

4月港股策略報告

短綫料整固，擁抱高息股

❖ **港股業績乏驚喜，盈利預測續下調。** 港股3月份的業績期完結，整體無甚驚喜，而期間市場亦繼續調低2019年度盈利預測，恒指之預測盈利於3月份被調低了0.9%，已較去年2月的高位累計調低了11.9%。國企指數之預測盈利於3月份被調低了2.8%。4月下旬又開始一季業績期，鑑於今年一季內地經濟增速料較低，企業業績料較疲弱，恐怕市場下調企業盈利預測的趨勢將於4月至5月持續。恒指之2019年預測市盈率已回升至11.3倍，接近七年平均之11.4倍。缺乏盈利支持、單靠估值推動的升浪，恐難持續。

❖ **儲局轉鴿，華息倒掛。** 3月中，美國聯儲局議息後，調低經濟及通脹預期，並計劃9月結束縮表，而利率點陣圖更顯示今年較大機會不再加息。雖然這有助舒緩金融市場資金緊張的憂慮，但同時加深投資者對美國經濟前景的憂慮，美國國債華息出現倒掛，十年期華息低於三個月期華息。

❖ **風險一：新興市場再現波動？** 最近部份新興市場再起波動，土耳其里拉急跌，兌美元曾單日跌5%，股市一周挫一成，巴西及阿根廷等貨幣亦遭波及下挫。新興市場貨幣指數已跌穿近半年的上升通道，若確認轉弱，很可能會拖累新興股市下挫。另外，土耳其經濟陷入衰退，外債中約四成由歐洲多國金融機構放貸，倘若出現違約風險，恐怕將連累歐洲。

❖ **風險二：港元弱勢，稍後或加息？** 隨着美國加息預期大幅降溫，市場甚至形成減息預期，實行聯繫匯率的香港之加息風險亦似已消去，因此近期香港地產股升勢凌厲。不過，港元匯價於3月份持續偏弱，香港金管局共承接了221億港元沽盤以維持聯繫匯率，銀行體系結餘將減至542億港元。市場一般估計，銀行體系結餘跌至200億港元以下，港元拆息才會顯著上升，銀行才有較大機會加息。按照近期進度，利率最快於5月便有機會上升，可能令港股添壓，尤其是地產股。

❖ **風險三：配股潮？** 過去一個多月，港股明顯有較多公司配股，包括配新股集資、供股集資及主要股東減持，給人的感覺是趁市旺抽水。過往恒指見頂回落前，亦往往出現較多集資事件。若配股潮於4月份持續，將加深此一憂慮。

❖ **技術分析：** 多個主要市場短綫呈利空形態。恒指同時形成上升通道及頭肩頂，目前方向未明。國指走勢稍遜於恒指，形成小雙頂。上證同樣形成了小雙頂，但A股今年以來較港股更強勢，有機會升穿小雙頂並延續升勢。美股道指形成了頭肩頂。

❖ **投資策略：** 市場對中美能達成貿易協議頗有憧憬，但若美國只局部減低中國貨關稅，須防好消息兌現反而令股市出現回調。一季中資股業績、新興市場轉弱、港元疲弱、公司配股潮等風險，亦可能令估值已回升至近年均值的恒指出現回調。中綫而言，可買入高息股。若美國開始減息，公用股料能逆市上升。

蘇沛豐, CFA

電話: (852) 3900 0857

郵件: danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	29,051
52周高/低位	31,593/24,541
大市3個月日均成交	1,008 億港元

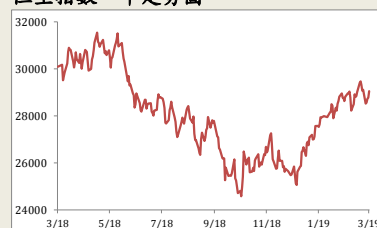
資料來源: 彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1個月	1.5%	0.1%
3個月	12.4%	12.4%
6個月	4.5%	3.3%

資料來源: 彭博

恒生指數一年走勢圖



資料來源: 彭博

過往市場策略報告

[19年3月1日 - 恒指目標上調至30,200](#)

[19年2月4日 - 回調壓力增，慎選國策股](#)

[19年1月2日 - 美股回調，殃及港股](#)

[18年12月3日 - 2019年策略報告 - 恒指目標28600](#)

[18年11月1日 - 推算恒指見底水平](#)

[18年10月2日 - 黎明前的黑暗](#)

[18年9月4日 - 避險為上，候低買價值股](#)

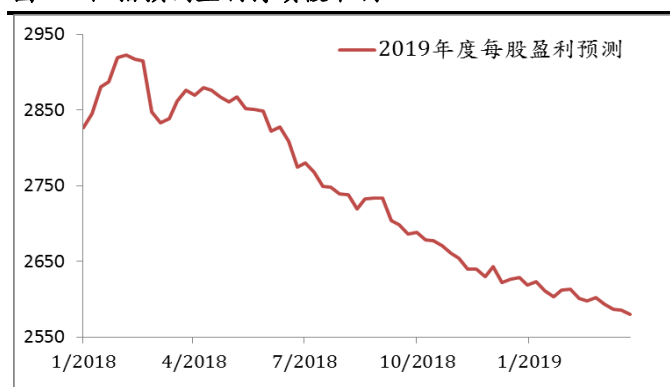
港股業績乏驚喜，盈利預測續下調

港股 3 月份的業績期完結，整體業績無甚驚喜，而期間市場亦繼續調低 2019 年度盈利預測，恒生指數之預測盈利於 3 月份被調低了 0.9%，已較去年 2 月的高位累計調低了 11.9%（圖 1）。國企指數之預測盈利於 3 月份被調低了 2.8%。

踏入 4 月份，下旬開始又到一季業績期。鑑於今年一季度內地經濟增速料較低，企業業績料較疲弱，恐怕市場下調企業盈利預測的趨勢將於 4 月至 5 月持續。

盈利預測被下調的同時，恒生指數卻持續上漲，較去年 10 月份低位反彈兩成。單計一季度，恒指累升 3,205 點或 12.4%，是 2009 年三季度後最佳的一季。缺乏盈利支持、單靠估值推動的升浪，恐難持續，因為恒指之 2019 年預測市盈率已由單位數的低殘水平回升至 11.3 倍，十分接近七年平均之 11.4 倍（圖 2）。

圖 1：恒指預測盈利持續被下調



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 2：恒指估值已回升至近均值



資料來源：彭博、招銀國際研究

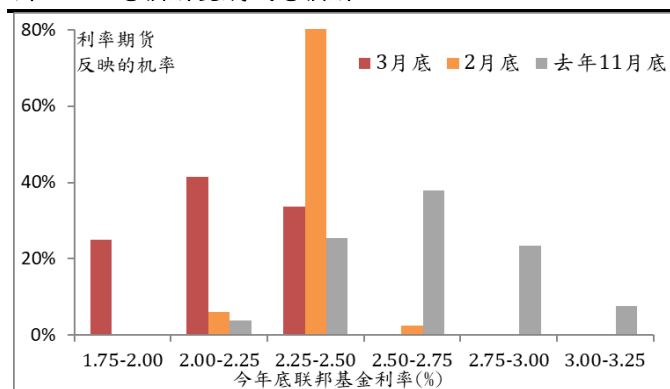
儲局轉鴿，華息倒掛

3 月中，美國聯儲局議息後，調低經濟及通脹預期，並計劃 9 月結束縮表，而利率點陣圖更顯示今年較大機會不再加息。詳見我們經濟師 3 月 21 日的報告[《美聯儲會議點評》](#)。

短短三個月前，聯儲局仍預期 2019 年加息兩次，現時立場明顯轉“鴿”，雖然有助舒緩金融市場資金緊張的憂慮，但同時加深投資者對美國經濟前景的憂慮。利率期貨顯示，市場比儲局更“鴿”，預期今年年底前有 41% 機會減息 0.25 厘，甚至有 25% 機會減息 0.5 厘或 0.75 厘（圖 3）。

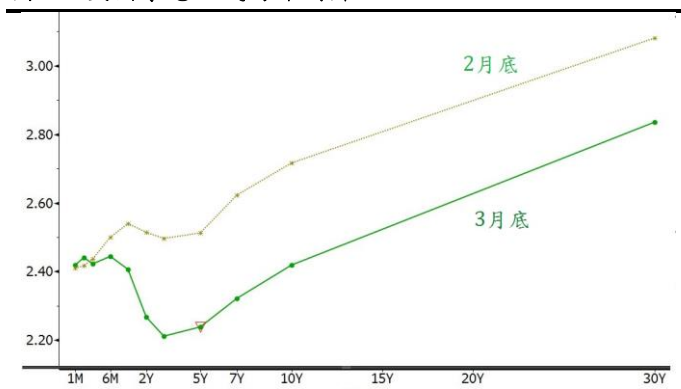
3 月下旬，美股及港股一度急挫，主要由於美國國債華息出現倒掛 - 十年期華息低於三個月期華息（圖 4），引起對美國經濟將陷入衰退的憂慮。

圖 3：加息預期變成減息預期



資料來源：CME Group、招銀國際研究

圖 4：美國華息曲綫局部倒掛



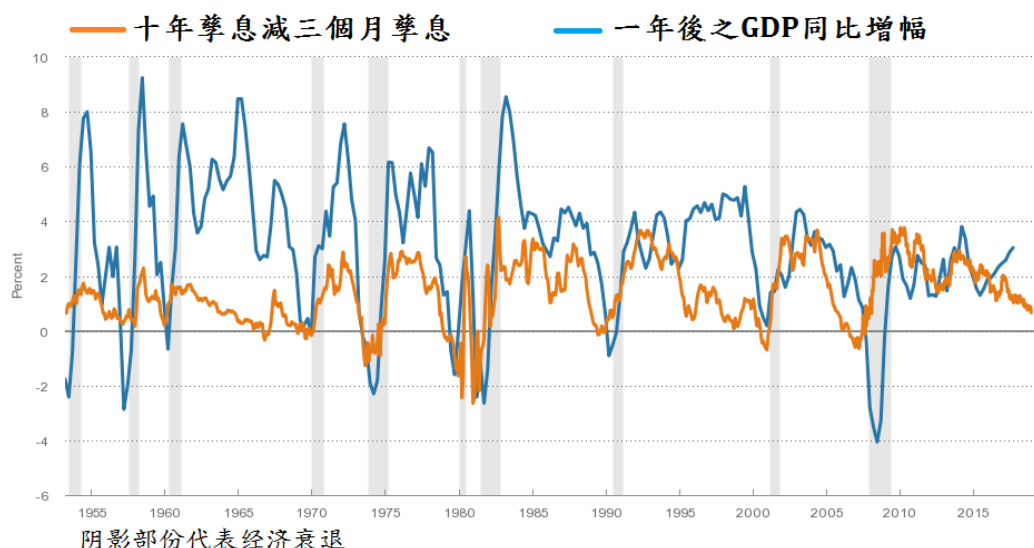
資料來源：彭博、招銀國際研究

美國經濟放緩，衰退言之尚早

從往績看，美國每次經濟衰退前，均曾出現債息倒掛(短期孳息高於長期孳息，較常參考的組合是兩年與十年、三個月與十年)，可見債息倒掛確有一定參考價值。不過，有幾點須注意：

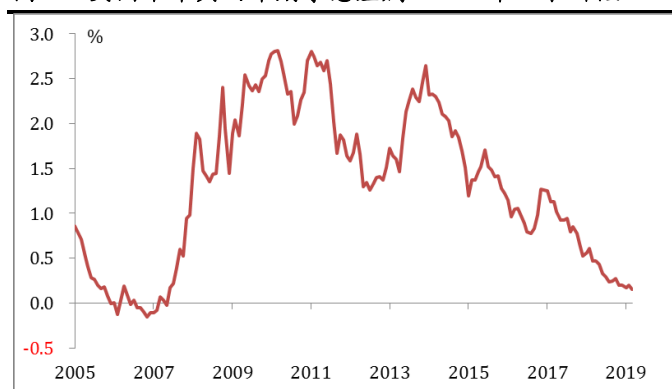
- 1) 當債息初現倒掛，6 至 24 個月後經濟才陷入衰退，單憑倒掛的警號，無從準確推算何時會衰退；
- 2) 根據聯儲局及美國經濟分析局的研究，十年與三個月孳息差之變化，與一年後之 GDP 增速變化相關度頗高(圖 5)；
- 3) 市場更常參考的十年期與兩年期孳息差，目前尚未倒掛，但差距已收窄至 0.15 厘，是 2007 年以來最低(圖 6)。若此息差跌穿零，料將觸發股市新一輪震盪；
- 4) 我們的經濟師指出，美國經濟於 2019 年很可能放緩，但僅有 20% 機率於未來 12 個月陷入衰退；
- 5) 股市一般領先經濟約半年，若美國經濟未來 12 個月未虞衰退，現時毋須太早憂慮。當然，這並不代表股市於未來半年都穩步上升，因為除了衰退，中美關係、企業盈利、地緣政治等因素均可能令股市波動。

圖 5：美國十年與三個月孳息差之變化，與一年後之 GDP 增速變化相關度高



資料來源：美國經濟分析局、聯儲局、招銀國際研究

圖 6：美國十年與兩年期孳息差創 2007 年以來新低



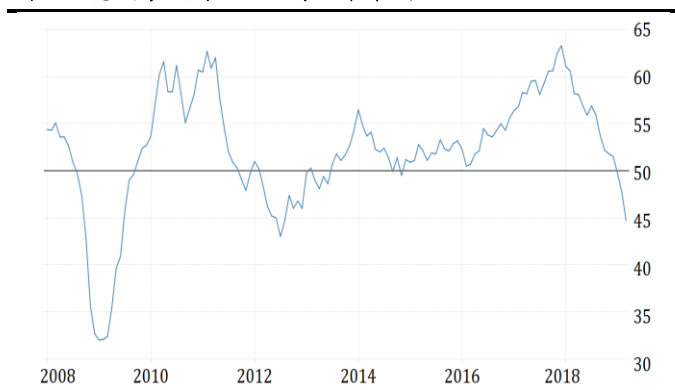
資料來源：彭博、招銀國際研究

歐洲經濟疲弱，德國債息穿零

美國以外，歐洲經濟更堪憂。英國脫歐的不明朗因素，固然令英國及歐元區前景蒙上陰影，而近期的經濟數據亦相當疲弱。Markit 德國製造業採購經理指數(PMI) 3 月份初值跌至 44.7，低於盛衰分界綫 50，創六年半新低（圖 7），各類分項指數都較 2 月惡化。這亦是過去 15 個月之中第 14 個月下跌，顯示經濟放緩速度是 2011-2012 年歐債危機以來最急。

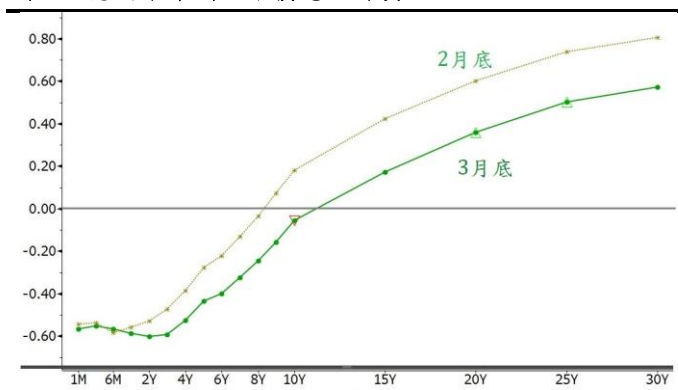
德國十年期國債孳息 3 月份跌至負數（圖 8），是 2016 年底以來首次，反映市場對經濟前景趨悲觀。

圖 7：德國製造業 PMI 創六年半新低



資料來源：IHS Markit、Trading Economics、招銀國際研究

圖 8：德國十年期以下債息全部負數



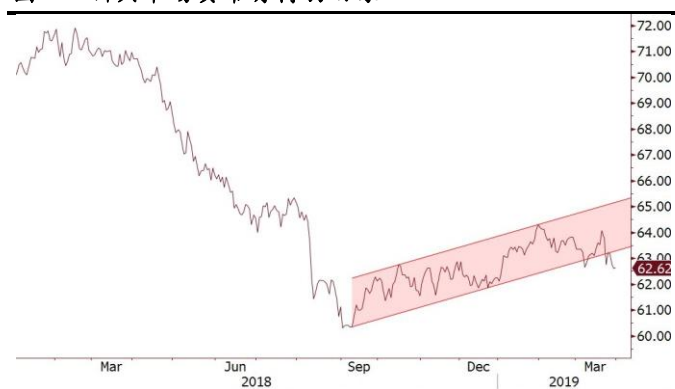
資料來源：彭博、招銀國際研究

風險一：新興市場再現波動？

繼去年 8 月新興市場股匯雙殺後，最近部份新興市場再起波動，土耳其 3 月 31 日舉行地方選舉前，該國貨幣里拉急跌，兌美元曾單日跌 5%，央行推高利率以穩定匯率，又造成股市一周挫一成。巴西及阿根廷等貨幣亦遭波及下挫。新興市場貨幣指數已跌穿近半年的上升通道（圖 9），若確認轉弱，很可能會拖累新興股市下挫，因為新興市場貨幣與股市之相關性相當高（圖 10），而貨幣有時領先股市，例如貨幣於 2017 年 8 月率先見頂，並於 2018 年 9 月率先見底。

另外，土耳其於去年三季度及四季度 GDP 倒退，經濟陷入衰退，而且持有外債近 4,500 億美元，當中約四成由西班牙、法國、德國、意大利和英國金融機構放貸。倘若經濟衰退加上貨幣貶值觸發違約風險，恐怕將連累歐洲多國銀行業以至經濟。

圖 9：新興市場貨幣有轉弱跡象



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 10：新興市場貨幣與股市相關性高



資料來源：彭博、招銀國際研究

風險二：港元弱勢，稍後或加息？

隨着美國加息預期大幅降溫，市場甚至形成減息預期，實行聯繫匯率的香港之加息風險亦似已消去，因此近期香港地產股升勢凌厲。不過，港元匯價於 3 月份持續偏弱，美元兌港元多次觸及弱方保證水平 7.85，相信主要由於美元與港元之息差造成的套利交易。香港金融管理局於 3 月份八次入市、共承接了 221.29 億港元沽盤，以維持聯繫匯率，銀行體系結餘本周二將減至 542.11 億港元（圖 11）。

市場一般估計，銀行體系結餘跌至 200 億港元以下，港元拆息才會顯著上升，以及銀行才有較大機會加息（最優惠利率）。按照近期進度，利率最快於 5 月便有機會上升，可能令港股添壓，尤其是地產股。

圖 11：香港銀行結餘跌至 2008 年以來最低



資料來源：彭博、招銀國際研究

風險三：配股潮？

過去一個多月，港股明顯有較多公司配股，包括配新股集資、供股集資及主要股東減持（圖 12），給人的感覺是趁市旺抽水。過往恒指見頂回落前，亦往往出現較多集資事件。若配股潮於 4 月份持續，將加深此一憂慮。

圖 12：表列部份近期配股/供股/減持事件

公司	公布日	內容
人保集團(1339 HK)	2 月 27 日	配股：主要股東 AIG 全數減持，套現 38 億港元
信義光能(968 HK)	3 月 8 日	配股：先舊後新配售 3.8 億股，集資 13.2 億港元
首創置業(2868 HK)	3 月 11 日	可能供股：每 10 股供最多 5 股
招商證券(6099 HK)	3 月 12 日	供股：A+H 每 10 股供最多 3 股，集資 150 億元人民幣
金風科技(2208 HK)	3 月 18 日	供股：A+H 每 10 股供 1.9 股，集資共 55.4 億港元
萬科(2202 HK)	3 月 27 日	配股：H 股集資 78.1 億港元
特步(1368 HK)	3 月 28 日	配股：先舊後新配售 2.47 億股，集資 13.7 億港元

資料來源：招銀國際研究

技術分析 - 多個主要市場短線利空

恒生指數：上升通道 vs 頭肩頂。恒指已連升三個月，但 3 月份升勢放緩，走勢反覆，一方面形成了短期上升通道，但同時似正營造利空形態“頭肩頂”，目前方向未明。若能升穿 3 月份高位 29,486，可望繼續沿上升通道向上。相反，若跌穿支持位 28,435 及 28,200，則上升通道失守兼確認頭肩頂成立，量度下跌目標 27,000-27,200（圖 13）。

國企指數：小雙頂？國指走勢略較恒指弱，於 3 月形成了“小雙頂”利空形態，關鍵支持於頸線 11,151，若跌穿，量度下跌目標約 10,500（圖 14）。

上證綜指：小雙頂？上證形態與國指相近，同樣形成了“小雙頂”利空形態，若失守頸線 2,963，量度下跌目標約 2,800。但 A 股今年以來較港股更強勢，上證有機會短期內升穿小雙頂 3,130，延續升勢（圖 15）。

道瓊斯指數：頭肩頂？美股於 3 月反覆整固，較港股及 A 股弱，道指形成了“頭肩頂”利空形態，若跌穿頸線 25,400，恐將出現較大幅回調（圖 16）。

圖 13：恒生指數



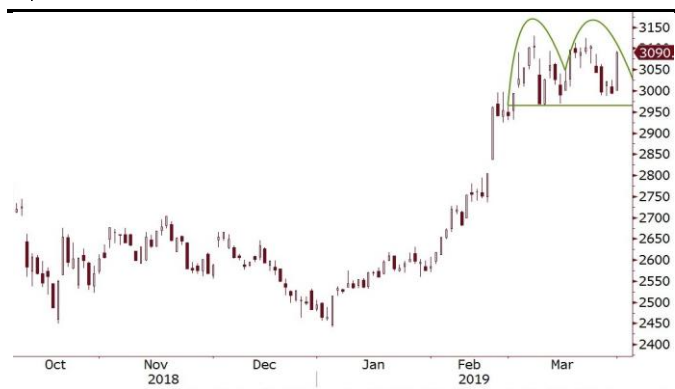
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 14：國企指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 15：上證綜指



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 16：道瓊斯指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

投資策略

本周中美將在華盛頓進行第九輪貿易磋商。根據新華社，雙方在上周第八輪磋商討論了協議有關文本，並取得新進展。近一個月，市場對中美能達成協議頗有憧憬，但我們估計美國暫時不會完全撤回過去一年上調的中國貨進口關稅。若只達成局部減低關稅的協議，相信一季度的股市升勢已大致反映，須防好消息兌現反而令股市出現回調。

而且上述的幾個主要風險，包括一季度中資股業績、新興市場轉弱、港元疲弱、公司配股潮，亦可能令估值已回升至近年均值的恒指出現回調。我們估計短綫回調過後，恒指可再創今年新高，年內目標為 30,200，至四季度則可能開始憂慮美國經濟而下挫。

中綫而言，可買入高息股。其中一個主宰港股的最重要因素是美國利率走向。鑑於市場對聯儲局下一步預期已由加息轉為減息，我們回顧了最近兩次利率見頂至開始減息後之港股表現，分別是 2000-2001 年（圖 17），及 2006-2008 年（圖 18），發現當利率見頂並維持於高位期間，恒指仍能錄得升幅，但開始減息後之半年，恒指都大跌，公用股卻逆市上升。恒指於 2001 年 1 月至 7 月跌 16%，於 2007 年 9 月至 2018 年 3 月跌 18%，同期香港公用股分別逆市升 5% 及 20%。

公用股於減息周期開始後能逆市上升，一來由於其穩定股息於減息周期之吸引力上升，二來由於業務非周期性提供較強防守力。唯須注意：金融股如內銀及滙豐(5 HK)多數是高息股，但屬周期性行業，股價與恒指相關性高，於近兩次減息周期中未能如公用股般逆市升。

圖 17：美國利率 2000 年見頂後之港股表現



資料來源：彭博、招銀國際研究

* “香港公用股”是中電(2 HK)、煤氣(3 HK)、電能(6 HK)及長江基建(1038 HK)之市值加權指數

圖 18：美國利率 2006 年見頂後之港股表現



資料來源：彭博、招銀國際研究

目前美國國債兩年期孳息約 2.3 厘，暫且將“高息股”定義為股息率 4.3 厘以上(較兩年期孳息高 2 厘)，再加上行業周期性低、派息往績穩定、預期本年度派息不低於去年等條件，篩選出以下股份：

圖 19：部份股息逾 4.3 厘的高息股

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	去年度	股息率(%) 本年度預測	近五年平均
置富產業信託	778 HK	10.34	199	5.0	5.2	5.5
泓富產業信託	808 HK	3.54	53	5.1	5.4	5.8
陽光房產信託	435 HK	5.91	97	4.6	4.7	5.3
越秀房產信託	405 HK	5.58	174	5.9	6.0	6.9
朗廷酒店投資	1270 HK	3.18	68	6.1	6.4	7.8
電能實業	6 HK	54.45	1,162	5.1	5.1	3.8
香港電訊	6823 HK	12.62	956	5.4	5.6	5.5
中信國際電訊	1883 HK	3.53	127	5.1	5.5	4.5

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2019 年 3 月 29 日

圖 19 列出的首五隻高息股都是房產相關信託，近期股價紛紛創新高後，股息率已低於近五年平均，而且萬一香港銀行稍後因銀行結餘進一步下跌而加息，對地產相關投資影響較負面。

相對而言，圖 19 列出的另外三隻股份 - 電能(6 HK)、香港電訊(6823 HK)、中信國際電訊(1883 HK) - 業務屬穩定的公用及電訊，而且今年預測股息率仍高於五年平均，更具吸引力。

另外，以下列出招銀國際研究部給予“買入”評級、去年度股息率及本年度預測股息率均逾 4.3 厘的股份以供參考。須注意部份股份所屬行業(如內房)周期性高，股價亦往往較波動。

圖 20：部份招銀國際給予“買入”評級的高息股

行業	公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	股息率(%)	
					去年度	本年度預測
房地產	碧桂園	2007 HK	12.26	2,654	4.5%	4.9%
	雅居樂	3383 HK	12.70	497	7.9%	8.7%
	合景泰富	1813 HK	9.47	301	6.7%	7.8%
銀行	工商銀行	1398 HK	5.75	22,551	5.0%	5.2%
	建設銀行	939 HK	6.73	16,960	5.2%	5.5%
	農業銀行	1288 HK	3.62	15,037	5.9%	6.1%
	中國銀行	3988 HK	3.56	12,268	5.9%	6.4%
	中信銀行	998 HK	5.00	3,249	5.2%	5.7%
機械及設備	中聯重科	1157 HK	3.89	304	7.5%	9.2%
公用/新能源	新天綠色能源	956 HK	2.39	89	6.2%	7.6%
	合和公路基建	737 HK	4.23	130	5.3%	6.6%
非必需消費	中國利郎	1234 HK	8.86	106	6.1%	6.7%
醫藥	神威藥業	2877 HK	7.86	65	4.9%	5.2%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2019 年 3 月 29 日

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 21：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	上市銀行完成公佈 2018 年業績，儘管資產品質指標仍穩健，但大部分銀行出於審慎態度在四季度增加撥備計提，從而拖慢全年盈利增速。受市場利率走低及監管對小微信貸視窗指導的影響，國有銀行淨息差面臨下行壓力。而中小型股份制銀行淨息差普遍延續擴張趨勢，料短期內跑贏大型同業。可關注中信銀行(998 HK)和光大銀行(6818 HK)。
中國保險	優於大市	上市險企完成公佈 2018 年業績，壽險企業去年下半年業務恢復趨勢較為明顯，新業務價值轉跌為升，大部分險企新業務價值率得到提升。2019 年開門紅表現料較為穩健。投資端受到股票市場波動呈現壓力，而隨著一季度情緒恢復，權益投資收益預計將得到提振。短期可關注業務指標增長潛力較大、2019 開門紅表現亮眼的中國人壽(2628 HK)。
中國設備及機械	優於大市	我們重點推介的濰柴動力(2338 HK)、重汽(3808 HK)以及三一國際(631 HK)於 3 月份的平均月度升幅約 17%。我們於月內把中聯重科(1157 HK)評級上調至買入。總體而言，工程機械及能源裝備 2018 年的業績普遍符合預期。未來一至兩個月部份企業將公佈一季度業績，有機會超預期。此外，我們預期基建需求強勁將持續拉動二季度設備需求，維持設備及機械優於大市的評級。
中國教育	優於大市	繼續看好高等教育行業，原因是獨立學院需轉設及政策鼓勵建立示範性職業教育集團/聯盟帶來行業並購機會，2019 年政府工作報告提出擴大高職招生規模一百萬對高教行業利好，特別是高職學生佔比較高的公司。目前行業估值為 2019 年預測市盈率 16.3 倍，低於歷史平均值。首推希望教育(1765 HK)。

資料來源：招銀國際研究

圖 21：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	近期互聯網板塊業績期結束後業績分化明顯，且短期獲利回吐，但我們持續看好上半年板塊內生增長及監管進入“溫和期”後的行業催化劑，包括：1) 5 月公佈一季度業績，阿里(BABA US)、騰訊(700 HK)巨頭業績預期相對樂觀；2) 科创板推進助推板塊氣氛；3) 監管進入“溫和期”，低基數下部分板塊增速有望回升。繼續看好電商及富媒體賽道，建議積極關注低線城市增量及估值落後標的（如：陌陌(MOMO US)、YY(YY US)）。
中國風電	同步大市	上市風電運營商完成公佈 2018 年業績，主要央企下屬企業均收到一些一次性計提項目影響，致使淨利潤低於預期。展望 2019 年，儘管 1-2 月受去年風資源高基數影響發電量同比略減，風電運營商對於全年發電量展望仍較為積極。另外一個普遍觀察到的信號是風電運營商紛紛在 2019 年加大項目投資，希望在 2020 年平價政策落地前盡可能鎖定已獲電價補貼專案，目標是盡可能釋放手頭上的專案儲備。在補貼問題沒有明確解決的背景下，我們認為風電板塊估值將承壓。根據運營商擴大產能趨勢，我們上調了金風科技(2208 HK)評級至買入，在投資擴張基礎上有望獲得盈利增長以及估值擴張。
中國房地產	同步大市	內房公司 3 月公佈去年全年業績，整體盈利上升 20%，與市場預期相若。一方面，公司預期 2019 年的銷售增長目標約為 20%，較去年慢，主要受調控仍沒全面放寬及經濟增長放慢影響；但另一方面，公司派發的股息增加，所以看見內房股價表現在 3 月表現較佳。目前內房估值為 2019 年預測市盈率 6.3 倍，已反映未來前景，投資者宜高位減持。
中國醫藥	同步大市	市場關注即將到來的第二批集採名單及輔助用藥目錄名單，對板塊產生估值壓制。此外，國家醫保局發佈新一輪醫保藥品目錄調整工作方案，6 月將公佈擬談判名單，我們預計基藥目錄 11 個未納入醫保品種及 PD-1 單抗有望進入，醫保調整潛在受益公司有三生製藥(1530 HK)，其長效 GLP-1 有望納入醫保。中國中藥(570 HK)仍是板塊首選，行業政策免疫，可維持強勁增速。
中國非必需消費	同步大市	受惠於中央一系列刺激經濟的政策，包括多行業的增值稅在 4 月 1 日開始下調和基數較低的幫助，中國零售銷售增長在二季度起應該可以逐步改善，而行業估值亦可進一步回升。目前市盈率在 16.3 倍，略為低於 7 年平均的 17.1 倍。而且 3 月份業績期後，基本面扎實的公司可重點投資，我們推薦的子板塊（餐飲，體育，服裝和家電）在 3 月的表現都很好，繼續維持正面看法。首選呷哺呷哺(520 HK)、特步國際(1368 HK)、寶勝國際(3813 HK)和中國利郎(1234 HK)。
中國必需消費	同步大市	上市公司普遍展望 2019 年收入有不錯的增長，亦預期可從政府降低 VAT 及社保費率中受益。推薦萬洲(288 HK)，受非洲豬瘟影響，2 月底中國母豬存欄數同比下跌 19%，美國農業部表示中國於 3 月 7 日的那星期購買了 23,800 噸美國豬肉，刺激美國生豬期貨價格於 3 月份升 41%，萬洲美國生豬養殖業務將明顯受益，2019 年業績可望超預期。
中國證券	同步大市	3 月中下旬 A 股持續震盪，券商股月內平均回調約 4%。前期利好消息已基本體現，4 月在沒有明顯催化劑情況下，市場可能持續較大幅度波動，券商股價波動也可能隨之擴大。但成交回暖、兩融餘額穩步回升趨勢已得到鞏固，支持券商業績反轉。4 月底券商即將公佈今年一季度業績，預期將明顯反彈，對股價表現有正面作用。建議繼續關注行業龍頭如中信証券(6030 HK)及對成交量彈性較大的券商如中國銀河(6881 HK)。
中國科技	落後大市	由於大部分上市公司已提前發佈盈警，3 月業績大致合乎市場預期，雖然管理層普遍指引於下半年業績恢復，但是我們認為市場對行業上半年的盈利預期太高，目前維持對中國科技行業的謹慎觀點，主要由於上半年 1) 智能手機出貨量下降導致產業鏈利潤率承壓；2) 全球 5G 建設速度慢於預期；3) 新興市場匯率波動的影響；4) 國際貿易爭端帶來的不確定性。建議維持較低的行業配置，但可關注個別子板塊的機會，如重點零組件升級(多鏡頭/AI)、份額提升、非手機業務的增長(車載/智慧家居/IoT)。
中國太陽能	落後大市	我們對中國太陽能行業的展望維持落後大市。截止 3 月末，國家對於 2019 年光伏發展政策仍未最終確定出臺，對於 2 季度的光伏產業鏈訂單已構成明顯壓力。在產業鏈價格調整過後，前兩個月表現火熱的光伏製造板塊估值呈回落態勢。展望短期，光伏製造企業 18 財年業績顯示普遍下滑態勢。面對政策和需求的不確定狀態，我們對於板塊的看法維持謹慎。我們認為 2019 年將是光伏產業鏈企業受政策衝擊後逐漸恢復的一年，過程中仍將伴隨一定的產能出清。

資料來源：招銀國際研究

A 股市場觀點

研究部

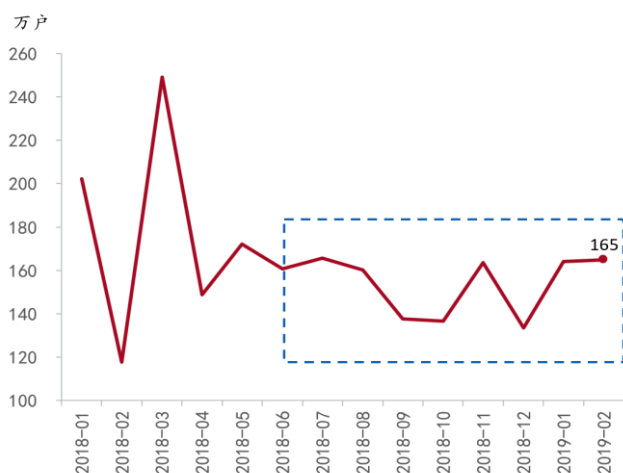
股市漸入業績驗證期，行情逐步回歸基本面

3 月以來 A 股震盪運行，漲幅較上月顯著放緩，截止 3 月 25 日大盤收於 3043.03，較月初上漲 1.64%。我們在 2 月月報中就已提示“市場對風險積壓的隱憂開始浮現”，本月以來 A 股漲跌互現，波動顯著加大，境內外風險事件已經開始浮現。A 股春季行情主要源於風險偏好的邊際改善，在本輪行情中各行業均呈現普漲態勢，而隨著 3 月末開始 A 股將進入年報披露期，市場預期將逐步得到基本面的驗證。

A 股開戶熱情不減，偏股公募倉位冲高回落

從最新 A 股賬戶新增開戶數來看，2019 年 2 月 A 股賬戶新增開戶 165 萬戶，為 2018 年下半年以來峰值，較今年 1 月上升 0.55%，較去年 12 月顯著上升 23.52%，較去年 11 月上升 0.79%。而偏股型公募基金股票倉位今年以來雖然大幅上升，但 3 月 15 日觸及今年以來高點（81.17%）後開始回落，截止 3 月 25 日，偏股混合型基金倉位約 80.74%，較本月最大值下滑 0.43pct。

圖 22：A 股新增開戶數達去年下半年以來峰值



資料來源：Wind，招商銀行研究院

圖 23：偏股型公募基金倉位冲高回落

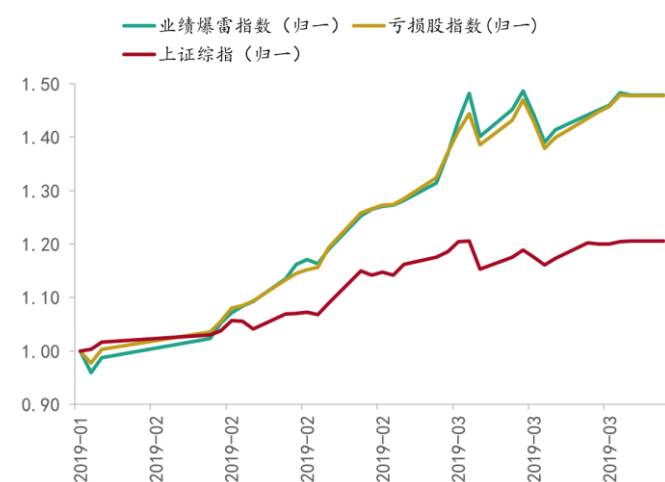


資料來源：Wind，招商銀行研究院

績差股持續跑贏大盤，漲勢或已偏離基本面

2019 年 1 月以來，A 股春季行情顯著，而值得注意的是同期業績爆雷指數以及虧損股指數大幅跑贏上證綜指。業績爆雷指數主要包含 2018 年年報預警因資產減值測試或者經營不利出現大幅度虧損的一部分公司，而虧損股指數主要包含實際虧損的上市公司。截止 2019 年 3 月 25 日，業績爆雷指數市盈率（TTM）為 -25.2，指數今年以來漲幅 45.62%；虧損股指數市盈率（TTM）為 0，指數今年以來漲幅 44.26%；上證綜指市盈率（TTM）為 13.4，今年以來漲幅 22.02%。

總體來看，在近期指數快速上行的過程中，偏股型公募倉位衝高回落、本月北上資金今年以來首度淨流出、業績預期不佳企業的股價漲幅大幅超越大盤等現象側面反映出 A 股短期內波動或將增大。而伴隨年報披露期的到來以及 A 股外圍風險的壓力，未來需持續關注上市公司業績對市場預期的驗證、中美貿易磋商進展、美股未來波動加大及其對 A 股的壓力傳導。

圖 24：績差股大幅跑贏大盤

資料來源：Wind，招商銀行研究院

風險提示：上市公司業績超预期下行風險；中美貿易摩擦超预期升級風險；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 47.8%												
匯豐控股	5	9.8%	63.90	11.9	11.5	10.9	1.00	0.98	0.97	6.3%	6.4%	6.4%
友邦保險	1299	9.8%	78.15	46.3	18.6	16.3	3.08	2.64	2.39	1.5%	1.8%	2.0%
建設銀行	939	7.5%	6.73	5.7	5.3	4.9	0.78	0.69	0.63	5.3%	5.7%	6.1%
工商銀行	1398	4.4%	5.75	5.9	5.5	5.2	0.78	0.71	0.65	5.1%	5.5%	5.8%
中国平安	2318	5.1%	87.90	12.8	10.7	9.3	2.47	2.14	1.82	2.3%	2.8%	3.3%
中國銀行	3988	2.9%	3.56	5.0	4.8	4.6	0.61	0.54	0.50	5.8%	6.4%	6.7%
香港交易所	388	3.4%	273.6	36.7	32.7	28.7	8.40	7.99	7.66	2.4%	2.8%	3.1%
中国人寿	2628	1.6%	21.10	44.8	15.5	14.0	1.60	1.47	1.38	0.9%	2.4%	2.6%
恒生銀行	11	1.5%	193.7	15.3	14.8	14.1	2.39	2.24	2.12	3.9%	4.2%	4.4%
中銀香港	2388	1.2%	32.50	10.7	10.5	9.8	1.39	1.24	1.16	4.0%	4.6%	4.9%
交通銀行	3328	0.6%	6.43	5.5	5.4	5.0	0.66	0.58	0.53	5.2%	5.7%	6.1%
資訊科技 11.0%												
騰訊控股	700	10.0%	361.0	37.3	32.5	25.5	8.99	6.83	5.43	0.3%	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.3%	46.5	12.7	14.1	12.1	2.56	2.25	2.01	3.1%	3.0%	3.3%
舜宇光学科技	2382	0.7%	93.8	35.3	23.9	18.6	9.52	7.01	5.36	0.7%	1.1%	1.5%
地產 11.8%												
長實集團	1113	1.9%	69.80	6.4	9.2	10.0	0.80	0.74	0.71	2.7%	3.1%	3.3%
新鴻基地產	16	1.6%	134.7	7.8	11.9	11.1	0.71	0.69	0.67	3.5%	3.7%	4.0%
領展房產基金	823	2.0%	91.80	4.1	33.2	31.7	1.07	1.06	1.04	2.7%	2.9%	3.2%
中國海外發展	688	1.2%	29.80	7.3	7.2	6.1	1.15	1.01	0.89	3.0%	3.7%	4.4%
碧桂园	2007	1.0%	12.26	6.6	5.4	4.6	1.87	1.48	1.19	4.7%	5.8%	6.7%
九龍倉置業	1997	0.7%	58.45	9.8	17.1	16.4	0.81	0.80	0.79	3.6%	3.6%	3.8%
華潤置地	1109	1.0%	35.20	8.5	8.8	7.6	1.43	1.37	1.21	3.5%	4.4%	5.1%
新世界發展	17	0.8%	13.02	5.6	15.2	14.2	0.61	0.61	0.58	3.7%	3.9%	4.0%
恒基地產	12	0.7%	49.90	7.0	14.4	14.6	0.70	0.72	0.72	3.6%	3.7%	3.8%
信和置業	83	0.5%	15.18	7.3	20.2	19.0	0.72	0.69	0.67	3.5%	3.6%	3.8%
恒隆地產	101	0.4%	19.16	10.7	19.8	18.7	0.63	0.62	0.61	3.9%	4.0%	4.0%
電訊 5.7%												
中國移動	941	5.1%	80.00	11.9	11.8	11.4	1.33	1.26	1.19	4.0%	4.3%	4.5%
中國聯通	762	0.6%	9.95	25.5	19.1	13.8	0.83	0.79	0.76	1.6%	2.2%	3.0%
能源 6.1%												
中國海洋石油	883	2.7%	14.70	10.7	10.8	9.8	1.34	1.29	1.21	4.8%	4.5%	4.9%
中國石化	386	1.6%	6.19	10.4	9.9	9.5	0.89	0.87	0.84	7.9%	7.5%	7.9%
中國石油	857	1.1%	5.09	15.2	13.7	11.9	0.66	0.64	0.62	4.1%	4.2%	4.8%
中國神華	1088	0.6%	17.90	6.9	7.1	7.2	0.92	0.85	0.79	5.7%	5.9%	5.8%
公用 4.8%												
中電控股	2	1.8%	91.00	16.7	18.3	17.7	2.11	1.91	1.84	3.3%	3.4%	3.5%
香港中華煤氣	3	1.8%	18.82	30.7	33.5	30.6	4.64	4.19	4.05	1.9%	2.0%	2.1%
電能實業	6	0.8%	54.45	15.2	15.1	14.7	1.39	1.37	1.34	5.1%	5.1%	5.2%
長江基建集團	1038	0.4%	64.45	15.2	14.7	14.2	1.59	1.38	1.32	3.8%	4.0%	4.2%
綜合類 3.5%												
長和	1	2.3%	82.45	8.2	7.5	7.0	0.71	0.65	0.61	3.8%	4.1%	4.5%
中信股份	267	0.7%	11.72	6.7	7.1	6.4	0.61	0.55	0.52	3.5%	3.3%	4.1%
太古股份	19	0.5%	101.00	5.9	11.6	12.9	0.56	0.56	0.55	3.0%	3.4%	3.7%
消費品 5.4%												
吉利汽車	175	0.8%	15.00	9.2	8.6	7.6	2.56	2.08	1.72	2.4%	2.7%	3.1%
石藥集團	1093	0.7%	14.60	24.9	20.2	16.4	5.32	4.39	3.68	1.2%	1.6%	2.0%
申洲國際	2313	0.8%	105.20	29.8	25.0	21.0	6.07	5.29	4.65	1.7%	2.1%	2.5%
蒙牛乳業	2319	0.8%	29.20	32.2	25.3	20.9	3.89	3.41	3.03	0.7%	1.0%	1.2%
中國生物制藥	1177	0.5%	7.16	35.5	26.8	23.6	3.73	5.07	4.28	0.7%	1.0%	1.2%
恒安國際	1044	0.5%	68.80	18.4	16.7	15.3	4.19	3.84	3.53	3.7%	4.1%	4.4%
萬洲國際	288	0.8%	8.40	16.7	13.3	12.2	2.03	1.78	1.66	2.4%	3.2%	3.7%
中國旺旺	151	0.4%	6.52	22.3	20.7	19.3	5.15	4.35	3.91	0.0%	2.5%	2.8%
消費服務 3.1%												
銀河娛樂	27	1.2%	53.45	17.1	16.7	15.0	3.71	3.19	2.80	0.0%	1.6%	2.0%
金沙中國	1928	1.0%	39.45	21.7	18.8	16.8	9.23	8.96	8.39	2.5%	5.2%	5.4%
港鐵公司	66	0.9%	48.60	18.6	23.4	22.3	1.65	1.58	1.54	2.5%	2.6%	2.8%
工業 0.8%												
創科實業	669	0.8%	52.75	22.2	18.8	16.1	4.02	3.66	3.15	1.7%	2.0%	2.6%
加權平均				11.2	11.2	10.3	1.35	1.24	1.16	3.5%	3.7%	3.9%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2019 年 3 月 29 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		50.1%										
工商銀行	1398	8.0%	5.75	6.0	5.5	5.2	0.78	0.71	0.65	5.1%	5.5%	5.8%
建設銀行	939	9.6%	6.73	5.7	5.3	5.0	0.78	0.69	0.63	5.3%	5.7%	6.1%
中國平安	2318	9.3%	87.90	12.5	10.9	9.5	2.47	2.14	1.82	2.3%	2.8%	3.3%
中國銀行	3988	5.4%	3.56	5.2	4.8	4.6	0.61	0.54	0.50	5.8%	6.4%	6.7%
中國人壽	2628	3.0%	21.10	46.8	15.0	13.5	1.60	1.47	1.38	0.9%	2.4%	2.6%
招商銀行	3968	2.8%	38.15	10.3	9.1	8.1	1.63	1.42	1.26	2.9%	3.3%	3.7%
農業銀行	1288	1.9%	3.62	5.2	4.9	4.6	0.70	0.61	0.56	5.8%	6.1%	6.6%
中國太保	2601	1.5%	30.80	13.3	11.5	9.9	1.60	1.48	1.36	3.8%	4.1%	4.7%
中國財險	2328	1.2%	8.92	11.0	8.1	7.2	1.20	1.07	0.97	3.6%	3.5%	3.9%
交通銀行	3328	1.1%	6.43	5.9	5.4	5.1	0.66	0.58	0.53	5.2%	5.7%	6.1%
中信銀行	998	0.9%	5.00	4.7	4.5	4.3	0.52	0.48	0.44	5.4%	6.5%	6.9%
民生銀行	1988	0.7%	5.70	3.5	4.0	4.0	0.45	0.51	0.46	3.6%	3.8%	4.1%
海通證券	6837	0.6%	10.16	19.3	13.2	11.4	0.85	0.80	0.76	1.7%	2.3%	2.6%
郵儲銀行	1658	0.8%	4.49	6.0	5.4	4.8	0.74	0.66	0.60	3.8%	4.5%	5.1%
中信證券	6030	0.7%	18.28	20.2	15.4	13.6	1.24	1.17	1.10	2.2%	2.6%	2.9%
新華保險	1336	0.6%	40.00	13.5	11.0	9.6	1.63	1.40	1.24	2.3%	2.5%	2.8%
中國華融	2799	0.3%	1.67	35.0	6.6	5.7	0.46	0.38	0.34	0.0%	4.2%	5.6%
中國人民保險	1339	0.5%	3.36	9.4	7.4	6.6	0.80	0.72	0.65	1.6%	1.6%	2.0%
華泰證券	6886	0.5%	15.70	10.2	13.7	12.3	1.07	0.99	0.94	0.0%	2.7%	2.9%
中國信达	1359	0.4%	2.18	5.8	4.6	4.7	0.53	0.47	0.43	5.1%	5.4%	5.7%
广发證券	1776	0.3%	11.28	16.9	10.9	9.5	0.86	0.79	0.75	0.0%	3.2%	3.6%
能源		11.2%										
中國石化	386	3.0%	6.19	10.4	9.8	9.2	0.89	0.87	0.84	7.9%	7.5%	7.9%
中國石油	857	2.0%	5.09	14.9	13.4	11.9	0.66	0.64	0.62	4.1%	4.2%	4.8%
中國神華	1088	1.2%	17.90	6.9	7.1	7.1	0.92	0.85	0.79	5.7%	5.9%	5.8%
中國海洋石油	883	5.0%	14.70	10.7	10.7	9.8	1.34	1.29	1.21	4.8%	4.5%	4.9%
地產建築		5.4%										
華潤置地	1109	1.9%	35.20	8.6	8.6	7.4	1.43	1.37	1.21	3.5%	4.4%	5.1%
海螺水泥	914	1.1%	47.95	7.3	7.7	7.7	1.93	1.65	1.45	4.1%	4.8%	4.9%
中國交建	1800	0.7%	8.12	6.2	5.4	4.9	0.62	0.57	0.52	3.5%	3.5%	3.8%
万科	2202	0.8%	33.00	9.2	7.5	6.6	2.00	1.70	1.45	3.8%	4.7%	5.1%
中國中鐵	390	0.5%	7.16	8.1	7.6	6.8	0.92	0.83	0.76	1.8%	2.2%	2.3%
中國建材	3323	0.5%	6.19	5.5	4.8	5.0	0.62	0.51	0.46	3.4%	4.4%	4.4%
消費		6.7%										
比亞迪	1211	0.6%	47.30	43.1	31.9	26.4	2.15	1.84	1.74	0.5%	0.4%	0.6%
國藥控股	1099	0.7%	32.70	14.2	12.6	11.3	1.94	1.69	1.48	2.1%	2.5%	2.8%
廣汽集團	2238	0.5%	9.27	6.7	6.1	5.6	1.10	0.91	0.82	4.8%	5.2%	5.6%
長城汽車	2333	0.3%	5.89	8.8	9.2	8.8	0.88	0.82	0.77	5.8%	4.5%	4.7%
東風集團股份	489	0.4%	7.86	4.5	4.3	4.2	0.49	0.44	0.40	3.7%	4.6%	4.7%
中國國航	753	0.4%	9.66	15.9	12.1	10.0	1.29	1.18	1.08	1.3%	1.8%	2.0%
石藥集團	1093	1.3%	14.60	24.9	20.2	16.5	5.32	4.39	3.68	1.2%	1.6%	2.0%
申洲國際	2313	1.5%	105.2	29.8	25.0	21.0	6.07	5.29	4.65	1.7%	2.1%	2.5%
恒安國際	1044	0.9%	68.80	18.7	16.6	15.3	4.19	3.84	3.53	3.7%	4.1%	4.4%
公用		2.5%										
華能國際	902	0.3%	4.56	53.5	12.2	9.7	0.84	0.66	0.64	2.6%	5.4%	6.7%
中廣核電力	1816	0.4%	2.19	9.8	9.0	8.4	1.26	1.09	1.01	0.0%	4.0%	4.2%
中國燃气	384	0.9%	27.60	19.9	17.6	15.3	4.75	4.02	3.40	1.3%	1.7%	2.0%
粵海投資	270	0.8%	15.16	21.7	19.7	18.1	2.46	2.37	2.28	3.2%	3.6%	4.1%
工業		0.6%										
中國中車	1766	0.6%	7.40	16.2	12.6	11.0	1.41	1.31	1.20	2.4%	3.3%	3.1%
工業		1.3%										
中信股份	267	1.3%	11.72	6.8	6.9	6.3	0.61	0.55	0.52	3.5%	3.3%	4.1%
資訊科技及電訊		22.5%										
騰訊控股	700	10.2%	361.0	37.0	32.3	25.4	8.99	6.83	5.43	0.3%	0.3%	0.4%
中國移動	941	9.3%	80.00	11.9	11.8	11.4	1.33	1.26	1.19	4.0%	4.3%	4.5%
中國電信	728	1.5%	4.19	15.2	14.9	13.8	0.91	0.81	0.78	3.1%	3.2%	3.4%
中國鐵塔	788	1.5%	1.82	不適用	50.2	32.4	1.52	1.48	1.45	不適用	1.2%	1.7%
加權平均				9.3	8.7	8.0	1.14	0.89	0.81	3.6%	3.9%	4.3%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2019 年 3 月 29 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 (当地货币)	年结	市盈率		
								FY0	FY1	FY2
房 地 产	华润置地	1109 HK	持有	35.20	33.18	2,440	12月	8.9	9.1	7.5
	中国海外发展	688 HK	持有	29.80	32.13	3,265	12月	7.3	7.3	6.6
	中国海外宏洋	81 HK	买入	4.27	5.38	146	12月	5.8	4.6	3.7
	万科企业	2202 HK	买入	33.00	36.36	3,928	12月	9.5	8.1	6.7
	世茂房地产	813 HK	持有	24.55	20.58	811	12月	9.3	7.4	6.4
	碧桂园	2007 HK	买入	12.26	16.49	2,654	12月	6.7	6.1	5.6
	雅居乐	3383 HK	买入	12.70	15.93	497	12月	6.1	5.8	5.2
	合景泰富	1813 HK	买入	9.47	11.82	301	12月	6.5	5.6	5.0
	龙湖集团	960 HK	持有	27.65	23.23	1,643	12月	8.8	8.6	7.3
	禹洲地产	1628 HK	买入	4.74	5.19	228	12月	5.7	4.7	4.3
	中骏集团	1966 HK	买入	4.09	4.56	169	12月	4.1	4.9	3.9
	龙光地产	3380 HK	持有	13.00	12.16	714	12月	9.8	8.2	6.4
	时代中国	1233 HK	买入	16.28	15.60	299	12月	6.0	5.2	4.2
	中国奥园	3883 HK	买入	9.47	9.60	254	12月	9.3	5.9	4.4
	绿城服务	2869 HK	买入	6.96	7.77	193	12月	43.7	32.2	22.7
	中海物业	2669 HK	持有	3.77	3.33	124	12月	41.9	29.0	23.6
	雅生活服务	3319 HK	买入	13.40	17.50	179	12月	33.7	20.7	15.3
	河北建设	1727 HK	买入	7.22	5.18	127	12月	7.9	9.6	8.7
	易居(中国)	2048 HK	买入	12.16	16.41	179	12月	15.3	13.0	10.5
互 联 网	腾讯	700 HK	买入	361.0	420.0	34,369	12月	40.2	34.5	27.4
	阿里巴巴集团	BABA US	买入	182.5	199.8	4,717	3月	34.4	26.4	20.9
	百度股份	BIDU US	买入	164.9	215.6	576	12月	17.2	18.5	14.6
	猎豹移动科技	CMCM US	持有	6.42	11.50	9	12月	20.9	11.5	8.1
	陌陌公司	MOMO US	买入	38.24	45.00	79	12月	15.8	13.8	11.2
	欢聚时代	YY US	买入	84.0	98.5	68	12月	11.7	11.2	9.6
	美图公司	1357 HK	买入	3.69	13.90	155	12月	亏损	17.8	8.6
	IGG	799 HK	持有	10.88	11.00	139	12月	9.9	9.9	9.3
	汇量科技	1860 HK	买入	4.75	4.97	73	12月	30.4	15.2	8.7
	同程艺龙	780 HK	买入	17.42	19.71	362	12月	28.9	20.2	15.5
教 育	睿见教育	6068 HK	买入	3.81	4.50	78	8月	21.0	16.3	14.3
	卓越教育	3978 HK	买入	3.52	3.70	30	12月	18.2	15.5	11.5
	中国新华教育	2779 HK	买入	2.57	3.71	41	12月	N/A	12.5	10.7
	希望教育	1765 HK	买入	1.18	1.65	79	12月	18.7	15.3	11.9
银 行	工商银行	1398 HK	买入	5.75	7.60	22,554	12月	6.4	6.1	5.7
	建设银行	939 HK	买入	6.73	9.30	16,960	12月	6.1	5.8	5.3
	农业银行	1288 HK	买入	3.62	5.30	15,039	12月	5.5	5.3	5.1
	中国银行	3988 HK	买入	3.56	5.20	12,270	12月	5.6	5.2	4.7
	中信银行	998 HK	买入	5.00	5.90	3,249	12月	5.1	5.0	4.5
	交通银行	3328 HK	持有	6.43	6.40	5,116	12月	6.2	5.9	5.6
	民生银行	1988 HK	持有	5.70	6.20	3,104	12月	3.7	3.9	4.1
	中国光大银行	6818 HK	持有	3.71	3.70	2,379	12月	5.4	5.3	4.8
	中原银行	1216 HK	持有	2.30	2.58	462	12月	9.6	9.2	8.1
券 商	中信证券	6030 HK	买入	18.28	21.80	3,268	12月	20.9	16.2	14.1
	广发证券	1776 HK	持有	11.28	13.70	1,311	12月	14.0	10.7	9.0
	HTSC	6886 HK	买入	15.70	18.60	1,982	12月	17.7	14.1	12.1
	中金公司	3908 HK	持有	18.18	18.90	762	12月	20.3	16.8	13.9
	中国银河	6881 HK	持有	5.16	4.80	1,082	12月	18.9	13.0	10.8
	中信建投证券	6066 HK	持有	6.98	8.20	1,996	12月	15.0	11.2	9.6
保 险	中国太保	2601 HK	买入	30.80	40.52	3,358	12月	13.6	11.4	9.8
	中国人寿	2628 HK	买入	21.10	24.07	8,467	12月	16.4	36.4	22.4
	众安在线	6060 HK	持有	28.20	28.18	414	12月	亏损	亏损	亏损
	中国太平	966 HK	买入	23.40	34.50	841	12月	12.6	8.4	6.9
	新华保险	1336 HK	买入	40.00	47.37	1,723	12月	13.9	12.2	11.2
	中国人民保险	1339 HK	买入	3.36	4.22	4,275	12月	9.9	9.6	8.8
	中国财险	2328 HK	持有	8.92	9.19	1,984	12月	11.3	9.7	8.9

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 (当地货币)	年结	市盈率		
								FY0	FY1	FY2
其他金融	国银租赁	1606 HK	持有	1.81	1.43	229	12月	9.4	12.1	10.0
	中银航空租赁	2588 HK	持有	64.05	62.80	445	12月	9.2	8.1	7.4
	合和公路基建	737 HK	买入	4.23	5.21	130	12月	19.1	15.2	14.0
机械及设备	潍柴动力	2338 HK	买入	12.54	12.40	1,074	12月	13.0	11.0	10.3
	中国重汽	3808 HK	买入	16.70	18.00	461	12月	13.5	10.0	9.6
	中国龙工	3339 HK	持有	2.54	2.75	109	12月	9.3	8.3	7.7
	三一国际	631 HK	买入	3.37	4.52	102	12月	37.1	14.8	10.2
	中联重科	1157 HK	持有	3.89	3.47	390	12月	19.0	21.4	17.1
	兴达国际	1899 HK	持有	2.47	1.95	37	12月	11.4	13.6	12.8
	津上机床中国	1651 HK	买入	9.11	13.30	35	3月	14.1	11.3	9.4
新能源/公用	保利协鑫能源	3800 HK	持有	0.55	0.56	101	12月	4.5	80.7	8.8
	协鑫新能源	451 HK	持有	0.34	0.33	65	12月	N/A	10.5	6.1
	信义光能	968 HK	持有	3.78	3.52	304	12月	13.4	11.4	8.7
	龙源电力	916 HK	买入	5.46	6.90	439	12月	9.8	8.4	7.7
	华能新能源	958 HK	买入	2.18	3.50	230	12月	6.6	6.0	5.3
	金风科技	2208 HK	持有	11.30	13.66	675	12月	11.9	11.2	9.7
	华电福新	816 HK	买入	1.74	2.09	146	12月	6.4	5.5	4.8
	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	2.39	3.20	89	12月	6.4	5.1	4.6
	天伦燃气	1600 HK	买入	9.01	10.76	89	12月	19.3	11.8	6.1
非必需消费	大众公用	1635 HK	持有	3.23	4.15	228	12月	17.8	16.7	15.8
	普拉达	1913 HK	持有	23.35	24.84	597	12月	32.7	23.7	24.3
	都市丽人	2298 HK	买入	2.27	3.13	51	12月	13.7	12.3	10.4
	好孩子国际	1086 HK	买入	2.28	4.27	38	12月	15.5	10.6	8.5
	荣威国际	3358 HK	买入	3.30	5.21	35	12月	7.3	7.8	6.3
	南旋控股	1982 HK	持有	0.72	0.87	16	3月	4.8	6.6	6.0
	安踏体育	2020 HK	买入	53.40	52.00	1,434	12月	40.9	30.8	24.7
	大家乐	341 HK	买入	19.98	23.08	117	3月	25.3	22.5	20.8
	海底捞	6862 HK	买入	25.10	20.77	1,330	12月	113.9	72.6	42.3
	波司登	3998 HK	买入	1.92	2.04	205	3月	29.2	20.9	15.4
	李宁	2331 HK	持有	12.32	11.87	270	12月	37.1	27.6	21.3
	特步国际	1368 HK	买入	5.61	6.91	126	12月	16.7	13.8	11.9
医药	江南布衣	3306 HK	买入	15.78	17.22	82	6月	17.7	15.0	13.1
	中国利郎	1234 HK	买入	8.86	11.89	106	12月	12.4	10.4	9.1
	石药集团	1093 HK	买入	14.60	20.80	911	12月	24.9	20.1	16.3
	三生制药	1530 HK	买入	15.44	16.60	391	12月	39.6	29.5	23.4
	中国中药	570 HK	买入	4.67	7.10	235	12月	13.8	12.0	9.6
	绿叶制药	2186 HK	持有	6.86	7.70	225	12月	20.0	17.9	15.9
	东阳光药	1558 HK	持有	34.00	41.20	154	12月	20.1	17.1	15.0
	神威药业	2877 HK	买入	7.86	14.30	65	12月	12.7	10.5	8.6
	康臣药业	1681 HK	买入	5.76	8.40	50	12月	9.3	8.7	7.7
	吴海生物科技	6826 HK	买入	49.55	66.50	79	12月	15.4	12.5	10.4
	瑞慈医疗	1526 HK	买入	1.47	2.80	23	12月	18.5	14.4	9.2
	康华医疗	3689 HK	买入	6.80	13.10	23	12月	11.7	9.7	8.5
必需消费	香港医思医疗	2138 HK	买入	5.84	6.27	57	3月	20.5	18.0	15.0
	爱康医疗	1789 HK	买入	4.32	6.30	45	12月	27.2	27.2	20.0
必需消费	万洲国际	288 HK	买入	8.40	9.00	1,233	12月	15.1	13.6	12.5
	中国旺旺	151 HK	买入	6.52	7.40	812	3月	23.0	20.8	19.0

數據截至 2019 年 3 月 29 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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 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 年證券交易法規則 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。