

7月港股策略报告

中美重启磋商，防好消息沽货

摘要：港股于6月份反弹6.1%，应已大致反映中美重启磋商及美国减息的预期。美国同意对华为解禁，短期有利市场气氛，但中美将长时间角力，仍多不明朗因素。估计恒指短期可挑战二万九，但难重上三万大关，因基本因素较5月初恶化。同时慎防趁好消息沽货、冲高回落的风险，正如半年前的G20峰会后。

- **中美重启磋商，华为解禁。**G20峰会期间中美元首举行“习特会”，达成重启经贸磋商、美方暂不再对中国产品加关税、重新容许华为向美国公司购买产品等。虽然是次习特会结果正面，但中美关系仍有甚多不明朗因素。较短期而言，单论贸易协议，相信亦要接近本年底才有望达成。换言之，关税对全球经济的影响及贸易磋商的消息料继续于下半年影响市场。
- **料美国今年减息一至两次，市场或过分憧憬。**我们估计联储局今年减息一次或两次，但利率期货反映有一半机率减三次或更多，恐怕市场已押注过高。对于7月底之议息，市场估计有两成机率大幅减息0.5厘，若结果属实，料反而会引起恐慌，令人忧虑联储局预期经济前景急剧恶化。
- **美国经济数据逊预期，股市出现衰退先兆。**美股虽再创新高，但道琼斯运输指数及罗素2000指数均大幅跑输大市，反映美国经济前景较弱。上次出现如此背驰是廿年前，结果半年后美股见顶，再一年后美国经济陷入衰退。
- **中国制造业持续恶化，工业利润暂止跌。**最新公布的6月份官方及财新PMI同样处于收缩水平49.4，均逊预期。“习特会”后中美重启磋商，不排除7月份PMI略有改善，但毕竟已加征的关税并没撤回，在达成贸易协议前，相信PMI纵有反弹幅度亦不会大。工业利润反而有初步回稳迹象，于5月份同比升1.1%，较4月份之3.7%跌幅改善。不过，5月份美国调高关税的影响相信未充分反映于5月份工业利润，前景仍未乐观。
- **港股估值扩张受制经济放缓。**恒指持续近一年半之盈利下调趋势仍未结束，上半年累计被调低3.6%。美国于5月份加征的中国商品关税难免为中国经济带来更大下行压力，企业盈利预测仍有下调风险。估值方面，恒指经过6月份的反弹，今年预测市盈率回升至11.3倍，与七年平均11.4倍相若。回顾近七年恒指估值，与中国经济增长趋势有一定关连度。目前中国经济面临较大下行压力，今年GDP增速放缓程度料将是2015年以来最大，恐怕恒指估值较难回升至均值之上。
- **技术分析：恒指上试二万九。**恒生指数于5、6月形成“小双底”利好形态，6月中升破颈线，量度目标29,000，再下一级阻力于5月初之下跌裂口29,679。国企指数之“三项”利空形态已完成量度跌幅，于7月份有望回升至颈线11,151。
- **投资策略：慎防好消息沽货，短线看好科技、基建。**“习特会”后中美重启磋商，投资者会松一口气而推升股市，但基本因素已较5月初恶化，而且市场已过分憧憬联储局减息，若缺乏新的好消息，恒指不易重上三万大关。这次G20峰会，与去年12月阿根廷G20峰会颇有相似之处，该次“习特会”达到美方暂缓加关税的成果，但恒指两日累升2.8%便见顶，其后一个月跌8.7%才见底。短线较看好个别受惠华为获解禁的科技股，其中华为收入占比较高的公司将迎来估值和业绩修复。基建及机械设备行业则憧憬稳增长政策。

苏沛丰，CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	28,543
52周高/低位	30,280/24,541
大市3个月日均成交	945亿港元

数据源：彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1-月	6.1%	4.8%
3-月	-3.5%	-5.9%
6-月	10.4%	7.5%

数据源：彭博

恒生指数一年走势图



数据源：彭博

近期市场策略报告

1. [“五穷六绝，恒指下试26,000”-2019年6月3日](#)
2. [“贸易战升级，测最坏情况-恒生指数可跌至23,700”-2019年5月14日](#)
3. [“经济盈利回稳，政策憧憬降温”-2019年5月2日](#)
4. [“短线料整固，拥抱高息股”-2019年4月1日](#)
5. [“恒指目标上调至30,200”-2019年3月1日](#)

请登录2019年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目录

中美关系..... 3

美国减息预期..... 4

美国经济及股市..... 5

中国经济..... 7

港股基本因素..... 8

技术分析..... 9

投资策略..... 9

A 股市场观点..... 13

附录 1：恒生指数成份股估值..... 15

附录 2：恒生国企指数成份股估值..... 16

附录 3：招银国际研究部覆盖股份..... 17

港股于 5 月份受中美贸易磋商触礁所累，恒生指数急跌 9.4%后，6 月份绝地反击，反弹 6.1%，动力来自两方面：1) 憧憬 6 月底的“习特会”可为中美关系带来转机，2) 对美国联储局加息预期升温。以下从这两方面分析，加上中美经济及美股表现，展望港股短期走势及投资策略。

中美关系

重启磋商，华为解禁

6 月 29 日 G20 峰会期间，中美元首举行“习特会”。综合新华社报道及美国总统特朗普之推文，中美主要达成四项协议：1) 两国经贸团队将重启经贸磋商；2) 磋商期间，美方暂不再对中国出口产品加征新关税，而目前对中国产品之关税不变；3) 中国将开始向美国采购大量农产品；4) 容许华为向美国公司购买不会影响美国国家安全的产品。第 1 至 3 项协议大致符合市场预期，但放松对华为的禁令有点意外。

图 1：习特会后中美双方就主要议题之声明

议题	中方声明	美方声明
贸易磋商	两国经贸团队将重启经贸磋商，就具体问题进行讨论。谈判应该是平等的，体现相互尊重。	同意重启磋商。
关税	美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。	磋商期间，美方暂不再对中国出口产品加征新关税，而目前对中国产品之关税不变。
贸易平衡	未提及。	中国将开始向美国采购大量农产品。
华为	未提及。	容许华为向美国公司采购购买不会影响美国国家安全的产品。未确定会否将华为从商务部实体列表中移除。华为问题将留到最后。
留学生	希望美方公平对待中国留学生。	将让中国留学生更容易留下。

数据源：综合媒体报道、招银国际证券

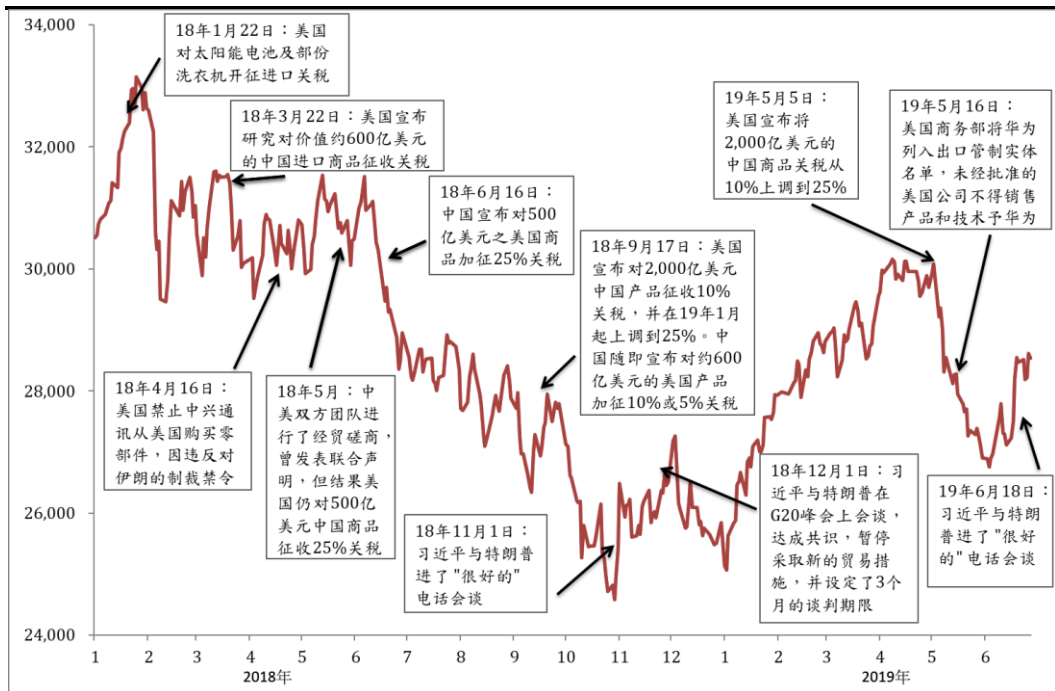
虽然是次“习特会”结果正面，但中美关系仍有甚多不明朗因素，例如：

1. 若重启磋商后一段时间，仍未能达成协议，特朗普会否再威胁加征关税？
2. 美国如何定义“不会影响美国国家安全”、可售予华为的产品？
3. 美国会否将华为从商务部实体列表中移除？G20 峰会后，特朗普被记者问及此问题时，不置可否。
4. 美国会否将战线从贸易及科技伸延至金融等领域？G20 峰会前夕，《华盛顿邮报》指有三家大型中国银行涉嫌违反朝鲜制裁调查的传票，有被切断美元清算渠道的风险。三家银行均否认受到美国调查，但于此敏感时刻出现此报道，引起部份市场人士对中美争端蔓延至金融领域的忧虑。

无论如何，市场必须为中美将在几乎所有领域出现长期竞争做好准备。特朗普已经非常明确地表达了他会防止中国取代美国成为超级大国，中美争端绝不仅仅局限于贸易战或是科技战。即使特朗普未必成功连任总统，强硬对华的立场已在美国获得民意支持和两党共识。

较短期而言，单论贸易协议，相信亦要接近本年底才有望达成。换言之，关税对全球经济的影响及贸易磋商的消息料继续于下半年影响市场。

图2：中美贸易战与恒生指数



数据来源：综合媒体报导、彭博、招银国际证券

美国减息预期

料今年减息一至两次

美国联储局公开市场委员会6月19日公布议息结果，利率不变，但声明用词、对经济及通胀预测、利率位图均释出宽松讯号。声明移除了对调整货币政策保持“耐心”一词，经济表现则由“稳固”下调至“温和”；对今年核心通胀预期由2%削至1.8%；利率位图显示有7名委员预期今年减息两次(共0.5厘)、1名预期减一次(0.25厘)，8名预期不变。利率期货则反映市场预期今年至少减息一次，有88%机率减两次或以上，51%机率减三次或更多。

不过，随着6月底“习特会”结果正面，中美关系暂没恶化，联储局减息的迫切性亦稍减。我们估计今年减息一次或两次：三季度减一次，四季度则视乎经济状况及中美谈判进程，可能再减一次。市场现时对减息的押注或已过高。

联储局下次议息是7月30-31日，利率期货显示预期肯定减息，有80%机率减0.25厘，20%机率减0.5厘，我们认为这亦是押注过高。除了习特会结果正面，联储局官员6月底G20前之讲话亦并不太“鸽”：主席鲍威尔演说时指美国经济下行风险上升，贸易的不确定性增加，采取较宽松货币政策的理据已增强，但强调在货币政策方面采取观望立场。此外，连立场最“鸽”、上次议息对维持利率不变投反对票、主张减息0.25厘的圣路易斯联储行长布拉德接受媒体访问时，亦指联储局7月减息机会虽上升，但倘减息0.5厘将会过分。

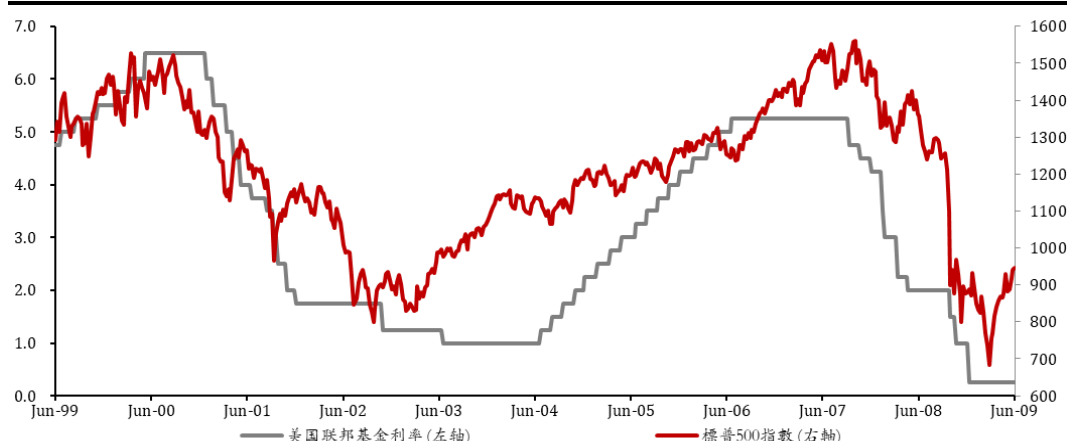
假如联储局7月减息半厘

若果联储局于7月底一如市场预期减息，对股市有何影响？如果减0.25厘，相信股市于6月份的上升已充份反映。如果一举减0.5厘，则反而可能引起恐慌，令人忧虑联储局预期经济前景急剧恶化。

首先，进入减息周期后，股市中线表现往往较弱，因为经济放缓甚至衰退才有需要减息，企业盈利亦自然有较大下行压力，而减息周期之初，货币政策通常仍未足够宽松。美国近两次的减息周期，分别始于2001年1月由6.5厘减至6厘，及2007年9月由5.25厘减至4.75厘，两次都是减息半厘，其后一年多美股都大跌（图3）。2001年1月那次减息，美股早于大半年前见顶；2007年9月那次减息后，美股随即于10月见顶。

第二，近两次减息周期之中，有15次减息0.5厘或以上，但多数是利率较高的时候（远高于现时之2.25-2.5厘），或出现突发重大事件之时，如2001年9.11恐袭、2008年3月次贷风暴令贝尔斯登濒临破产、2008年10月雷曼兄弟倒闭等。而该15次大幅减息后之半年，美股大多录得跌幅。较明显的例外仅得2002年11月利率减至1.25厘，及2008年12月利率减至0-0.25厘，因利率已近见底，且股市已跌至十分低残的水平。

图3：美国进入减息周期后，美股倾向下跌



数据源：彭博、招银国际证券

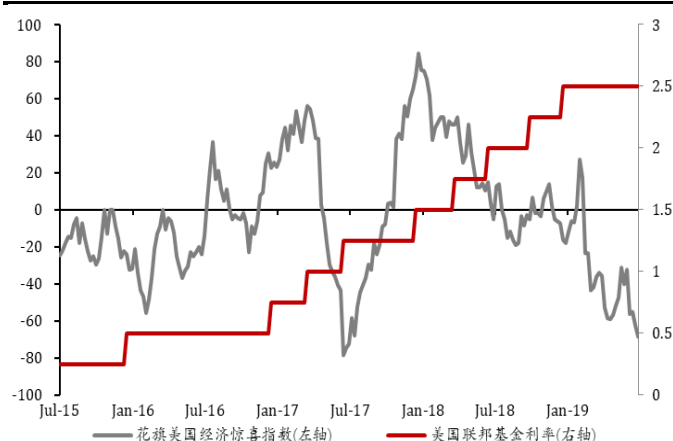
美国经济及股市

数据逊预期，减息理据增

去年美国的经济数据大多胜市场预期（图4，根据花旗经济惊喜指数，正数代表胜预期，负数逊预期），联储局持续加息可谓合理，但今年刚刚相反，令联储局没再加息，现更强烈暗示下半年将减息。联储局于7月会否减息，其中一个关键是7月5日公布的就业报告中的非农职位数目。

我们的经济师估计，假设联储局今年减0.5厘、中美贸易战没升级，美国经济于2019年增长2.2%（2018年为2.9%），2020年增速进一步放缓至1.5%。

图 4：经济数据逊预期加强联储局减息理据



数据源：彭博及招银国际证券

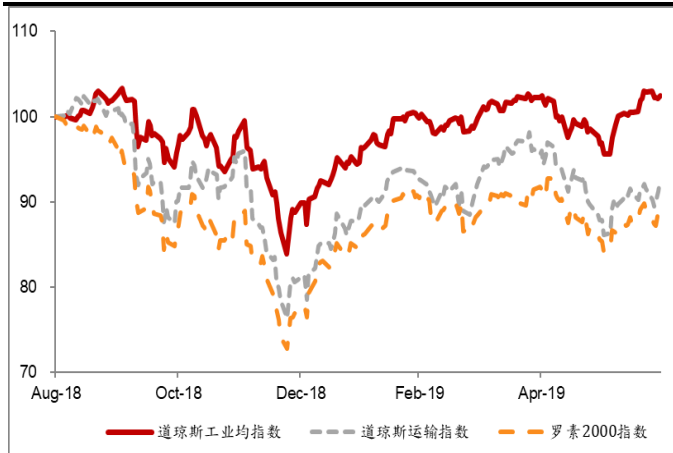
股市出现衰退先兆

美股亦出现经济衰退的先兆。美股主要指数于 7 月首个交易日再创新高，但道琼斯运输指数及罗素 2000 指数均未能跟随破顶，近大半年跑输道琼斯工业指数逾十个百分点（图 5）。

根据道氏理论（Dow Theory），当经济活动放缓，运输公司最先受影响，因此道琼斯运输指数被视为经济的寒暑表，某程度是道琼斯工业指数的领先指标。罗素 2000 指数则由小型股组成，主要涵盖美国本土公司，该指数跑输，反映美国经济前景较弱。

近年道琼斯运输指数及罗素 2000 指数同时跑输大市逾十个百分点的情况较罕见，上次已是廿年前（图 6），结果半年后(2000 年 3 月)美股见顶，再一年后(2001 年 3 月)美国经济陷入衰退。

图 5：道指与运输指数及小型股指数背驰 (2018-2019)



数据源：彭博及招银国际证券

图 6：道指与运输指数及小型股指数背驰 (1998-1999)



数据源：彭博及招银国际证券

中国经济

制造业持续恶化，工业利润暂止跌

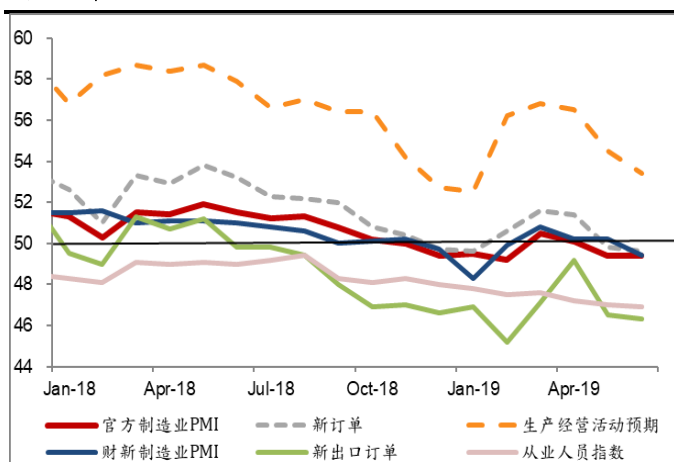
中国经济亦继续有下行压力，制造业采购经理指数(PMI)经过 3 月份的反弹后，其后三个月持续回落，最新公布的 6 月份官方及财新 PMI 同样处于收缩区 49.4，均逊预期。官方 PMI 虽环比持平，但其中的新订单指数、新出口订单指数、从业人员指数、生产经营活动预期指数皆环比下跌，反映需求、就业及景气信心都恶化（图 7）。

另一方面，PMI 亦不乏正面讯号，包括 1) 小型及中型企业指数环比分别升 0.5 点及 0.3 点，相信是受惠支持中小企的各项政策；2) 高技术制造业和装备制造业生产指数分别升至 55.6 及 53.3；3) 建筑业生产活动回稳，显示基建投资回暖。

5 月及 6 月 PMI 受到美国加征中国商品关税所累，“习特会”后中美重启磋商，不排除 7 月份 PMI 略有改善，但毕竟已加征的关税并没撤回，在达成贸易协议前，相信 PMI 纵有反弹幅度亦不会大。

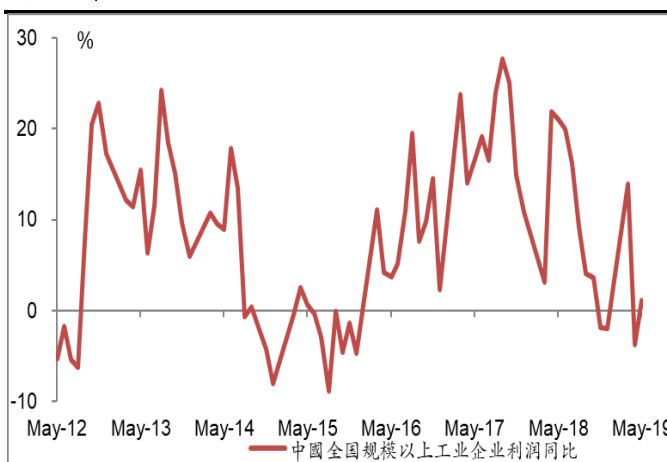
工业利润反而有初步回稳迹象。中国全国规模以上工业企业利润于 5 月份同比升 1.1%，较 4 月份之 3.7% 跌幅改善（图 8）。不过，近两年的放缓趋势未变，而且 5 月份美国调高关税的影响相信未充分反映于 5 月份工业利润，前景仍未许乐观。

图 7：中国官方制造业 PMI 及分类指数



数据源：彭博及招银国际证券

图 8：中国规模以上工业利润初见回稳



数据源：彭博及招银国际证券

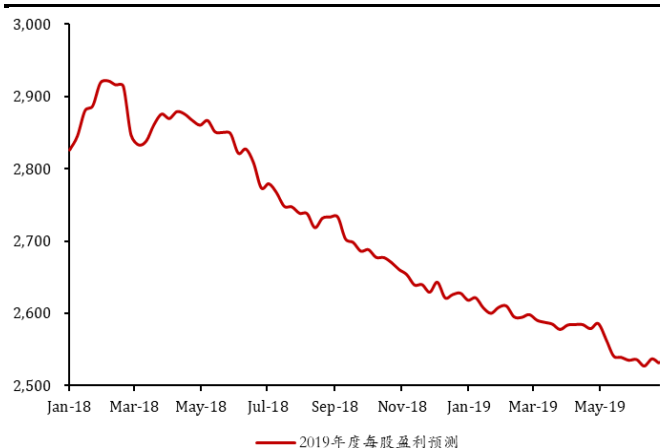
港股基本因素

估值扩张受制经济放缓

港股持续近一年半之盈利下调趋势仍未结束，恒生指数之本年度预测盈利于5月份被市场调低1.8%后，6月再被轻微调低0.2%，上半年累计被调低3.6%（图9）。中美即将重启经贸磋商，但若如我们所预期未能于短期内达成协议，美国于5月份加征的中国商品关税难免为中国经济带来更大下行压力，企业盈利预测仍有下调风险。

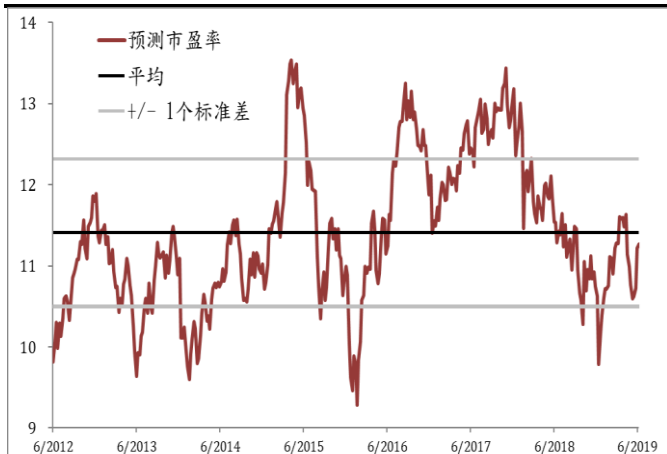
既然企业盈利难望大幅调升，恒指走势关键是估值。恒指经过6月份的反弹，今年预测市盈率回升至11.3倍，与七年平均11.4倍相若。回顾近七年恒指估值（图10），与中国经济增长趋势有一定关连度：2012年至2016年初，恒指估值偏低（撇除2015年次季短暂的亢奋），当时中国GDP增速由2011年之9.5%急跌至2015年之6.9%；2016年初至2018年初，恒指估值向上重估，当时中国GDP增速较平稳（6.7%-6.8%）。目前中国经济面临较大下行压力，今年GDP增速放缓程度料将是2015年以来最大，恐怕恒指估值较难回升至均值之上。

图9：恒生指数2019年预测盈利



数据源：彭博及招银国际证券

图10：恒生指数预测市盈率



数据源：彭博及招银国际证券

技术分析

恒指上试二万九

恒生指数于5、6月形成“小双底”利好形态，6月中升破颈线，量度目标29,000。若以黄金比率推算，由4月份高位30,280跌至6月初低位26,672，反弹跌幅0.618倍之目标为28,902。由于G20峰会后环球市场气氛较佳，料恒指于7月初已可达28,900-29,000区间，再下一级阻力于5月初之下跌裂口29,679（图11）。

国企指数于2月至4月形成“三项”利空形态，已完成量度跌幅，于7月份有望回升至颈线11,151（图12）。

图 11：恒生指数小双底目标 29,000



数据源：彭博及招银国际证券

图 12：国企指数上试三项颈线 11,151



数据源：彭博及招银国际证券

投资策略

趁好消息沽货，重演半年前市况

5月5日特朗普忽然宣布对2,000亿美元之中国货关税由10%调高至25%，中美磋商暂停。消息公布前，恒生指数报30,082。虽然“习特会”后中美重启磋商，投资者会松一口气而推升股市 (relief rally)，但基本因素已较5月初恶化，而且我们认为市场已过分憧憬联储局减息，若缺乏新的好消息，恒指不易重上三万大关。

这次于日本举行的G20峰会，与去年12月1日于阿根廷举行的G20峰会颇有相似之处。去年11月1日习近平与特朗普进行电话谈话，市场憧憬于12月的G20峰会期间“习特会”将有成果，该一个月期间恒指偷步升了4.3%，结果该次“习特会”的确有成果，设定了三个月的谈判期限，暂停采取新的贸易措施（本来美国订于自2019年1月1日起对2,000亿美元之中国货关税由10%调高至25%）。阿根廷“习特会”后，恒指藉好消息上升，但两日累升2.8%便见顶，其后一个月跌8.7%才见底。

今次日本“习特会”前，6 月 18 日习特亦进行电话谈话，市场同样憧憬 6 月底的 G20 峰会期间“习特会”有成果，期间恒指已偷步升 3.8%。短期内，恒指应会再次藉好消息上升，但谨防再次趁好消息沽货。

恒指 6 月份的反弹，应已大致反映中美重启谈判、美国暂不加征关税、联储局即将减息的预期，“习特会”带来的唯一惊喜，是解除华为采购美国产品的禁令（细节仍有待美国公布）。因此，对恒指的 7 月份展望审慎，料短期冲高后整固的机会较高。

短期看好科技基建，中长线买高息股

■ 科技业受惠华为解禁

短线较看好个别受惠华为获解禁的科技股，其中华为收入占比较高的公司将迎来估值和业绩修复，包括舜宇光学(2382 HK)、比亚迪电子(285 HK)和丘钛科技(1478 HK)。另外，若华为恢复进口美国元器件，全球和中国 5G 基站建设将回到正常速度，相信产业链公司将受益于 5G 升级和新增需求，包括立讯精密(002475 CH)、鸿腾精密(6088 HK)和通达集团(698 HK)。

■ 基建相关行业憧憬稳增长政策

中美磋商难望短期内达成协议，中国经济继续面临下行压力，料中央政府仍需推出较多稳增长措施，包括货币政策及财政刺激。财政刺激较为针对性，相信基建是重点之一。国务院办公厅于 6 月中允许将地方政府专项债券作为符合条件的重大项目资本金，包括铁路、公路、环保项目等。今年首四个月，内地固定资产投资同比增长 6.1%，较去年全年之 5.9% 略为加快，但其中民企投资同比增速由去年全年之 8.7% 放缓至 5.5%，国企投资则由 1.9% 加快至 7.8%，相信是民企较受宏观经济拖累，估计今年余下时间仍需政策推动国企加大投资。基建相关行业之中，机械设备行业较为周期性，盈利增长潜力较高，看好中联重科(1157 HK)、潍柴动力(2338 HK)、中国重汽(3808 HK)、浙江鼎力(603338 CH)。

■ 高息股受惠减息周期兼避险

中长线继续看好高息防守股，一来稳定的派息在即将来临的美国减息周期中吸引力增加，二来环球经济增长持续放缓，中美于各领域的角力料持续数年，美国经济最快明年中有衰退风险，非周期性、盈利稳定的高息股如公用、电讯、快餐，有较强的防守力及抗跌力。看好香港电讯(6823 HK)、长江基建(1038 HK)、新创建(659 HK)、大快活(341 HK)。

以下两页列出招银国际分析员对覆盖行业的中短期观点。

图 13：招银国际分析员的行业中短期观点

行业	评级	评论
中国银行	优于大市	包商银行事件后，银行同业市场受到一定冲击。但央行运用多种货币政策工具，保持了金融市场的流动性合理充裕，并对中小银行提供定向流动性支持。鉴于 5 月新增贷款结构偏弱，我们预计货币政策将维持宽松，利好中型股份制银行的息差表现。在资产素质大体稳健的前提下，板块二季度盈利增速有望进一步提升。看好光大银行(6818 HK)和平安银行(000001 CH)的业绩改善。
中国保险	优于大市	寿险公司五、六月份保费维持平稳增长，保障类产品销售情况优于整体平均，新业务价值率变动环比改善。受到五月中美摩擦升级影响，当前寿险股平均 2019 年预测内含价值倍数仅 0.56 倍，财险股 2019 年预测市帐率 1.15 倍，估值较为吸引。建议关注新业务价值预计恢复正增长的中国人寿(2628 HK)和寿险业务稳健、财险改善的中国太保(2601 HK)。
中国设备及机械	优于大市	我们二季度重点推荐的中联重科(1157 HK)于六月份升幅达 18%(连股息)，我们维持中联重科为行业首选，主要由于公司持续的大规划回购仍然按计划进行，加上起重机械板块的上升周期仍然强劲。另一方面，我们在六月份首次发布对浙江鼎力(603338 CH)的覆盖，看好高空作业平台的结构性增长机会。重卡板块方面，六月份重卡销售同比下跌 11%，但我们相信市场已有所预期，而七月份开始将迎来低基数效应，我们建议重新关注潍柴动力(2338 HK)以及中国重汽(3808 HK)。
中国互联网	优于大市	受降息预期及中美贸易缓和影响，6 月互联网板块股价反弹超 10%。考虑板块业绩增长可预见性高、受贸易战影响小及前期回调较大，我们认为当前估值较为吸引，在 7 月业绩预览憧憬下有望持续反弹。建议重点关注：1) 存在“减税降费”、“618”活动利好的电商/本地生活领域，例如阿里巴巴(BABA US)，美团(3690 HK)；2) 业绩向好、估值偏低、等待政策温和化的直播板块，例如陌陌(MOMO US)。
中国教育	优于大市	教育是刚性需求，行业具高预见性的特点。估计民促法最终稿将于 9 月前出台，内容跟去年 11 月征求意见稿内容差不多，没有新负面的政策，预期政策落地后，在行业不明朗因素消除下，对行业是利好。看好高等教育行业，具备并购及内生增长，2019 年 9 月高职扩招 115 万，学生人数增长或超预期，行业估值 FY19E 15 倍 P/E，低于历史平均水平的 17X。首推希望教育(1765 HK)，高职学生占比 45%，现金 30 亿，行业内唯一有良好内生增长及并购增长的公司。
中国证券	优于大市	我们在 6 月 19 日将中国证券行业评级由“同步大市”上调至“优于大市”，主要由于经历 4-5 月大幅调整后，券商估值重新触及历史低位，市场负面预期已较大程度得到反映。随着中美贸易谈判形势初步明朗化，市场情绪得以修复，带动成交企稳及股指回升。短期而言，市场或仍将保持波动走势，风险偏好的大幅度回升仍需基本面配合，但流动性维持宽松及科创板的快速推进将为券商表现带来支持。目前板块估值仍处于历史较低水平，我们依然推荐关注可受惠于资本市场结构性改革的头部券商，如中信证券(6030 HK)及中金公司(3908 HK)。
中国房地产	同步大市	5 月份房屋销售放缓，2019 年 1-5 月，房屋累计销售面积同比下降 1.6%至 5.55 亿平方米，降幅较 1-4 月扩大了 1.3 个百分点；累计销售金额为 51,773 亿元，同比增长 6.1%，增速回落 2 个百分点。面积、金额累计增速双双回落表明当前市场有转冷迹象。我们认为最大的影响是经济的不明朗性，中美贸易会否出现转机，将影响下半年中国房地产市场的发展。
中国医药	同步大市	根据 IMS 数据显示，4 月份中国样本医院药品销售同比增长 12%。目前整体医药股处于政策压制低估值状态，我们建议长线客户可逢低吸纳龙头药企。我们看好盈利增速强劲和管线丰厚公司，我们首推公司有中生制药，石药集团和三生制药。

数据来源：招银国际研究

图 13：招银国际分析员的行业中短期观点(续上页)

行业	评级	评论
中国非必需消费	同步大市	在 G20 峰会后，中美贸易战的对立有所缓和，出口类的股票短线或会有所反弹，我们比较推荐本来影响就比较少的申州国际(2313 HK)。尽管如此，我们对下半年中国消费需求仍然不敢乐观，尽管行业市盈率不算高，预测市盈率只有 14.9 倍(七年平均在 17.1 倍)，但盈利预测还未充分下调，所以还有下行风险。我们维持只看好自身升级而令增长超预期的公司的看法，推荐的有：波司登(3998 HK)，安踏(2020 HK)，海底捞(6862 HK)和美的集团(000333 CH)。其他行业，如奢侈品、香港零售、旅游，百货等都建议避开。
中国必需消费	同步大市	首推万洲(288 HK)，非洲猪瘟疫情持续，中国 5 月份母猪存栏数跌幅扩大至 24%，基于要调整生猪供应大概需要 18 个月时间，预期中国生猪价格于 2019 年下半年及 2020 年上涨，并拉动美国生猪价格，带动美国养殖业务利润上升。催化剂：中秋节是中国市场猪肉消费旺季，料猪价于七、八月进一步走高。现时估值为 FY19E 11.3X 市盈率，股息率 4.0%。
中国科技	同步大市	随着中美局势趋于缓和、美国表示可解除华为限制，以及部分美国企业已恢复向华为供货，我们认为科技板块的景气度有望大幅提升，其中华为收入占比比较高(>30%)以及前期受贸易战影响较大的公司短期内将迎来估值和业绩修复，包括舜宇光学(2382 HK)、比亚迪电子(285 HK)和丘钛科技(1478 HK)。目前市场预期华为 2019 年手机出货量为 1.8-2 亿台，如果美国完全恢复对华为供货，以及 Google 顺利恢复正常合作，我们预计出货量将上修 10-20%至 2-2.2 亿台，全年同比增长 0-10%。另外，由于华为运营商业业务有望恢复进口美国元器件，全球和中国 5G 基站建设将回到正常速度，我们相信产业链公司将受益于 5G 升级和新增需求，包括立讯精密(002475 CH)、鸿腾精密(6088 HK)和通达集团(698 HK)。
中国风电	同步大市	中国风电行业新增装机呈加速状态。中电联数据显示 5 月风电新增装机 1.38GW，同比增长 43.75%，环比增长 91.7%。在国家能源局 5 月末发布了 2019 年风电项目建设工作方案后，我们预期 6 月及下半年风电装机将进一步加速。5 月份风资源情况较好，主要风电运营商获得较好的发电增量。结合目前行业较低迷的估值，我们更看好风电运营商。我们的行业首选为华电福新(816 HK)，并且看好华能新能源(958 HK)上半年业绩超出一致预期带来盈利惊喜。
中国太阳能	同步大市	2019 年中国光伏发电项目建设工作方案尘埃落定，各地政府已陆续启动竞价招标工作，使市场对于下半年中国光伏装机需求有所憧憬。我们对于光伏产业链维持乐观判断，预料随着中国光伏需求恢复，产业链供需情况将呈趋紧态势。估值方面，在一季度行业景气度随预期变化大幅提升后，光伏行业估值在二季度有所回落，港股市场光伏企业也有明显的增发及股权出售行为，抑制了市场估值预期。我们预料市场对光伏行业短期观望气氛较浓，有待国家竞价排名结果指明进一步方向。

数据源：招银国际研究

A 股市场观点

朱肖炜 (+86 0755-83169193)

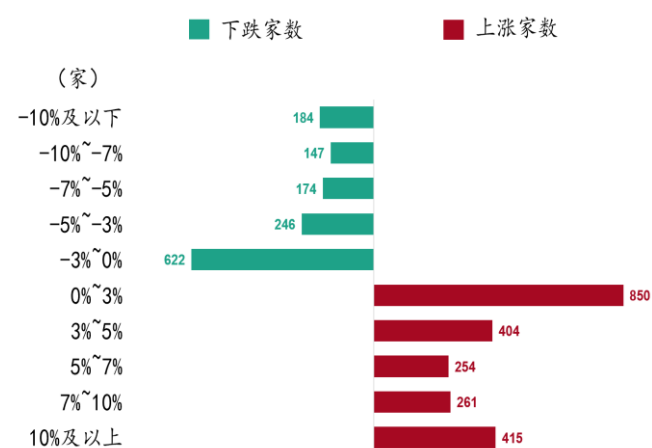
从指数走势看，6 月以来 A 股各大指数普遍上涨。截止 6 月末，本月以来中证红利微跌 0.68%，上证 50、沪深 300、中证 500、中小板指、创业板指分别上涨 7.63%、5.65%、1.94%、4.40%、2.80%。境外市场方面，本月以来全球权益指数均呈普涨态势，A 股今年以来表现仍超越全球各大指数。

图 14：6 月各大指数表现

指数	最新收盘价 (2019/6/27)	本月以来 (%)	今年以来 (%)	近一年以来 (%)	2018 年以来走势	最新 PE (TTM)	最新 PB (LF)
中证红利	4438.92	-0.68	15.69	5.63		8.17	1.06
上证50	2937.13	7.63	28.09	17.17		10.08	1.22
沪深300	3834.82	5.65	27.37	8.60		12.37	1.47
中证500	5007.48	1.94	20.14	-2.96		23.37	1.83
中小板指	5715.51	4.40	21.53	-11.54		23.89	3.21
创业板指	1525.24	2.80	21.97	-2.54		48.34	4.40
恒生指数	28221.98	4.91	9.19	-2.28		10.10	1.11
日经225	21338.17	3.58	6.61	-4.49		15.69	1.60
标普500	2913.78	5.88	16.23	7.00		21.33	3.29
道琼斯工业	26536.82	6.94	13.76	9.28		19.27	4.41
纳斯达克	7909.97	6.13	19.21	4.61		31.31	3.66
富时100	7416.39	3.56	10.23	-1.61		17.54	1.73
德国DAX	12245.32	4.42	15.97	0.09		16.12	1.55
法国CAC40	5500.72	5.63	16.28	4.15		18.49	1.58

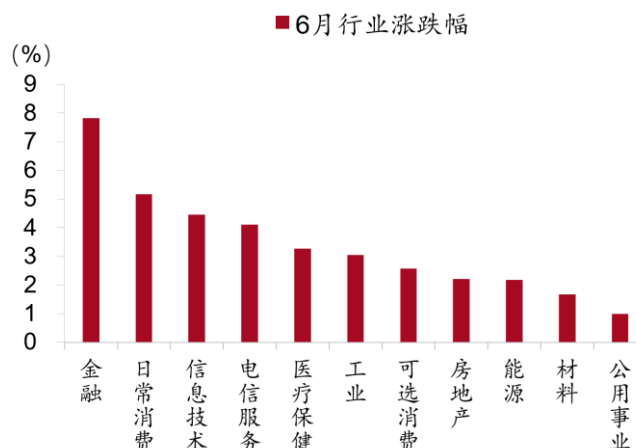
数据源：Wind、招商银行研究院

图 15：本月 A 股涨跌幅分布区间



数据源：Wind、招商银行研究院

图 16：本月各行业板块普涨



数据源：Wind、招商银行研究院

今年以来，工业企业利润与 A 股净利润增速发生背离。从可比口径看，2019 年一季度全 A 利润总额同比 12.06%，而规模以上工业企业利润今年以来增速仍然落在负区间，3-5 月累计同比增速分别为-3.30%、-3.40%、-2.30%。

我们认为背离现象主要源自 A 股金融板块、A 股国有工业企业的强劲表现。从 A 股净利润结构来看，金融、工业与信息技术板块对整体 A 股盈利的拉动效果较大，从而推升了整体 A 股净利润增速。展望后市，A 股及规模以上工业企业盈利背离有望逐步收敛，并走出震荡回升的格局，同时这将对股市形成积极的影响。短期来看，由于 PPI 下行压力仍存，A 股及工业企业盈利或将持续承压。

政策面来看，随着资本市场的持续开放，未来改革带来的政策红利将逐步凸显。其一，下半年科创板的开板有望对整体股市产生长远且积极的影响，尤其是在比价效应的推动下，A 股相关板块及创业板的估值或将获得重估。其二，并购重组的放松有利于资本市场长期繁荣，以及提升上市公司的资产质量、改善企业现金流。对于创业板而言，或将受益于壳资源带来估值提升。其三，股市投资者结构有望优化。如沪伦通、中日互通 ETF、A 股入富、MSCI 扩容等，未来外资有望持续流入，股市投资者结构将得到优化，机构投资者占比逐步提升，这将有利于改善 A 股理性程度。

从短期企业盈利与风险偏好内部环境看，扰动因素或未完全出清，股市短期震荡或将延续，因此策略上建议持续关注具有确定性业绩的低估值、高分红蓝筹：（1）低估值所带来的估值优势；（2）经济下行趋势下确定性业绩带来的基本面支撑；（3）外资等长线资金青睐。同时聚焦制造业升级、科创龙头：（1）核心科技技术助力产业升级与经济转型；（2）积极的民企支持政策（如减税降费）创造更好的企业发展环境；（3）科创板的开启有望带来新的增量资金。

风险提示：上市公司业绩超预期下行风险；中美贸易摩擦持续升级风险；周边市场大幅调整风险。

附录1：恒生指数成份股估值

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		49.1%										
汇丰控股	5	9.6%	64.80	12.2	11.6	11.2	0.89	0.99	0.95	6.1%	6.1%	6.1%
友邦保险	1299	10.7%	84.25	50.2	20.2	17.7	3.34	2.96	2.67	1.3%	1.6%	1.8%
建设银行	939	7.7%	6.73	5.8	5.6	5.2	0.75	0.71	0.65	5.2%	5.4%	5.7%
工商银行	1398	4.5%	5.70	6.0	5.7	5.4	0.74	0.72	0.66	5.0%	5.2%	5.5%
中国平安	2318	5.6%	93.80	14.0	11.4	9.9	2.52	2.28	1.94	2.1%	2.6%	3.0%
中国银行	3988	2.8%	3.30	4.7	4.7	4.5	0.55	0.52	0.48	6.3%	6.6%	6.9%
香港交易所	388	3.5%	275.8	37.3	33.0	29.0	8.76	8.07	7.69	2.4%	2.7%	3.1%
中国人寿	2628	1.5%	19.24	42.0	12.8	12.3	1.50	1.34	1.25	0.9%	3.0%	3.1%
恒生银行	11	1.6%	194.5	15.4	14.5	13.8	2.40	2.27	2.13	3.9%	4.2%	4.5%
中银香港	2388	1.2%	30.75	10.2	9.6	9.0	1.16	1.21	1.06	4.8%	5.0%	5.3%
交通银行	3328	0.6%	5.93	5.3	5.1	4.9	0.54	0.55	0.51	5.5%	5.9%	6.2%
资讯科技		10.9%										
腾讯控股	700	10.0%	352.6	37.5	31.5	25.1	8.11	6.97	5.53	0.3%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.3%	44.4	12.4	15.6	13.1	2.53	2.31	2.09	3.2%	2.8%	3.0%
舜宇光学科技	2382	0.6%	80.7	31.2	23.0	17.6	8.43	6.34	4.89	0.8%	1.3%	1.7%
地产		11.6%										
长实集团	1113	1.7%	61.15	5.6	7.7	8.7	0.70	0.67	0.64	3.1%	3.4%	3.7%
新鸿基地产	16	1.6%	132.5	7.7	11.5	10.5	0.70	0.68	0.66	3.5%	3.8%	4.1%
领展房产基金	823	2.2%	96.00	10.0	33.3	30.7	1.07	1.07	1.07	2.8%	3.1%	3.3%
中国海外发展	688	1.2%	28.80	7.0	6.9	5.9	1.11	0.99	0.87	3.1%	3.8%	4.5%
碧桂园	2007	1.0%	11.88	6.5	5.4	4.6	1.86	1.46	1.17	4.7%	5.8%	6.7%
九龙仓置业	1997	0.7%	55.05	9.3	15.8	15.0	0.76	0.75	0.74	5.7%	4.0%	4.2%
华润置地	1109	1.0%	34.40	8.5	8.8	7.5	1.51	1.35	1.19	3.5%	4.5%	5.4%
新世界发展	17	0.8%	12.22	5.2	13.7	14.0	0.57	0.55	0.53	3.9%	4.1%	4.2%
恒基地产	12	0.7%	43.05	6.7	13.4	13.8	0.67	0.66	0.65	3.8%	4.1%	4.2%
信和置业	83	0.4%	13.10	6.4	18.3	17.0	0.63	0.60	0.59	4.0%	4.2%	4.4%
恒隆地产	101	0.4%	18.58	10.3	18.8	17.4	0.61	0.60	0.59	4.0%	4.1%	4.2%
电讯		5.2%										
中国移动	941	4.6%	71.15	10.9	10.9	10.6	1.22	1.15	1.09	4.4%	4.8%	4.8%
中国联通	762	0.6%	8.57	22.6	16.7	12.1	0.7	0.68	0.66	1.8%	2.3%	3.2%
能源		5.5%										
中国海洋石油	883	2.5%	13.36	10.0	9.6	9.0	1.26	1.18	1.10	6.0%	5.1%	5.4%
中国石化	386	1.4%	5.31	9.2	9.1	8.6	0.76	0.77	0.75	9.0%	8.0%	8.2%
中国石油	857	1.0%	4.31	13.2	11.5	10.4	0.57	0.56	0.54	3.4%	4.7%	5.1%
中国神华	1088	0.6%	16.36	6.5	6.7	6.8	0.84	0.80	0.75	6.1%	6.1%	5.9%
公用		5.0%										
中电控股	2	1.7%	86.20	15.8	20.0	17.4	2.00	1.86	1.80	3.5%	3.6%	3.7%
香港中华煤气	3	1.9%	17.32	31.1	34.3	31.1	4.70	4.40	4.29	1.8%	2.0%	2.1%
电能实业	6	0.8%	56.20	15.7	15.6	15.2	1.44	1.42	1.40	5.0%	5.0%	5.1%
长江基建集团	1038	0.5%	63.70	15.0	14.9	14.4	1.50	1.35	1.30	3.8%	4.0%	4.2%
综合类		3.4%										
长和	1	2.2%	77.00	7.6	7.1	6.6	0.67	0.61	0.58	4.1%	4.4%	4.8%
中信股份	267	0.7%	11.26	6.4	6.2	5.7	0.59	0.55	0.51	3.6%	3.7%	4.2%
太古股份	19	0.5%	96.00	5.5	13.6	12.1	0.53	0.53	0.52	3.1%	3.6%	3.9%
消费品		5.3%										
吉利汽车	175	0.8%	13.36	8.5	8.4	7.4	2.35	1.91	1.59	2.6%	2.8%	3.2%
石药集团	1093	0.6%	12.60	22.4	17.7	14.4	4.60	3.97	3.34	1.4%	1.8%	2.2%
申洲国际	2313	0.9%	107.40	31.3	26.4	22.2	6.37	5.55	4.89	1.7%	2.0%	2.4%
蒙牛乳业	2319	0.9%	30.25	34.4	26.8	22.3	4.14	3.64	3.23	0.7%	0.9%	1.1%
中国生物制药	1177	0.6%	7.99	9.8	28.4	24.7	2.98	2.83	2.58	1.0%	0.9%	0.9%
恒安国际	1044	0.4%	57.45	15.8	14.4	13.3	3.64	3.33	3.07	4.4%	4.7%	5.1%
万洲国际	288	0.7%	7.92	15.8	11.9	10.8	1.92	1.69	1.56	2.5%	3.6%	4.0%
中国旺旺	151	0.4%	6.35	19.9	18.8	17.9	4.52	4.28	3.95	0.5%	3.7%	3.8%
消费服务		3.0%										
银河娱乐	27	1.2%	52.65	16.9	17.0	16.0	3.66	3.23	2.84	0.0%	1.8%	2.2%
金沙中国	1928	1.0%	37.35	20.6	17.9	16.3	8.76	8.46	7.92	5.3%	5.4%	5.6%
港铁公司	66	0.9%	52.60	20.2	25.2	23.6	1.79	1.71	1.67	2.3%	2.4%	2.6%
工业		0.9%										
创科实业	669	0.9%	59.80	25.3	21.6	18.5	4.58	4.17	3.59	1.5%	1.8%	2.3%
加权平均				11.5	11.2	10.4	1.33	1.23	1.15	3.4%	3.6%	3.9%

数据源：彭博、招银国际研究；截至2019年6月28日

附录 2：恒生国企指数成份股估值

恒生国企指数	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		49.1%										
建设银行	939	10.2%	6.73	5.7	5.6	5.3	0.75	0.71	0.65	5.2%	5.4%	5.7%
中国平安	2318	9.8%	93.80	11.6	11.4	10.0	2.52	2.28	1.94	2.1%	2.6%	3.0%
工商银行	1398	7.9%	5.70	5.9	5.8	5.5	0.74	0.72	0.66	5.0%	5.2%	5.5%
中国银行	3988	4.9%	3.30	4.8	4.7	4.5	0.55	0.52	0.48	6.3%	6.6%	6.9%
中国人寿	2628	2.7%	19.24	43.1	12.9	12.2	1.50	1.34	1.25	0.9%	3.0%	3.1%
招商银行	3968	2.8%	38.95	10.4	9.6	8.5	1.62	1.50	1.32	2.7%	3.1%	3.5%
农业银行	1288	1.7%	3.27	4.9	4.8	4.5	0.61	0.57	0.52	6.0%	6.4%	6.7%
中国太保	2601	1.5%	30.55	13.5	10.9	9.7	1.63	1.47	1.34	3.7%	4.4%	4.8%
中国财险	2328	1.1%	8.43	10.6	8.2	7.4	1.16	1.04	0.95	3.7%	4.1%	4.6%
交通银行	3328	1.0%	5.93	5.4	5.2	4.9	0.54	0.55	0.51	5.5%	5.9%	6.2%
中信银行	998	0.8%	4.45	4.2	4.2	4.0	0.46	0.44	0.40	5.9%	6.4%	6.7%
民生银行	1988	0.7%	5.41	4.1	4.0	3.9	0.50	0.46	0.42	7.3%	5.7%	5.8%
海通证券	6837	0.5%	8.76	17.1	10.4	9.4	0.75	0.71	0.67	1.9%	3.1%	3.3%
邮储银行	1658	0.9%	4.64	6.1	6.0	5.4	0.74	0.71	0.64	4.7%	4.7%	5.2%
中信证券	6030	0.6%	16.28	18.5	12.7	11.7	1.13	1.05	0.99	2.4%	3.2%	3.5%
新华保险	1336	0.6%	38.00	13.2	10.6	9.2	1.59	1.37	1.21	1.6%	2.7%	3.1%
中国华融	2799	0.3%	1.36	29.3	5.5	4.8	0.39	0.34	0.32	1.0%	5.0%	6.7%
中国人民保险	1339	0.5%	3.05	8.7	7.0	6.4	0.77	0.68	0.62	1.7%	2.3%	2.8%
华泰证券	6886	0.4%	13.44	17.6	11.7	10.6	0.94	0.88	0.83	2.5%	3.5%	3.7%
中国信达	1359	0.3%	1.80	5.0	4.2	3.7	0.45	0.40	0.37	6.0%	7.0%	8.0%
能源		9.7%										
中国海洋石油	883	4.5%	13.36	10.0	9.5	9.0	1.26	1.18	1.10	6.0%	5.1%	5.4%
中国石化	386	2.5%	5.31	9.9	9.1	8.6	0.76	0.77	0.75	9.0%	8.0%	8.2%
中国石油	857	1.7%	4.31	13.2	11.4	10.2	0.57	0.56	0.54	3.4%	4.7%	5.1%
中国神华	1088	1.0%	16.36	6.2	6.7	6.8	0.84	0.80	0.75	6.1%	6.1%	5.9%
地产建筑		7.9%										
华润置地	1109	1.8%	34.40	8.6	8.8	7.5	1.51	1.35	1.19	3.5%	4.5%	5.4%
碧桂园	2007	1.7%	11.88	6.5	5.4	4.7	1.86	1.46	1.17	4.7%	5.8%	6.7%
海螺水泥	914	1.1%	48.95	7.6	7.8	8.1	2.03	1.70	1.50	3.9%	4.3%	4.2%
中国交建	1800	0.6%	6.99	5.3	4.6	4.4	0.50	0.46	0.42	3.8%	4.2%	4.5%
万科	2202	0.8%	29.30	8.4	7.0	6.2	1.80	1.53	1.31	4.2%	4.8%	5.5%
中国中铁	390	0.4%	5.94	7.2	6.3	5.7	0.75	0.61	0.55	2.5%	2.7%	3.0%
中国建材	3323	0.5%	6.85	6.3	5.4	5.7	0.69	0.59	0.54	4.6%	3.4%	3.4%
龙湖集团	960	1.0%	29.45	9.3	9.2	7.6	1.88	1.64	1.43	3.8%	4.7%	5.7%
消费		7.5%										
比亚迪	1211	0.6%	47.15	44.5	33.0	28.4	2.20	1.94	1.84	0.5%	0.5%	0.6%
国药控股	1099	0.6%	27.50	12.3	11.1	9.8	1.68	1.52	1.35	2.4%	2.7%	3.1%
广汽集团	2238	0.5%	8.34	6.9	6.7	6.1	0.98	0.90	0.82	5.2%	5.0%	5.5%
华润啤酒	291	1.1%	37.10	110.1	53.1	36.8	5.61	5.22	4.75	0.4%	0.7%	1.1%
东风集团股份	489	0.3%	6.40	3.7	3.8	3.7	0.41	0.37	0.34	6.2%	5.3%	5.4%
安踏体育	2020	1.1%	53.65	30.9	24.4	20.0	8.03	6.51	5.34	1.7%	1.5%	1.8%
石药集团	1093	1.1%	12.60	22.4	17.7	14.5	4.60	3.97	3.34	1.4%	1.8%	2.2%
申洲国际	2313	1.5%	107.4	31.3	26.6	22.3	6.37	5.55	4.89	1.7%	2.0%	2.4%
恒安国际	1044	0.8%	57.45	16.0	14.3	13.2	3.64	3.33	3.07	4.4%	4.7%	5.1%
公用		3.1%										
华能国际	2688	1.1%	76.00	26.0	15.3	13.2	3.51	2.96	2.55	1.8%	2.0%	2.5%
中国燃气	384	1.1%	29.05	17.5	15.8	13.2	4.29	3.54	2.99	1.5%	1.8%	2.3%
粤海投资	270	0.9%	15.46	20.2	19.1	17.3	2.50	2.35	2.26	3.5%	3.9%	4.3%
工业		0.5%										
中国中车	1766	0.5%	6.53	14.0	12.0	10.5	1.26	1.18	1.10	2.6%	3.2%	3.4%
工业		1.2%										
中信股份	267	1.2%	11.26	6.5	6.2	5.8	0.59	0.55	0.51	3.6%	3.7%	4.2%
资讯科技及电讯		21.3%										
腾讯控股	700	10.0%	352.6	35.5	31.5	25.4	8.11	6.97	5.53	0.3%	0.3%	0.4%
中国移动	941	8.2%	71.15	10.9	10.8	10.5	1.22	1.15	1.09	4.4%	4.8%	4.8%
中国电信	728	1.5%	4.19	13.1	12.6	11.8	0.82	0.82	0.79	3.4%	3.1%	3.3%
中国铁塔	788	1.7%	2.05	100.7	58.1	36.0	1.76	1.73	1.68	0.1%	1.0%	1.5%
加权平均				8.9	8.6	8.0	1.12	0.92	0.85	3.6%	4.0%	4.3%

数据来源：彭博、招银国际研究；截至 2019 年 6 月 28 日

附录3：招银国际研究部覆盖股份

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 - H	2202 HK	买入	29.30	35.48	3,538	12月	8.4	7.3	6.1
	万科 - A	000002 CH	买入	27.81	31.68	3,111	12月	9.1	7.9	6.6
	保利地產	600048 CH	买入	12.76	16.64	1,518	12月	8.0	6.1	4.9
	中国海外	688 HK	持有	28.80	32.13	3,155	12月	7.0	7.0	6.4
	碧桂园	2007 HK	买入	11.88	16.49	2,573	12月	6.5	6.0	5.4
	华润置地	1109 HK	持有	34.40	33.18	2,384	12月	8.7	8.9	7.3
	龙湖	960 HK	持有	29.45	23.23	1,755	12月	9.3	9.2	7.8
	世茂	813 HK	买入	23.80	26.21	786	12月	7.9	6.0	4.8
	龙光	3380 HK	持有	12.64	12.16	693	12月	7.5	6.2	5.2
	雅居乐	3383 HK	买入	10.46	15.93	410	12月	5.0	4.7	4.3
	合景泰富	1813 HK	买入	7.93	11.82	252	12月	5.5	4.7	4.2
	奥园	3883 HK	买入	10.98	9.60	294	12月	10.7	6.8	5.1
	时代中国	1233 HK	买入	15.64	15.60	304	12月	5.7	5.0	4.1
	禹洲	1628 HK	买入	3.67	5.19	177	12月	4.1	3.7	3.0
	中骏置业	1966 HK	买入	3.76	4.56	155	12月	3.8	4.5	3.6
	中海宏洋	81 HK	买入	3.44	5.38	118	12月	4.7	3.7	3.0
	绿城服务	2869 HK	买入	6.31	7.50	175	12月	32.7	25.2	19.8
	雅生活	3319 HK	买入	13.22	17.50	176	12月	18.8	14.4	10.3
	中海物业	2669 HK	持有	4.07	3.33	134	12月	33.4	26.8	22.2
	易居(中国)	2048 HK	买入	11.00	16.30	162	12月	12.0	9.8	8.4
	河北建设	1727 HK	买入	5.87	7.30	103	12月	8.2	7.5	6.1
科技硬件	舜宇光学	2382 HK	买入	80.70	88.60	885	12月	25.5	20.1	16.7
	立讯精密	002475 CH	买入	24.79	32.10	1,020	12月	23.5	16.9	13.6
	鸿腾精密	6088 HK	买入	3.16	3.87	214	12月	10.3	9.0	7.9
	通达集团	698 HK	买入	0.60	0.76	39	12月	4.6	4.0	3.3
	东江集团	2283 HK	买入	3.86	4.70	32	12月	7.9	6.7	5.7
	瑞声科技	2018 HK	卖出	44.35	33.80	536	12月	17.7	15.0	13.9
	小米集团	1810 HK	持有	10.00	9.30	2,404	12月	20.0	15.2	11.7
	比亚迪电子	285 HK	持有	11.16	10.60	251	12月	9.9	9.0	8.3
	丘钛科技	1478 HK	持有	5.95	5.10	68	12月	20.1	14.2	11.1
互联网	歌尔声学	002241 CH	持有	8.89	9.10	288	12月	19.6	16.3	14.2
	腾讯	700 HK	买入	352.6	420.0	33,571	12月	39.3	33.7	26.7
	阿里巴巴集团	BABA US	买入	169.5	218.4	4,412	3月	30.6	25.2	19.8
	百度股份	BIDU US	买入	117.4	215.6	411	12月	12.2	13.1	10.3
	陌陌公司	MOMO US	买入	35.80	45.00	74	12月	14.6	12.7	10.4
	欢聚时代	YYUS	买入	69.7	98.5	55	12月	9.6	9.2	7.9
	IGG	799 HK	持有	8.71	11.00	111	12月	8.0	8.0	7.4
教育	汇量科技	1860 HK	买入	3.40	4.97	52	12月	21.8	10.9	6.2
	同程艺龙	780 HK	买入	15.50	19.71	322	12月	25.7	17.9	13.8
	睿见教育	6068 HK	买入	4.15	5.30	85	8月	24.0	18.3	15.4
	卓越教育	3978 HK	买入	2.44	3.70	21	12月	12.6	10.7	8.0
银行	中国新华教育	2779 HK	买入	2.76	3.71	44	12月	N/A	13.5	11.5
	希望教育	1765 HK	买入	1.11	1.65	74	12月	17.6	14.4	11.2
券商	工商银行	1398 HK	买入	5.70	7.60	23,010	12月	6.3	6.0	5.6
	建设银行	939 HK	买入	6.73	9.30	16,992	12月	6.1	5.8	5.3
	农业银行	1288 HK	买入	3.27	5.30	14,078	12月	5.0	4.8	4.6
	中国银行	3988 HK	买入	3.30	5.20	11,726	12月	5.2	4.8	4.4
	中信银行	998 HK	买入	4.45	5.90	2,975	12月	4.5	4.4	4.0
	交通银行	3328 HK	持有	5.93	6.40	4,809	12月	5.7	5.4	5.1
	民生银行	1988 HK	持有	5.41	6.20	3,012	12月	3.5	3.7	3.8
	中国光大银行	6818 HK	买入	3.58	4.60	2,179	12月	5.2	5.1	4.7
	中原银行	1216 HK	持有	1.80	2.58	361	12月	7.5	7.2	6.3
券商	中信证券	6030 HK	买入	16.28	21.80	3,035	12月	18.6	14.5	12.6
	广发证券	1776 HK	持有	9.29	13.70	1,083	12月	11.5	8.8	7.4
	HTSC	6886 HK	买入	13.44	18.60	2,099	12月	15.2	12.1	10.4
	中金公司	3908 HK	持有	15.76	18.90	661	12月	17.6	14.6	12.1
	中国银河	6881 HK	持有	4.63	4.80	1,069	12月	17.0	11.6	9.7
	中信建投证券	6066 HK	持有	5.81	8.20	1,604	12月	12.5	9.3	8.0

(下页续)

附录3：招银国际研究部覆盖股份(续上页)

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	市盈率 FY1	市盈率 FY2
保险	中国太保	2601 HK	买入	30.55	40.52	3,459	12月	13.5	11.3	9.7
	中国人寿	2628 HK	买入	19.24	25.69	8,140	12月	43.1	14.4	12.2
	众安在线	6060 HK	持有	21.45	28.18	315	12月	亏损	亏损	亏损
	中国太平	966 HK	买入	20.90	30.25	751	12月	10.0	8.6	7.7
	新华保险	1336 HK	买入	38.00	47.37	1,698	12月	13.2	10.6	9.6
	中国人民保险	1339 HK	买入	3.05	4.22	4,098	12月	8.9	8.4	8.0
	中国财险	2328 HK	持有	8.43	9.19	1,875	12月	10.7	9.2	8.4
其他金融	国银租赁	1606 HK	持有	1.67	1.90	211	12月	7.4	6.9	6.0
	中银航空租赁	2588 HK	持有	65.60	62.80	455	12月	9.4	8.3	7.6
	湾区发展	737 HK	买入	4.04	5.21	125	12月	18.2	14.6	13.3
机械及设备	潍柴动力	2338 HK	买入	13.20	16.20	1,094	12月	10.8	9.4	8.9
	中国重汽	3808 HK	买入	13.52	21.50	373	12月	7.6	6.8	6.5
	中国龙工	3339 HK	持有	2.08	3.15	89	12月	6.8	5.5	5.4
	三一国际	631 HK	买入	2.82	4.72	87	12月	12.4	8.9	7.2
	中联重科	1157 HK	买入	5.13	5.83	511	12月	16.7	11.6	10.5
	浙江鼎力	603338 CH	买入	58.71	75.00	204	12月	42.5	32.1	23.4
	兖煤澳大利亚	3668 HK	买入	16.00	24.00	211	12月	4.3	5.2	5.5
	信达国际	1899 HK	卖出	2.20	1.95	33	12月	10.2	12.1	11.4
	津上机床中国	1651 HK	买入	8.37	13.30	32	3月	7.7	7.6	6.1
新能源/公用	保利协鑫能源	3800 HK	持有	0.43	0.56	85	12月	3.5	63.1	6.9
	协鑫新能源	451 HK	持有	0.30	0.33	57	12月	N/A	9.3	5.4
	信义光能	968 HK	持有	3.85	4.00	310	12月	13.6	11.6	8.9
	龙源电力	916 HK	买入	5.01	6.90	403	12月	9.0	7.7	7.1
	华能新能源	958 HK	买入	2.15	2.80	227	12月	6.5	5.9	5.3
	金风科技	2208 HK	持有	8.54	9.25	554	12月	9.0	8.4	7.4
	华电福新	816 HK	买入	1.43	2.00	120	12月	5.2	4.5	3.9
	伟能集团	1608 HK	买入	2.80	4.16	72	12月	21.7	24.9	16.0
	新天绿色能源	956 HK	买入	2.06	3.20	77	12月	5.5	4.4	3.9
	天伦燃气	1600 HK	买入	8.97	10.76	89	12月	19.3	11.8	6.0
非必需消费	大众公用	1635 HK	持有	2.93	4.15	192	12月	16.1	15.2	14.3
	普拉达	1913 HK	持有	24.15	24.84	618	12月	33.8	24.5	25.1
	都市丽人	2298 HK	买入	1.78	3.10	40	12月	8.2	6.9	5.7
	好孩子国际	1086 HK	买入	1.77	4.27	30	12月	12.1	8.2	6.6
	荣威国际	3358 HK	买入	3.66	3.97	39	12月	11.6	9.2	6.7
	安踏体育	2020 HK	买入	53.65	55.53	1,441	12月	31.0	24.2	20.3
	大家乐	341 HK	买入	23.25	26.61	136	3月	22.9	21.0	19.3
	海底捞	6862 HK	买入	32.65	34.56	1,730	12月	92.5	53.9	40.6
	波司登	3998 HK	买入	2.17	2.45	232	3月	32.9	22.6	16.2
	李宁	2331 HK	持有	18.42	11.87	425	12月	55.5	41.3	31.8
	特步国际	1368 HK	买入	4.71	6.52	118	12月	14.0	12.6	11.1
	江南布衣	3306 HK	买入	14.32	17.22	74	6月	13.6	11.9	10.4
医药	中国利郎	1234 HK	买入	7.18	11.89	86	12月	10.1	8.5	7.3
	石药集团	1093 HK	买入	12.60	20.80	786	12月	21.5	17.4	14.0
	三生制药	1530 HK	买入	13.42	16.60	340	12月	34.4	25.7	20.4
	中国中药	570 HK	买入	3.80	7.10	191	12月	11.2	9.8	7.8
	绿叶制药	2186 HK	持有	5.66	7.70	185	12月	16.5	14.8	13.1
	东阳光药	1558 HK	持有	39.05	41.20	177	12月	23.0	19.6	17.2
	神威药业	2877 HK	买入	7.08	14.30	59	12月	11.4	9.5	7.8
	康臣药业	1681 HK	买入	5.35	8.40	47	12月	8.6	8.0	7.1
	昊海生物科技	6826 HK	买入	42.60	66.50	68	12月	13.3	10.8	9.0
	瑞慈医疗	1526 HK	买入	1.35	2.80	21	12月	17.0	13.2	8.5
	康华医疗	3689 HK	买入	5.05	13.10	17	12月	8.7	7.2	6.3
	香港思康医疗	2138 HK	买入	5.85	6.27	58	3月	20.6	18.0	15.1
必需消费	爱康医疗	1789 HK	买入	4.00	6.30	42	12月	25.1	25.1	18.5
	万洲国际	288 HK	买入	7.92	10.70	1,165	12月	14.2	11.3	10.4
	中国旺旺	151 HK	买入	6.35	7.40	789	3月	22.4	20.2	18.5

数据源：彭博、招银国际研究；截至2019年6月28日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及/或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规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。