



月度市场策略：乘势而上

- 受资金面驱动，主要中国股指出现明显反弹。4月以来，港股市场表现最为亮眼，恒指上涨12.4%，具成长属性的恒生科技指数上涨12.1%。中概股指数上涨5.5%，沪深300指数上涨2.5%。金融、房地产等板块领涨。根据我们的[月度资金流报告](#)，全球资金开始把仓位从前期拥挤度较高的市场调整至拥挤度较低、情绪改善的市场。5月2日至3日，在南向资金休市的情况下，我们发现港股市场仍维持强劲的上涨趋势，交易量也较大，反映港股这波反弹或跟此前由南向资金驱动或空头回补不同，可能更多受到外资回流的支持。
- 本轮港股反弹行情的延续性如何？自2024年4月18日开始，港股出现了明显反弹，核心原因或是全球资金风险偏好提升，带动增量资金流入港股市场。我们观察到，在本轮反弹中，年初至今表现落后的板块反弹较为明显，例如保险、房地产、多元金融、制药、生物科技与生命科学等板块，而部分年初至今涨幅较多的板块涨幅明显落后，例如材料、能源、家庭与个人用品和电信服务等。因此，“捡便宜”或为本轮港股反弹行情的交易逻辑。我们预计，如果全球资金持续净流入港股，有望提振市场情绪，提升港股的成交量和流动性，进而带动港股走势企稳向上。
- 若市场情绪持续改善，高弹性板块估值修复较大。在市场情绪向好的背景下，如果“捡便宜”仍为核心投资逻辑，那些低估值板块短期修复空间或较大，尤其是基本面也较为稳健的板块。目前，消费（包括可选消费、必需消费）、信息技术和公用事业的前瞻市盈率和前瞻市净率均大幅低于其过去五年均值，他们未来3年的盈利复合增长率、ROE、股利收益率较高，基本面也较为稳健。
- 高息股配置策略是否暂告一段落？由于本轮上涨行情主要由资金面驱动，进一步大幅上涨可能需要基本面和政策面上更强有力的支撑。由于短时间内涨幅较大，部分缺乏基本面支撑的个股或会面临一定的回调压力，市场短期可能会呈现震荡向上的态势，需留意市场风格的变动。我们观察到，年初至今表现较佳的高息股在本轮上涨行情中表现落后于科技股。短期落后或提供了逢低布局的机会。如果之后大盘波动加大，市场风格可能会从成长股切换至价值股，防御性较强的高息股有望重新获得资金青睐。然而，由于年初至今高息股涨幅居前，大部分高息股的估值可能已经得到修复，接下来需要精选估值仍位于合理区间的个股。我们筛选出16个优质高息股，他们的基本面较稳健、估值合理、现金流充裕、具有成长性，将有助于提升投资组合的稳定性。
- 浦银国际重点关注股票组合：加入康方生物，移出信达生物。自[上次更新](#)至今，组合上涨9%，跑输MSCI中国指数、恒生科技指数，但跑赢了中概股指数。期间，比亚迪电子和巨子生物的表现相对较好，但理想汽车表现相对较弱。目前，组合包含拼多多、滔搏等9只股票。
- 投资风险：政策刺激不及预期，地方债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，美国经济衰退超预期，人民币大幅贬值，流动性趋紧。

赖焯焯

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 0411

2024年5月14日

相关报告：

[浦银国际月度资金流：全球资金仓位调整，中国会是目的地吗？](#)
(2024-5-7)

[4月政治局会议解读及市场策略：积极政策信号释放有助于市场情绪回暖](#)
(2024-4-30)

[浦银国际策略观点：资本市场迎来新“国九条”，国企高息股或受益](#)
(2024-4-15)



扫码关注浦银国际研究

目录

焦点图表	4
月度中国市场回顾与展望	5
估值修复空间仍较大	8
盈利增长预期仍在持续下调	10
资金流向：外资有望持续回流中国	12
行业配置、轮动与风格切换	14
短期投资交易策略	17
浦银国际重点关注股票组合更新	21

图表目录

图表 1: 16 个优质的港股高息股	4
图表 2: 4 月中旬以来, 主要中国股指明显反弹	6
图表 3: MSCI 中国指数中, 估值扩张下, 房地产、电信服务、金融的涨幅居前	6
图表 4: 恒生综合指数中, 估值扩张下, 金融、房地产、工业等板块的涨幅居前	7
图表 5: 沪深 300 指数中, 盈利预期上调情况下, 可选消费、金融、必需消费等板块涨幅居前 ...	7
图表 6: 相对于全球主要市场, 中国股票指数盈利增速更强, 估值水平更吸引	8
图表 7: 目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引	9
图表 8: MSCI 中国指数前瞻市盈率	9
图表 9: 恒生指数前瞻市盈率	9
图表 10: 沪深 300 指数前瞻市盈率	9
图表 11: 近期 AH 溢价持续缩小, 但仍位于高位	9
图表 12: 主要中国股指 2024 年/2025 年盈利增长预期: 中概股较领先	10
图表 13: MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 下调趋势仍未扭转	11
图表 14: 恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 盈利下调趋势仍未扭转但逐渐缓和	11
图表 15: 沪深 300 指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 继续维持下调	11
图表 16: 4 月, 外资主动型基金仍维持净流出, 被动型基金维持净流入	12
图表 17: 国内资金净流入保持强劲, 外资净流出规模大幅减小	12
图表 18: 4 月以来, 南向资金净流入仍较强劲, 但北向资金净流入有所放缓	13
图表 19: MSCI 中国各板块: 房地产、材料、日常消费板块 2024 年 EPS 增速较为领先, 医疗健康、 可选消费和材料板块 2025 年 EPS 增速较为领先	14
图表 20: 近一月, 除金融和材料外, MSCI 中国指数其他板块盈利预期均受到下调	15
图表 21: 恒生综合指数轮动热力图	15

图表 22: 沪深 300 指数轮动热力图	16
图表 23: 过去一月, 成长股小幅跑赢价值股.....	16
图表 24:大盘股跑赢小盘股.....	16
图表 25: 本轮港股反弹中, 保险、食品与主要用品零售、房地产等板块领涨, 但部分前期涨幅较大的板块表现相对疲弱, 如材料、能源、电信服务等	17
图表 26: 恒生综合指数行业中各板块估值.....	18
图表 27: 恒生高息股指数 vs 恒生科技指数.....	19
图表 28: 目前, 恒生高息股指数的市净率已高于其过去两年均值的 1 倍标准差	19
图表 29: 16 个优质的港股高息股	20
图表 30: 浦银国际重点关注股票组合: 反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点	21
图表 31: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑	22

焦点图表

图表 1: 16 个优质的港股高息股

股票代码	公司名称	行业名称	市值 (亿元)	成交额 (千万)	2024 年预 期股息率	2024 年预期自 由现金流比率	2024 年 预期 ROE	2024 EPS 预 期同比增速	前瞻市盈 率 (倍)
6823.HK	香港电讯	电信服务	688	59.2	8.6%	10.7%	15.2%	3.2%	13.0
3360.HK	远东宏信	多元金融	256	24.2	8.2%	5.0%	12.1%	0.9%	3.8
1336.HK	新华保险	保险	453	88.4	7.6%	289.5%	11.6%	41.2%	3.7
0839.HK	中教控股	消费者服务	111	29.5	7.5%	3.8%	12.8%	50.4%	5.4
0590.HK	六福集团	零售业	120	14.4	7.3%	6.5%	14.4%	42.0%	5.5
1339.HK	中国人保	保险	1,141	82.8	7.3%	114.6%	10.6%	18.2%	4.2
0941.HK	中国移动	电信服务	14,554	1,311.5	7.0%	10.7%	10.3%	6.9%	10.1
0322.HK	康师傅控股	食品、饮料与烟草	489	65.8	6.9%	5.3%	24.9%	9.6%	14.2
0868.HK	信义玻璃	汽车与汽车零部件	353	142.6	6.8%	7.6%	14.9%	5.7%	7.4
0220.HK	统一企业中国	食品、饮料与烟草	238	64.5	6.6%	9.7%	13.0%	0.4%	15.2
2318.HK	中国平安	保险	6,326	1,619.3	6.6%	68.8%	12.4%	30.4%	5.8
6186.HK	中国飞鹤	食品、饮料与烟草	357	74.6	6.4%	9.9%	14.1%	12.7%	9.9
6110.HK	滔搏	耐用消费品与服装	333	28.2	6.3%	10.7%	25.7%	27.4%	11.7
2128.HK	中国联塑	资本货物	110	26.5	6.2%	5.0%	10.6%	8.8%	4.1
2601.HK	中国太保	保险	1,481	305.7	6.2%	24.8%	12.1%	14.9%	5.4
0177.HK	宁沪高速公路	运输	401	34.7	6.1%	10.1%	12.9%	9.3%	7.9

注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日, 市值为近 3 个月日均平均市值, 成交额为近 3 个月日均平均成交额, 计价货币为港元。

资料来源: Wind, Bloomberg, 浦银国际

月度中国市场回顾与展望

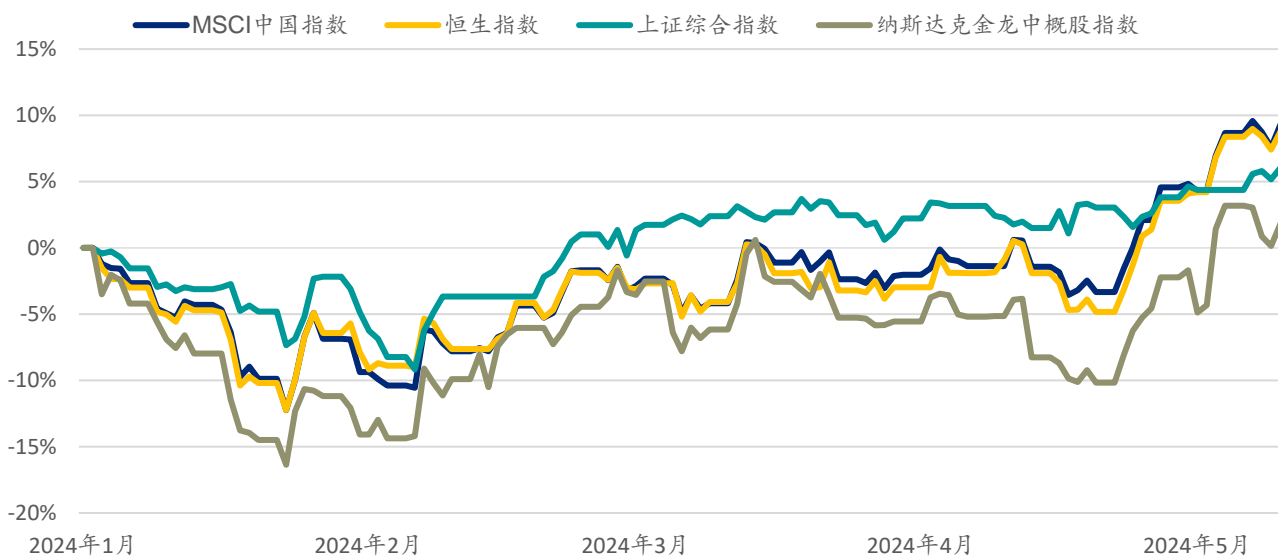
4月以来，受资金面驱动，主要中国股指出现明显反弹。其中，港股市场表现最为亮眼，恒指上涨12.4%，具成长属性的恒生科技指数上涨12.1%。中概股指数上涨5.5%，沪深300指数上涨2.5%。金融、房地产等板块领涨（图表2-5）。核心原因或是全球资金风险偏好提升，带动增量资金流入港股市场。根据[月度资金流报告](#)，全球资金开始把仓位从前期拥挤度较高的市场调整至拥挤度较低、情绪改善的市场。5月2日至3日，在南向资金休市的情况下，我们发现港股市场仍维持强劲的上涨趋势，交易量也较大，反映港股这波反弹或跟此前由南向资金驱动或空头回补不同，可能更多受到外资回流的支持。

本轮港股反弹行情的延续性如何？自2024年4月17日开始，港股出现了明显反弹，核心原因或是全球资金风险偏好提升，带动增量资金流入港股市场。我们观察到，在本轮反弹中，年初至今表现落后的板块反弹较为明显，例如保险、房地产、多元金融、制药、生物科技与生命科技等板块，而部分年初至今涨幅较多的板块涨幅明显落后，例如材料、能源、家庭与个人用品和电信服务等。“**捡便宜**”或为本轮港股反弹行情的交易逻辑。我们预计，如果全球资金持续净流入港股，有望提振港股市场情绪，提升港股的成交量和流动性，进而带动港股走势企稳向上。

若市场情绪持续改善，高弹性板块估值修复空间较大。在市场情绪向好的背景下，如果“捡便宜”仍为核心投资逻辑，那些估值仍然偏低的板块有望在短期内继续得到修复，尤其是基本面较为稳健的板块。目前，消费（包括可选消费、必需消费）、信息技术和公用事业的前瞻市盈率和前瞻市净率均大幅低于其过去五年均值，这些板块未来3年的盈利复合增长率、ROE、股利收益率也较高，反映他们的基本面也较为稳健。

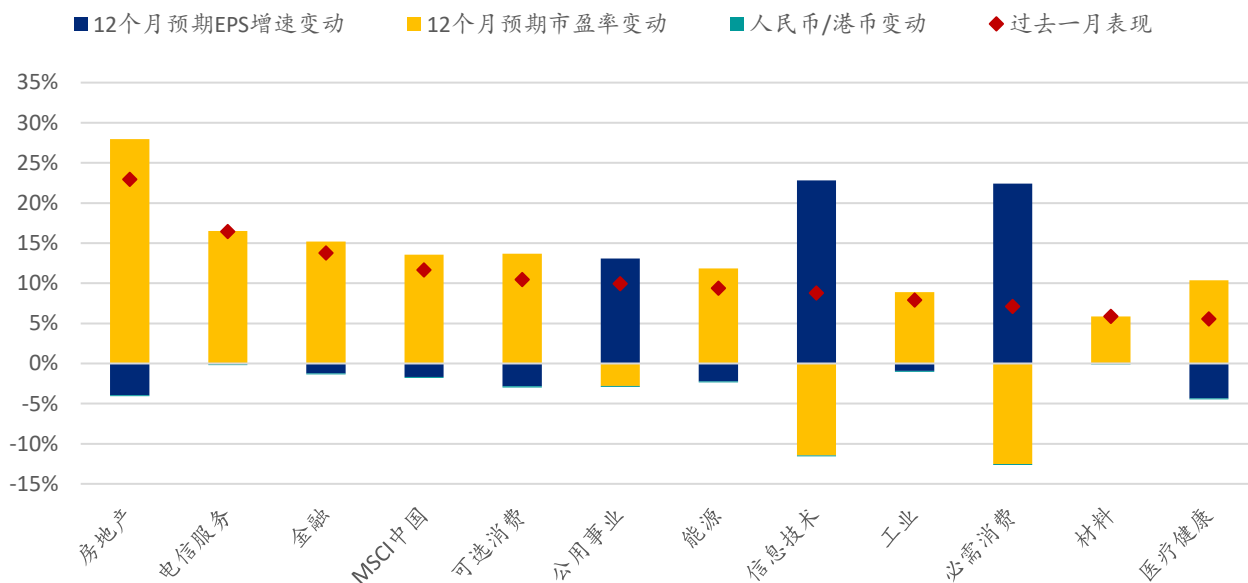
高息股配置策略是否暂告一段落？由于本轮上涨行情主要由资金面驱动，进一步大幅上涨可能需要基本面和政策面上更强有力的支撑。由于短时间内涨幅较大，部分缺乏基本面支撑的个股或会面临一定的回调压力，市场短期可能会呈现震荡向上的态势，需留意市场风格的变动。我们观察到年初至今表现较佳的高息股在本轮上涨行情中表现落后于科技股。**短期落后或提供了逢低布局的机会。**如果之后大盘波动加大，市场风格可能会从成长股切换至价值股，防御性较强的高息股有望重新获得资金青睐。然而，由于年初至今高息股涨幅居前，大部分高息股的估值可能已经得到修复，接下来需要精选估值仍位于合理区间的个股。**我们筛选出16个优质高息股**，他们的基本面较稳健、估值合理、现金流充裕、具有成长性，将有助于提升投资组合的稳定性。

图表 2：4月中旬以来，主要中国股指明显反弹



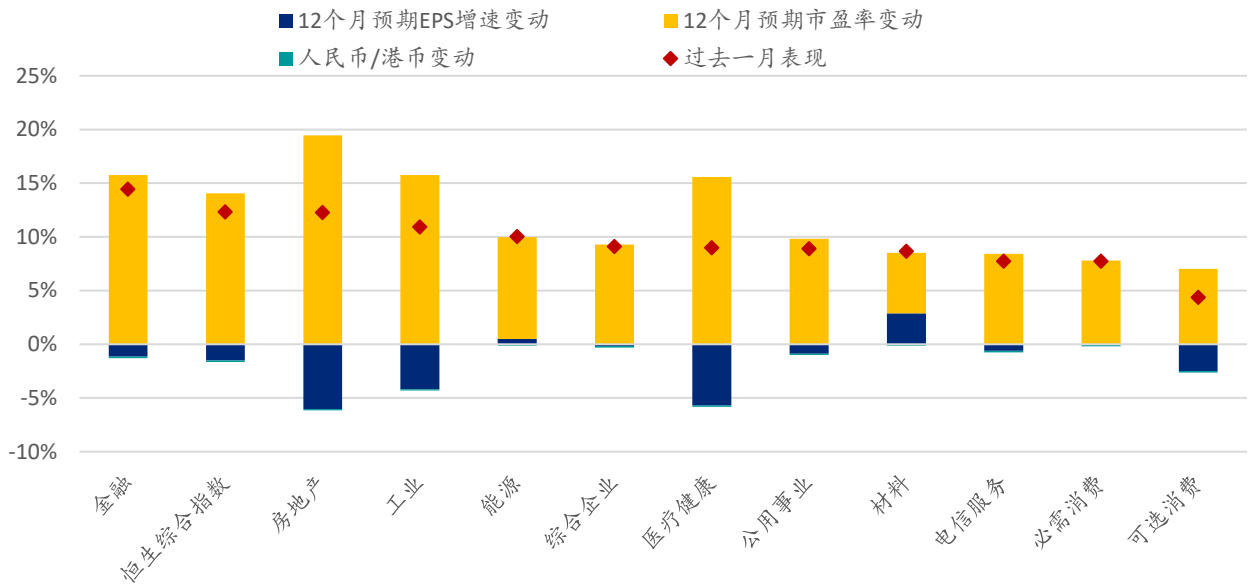
注：数据截至2024年5月10日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 3：MSCI 中国指数中，估值扩张下，房地产、电信服务、金融的涨幅居前



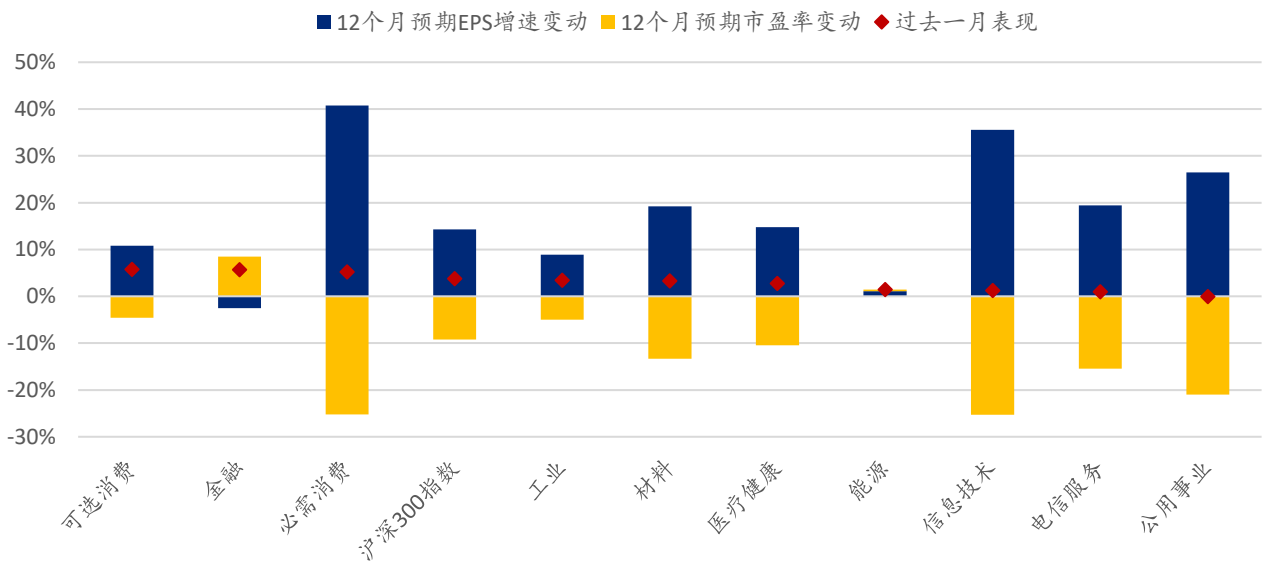
注：数据截至2024年5月10日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 4：恒生综合指数中，估值扩张下，金融、房地产、工业等板块的涨幅居前



注：数据截至2024年5月10日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 5：沪深300指数中，盈利预期上调情况下，可选消费、金融、必需消费等板块涨幅居前



注：数据截至2024年5月10日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

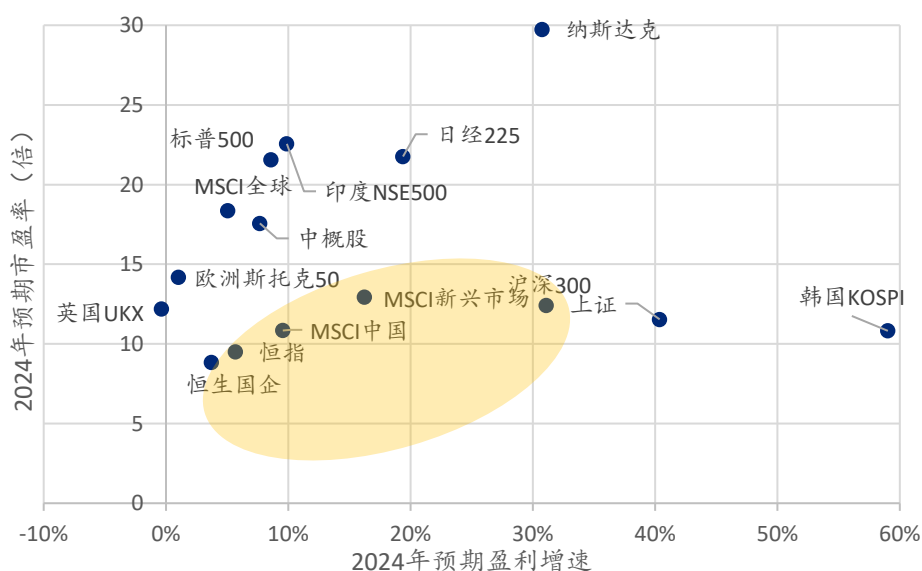
估值修复空间仍较大

市场情绪改善有利于估值扩张。过去一月，中国主要股指的估值均有小幅上升，但仍处于他们过去五年的平均值以下。如果接下来全球资金持续净流入中国市场，且基本面复苏的可持续性得以确认，并有持续的政策刺激出台，将有利于市场情绪的持续改善，有望驱动估值的进一步修复。

中国市场的估值水平仍较吸引。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速更强劲，估值水平更吸引（图表 6-7）。截至 2024 年 5 月 10 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 10.3 倍和 9.2 倍，分别位于过去五年均值负 0.6 倍和负 0.7 倍标准差附近。沪深 300 指数前瞻市盈率在 11.9 倍，比过去五年均值低 0.4 倍标准差（图表 8-10）。

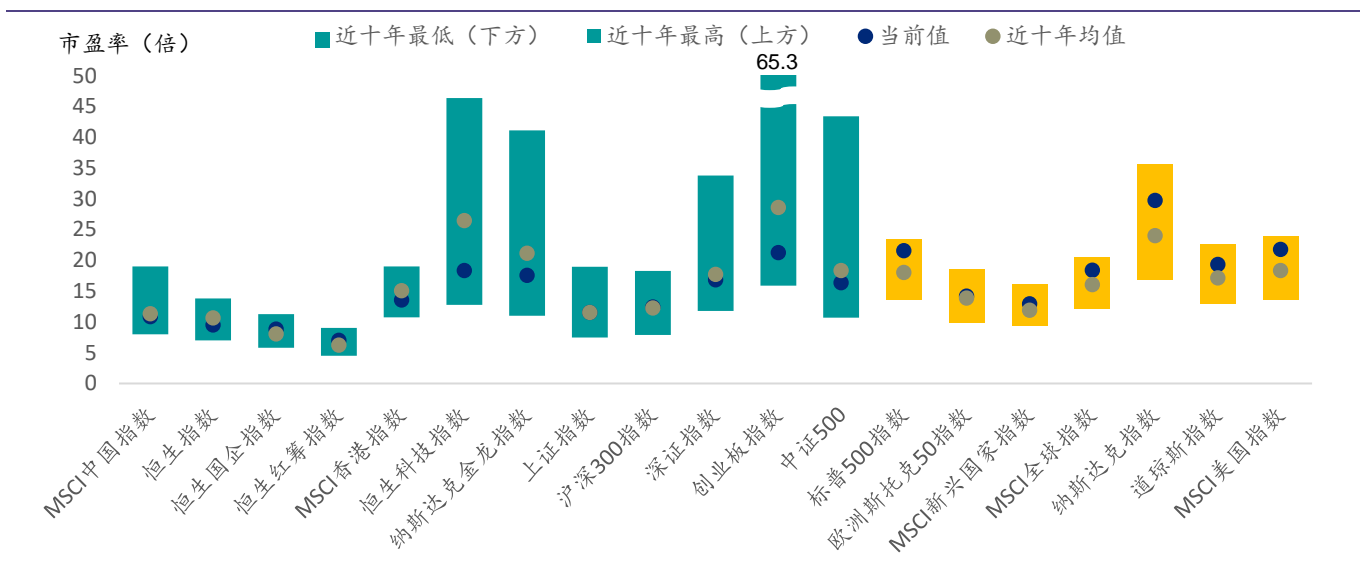
AH 溢价有望持续缩小。截至 5 月 10 日，AH 溢价收缩至 37%，较上月的 49% 大幅缩小，但港股相对 A 股仍有较大折扣，港股仍具备配置价值。由于港股受海外风险因素影响较大，中美利差扩大会对港股估值有所压制。预期今年美联储政策或将转向，若地缘政治风险有所缓和，且海外不确定性逐步降低，AH 溢价将有所收缩（图表 11）。

图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数盈利增速更强，估值水平更吸引



注：数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

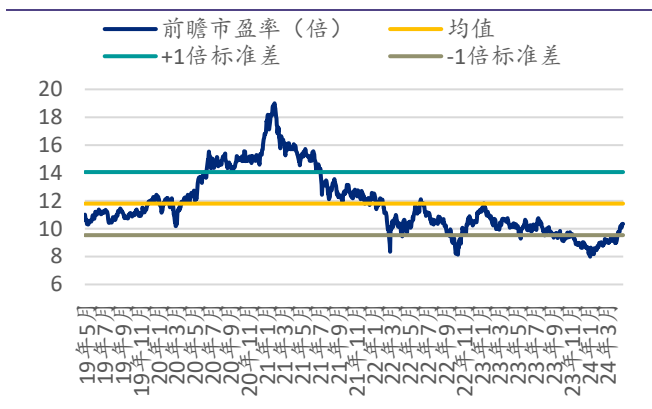
图表 7：目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引



注：数据截至2024年5月10日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

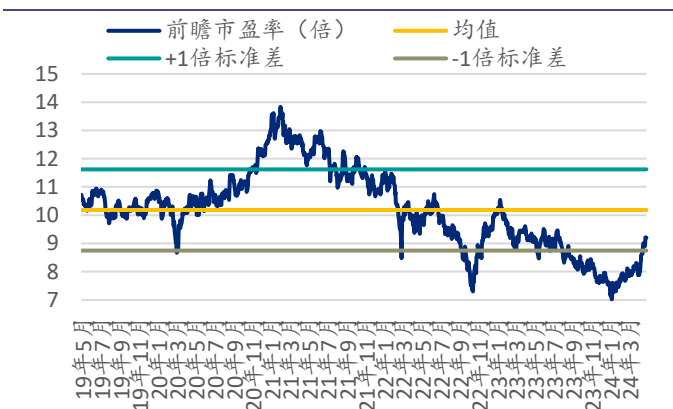
图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至2024年5月10日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 9：恒生指数前瞻市盈率



注：数据截至2024年5月10日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

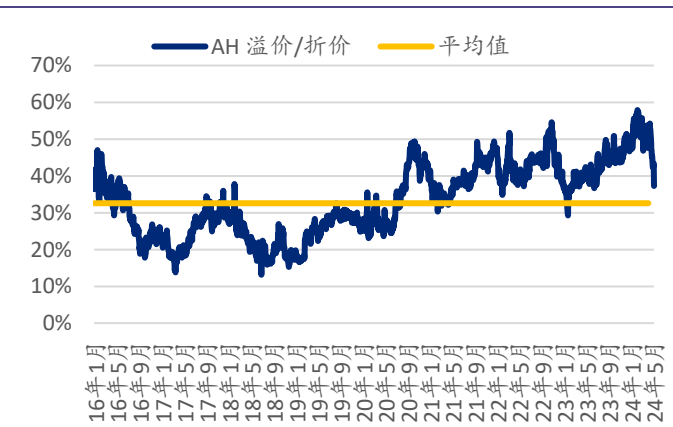
图表 10：沪深 300 指数前瞻市盈率



注：数据截至2024年5月10日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 11：近期 AH 溢价持续缩小，但仍位于高位



注：数据截至2024年5月10日。

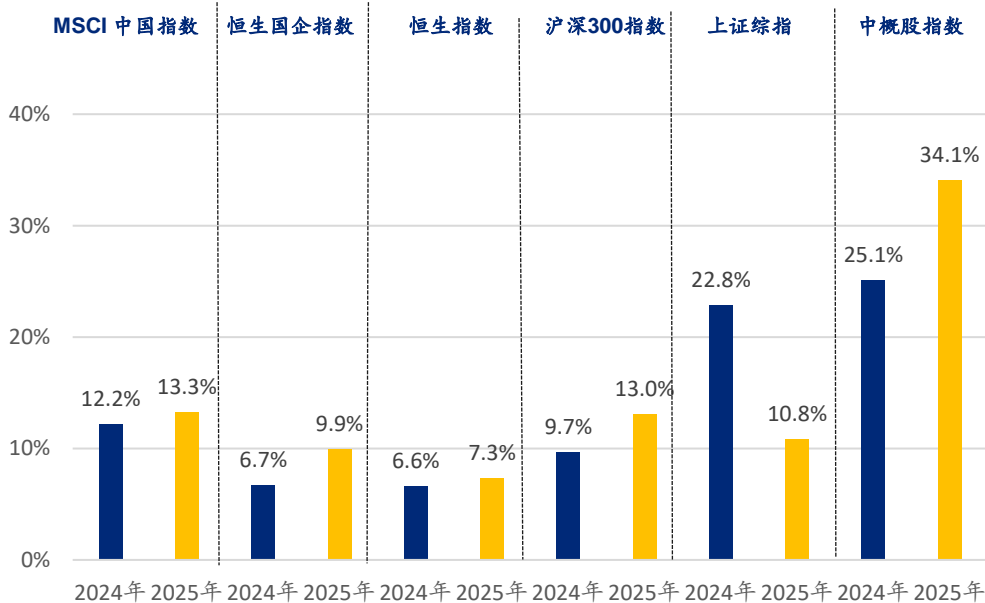
资料来源：Bloomberg，浦银国际

盈利增长预期仍在持续下调

主要中国股票指数的 2024 年预期盈利增速仍呈现下调趋势。根据彭博，卖方分析师下调 MSCI 中国指数 2024 年/2025 年盈利增速至 12.2%/13.3%（4 月初:14.5%/13.9%）。下调恒生指数 2024 年/2025 年预期盈利增速至 6.6%/7.3%（4 月初: 11.6%/7.9%）。下调上证综合指数 2024 年/2025 年预期盈利增速至 22.8%/10.8%（4 月初: 27.4%/11.3%）。下调在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2024 年预期盈利增速至 25.1%（4 月初: 30.0%），上调 2025 年预期盈利增速至 34.1%（4 月初: 33.2%）（图表 12-15）。

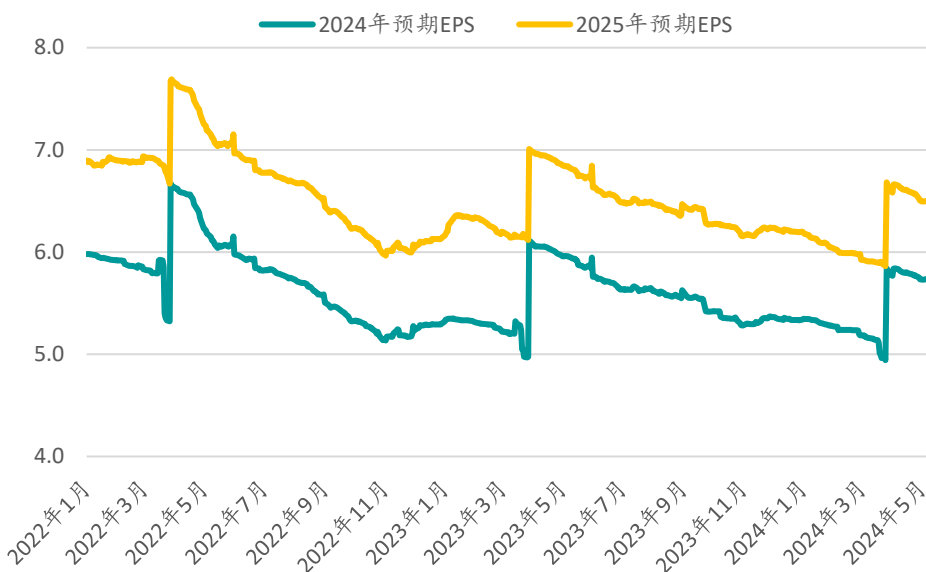
盈利增长有望成为接下来的驱动力。根据彭博盈利增长的一致预期，我们预计 2024 年接下来几个季度的盈利增长或将进一步改善，盈利增长预期下调有望持续放缓并暂告一段落。我们观察到，过去一个月，盈利增长已经成为上证综指大部分板块的核心驱动力，我们预期盈利增长重新成为驱动中国市场向上的主导力量。

图表 12：主要中国股指 2024 年/2025 年盈利增长预期：中概股较领先



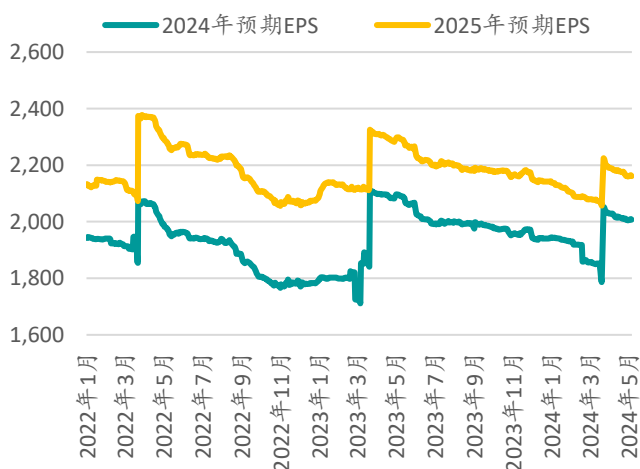
注：数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 13: MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 下调趋势仍未扭转



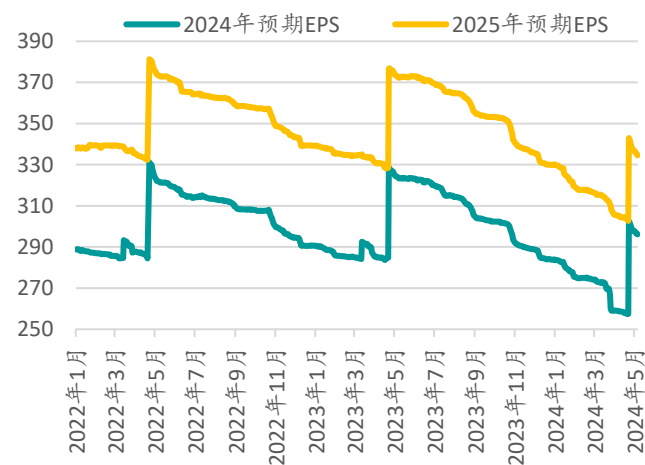
注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 14: 恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 盈利下调趋势仍未扭转但逐渐缓和



注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 沪深 300 指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 继续维持下调



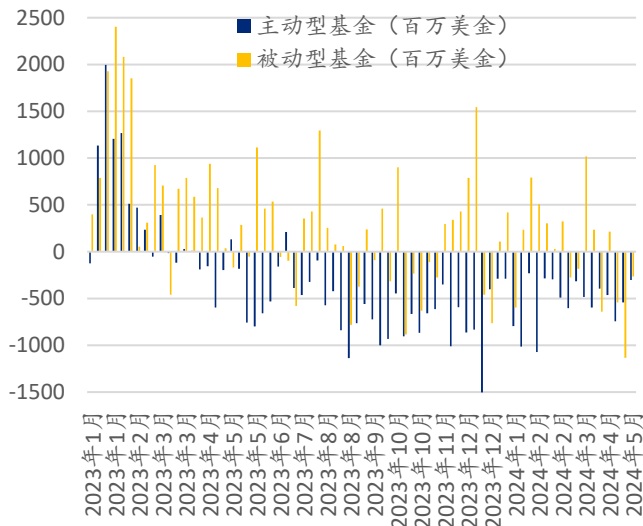
注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

资金流向：外资有望持续回流中国

中国市场性价比凸显，外资出现回流的迹象。根据 EPFR，4 月 4 日至 5 月 1 日，无论是主动型还是被动型外资仍在净流出中国股市。值得注意的是，4 月 25 日至 5 月 1 日，外资净流出的幅度明显缩小，部分外资可能开始回流中国市场，尤其是港股市场（图表 16）。5 月 2 日至 3 日，在南向资金休市的情况下，我们发现港股市场仍维持强劲的上涨趋势，交易量也较大，反映港股这波反弹或跟此前由南向资金驱动或空头回补不同，可能更多受到外资回流的支持。目前，中国市场在全球主要股票市场中的性价比更高，因其盈利增速较强，估值水平更低，有望吸引外资持续回流。此外，4 月国内增量资金重新录得较大净流入，短期或对 A 股市场资金面有所支撑（图表 17）。

北向资金保持净流入，南向资金净流入十分强劲。截至 5 月 10 日，过去一个月北向资金净流入人民币 148 亿元。具有低估值和防御属性的银行、食品饮料、资本货物等板块较获北向资金青睐，指数权重股和黄金概念股也获北向资金加仓较多。期间，南向资金净流入 829 亿港元，显示内地投资者对港股的兴趣仍较浓厚，传统高息股仍获南向资金青睐，大多集中在银行、能源及电信服务等兼具防御性板块；同时，业绩确定性较高的优质成长股获净流入较多。另外，南向资金也在加仓前期回调较大、潜在弹性较高的标的（图表 18）。

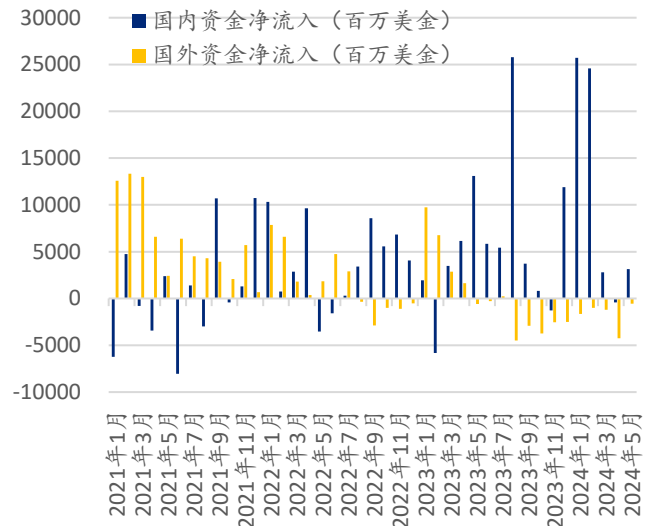
图表 16：4 月，外资主动型基金仍维持净流出，被动型基金维持净流入



注：数据截至 2024 年 5 月 1 日。

资料来源：Bloomberg, Wind, EPFR, 浦银国际

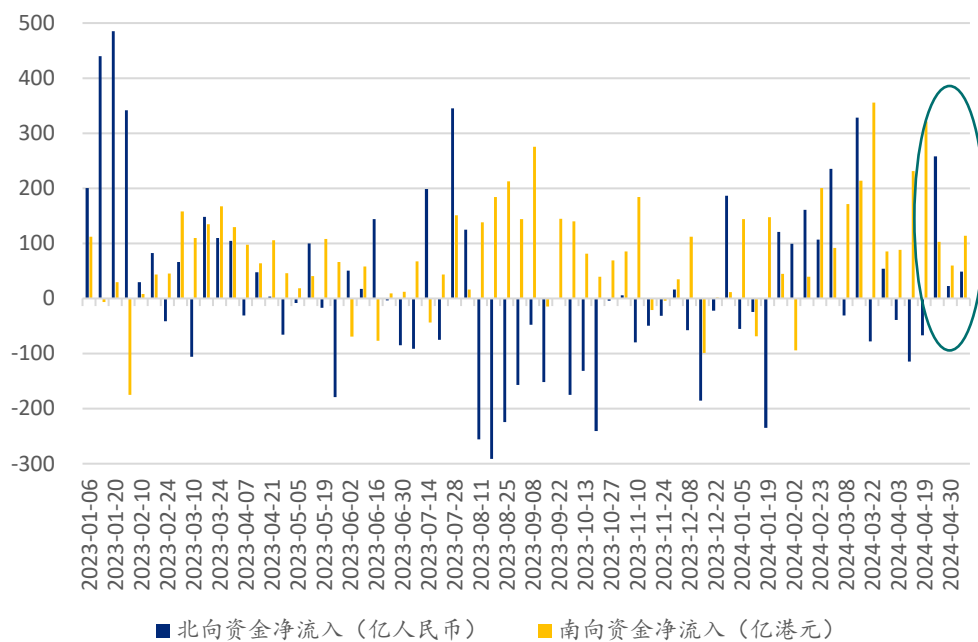
图表 17：国内资金净流入保持强劲，外资净流出规模大幅减小



注：数据截至 2024 年 5 月 1 日。

资料来源：Bloomberg, Wind, EPFR, 浦银国际

图表 18: 4 月以来, 南向资金净流入仍较强劲, 但北向资金净流入有所放缓



注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日

资料来源: 港交所, Bloomberg, 浦银国际

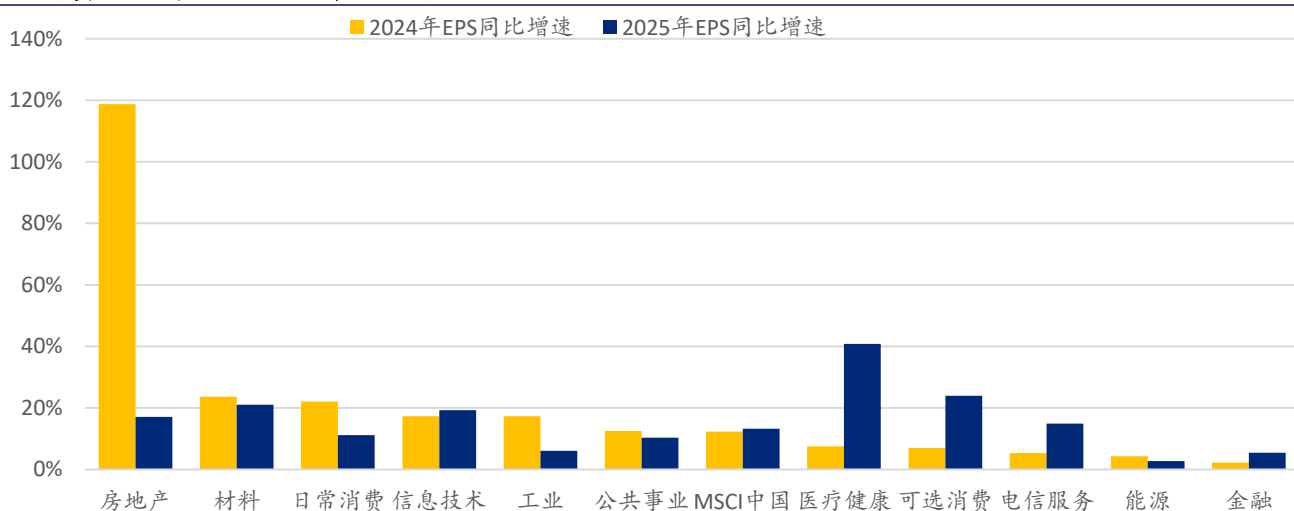
行业配置、轮动与风格切换

市场情绪改善下，短期关注消费、信息技术和公用事业等板块估值修复的机会。在市场情绪向好的背景下，如果“捡便宜”仍为核心投资逻辑，那些估值仍然偏低的板块有望在短期内继续得到修复，尤其是基本面较为稳健的板块。目前，消费（包括可选消费、必需消费）、信息技术和公用事业板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均大幅低于其过去五年均值，这些板块今明两年预期盈利增长较为强劲（图表 19-20）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

近期行业轮动仍然较快，材料行业的动能较强。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph, RRG）来直观地显示板块轮动。X轴代表相对强度（RS-Ratio），而Y轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数中，材料、信息技术和工业等板块的动能较强，可选消费和必需消费板块上行的动能有所改善，医疗健康、金融、房地产和综合企业板块较为落后（图表 21）。沪深300指数中，材料、电信、可选消费板块的动能较强势，信息技术和工业板块上行的动能有所改善，医疗健康、金融和必需消费板块的动能较为落后（图表 22）。

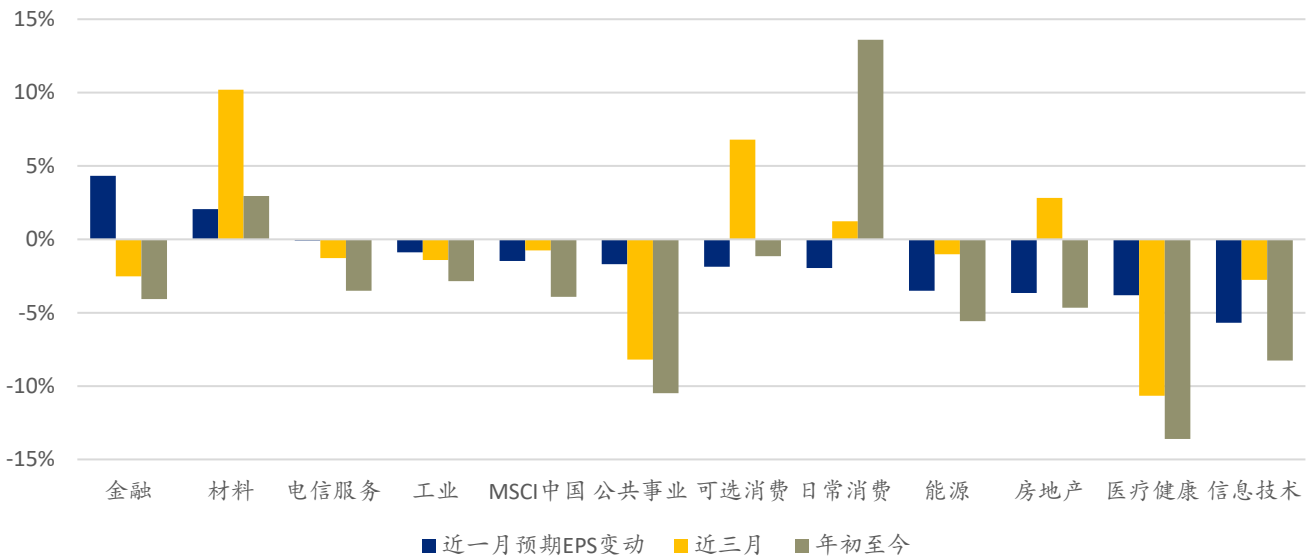
注意市场风格或将切换至价值大盘股。过去一个月，投资者风险偏好有所上升，成长股小幅跑赢价值股，但大盘股跑赢小盘股（图表 23-24）。然而，需要注意风格切换，由于前期涨幅过快，部分基本面较差的个股可能面临一定的回调压力，若市场波动上升，价值股或将重新受到投资者的青睐。

图表 19: MSCI 中国各板块：房地产、材料、日常消费板块 2024 年 EPS 增速较为领先，医疗健康、可选消费和材料板块 2025 年 EPS 增速较为领先



注：数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 20: 近一月, 除金融和材料外, MSCI 中国指数其他板块盈利预期均受到下调

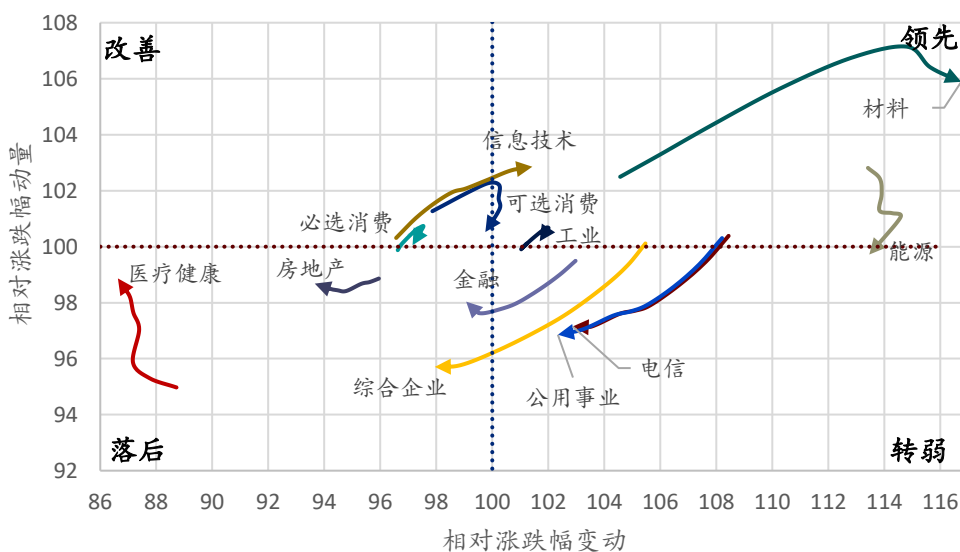


注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

行业轮动热力图

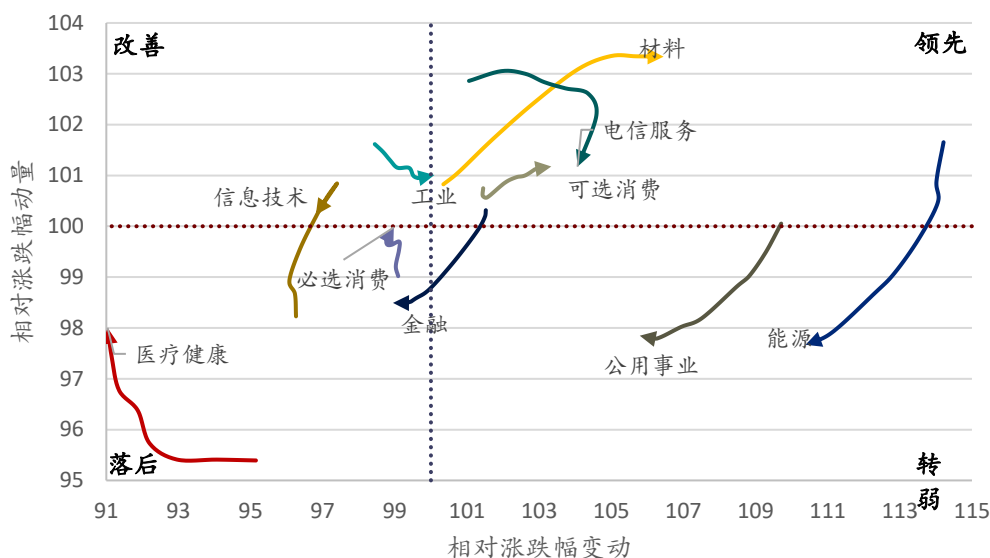
我们使用相对旋转图 (Relative Rotation Graph - RRG) 来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度 (RS-Ratio), 而 Y 轴衡量该相对强度的势头 (RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量, 各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限, 领先 (右上象限)、转弱 (右下象限)、落后 (左下象限)、改善 (左上象限)。由于行业轮动较快, 我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 21: 恒生综合指数轮动热力图



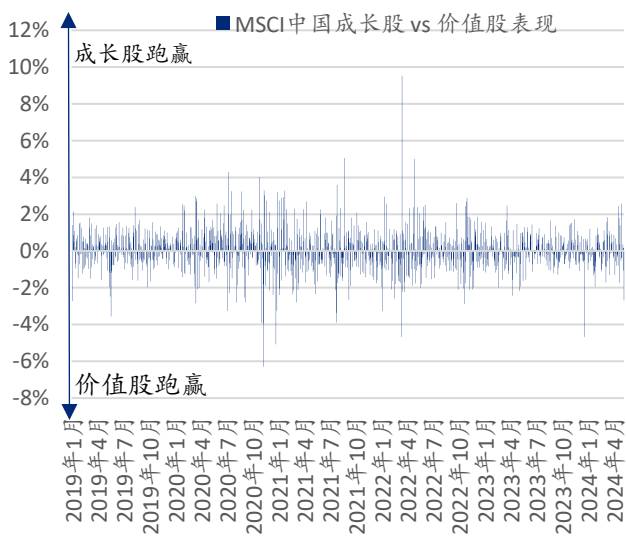
注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 22: 沪深 300 指数轮动热力图



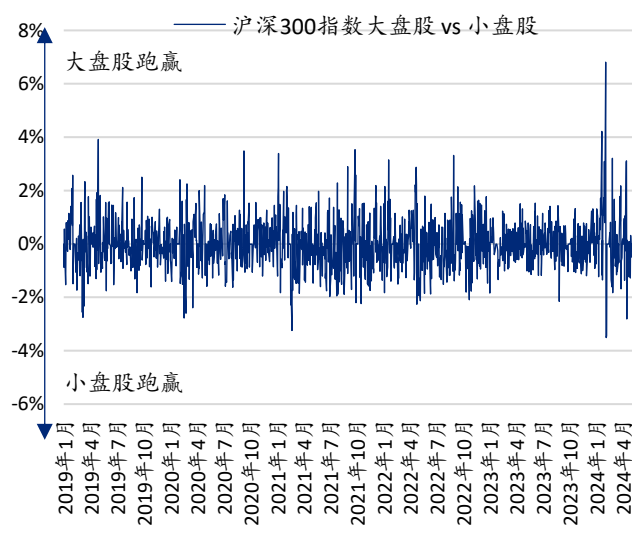
注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 23: 过去一月, 成长股小幅跑赢价值股.....



注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 24:大盘股跑赢小盘股



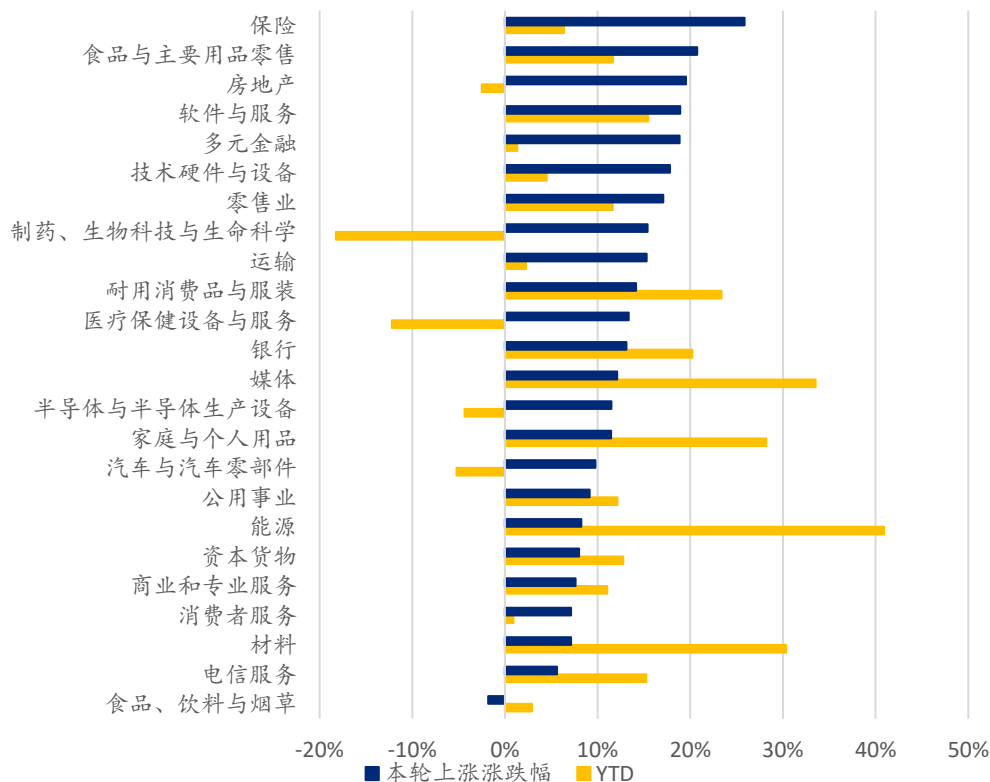
注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

短期投资交易策略

全球资金 Risk on，港股获外资加仓利好市场情绪修复。自 3 月以来，多个前期净流出较大的国家和地区股市逐步转为净流入，例如欧洲市场。同时，虽然前期净流入较多的国家近两月净流入有所放缓，但仍未转为净流出，例如美股、日股和印度股市等。截至 4 月底，大部分主要国家和地区股市已转至净流入，进入股市的增量资金加大，侧面反映全球资金风险偏好明显上升。我们认为，在全球资金净流入港股的驱动下，有望提振港股市场情绪，提升港股的成交量和流动性，进而带动港股走势企稳向上。

“捡便宜”或为本轮港股反弹行情的交易逻辑。自 2024 年 4 月 18 日开始，港股出现了明显反弹。从该日至 2024 年 5 月 10 日，香港主要指数中，涨幅最大的是恒生科技指数，上涨了 18.6%，而恒生指数上涨 17%，恒生国企指数上涨 16.9%。从板块上看，保险、食品与主要用品零售、房地产等板块涨幅居前，而食品、饮料与烟草、电信服务、材料等板块相对表现较弱。我们观察到，在本轮反弹中，年初至今表现落后的板块反弹较为明显，例如保险、房地产、多元金融、制药、生物科技与生命科学等板块，而部分年初至今涨幅较大的板块涨幅明显落后，例如材料、能源、家庭与个人用品和电信服务等（图表 25）。

图表 25：本轮港股反弹中，保险、食品与主要用品零售、房地产等板块领涨，但部分前期涨幅较大的板块表现相对疲弱，如材料、能源、电信服务等



注：本轮上涨开始时间为：2024 年 4 月 18 日。数据截至 2024 年 5 月 10 日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

本轮上涨后大部分板块估值仍然偏低。从估值上看，经过这轮反弹，大部分港股板块的估值仍低于过去五年的均值。目前，除综合企业、工业、材料、房地产、电信服务的前瞻市盈率高于其过去五年的均值外，其他板块的估值仍偏低。除能源、材料和电信服务的前瞻市净率高于其过去五年的均值外，其他板块的估值仍偏低。

若市场情绪持续改善，关注消费、信息技术等板块估值修复的机会。在市场情绪向好的背景下，如果“捡便宜”仍为核心投资逻辑，那些估值仍然偏低的板块有望在短期内继续得到修复，尤其是基本面较为稳健的板块。目前，消费（包括可选消费、必需消费）、信息技术和公用事业板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均大幅低于其过去五年均值，这些板块未来 3 年的盈利复合增长率、ROE、股利收益率也较高，反映他们的基本面也较为稳健(图表 26)。

若市场震荡向上，优质高息股仍值得布局。由于本轮上涨行情主要由资金面驱动，进一步的上涨可能需要基本面和政策面上更强有力的支撑。由于短时间内涨幅较大，部分缺乏基本面支撑的个股或会面临一定的回调压力，市场短期可能会呈现震荡向上的态势，需留意市场风格的变动。我们观察到，年初至今表现较佳的高息股在本轮上涨行情中表现落后于科技股（图表 27）。如果之后大盘波动加大，市场风格可能会从成长股切换至价值股，防御性较强的高息股有望重新获得资金青睐。今年预期股利收益率较高的板块有综合企业、电信服务、能源和金融板块（图表 26）。然而，由于年初至今高息股的表现较为领先，带动恒生高息股指数的市净率持续上升。目前，恒生高息股指数的市净率为 0.7 倍，已高于其过去两年均值，反映大部分高息股的估值可能已经得到修复，接下来需要精选估值仍位于合理区间的个股(图表 28)。

图表 26: 恒生综合指数行业中各板块估值

	可选消费	综合企业	必需消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息技术	材料	房地产	电信服务	公用事业
前瞻市盈率												
当前	16.5	5.6	13.1	7.2	6.3	34.1	9.2	15.6	12.5	9.4	10.9	10.1
过去五年均值	20.5	5.4	16.5	6.8	7.0	35.4	8.5	23.8	8.3	6.8	9.7	10.9
前瞻市净率												
当前	1.8	0.3	1.8	1.0	0.7	1.8	0.8	1.8	1.4	0.4	1.0	1.0
过去五年均值	2.4	0.3	2.5	0.6	0.8	2.9	1.1	3.2	1.0	0.6	0.8	1.2
2023-2026 年预期 EPS												
	32.0%	3.6%	15.3%	5.2%	5.9%	58.7%	16.1%	29.7%	27.6%	78.0%	8.2%	13.3%
年复合增长率												
ROE	10.4%	4.6%	13.7%	13.5%	11.2%	5.1%	8.9%	8.9%	11.4%	4.4%	9.1%	10.1%
股利收益率	2.5%	7.9%	5.0%	6.7%	6.5%	1.1%	4.1%	0.9%	2.5%	5.7%	6.9%	5.3%

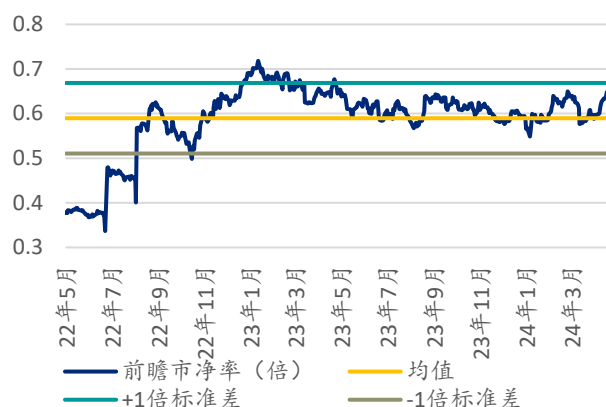
注：数据截至 2024 年 5 月 10 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 27: 恒生高息股指数 vs 恒生科技指数



注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 28: 目前, 恒生高息股指数的市净率已高于其过去两年均值的 1 倍标准差



注: 数据截至 2024 年 5 月 10 日
资料来源: Wind, 浦银国际

潜在港股通红利税减免有利于提升高息股吸引力。根据彭博报道, 港股通红利税有望得到减免。我们认为, 如果实施减免将对港股高息股最为利好, 短期有望提振市场情绪, 中长期有助于提升港股的流动性。对于内地个人和机构投资者来说, 目前通过港股通投资 H 股红利税率为 20% (香港账户投资者: 10%), 投资非 H 股红利税率为 28% (香港账户投资者: 10%)。目前港股通合格股份有 558 个, 其中 H 股公司占比为 34%, 非 H 股公司占比为 66%。而 2023 年股息率 5% 以上的公司中, 有 61% 的公司是非 H 股公司。总体来看, 港股通合格高息股大多为非 H 股, 目前红利税率为 28%。如果港股通投资者的红利税减免至与香港账户投资者一致 (10%), 假设派息 100 港元, 到手可以从 72 港元提升至 90 港元, 增加利息收入约 25%, 有望增加港股高息股对港股通投资者的吸引力。

新“国九条”发布实施后, 国企高息股是较值得重点关注的投资方向。新“国九条”重点提出强化上市公司现金分红监管和推动上市公司提升投资价值。加大对分红优质公司的激励力度, 多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性, 推动一年多次分红、预分红、春节前分红。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。鼓励上市公司聚焦主业, 综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。我们预计, 那些基本面稳健、估值合理、现金流充裕、符合“中特估”概念、具有成长性的国企高息股有望受益。

目前, 整体港股高息股指数估值偏高, 需精选估值合理个股。我们建议可逢低买入基本面稳健、估值合理、现金流充裕的高息股, 以提升投资组合的稳定性, 获得超额收益。我们筛选出 16 个业绩确定性较高的优质高息股, 它们基本面稳健, 盈利能力较强, 股息率较高, 流动性较好, 估值合理 (图表 29)。

筛选标准如下：

- 属于恒生综合指数成分股。
- 年初至今跑输恒生综指的表现。
- 2024 年预期股息率大于 6%。
- 2024 年预期自由现金流比率大于 0%。
- 2024 年预期盈利增速皆大于 0%。
- 2024 年 ROE 大于 10%。
- 前瞻市盈率低于过去 3 年平均值。
- 近 3 个月日均市值 100 亿港元以上。
- 近 3 个月日均成交额 1 千万港元以上。
- 有 2 位或以上分析师覆盖，并获中性或以上评价。

图表 29：16 个优质的港股高息股

股票代码	公司名称	行业名称	市值 (亿元)	成交额 (千万)	2024 年预 期股息率	2024 年预期自 由现金流比率	2024 年 预期 ROE	2024 EPS 预 期同比增速	前瞻市盈 率 (倍)
6823.HK	香港电讯	电信服务	688	59.2	8.6%	10.7%	15.2%	3.2%	13.0
3360.HK	远东宏信	多元金融	256	24.2	8.2%	5.0%	12.1%	0.9%	3.8
1336.HK	新华保险	保险	453	88.4	7.6%	289.5%	11.6%	41.2%	3.7
0839.HK	中教控股	消费者服务	111	29.5	7.5%	3.8%	12.8%	50.4%	5.4
0590.HK	六福集团	零售业	120	14.4	7.3%	6.5%	14.4%	42.0%	5.5
1339.HK	中国人保	保险	1,141	82.8	7.3%	114.6%	10.6%	18.2%	4.2
0941.HK	中国移动	电信服务	14,554	1,311.5	7.0%	10.7%	10.3%	6.9%	10.1
0322.HK	康师傅控股	食品、饮料与烟草	489	65.8	6.9%	5.3%	24.9%	9.6%	14.2
0868.HK	信义玻璃	汽车与汽车零部件	353	142.6	6.8%	7.6%	14.9%	5.7%	7.4
0220.HK	统一企业中国	食品、饮料与烟草	238	64.5	6.6%	9.7%	13.0%	0.4%	15.2
2318.HK	中国平安	保险	6,326	1,619.3	6.6%	68.8%	12.4%	30.4%	5.8
6186.HK	中国飞鹤	食品、饮料与烟草	357	74.6	6.4%	9.9%	14.1%	12.7%	9.9
6110.HK	滔搏	耐用消费品与服装	333	28.2	6.3%	10.7%	25.7%	27.4%	11.7
2128.HK	中国联塑	资本货物	110	26.5	6.2%	5.0%	10.6%	8.8%	4.1
2601.HK	中国太保	保险	1,481	305.7	6.2%	24.8%	12.1%	14.9%	5.4
0177.HK	宁沪高速公路	运输	401	34.7	6.1%	10.1%	12.9%	9.3%	7.9

注：数据截至 2024 年 5 月 10 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为港元。

资料来源：Wind, Bloomberg, 浦银国际

浦银国际重点关注股票组合更新

组合表现回顾与更新。自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得上涨 9%，跑输了 MSCI 中国指数、恒生科技指数，但跑赢了中概股指数。其中，比亚迪电子和巨子生物的表现相对较好，但理想汽车和同程旅行表现相对较弱。本月，组合加入康方生物，主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价；移出信达生物，因其短期内缺乏新的催化剂，但不改变我们长期看好的观点。目前，重点关注新经济股票组合包含拼多多、滔搏和华虹半导体等 9 只股票（图表 30-31）。

重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。同时，结合行业分析师自下而上的分析，我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1) 具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2) 政策支持和宽松的受益者；3) 在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 30：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	代码	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值 (亿港元)	成交额 (百万港元)	自上次更新表现
维持								
拼多多	PDD.US	可选消费	136.27	163.00	20%	14,789	8,404	13%
安踏体育	2020.HK	可选消费	92.20	101.00	10%	2,612	688	5%
理想汽车	2015.HK	可选消费	105.50	159.50	51%	2,239	1,553	-13%
比亚迪电子	0285.HK	信息技术	33.10	36.70	11%	746	194	24%
巨子生物	2367.HK	日常消费	52.55	52.00	-1%	523	161	26%
同程旅行	0780.HK	可选消费	20.90	24.00	15%	476	193	-1%
滔搏	6110.HK	可选消费	5.80	7.00	21%	360	28	8%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	18.02	20.60	14%	309	122	15%
移出								
信达生物	1801.HK	医疗保健	41.40	60.00	45%	674	338	9%
平均表现								
								9%
市值加权表现								
								9%
加入								
康方生物	9926.HK	医疗保健	49.95	65.00	30%	432	206	N/A
基准指数表现								
MSCI 中国指数	MXCN Index		61.41					12%
恒生科技指数	HSTECH Index		3,962.32					14%
纳斯达克金龙指数	HXC Index		6,553.78					5%

注：收盘价截至 5 月 10 日；市值为过去 3 个月日均市值，成交额为过去 3 个月的日均成交额。

资料来源：Bloomberg, Wind, 浦银国际

图表 31：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
拼多多 (PDD.US)	<ul style="list-style-type: none"> - 性价比优势凸显，受益于消费分级趋势，消费频次提升有望继续抢占国内市场份额。 - 海外 Temu 业务维持爆发式增长，打造第二增长曲线。 - 销售费率持续优化，公司运营效率表现优异。
安踏体育 (2020.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 在海外市场拓展、门店升级以及作为奥运会赞助商对品牌力的提升的带动下，公司 2024 年的收入和流水的增长动能均好于其他国产同业 - 公司 2023 年的品牌力和运营质量稳健向好，库存周转天数下降，Fila 零售折扣同比有所改善，Amer Sports 上市后减小了安踏表外负债，为 2024 年高质量增长打下基础。
比亚迪电子 (0285.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - Jabil 相关资产的收购已完成交割，有望在 2024 年和 2025 年提供稳定的利润成长，同时打开长期大客户业务空间。长期公司还将进一步提升收购工厂的自动化率，降低运营成本，提升业务表现。 - 预计汽车电子业务收入将维持较高增速，有望高于比亚迪汽车销量增速。且毛利率稳定，将持续贡献利润，成为公司越来越重要的利润推动力。 - 比亚迪电子已成为英伟达的授权合作伙伴，AI 服务器业务，包括整机和散热器件，有望在今年开始贡献收入。首批 AI 服务器有望于今年 4 月交付。目前公司估值合理，具有吸引力。
同程旅行 (0780.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 出行需求旺盛，在线旅游行业强劲增长势头持续 - 公司低线优势明显，有望进一步抢占市场份额 - 住宿业务渗透率仍有提升空间。
巨子生物 (2367.CH)	<ul style="list-style-type: none"> - 巨子生物线上渠道销售占比以及销售费用率在同业中仍处于较低水平。 - 爆款单品将助力可复美在 2024 年依旧保持强劲的增长。 - 可丽金品牌重塑完成以及医美产品的推出成为公司的第二增长曲线。
滔搏 (6110.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 行业中领先的库存新鲜度管理将确保 FY24 零售折扣的同比好转，帮助毛利率同比提升。 - 滔搏卓越的运营资金管理确保了公司经营现金流始终优于净利润表现，从而帮助公司维持较高的派息率。
华虹半导体 (1347.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 当前晶圆代工产业收入同比增速持续改善，同时行业估值虽然持续提升，但周期推动的估值上行空间仍然可观。从当前的估值百分位判断，华虹半导体的估值上行空间更大。 - 华虹在经历了 4Q23 的业务低点后，公司指引 1Q24 收入同比降幅收窄，毛利率亦略微提升，收入增速和毛利率同步改善。 - 公司当前在手订单开始复苏，电源管理类产品恢复增长，功率和 MCU 产品需求则有望分别于今年二季度和下半年恢复。
康方生物 (9926.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 2023 年开坦尼实现强劲增长，我们预计其 2024 年收入增速在 20%+左右。 - 2024 年研发费用预计温和增加。 - 年内主要催化剂依沃西和 K 药头对头数据中期分析结果有望于二季度末公布，我们认为成功概率较高。其他催化剂包括：1) 3 款新药物获批：伊努西单抗 (AK102, PCSK9) 和依沃西 (AK112, PD-1/VEGF) 有望于 2024 年中获批，依若奇单抗 (IL-12/IL-23) 有望于 2H24 获批；2) NDA：卡度尼利 (PD-1/CTLA-4) 有望于 2024 年底递交一线宫颈癌上市申请，古莫奇单抗 (AK101, IL-17A) 有望于 2024 年递交银屑病上市申请；3) 重要三期临床试验读出：依沃西二线 EGFR-TKI 进展的非鳞非小细胞肺癌三期数据读出，卡度尼利一线胃癌数据三期数据读出 (2024 AACR) 和一线宫颈癌三期数据读出，古莫奇单抗中重度银屑病三期数据读出；4) 其他：潜在出海授权 (重点关注卡度尼利)，首个 ADC 产品年底 IND。
理想汽车 (2015.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 面对市场变化，理想及时下调销量指引，资源重配以提升主力产品 L 系列的销量。随着 L 系列销量回升以及近期 L6 的上市交付，理想 2024 年的销量仍将同比大幅增长。我们认为经过指引和市场预期调整后的理想，依然具有投资价值。当前公司估值处于低位，具有吸引力。 - 作为国内首家实现盈利的新势力，随着公司销量规模的增长、供应降本推进和经营效率的提升，同时产品处于高端价格带，理想的盈利能力具有可持续性，有望在交付量成长的基础上实现利润的持续释放。 - 公司在手现金充沛，能够支持理想不断增加研发投入、扩展业务规模、开拓海外市场，且加快超充站网络的建设亦可和纯电车型销量增长形成良性互促。

资料来源：浦银国际

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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

