



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

农银国际专题报告 恒指大跌，抄底良机？

2022年9月28日

研究部主管：陈宋恩



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

背景.....	3
港股基准指数市场估值.....	4
反向投资者通过收集恒生指数 ETF 来累积蓝筹股.....	7
风险因素.....	8
权益披露.....	9



恒指大跌，抄底良机？

背景

恒生指数值本周已跌至 17,500 点以下，为 2011 年欧洲主权债务危机发生以来的最低水平。恒生国企指数亦跌至 2008 年美国次贷危机以来的最低水平。

图表 1: 香港股市基准指数

上图: 恒生指数跌至 2011 年欧洲主权债务危机水平

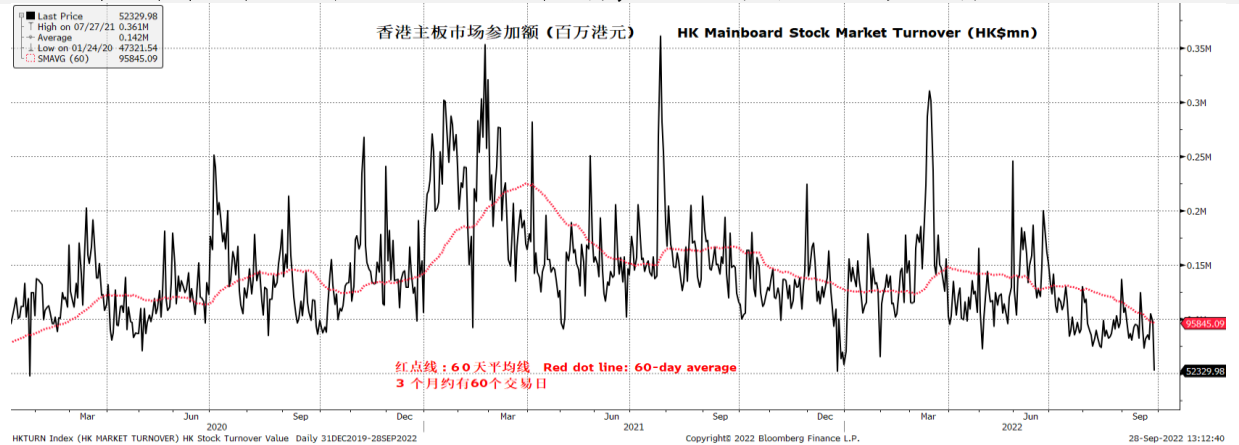
下图: 恒生国企指数跌至 2008 年美国次贷危机水平



来源: 彭博、农银国际研究部

图表 2: 港股市场成交额

2021 年下半年以来港股市场成交额呈下降趋势，60 日均线说明交易额趋势



来源: 彭博、农银国际研究部



港股基准指数市场估值

基准股指大幅回调后，估值是否足够便宜？这些是投资者最常问的问题。答案不仅取决于指数本身，也取决于投资者自己。对于以利润增长为导向的投资者，答案是以按市盈率(PE) 估值衡量的估值不够便宜。对于以价值为导向的投资者来说，答案是以按市净率 (P/B)估值衡量的估值肯定便宜。估值统计解释了这一现象。市盈率估值见图表 3。市净率估值见图表 4。恒生指数在 2020 年和 2021 年的市盈率触底约为 8.8 倍。基于目前的指数水平，该指数的预测 2022 年市盈率约为 9.5-9.6 倍。从统计数据上看，该指数目前的 PER 估值相当低，但仍高于 2020-21 年的底部估值。

为什么恒生指数跌至 2011 年欧洲主权债务危机以来的最低水平，但 PER 估值仍高于 2020-21 年的最低水平。主要有两个原因——（1）恒生指数成员股的每股盈利下降，以及（2）恒生指数的构成发生了季度变化。随着过去三年越来越多的股票被纳入该指数，该指数的盈利质量平均下降。

图表 3: 恒生指数预测市盈率区间 (2017 年至今): 市盈率估值仍高于 2020 年 3 月或 2021 年 3 月的底部
在高效的股市中，PER 估值下降是利润增长预期减弱的结果



来源：彭博、农银国际证券



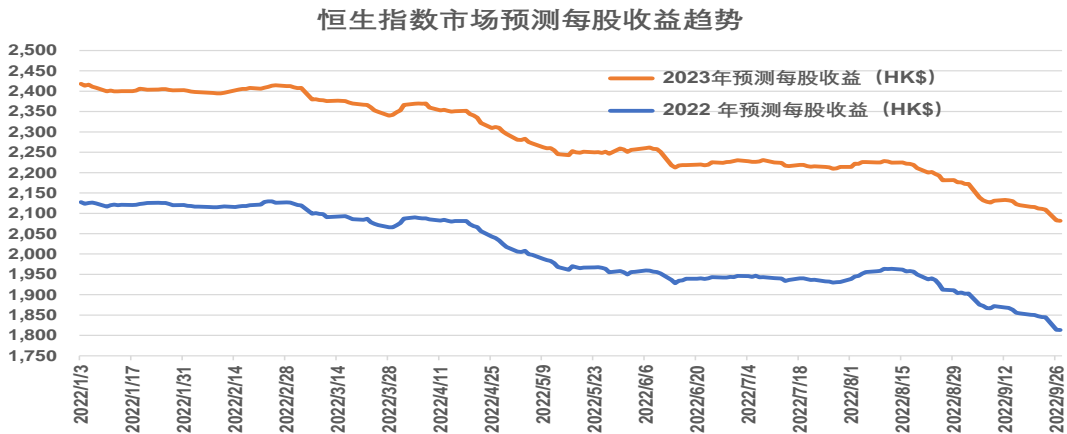
图表 4: 恒生指数滚动市净率区间 (2017 年至今): 市净率自 2021 年底以来跌破 1.0 在高效的股市中, 资产价格看起来便宜背后一定有原因



来源: 彭博、农银国际证券

从今年年初开始, 市场不断下调恒生指数和恒生中国企业指数 2022 年和 2023 年的盈利前景。预期利润下降以及较低的盈利率是导致以 PER 或 P/B 衡量的市场估值较低的根本原因。

图表 5: 恒生指数市场预测每股收益, 仍在向下修订过程中, 没有稳定的迹象



来源: 彭博、农银国际证券

恒生指数 (28/9/2022)	17,250		
年度	2021	2022 预测	2023 预测
恒生指数每股收益(HK\$)	2,630	1,813	2,081
同比变化	38.0%	-31.1%	14.8%
市盈率 (PE)	6.56	9.51	8.29
每股净值 (HK\$)	24,726	17,743	19,044
市净率 (PB)	0.70	0.97	0.91
平均净资产收益率(ROAE)	10.8%	8.5%	11.3%

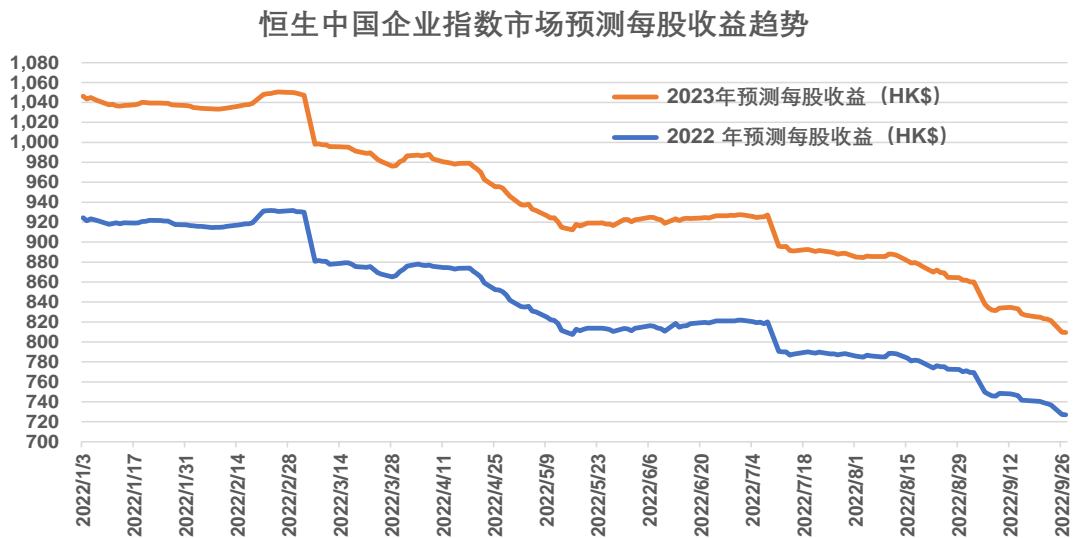
来源: 彭博、农银国际证券



2022年盈利疲软是由于以下主要原因: 1) 2022年, 大盘科技股投资组合出现巨额投资亏损, 而2021年投资收益巨大。2) 受股市和债市波动影响, 保险公司盈利减少。3) 中资地产股盈利下滑, 投资物业可能贬值。4) 港币与美元挂钩, 美元升值也意味着港币升值, 在香港国际金融机构面临非美元资产贬值风险。5) 尽管能源资源价格上涨, 对能源股有利, 但能源相关股在基准指数中的权重较低。

2020年和2021年, 恒生指数PER估值在8.8倍左右触底。如果历史在2022年重演, 并基于当前的2022年预测每股收益, 8.8倍市盈率相当于该指数在15,950点左右的水平。以目前预期的2022年ROAE 8.5%计算, 若指数P/B估值为0.85-0.90倍, 相当于指数在15,100-16,000左右。综合以上两种情况, 指数底部在16,000附近。当然, 底部16,000作为参考, 说明指数估值处于合理低位。此外, 上市公司将在10月至11月公布第三季度业绩, 由于前9个月的业绩已经敲定, 2022年盈利前景的进一步下调有限。临近今年第四季度, 投资者的焦点可能会转向2023年的盈利前景。

图表 6: 恒生中国企业指数市场预测每股收益, 仍在向下修订过程中, 没有稳定的迹象



来源: 彭博、农银国际证券

恒生中国企业指数 (28/9/2022)	5,958		
年度	2021	2022 预测	2023 预测
恒生中国企业指数每股收益 (HK\$)	1,024	727	809
同比变化	-2.8%	-29.0%	11.4%
市盈率 (PE)	5.82	8.20	7.36
每股净值 (HK\$)	9,415	6,393	6,954
市净率 (PB)	0.63	0.93	0.86
ROAE	10.8%	9.2%	12.1%

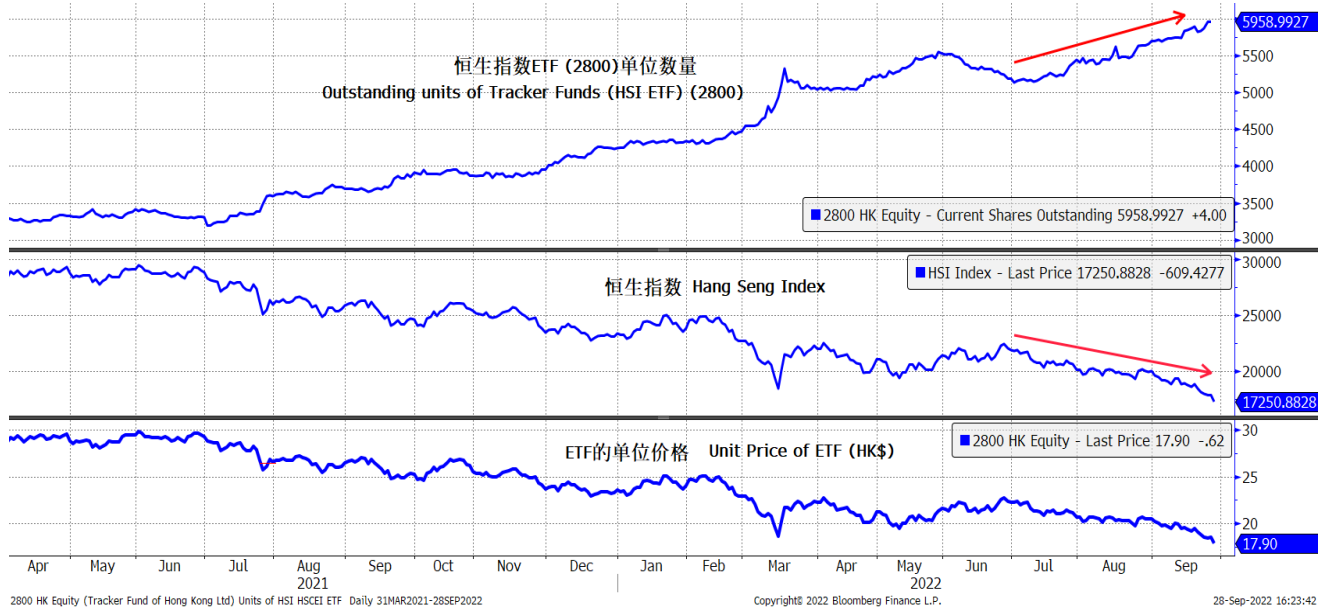
来源: 彭博、农银国际证券



反向投资者通过收集恒生指数 ETF 来累积蓝筹股

6 月底至今，恒指从 21,860 点跌至目前的 17,500 点附近。从投资策略上看，对于长期投资者等待股市见底才买未必有太大意义。或许，风险管理是通过品质和多元化投资是长线投资者的投资理念。基准指数 ETF 提供质量和多样化投资。分阶段购买是在股市疲软时平均降低成本的有效方法。自 6 月底以来，最大的恒生指数 ETF，盈富基金 (2800 HK)，的流通单位增加了 7.76 亿个单位，相当于 159 亿港元。逆势投资者通过累积 ETF 购买了约 160 亿港元的蓝筹股。

图表 7: 最大的恒生指数 ETF 盈富基金 (2800 HK) ETF 单位增加，逆势投资者通过累积 ETF 买蓝筹股



来源：彭博、农银国际证券



风险因素

避免贬值风险触发出售非美元计价资产。美元持续升值将导致人民币持续受贬值压力。从以美元计价的离岸投资者来看，在人民币汇率企稳之前，中国企业、中国股票和中国债券等人民币计价资产将存在估值下行风险。

相对估值。对于国际投资者来说，他们会同时关注相对估值和绝对估值。美国和欧洲股市的下跌将降低亚洲股市的相对吸引力。投资者将重新分配他们的投资组合。蓝筹股回调将引发低盈利中小盘股的抛售。

赎回和去杠杆压力。全球股市下跌将导致基金经理面临赎回压力。此外，美国和欧洲的利率上升将增加对冲基金在亚洲配置资产的融资成本。一些投资者也可能会去杠杆化他们的投资。

部分金融机构存在大额浮亏。在利率快速上升的环境下，欧美等发达经济体债券市场和股票市场的熊市表明，一些国际金融机构持有的欧美政府债券和股票可能存在巨额浮亏。这种负面冲击将在即将到来的第三季度业绩报告季显现。信用评级机构将有充分的理由修改这些金融机构的信用评级。

亚洲经济危机正在默默升级。发达国家利率上升、美元升值、欧洲货币贬值、欧洲能源危机和地缘政治紧张局势已成为资本市场关注的焦点。在没有引起太多关注的情况下，亚洲的风险正在上升。不断上涨的进口能源成本已经使一些亚洲国家的贸易平衡迅速恶化。例如，日本、韩国、印度、菲律宾和泰国的贸易差额迅速恶化。亚洲经济体对国际投资者的吸引力正在减弱。如果他们的贸易平衡状况在未来几个月内无法改善，就会引发负面连锁反应。此外，英国、法国和德国的贸易平衡也在过去几个月迅速恶化。他们的货币贬值有经济的根本原因。

权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 10%)
持有	负市场回报 (约-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2009 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2009-21 年间的年复合增长率为 9.2%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183