

证券研究报告

2018年7月5日

策略 | 中国

估值接近底部，但短期不确定性犹存

市场担忧拖累估值接近底部

尽管人民币贬值暂缓，但内地/香港股市进一步下跌。恒生国企指数12个月预期PE目前为7.1倍（剔除指数增强效应后为6.7倍）。我们认为，与2013-2014年估值触及6.2-6.5倍的时期相比，目前下行空间有限。不过，考虑到不确定因素且人民币贬值可能会对企业盈利产生负面影响，我们认为流动性紧缩的局面短期内不会缓解。

人民币贬值压力缓解？

人民币贬值进一步加大了香港和海外上市中国企业的估值压力。不过目前为止国内市场尚未出现大规模资本外流。与过去几个月大规模资金流入相比，目前港股通北向净卖出量较小，六月份海外投资者对境内债券的持仓加快回升。这在一定程度上解释了央行行长向市场表示会确保人民币汇率稳定后，离岸和在岸人民币迅速回升的原因。但我们认为，对香港股市而言，这可能不会令资金流立即出现逆转，因为美元指数居高不下，货币效应对国内投资者来说尚不够清晰。

量化对盈利的影响

企业盈利将受到来自三个渠道的影响：1) 人民币贬值带来换算成本。如果人民币兑美元贬值至6.8，恒生指数和恒生国企指数2018年以港币计EPS增速的市场一致预测值可能受侵蚀而分别降至3.1%和13.3%，而倘若剔除汇率变动，增速分别为5.2%和17.4%；2) 尽管人民币贬值会促进出口，但在贸易战可能爆发的背景下，做出这样的结论可能为时尚早；3) 有美元成本或债务的公司是受害者，最明显的是有大量美元成本和债务的航空公司，以及中国房地产公司，因为美元融资成本在上升。拥有海外订单和美元敞口的公司可能会从人民币贬值中受益，如部分油服公司。

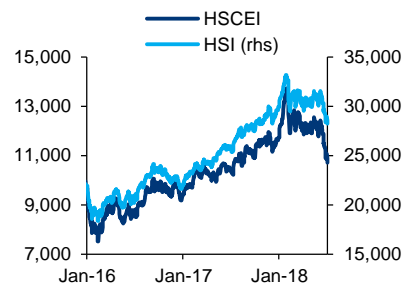
短期不确定性之下保持谨慎

短期我们对市场总体保持谨慎，青睐增速前景较有韧性的广义消费领域。考虑到中国房地产行业对再融资成本和政策不确定性的高敏感性，我们对该行业尤其谨慎。流动性收紧可能会继续令流动性强的互联网龙头和银行等大盘股承压，尽管下半年我们仍然会青睐这些大盘股。我们对过度拥挤的新经济领域持审慎态度，因为即将上市的新公司可能会分流估值偏高的企业的流动性。

英文报告全文：[China Strategy — Valuations closer to trough, but short-term uncertainties remain \(2018.07.05\)](#)

吕程 策略研究员	+86 21 2897 2057 lvcheng@htsc.com
林志轩 研究员	+86 21 2897 2090 zhixuan.lin@htsc.com
陈琳瑾, CFA 研究员	+852 3658 6231 chenshujin@htsc.com
王帅 研究员	+86 21 2897 2099 bruce.wang@htsc.com
龚勤 研究员	+86 21 2897 2097 gongqin@htsc.com
丁涵之 研究员	+852 3658 6058 dinghanzhi@htsc.com
刘叶 研究员	+86 21 3847 6072 liuye@htsc.com
于文瑞 研究员	+86 21 2897 2218 yuwenrui@htsc.com
代雯 研究员	+86 21 2897 2078 daiwen@htsc.com
沈晓峰 研究员	+86 21 2897 2088 shenxiaofeng@htsc.com
刘旭彤 研究员	+852 3658 6043 tonyliu@htsc.com

Index price performance



资料来源：华泰香港研究预测

分析师声明

本报告所表达的观点准确地反映了分析员对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。吕程；林志轩；陈姝瑾，CFA；王帅；龚劼；丁涵之；刘叶；于文瑞；代雯；沈晓峰；刘旭彤

重要披露

华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是 HTSC 的全资子公司 (HTSC 是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司，中文公司名称为华泰证券股份有限公司，在香港以 HTSC 名义开展业务)。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其关联公司已经、正在及/或可能会充当为本报告中提及或建议的公司之债券市场作价者。

华泰香港投资评级标准

时间段：报告发布之日起6个月内

基准市场指数恒生中国企业指数 (以下简称基准)

股票评级

买入： 股价超越基准 15%以上

持有： 股价相对基准波动在 -10%~15%之间

卖出： 股价弱于基准 10%以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

行业评级

增持： 行业股票指数超越基准

中性： 行业股票指数基本与基准持平

减持： 行业股票指数明显弱于基准

如有需要，可向华泰金融控股(香港)有限公司索取进一步资料。

一般披露

仅发送给予《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者客户。

本文件仅发送给予阁下供参考，不得翻印或分发给其它人士。

本文件所载资料由华泰金融控股(香港)有限公司编制和发表，而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨在为华泰金融控股(香港)有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC 和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股(香港)有限公司的书面同意，不得翻印、分发或传达本文件(无论整份或部分)给其它人士。若获华泰金融控股(香港)有限公司准许转发，收件人须在转发前获取独立的法律意见，以确定该转发符合当地适用法规的要求。

华泰金融控股(香港)有限公司不是美国金融业监管局(FINRA)的注册会员，其员工或其他服务提供者亦没有在美国注册为 FINRA 的研究分析师。

本文件(i)供阁下作个人参考之用，我们并非以此作任何招揽；(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法，本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股(香港)有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资建议，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、时间性或是否可以适用，华泰金融控股(香港)有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律费用。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为投资意见般倚赖。

本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过分简化的情况，也不反映未来回报的分派。

本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准，并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股(香港)有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证，阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股(香港)有限公司概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)，阁下也不应作为专业意见般倚赖；亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股(香港)有限公司非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见。

投资者在作出投资决定时，应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素，因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股(香港)有限公司出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见；一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头，也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓，或买卖这些金融产品。华泰金融控股(香港)有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件所述的证券的发行人的融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股(香港)有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人，华泰金融控股(香港)有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者；华泰金融控股(香港)有限公司也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股(香港)有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股(香港)有限公司透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

法律实体披露

中国： HTSC 具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

香港： 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809。

©版权所有 2018 年华泰金融控股(香港)有限公司

地址：香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室

电话：+852 3658 6000

传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk/