

9月港股策略報告

恒指今年最低目標調低至 22200

摘要：我們於5月中推算最壞情況下，恒指將於今年內低見23,700。考慮到中美貿易戰惡化及香港社會事件帶來的新風險，現時我們調低恒指之最低目標至22,200，相當於9.2倍本年度預測市盈率，及本年度盈利較市場預期低3.1%。假如貿易戰沒再惡化，而香港社會事件逐漸平息，則恒指估值可望溫和回升至11倍，按照目前之預測盈利推算，恒指年底前最多反彈至27,400。

- **中美今年內難達全面貿易協議。**中美於9月1日起互相實施新一輪關稅。基準情形下，我們預計今年內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達成關稅和解。短期而言，雙方原本約定9月在華盛頓再進行面對面磋商，若果落實進行，或有助稍為舒緩市場憂慮。若果擱置磋商，則難免進一步損害股市氣氛。
- **香港前景。**香港6月份至今的一連串社會事件，對香港零售、消費、地產、就業等帶來壓力。中長綫而言，美國對香港的政策會否改變更為重要。美國國會有議員提出《香港人權及民主法案2019》，待國會9月9日復會後討論。若美國對香港的政策立場有改變，或會令香港之長遠發展添上重大不明朗因素。
- **盈利及估值仍有下調壓力。**8月開始人民幣貶值壓力加劇，過往人民幣匯價與恒指估值有正向相關性。不過，近半年恒指估值回落的幅度，似乎不及人民幣貶值般顯著，或未充份反映其影響。若果人民幣匯價維持於現水平，相信恒指估值仍有進一步下調的壓力。盈利方面，過去18個月恒指之預測盈利被市場持續調低，今年以來累計調低了5.3%，較去年2月初高位調低了14.9%。若貿易戰及香港事件未有好轉跡象，恐怕預測盈利仍有被調低的壓力。
- **中國政策有助經濟回穩。**受內外因素影響，中國經濟今年以來下行壓力較大，但隨著穩增長政策落實、生產及基建活動加快，估計四季度經濟增速將回穩。近期有較多穩增長政策的訊號，例如LPR機制令貸款利率略為下跌，國務院公佈廿條促進消費意見，國務院金融穩定發展委員會明確要加大宏觀經濟政策的逆周期調節力度。十一國慶臨近，市場或會憧憬更多利好經濟及資本市場之政策推出，9月下半月A股及港股有機會偷步炒作“國慶行情”。
- **技術分析：恒指未脫弱勢。**恒指跌穿了三年多的上升軌，50天綫剛跌穿250天綫，出現“死亡交叉”，確認中長綫弱勢。恒指短期亦處於弱勢，料月內或下試年初低位24,900及去年底低位24,541，屆時有機會與RSI出現“三底背馳”的見底訊號。較樂觀的看，恒指似正營造小型“頭肩底”利好形態，若不跌穿24,900，並升穿頸綫26,300，可確認形態成立，量度目標27,600。
- **投資策略：9月恒指或先跌後回穩。**估計9月上半月港股仍受制中美貿易戰、人民幣貶值、企業盈利預測趨跌、香港社會事件等負面因素，下半月則可憧憬美國減息、內地推出更多穩增長政策、國慶行情等利好因素。短期策略維持審慎，增持高息的公用股、房產信託、黃金ETF等避險資產。較進取的選擇是醫藥、教育、物業管理、基本消費、機械及設備行業。若恒指跌至約24,000之下，估值開始吸引，將是分段吸納增長股及周期股的機會，包括互聯網、內險、券商、科技硬件等行業。

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	25,627
52周高/低位	30,280/24,541
大市3個月日均成交	764億港元

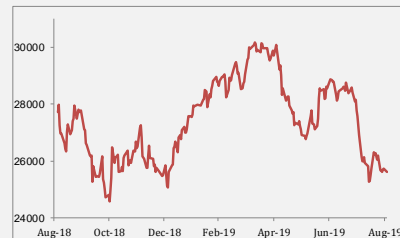
資料來源：彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1-月	-4.8%	-2.4%
3-月	-4.7%	-2.7%
6-月	-11.1%	-12.2%

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. [“貿易戰升溫，高息股避險” - 2019年8月2日](#)
2. [“中美重啟磋商，防好消息沽貨” - 2019年7月2日](#)
3. [“五窮六絕，恒指下試26,000” - 2019年6月3日](#)
4. [“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](#)
5. [“經濟盈利回穩，政策憧憬降溫” - 2019年5月2日](#)

目錄

中美今年內難達全面貿易協議	3
香港前景.....	4
人民幣、港股盈利及估值.....	4
恒指目標下調	6
美國債息倒掛暫不足慮	7
中國政策有助經濟回穩	8
技術分析.....	8
投資策略.....	9
A 股市場觀點 - 二季度盈利增速放緩	12
附錄 1：恒生指數成份股估值	15
附錄 2：恒生國企指數成份股估值	16
附錄 3：招銀國際研究部覆蓋股份	17

我們於3月1日將恒生指數之2019年目標高位上調至30,200，其後恒指於4月15日高見30,280，相信已是全年高位。5月14日，我們推算最壞情況下，恒指將於今年內低見23,700。考慮到中美貿易戰惡化及香港社會事件帶來的影響，現時我們調低恒指之最低目標至22,200，相當於9.2倍本年度預測市盈率，及本年度盈利較市場預期低3.1%。

假如貿易戰沒再惡化，而香港社會事件逐漸平息，則恒指估值可望溫和回升至11倍，按照目前之預測盈利推算，恒指年底前最多反彈至27,400。

以下分析主宰港股後市的幾個主要因素：貿易戰、香港前景、衰退風險、中美貨幣與財政政策。

中美今年內難達全面貿易協議

互相加徵關稅

我們於5月14日假設的最壞情況主要是：美國將於今年內對其餘中國商品（約3,250億美元）徵收25%關稅；中美貿易談判擱置，年內不會形成實質進展。

最新的發展：

- 一. 美國宣布對約3,000億美元之中國商品徵收15%關稅，分兩批在9月1日、12月15日起實施；
- 二. 中國宣佈將對價值750億美元的美國商品加徵10%、5%不等關稅，分兩批在9月1日、12月15日起實施；
- 三. 美國宣布對2,500億美元中國進口商品的額外關稅由25%提升至30%，10月1日起實施。

第一項尚未到我們原先預期的最壞情況(25%關稅)，但第二、三項則較預期的最壞情況更壞。

從最近數月的發展判斷，關稅對於兩國經濟的影響逐漸顯現，美國工商業界甚至美國農民的反對聲日益高漲，美國總統特朗普也面臨來自選民的壓力。我們相信在關稅問題上，兩國的談判會持續推進，但特朗普仍然是不確定性的來源，中美經貿談判的路徑仍將充滿曲折。

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。明年美國大選前，我們認為在關稅層面達成和解協議的可能性略大於50%。然而兩國的長期對峙局面並不會因此改變，資本市場在未來相當長一段時間內都將處於這樣的背景之下。

短期而言，雙方原本約定9月在華盛頓再進行面對面磋商，若果落實進行，或有助稍為舒緩市場憂慮。若果擱置磋商，則難免進一步損害股市氣氛。

香港前景

旅遊零售受創

我們於5月14日假設的最壞情況，並未計算香港6月份至今的一連串社會事件帶來的影響，包括對香港零售、消費、地產、就業等短期影響，及長遠美國對香港的政策會否改變。

事件對香港經濟的短期影響正浮現，例如7月份訪港旅客同比跌4.8%，7月份零售業總銷售價值同比急跌11.4%，其中與內地客有關的類別跌幅較大，珠寶鐘錶及名貴禮品同比跌24.4%，藥妝跌16.1%，新鮮食品及超市零售則逆市上升。

美國取態關鍵

長遠而言，香港的獨特地位有不明朗因素。今年6月，美國國會有議員提出《香港人權及民主法案2019》(Hong Kong Human Rights and Democracy Act of 2019)，目前獲共和黨和民主黨合共17位參眾兩院議員共同發起。法案最快可能於國會9月9日復會後討論。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。1992年通過的《美國—香港政策法》(United States—Hong Kong Policy Act)，讓美國對香港給予跟中國內地不同的待遇，因此目前的貿易戰沒影響香港貨品出口至美國的關稅。若美國對香港的政策立場有改變，或會令香港之長遠發展添上重大不明朗因素。

人民幣、港股盈利及估值

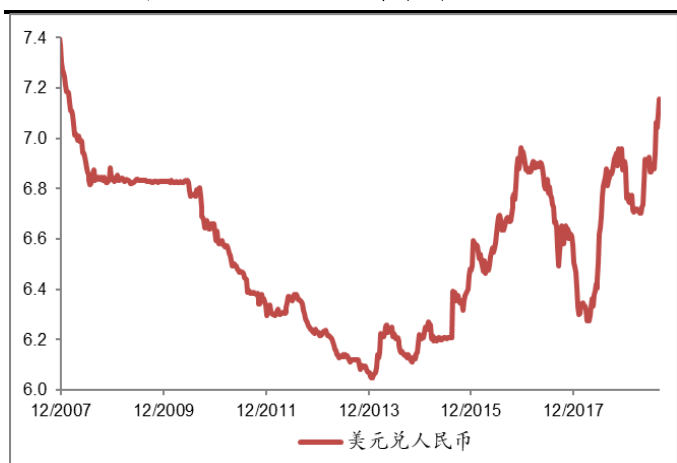
人民幣貶值拖低恒指估值

8月初美國宣布加徵中國貨品關稅後，人民幣兌美元貶值壓力加劇，跌穿7算，創2008年以來新低(圖1)。美國對3,000億美元之中國商品徵收15%關稅已於9月1日起實施，相信人民幣匯價暫無顯著回升條件。除了貿易戰因素，今年美元延續去年強勢，美元指數反覆上升(圖2)，亦令人民幣匯價添壓。

我們於5月14日預期的最壞情況是美元/在岸人民幣於6.9-7.2區間，現時人民幣已相當接近7.2水平，相信會大致穩定下來，再貶空間不多。

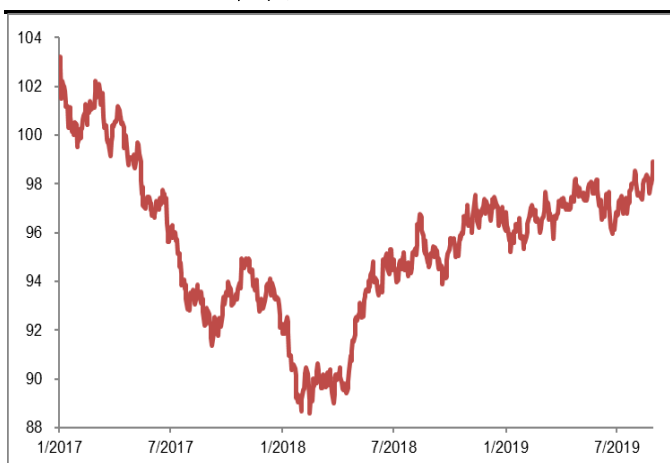
恒生指數有逾60%比重是中國企業，該等企業的收入絕大部份是人民幣，加上本港企業亦有部份人民幣收入，因此人民幣匯價理所當然地與恒指盈利及估值有正向相關性。不過，近半年恒指估值回落的幅度，似乎不及人民幣貶值般顯著(圖3)，或未充份反映其影響。若果人民幣匯價維持於現水平，相信恒指估值仍有進一步下調的壓力。

圖 1：人民幣兌美元貶至 2008 年來新低



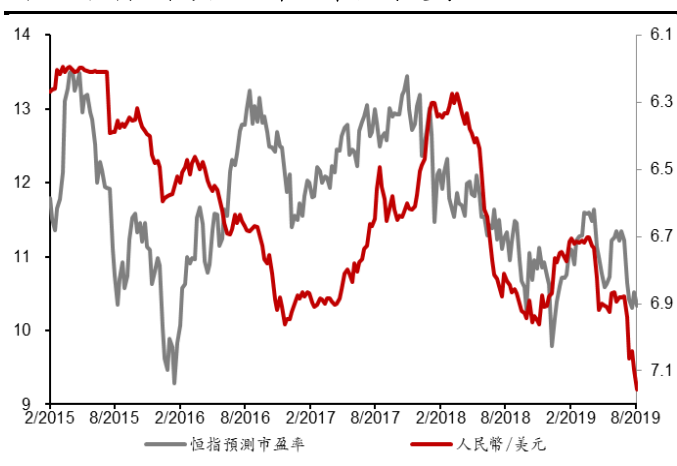
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 2：美元指數今年持續走強



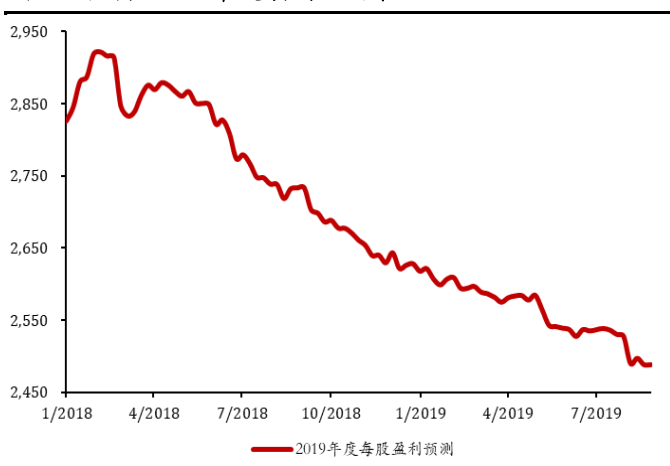
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 3：恒指估值與人民幣匯率相關度高



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 4：恒指 2019 年度預測盈利未止跌



資料來源：彭博、招銀國際證券

盈利仍有下調壓力

過去 18 個月，恒指之預測盈利被市場持續調低，主要受貿易戰、內地經濟放緩、人民幣貶值拖累（圖 4）。據彭博綜合，截至 8 月底之 2019 年度恒指預測盈利，較 7 月底調低 1.8%，反映 8 月份貿易戰升級、人民幣貶值、中期業績遜預期等因素；今年以來累計調低了 5.3%；較去年 2 月初高位調低了 14.9%。

8 月份的中期業績期剛完結，據我們統計，恒指成份股之 2019 年預測盈利於業績後一周平均被調低 0.26%（圖 5），延續盈利下調趨勢，其中電訊、公用、消費股之盈利預測下調幅度較大。相反，國指成份股之 2019 年預測盈利於業績後一周平均被調高 1.76%（圖 6），其中內險股貢獻最大。

圖 5：恒生指數成份股中期業績後今年每股盈利預測變動

行業	業績後 7 天之變動	業績後至 8 月底之變動
內銀	-0.2%	-0.2%
香港銀行	0.0%	-0.4%
保險	2.9%	2.9%
科技	0.4%	0.7%
內房	5.2%	5.2%
香港地產	-0.8%	-0.7%
電訊	-5.4%	-3.4%
消費	-1.0%	-1.0%
公用	-5.8%	-5.9%
能源	1.3%	1.3%

資料來源：彭博、招銀國際證券

按成份股指數權重計算平均值

圖 6：國企指數成份股中期業績後今年每股盈利預測變動

行業	業績後 7 天之變動	業績後至 8 月底之變動
內銀	0.0%	0.0%
保險	8.9%	8.9%
券商	1.4%	1.9%
內房	5.6%	5.6%
基建	-0.8%	-0.1%
科技	0.9%	1.1%
電訊	-4.3%	-2.5%
消費	0.5%	0.7%
公用	2.9%	3.2%
能源	1.3%	1.1%

資料來源：彭博、招銀國際證券

按成份股指數權重計算平均值

參考上次港股盈利下調期間，是 2015 年 1 月至 2016 年 7 月，當時有 A 股泡沫爆破、人民幣貶值 7%、油價暴瀉七成、憂慮美國加息等負面因素，期間恒指之 2016 年度預測盈利累計被大削近 28%。現時之貿易戰及香港不明朗因素，是當年所無，比較之下，目前 2019 年度預測盈利“只是”被調低 14.9%，未算過分，若貿易戰及香港事件未有好轉跡象，恐怕預測盈利仍有被調低的壓力。

恒指目標下調

預測市盈率最低可見 9.2 倍

我們原先給予恒指的今年最壞情況目標 23,700，是按 9.6 倍本年度預測市盈率計算，該市盈率水平是最近七年恒指幾次見底之估值區間 9.2-9.6 倍之高位（圖 7）。

鑑於貿易戰及人民幣匯價正朝向原先估計的最壞情況發展，再加上香港社會事件帶來新的不明朗因素，我們同時調低最壞情況之估值及盈利預測，預測市盈率調低至近七年底位 9.2 倍（2016 年初低位），而恒指今年預測盈利較原先估算再調低 2%，即較 8 月底之市場共識低 3.1%。得出**最低目標 22,200**。

圖 7：恒指最近七年估值



資料來源：彭博、招銀國際證券

假如貿易戰及香港局勢沒再惡化，包括中美沒再宣布上調關稅或其他反制措施，甚至暫緩上調已公布的關稅，而香港社會事件逐漸平息，則恒指估值可望溫和回升。不過，由於我們預期今年內中美達成全面貿易協議的機會甚微，恒指之預測市盈率難望重上近年平均值11.4倍，料最多回升至11倍，按照目前之預測盈利推算，**恒指年底前最多反彈至27,400。**

美國債息倒掛暫不足慮

平均 15 個月後才衰退

美國國債於今年8月下旬開始倒掛——十年期孳息低於兩年期孳息，目前都大約在1.52%。債息倒掛向來被市場視為經濟衰退警號。的確，根據美國全國經濟研究所(NBER)，最近四十年美國經濟出現五次衰退，每次衰退前都出現債息倒掛。

若撇除短暫倒掛一兩個月的“雜音”，債息開始倒掛後10-18個月，經濟才陷入衰退，平均領先15個月（圖8）。股市表現亦不差，債息開始倒掛之半年及一年，美股標普500指數平均分別錄得6.3%及8.2%升幅。若單看半年表現，最近四次均錄得正回報。

簡言之，債息倒掛無疑具有參考價值，對一年至一年半後之經濟衰退示警，但對未來半年至一年之預測能力不高，對美國經濟及美國股市均毋須太早憂慮。

圖 8：債息倒掛與美國經濟衰退及股市表現

債息開始倒掛	經濟開始衰退	相隔時間	債息倒掛後 美股半年表現	債息開始倒掛 美股一年表現
1978年8月	1980年1月	17個月	-5.8%	3.4%
1980年9月	1981年7月	10個月	6.0%	-3.1%
1989年1月	1990年7月	18個月	15.8%	25.5%
2000年2月	2001年3月	13個月	2.7%	-5.3%
2006年6月	2007年12月	18個月	12.6%	20.4%
平均		15個月	6.3%	8.2%

資料來源：彭博、NBER、招銀國際研究

聯儲局減息壓力加大

中美9月份實施新一輪互相加徵關稅後，美國經濟下行壓力正加大。美國聯儲局可能因此不得不繼續“預防式”降息。我們的經濟師預計，美聯儲在9月17-18日議息會議上大概率降息0.25厘，之後視貿易摩擦的影響於10月或12月再降0.25厘。年內美聯儲加快降息節奏，將進一步推動全球央行降息潮，中國貨幣政策操作空間也將因此加大。

中國政策有助經濟回穩

受內外因素影響，中國經濟今年以來下行壓力較大，但隨著穩增長政策落實、生產及基建活動加快，估計四季度經濟增速將回穩，將有助減少港股之下跌壓力。近月之高溫及雨水天氣影響生產作業，進入秋季，天氣影響減少，料製造業表現回穩、基建開工進度加快。另外，今年以來國家推出的一系列支持產業政策逐步落實，亦有利經濟回穩。

近期亦有較多穩增長政策的訊號。第一，8月下半月人民銀行完善貸款報價市場利率（LPR）機制，貸款利率略為下跌，被市場視為變相減息支持企業。第二，8月底國務院公佈廿條促進消費的意見。第三，8月底國務院金融穩定發展委員會召開會議，明確要加大宏觀經濟政策的逆周期調節力度，大力疏通貨幣政策傳導，繼續實施好穩健貨幣政策，實施積極的財政政策，並定調資本市場要成為促進經濟高質量發展的助推器。

建國七十周年之十一國慶臨近，市場或會憧憬更多利好經濟及資本市場之政策推出，例如提高政府債務限額，使得財政政策進一步“加力提效”。9月下半月A股及港股有機會偷步炒作“國慶行情”。

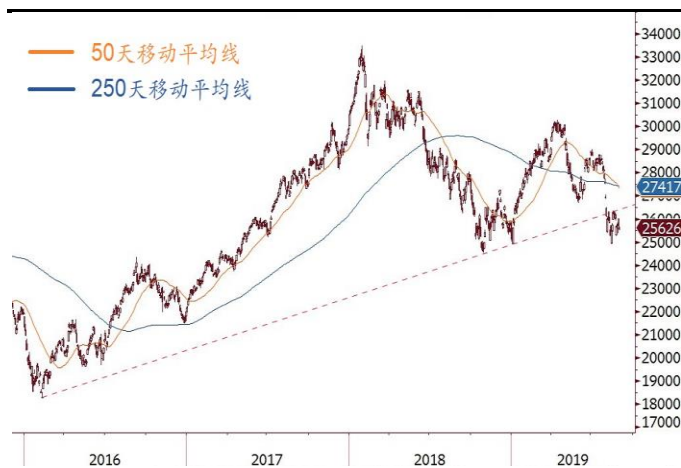
技術分析

恒指未脫弱勢

恒生指數於8月份走勢疲弱，月初跌穿三年多的上升軌，月中反彈未能重上升軌之上，到月底50天移動平均線跌穿250天移動平均線，出現“死亡交叉”（圖9）。死亡交叉訊號較滯後，短期啟示不大，但確認了中長綫弱勢。

恒指短期仍處於弱勢，料月內或下試年初低位24,900及去年底低位24,541，屆時有機會與RSI出現“三底背馳”的見底訊號。較樂觀的看，恒指近一個月似正營造小型“頭肩底”利好形態，若不跌穿24,900，並升穿頸線26,300，可確認形態成立，量度目標27,600（圖10）。

圖9：恒指跌穿上升軌、出現“死亡交叉”



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖10：恒指或下試去年底低位24,541



資料來源：彭博、招銀國際證券

投資策略

9月恒指或先跌後回穩

估計9月上半月港股仍受制中美貿易戰、人民幣貶值、企業盈利預測趨跌、香港社會事件等負面因素，下跌的概率較高，恒指有機會跌至24,500-24,900之區間。下半月則可憧憬美國聯儲局減息、內地推出更多穩增長政策、國慶行情等利好因素，恒指有望回穩，甚至溫和反彈。

短期策略：維持審慎，提高現金水平，增持高息的公用股、房產信託、黃金ETF等防守力強或避險資產。較進取的選擇是醫藥、教育、物業管理、基本消費等行業，因為受貿易戰及宏觀經濟放緩的影響較小，盈利能見度較高。同時看好機械及設備行業，因為上半年盈利增長強勁、經營現金流大幅上升、8-9月份的銷售及訂單環比改善、憧憬基建回穩帶動需求。

中綫策略：若恒指跌至約24,000之下，估值開始吸引，將是分段吸納增長股及周期股的機會。具有較大上升潛力的包括互聯網、內險、券商、科技硬件等行業。

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 11：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	由於工程機械板塊大部份公司業績前已發出盈利預喜，因此上半年盈利普遍符合預期，比較驚喜的是大部份公司的經營現金流大幅上升，我們相信這是由於大部份公司在追求增長的同時仍然保持非常謹慎的原則，包括在庫存及應收帳管理。整體而言，8月及9月的銷售和訂單比6月及7月理想，我們的行業首選仍然是中聯重科(1157 HK, 買入)，主要由於起重機以及混凝土機械上升周期仍將持續。此外，我們看好三一國際(631 HK, 買入)，主要由於公司的新產品進度理想。
互聯網	優於大市	考慮中美貿易、匯率、內容監管等不確定性因素，我們認為板塊9月存在短期波動，但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)。受短視頻/頭條分流搶時、監管等因素，泛文娛板塊基本分化將持續，9/10月或存在內容監管收緊等風險，建議優選估值較低、安全邊際高、業績預見性強的標的，如陌陌(MOMO US, 買入)。
教育	優於大市	維持看好高等教育行業，行業估值 FY20E 13 倍 P/E，低於歷史平均水平的 16.5 倍，行業最大催化劑是民促法最終稿落地。行業首推希望教育(1765 HK)：高職學生佔比五成，受益高職擴招一百萬；近期併購三個項目將驅動集團 FY20-21E 增長。19年6月底持有現金 26 億人民幣，管理層指 FY19E 現金支付併購項目金額將不超過 10 億人民幣，我們預期集團9月份收取學宿費約 16 億人民幣，認為集團仍有充足財政資源進行併購。
醫藥	優於大市	醫藥行業近期經歷板塊估值回調，得益於全國帶量採購政策比預期溫和及上半年各藥企業績表現亮眼。目前 MSCI 中國醫藥指數估值在 24.5 倍市盈率，稍高於過去 10 年平均市盈率 22.4 倍。鑒於近期帶量採購政策緩和及市場信心逐步恢復，我們看好管線豐厚龍頭製藥公司中生製藥(1177 HK)，同時建議買入估值落後藥企石藥(1093 HK)和三生製藥(1530 HK)。
銀行	優於大市	內銀股上半年平均淨利潤增速 6.4%，略勝預期。儘管息差普遍承壓令營收增速放緩，但資產質量的改善令信貸成本下降。中型股份行的淨利潤增速（同比增長 11.6%）繼續領先大型國有銀行（同比增長 6.5%），因前者更受惠於寬鬆的流動性環境。我們依然看好零售業務驅動力強的股份行，由於它們的淨息差在利率市場化背景下更具韌性，同時受宏觀周期性影響較小。平安銀行(000001 CH)及光大銀行(6818 HK)為我們的板塊首選。從估值上來看，我們認為農業銀行(1288 HK)、中國銀行(3988 HK)、中信銀行(998 HK)及民生銀行(1988 HK)存在超跌買入的機會。
保險	優於大市	保險股業績有喜有憂，下半年壽險新業務價值有望復蘇。財務層面，受到手續費及傭金收入稅前抵扣優惠和權益投資收益增厚的推動，盈利增速喜人。但新業務價值除國壽、人保壽險、平安壽險外，其餘上市險企均錄得倒退，主要源於開門紅階段年金類產品的收縮帶來的陣痛。下半年隨著保障類產品的升級換代，我們預計新單增速和新業務價值增速將恢復正增長。8月份隨大市起伏，內險股估值探底，對應 2019 年末的平均 P/EV 僅為 0.5 倍，安全邊際較高。建議吸納業績表現出色、改革重振計劃穩步推進的中國人壽(2628 HK)和業務穩健的中國太保(2601 HK)。
券商	優於大市	券商中期業績同比大幅反彈，主要受益於自營投資收益的增長。近期監管放寬了兩融標的、並對券商風控指標計算修訂徵詢市場意見，顯示監管進一步推動行業常態化，政策環境有利；但同時，我們認為未來業務創新改革的政策會向合規性高、綜合實力強的頭部傾斜。目前板塊估值接近歷史低位，業績同比增長仍有支撐、信用風險可控，但反彈的持續性仍需市場風險偏好的修復。在股市可能潛在波動的情況下，我們依然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，中信證券(6030 HK, 買入)及中金公司(3908 HK, 買入)。

資料來源：招銀國際研究

圖 11: 招銀國際分析員的行業中短期觀點(續上頁)

行業	評級	評論
風電	同步大市	中期業績情況大致符合預期，但市場對於補貼拖欠問題仍感失望，預料補貼問題將持續對估值修復構成壓力。華能新能源(958 HK)公布進行私有化邀約短期內對板塊帶來一定提振，長期板塊股價仍有待補貼問題明朗化。首選新天綠色能源(956 HK)。
太陽能	同步大市	中期業績呈分別發展，龍頭企業優勢更加明顯。光伏產業鏈普遍對下半年行業需求展望樂觀，儘管3季度產業價格走勢疲弱，料9月分開始價格呈企穩態勢。建議關注單晶矽片龍頭隆基綠能(601012 CH)及光伏玻璃龍頭信義光能(968 HK)。
房地產	同步大市	中期業績出來，大部份房地產公司盈利增長為20-30%，與預期相若。但未來中國經濟受中美貿易問題存在風險，加上中國信貸政策對房地產業仍是偏緊及人民幣貶值，均對行業及股票不利。目前行業估值吸引，但沒見風險改進或價值重估的機會。
非必需消費	同步大市	中美互增關稅，必令出口行業利潤有實質影響，連鎖效應亦會減低國內消費意欲，加上7月份中國零售銷售增長(即使撇除汽車)轉差，所以即使目前市盈率相當之低，只有13.4倍(七年平均17.1倍)，近七年底位，我們對9月以及下半年行業的看法還是不容樂觀。只推薦有望受惠國家政策的家電公司，如海爾(1169HK)和美的(000333 CH)，以及自身升級所帶來超預期成長的公司，如申洲(2313 HK)、李寧(2331 HK)、波司登(3998 HK)。其他行業，如奢侈品、香港零售、旅遊、百貨等都依然建議避開。
必需消費	同步大市	非洲豬瘟疫情持續，中國7月份母豬存欄數環比跌幅擴大至9%，同比跌幅亦擴大至32%，基於要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年下半年及2020年上漲，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。萬洲(288 HK)現時估值便宜，FY19E市盈率9.8倍，低於歷史平均的11倍，股息率4.6%。
科技硬件	同步大市	科技行業中期業績大致合乎預期，消費電子板塊方面，由於在手機出貨周期下行，華為事件以及競爭加劇的影響下，除了光學、PCB和智能配件行業外，其他產業鏈的上市公司利潤出現較大下降。通信設備方面，上半年平穩發展，我們預計下半年5G將帶動業績和估值提升。展望下半年，我們認為全球和中國5G基站建設速度將有望超於市場預期，我們相信手機和通信設備行業景氣度將大幅提升，而營收及淨利潤增速也有望加快，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。
交通運輸	同步大市	我們判斷快遞行業價格戰四季度將進入決戰階段。近兩月來頭部企業在維持單量高增速的同時，單票收入急降，預計下半年盈利能力將受到極大考驗。長期來看，受電商增速放緩拖累，快遞市場增速放緩已是定局，因而市場開始逐步著眼於快遞企業業務多元化發展能力。考慮順豐近期增速回暖，疊加中高端市場優勢，受價格戰衝擊最小，且新業務發展迅速，優勢明顯，故首選順豐(002352 CH)。 上半年，全民航RPK同比增長9.9%，吉祥/東航/南航分別增長15.5%/10.6%/10.4%，國航增速不及行業。淨利潤受租賃準則變化影響同比减少。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，下半年油價匯率展望波動不大，首選國航(753 HK)和吉祥(603885 CH)。

資料來源：招銀國際研究

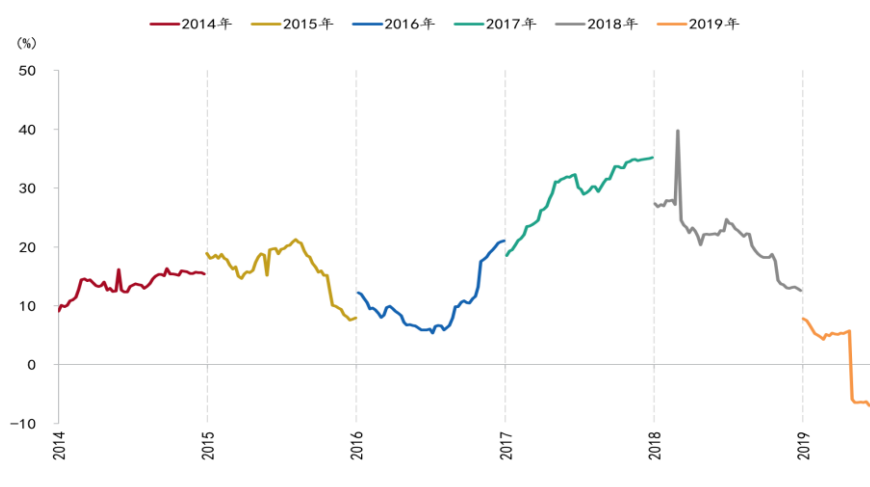
A 股市場觀點 - 二季度盈利增速放缓

朱肖煒 (+86 0755-83169193)

回顧 8 月份，A 股板塊之間分化現象持續。上證 50 表現疲弱，而創業板指增幅仍然強勁。我們在上期月報中指出，考慮到高譽減值風險較 Q1 減少、並購重組政策利好、科創板市場化定價估值映射等因素，預期創業板下半年表現或將強於上半年。

從市場對 A 股淨利潤同比增速預測情況來看，8 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 12: A 股淨利潤同比增速預測



資料來源: Wind、招商銀行研究院

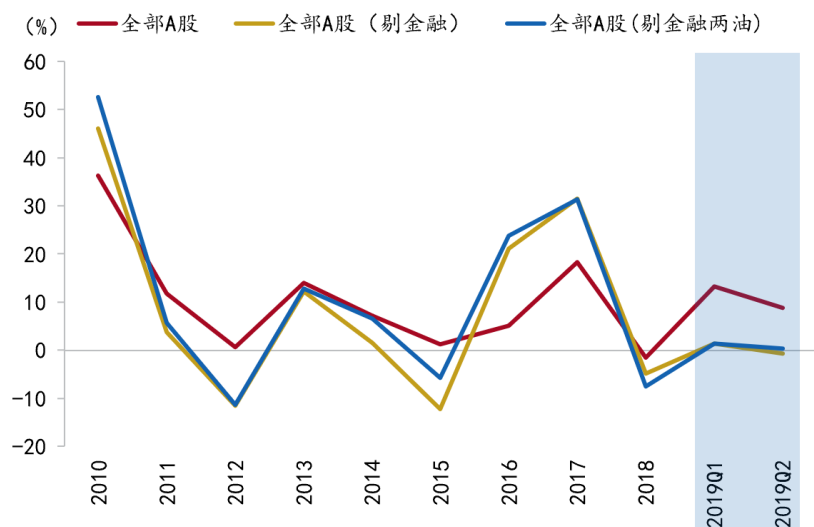
8 月以來，A 股中報持續披露。截止 8 月末，全 A 共披露 3,374 家上市公司中報，披露進度 92%。整體來看，全 A 淨利潤同比增速較 2018 年有所改善，但較今年一季度有所放緩。

從板塊上看，創業板業績改善顯著，表現出強勢反彈的態勢，而主板實際盈利能力仍處弱勢。

從行業淨利潤增速情況看，電信服務增速較為迅猛，而醫療保健、工業、可選消費、信息技術淨利潤增速仍處負區間。

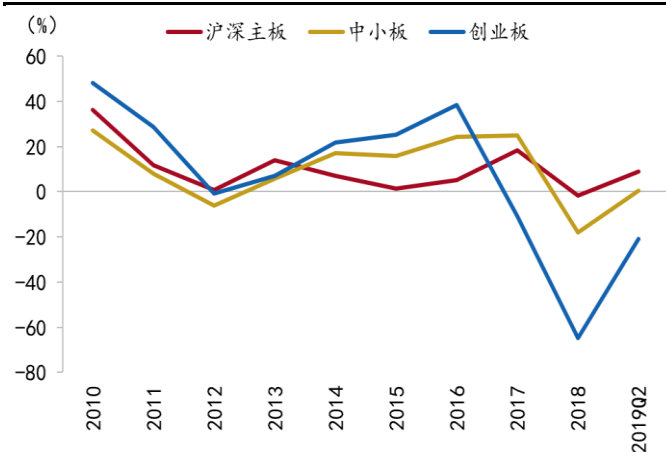
值得注意的是，A 股工業企業 Q2 淨利潤增速轉負，與全國規模以上（以下簡稱規上）工業企業淨利潤負增長（7 月同比-1.7%）趨勢形成一致。我們在年中報告《2019 年中期宏觀經濟及資本市場展望（三）風浪暫歇，重回微瀾》中指出，規上國有工業企業利潤下滑主要受到去年高基數、營業收入下滑、管理及財務費用陡增的影響，進而使得整體規上工業企業利潤增速表現遜於 A 股工業企業。前瞻性的看，A 股工業企業與規上工業企業利潤增速表現將逐步趨同，短期承壓後四季度有望走出企穩回升的趨勢。

圖 13: 全 A 淨利潤同比增速較一季度放緩



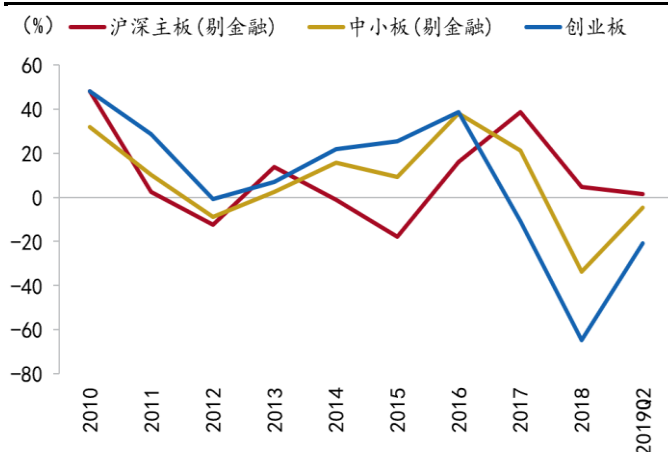
資料來源: Wind、招商銀行研究院

圖 14: 各板塊淨利潤增速情況



資料來源: Wind、招商銀行研究院

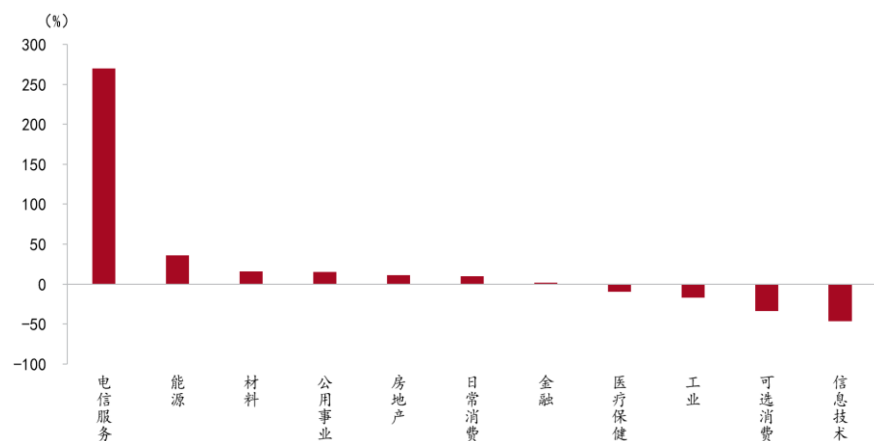
圖 15: 各板塊 (剔金融) 淨利潤增速情況



資料來源: Wind、招商銀行研究院

展望後市，上市公司盈利增速預期放緩疊加中美博弈的不確定性，短期內股市趨勢性上行的動能或受掣肘，近期需關注 9 月初中美經貿磋商情況、A 股“入富”進程、美聯儲議息結果。中長期來看，隨著改革政策的多措並舉、逆周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加多元化等多方面因素影響下，股市的積極表現可期。

圖 16：行業淨利潤同比增速情況



資料來源：Wind、招商銀行研究院

風險提示：A 股與規上工業企業利潤持續背離風險；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	
				今年預測	明年預測	今年預測	明年預測	今年預測	明年預測
金融		48.4%							
汇丰控股	5	9.2%	56.05	10.0	9.9	0.85	0.82	7.1%	7.1%
友邦保險	1299	10.6%	75.15	18.3	15.9	2.46	2.22	1.8%	2.0%
建設銀行	939	7.4%	5.81	5.0	4.8	0.64	0.58	6.0%	6.4%
工商銀行	1398	4.3%	4.95	5.2	5.0	0.65	0.59	5.7%	6.1%
中國平安	2318	6.0%	90.20	10.1	9.5	2.24	1.90	2.8%	3.2%
中國銀行	3988	2.8%	3.00	4.4	4.2	0.49	0.45	7.0%	7.3%
香港交易所	388	3.4%	237.6	31.0	27.8	6.96	6.69	2.9%	3.2%
中國人壽	2628	1.6%	18.16	10.4	11.1	1.27	1.18	3.3%	3.4%
恒生銀行	11	1.5%	160.8	12.1	11.9	1.81	1.69	5.1%	5.4%
中銀香港	2388	1.1%	25.90	8.3	7.9	1.02	0.89	5.9%	6.2%
交通銀行	3328	0.5%	5.15	4.7	4.5	0.50	0.46	6.6%	6.9%
資訊科技		11.6%							
騰訊控股	700	10.4%	331.2	30.5	25.2	6.65	5.32	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.3%	34.0	15.1	12.1	1.89	1.73	3.1%	3.4%
舜宇光學科技	2382	0.9%	109.2	32.2	23.8	9.08	6.89	0.9%	1.2%
地產		11.0%							
長實集團	1113	1.6%	52.30	6.6	7.5	0.56	0.54	4.1%	4.4%
新鴻基地產	16	1.5%	108.0	9.4	8.6	0.55	0.53	4.7%	5.0%
領展房產基金	823	2.1%	86.15	29.4	27.1	0.95	0.94	3.4%	3.7%
中國海外發展	688	1.1%	24.80	6.0	5.2	0.85	0.76	4.4%	5.3%
碧桂園	2007	0.9%	9.82	3.9	4.1	1.26	1.01	6.6%	7.6%
九龍倉置業	1997	0.6%	41.45	12.2	11.8	0.57	0.56	5.3%	5.5%
華潤置地	1109	1.0%	31.55	8.4	7.2	1.28	1.14	4.2%	5.0%
新世界發展	17	0.7%	9.65	11.0	11.3	0.44	0.42	5.2%	5.3%
恒基地產	12	0.6%	36.10	10.9	10.5	0.55	0.54	5.0%	5.1%
信和置業	83	0.4%	10.82	13.8	7.0	0.48	0.46	5.3%	5.7%
恒隆地產	101	0.4%	17.62	17.6	15.9	0.57	0.56	4.3%	4.4%
電訊		5.3%							
中國移動	941	4.7%	64.90	10.8	10.8	1.10	1.05	4.8%	4.9%
中國聯通	762	0.6%	7.85	16.8	12.3	0.65	0.63	2.4%	3.0%
能源		5.5%							
中國海洋石油	883	2.4%	11.56	8.4	8.1	1.07	1.01	5.9%	6.1%
中國石化	386	1.4%	4.65	8.3	7.9	0.70	0.68	7.9%	8.0%
中國石油	857	1.0%	3.89	11.5	10.6	0.53	0.51	4.8%	5.2%
中國神華	1088	0.6%	15.88	6.8	6.9	0.81	0.75	6.0%	5.9%
公用		4.9%							
中電控股	2	1.8%	78.40	20.5	16.2	1.75	1.69	4.0%	4.1%
香港中華煤氣	3	1.8%	14.90	30.2	28.2	3.79	3.67	2.4%	2.6%
電能實業	6	0.8%	51.55	14.8	14.7	1.30	1.28	5.5%	5.5%
長江基建集團	1038	0.5%	51.35	11.9	11.6	1.10	1.07	4.9%	5.0%
綜合類		3.2%							
長和	1	2.1%	66.95	6.5	6.0	0.53	0.50	4.9%	5.2%
中信股份	267	0.6%	9.39	5.1	4.9	0.46	0.42	4.6%	5.0%
太古股份	19	0.4%	75.65	12.4	11.0	0.40	0.40	4.4%	4.9%
消費品		6.1%							
吉利汽車	175	0.8%	12.08	11.3	9.1	1.91	1.64	2.0%	2.4%
石藥集團	1093	0.9%	16.00	22.6	18.5	5.05	4.22	1.5%	1.8%
申洲國際	2313	1.0%	107.70	28.0	23.4	5.86	5.10	1.9%	2.2%
蒙牛乳業	2319	1.0%	31.25	27.4	24.1	3.80	3.38	0.9%	1.0%
中國生物製藥	1177	1.0%	11.82	41.9	35.8	4.55	3.93	0.6%	0.6%
恒安國際	1044	0.4%	51.65	14.3	13.2	3.17	2.93	4.8%	5.2%
萬洲國際	288	0.7%	6.27	10.2	9.1	1.35	1.25	5.6%	6.3%
中國旺旺	151	0.4%	6.14	18.3	17.6	4.26	4.02	3.7%	3.9%
消費服務		3.0%							
銀河娛樂	27	1.2%	48.70	15.8	15.1	2.97	2.61	1.9%	2.1%
金沙中國	1928	1.0%	34.85	16.8	15.2	7.86	7.34	5.8%	5.9%
港鐵公司	66	0.8%	44.00	22.4	19.8	1.44	1.40	2.9%	3.1%
工業		1.0%							
創科實業	669	1.0%	54.95	20.4	17.5	3.85	3.36	1.9%	2.4%
加權平均				10.4	9.7	1.12	1.05	4.0%	4.2%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年9月2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	
				今年預測	明年預測	今年預測	明年預測	今年預測	明年預測
金融		48.4%							
建設銀行	939	9.5%	5.81	5.0	4.8	0.61	0.56	6.3%	6.6%
中國平安	2318	10.2%	90.20	10.1	9.5	2.16	1.83	2.9%	3.3%
工商銀行	1398	7.4%	4.95	5.2	5.0	0.63	0.57	6.0%	6.3%
中國銀行	3988	4.8%	3.00	4.4	4.2	0.47	0.44	7.3%	7.5%
中國人壽	2628	2.7%	18.16	10.4	11.1	1.23	1.13	3.5%	3.5%
招商銀行	3968	2.8%	36.20	9.4	8.3	1.39	1.23	3.3%	3.8%
農業銀行	1288	1.7%	3.02	4.6	4.3	0.53	0.48	6.8%	7.2%
中國太保	2601	1.7%	31.65	9.5	9.4	1.49	1.36	5.0%	5.1%
中國財險	2328	1.2%	8.87	7.9	7.6	1.07	0.97	4.3%	4.7%
交通銀行	3328	0.9%	5.15	4.7	4.5	0.48	0.44	6.8%	7.2%
中信銀行	998	0.8%	4.13	4.0	3.8	0.41	0.37	6.8%	7.2%
民生銀行	1988	0.7%	5.22	4.0	3.8	0.44	0.41	6.7%	6.7%
海通證券	6837	0.5%	7.72	9.1	8.1	0.62	0.59	3.6%	3.9%
郵儲銀行	1658	0.9%	4.68	6.2	5.6	0.71	0.65	4.9%	5.4%
中信證券	6030	0.6%	14.30	12.2	11.2	0.94	0.88	3.5%	3.8%
新華保險	1336	0.5%	31.20	7.5	7.3	1.11	0.98	3.6%	4.0%
中國華融	2799	0.2%	1.23	5.1	4.2	0.31	0.29	5.5%	7.4%
中國人民保險	1339	0.5%	3.11	6.9	6.6	0.71	0.64	2.3%	2.8%
華泰證券	6886	0.4%	11.78	11.3	10.1	0.79	0.74	3.7%	4.1%
中國信達	1359	0.3%	1.65	4.3	3.9	0.38	0.35	7.6%	8.5%
能源		9.3%							
中國海洋石油	883	4.2%	11.56	8.4	8.1	1.04	0.97	6.1%	6.3%
中國石化	386	2.4%	4.65	8.3	7.9	0.68	0.66	8.2%	8.3%
中國石油	857	1.7%	3.89	11.5	10.6	0.51	0.49	5.0%	5.4%
中國神華	1088	1.1%	15.88	6.8	6.9	0.78	0.73	6.2%	6.1%
地產建築		7.7%							
華潤置地	1109	1.8%	31.55	8.4	7.2	1.24	1.10	4.3%	5.1%
碧桂園	2007	1.5%	9.82	3.9	4.1	1.21	0.97	6.9%	7.9%
海螺水泥	914	1.1%	45.45	7.2	7.6	1.59	1.39	4.8%	4.6%
中國交建	1800	0.5%	6.14	4.2	3.9	0.41	0.37	4.7%	5.2%
萬科	2202	0.8%	26.90	6.7	5.8	1.43	1.22	5.3%	6.1%
中國中鐵	390	0.4%	5.14	5.7	5.2	0.51	0.47	3.0%	3.4%
中國建材	3323	0.5%	6.75	5.0	5.2	0.62	0.56	4.5%	4.5%
龍湖集團	960	1.0%	28.10	9.3	7.7	1.58	1.38	4.9%	6.0%
消費		8.7%							
比亞迪	1211	0.5%	39.60	34.9	30.1	1.66	1.60	0.5%	0.6%
國藥控股	1099	0.7%	27.20	11.6	10.2	1.51	1.34	2.7%	3.0%
廣汽集團	2238	0.4%	7.46	6.7	6.0	0.82	0.75	5.2%	5.6%
華潤啤酒	291	1.4%	44.35	61.4	42.4	6.26	5.68	0.6%	1.0%
東風集團股份	489	0.4%	7.22	4.3	4.1	0.42	0.38	5.0%	5.2%
安踏體育	2020	1.4%	64.70	28.6	23.0	7.68	6.22	1.2%	1.6%
石藥集團	1093	1.5%	16.00	22.6	18.5	4.87	4.07	1.5%	1.8%
申洲國際	2313	1.6%	107.7	28.0	23.4	5.65	4.92	1.9%	2.3%
恒安國際	1044	0.7%	51.65	14.3	13.2	3.06	2.83	5.0%	5.4%
公用		3.6%							
華能國際	2688	1.3%	82.70	16.6	14.6	3.23	2.76	1.9%	2.3%
中國燃氣	384	1.3%	31.95	17.2	14.3	3.85	3.25	1.7%	2.1%
粵海投資	270	1.0%	16.60	20.7	18.8	2.53	2.44	3.5%	3.9%
工業		0.5%							
中國中車	1766	0.5%	5.42	10.7	9.3	1.00	0.93	3.7%	4.3%
工業		1.1%							
中信股份	267	1.1%	9.39	5.1	4.9	0.46	0.42	4.6%	5.0%
資訊科技及電訊		21.2%							
騰訊控股	700	10.1%	331.2	30.5	25.2	6.41	5.13	0.3%	0.4%
中國移動	941	8.0%	64.90	10.8	10.8	1.06	1.01	4.9%	5.0%
中國電信	728	1.5%	4.19	11.7	11.0	0.84	0.81	3.1%	3.3%
中國鐵塔	788	1.6%	1.78	54.3	35.4	1.51	1.45	1.1%	1.7%
加權平均				8.6	8.0	0.86	0.79	4.1%	4.4%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年9月2日

附錄 3: 招銀國際研究部覆蓋股份

公司名称	代码	評級	收市价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	市值(亿元) (当地货币)	FY0	市盈率 FY1	FY2
房地產								
万科 - H	2202 HK	买入	26.90	35.90	3,178	7.9	6.6	5.7
万科 - A	000002 CH	买入	25.89	33.92	2,906	8.5	7.1	6.1
保利地产	600048 CH	买入	13.48	20.72	1,604	8.5	6.5	5.2
中国海外	688 HK	持有	24.80	28.36	2,717	6.0	5.5	5.5
碧桂园	2007 HK	买入	9.82	15.20	2,127	5.5	4.7	4.2
华润置地	1109 HK	持有	31.55	34.81	2,187	8.1	7.0	7.3
龙湖	960 HK	持有	28.10	26.06	1,675	9.1	8.4	7.7
世茂	813 HK	买入	22.10	26.54	730	7.5	5.3	4.5
龙光	3380 HK	买入	11.14	12.16	611	6.8	5.2	4.6
雅居乐	3383 HK	买入	10.10	16.05	396	4.9	3.6	3.8
合景泰富	1813 HK	买入	6.94	11.40	220	4.9	2.4	3.4
奥园	3883 HK	买入	9.15	9.60	246	9.1	4.9	3.6
时代中国	1233 HK	买入	11.94	15.60	232	4.5	3.9	3.2
禹洲	1628 HK	买入	3.27	5.19	165	3.8	3.3	2.8
中骏置业	1966 HK	买入	3.81	4.83	157	3.9	3.8	3.6
中海海洋	81 HK	买入	3.72	5.23	127	5.0	3.5	3.1
绿城服务	2869 HK	买入	7.26	7.50	202	38.3	31.0	23.3
雅生活	3319 HK	买入	15.58	17.50	208	22.5	16.4	11.7
中海物业	2669 HK	持有	3.98	3.33	131	32.6	24.9	19.9
易居(中国)	2048 HK	买入	9.10	12.82	127	10.1	9.3	7.3
河北建设	1727 HK	买入	5.22	7.30	92	7.4	6.8	5.6
科技硬件								
舜宇光学	2382 HK	买入	109.20	114.00	1,198	43.0	31.3	22.6
立讯精密	002475 CH	买入	24.74	29.61	1,323	26.6	19.2	15.5
鸿腾精密	6088 HK	买入	3.31	3.77	224	10.8	9.4	8.3
通达集团	698 HK	买入	0.54	0.91	35	6.0	4.7	3.6
东江集团	2283 HK	买入	3.53	4.09	29	7.2	6.1	5.2
瑞声科技	2018 HK	卖出	34.00	29.61	411	13.9	11.7	10.9
小米集团	1810 HK	持有	8.35	8.34	2,002	17.0	12.9	10.0
比亞迪电子	285 HK	持有	9.36	10.36	211	8.5	7.7	7.1
丘钛科技	1478 HK	买入	7.11	9.52	81	637.8	17.2	13.6
歌尔声学	002241 CH	持有	13.58	9.10	441	34.0	28.3	24.7
互联网								
腾讯	700 HK	买入	331.2	420.0	31,647	37.6	32.3	25.6
阿里巴巴	BABA US	买入	175.0	218.4	4,557	32.2	26.5	20.9
百度股份	BIDU US	买入	104.5	178.6	364	11.0	11.8	9.3
拼多多	PDD US	买入	32.8	28.1	381	亏损	亏损	55.8
陌陌公司	MOMO US	买入	36.78	45.00	76	15.3	13.3	10.9
欢聚时代	YY US	买入	57.2	91.0	46	8.0	7.7	6.6
IGG	799 HK	持有	5.21	11.00	66	4.8	4.8	4.5
汇量科技	1860 HK	买入	3.94	4.97	60	25.3	12.6	7.2
同程艺龙	780 HK	买入	12.66	19.71	267	21.4	14.9	11.5
兑吧	1753 HK	买入	4.39	6.35	49	21.3	11.2	7.5
快递								
中通快递	ZTO US	买入	20.51	23.64	160	25.7	22.6	19.9
顺丰	002352 CH	持有	40.47	36.63	1,787	51.2	36.5	30.7
教育								
睿见教育	6068 HK	买入	3.77	5.40	77	22.2	17.0	13.8
卓越教育	3978 HK	买入	1.85	3.70	16	9.8	8.3	6.1
中国新华教育	2779 HK	买入	2.77	3.71	45	N/A	13.8	11.8
希望教育	1765 HK	买入	1.40	1.65	93	22.6	18.5	14.4
银行								
工商银行	1398 HK	买入	4.95	7.60	20,189	5.6	5.3	5.0
建设银行	939 HK	买入	5.81	9.30	14,690	5.4	5.1	4.7
农业银行	1288 HK	买入	3.02	5.30	12,834	4.7	4.5	4.3
中国银行	3988 HK	买入	3.00	5.20	10,668	4.8	4.4	4.0
中信银行	998 HK	买入	4.13	5.90	2,715	4.3	4.2	3.8
交通银行	3328 HK	持有	5.15	6.40	4,138	5.1	4.8	4.5
民生银行	1988 HK	持有	5.22	6.20	2,715	3.5	3.7	3.8
光大银行 - H	6818 HK	买入	3.30	4.60	2,064	4.9	4.8	4.4
光大银行 - A	601818 CH	买入	3.78	4.50	1,887	6.2	6.1	5.6
平安银行	000001 CH	买入	14.45	17.00	2,481	9.2	8.1	7.0
券商								
中信证券	6030 HK	买入	14.30	21.30	2,776	16.7	13.0	11.3
广发证券	1776 HK	持有	8.25	10.00	1,023	10.4	8.0	6.7
HTSC	6886 HK	买入	11.78	18.20	1,759	13.5	10.8	9.3
中金公司	3908 HK	持有	13.60	18.60	570	15.4	12.8	10.6
中国银河	6881 HK	持有	3.85	4.70	900	14.4	9.9	8.2
中信建投证券	6066 HK	买入	5.67	8.00	1,463	12.4	9.2	7.9

(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	31.65	40.52	3,469	14.3	11.9	10.3
中國人壽 - H	2628 HK	買入	18.16	25.69	7,939	41.8	13.6	11.5
中國人壽 - A	601628 CH	買入	28.93	33.10	7,260	74.2	24.1	20.4
眾安在線	6060 HK	持有	18.28	28.18	269	虧損	虧損	虧損
中國太平	966 HK	買入	17.58	30.25	632	9.5	8.2	7.3
新華保險 - H	1336 HK	買入	31.20	43.69	1,443	11.0	8.9	8.0
新華保險 - A	601336 CH	持有	49.13	57.67	1,320	19.3	15.6	14.1
中國人民保險	1339 HK	買入	3.11	4.22	3,602	9.3	8.8	8.3
中國財險	2328 HK	持有	8.87	9.19	1,973	11.4	9.8	9.0
其他金融								
國銀租賃	1606 HK	持有	1.53	1.90	193	6.9	6.4	5.6
中銀航空租賃	2588 HK	持有	67.10	62.80	466	9.6	8.5	7.8
機械及設備								
彈藥動力	2338 HK	買入	12.00	16.20	998	10.0	8.7	8.2
中國重汽	3808 HK	買入	11.62	21.50	321	6.6	5.9	5.7
中國龍工	3339 HK	持有	1.81	3.15	77	6.0	4.9	4.8
三一國際	631 HK	買入	3.08	4.72	95	13.8	9.9	8.0
中聯重科 - H	1157 HK	買入	5.29	6.95	471	17.6	9.1	8.0
中聯重科 - A	000157 CH	買入	5.67	6.70	431	21.0	10.9	9.6
浙江鼎力 - A	603338 CH	買入	54.98	75.00	191	39.8	30.0	21.9
兗煤澳大利亞	3668 HK	買入	15.60	24.00	206	4.2	5.1	5.4
中集車輛	1839 HK	買入	4.91	6.90	87	5.8	5.2	5.2
興達國際	1899 HK	賣出	1.96	1.95	30	9.3	11.0	10.3
津上機床中國	1651 HK	買入	6.64	11.00	25	6.2	6.1	4.9
新能源/公用								
保利協鑫能源	3800 HK	持有	0.31	0.56	61	2.6	45.6	5.0
協鑫新能源	451 HK	持有	0.27	0.33	51	N/A	8.5	5.0
信義光能	968 HK	持有	5.03	4.00	405	20.2	17.3	13.2
龍源電力	916 HK	買入	4.55	6.90	366	8.3	7.2	6.6
華能新能源	958 HK	買入	2.64	2.80	279	8.2	7.4	6.6
金風科技	2208 HK	持有	9.59	9.25	581	10.3	9.7	8.4
華電福新	816 HK	買入	1.36	2.00	114	5.1	4.4	3.8
偉能集團	1608 HK	買入	2.35	4.16	60	18.2	20.9	13.4
新天綠色能源	956 HK	買入	2.07	3.20	77	5.6	4.5	4.0
天能燃氣	1600 HK	買入	7.73	10.62	77	13.3	7.7	7.0
隆基股份	601012 CH	買入	28.71	28.00	1,040	30.9	23.5	20.2
非必需消費								
普拉達	1913 HK	持有	21.95	22.17	562	30.7	25.0	26.2
都市丽人	2298 HK	持有	1.31	1.16	29	6.9	17.4	13.9
榮威國際	3358 HK	買入	3.54	4.20	37	11.2	8.4	6.6
安踏體育	2020 HK	買入	64.70	69.91	1,748	38.0	29.6	23.6
大家樂	341 HK	買入	24.90	26.61	146	24.5	22.5	20.7
海底撈	6862 HK	買入	36.45	37.56	1,932	105.3	65.8	46.5
波司登	3998 HK	買入	2.67	2.74	286	26.1	19.9	16.0
李寧	2331 HK	買入	24.25	24.43	560	74.5	37.7	31.8
特步國際	1368 HK	買入	4.39	6.93	110	13.3	12.6	10.9
江南布衣	3306 HK	買入	11.22	17.22	58	10.9	9.5	8.3
中國利郎	1234 HK	買入	6.40	11.89	77	9.1	8.0	7.1
美的集團	000333 CH	買入	54.23	62.65	3,763	17.8	15.6	13.5
醫藥								
石藥集團	1093 HK	買入	16.00	20.80	998	27.3	22.1	17.8
三生製藥	1530 HK	買入	12.26	16.60	311	32.1	23.9	19.0
中國中藥	570 HK	買入	3.86	7.10	194	11.6	10.1	8.1
綠葉製藥	2186 HK	持有	6.30	7.70	206	18.7	16.8	14.9
東陽光藥	1558 HK	持有	37.90	41.20	170	22.8	19.4	17.0
神威藥業	2877 HK	買入	7.81	14.30	65	12.8	10.6	8.7
康臣藥業	1681 HK	買入	4.31	8.40	38	7.1	6.6	5.9
吳海生物科技	6826 HK	買入	34.70	66.50	56	11.0	8.9	7.4
瑞慈醫療	1526 HK	買入	1.13	2.80	18	14.5	11.3	7.2
康華醫療	3689 HK	買入	5.07	13.10	17	8.9	7.4	6.4
香港思思醫療	2138 HK	買入	5.49	6.27	54	19.3	16.9	14.1
愛康醫療	1789 HK	買入	6.85	6.30	72	43.9	43.9	32.3
必需消費								
萬洲國際	288 HK	買入	6.27	10.70	922	11.3	9.0	8.2
中國旺旺	151 HK	買入	6.14	7.50	763	19.7	18.0	16.8
交通運輸								
中國國航-H	753 HK	買入	6.70	9.61	1,170	11.2	7.6	7.2
中國國航-A	601111 CH	買入	7.93	10.57	1,070	14.8	10.0	9.4
吉祥航空	603885 CH	買入	12.61	15.65	227	18.4	16.3	13.9
東方航空-H	670 HK	買入	3.68	5.53	743	17.7	7.2	6.6
東方航空-A	600115 CH	持有	5.15	6.63	679	27.6	11.2	10.3
南方航空-H	1055 HK	買入	4.39	6.49	790	14.6	8.0	6.5
南方航空-A	600029 CH	持有	6.69	8.00	723	24.8	13.6	11.1
灣區發展	737 HK	買入	3.87	5.21	119	17.8	14.2	13.0
新創建	659 HK	買入	13.36	19.02	523	8.6	11.5	11.4

資料來源: 彭博、招銀國際研究; 截至 2019 年 9 月 2 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。