

10月港股策略報告

波動市況，消息主導

摘要： 港股於10月份往績波動，幾次股災令人印象深刻，但10月份平均回報反而是最高，同時亦是最波動。適逢今年10月有多項重要因素左右市場，包括中美經貿磋商、香港社會事件、英國脫歐等，相信再次出現波動10月的機率不低。宏觀不明朗因素較多下，消息將主導市場方向，料恒指波動中偏弱，盈利能見度高的行業可望跑贏大市。

- **中美消息主導市場。** 中美將於本月10及11日在華盛頓舉行高級別經貿磋商，估計較樂觀的結果是即將上調的關稅獲延後或擱置，但更多成果料至少要等11月在智利舉行的亞太經合峰會上習特會面才有望達成。但貿易戰未止，市場又憂慮金融戰。有報道指美國初步討論限制美國投資者進入中國市場，於經貿磋商前夕傳出此消息，難免令人對達成貿易協議的預期降溫，並限制中資股的估值向上重估的空間。另外，美國議員提出的《香港人權及民主法案》，最快將於本月於參眾兩院表決。對於此法案，中國外交部聲言會回擊。
- **中國經濟、港股盈利初步回穩。** 中國9月官方及財新製造業PMI均勝預期，同時恒指企業盈利有初步回穩跡象，於9月底較8月底調高0.8%。但此兩項仍相當受上述的宏觀消息影響。換言之，假如中美貿易磋商無功而回、關稅如期於10月中調高，難免打擊企業信心及盈利前景，則PMI及恒指盈利仍有下調壓力。
- **北水南下料持續。** 內地資金通過“港股通”南下港股的金額，於8月份急升至697億港元，創2018年1月以來最高水平。比較A/H股溢價，發覺當A股溢價較高時，南下資金往往較多。目前A股較H股溢價29%，屬偏高水平，單以此標準看，H股目前對內地投資者吸引力較大，料可繼續獲得港股通南下資金買入。
- **英國脫歐限期將至。** 英國須於今年10月31日或前正式脫歐，首相約翰遜主張如期脫歐，即使是“硬脫歐”。按目前情況，有多個可能結果：10月有協議下脫歐、10月硬脫歐、延後脫歐期限、國會提前大選等。市場較憂慮的是硬脫歐，恐怕對英國以至其他歐盟國之經濟造成打擊，此情況下英國股市及英鎊匯價料受壓，若英鎊及歐元進一步貶值，意味美元強勢持續，一般不利新興市場，而人民幣兌美元勢將再添貶值壓力，利空H股。
- **技術分析：恒指失守短期及長期升軌。** 恒指於8月底已跌穿2016年初至今的長期上升軌，並出現“死亡交叉”，其後於9月上半月顯著反彈，但下半年連日回落，更跌穿短期上升軌，反映9月的反彈或僅屬超賣反彈，亦加強了死亡交叉作為中長綫弱勢之可信程度。估計恒指短期反彈阻力於升軌所在約26,500。料第四季再下試年內低位24,900。
- **投資策略：偏好盈利能見度高的行業。** 估計恒指本月之波幅稍為偏高，走勢將受消息主導。恒指目前估值雖偏低，唯在眾多風險籠罩下，缺乏大幅向上重估的催化劑。於宏觀因素不明朗的環境，相信投資者繼續偏好盈利能見度較高的行業，包括受惠基建投資增速回升的機械設備股，及周期性較低、需求穩定增長的行業，例如食品、教育、物業管理、體育服裝。

蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

朱肖煒

電話：(86) 0755-83169193

郵件：alphonsezh@cmbchina.com

恒生指數	26,092
52周高/低位	30,280/24,541
大市3個月日均成交	769億港元

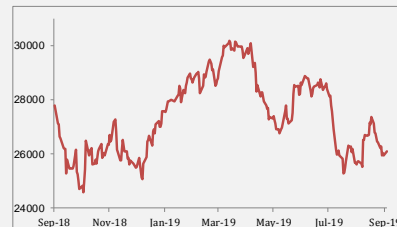
資料來源：彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1-月	1.4%	1.2%
3-月	-8.6%	-6.3%
6-月	-11.7%	-11.7%

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. [“恒指今年最低目標調低至 22200” - 2019年9月3日](#)
2. [“貿易戰升溫，高息股避險” - 2019年8月2日](#)
3. [“中美重啟磋商，防好消息沽貨” - 2019年7月2日](#)
4. [“五窮六絕，恒指下試 26,000” - 2019年6月3日](#)
5. [“貿易戰升級，測最壞情況 - 恒生指數可跌至 23,700” - 2019年5月14日](#)

目錄

這是最好的時候，也是最壞的時候	3
中美消息主導市場	3
中國經濟、港股盈利初步回穩	4
北水南下料持續	5
英國脫歐限期將至	5
技術分析	6
投資策略	6
A 股市場觀點 - 關注經貿磋商及三季報	9
附錄 1：恒生指數成份股估值	12
附錄 2：恒生國企指數成份股估值	13
附錄 3：招銀國際研究部覆蓋股份	14

這是最好的時候，也是最壞的時候

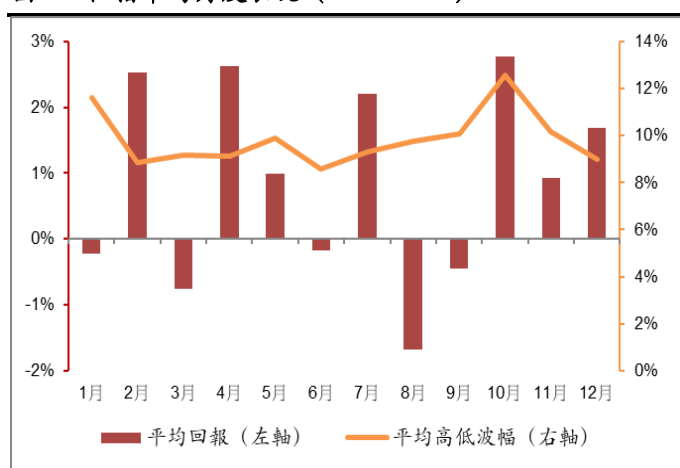
10月向來波動

香港股市於10月份往績波動，幾次股災尤其令人印象深刻，1987、1997、2008年10月都暴跌兩成多至四成多。不過，以近30年平均回報計，10月反而是最佳月份，平均上升2.77%。以月度高低波幅計，10月亦最波動，平均波幅12.6%，其餘月份平均僅為9.6%（圖1）。

美國股市亦往往於10月較波動。俗稱“恐慌指標”的VIX指數平均於10月較其他月份高，其平均月內高位尤其突出（圖2），反映10月份較多出現異常波動的市況。

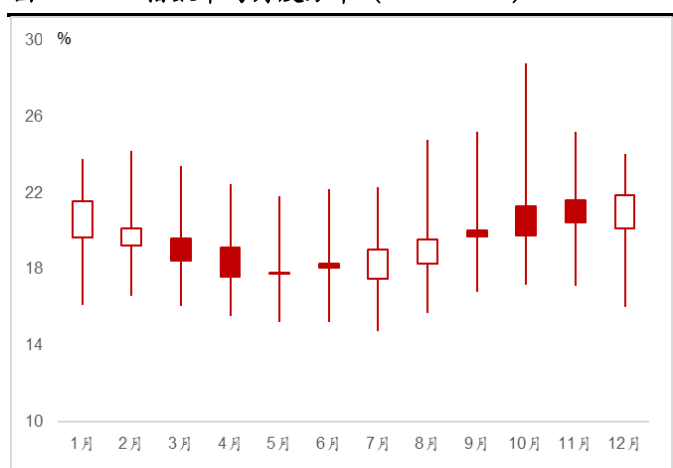
適逢今年10月有多項重要因素左右市場，包括中美經貿磋商、香港社會事件、英國脫歐等，相信再次出現波動10月的機率不低。

圖1：恒指平均月度表現（1989-2019）



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖2：VIX指數平均月度分布（1992-2019）



資料來源：彭博、招銀國際證券

中美消息主導市場

第13輪經貿磋商

外媒報道，中美將於10月10日及11日在美國華盛頓舉行第13輪高級別經貿磋商。我們於上月的策略報告指出：“基準情形下，我們預計今年內中美兩國難以達成較為全面的協議。樂觀情形下，可能會在局部的領域（如部分品類商品或行業）達成關稅和解。”目前維持此看法，而對於10月份的磋商，較樂觀的結果是美國原訂於10月15日起上調中國貨關稅（約2,500億美元貨值，稅率由25%增至30%）會延後或擱置，但更多成果料至少要等11月在智利舉行的亞太經合峰會(APEC)上習特會面才有望達成。

演變成金融戰?

貿易戰尚未止息，市場又憂慮戰線擴至金融領域。9月底彭博報道，美國政府初步討論限制美國投資者進入中國市場，選項包括限制美國養老基金買中資股，及將中國公司從美國交易所退市。其後美國財政部發言人指，美國政府目前沒計劃阻止中國企業在美上市。但財

政部並無排除上述政策的可能性。假設彭博的報道屬實，縱使美國政府僅在初步討論階段，料不會於短期內發動金融戰，但於經貿磋商前夕傳出此消息，難免令投資者對達成貿易協議的預期降溫，並限制中資股的估值向上重估的空間。

香港法案

另一個可能影響中美關係的因素是香港。美國國會議員提出的《香港人權及民主法案》，於9月底獲參議院外交關係委員會和眾議院外交事務委員會通過，最快將於10月份於參眾兩院表決，若通過及獲總統簽署便會成為法律。法案其中一項要求為美國國務卿須於180天內及其後每年向美國國會作證，匯報香港是否應繼續獲美國給予特別待遇。對於此法案，中國外交部聲言會回擊。

中國經濟、港股盈利初步回穩

9月製造業PMI反彈

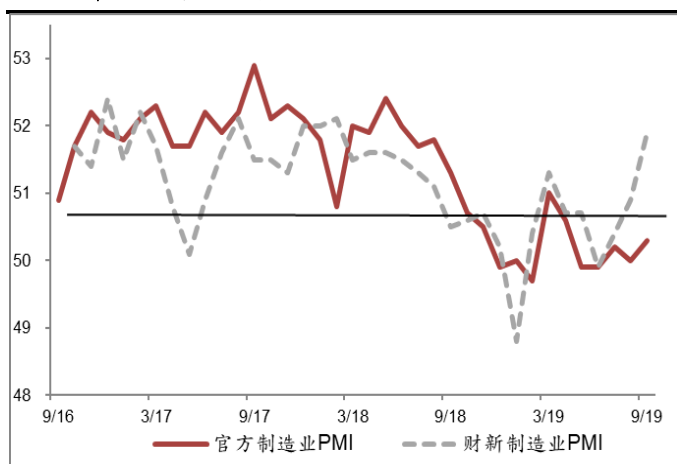
中國9月製造業採購經理指數(PMI)勝預期。官方PMI為49.8，雖仍處於榮枯線50之下，但已較上月回升0.3點，並高於市場預期的49.5。國家統計局指出，9月PMI的特點包括：生產需求雙雙擴張、外貿狀況改善、高技術製造業持續擴張、大中小型企業景氣不同程度回升、企業信心增強。財新PMI更升至51.4，較上月升1點，遠高於市場預期的50.2，連續三個月回升，為去年3月以來最高(圖3)，顯示製造業景氣度持續改善。

盈利預測環比回升

同時，企業盈利亦有初步回穩跡象。彭博綜合市場預測，恒指之2019年度預測盈利於9月底較8月底調高0.8%，但今年以來仍累計調低了4.9%(圖4)。盈利預測是否已見底，並扭轉2018年2月以來之下調趨勢，當然仍有待觀察。短期留意本月公布的H股季績。

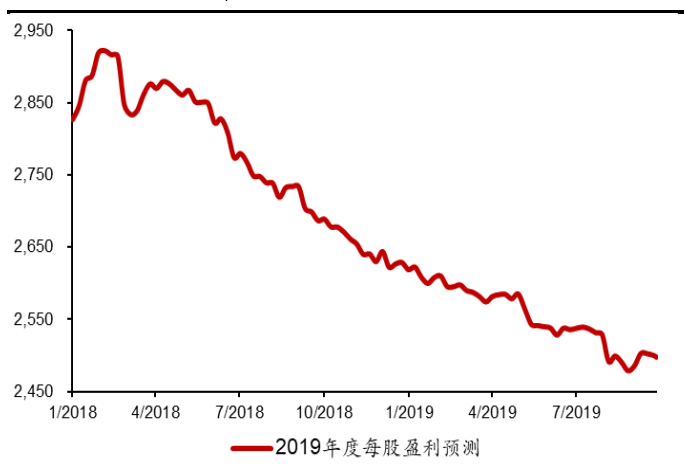
中國經濟數據及港股企業盈利初步回穩，是短期內較利好股市的因素，但此兩項仍相當受上述的宏觀消息影響。換言之，假如中美貿易磋商無功而回、關稅如期於10月中調高，難免打擊企業信心及盈利前景，則PMI及恒指盈利仍有下調壓力。

圖3：中國9月製造業PMI勝預期



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖4：恒指2019年度預測盈利初步回穩



資料來源：彭博、招銀國際證券

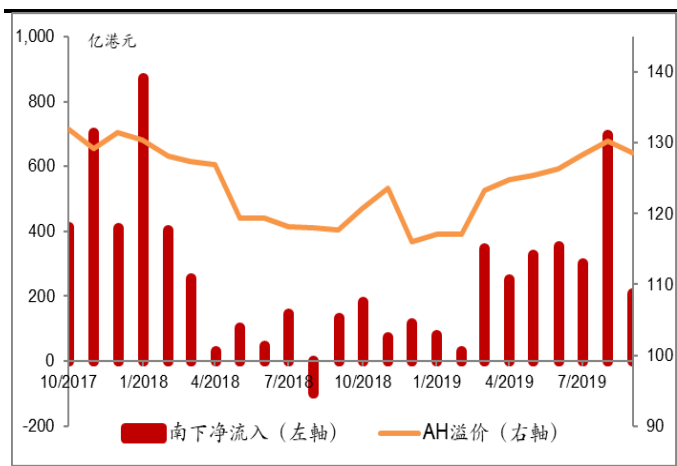
北水南下料持續

內地資金通過“港股通”南下港股的金額，於8月份急升至697億港元，創2018年1月以來最高水平（圖5）。比較A/H股溢價，發覺當A股溢價較高時（近幾年溢價通常介乎15%-35%），南下資金往往較多；相反，當溢價較低時，南下資金較小。相信一大原因是內地投資者趁H股相對A股便宜時較積極買入。

目前A股較H股溢價29%，屬偏高水平，單以此標準看，H股目前對內地投資者吸引力較大，料可繼續獲得港股通南下資金買入。

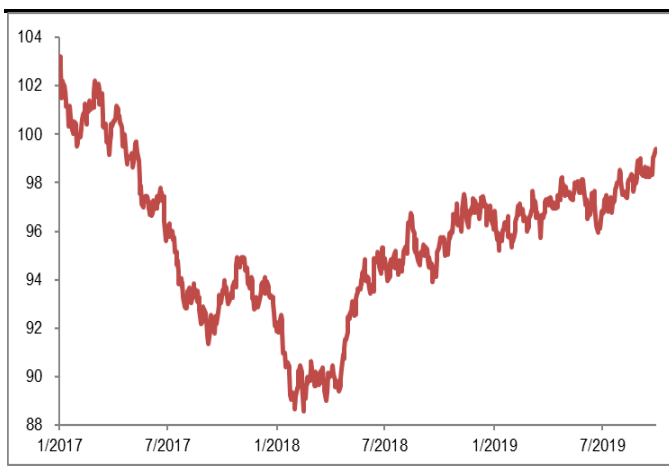
但必須指出，南下資金並非領先指標，並無預測港股後市的作用。例如2018年1月南下淨買入高達873億港元，但恒指隨即於2月見頂回落。

圖5：A股溢價高時，港股通南下資金趨升



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖6：美元指數節節上升



資料來源：彭博、招銀國際證券

英國脫歐限期將至

仍充滿變數

英國公投決定脫離歐盟已超過三年，按目前法例，今年10月31日或前須正式脫歐，現任首相約翰遜主張如期脫歐，即使是與歐盟無協議下的“硬脫歐”。但英國國會上月底通過法案，若英國與歐盟未能與10月19日前達成協議，而國會又反對硬脫歐，則首相必須向歐盟要求延期脫歐。不過，有指首相或可繞過此法案如期脫歐。按目前情況，仍有多個可能結果：10月有協議下脫歐、10月硬脫歐、延後脫歐期限、國會提前大選等。

市場較憂慮的是硬脫歐，恐怕對英國以至其他歐盟國之經濟造成打擊，此情況下英國股市及英鎊匯價料受壓，歐洲大陸股市及歐元兌美元亦料有相對小幅下行壓力。對港股而言，有較多英國業務或英鎊資產之股份受直接影響，例如滙豐(5 HK)、電能(6 HK)、長江基建(1038 HK)，大市則料受累環球避險需求上升及美元相對強勢。若英鎊及歐元進一步貶值，意味美元強勢持續（圖6），一般不利新興市場，而人民幣兌美元勢將再添貶值壓力，利空H股。

技術分析

恒指失守短期及長期升軌

經過8月份急跌後，恒生指數於8月底出現“死亡交叉”- 50天平均線跌穿250天平均線，其後於9月上半月顯著反彈，但於250天移動平均線遇阻，下半月連日回落，更跌穿短期上升軌（圖7），反映9月的反彈或僅屬超賣反彈，亦加強了死亡交叉作為中長綫弱勢訊號之可信程度。估計恒指短期反彈阻力於升軌所在約26,500。

恒指於8月已跌穿2016年初至今的長期上升軌，雖於9月曾重回其上，但現時再失守，再次確認中長綫轉弱（圖8），料第四季再下試年內低位24,900以至去年底低位24,541。

圖7：恒指跌穿短期升軌，反彈浪告終



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖8：恒指跌穿長期升軌



資料來源：彭博、招銀國際證券

投資策略

偏好盈利能見度高的行業

10月份是傳統波動月份，港股正面對中美磋商、香港社會事件、英國脫歐等不明朗因素，估計本月之波幅亦會稍為偏高，恒指走勢將受消息主導。恒指目前之2019年預測市盈率約10.5倍，接近七年平均減一個標準差，估值雖偏低，唯在上述風險籠罩下，缺乏大幅向上重估的催化劑。同時，恒指之技術走勢亦已轉弱，先後跌穿長期及短期上升軌。另一方面，猶幸內地製造業數據及恒指預測盈利有初步回穩跡象，加上全球主要央行政策傾向寬鬆，以及北水南下料維持淨買入，有助限制港股短期內之下跌空間。

於宏觀因素不明朗的環境，相信投資者繼續偏好盈利能見度較高的行業，包括1) 政策支持的行業，例如受惠基建投資增速回升的機械設備股，及2) 周期性較低、需求穩定增長的行業，例如食品、教育、物業管理、體育服裝股。

以下兩頁列出招銀國際分析員對覆蓋行業的中短期觀點。

圖 9：招銀國際分析員的行業中短期觀點

行業	評級	評論
機械及設備	優於大市	工程機械 8 月份銷售增長開始改善，預期 9 月份的需求將繼續好轉。我們相信四季度在基建投資增速回升拉動下，總體工程機械需求將進一步上升。重點看好中聯重科(1157 HK / 000157 CH, 買入)及三一重工(600031 CH, 未評級)等大型主機廠，以及關鍵零部件製造商恆立液壓(601100 CH, 未評級)，主要由於市場份額持續提升。另外，煤炭開採固定資產投資增速加快，繼續看好三一國際(631 HK, 買入)。
互聯網	優於大市	近期板塊受外圍市場環境、內容監管等不確定性因素影響，波動較大。我們預計板塊 10 月關注點在於國慶後政策變化，基本面層面投資邏輯及看好觀點維持不變。板塊偏好依舊首選電商/本地生活，受益於消費刺激政策、下沉市場增量、及成本控制，首選阿里巴巴(BABA US, 買入)和拼多多(PDD US, 買入)。此外，建議關注前期回調過多、估值低位、或受益於內容監管放鬆的泛文娛標的，如陌陌(MOMO US, 買入)，歡聚時代(YEY US, 買入)，鬥魚(DOYU US)。
教育	優於大市	希望教育(1765 HK)最新公布了 2019/20 學年新生人數 48,789 人，同比增長 23%，2019/20 學年內生部份總學生人數淨增長超過一萬人，加上年內併購的四個項目，我們預計未來兩年每股盈利年增複合增長率 31%，較行業平均增長 24% 高，公司目前仍處於淨現金，可以繼續進行併購驅動增長。維持看好高等教育行業，行業估值 FY20E 11.9 倍 P/E，低於歷史平均的 16.5 倍，行業最大催化劑是民促法最終稿落地。
銀行	優於大市	9 月 27 日國務院金融委會議指出要進一步深化政策性金融機構改革，加快構建商業銀行資本補充長效機制，重點支持中小銀行補充資本，進一步擴大金融業雙向開放。我們認為增加逆周期調節並保持流動性合理充裕仍是貨幣政策的主基調。目前 A/H 股銀行 P/B 為 0.77 倍 / 0.68 倍，較低的估值已充分反映息差收窄的預期和宏觀經濟放緩造成的潛在資產質量壓力。我們繼續看好零售業務突出的中型股份制銀行，首選平安銀行(000001 CH)和光大銀行(6818 HK)。
保險	優於大市	8 月份險企保費增速較為穩健。9 月份隨大市起伏，內險股估值繼續低迷，對應 2019 年末的平均 P/EV 不到 0.5 倍，安全邊際較高。中國太保(2601 HK)擬發行 GDR，引發市場對於發行價格可能會有折讓以及日後轉股給 A 股帶來攤薄等憂慮，我們認為投資者或許過慮短期風險，中長期而言，GDR 發行有助於推動公司國際化進程。目前的超跌提供了買入時機。
券商	優於大市	10 月末券商即將披露三季報，三季度市場成交有所反彈，加之去年低基數因素，行業業績增長確定性較高。下一步，預計更多深化資本市場改革的措施將逐步落地，利好行業長期增長。目前券商板塊估值依然處於歷史較低水平；在當前市場情緒尚未穩固情況下，我們仍建議選擇收入結構均衡、優先受惠中國資本市場結構性改革的龍頭券商，中信証券(6030 HK, 買入)及中金公司(3908 HK, 買入)。
科技硬件	同步大市	我們認為科技產業鏈於 4Q19 將正式進入 5G 快速成長期，全球 5G 終端設備量在今年前 9 個月迅速增長，目前全球已發布超過 130 款 5G 終端。同時，我們預期國內 5G 網絡將於 10 月正式啟動商用，5G 網絡與終端設備有望持續放量，帶來天綫、射頻、PCB、攝像頭產業鏈的投資機會。我們預計下半年 5G 將帶動業績和估值提升，上市公司如舜宇光學(2382 HK)、鴻騰精密(6088 HK)和立訊精密(002475 CH)等將受益於 5G 升級和新增需求，我們相信近期回調是買入時機。
醫藥	同步大市	9 月 24 日帶量採購全國擴面談判完成，仿製藥在原 4+7 價格上平均下降 25%，部分競爭充分品種降幅超 50%，降價幅度超市場預期。龍頭藥企中，中生製藥(1177 HK)和翰森製藥(3692 HK)影響較大，中生受影響品種收入占比 28%，翰森受影響品種收入占比 47%，預計短期股價受壓。長期我們仍然看好研發管綫強勁、創新藥和高端製劑布局充分的公司，如中生製藥，恒瑞醫藥(600276 CH)和石藥(1093 HK, 買入)。

資料來源：招銀國際研究

圖 9：招銀國際分析員的行業中短期觀點(續上頁)

行業	評級	評論
房地產	同步大市	9月的房屋銷售仍然淡靜，房屋政策未見放寬。但房價仍然穩定，未見大幅變化。購房者比較審慎，觀望未來經濟變化，房貸利率新規在10月8日實施，但料息口變動不大，主要是能否取得房貸額度。個股方面，估值偏低，但缺乏催化劑。我們首選股份仍是雅居樂(3383 HK)、世茂(813 HK)及中海宏洋(81 HK)。
必需消費	同步大市	中國8月份母豬存欄數環比跌幅維持在9%，同比跌幅擴大至37%，但國務院關稅委員會於8月15日宣布提高美國豬肉進口關稅5-10%，限制了美國豬價漲升幅，觀望10月中美貿易會談後會否有利好消息。在肉製品噸均利潤改善下，預期萬洲(288 HK)中國市場三季度業績較上半年明顯改善，現時估值便宜，FY19E 市盈率10.9倍，股息率4.1%。
非必需消費	同步大市	雖然8月份中國零售銷售增長(撇除汽車)達到9.3%，對比7月沒再轉差，但我們依然認為中美互增關稅，以及中國經濟增長放緩(今年以來工業利潤仍然是下跌的)，國內消費意慾必然下滑。所以即使目前市盈率相當之低，只有13.7倍(七年平均是在17.1倍)，近七年低位，我們對10月以及下半年行業的看法還是不樂觀。只推薦自身升級所帶來超預期成長的公司，如李寧(2331 HK)，波司登(3998 HK)，海底撈(6862 HK)，以後或有望受惠國家政策的家電公司，如海爾(1169 HK)和美的(000333 CH)。其他行業，如奢侈品、香港零售、旅遊、百貨等都強烈建議避開。
太陽能	同步大市	光伏製造板塊在今年前三季度隨行業復蘇累積顯著升幅，目前在估值方面偏較高景氣區間。踏入四季度，我們認為市場關注1)潛在的政策風險是否影響平價及競價項目的新增裝機需求釋放；2)對於2020年海外市場訂單的顯現；以及3)短期需求釋放能否進一步推動產業鏈價格上漲。我們認為目前上述三項關注點仍具備較高不確定性，導致市場在現階段估值基礎上表現得較為謹慎。我們建議跟踪龍頭企業的訂單狀況，以驗證光伏製造企業的產能和訂單釋放狀態，對未來的盈利上升潛力作進一步確認。我們維持對於隆基股份(601012 CH)作為板塊首選股份，同時建議關注行業上游估值便宜的多晶硅製造企業。
風電	同步大市	中報後風電運營商的股價表現仍呈一片疲態，除華能新能源(958 HK)因宣布私有化帶來一定股價刺激外，我們認為風電運營商任然受制於潛在政策的影響，包括1)電價進一步市場化改革，由標杆電價轉變為基準電價+浮動機制；以及2)補貼政策由名錄審批下放權限至電網將擴大補貼領取範圍。我們認為市場對於未來基準電價下調帶來存量項目補貼需求增加有所擔憂，同時擴大後的補貼項目將與已納入名錄的存量風電項目擠占補貼資源，帶來潛在的補貼現金流萎縮。在目前補貼資金不足背景下，我們認為具備後發優勢及進行多元化布局的企業更具短期股價潛力，我們偏好新天綠色能源(956 HK)。
交通運輸	同步大市	下半年，隨著中美貿易摩擦對公商務航旅客心理影響的邊際改善，以及國慶、宏觀政策刺激消費等利好，預計需求將在十一後釋放。目前行業估值吸引，下半年匯率展望平穩，但是油價短期波動，首選國航(753 HK)和吉祥(603885 CH)。
汽車	同步大市	根據以往經驗，“金九銀十”一般為傳統汽車銷售旺季。但從9月份高頻數據來看，行業整體銷售仍處於下行通道。我們看到國家9月份起在宏觀層面推出鼓勵汽車消費的相關政策，這有助於行業的估值修復。我們預計國家將會在4季度或明年初會推出相關具體措施，從而刺激行業的業績恢復。我們首選股是廣汽集團(2238 HK)和吉利汽車(175 HK)。

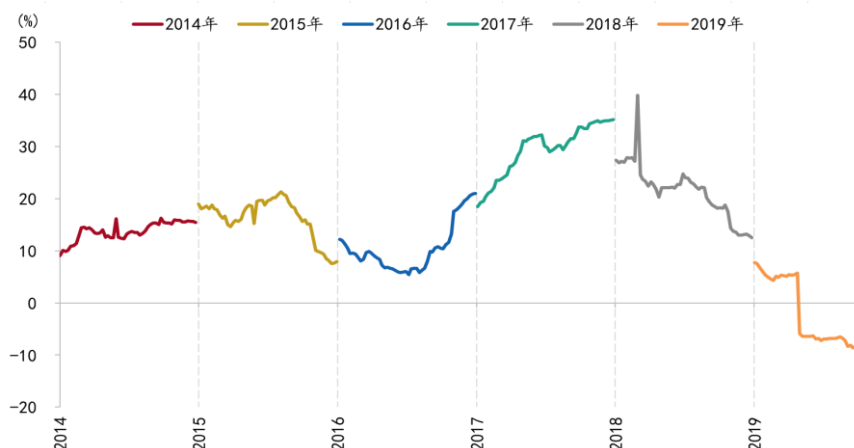
資料來源：招銀國際研究

A 股市場觀點 - 關注經貿磋商及三季報

朱肖煒 (+86 0755-83169193)

從指數走勢看，9月以來A股板塊普漲。截止9月26日，中證紅利、上證50、滬深300、中證500、中小板指、創業板指分別上漲0.74%、1.93%、1.09%、1.71%、1.81%、0.80%。從市場對A股淨利潤同比增速預測情況來看，9月預測仍處負區間，反映出當前市場對企業盈利改善的預期壓力仍存。

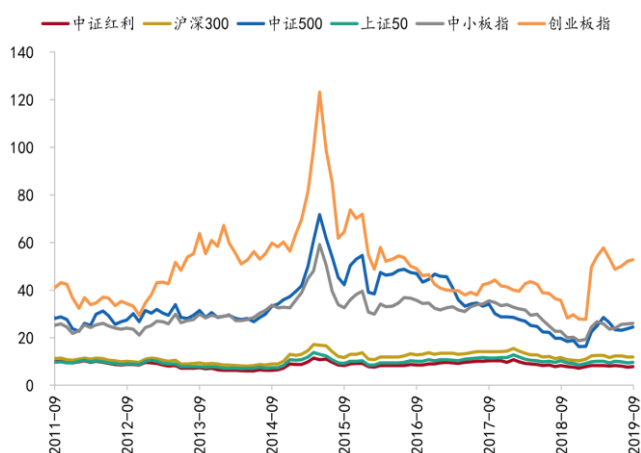
圖 10: A 股淨利潤同比增速預測



資料來源: Wind、招商銀行研究院

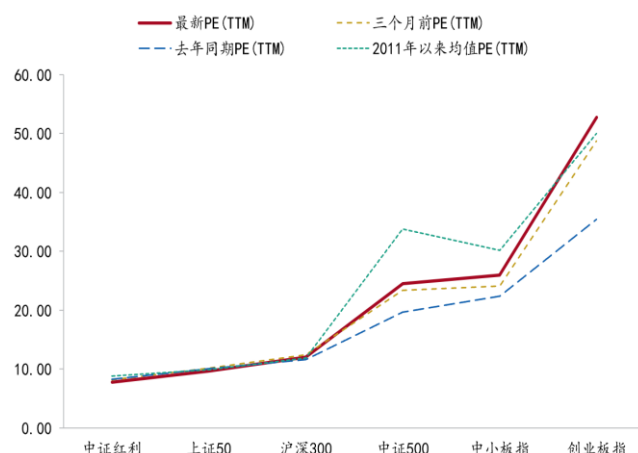
從股市估值上看，9月以來各板塊估值表現不一。截止9月末，比三個月前，中證500、中小板指及創業板指顯著上行；比去年同期、2011年以來均值，創業板指估值上行顯著。

圖 11: 9月各板塊估值走勢



資料來源: Wind、招商銀行研究院

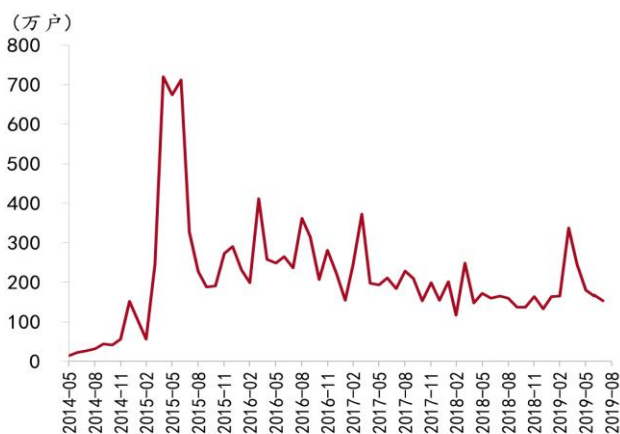
圖 12: 各大指數估值曲線



資料來源: Wind、招商銀行研究院

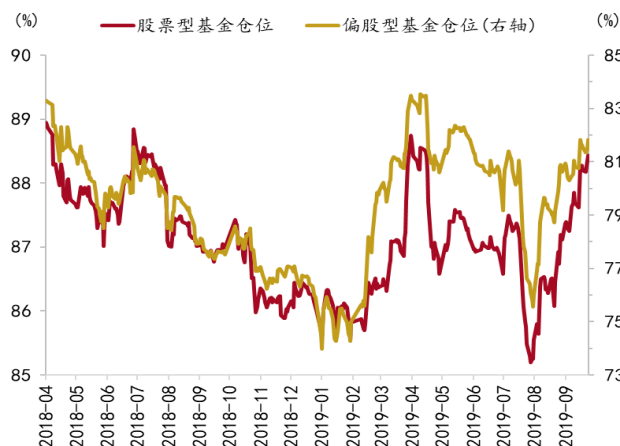
從市場情緒上看，新開戶數小幅下降，股票、偏股公募基金倉位顯著回升、A股成交額與換手率較上月漲跌不一。截止9月26日，A股8月新開戶為153萬戶，較上月減少15萬戶。股票、偏股公募基金倉位分別為88.43%、81.82%，較上月末回升1.31pct、1.19pct。股市成交額為0.83萬億，較上月下降0.22萬億。換手率為1.98%，較上月下降0.70pct。

圖 13: A股新開戶情況



資料來源: Wind、招商銀行研究院

圖 14: 股票、偏股公募基金估算倉位



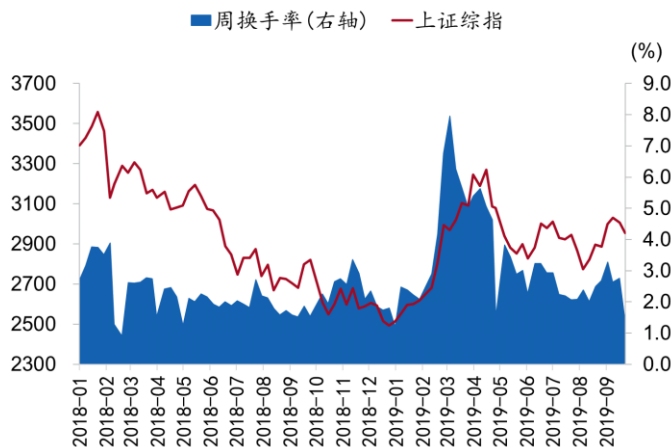
資料來源: Wind、招商銀行研究院

圖 15: 9月A股成交額較上月下降



資料來源: Wind、招商銀行研究院

圖 16: 9月A股換手率較上月下降



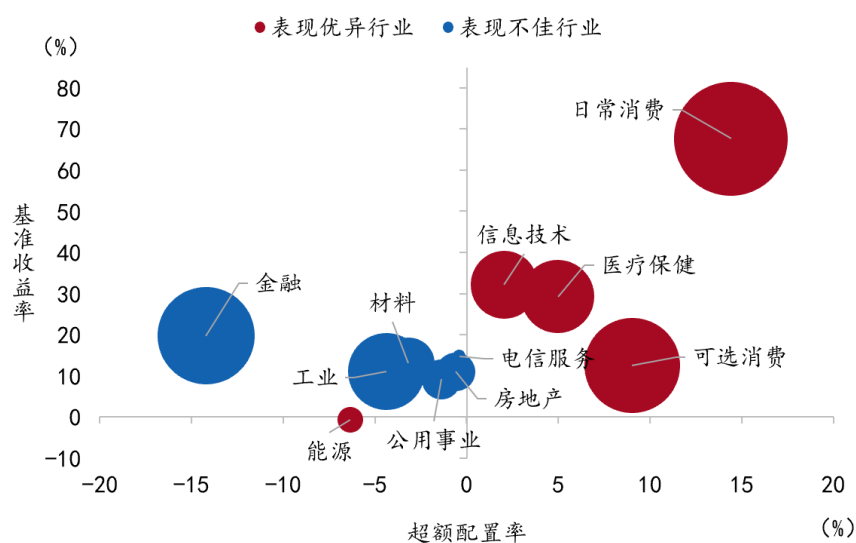
資料來源: Wind、招商銀行研究院

9月推出了一系列的促進資本市場對外開放的政策: 9月10日, “深改12條”強調要加快推進資本市場高水平開放, 同日, 國家外匯管理局宣佈取消QFII和RQFII投資額度限制。同時9月富時指數把中國A股的納入因子由5%提升至15%, 11月MSCI會把所有中國大盤A股納入因子從15%增加至20%。這表明我國資本市場國際化之路愈走愈寬, 投資者結構將更豐富。

從外資配置情況看，我們通過將其與上證綜指的成分對比來進行歸因分析。結果顯示，相比上證綜指，北上資金超額配置了日常消費、可選消費、醫療保健和信息技術，而金融、工業等行業的配置比例低於上證綜指。

今年以來，消費、醫療與信息技術的強勁表現為北上資金的配置帶來了顯著的資產配置收益，特別是日常消費行業帶來了 9.76% 的資產配置收益。相反，金融、工業等低配行業的資產配置收益較弱。總體來看，北上資金的行業配置能力較強，超額配置最多的日常消費行業正是 2019 年前 8 個月漲幅最大的行業。

圖 17：外資較強的資產配置收益源於超配消費、醫療保健、信息技術



資料來源：Wind、招商銀行研究院

展望後市，近期需關注 10 月中旬中美經貿磋商情況，以及 10 月上市公司三季報情況。前瞻性的看，三季度 A 股盈利或仍處弱勢，但中長期來看，隨著改革政策的多措並舉、逆週期調節政策的持續推進將對沖經濟下行壓力、企業盈利在四季度有望企穩回升、市場逐步適應中美博弈的新常態、股市投資者結構變得更為多元化等多方面因素影響下，股市的積極表現可期。策略上看，可保持關注科技與消費板塊中的績優、龍頭標的。

風險提示：上市公司業績超預期下行風險；中美博弈升級風險；外圍市場大幅調整風險。

附錄 1: 恒生指數成份股估值

恒生指數	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		48.8%										
匯豐控股	5	10.4%	60.40	11.3	10.7	10.7	0.92	0.92	0.90	6.6%	6.6%	6.6%
友邦保險	1299	9.7%	74.05	23.7	18.1	15.6	2.29	2.41	2.18	1.5%	1.8%	2.1%
建設銀行	939	7.5%	5.98	5.3	5.1	4.9	0.69	0.65	0.60	5.6%	5.9%	6.2%
工商銀行	1398	4.5%	5.25	5.7	5.5	5.3	0.73	0.69	0.63	5.2%	5.5%	5.7%
中國平安	2318	5.9%	90.05	10.0	9.7	9.4	2.39	2.22	1.89	2.1%	2.8%	3.2%
中國銀行	3988	2.9%	3.08	4.6	4.5	4.3	0.52	0.50	0.46	6.6%	6.8%	7.1%
香港交易所	388	3.2%	230.0	30.3	29.9	26.7	6.56	6.67	6.39	2.9%	3.0%	3.4%
中國人壽	2628	1.6%	18.16	14.6	10.2	11.2	1.27	1.27	1.17	1.0%	3.5%	3.5%
恒生銀行	11	1.5%	169.0	12.8	12.7	12.5	2.01	1.90	1.78	4.4%	4.8%	5.1%
中銀香港	2388	1.1%	26.60	8.7	8.5	8.2	0.96	0.98	0.91	5.5%	5.7%	6.0%
交通銀行	3328	0.5%	5.12	4.6	4.6	4.4	0.53	0.50	0.46	6.1%	6.7%	6.9%
資訊科技		11.1%										
騰訊控股	700	9.9%	330.2	32.0	30.1	24.8	7.42	6.79	5.42	0.3%	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.3%	41.5	16.5	18.8	14.9	2.50	2.30	2.11	3.3%	2.7%	3.0%
舜宇光學科技	2382	1.0%	115.2	41.9	33.7	24.4	11.53	9.61	7.27	0.5%	0.9%	1.3%
地產		11.1%										
長實集團	1113	1.6%	53.10	6.4	6.8	7.8	0.59	0.57	0.54	3.6%	4.0%	4.4%
新鴻基地產	16	1.5%	112.8	7.3	9.3	8.8	0.58	0.56	0.54	4.4%	4.7%	4.9%
領展房產基金	823	2.1%	86.45	9.0	29.6	27.3	0.97	0.96	0.95	3.1%	3.4%	3.7%
中國海外發展	688	1.1%	24.65	5.8	5.9	5.1	0.89	0.85	0.75	3.7%	4.5%	5.3%
碧桂園	2007	0.9%	9.93	5.2	4.7	4.2	1.50	1.28	1.04	5.4%	6.6%	7.5%
九龍倉置業	1997	0.6%	42.80	8.8	12.7	12.4	0.58	0.58	0.57	7.4%	5.1%	5.2%
華潤置地	1109	1.1%	32.85	7.3	8.8	7.5	1.44	1.33	1.18	3.5%	4.0%	4.8%
新世界發展	17	0.7%	10.18	5.7	12.2	11.3	0.47	0.44	0.43	5.0%	5.1%	5.2%
恒基地產	12	0.6%	36.50	7.5	11.1	10.6	0.56	0.55	0.54	4.5%	4.9%	5.1%
信和置業	83	0.4%	11.78	11.5	15.5	7.8	0.55	0.53	0.50	4.7%	4.8%	5.3%
恒隆地產	101	0.4%	17.80	11.6	17.2	16.1	0.58	0.57	0.56	4.2%	4.2%	4.4%
電訊		5.2%										
中國移動	941	4.6%	64.85	11.2	10.9	10.9	1.12	1.09	1.05	4.7%	4.8%	4.8%
中國聯通	762	0.6%	8.32	20.8	18.0	13.2	0.73	0.70	0.68	1.8%	2.2%	2.9%
能源		5.5%										
中國海洋石油	883	2.5%	11.96	8.5	8.7	8.6	1.13	1.10	1.03	6.4%	5.7%	5.7%
中國石化	386	1.4%	4.66	10.0	8.3	8.0	0.71	0.70	0.68	9.9%	7.9%	8.0%
中國石油	857	1.0%	4.03	12.5	11.9	11.1	0.55	0.54	0.53	1.8%	4.6%	4.8%
中國神華	1088	0.6%	15.74	6.5	6.7	6.8	0.84	0.80	0.74	6.1%	6.1%	6.0%
公用		5.0%										
中電控股	2	1.8%	82.35	40.0	21.5	17.0	2.00	1.84	1.78	3.7%	3.8%	3.9%
香港中華煤氣	3	1.8%	15.28	30.7	30.9	28.9	4.12	3.89	3.75	2.1%	2.4%	2.5%
電能實業	6	0.9%	52.65	15.4	15.4	15.3	1.36	1.34	1.32	5.3%	5.3%	5.4%
長江基建集團	1038	0.5%	52.75	12.7	12.2	12.0	1.30	1.13	1.10	4.6%	4.7%	4.9%
綜合類		3.3%										
長和	1	2.2%	69.20	6.8	6.7	6.3	0.60	0.55	0.52	4.6%	4.7%	5.0%
中信股份	267	0.7%	9.90	5.4	5.4	5.1	0.50	0.48	0.45	4.1%	4.3%	4.8%
太古股份	19	0.4%	72.95	6.1	12.0	10.6	0.40	0.39	0.38	4.1%	4.6%	5.0%
消費品		5.9%										
吉利汽車	175	0.8%	13.30	11.0	12.5	10.0	2.37	2.10	1.80	2.5%	1.8%	2.2%
石藥集團	1093	0.9%	15.74	25.9	22.2	18.2	5.43	4.90	4.10	1.1%	1.5%	1.8%
中洲國際	2313	0.9%	102.40	29.3	26.6	22.2	5.96	5.58	4.87	1.7%	2.0%	2.4%
蒙牛乳業	2319	0.9%	29.35	29.4	23.4	22.4	3.94	3.54	3.15	0.7%	1.0%	1.1%
中國生物製藥	1177	0.8%	9.96	12.3	34.4	29.1	3.82	3.46	3.09	0.8%	0.7%	0.8%
恒安國際	1044	0.4%	51.40	15.0	14.2	13.1	3.28	3.16	2.93	4.7%	4.8%	5.2%
萬洲國際	288	0.7%	7.02	13.2	11.6	10.2	1.59	1.52	1.41	2.8%	3.7%	4.2%
中國旺旺	151	0.4%	6.27	20.5	18.7	18.1	4.64	4.34	4.10	3.5%	3.9%	4.0%
消費服務		3.2%										
銀河娛樂	27	1.2%	48.75	16.2	15.8	15.1	3.08	2.96	2.60	0.0%	1.9%	2.2%
金沙中國	1928	1.2%	35.50	18.6	17.1	15.5	10.59	8.03	7.52	5.6%	5.6%	5.8%
港鐵公司	66	0.8%	44.00	18.6	22.6	19.9	1.50	1.45	1.41	2.7%	2.9%	3.0%
工業		0.9%										
創科實業	669	0.9%	54.55	21.8	20.2	17.6	4.00	3.82	3.32	1.6%	1.9%	2.4%
加權平均				10.8	10.5	9.9	1.23	1.14	1.06	3.8%	4.0%	4.2%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年9月30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		47.4%										
建設銀行	939	10.2%	5.98	5.3	5.1	4.9	0.69	0.63	0.58	5.8%	6.1%	6.4%
中國平安	2318	9.6%	90.05	10.0	9.7	9.4	2.39	2.15	1.83	2.2%	2.9%	3.3%
工商銀行	1398	7.4%	5.25	5.7	5.5	5.3	0.73	0.66	0.61	5.4%	5.6%	5.9%
中國銀行	3988	4.7%	3.08	4.6	4.5	4.3	0.52	0.49	0.45	6.8%	7.1%	7.3%
中國人壽	2628	2.6%	18.16	14.6	10.2	11.2	1.27	1.23	1.14	1.0%	3.6%	3.6%
招商銀行	3968	2.8%	37.30	10.0	9.6	8.5	1.61	1.44	1.27	2.9%	3.2%	3.6%
農業銀行	1288	1.6%	3.07	4.8	4.7	4.4	0.59	0.54	0.49	6.4%	6.7%	7.1%
中國太保	2601	1.5%	28.80	9.2	8.4	8.5	1.46	1.35	1.24	3.9%	5.5%	5.6%
中國財險	2328	1.2%	9.15	9.2	7.8	7.8	1.17	1.10	1.00	3.4%	4.2%	4.6%
交通銀行	3328	0.9%	5.12	4.6	4.6	4.4	0.53	0.48	0.44	6.3%	6.9%	7.2%
中信銀行	998	0.8%	4.18	4.0	4.0	3.8	0.45	0.41	0.38	6.2%	6.7%	7.1%
民生銀行	1988	0.7%	5.33	4.1	4.1	3.9	0.45	0.45	0.41	7.3%	6.4%	6.4%
海通證券	6837	0.5%	8.22	11.2	9.6	8.6	0.70	0.66	0.62	2.1%	3.3%	3.6%
郵儲銀行	1658	0.9%	4.78	6.2	6.3	5.7	0.79	0.73	0.67	4.6%	4.6%	5.3%
中信證券	6030	0.5%	14.68	15.8	12.6	11.5	1.04	0.96	0.91	2.7%	3.3%	3.7%
新華保險	1336	0.5%	31.00	7.0	6.8	7.1	1.15	1.09	0.96	1.9%	3.8%	4.0%
中國太平	966	0.5%	17.50	7.7	6.5	6.2	0.88	0.82	0.72	0.6%	0.9%	1.2%
中國人民保險	1339	0.5%	3.14	6.9	6.3	6.3	0.74	0.70	0.64	1.6%	2.6%	3.1%
能源		9.0%										
中國海洋石油	883	4.1%	11.96	8.5	8.7	8.6	1.13	1.07	1.00	6.6%	5.9%	5.8%
中國石化	386	2.3%	4.66	10.0	8.3	8.0	0.71	0.68	0.66	10.2%	8.2%	8.3%
中國石油	857	1.6%	4.03	12.5	11.9	11.1	0.55	0.53	0.51	1.9%	4.8%	5.0%
中國神華	1088	1.0%	15.74	6.5	6.7	6.8	0.84	0.77	0.72	6.3%	6.3%	6.2%
地產建築		8.9%										
華潤置地	1109	1.7%	32.85	7.3	8.8	7.5	1.44	1.29	1.14	3.7%	4.1%	4.9%
碧桂園	2007	1.4%	9.93	5.2	4.7	4.2	1.50	1.24	1.01	5.6%	6.8%	7.8%
海螺水泥	914	1.1%	46.55	7.0	7.4	7.7	1.89	1.64	1.43	4.1%	4.7%	4.6%
中國交建	1800	0.5%	6.13	4.4	4.3	4.0	0.50	0.41	0.37	4.3%	4.6%	5.0%
萬科	2202	0.8%	27.30	7.6	6.8	5.9	1.75	1.45	1.23	4.4%	5.2%	6.0%
中國中鐵	390	0.4%	4.76	5.5	5.3	4.8	0.60	0.45	0.44	3.0%	3.3%	3.6%
中國建材	3323	0.5%	7.04	5.4	5.3	5.4	0.70	0.64	0.58	4.5%	4.0%	4.0%
龍湖集團	960	1.0%	29.30	9.1	9.7	8.0	1.90	1.64	1.44	3.8%	4.7%	5.7%
融創中國	1918	1.5%	31.50	6.1	4.9	3.9	2.02	1.55	1.16	3.0%	4.3%	5.7%
消費		9.3%										
比亞迪	1211	0.5%	39.15	27.7	35.3	29.3	1.86	1.65	1.58	0.6%	0.5%	0.6%
國藥控股	1099	0.6%	24.55	11.2	10.4	9.2	1.51	1.36	1.21	2.7%	2.9%	3.3%
吉利汽車	175	1.4%	13.30	11.0	12.5	10.0	2.37	2.03	1.74	2.6%	1.9%	2.3%
華潤啤酒	291	1.3%	41.55	91.0	55.0	38.2	5.96	5.87	5.31	0.3%	0.7%	1.1%
中國旺旺	151	0.7%	6.27	20.5	18.7	18.1	4.64	4.20	3.96	3.7%	4.0%	4.2%
安踏體育	2020	1.3%	64.85	34.2	28.5	22.8	8.86	7.75	6.27	1.4%	1.3%	1.7%
石藥集團	1093	1.4%	15.74	25.9	22.2	18.2	5.43	4.74	3.96	1.1%	1.5%	1.8%
申洲國際	2313	1.5%	102.4	29.3	26.6	22.2	5.96	5.40	4.71	1.7%	2.0%	2.4%
恒安國際	1044	0.7%	51.40	15.0	14.2	13.1	3.28	3.06	2.83	4.9%	5.0%	5.4%
公用		3.3%										
華能國際	2688	1.2%	81.10	18.9	16.0	14.0	3.54	3.16	2.69	1.7%	2.0%	2.4%
中國燃氣	384	1.2%	30.30	18.6	16.3	13.5	4.48	3.66	3.09	1.5%	1.7%	2.2%
粵海投資	270	0.9%	15.34	19.9	19.6	17.5	2.48	2.36	2.27	3.5%	3.8%	4.3%
工業		0.5%										
中國中車	1766	0.5%	5.47	12.0	10.9	9.5	1.11	1.01	0.94	3.1%	3.7%	4.2%
工業		1.6%										
中信股份	267	1.1%	9.90	5.4	5.4	5.1	0.50	0.48	0.45	4.1%	4.3%	4.8%
復星國際	656	0.5%	9.70	5.3	5.2	4.6	0.66	0.60	0.54	3.8%	4.3%	4.6%
資訊科技及電訊		20.5%										
騰訊控股	700	9.9%	330.2	32.0	30.1	24.8	7.42	6.57	5.24	0.3%	0.3%	0.4%
中國移動	941	7.6%	64.85	11.2	10.9	10.9	1.12	1.06	1.01	4.8%	5.0%	5.0%
中國電信	728	1.5%	4.19	12.3	11.9	11.2	0.76	0.84	0.81	3.4%	3.1%	3.4%
中國鐵塔	788	1.5%	1.78	70.3	54.1	36.1	1.58	1.50	1.46	0.1%	1.1%	1.6%
加權平均				8.1	8.2	7.7	1.11	0.90	0.82	3.8%	4.0%	4.3%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年9月30日

附錄 3: 招銀國際研究部覆蓋股份

公司名稱	代碼	評級	收市價 (當地貨幣)	目標價 (當地貨幣)	市值(億元) (當地貨幣)	FY0	市盈率 FY1	FY2
房地產								
万科 - H	2202 HK	買入	27.30	35.90	3,194	8.0	6.7	5.8
万科 - A	000002 CH	買入	25.90	33.92	2,911	8.5	7.1	6.1
保利地產	600048 CH	買入	14.30	20.72	1,706	9.0	6.9	5.5
中國海外	688 HK	持有	24.65	28.36	2,701	6.0	5.5	5.4
碧桂園	2007 HK	買入	9.93	15.20	2,151	5.5	4.7	4.3
華潤置地	1109 HK	持有	32.85	34.81	2,277	8.4	7.3	7.6
龙湖	960 HK	持有	29.30	26.06	1,747	9.5	8.7	8.0
世茂	813 HK	買入	22.90	26.54	756	7.8	5.5	4.6
龍光	3380 HK	買入	11.16	12.16	612	6.8	5.2	4.7
雅居樂	3383 HK	買入	9.52	16.05	373	4.7	3.4	3.6
合景泰富	1813 HK	買入	6.87	11.40	218	4.8	2.3	3.4
奧園	3883 HK	買入	8.88	9.60	239	8.9	4.8	3.5
時代中國	1233 HK	買入	12.20	15.60	237	4.6	4.0	3.2
禹洲	1628 HK	買入	3.12	5.19	157	3.6	3.1	2.7
中駿置業	1966 HK	買入	3.61	4.83	149	3.7	3.6	3.4
中海宏洋	81 HK	買入	3.56	5.23	122	4.8	3.3	2.9
綠城服務	2869 HK	買入	7.70	7.50	214	40.6	32.9	24.7
雅生活	3319 HK	買入	18.08	17.50	241	26.2	19.1	13.6
中海物業	2669 HK	持有	3.87	3.33	127	31.7	24.2	19.4
易居(中國)	2048 HK	買入	9.22	12.82	128	10.3	9.4	7.4
河北建設	1727 HK	買入	5.86	7.30	103	8.3	7.6	6.3
科技硬件								
舜宇光學	2382 HK	買入	115.20	140.00	1,264	45.3	33.0	22.7
立訊精密	002475 CH	買入	26.76	32.10	1,431	28.8	20.7	16.7
鴻騰精密	6088 HK	買入	3.22	3.77	218	10.5	9.1	8.1
通達集團	698 HK	買入	0.55	0.91	36	6.1	4.8	3.6
東江集團	2283 HK	買入	3.57	4.09	30	7.3	6.2	5.3
瑞聲科技	2018 HK	賣出	41.50	29.61	502	16.9	14.3	13.3
小米集團	1810 HK	持有	8.80	9.38	2,114	17.9	13.6	10.5
比亞迪電子	285 HK	持有	11.74	10.36	265	10.6	9.7	8.9
丘鈦科技	1478 HK	買入	8.45	9.52	97	758.0	20.5	16.1
歌爾聲學	002241 CH	持有	17.58	9.10	570	44.0	36.6	32.0
互聯網								
騰訊	700 HK	買入	330.20	420.00	31,544	37.5	32.2	25.5
阿里巴巴	BABA US	買入	165.15	224.10	4,300	30.4	25.0	19.7
百度股份	BIDU US	買入	102.00	147.60	356	10.8	11.6	9.1
拼多多	PDD US	買入	32.75	35.00	381	虧損	虧損	55.8
陌陌公司	MOMO US	買入	31.45	45.00	65	13.1	11.4	9.3
欢聚時代	YY US	買入	57.16	73.90	46	8.0	7.7	6.6
IGG	799 HK	持有	4.88	11.00	61	4.5	4.5	4.2
匯量科技	1860 HK	買入	3.90	4.97	60	25.0	12.5	7.1
同程藝龍	780 HK	買入	12.04	19.71	255	20.4	14.2	10.9
兌吧	1753 HK	買入	4.66	6.35	51	22.6	11.8	8.0
快遞								
中通快遞	ZTO US	買入	21.03	22.17	164	26.3	24.4	21.2
順豐	002352 CH	買入	39.42	36.63	1,740	49.9	32.9	28.2
教育								
睿見教育	6068 HK	買入	3.16	4.60	65	18.6	14.1	12.4
東方教育	667 HK	買入	14.30	16.30	312	40.9	30.6	24.1
卓越教育	3978 HK	買入	2.10	3.70	18	11.1	9.4	7.0
新華教育	2779 HK	買入	2.52	4.50	41	13.2	13.0	9.0
希望教育	1765 HK	買入	1.14	1.96	76	18.4	14.4	10.4
銀行								
工商銀行 - H	1398 HK	買入	5.25	6.90	20,912	5.7	5.5	5.1
工商銀行 - A	601398 CH	買入	5.53	7.20	19,063	6.0	5.8	5.4
建設銀行 - H	939 HK	買入	5.98	8.50	15,113	5.4	5.0	4.7
建設銀行 - A	601939 CH	買入	6.99	8.80	13,777	6.3	5.9	5.5
農業銀行 - H	1288 HK	買入	3.07	4.50	13,061	4.7	4.6	4.2
農業銀行 - A	601288 CH	買入	3.46	4.90	11,906	5.3	5.2	4.8
中國銀行 - H	3988 HK	買入	3.08	4.30	10,853	4.7	4.5	4.2
中國銀行 - A	601988 CH	買入	3.58	4.70	9,893	5.4	5.2	4.9
中信銀行 - H	998 HK	買入	4.18	5.40	2,729	4.3	4.0	3.8
中信銀行 - A	601998 CH	買入	5.64	6.70	2,488	5.7	5.4	5.1
交通銀行 - H	3328 HK	持有	5.12	5.90	4,139	4.8	4.5	4.3
交通銀行 - A	601328 CH	持有	5.45	6.20	3,773	5.1	4.8	4.6
民生銀行 - H	1988 HK	持有	5.33	5.90	2,785	3.9	4.1	3.9
民生銀行 - A	600016 CH	持有	6.02	6.60	2,539	4.4	4.6	4.4
光大銀行 - H	6818 HK	買入	3.34	4.60	2,144	4.9	4.9	4.4
光大銀行 - A	601818 CH	買入	3.94	4.50	1,955	6.5	6.4	5.8
平安銀行	000001 CH	買入	15.59	17.00	2,677	9.9	8.7	7.5
券商								
中信證券	6030 HK	買入	14.68	18.70	2,761	17.1	13.9	11.7
中金公司	3908 HK	買入	15.20	17.20	637	16.4	15.3	13.2
HTSC	6886 HK	買入	11.74	14.90	1,743	16.0	12.5	10.7
中信建投	6066 HK	買入	5.74	7.20	1,636	12.6	9.0	8.0
海通證券	6837 HK	買入	8.22	10.40	1,550	16.4	9.2	9.3
廣發證券	1776 HK	持有	8.21	9.80	1,021	13.2	7.8	7.6
中國銀河	6881 HK	持有	4.17	4.50	924	13.4	8.3	7.6

(下頁續)

附錄3：招銀國際研究部覆蓋股份(續上頁)

公司名稱	代碼	評級	收市價 (當地貨幣)	目標價 (當地貨幣)	市值(億元) (當地貨幣)	FY0	市盈率 FY1	FY2
保險								
中國太保	2601 HK	買入	28.80	38.69	3,204	13.0	8.4	7.5
中國人壽 - H	2628 HK	買入	18.16	27.88	7,628	41.4	10.2	8.5
中國人壽 - A	601628 CH	買入	27.48	37.52	6,954	69.9	17.2	14.4
眾安在綫	6060 HK	持有	18.50	28.18	272	虧損	虧損	虧損
中國太平	966 HK	買入	17.50	26.14	629	9.5	7.6	6.8
新華保險 - H	1336 HK	買入	31.00	43.95	1,434	10.9	7.7	6.9
新華保險 - A	601336 CH	持有	48.67	55.22	1,307	19.2	13.5	12.1
中國人民保險	1339 HK	買入	3.14	4.33	3,623	9.4	5.1	4.9
中國財險	2328 HK	持有	9.15	9.64	2,035	11.3	6.4	7.4
機械及設備								
潍柴動力	2338 HK	買入	11.30	16.20	957	9.4	8.2	7.7
中國重汽	3808 HK	買入	11.62	19.40	321	6.6	6.2	5.7
中國龍工	3339 HK	持有	2.02	1.90	86	6.7	5.3	5.8
三一國際	631 HK	買入	3.37	4.72	104	15.1	10.8	8.7
中聯重科 - H	1157 HK	買入	5.31	6.95	475	17.6	9.2	8.1
中聯重科 - A	000157 CH	買入	5.70	6.70	433	21.1	11.0	9.7
浙江鼎力 - A	603338 CH	買入	60.20	72.00	209	43.6	34.8	25.2
兗煤澳大利亞	3668 HK	買入	16.00	24.00	211	4.3	5.2	5.5
中集車輛	1839 HK	買入	4.61	6.90	81	5.4	4.9	4.9
興達國際	1899 HK	賣出	2.13	1.95	33	10.1	11.9	11.2
津上機床中國	1651 HK	買入	6.75	11.00	26	6.3	6.2	5.0
新能源/公用								
保利協鑫能源	3800 HK	持有	0.32	0.43	62	虧損	14.1	14.1
協鑫新能源	451 HK	持有	0.28	0.31	53	N/A	7.4	6.6
信义光能	968 HK	持有	4.70	4.08	379	18.9	16.8	15.2
龍源電力	916 HK	持有	4.40	5.00	354	8.1	6.7	6.2
華能新能源	958 HK	持有	2.67	2.47	282	8.3	6.1	6.0
金風科技 - H	2208 HK	買入	9.28	12.06	546	9.5	11.9	9.1
金風科技 - A	002202 CH	買入	12.52	16.28	498	12.8	16.0	12.3
偉能集團	816 HK	買入	1.37	2.00	115	5.1	4.2	3.4
偉能集團	1608 HK	買入	2.24	2.90	57	27.0	23.1	17.1
新天綠色能源	956 HK	買入	2.15	3.20	80	5.8	5.4	4.8
天倫燃氣	1600 HK	買入	7.47	10.62	75	12.9	7.1	6.3
隆基股份	601012 CH	買入	26.23	32.37	990	28.2	21.0	17.4
非必需消費								
普拉達	1913 HK	持有	22.80	22.17	583	31.9	26.0	27.2
都市丽人	2298 HK	賣出	1.31	1.16	29	6.9	17.4	13.9
榮威國際	3358 HK	買入	3.19	4.20	34	10.1	7.6	6.0
安踏體育	2020 HK	買入	64.85	71.46	1,752	38.1	28.8	23.1
大家樂	341 HK	買入	21.00	26.61	123	20.7	18.9	17.4
海底撈	6862 HK	買入	33.50	37.56	1,776	96.7	60.5	42.7
波司登	3998 HK	買入	3.34	2.74	359	32.6	24.8	20.1
李寧	2331 HK	買入	22.50	24.43	520	69.1	35.0	29.5
特步國際	1368 HK	買入	4.24	6.93	106	12.9	12.1	10.5
江南布衣	3306 HK	買入	11.26	15.52	58	10.9	9.8	8.8
中國利郎	1234 HK	買入	6.24	11.89	75	8.9	7.8	6.9
美的集團	000333 CH	買入	51.10	64.96	3,546	16.7	14.4	12.6
醫藥								
石藥集團	1093 HK	買入	15.74	20.62	982	28.2	21.7	18.1
三生製藥	1530 HK	買入	13.00	17.70	330	29.9	22.9	18.8
中國中藥	570 HK	買入	3.60	7.10	181	10.8	9.4	7.5
綠葉製藥	2186 HK	持有	5.59	7.70	183	16.6	14.9	13.2
東陽光藥	1558 HK	持有	38.25	41.20	172	23.0	19.6	17.2
神威藥業	2877 HK	買入	6.84	11.30	57	9.9	9.2	8.4
康臣藥業	1681 HK	買入	4.33	8.40	37	7.1	6.6	5.9
吳海生物科技	6826 HK	買入	37.85	45.20	61	13.1	13.6	11.9
瑞慈醫療	1526 HK	買入	1.06	2.80	17	13.6	10.6	6.8
康華醫療	3689 HK	買入	4.89	13.10	16	8.5	7.1	6.2
香港醫思醫療	2138 HK	買入	5.27	7.33	52	14.2	12.0	10.1
愛康醫療	1789 HK	買入	7.43	7.20	78	47.6	30.3	23.8
必需消費								
萬洲國際	288 HK	買入	7.02	9.20	1,033	12.6	10.9	10.0
中國旺旺	151 HK	買入	6.27	7.50	779	20.1	18.4	17.2
交通運輸及租賃								
國銀租賃	1606 HK	持有	1.46	1.90	185	6.6	6.1	5.3
中航航空租賃	2588 HK	持有	72.35	71.95	502	10.4	9.4	8.3
海通恆信	1905 HK	買入	1.77	1.94	146	9.1	9.9	9.3
中國航 - H	753 HK	買入	6.90	8.61	1,189	11.6	12.4	12.0
中國航 - A	601111 CH	買入	8.00	9.47	1,084	14.9	16.0	15.6
吉祥航空	603885 CH	買入	13.67	15.03	269	19.9	19.6	18.5
東方航空 - A	670 HK	買入	3.81	4.95	834	18.3	11.9	10.8
東方航空 - H	600115 CH	持有	5.18	5.74	760	27.8	18.0	16.3
南方航空 - H	1055 HK	買入	4.75	5.94	800	15.8	16.1	15.8
南方航空 - A	600029 CH	持有	6.63	7.45	729	24.5	25.0	24.6
海區發展	737 HK	買入	3.85	4.88	119	17.7	16.3	13.5

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年9月30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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來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。