

6月港股策略報告

五窮六絕，恒指下試 26,000

維持審慎，勿亂抄底。綜合對中美關係、經濟展望、盈利前景、技術走勢的分析，6月份港股未許樂觀。預期市場維持較高波幅，尤其會對中美關係的消息有較大反應。接近期事態發展估計，中美關係暫難顯著改善，每次市場反彈反而是減持的機會。環球股市氣氛轉弱、美國減息預期升溫，均有利高息的防守股，但部份估值已偏高、股息已偏低，須慎選估值仍低者。

- **中美暫未有重回談判桌跡象。**5月份全球避險情緒升溫，主要緣於美國忽然加徵中國商品關稅。其後中國同樣以加徵關稅回應，而美國則針對華為作出封殺。至今中美雙方言論強硬，關係緊張，未有讓步跡象。市場本月將觀望月底G20峰會上會否有“習特會”、美國會否對餘下的3,250億美元中國貨調高關稅至25%、中國會否有進一步的反制措施，例如限制向美國出口稀土、中美貿易談判團隊會否進行電話磋商或約定面對面磋商等。
- **中國經濟下行壓力加劇。**中國4月份經濟數據已有放緩跡象，5月份數據反映加關稅的影響，官方製造業PMI跌至49.4之收縮水平，顯示貿易戰升級下，經濟前景更添風險。另外，每逢年結或半年結，內地往往出現資金緊張的壓力，今年6月適逢有大額MLF到期，相信人民銀行有需要加強向市場注入資金，以避免“錢荒”。不過，萬一月內人民幣匯價再受壓，可能會限制人行在公開市場操作上寬鬆的空間。
- **香港內需外貿均受壓。**香港經濟在中美角力之中難免受影響，4月份出口同比下跌2.6%遜預期，同比已連續六個月下跌。香港零售銷售同比亦連跌三個月，4月零售同比跌4.5%，遠遜市場預期的跌0.2%，其中與遊客較相關的消費項目跌幅明顯較民生消費更深，反映內地旅客消費轉弱。
- **美國經濟衰退風險上升。**貿易戰對中美經濟均有負面影響。Markit美國5月份製造業PMI創2009年以來新低。不過，美國就業市場及消費信心相對較強。同時，美國債息倒掛加劇，反映對經濟衰退的憂慮。如果市場最重視的十年期與兩年期孳息差稍後亦倒掛，環球股市料將出現更大震盪。市場預期今年底前聯儲局減息的機率急升至94%，減息兩次或以上的機率達71%。
- **港股盈利及估值均被下調。**5月初美國宣布加徵中國貨關稅後，至今恒指之盈利預測再被削減2.0%，國企指數之盈利預測更被調低2.6%。恒指之2019年盈利預測今年以來已被調低3.5%，較去年2月份高位累計調低逾13%。假如美國稍後宣布對其餘總值3,250億美元的中國貨關稅上調至25%，恒指盈利預測勢將再被下調。恒指之預測市盈率由近七年平均值以上回落之目前之10.6倍。按近年往往跌至10倍以下才見底，目前水平未算低殘，在中美關係緊張及經濟衰退陰霾籠罩下，相信估值仍有下調壓力。
- **技術分析：**恒指於5月份急跌近一成後，已明顯超賣，不排除短期有反彈，但相信250天線約27,800有相當大阻力，6月份反覆下跌機率較高，首個目標於1月9日的上升裂口約26,000。美股的走勢亦不妙，三大指數均出現利空形態“頭肩頂”，並於5月底跌穿“頸線”，量度目標較現水平有約5%下調空間。
- **投資策略：**中美關係暫難顯著改善，每次市場反彈反而是減持的機會，其中較受貿易戰影響的出口、科技股，及基本因素較弱者如汽車股，均宜趁反彈減持。高息股已累積頗大升幅，宜選估值仍吸引者，例如公用業務為主的長江基建(1038 HK)和新創建(659 HK)，及本港電訊股香港電訊(6823 HK)和香港寬頻(1310 HK)，股息率介乎4%-5.5%，相信有較強抗跌力。

蘇沛豐, CFA

電話: (852) 3900 0857

郵件: danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	26,901
52周高/低位	31,521/24,541
大市3個月日均成交	1,038 億港元

資料來源: 彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1-月	-9.4%	-10.0%
3-月	-6.0%	-8.6%
6-月	1.5%	-2.2%

資料來源: 彭博

恒生指數一年走勢圖



資料來源: 彭博

近期市場策略報告

1. [“貿易戰升級，測最壞情況-恒指指數可跌至23,700”-2019年5月14日](#)
2. [“經濟盈利回穩，政策憧憬降溫”-2019年5月2日](#)
3. [“短線料整固，擁抱高息股”-2019年4月1日](#)
4. [“恒指目標上調至30,200”-2019年3月1日](#)

目錄

中美關係.....	3
中國經濟.....	3
香港經濟.....	5
外圍因素.....	5
港股基本因素	7
技術分析.....	8
投資策略.....	10
A 股市場觀點.....	13
附錄 1：恒生指數成份股估值	14
附錄 2：恒生國企指數成份股估值.....	15
附錄 3：招銀國際研究部覆蓋股份	16

中美關係

暫未有重回談判桌跡象

5月份全球避險情緒升溫，其中香港恒生指數急跌9.4%，主要緣於原本“有進展”的中美貿易磋商觸礁，美國總統特朗普於5月5日於推特表示要加徵中國商品關稅。其後中國同樣以加徵關稅回應，而美國則針對華為作出封殺。至今中美雙方言論強硬，關係緊張，未有讓步跡象。

另外，近日內地官媒及發改委官員都有將稀土與中美關係相提並論，而國家主席習近平到江西考察時實地調研了稀土企業，均令人揣測中國可能考慮限制向美國供應稀土作為反制手段。

中美關係是目前影響環球金融市場的最重要因素，市場本月將觀望幾方面：1) 6月28-29日於日本舉行的G20峰會上，習近平會否與特朗普會面；2) 美國會否對餘下的3,250億美元中國貨調高關稅至25%；3) 美國會否在金融市場上打擊中國，例如限制中國企業於美國集資；4) 中國會否有進一步的反制措施，例如限制向美國出口稀土；5) 中美貿易談判團隊會否進行電話磋商或約定面對面磋商。

按照近日事態發展，似乎中美關係會於一段較長時間維持緊張，難望在今個月內大幅改善。就算月底G20峰會上進行“習特會”，若果事前雙方團隊沒進行良好溝通，兩國元首會面恐怕會徒勞無功。

圖 1：近一個月中美關係事件簿

日期	事件
5月5日	美國總統特朗普於推特表示要加徵中國商品關稅
5月10日	美國對2,000億美元的中國產品關稅由10%調高至25%開始生效
5月13日	中國宣佈對600億美元的美國產品關稅調高至10%、20%或25%，6月1日生效
5月19日	Google暫停對華為新手機提供軟件支援。另外，近期多家美、英、日科技公司暫停向華為供應產品或服務
5月22日	中國外長王毅指“如果美方選擇極限施壓，中方堅決奉陪到底”
5月27日	特朗普指“美國還未準備與中國達成協議”
5月29日	《人民日報》社論表示“美方不要低估中方反制能力……勿謂言之不預”
5月31日	中國商務部表示，將把不遵守市場規則、背離契約精神、出於非商業目的對中國企業實施封鎖或斷供的外國企業、組織或個人，列入“不可靠實體清單”，並對其“採取必要的措施”
6月1日	中國對美國貨加徵關稅開始生效
6月2日	中國國務院新聞辦公室發表《關於中美經貿磋商的中方立場》白皮書，強調“中國在原則問題上決不讓步”

資料來源：綜合媒體報導、招銀國際證券

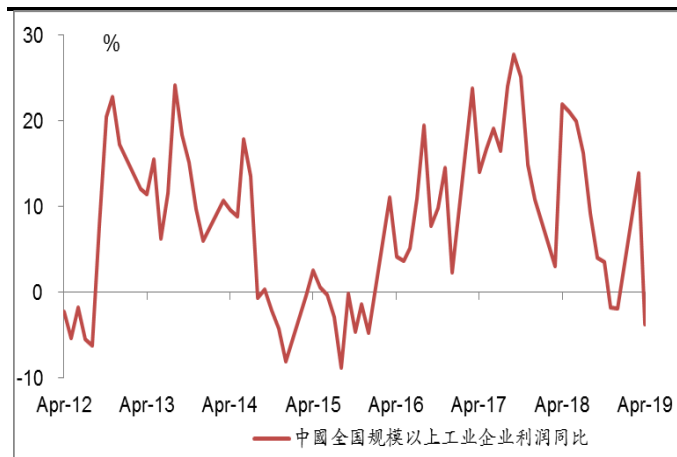
中國經濟

經濟下行壓力加劇

中國上月公布的4月份經濟數據，已有放緩跡象，例如4月份全國規模以上工業利潤同比下跌3.7%，遠遜3月份的同比增長13.9%（圖2），反映中國大型工業利潤在4月份急劇惡化，唯當時尚未反映新一輪加徵關稅的影響。近期公布的5月份數據，進一步放緩，顯示貿易戰升級下，經濟前景更添風險。

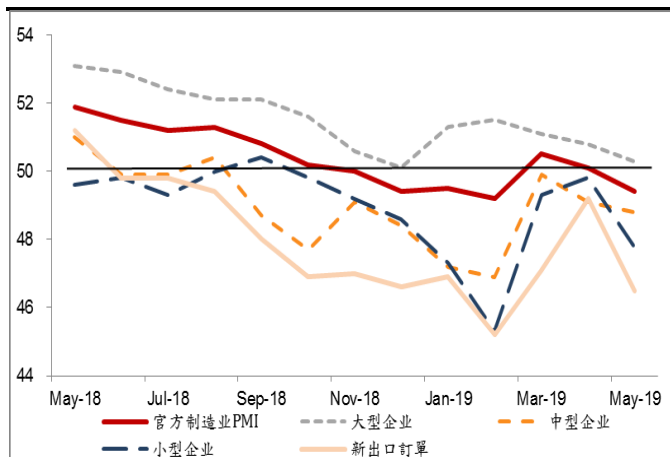
上周公布的中國官方製造業採購經理指數(PMI)，反映製造業於 5 月顯著轉弱，PMI 跌至 49.4 之收縮水平（圖 3），其中生產經營活動預期指數、小型企業指數、新出口訂單指數及進口指數，環比均急跌 2 點或以上。

圖 2：中國規模以上工業利潤下滑



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 3：中國官方製造業 PMI 及分類指數

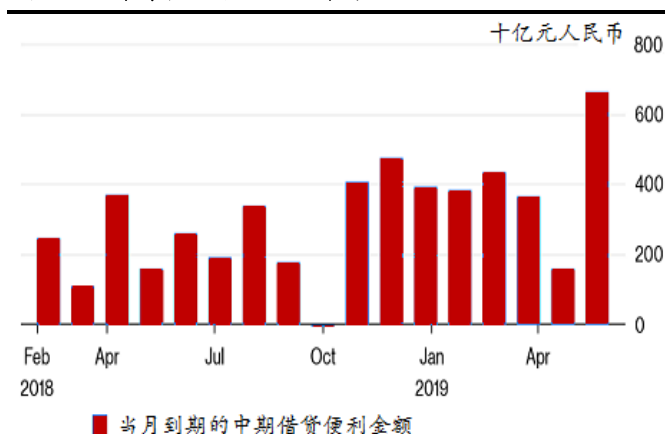


資料來源：彭博及招銀國際證券

半年結資金或趨緊

每逢年結或半年結，內地往往出現資金緊張的壓力。今年 6 月適逢有大額中期借貸便利(MLF)到期，分別於 6 月 6 日及 19 日有 4,630 億元及 2,000 億元人民幣到期（圖 4），相信人民銀行有需要加強向市場注入資金，以避免“錢荒”。不過，在貿易戰升級下，人民幣可能仍有貶值壓力，萬一月內人民幣匯價再受壓，可能會限制人行在公開市場操作上寬鬆的空間。

圖 4：6 月有較大額 MLF 到期



資料來源：彭博及招銀國際證券

香港經濟

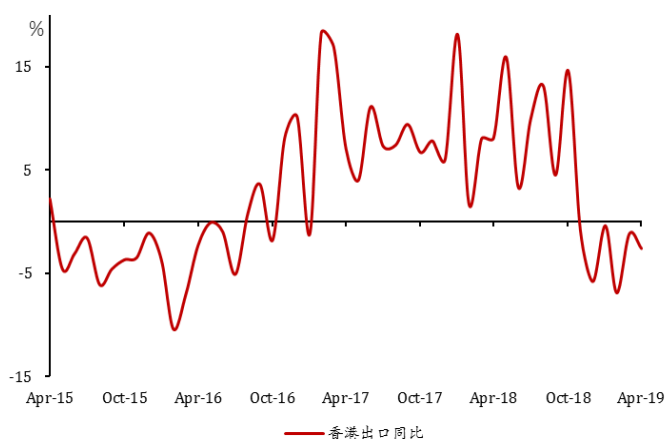
內需外貿均受壓

香港背靠祖國，面向世界，經濟向來較受中美影響，在中美角力之中難免受影響，而 4 月份的經濟數據尤其反映內外均有下行壓力。

香港 4 月份出口同比下跌 2.6%（圖 5），市場原預期升 0.1%。期內輸往亞洲的出口貨值下跌 2.3%，較大跌幅的包括台灣(跌 24.4%)、印度(跌 15.3%)、日本(跌 12.5%)和越南(跌 12.4%)。輸往中國內地則下跌 1.3%。亞洲以外，輸往美國的貨值大跌 17.0%。同比計，出口已連續六個月下跌。

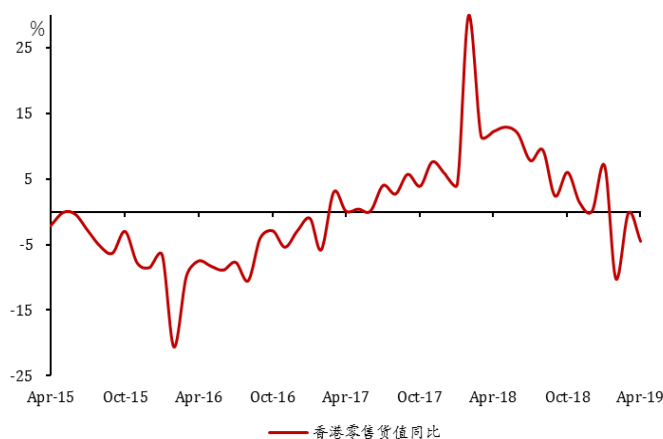
香港零售銷售同比亦連跌三個月（圖 6）。4 月零售總銷貨價值同比跌 4.5%，遠遜市場預期的跌 0.2%，更是兩年半以來最大跌幅(1-2 月合併計算)。與遊客較相關的消費項目，如藥物及化妝品、珠寶首飾、鐘表及名貴禮物，過去數月跌幅明顯較民生消費更深，反映內地旅客消費轉弱。

圖 5：香港出口連跌六個月



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 6：香港零售連跌三個月



資料來源：彭博及招銀國際證券

外圍因素

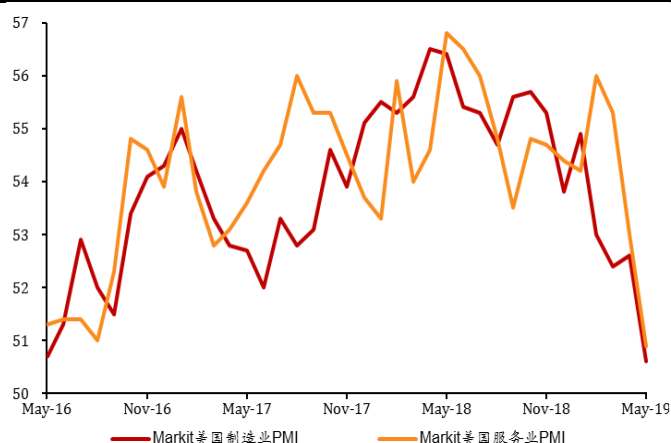
美國經濟衰退風險上升

■ PMI 跌至接近十年新低

貿易戰對中美經濟均有負面影響。Markit 美國 5 月份製造業 PMI 由 4 月份的 52.6 下跌至 50.6（圖 7），創 2009 年以來新低。Markit 美國 5 月份服務業 PMI 由 4 月份的 53.5 急跌至 50.9，創逾三年新低。

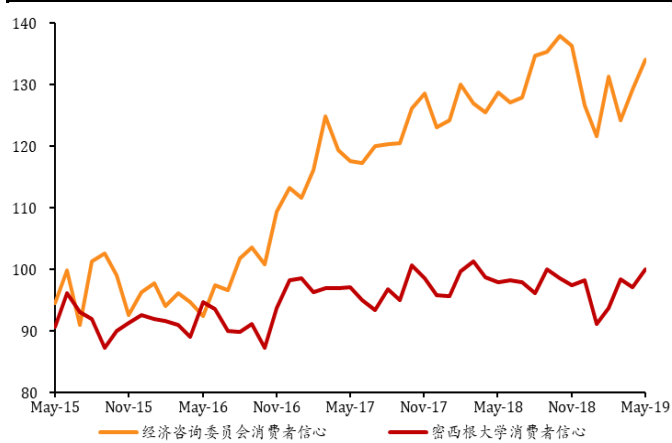
不過，美國就業市場及消費信心相對較強。4 月新增 26.3 萬個非農就業職位，失業率降至 3.6%並創半世紀以來新低，平均時薪同比增長 3.2%。消費者信心今年初雖曾回落，但其後反彈（圖 8），似未有受 5 月上調關稅的消息打擊。

圖 7：美國 PMI 回落至接近盛衰分界線



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 8：美國消費者信心反彈



資料來源：彭博及招銀國際證券

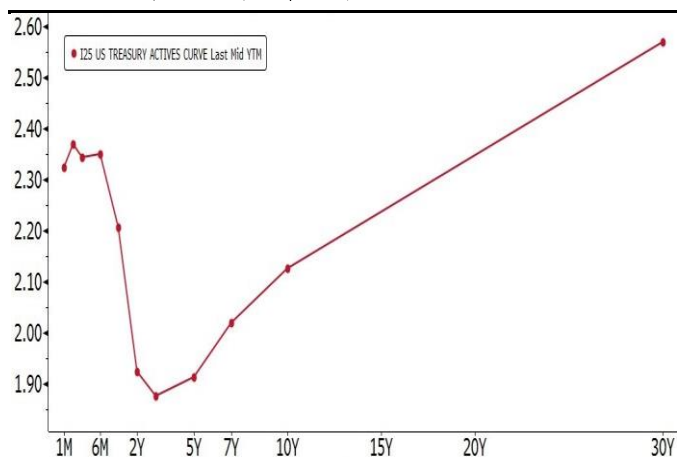
由於美國經濟尚未全面轉弱，特朗普可能有恃無恐，認為美國較中國有更多談判籌碼，不易於貿易問題上讓步，對環球股市並非好事。

■ 債息倒掛加劇

5 月份避險資金流入債市，美國國債中長期孳息大幅下跌，令孳息曲線再次局部倒掛。（圖 9）。自從 5 月初特朗普表示要加中國關稅後，十年期孳息急跌約 40 個點子，繼 3 月下旬後，再次低於三個月孳息，倒掛程度更為顯著（圖 10）。

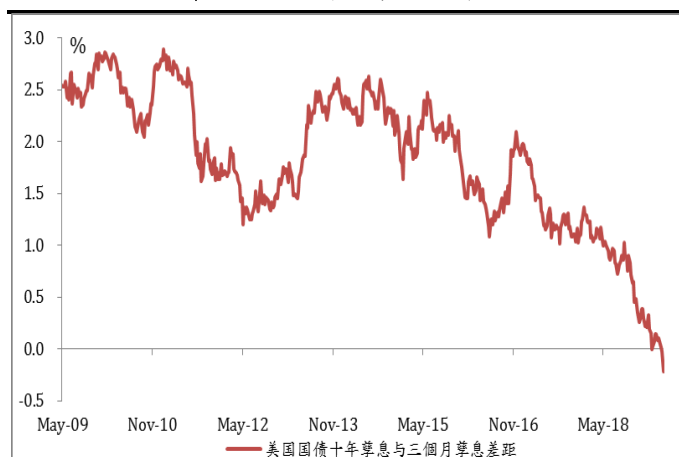
孳息倒掛向來被視為預視經濟衰退的重要警號。市場最重視的十年期與兩年期孳息差，目前尚未倒掛，約有 20 點子差距，如果此息差亦倒掛，將進一步反映經濟衰退的憂慮，環球股市料將出現更大震盪。

圖 9：美國孳息曲線局部倒掛



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 10：美國十年期與三個月期孳息倒掛



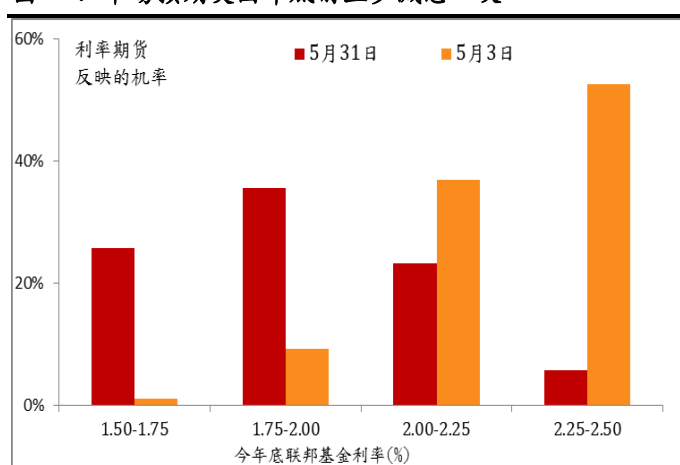
資料來源：彭博及招銀國際證券

聯儲局減息呼聲高漲

雖然聯儲局公開市場委員會最近一次議息(4 月 30 日至 5 月 1 日)表示，在調整利率上將在未來一段時間保持耐性，但那是在特朗普宣布上調中國貨關稅之前。須留意 6 月 18-19 日聯儲局議息會上，局方對經濟評估及利率展望有否轉變。5 月底聯儲局副主席克拉里達(Richard Clarida)指，美國經濟良好，但如果有跡象顯示通脹長期低於目標，或經濟及金融發展面臨重大下行風險，聯儲局將考慮調整政策，暗示有可能減息。

利率期貨顯示，5 月初特朗普宣布上調中國貨關稅前，市場仍預期今年底聯儲局有約一半機會維持利率不變，但現時減息至少一次的機率已急升至 94%，減息兩次或以上的機率已達 71% (圖 11)。

圖 11：市場預期美國年底前至少減息一次



資料來源：CME 及招銀國際證券

港股基本因素

盈利及估值均被下調

■ 加關稅拖累恒指盈利預測跌 2%

經過一年多的盈利預測下調後，市場對港股之本年度盈利預測本於 4 月份回穩，但 5 月初美國宣布加徵中國貨關稅後，至今恒生指數之盈利預測再被削減 2.0% (圖 12)，國企指數之盈利預測更被調低 2.6%。恒指之 2019 年盈利預測今年以來已被調低 3.5%，較去年 2 月份高位累計調低逾 13%。

假如美國稍後宣布對其餘總值 3,250 億美元的中國貨關稅上調至 25%，恒指盈利預測勢將再被下調。

■ 市盈率仍有下跌風險

5 月份恒指之估值被調低約 8%，預測市盈率由近七年平均值以上回落之目前之 10.6 倍。

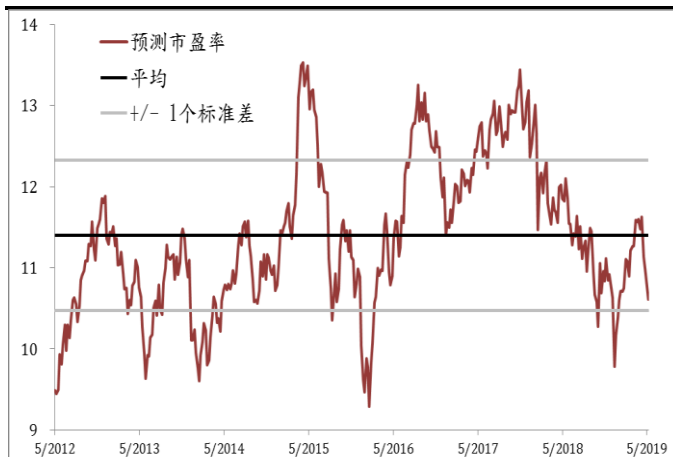
按近年往往跌至 10 倍以下才見底（圖 13），目前水平未算低殘，在中美關係緊張及經濟衰退陰霾籠罩下，相信估值仍有下調壓力。

圖 12：恒生指數 2019 年預測盈利



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 13：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博及招銀國際證券

技術分析

恒指料下試二萬六

恒生指數於 5 月份急跌近一成後，已明顯超賣，14 天相對強弱指數(RSI)跌至 26（圖 14）。

美國國債孳息超賣情況更嚴重（圖 15），不排除短期有反彈，意味避險情緒可能稍為回落，則恒指亦有可能出現技術性反彈，但相信 250 天線約 27,800 有相當大阻力，6 月份反覆下跌機率較高，首個目標於 1 月 9 日的上升裂口約 26,000。

圖 14：恒生指數或須向下回補裂口



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 15：美國十年期國債孳息嚴重超賣

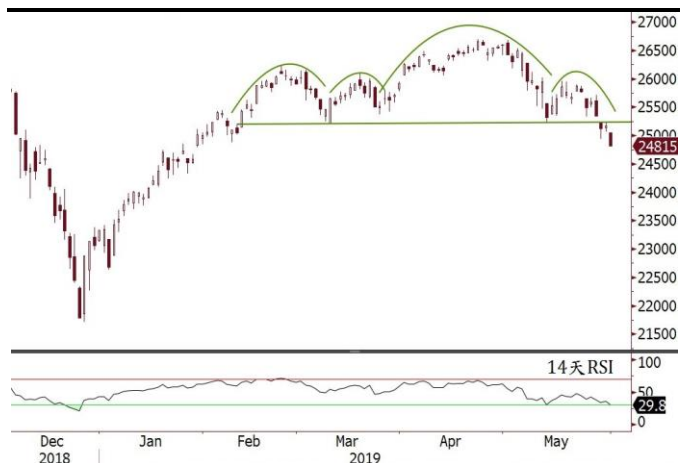


資料來源：彭博及招銀國際證券

美股紛現頭肩頂

美股的走勢亦不妙，三大指數均出現利空形態“頭肩頂”，並於 5 月底跌穿“頸線”（圖 16-18），若不能於 6 月首周重上頸線之上，則確認利空形態成立，量度目標較現水平有約 5% 下調空間。

圖 16：美國道瓊斯指數



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 17：美國標普 500 指數



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 18：美國納斯達克指數



資料來源：彭博及招銀國際證券

投資策略

維持審慎，勿亂抄底

■ 趁反彈減持出口、科技、汽車股

綜合以上對中美關係、經濟展望、盈利前景、技術走勢的分析，6 月份港股未許樂觀。預期市場維持較高波幅，尤其會對中美關係的消息有較大反應，例如特朗普於推特上的言論。鑑於特朗普向來重視金融市場表現，假如美股進一步回落半成至一成，他可能會發表較利好市場的言論，例如表示中美將會再進行磋商。不過，接近期事態發展估計，中美關係暫難顯著改善，每次市場反彈反而是減持的機會，其中較受貿易戰影響的出口、科技股，及基本因素較弱者如汽車股，均宜趁反彈減持。

■ 防守股整體偏高，慎選估值仍低者

環球股市氣氛轉弱、美國減息預測升溫，均有利高息的防守股。不過，今年以來大部份防守股如公用及房產信託(REIT)都已累積頗大升幅，跑贏恒指，雖然業務上確實不太受貿易戰及經濟放緩影響，但估值或已偏高、股息或已偏低，未必有足夠防守力。例如領展(823 HK)之股息率跌穿 3%，煤氣(3 HK)之股息率更已低於 2%，比兩年期美國國債孳息更低。於 5 月最後一周可見，部份高息股股價回落，相信正是估值已相當高之故。

高息股仍有估值吸引者，例如公用業務為主的長江基建(1038 HK)和新創建(659 HK)，及本港電訊股香港電訊(6823 HK)和香港寬頻(1310 HK)，股息率介乎 4%-5.5%，相信有較強抗跌力。

以下三頁列出招銀國際分析員對覆蓋行業的中短期觀點。

圖 19：招銀國際分析員的行業中短期觀點

行業	評級	評論
中國銀行	優於大市	受中美貿易摩擦升級和包商銀行信用風險事件的影響，5 月份內銀股整體表現疲弱。當前行業平均市帳率僅為 0.6 倍，接近 2016 年初歷史低位。我們認為估值已較充分反映市場負面因素，板塊中長期配置價值明顯。主要 H 股上市銀行將於 6 月除息，建議持有高股息率大型銀行，例如農行(1288 HK)，或業績優於同業的股份制銀行，例如光大銀行(6818 HK)。
中國保險	優於大市	內險股 5 月表現偏弱，主要受到中美摩擦升級、股市情緒轉弱等因素影響。當前壽險股平均 2019 年預測內含價值倍數僅 0.53 倍，財險股 2018 年預測市帳率 1.05 倍，我們認為估值已基本反映負面情緒。新出臺的傭金手續費稅前扣除比例提升政策，將直接提振險企利潤，有助估值修復，並鼓勵險企發展保障型業務。建議逢低吸納壽險業務穩健、財險改善的中國太保(2601 HK)，短期可關注估值受到稅收新政直接提振的中國財險(2328 HK)。
中國設備及機械	優於大市	我們上月建議重點買入的中聯重科(1157 HK，買入)於 5 月份整體板塊下跌近 10% 下股價仍然表現持平，主要由於公司公佈大規模的 A 股股份回購計畫並於月內執行。展望 6 月，中美角力升級繼續對宏觀帶來不確定性，然而我們認為工程機械由環保政策以及更新換代所拉動的需求將仍然強韌。此外，加大基建投資有機會成為中國政府穩經濟的手段，對工程機械提供額外需求。我們重點看好中聯重科及三一重工(600031 CH，未評級)，兩家公司持續回購 A 股將繼續為股價帶來支持。

資料來源：招銀國際研究

圖 19：招銀國際分析員的行業中短期觀點(續上頁)

行業	評級	評論
中國互聯網	優於大市	受中美貿易及周邊市場波動影響，5 月份互聯網板塊股價整體回調約 20%。在中美貿易尚不明朗、市場避險情緒企高下，雖然板塊業績增長可預見性高且受貿易戰影響小，但我們對板塊持謹慎偏樂觀的觀點，歸因於板塊高波動性及近期內容及社交政策趨嚴。建議關注抗跌性標的，投資方向層面偏好：1) 存在“減稅降費”利好的電商/本地生活領域，例如阿里巴巴(BABA US)；2) 業績向好、估值嚴重偏低的直播板塊，例如陌陌(MOMO US)、YY(YY US)。同時，對廣告行業保持謹慎觀望態度，源於宏觀不確定性及廣告庫存增加下 CPM 承壓。
中國教育	優於大市	教育是剛性需求，在中美貿易摩擦升溫帶來不確定性增加下，教育行業高預見性的特點更為突出。預期民促法最終稿將於 1-2 個月內出台，估計跟去年 11 月徵求意見稿內容差不多，沒有新負面的政策，預期政策落地後，在行業不明朗因素消除下，對行業是利好。看好高等教育行業，具備併購及內生增長，2019 年 9 月高職擴招 115 萬，職業教育明確鼓勵民辦教育參與發展，行業估值 15 倍 2019 年預測市盈率，低於歷史平均的 17 倍。首推希望教育(1765 HK)，高職學生佔比 45%，現金 30 億元，是行業內唯一有良好內生增長及併購增長的公司。
中國房地產	同步大市	中美貿易問題轉趨緊張，再加上銀行上調房貸利息，我們預期未來房地產市場交投將會面臨壓力。此外，蘇州最近表示要控制全年房價升幅在 5% 以內，暗示未來將有政策出來壓抑房價升幅。雖然在中美關係未明朗的情況下，中國政府有機會以樓市來穩定經濟增長，但目前仍是言之過早，政府仍以穩為主，放寬樓市政策的預期只是過早的期望。
中國醫藥	同步大市	目前市場主要關注醫保目錄調整名單，6 月份會公佈，我們預計基藥目錄 11 個未納入醫保的品種（索林布為維帕他韋片、達格列淨、波生坦片、阿法骨化醇滴劑、金花清感顆粒等）及 PD-1 單抗、近年上市的抗癌藥和降糖藥有望列入醫保，潛在受益公司有三生製藥(1530 HK)，其長效 GLP-1 有望納入醫保、君實生物、信達生物的 PD-1 等。第二批集採預計下半年開始，輔助用藥目錄名單出臺時間尚未可知，此外 5 月 30 日中央深化改革委員會通過《關於治理告知醫用耗材的改革方案》，預計下半年耗材集採將提上日程，對高值耗材終端價格產生壓力。
中國非必需消費	同步大市	受美國增加關稅所影響，消費意欲在 5 月迅速轉弱，展望下半年不容樂觀。儘管行業預測市盈率只有 14.1 倍的(七年平均在 17.1 倍)，但我們相信盈利預計還未充分下調，所以目前行業估值仍有相當的下行風險。我們只推薦自身升級所帶來超預期成長的公司，如波司登(3998 HK)，以及防守性相當高的公司，如大家樂(341 HK)。其他行業如香港零售，奢侈品，以及出口製造類都建議避開。
中國必需消費	同步大市	首推萬洲(288 HK)：中國 4 月份母豬存欄數同比下跌 23%，基於調整生豬供應大概需要 18 個月時間，預期中國生豬價格於 2019 年及 2020 年上漲，並拉動美國生豬價格及養殖業務利潤上升。墨西哥於 5 月 19 日取消對美國進口豬肉關稅亦有利美國豬肉及生豬價格。現時估值為 10.4 倍 2019 年預測市盈率，股息率 4.3%。
中國證券	同步大市	5 月中美貿易糾紛重燃，市場風險偏好進一步下降，H 股券商平均下跌 16%。A 股日均成交收縮至 5,000 億元以下，滬深 300 指數下跌超過 7%。目前券商板塊估值低於 0.8 倍 2019 年預測市帳率，已接近 2018 年 10 月的低位，但現時經營環境仍好於去年同期。券商板塊估值在歷史低位附近下行空間較為有限，但在沒有明確利好消息提振市場信心、提升風險偏好的情況下，亦難有反彈動力。建議對板塊短期表現持觀望態度，在市場持續弱勢情況下，可關注收入結構均衡韌性較強及科創板受惠券商，如中信證券(6030 HK)及中金公司(3908 HK)。
中國科技	同步大市	近期受到中美貿易緊張局勢的升級以及華為禁令的影響，我們預期將引發短期供應鏈中斷，同時影響智慧手機格局的轉變以及全球 5G 推出延遲。儘管科技板塊從高位調整了 15%-40%，但我們認為近期全球科技領域局勢緊張以及中國對蘋果的潛在報復將繼續帶來持續的不確定性。我們建議遠離蘋果和華為供應鏈，而挑選具有行業領導地位、多元化客戶群和市場份額提升的元件供應商，如立訊精密、舜宇光學(2382 HK)和丘鈦科技(1478 HK)。

資料來源：招銀國際研究

圖 19：招銀國際分析員的行業中短期觀點(續上頁)

行業	評級	評論
中國風電	同步大市	能源局在 5 月末發佈了《關於 2019 年風電項目建設的有關通知》，正式確定了 2019 年風電項目開發的具體政策及措施。風電行業年初至今連續遭到潛在政策風險所打擊，但結合 1-4 月的發電情況來看業務情況仍處在我們和市場的預期範圍之中，盈利表現依然穩定。目前風電運營商在較疲弱的市場情緒之下估值僅前瞻市淨率為 0.5-0.7 倍。我們認為在市場波動情形下風電板塊進一步下探的空間將非常有限，有較好的安全邊際。我們偏好風電運營商，行業首選是華電福新(816 HK)，公司 2019 年受惠於水電及火電板塊盈利恢復，盈利整整預見性較強。
中國太陽能	同步大市	國家能源局在 5 月末發佈了《關於 2019 年光伏發電項目建設的有關通知》，正式確定了 2019 年光伏項目開發的具體政策及措施。2019 年建設方案整體符合市場預期，隨著新能源長效配額制政策以及短期建設方案的出臺，我們預期市場情緒對於光伏行業降持續轉向積極。光伏行業整體前景隨著成本不斷降低趨向明朗，但在貿易紛爭背景下或仍將面臨短期風險。結合歷史中國光伏製造企業對於歐美雙反的應對，我們依然對光伏製造企業發展前景維持樂觀。我們建議關注保利協鑫(3800 HK)，其新的鑄錠單晶矽片產品有望扭轉目前不利的市場局面，增加 2019 年光伏材料業務扭虧的可能性。

資料來源：招銀國際研究

A 股市場觀點

朱肖炜 (+86 0755-83169193 / alphonsezhu@cmbchina.com)

從指數走勢看，5月以來A股各大指數普遍回落。截止5月27日，中證紅利、上證50、滬深300、中證500本月以來分別下跌6.05%、7.57%、7.05%、6.49%，而中小板指、創業板指跌幅較大，分別為9.10%、8.12%。本月以來全球權益指數均呈普跌態勢，A股表現較為疲弱，但今年以來表現仍超越全球各大指數。

圖 20：5 月各大指數表現

指數	收盤價 (截止2019/5/27)	本月以來(%)	今年以來(%)	近一年以來(%)	2018年以來走勢	最新PE(TTM)	最新PB(LF)
中證紅利	4449.32	-6.05	15.96	-2.24		7.97	1.02
上證50	2722.33	-7.57	18.72	2.29		9.40	1.14
滬深300	3637.20	-7.05	20.81	-4.70		11.76	1.38
中證500	4962.95	-6.49	19.07	-16.14		26.61	1.83
中小板指	5494.61	-9.10	16.83	-23.62		23.57	2.99
創業板指	1491.95	-8.12	19.31	-17.32		53.40	4.08
恒生指數	27288.09	-8.12	5.58	-10.79		9.74	1.07
日經225	21182.58	-4.83	5.83	-5.65		15.78	1.60
標普500	2826.06	-4.07	12.73	3.85		20.62	3.20
道瓊斯工業	25585.69	-3.79	9.68	3.36		18.45	4.22
納斯達克	7637.01	-5.66	15.10	2.73		30.05	3.54
富時100	7277.73	-1.89	8.17	-5.85		17.20	1.70
德國DAX	12071.18	-2.21	14.32	-6.70		16.04	1.54
法國CAC40	5336.19	-4.48	12.80	-3.72		18.23	1.53

資料來源：Wind、招商銀行研究院

近期中美貿易波瀾再起，成為本月擾動市場較大的一個外部因素，我們認為其對股市影響主要有兩條路徑：（1）基本面；（2）風險偏好。

從企業盈利角度來看，關稅的提高對上市公司營收衝擊相對可控，但需要關注產業鏈轉移、失業率等潛在風險。假設A股上市公司全部承擔關稅，則在普通情況（僅對2,000億美元輸美商品關稅提高為25%）下，上市公司營收所受衝擊為3.7%；悲觀情形（對3,250億美元輸美商品加徵25%關稅）下，上市公司營收所受衝擊約為5.9%；極端情況下（如5,000億美元商品因產業鏈轉移等原因不再出口），上市公司營收所受衝擊為16.0%。

從企業盈利內部環境來看，4月經濟資料回落，折射基本面企穩基礎尚不穩固，4月工業增加值回落、大宗商品價格下行或預示5月PPI下行壓力，疊加2018年同期企業盈利高基數影響，短期內企業盈利仍存反復的可能性。

風險偏好方面，行情或將從估值提升逐步轉向為基本面主導，不具備業績支撐的概念炒作股趨勢或難持續，同時，二季度為大小非解禁市值年內峰值水準，通常來看，解禁高峰前後1-2個月內ERP波動幅度會加大。

從風險偏好外部環境來看，中美貿易摩擦的反復不利於風險偏好的改善，若貿易摩擦持續升級（如科技、互聯網、金融等領域），市場風險偏好波動或將加大，因此未來需密切關注兩國貿易談判的後續進展。

風險提示：上市公司業績超預期下行風險；中美貿易摩擦持續升級風險；周邊市場大幅調整風險。

附錄 1: 恒生指數成份股估值

恒生指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率			市账率			股息率		
				去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测
金融		49.3%										
汇丰控股	5	10.6%	64.05	12.0	11.3	10.9	0.88	0.98	0.94	6.2%	6.2%	6.2%
友邦保险	1299	9.9%	73.65	43.7	17.5	15.4	2.91	2.55	2.30	1.5%	1.9%	2.1%
建设银行	939	7.5%	6.20	5.4	5.1	4.8	0.69	0.65	0.60	5.6%	5.9%	6.3%
工商银行	1398	4.6%	5.60	5.9	5.6	5.3	0.73	0.71	0.65	5.1%	5.4%	5.7%
中国平安	2318	5.4%	86.60	13.0	10.6	9.2	2.33	2.11	1.80	2.3%	2.8%	3.3%
中国银行	3988	2.9%	3.25	4.7	4.6	4.4	0.54	0.51	0.47	6.4%	6.7%	7.0%
香港交易所	388	3.3%	249.4	33.7	29.8	26.2	7.92	7.29	6.95	2.7%	3.0%	3.4%
中国人寿	2628	1.5%	18.20	39.8	12.2	11.5	1.42	1.27	1.18	1.0%	3.2%	3.3%
恒生银行	11	1.7%	196.5	15.5	14.9	14.0	2.42	2.24	2.11	3.8%	4.2%	4.4%
中银香港	2388	1.2%	30.10	9.9	9.4	8.7	1.13	1.12	1.05	4.9%	5.1%	5.5%
交通银行	3328	0.6%	6.14	5.5	5.3	5.0	0.56	0.57	0.52	5.3%	5.8%	6.0%
资讯科技		10.6%										
腾讯控股	700	9.7%	326.0	34.7	29.1	23.2	7.51	6.46	5.13	0.3%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.3%	41.7	11.7	14.7	12.4	2.38	2.18	1.97	3.4%	2.9%	3.2%
舜宇光学科技	2382	0.5%	66.9	25.9	18.5	14.2	7.00	5.23	4.02	1.0%	1.4%	1.9%
地产		11.5%										
长实集团	1113	1.6%	56.70	5.2	7.4	8.3	0.65	0.60	0.57	3.4%	3.7%	4.0%
新鸿基地产	16	1.6%	124.1	7.2	10.8	9.9	0.66	0.64	0.61	3.7%	4.1%	4.3%
领展房产基金	823	2.2%	93.80	4.1	38.0	31.8	1.10	1.09	1.07	2.7%	2.9%	3.2%
中国海外发展	688	1.2%	27.20	6.6	6.5	5.6	1.05	0.93	0.82	3.3%	4.1%	4.8%
碧桂园	2007	0.9%	10.60	5.8	4.8	4.1	1.67	1.30	1.04	5.2%	6.5%	7.5%
九龙仓置业	1997	0.7%	53.55	9.0	15.6	14.8	0.74	0.73	0.72	5.9%	4.2%	4.4%
华润置地	1109	1.0%	31.90	7.9	8.2	7.0	1.41	1.27	1.13	3.8%	4.9%	5.8%
新世界发展	17	0.8%	11.56	5.0	13.3	13.2	0.54	0.52	0.50	4.2%	4.3%	4.5%
恒基地产	12	0.7%	40.50	6.3	13.0	13.0	0.63	0.64	0.64	4.0%	4.1%	4.3%
信和置业	83	0.4%	12.54	6.1	16.8	16.2	0.60	0.57	0.56	4.2%	4.5%	4.6%
恒隆地产	101	0.4%	16.50	9.2	16.7	15.7	0.54	0.53	0.52	4.5%	4.6%	4.7%
电讯		5.3%										
中国移动	941	4.7%	68.45	10.5	10.5	10.1	1.17	1.11	1.05	4.6%	4.7%	4.9%
中国联通	762	0.6%	8.27	21.9	16.2	11.7	0.71	0.67	0.64	1.8%	2.4%	3.3%
能源		5.7%										
中国海洋石油	883	2.6%	12.78	9.5	9.2	8.5	1.20	1.14	1.07	6.2%	5.3%	5.6%
中国石化	386	1.5%	5.22	9.0	8.8	8.3	0.75	0.76	0.74	9.1%	8.5%	8.9%
中国石油	857	1.0%	4.38	13.4	11.8	10.3	0.58	0.57	0.55	3.4%	4.5%	5.0%
中国神华	1088	0.6%	16.10	6.4	6.6	6.7	0.83	0.79	0.74	6.2%	6.1%	6.0%
公用		5.1%										
中电控股	2	1.9%	88.65	16.2	18.1	17.5	2.05	1.87	1.79	3.4%	3.4%	3.6%
香港中华煤气	3	2.0%	17.32	31.1	34.4	31.3	4.70	4.41	4.27	1.8%	1.9%	2.0%
电能实业	6	0.8%	54.20	15.1	15.0	14.6	1.38	1.36	1.34	5.2%	5.2%	5.2%
长江基建集团	1038	0.4%	60.55	14.3	13.9	13.5	1.42	1.30	1.25	4.0%	4.3%	4.4%
综合类		3.4%										
长和	1	2.2%	74.05	7.3	6.8	6.3	0.64	0.58	0.55	4.3%	4.6%	5.0%
中信股份	267	0.7%	10.64	6.1	5.8	5.4	0.55	0.52	0.48	3.9%	3.9%	4.4%
太古股份	19	0.5%	92.80	5.4	10.6	11.8	0.52	0.51	0.50	3.2%	3.8%	4.0%
消费品		5.2%										
吉利汽车	175	0.8%	12.86	8.2	7.8	6.9	2.26	1.84	1.53	2.7%	3.0%	3.5%
石药集团	1093	0.7%	12.64	22.5	17.9	14.6	4.62	4.02	3.37	1.4%	1.7%	2.1%
申洲国际	2313	0.8%	92.45	27.0	22.7	19.1	5.49	4.79	4.21	1.9%	2.3%	2.7%
蒙牛乳业	2319	0.9%	28.65	32.6	25.4	21.2	3.93	3.46	3.07	0.7%	1.0%	1.2%
中国生物制药	1177	0.6%	7.91	9.7	27.7	24.3	2.96	2.90	2.62	1.0%	0.9%	0.9%
恒安国际	1044	0.5%	57.50	15.9	14.3	13.1	3.65	3.31	3.04	4.3%	4.8%	5.2%
万洲国际	288	0.7%	7.06	14.0	10.6	9.5	1.71	1.50	1.38	2.8%	4.1%	4.7%
中国旺旺	151	0.4%	5.59	19.6	18.0	17.0	4.54	3.83	3.49	0.0%	3.1%	3.4%
消费服务		3.1%										
银河娱乐	27	1.1%	47.40	15.2	15.3	14.3	3.29	2.89	2.55	0.0%	1.9%	2.4%
金沙中国	1928	1.0%	35.50	19.5	17.0	15.3	8.30	8.03	7.51	5.6%	5.7%	6.0%
港铁公司	66	1.0%	47.95	18.4	23.0	21.5	1.63	1.56	1.52	2.5%	2.7%	2.8%
工业		0.8%										
创科实业	669	0.8%	50.00	21.1	17.9	15.3	3.81	3.47	2.99	1.8%	2.1%	2.7%
加权平均				10.5	10.6	9.8	1.25	1.16	1.08	3.7%	3.9%	4.1%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2019 年 5 月 31 日

附錄 2：恒生國企指數成份股估值

恒生國企指數	代碼	占指數 比重	股價 (港元)	市盈率			市賬率			股息率		
				去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測
金融		51.6%										
工商銀行	1398	8.6%	5.60	5.8	5.7	5.3	0.73	0.71	0.65	5.1%	5.4%	5.7%
建設銀行	939	9.7%	6.20	5.3	5.1	4.8	0.69	0.65	0.60	5.6%	5.9%	6.3%
中國平安	2318	10.0%	86.60	10.7	10.7	9.3	2.33	2.11	1.80	2.3%	2.8%	3.3%
中國銀行	3988	5.4%	3.25	4.8	4.6	4.4	0.54	0.51	0.47	6.4%	6.7%	7.0%
中國人壽	2628	2.8%	18.20	40.9	12.3	11.6	1.42	1.27	1.18	1.0%	3.2%	3.3%
招商銀行	3968	3.1%	37.75	10.1	9.3	8.3	1.58	1.45	1.28	2.8%	3.2%	3.7%
農業銀行	1288	1.9%	3.36	5.0	4.9	4.6	0.63	0.59	0.54	5.9%	6.3%	6.6%
中國太保	2601	1.6%	29.00	12.9	10.7	9.4	1.55	1.41	1.29	3.9%	4.4%	5.0%
中國財險	2328	1.2%	8.47	10.7	8.1	7.2	1.17	1.05	0.95	3.6%	4.0%	4.5%
交通銀行	3328	1.1%	6.14	5.6	5.3	5.1	0.56	0.57	0.52	5.3%	5.8%	6.0%
中信銀行	998	0.9%	4.45	4.2	4.2	4.0	0.46	0.44	0.40	5.9%	6.5%	6.8%
民生銀行	1988	0.8%	5.70	4.6	4.2	4.1	0.52	0.48	0.44	6.9%	4.9%	5.0%
海通證券	6837	0.5%	8.04	15.8	9.3	8.6	0.69	0.65	0.61	2.1%	3.4%	3.5%
郵儲銀行	1658	1.0%	4.69	6.1	6.0	5.4	0.75	0.71	0.64	4.7%	4.5%	5.0%
中信證券	6030	0.6%	14.28	16.2	10.8	9.9	1.00	0.92	0.87	2.8%	3.7%	4.0%
新华保險	1336	0.6%	36.40	12.6	10.0	8.9	1.53	1.32	1.16	1.6%	2.8%	3.2%
中國華融	2799	0.3%	1.33	28.7	5.4	4.7	0.38	0.33	0.31	1.0%	5.1%	6.8%
中國人民保險	1339	0.5%	3.08	8.8	7.0	6.3	0.78	0.69	0.63	1.7%	2.2%	2.7%
華泰證券	6886	0.4%	12.42	16.3	10.7	9.6	0.87	0.81	0.76	2.7%	3.6%	3.8%
中國信達	1359	0.3%	1.82	5.0	4.1	3.7	0.45	0.41	0.38	5.9%	6.6%	7.4%
广发證券	1776	0.3%	8.94	13.8	8.7	7.7	0.71	0.65	0.60	0.0%	4.3%	4.2%
能源		10.6%										
中國石化	386	2.8%	5.22	9.7	8.8	8.2	0.75	0.76	0.74	9.1%	8.5%	8.9%
中國石油	857	1.9%	4.38	13.4	11.8	10.4	0.58	0.57	0.55	3.4%	4.5%	5.0%
中國神華	1088	1.1%	16.10	6.1	6.6	6.7	0.83	0.79	0.74	6.2%	6.1%	6.0%
中國海洋石油	883	4.7%	12.78	9.5	9.1	8.6	1.20	1.14	1.07	6.2%	5.3%	5.6%
地產建築		5.3%										
華潤置地	1109	1.8%	31.90	8.0	8.1	6.9	1.41	1.27	1.13	3.8%	4.9%	5.8%
海螺水泥	914	1.2%	45.80	7.2	7.3	7.6	1.90	1.61	1.41	4.2%	4.5%	4.4%
中國交建	1800	0.6%	6.97	5.3	4.6	4.3	0.50	0.46	0.42	3.8%	4.2%	4.5%
万科	2202	0.7%	27.75	8.0	6.6	5.8	1.73	1.45	1.24	4.4%	5.1%	5.9%
中國中铁	390	0.5%	5.86	7.1	6.2	5.5	0.74	0.59	0.53	2.5%	2.7%	2.9%
中國建材	3323	0.5%	6.03	5.6	4.8	5.1	0.61	0.52	0.47	5.3%	3.7%	3.7%
消費		6.4%										
比亞迪	1211	0.6%	45.90	43.4	31.9	26.8	2.15	1.87	1.78	0.5%	0.5%	0.6%
國藥控股	1099	0.7%	29.45	13.2	11.8	10.5	1.80	1.64	1.44	2.3%	2.5%	2.9%
廣汽集團	2238	0.5%	7.56	6.2	5.9	5.3	0.89	0.81	0.73	5.7%	5.7%	6.4%
長城汽車	2333	0.4%	5.70	11.8	9.3	8.8	0.86	0.81	0.76	5.8%	4.6%	4.8%
東風集團股份	489	0.4%	6.46	3.8	3.7	3.6	0.41	0.37	0.34	6.2%	5.3%	5.4%
中國國航	753	0.3%	7.27	12.0	8.3	7.1	1.00	0.91	0.82	1.8%	2.5%	3.0%
石藥集團	1093	1.2%	12.64	22.5	17.9	14.6	4.62	4.02	3.37	1.4%	1.7%	2.1%
申洲國際	2313	1.4%	92.5	27.0	22.7	19.1	5.49	4.79	4.21	1.9%	2.3%	2.7%
恒安國際	1044	0.9%	57.50	16.1	14.2	13.2	3.65	3.31	3.04	4.3%	4.8%	5.2%
公用		2.7%										
華能國際	902	0.4%	4.94	28.7	12.4	9.8	0.90	0.73	0.70	2.3%	5.3%	6.6%
中廣核電力	1816	0.5%	2.16	10.0	9.3	8.6	1.28	1.11	1.02	0.0%	3.9%	4.3%
中國燃气	384	0.9%	25.20	18.2	16.2	13.9	4.33	3.67	3.08	1.4%	1.8%	2.2%
粵海投資	270	0.9%	15.42	20.1	18.9	17.2	2.50	2.35	2.26	3.5%	3.9%	4.3%
工業		0.6%										
中國中車	1766	0.6%	6.72	14.5	12.4	10.8	1.30	1.22	1.13	2.5%	3.1%	3.3%
工業		1.3%										
中信股份	267	1.3%	10.64	6.2	5.9	5.5	0.55	0.52	0.48	3.9%	3.9%	4.4%
資訊科技及電訊		21.9%										
騰訊控股	700	10.0%	326.0	32.8	29.3	23.5	7.51	6.46	5.13	0.3%	0.3%	0.4%
中國移動	941	8.7%	68.45	10.5	10.4	10.0	1.17	1.11	1.05	4.6%	4.7%	4.9%
中國電信	728	1.5%	4.19	13.1	12.7	11.8	0.82	0.82	0.79	3.4%	3.1%	3.3%
中國鐵塔	788	1.6%	1.76	86.6	50.0	31.6	1.51	1.49	1.44	0.1%	1.2%	1.7%
加權平均				8.4	8.1	7.5	1.03	0.85	0.78	3.9%	4.2%	4.5%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2019 年 5 月 31 日

附錄3：招銀國際研究部覆蓋股份

行业	公司名称	代码	评级	收市价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	市值(亿元) (当地货币)	年结	市盈率		
								FY0	FY1	FY2
房地产	万科	2202HK	买入	27.75	36.36	3,385	12月	7.8	8.1	6.6
	中国海外	688HK	持有	27.20	32.13	2,980	12月	6.6	6.7	6.0
	碧桂园	2007HK	买入	10.60	16.49	2,296	12月	4.7	3.7	2.9
	华润置地	1109HK	持有	31.90	33.18	2,211	12月	7.8	6.7	5.5
	龙湖	960HK	持有	28.75	23.23	1,712	12月	7.3	5.5	4.5
	世茂	813HK	买入	22.45	26.21	741	12月	5.7	5.2	4.7
	龙光	3380HK	持有	11.58	12.16	635	12月	4.7	4.4	4.0
	雅居乐	3383HK	买入	9.93	15.93	389	12月	5.3	4.5	4.1
	合景泰富	1813HK	买入	7.87	11.82	250	12月	8.9	8.8	7.4
	奥园	3883HK	买入	8.47	9.60	227	12月	3.9	3.5	2.8
	时代中国	1233HK	买入	13.00	15.60	252	12月	3.5	4.1	3.3
	禹洲	1628HK	买入	3.57	5.19	172	12月	6.7	5.6	4.7
	中骏置业	1966HK	买入	3.55	4.56	146	12月	4.7	4.1	3.3
	中海宏洋	81HK	买入	3.40	5.38	116	12月	8.1	5.1	3.8
	绿城服务	2869HK	买入	6.17	7.50	171	12月	31.2	24.1	19.0
	雅生活	3319HK	买入	11.58	17.50	154	12月	30.5	24.5	20.3
	中海物业	2669HK	持有	3.72	3.33	122	12月	16.1	12.3	8.8
	易居(中国)	2048HK	买入	10.52	16.30	155	12月	5.8	7.0	6.4
	河北建设	1727HK	买入	5.41	5.18	95	12月	11.2	9.2	7.9
互联网	腾讯	700HK	买入	326.0	420.0	31,037	12月	35.5	30.5	24.2
	阿里巴巴集团	BABAUS	买入	149.3	218.4	3,859	3月	26.4	21.7	17.1
	百度股份	BIDUUS	买入	110.0	215.6	385	12月	11.1	12.0	9.4
	陌陌公司	MOMOUS	买入	27.57	45.00	57	12月	11.0	9.6	7.8
	欢聚时代	YYUS	买入	68.5	98.5	54	12月	9.2	8.9	7.6
	IGG	799HK	持有	9.29	11.00	119	12月	8.5	8.5	7.9
	汇量科技	1860HK	买入	3.37	4.97	52	12月	21.6	10.8	6.2
	同程艺龙	780HK	买入	14.80	19.71	307	12月	24.0	16.7	12.9
教育	睿见教育	6068HK	买入	4.09	5.30	84	8月	23.1	17.6	14.8
	卓越教育	3978HK	买入	2.51	3.70	21	12月	12.7	10.8	8.0
	中国新华教育	2779HK	买入	2.53	3.71	41	12月	N/A	12.1	10.3
	希望教育	1765HK	买入	1.05	1.65	70	12月	16.2	13.3	10.4
银行	工商银行	1398HK	买入	5.60	7.60	22,031	12月	6.1	5.8	5.4
	建设银行	939HK	买入	6.20	9.30	15,666	12月	5.5	5.2	4.8
	农业银行	1288HK	买入	3.36	5.30	14,369	12月	5.0	4.8	4.6
	中国银行	3988HK	买入	3.25	5.20	12,001	12月	5.0	4.6	4.2
	中信银行	998HK	买入	4.45	5.90	2,897	12月	4.4	4.3	3.9
	交通银行	3328HK	持有	6.14	6.40	4,805	12月	5.8	5.5	5.2
	民生银行	1988HK	持有	5.70	6.20	2,934	12月	3.6	3.9	4.0
	中国光大银行	6818HK	买入	3.54	4.60	2,184	12月	5.0	4.9	4.5
	中原银行	1216HK	持有	2.12	2.58	426	12月	8.7	8.3	7.3
券商	中信证券	6030HK	买入	14.28	21.80	2,574	12月	15.9	12.4	10.8
	广发证券	1776HK	持有	8.94	13.70	1,024	12月	10.8	8.3	7.0
	HTSC	6886HK	买入	12.42	18.60	1,595	12月	13.7	10.9	9.4
	中金公司	3908HK	持有	14.24	18.90	597	12月	15.5	12.9	10.6
	中国银河	6881HK	持有	4.21	4.80	897	12月	15.1	10.3	8.6
	中信建投证券	6066HK	持有	5.56	8.20	1,737	12月	11.7	8.7	7.5
保险	中国太保	2601HK	买入	29.00	40.52	3,261	12月	12.5	10.5	9.0
	中国人寿	2628HK	买入	18.20	25.69	7,529	12月	39.8	13.3	11.3
	众安在线	6060HK	持有	22.40	28.18	329	12月	亏损	亏损	亏损
	中国太平	966HK	买入	20.15	30.25	724	12月	9.4	8.1	7.2
	新华保险	1336HK	买入	36.40	47.37	1,598	12月	12.3	9.9	9.0
	中国人民保险	1339HK	买入	3.08	4.22	3,920	12月	8.8	8.3	7.9
	中国财险	2328HK	持有	8.47	9.19	1,884	12月	10.5	9.0	8.3

(下頁續)

附錄3：招銀國際研究部覆蓋股份(續上頁)

行业	公司名称	代码	评级	收市价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	市值(亿元) (当地货币)	年结	市盈率		
								FY0	FY1	FY2
其他金融	国银租赁	1606 HK	持有	1.70	1.90	215	12月	7.4	6.8	5.9
	中银航空租赁	2588 HK	持有	65.35	62.80	454	12月	9.4	8.3	7.6
	合和公路基建	737 HK	买入	3.75	5.21	116	12月	16.5	13.2	12.1
机械及设备	潍柴动力	2338 HK	买入	11.92	16.20	1,027	12月	12.1	10.3	9.6
	中国重汽	3808 HK	买入	14.86	18.00	410	12月	11.7	8.7	8.4
	中国龙工	3339 HK	持有	2.08	2.75	89	12月	6.6	6.2	5.6
	三一国际	631 HK	买入	2.85	4.52	88	12月	30.6	12.3	8.5
	中联重科	1157 HK	买入	4.59	5.83	456	12月	14.6	11.6	9.9
	兴达国际	1899 HK	卖出	2.10	1.95	31	12月	9.5	11.3	10.6
	津上机床中国	1651 HK	买入	7.87	13.30	30	3月	11.9	9.5	8.0
新能源/公用	保利协鑫能源	3800 HK	持有	0.48	0.56	87	12月	3.8	68.1	7.4
	协鑫新能源	451 HK	持有	0.25	0.33	48	12月	N/A	7.6	4.4
	信义光能	968 HK	持有	4.30	4.00	346	12月	14.9	12.7	9.7
	龙源电力	916 HK	买入	4.95	6.90	398	12月	8.7	7.5	6.9
	华能新能源	958 HK	买入	2.12	2.80	224	12月	6.3	5.7	5.1
	金风科技	2208 HK	持有	8.25	9.25	512	12月	8.5	8.0	7.0
	华电福新	816 HK	买入	1.51	2.00	127	12月	5.4	4.6	4.1
	伟能集团	1608 HK	买入	2.90	4.16	74	12月	22.4	25.8	16.5
	新天绿色能源	956 HK	买入	2.09	3.20	78	12月	5.4	4.4	3.9
	天伦燃气	1600 HK	买入	7.99	10.76	79	12月	16.8	10.3	5.2
非必需消费	大众公用	1635 HK	持有	3.01	4.15	214	12月	16.2	15.2	14.4
	普拉达	1913 HK	持有	22.00	24.84	563	12月	30.8	22.4	22.9
	都市丽人	2298 HK	买入	2.14	3.10	48	12月	9.7	8.1	6.8
	好孩子国际	1086 HK	买入	1.80	4.27	30	12月	12.3	8.4	6.7
	荣威国际	3358 HK	买入	3.45	3.97	37	12月	10.9	8.7	6.3
	安踏体育	2020 HK	买入	48.00	52.00	1,289	12月	27.1	21.7	17.7
	大家乐	341 HK	买入	19.26	23.93	113	3月	24.4	21.8	20.1
	海底捞	6862 HK	买入	27.60	34.56	1,463	12月	76.4	44.5	33.6
	波司登	3998 HK	买入	1.95	2.45	209	3月	28.9	19.9	14.3
	李宁	2331 HK	持有	12.98	11.87	299	12月	38.2	28.4	21.9
	特步国际	1368 HK	买入	3.98	6.52	99	12月	11.6	10.4	9.2
	江南布衣	3306 HK	买入	13.56	17.22	70	6月	12.6	11.0	9.6
医药	中国利郎	1234 HK	买入	6.96	11.89	83	12月	9.5	8.0	7.0
	石药集团	1093 HK	买入	12.64	20.80	788	12月	21.6	17.4	14.1
	三生制药	1530 HK	买入	12.78	16.60	324	12月	32.0	23.9	18.9
	中国中药	570 HK	买入	4.14	7.10	208	12月	11.9	10.4	8.3
	绿叶制药	2186 HK	持有	5.90	7.70	193	12月	16.8	15.1	13.4
	东阳光药	1558 HK	持有	38.70	41.20	175	12月	22.3	19.0	16.7
	神威药业	2877 HK	买入	6.99	14.30	58	12月	11.0	9.1	7.5
	康臣药业	1681 HK	买入	5.23	8.40	46	12月	8.3	7.7	6.8
	昊海生物科技	6826 HK	买入	44.45	66.50	71	12月	13.5	11.0	9.1
	瑞慈医疗	1526 HK	买入	1.33	2.80	21	12月	16.3	12.7	8.2
	康华医疗	3689 HK	买入	5.70	13.10	19	12月	9.5	8.0	6.9
	香港医思医疗	2138 HK	买入	5.27	6.27	52	3月	18.5	16.2	13.6
必需消费	爱康医疗	1789 HK	买入	3.85	6.30	40	12月	23.7	23.7	17.4
	万洲国际	288 HK	买入	7.06	10.70	1,038	12月	12.7	10.1	9.3
	中国旺旺	151 HK	买入	5.59	7.40	694	3月	19.3	17.4	15.9

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年5月31日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價于未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。