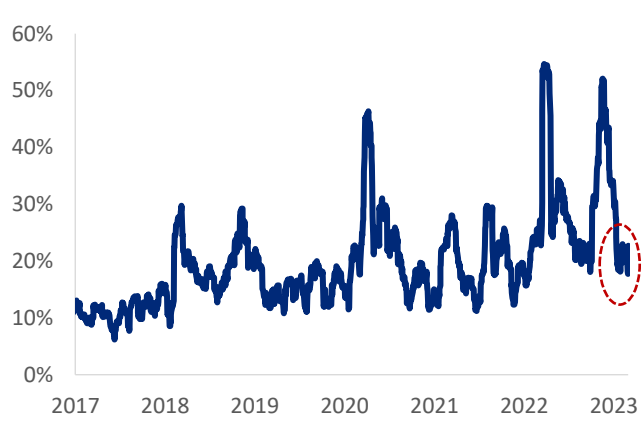
**图表 3：估值因子拥挤度测算：2022 年 11 月以来，资金显著偏好价值标的，令估值分化大幅收窄**



注：数据截至 2023 年 3 月 8 日。

资料来源：FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

**图表 4：2023 年以来恒生指数波动率已降至低位**

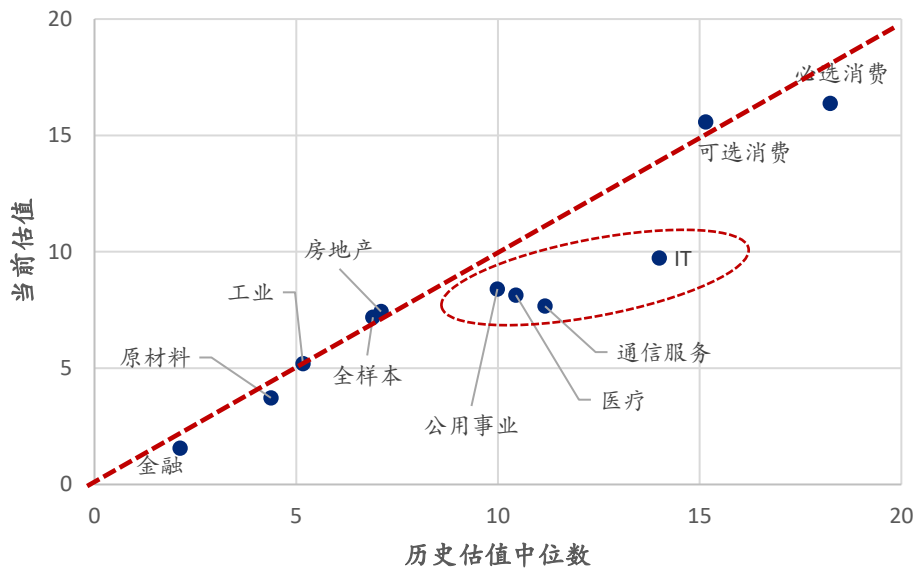


注：数据截至 2023 年 3 月 8 日。

资料来源：FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

此外，我们对市场整体和各板块当前的估值中枢。由于我们假设港股在过去两种估值模式之间寻找新平衡点，因此，我们以 2016 年至今的板块估值中位数作为参考基准。截至 2023 年 3 月上旬，港股市场整体和大部分板块的估值中枢已回到历史基准，但 IT 和通信服务板块则偏离历史均值较远，而医疗和公用事业板块由于包括生物科技和新能源等成长属性的行业，当前估值水平同样偏低。再结合上文对价值因子拥挤度的测算，我们认为，即使港股市场整体估值中枢趋近历史均值，内部估值分布仍然存在调整的空间。

**图表 5: 尽管市场整体以及过半数板块的估值已处于长期均衡位置, 但 IT、通信服务等板块估值尚未修复**



注: 数据截至 2023 年 3 月 8 日。

资料来源: FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

## 操作策略: 可超配指数成分股中的成长赛道

新估值模式测算下, 我们认为当前成长股估值或被低估。其中, IT 和通信服务板块估值或显著低于应有水平, 公用服务和医疗板块由于新能源和生物科技等成长性赛道的影响, 板块估值也有上修空间。

此外, 结合目前防疫政策调整后的基本面修复、通胀下行显现、流动性紧缩的缓和, 成长股因其高市场 Beta 或有更大的估值修复空间。估值低估叠加宏观推动, 成长股或存在更大机会。从风险角度出发, 我们建议, 可在 MSCI 中国指数或恒生指数成分股中, 配置港股成长赛道。

## 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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经授权的行为。

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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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人士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逾 1%的财务权益。
- 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。

## 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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼