

4月港股策略报告

短线料整固，拥抱高息股

- ❖ 港股业绩乏惊喜，盈利预测续下调。** 港股3月份的业绩期完结，整体无甚惊喜，而期间市场亦继续调低2019年度盈利预测，恒指之预测盈利于3月份被调低了0.9%，已较去年2月的高位累计调低了11.9%。国企指数之预测盈利于3月份被调低了2.8%。4月下旬又开始一季度业绩期，鉴于今年一季度内地经济增速料较低，企业业绩料较疲弱，恐怕市场下调企业盈利预测的趋势将于4月至5月持续。恒指之2019年预测市盈率已回升至11.3倍，接近七年平均之11.4倍。缺乏盈利支持、单靠估值推动的升浪，恐难持续。
- ❖ 储局转鸽，孳息倒挂。** 3月中，美国联储局议息后，调低经济及通胀预期，并计划9月结束缩表，而利率点阵图更显示今年较大机会不再加息。虽然这有助舒缓金融市场资金紧张的忧虑，但同时加深投资者对美国经济前景的忧虑，美国国债孳息出现倒挂，十年期孳息低于三个月期孳息。
- ❖ 风险一：新兴市场再现波动？** 最近部份新兴市场再起波动，土耳其里拉急跌，兑美元曾单日跌5%，股市一周挫一成，巴西及阿根廷等货币亦遭波及下挫。新兴市场货币指数已跌穿近半年的上升通道，若确认转弱，很可能会拖累新兴股市下挫。另外，土耳其经济陷入衰退，外债中约四成由欧洲多国金融机构放贷，倘若出现违约风险，恐怕将连累欧洲。
- ❖ 风险二：港元弱势，稍后或加息？** 随着美国加息预期大幅降温，市场甚至形成减息预期，实行联系汇率的香港之加息风险亦似已消去，因此近期香港地产股升势凌厉。不过，港元汇价于3月份持续偏弱，香港金管局共承接了221亿港元沽盘以维持联系汇率，银行体系结余将减至542亿港元。市场一般估计，银行体系结余跌至200亿港元以下，港元拆息才会显著上升，银行才有较大机会加息。按照近期进度，利率最快于5月便有机会上升，可能令港股添压，尤其是地产股。
- ❖ 风险三：配股潮？** 过去一个多月，港股明显有较多公司配股，包括配新股集资、供股集资及主要股东减持，给人的感觉是趁市旺抽水。过往恒指见顶回落前，亦往往出现较多集资事件。若配股潮于4月份持续，将加深此一忧虑。
- ❖ 技术分析：** 多个主要市场短线呈利空形态。恒指同时形成上升通道及头肩顶，目前方向未明。国指走势稍逊于恒指，形成小双顶。上证同样形成了小双顶，但A股今年以来较港股更强势，有机会升穿小双顶并延续升势。美股道指形成了头肩顶。
- ❖ 投资策略：** 市场对中美能达成贸易协议颇有憧憬，但若美国只局部减低中国货关税，须防好消息兑现反而令股市出现回调。一季度中资股业绩、新兴市场转弱、港元疲弱、公司配股潮等风险，亦可能令估值已回升至近年均值的恒指出现回调。中线而言，可买入高息股。若美国开始减息，公用股料能逆市上升。

苏沛丰, CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	29,051
52周高/低位	31,593/24,541
大市3个月日均成交	1,008亿港元

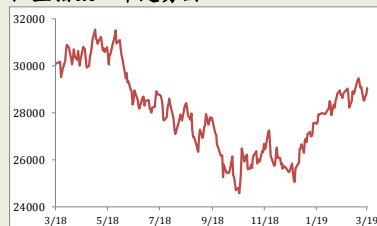
资料来源：彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1个月	1.5%	0.1%
3个月	12.4%	12.4%
6个月	4.5%	3.3%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



过往市场策略报告

[19年3月1日 - 恒指目标上调至30,200](#)

[19年2月4日 - 回调压力增，慎选国策股](#)

[19年1月2日 - 美股回调，殃及港股](#)

[18年12月3日 - 2019年策略报告 - 恒指目标28600](#)

[18年11月1日 - 推算恒指见底水平](#)

[18年10月2日 - 黎明前的黑暗](#)

[18年9月4日 - 避险为上，候低买价值股](#)

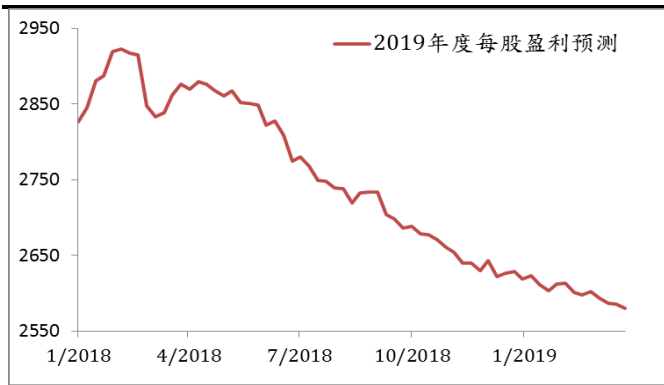
港股业绩乏惊喜，盈利预测续下调

港股3月份的业绩期完结，整体业绩无甚惊喜，而期间市场亦继续调低2019年度盈利预测，恒生指数之预测盈利于3月份被调低了0.9%，已较去年2月的高位累计调低了11.9%（图1）。国企指数之预测盈利于3月份被调低了2.8%。

踏入4月份，下旬开始又到一季度业绩期。鉴于今年一季度内地经济增速料较低，企业业绩料较疲弱，恐怕市场下调企业盈利预测的趋势将于4月至5月持续。

盈利预测被下调的同时，恒生指数却持续上涨，较去年10月份低位反弹两成。单计一季度，恒指累升3,205点或12.4%，是2009年三季度后最佳的一季。缺乏盈利支持、单靠估值推动的升浪，恐难持续，因为恒指之2019年预测市盈率已由单位数的低残水平回升至11.3倍，十分接近七年平均之11.4倍（图2）。

图1：恒指预测盈利持续被下调



资料来源：彭博、招银国际研究

图2：恒指估值已回升至近均值



资料来源：彭博、招银国际研究

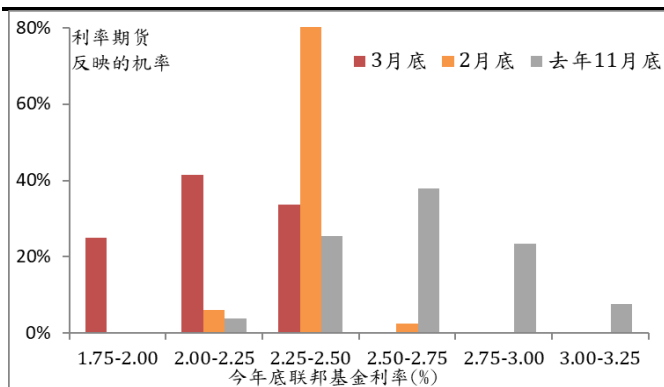
储局转鸽，孳息倒挂

3月中，美国联储局议息后，调低经济及通胀预期，并计划9月结束缩表，而利率点阵图更显示今年较大机会不再加息。详见我们经济师的3月21日的报告[《美联储会议点评》](#)。

短短三个月前，联储局仍预期2019年加息两次，现时立场明显转“鸽”，虽然有助舒缓金融市场资金紧张的忧虑，但同时加深投资者对美国前景的忧虑。利率期货显示，市场比储局更“鸽”，预期今年年底前有41%机会减息0.25厘，甚至有25%机会减息0.5厘或0.75厘（图3）。

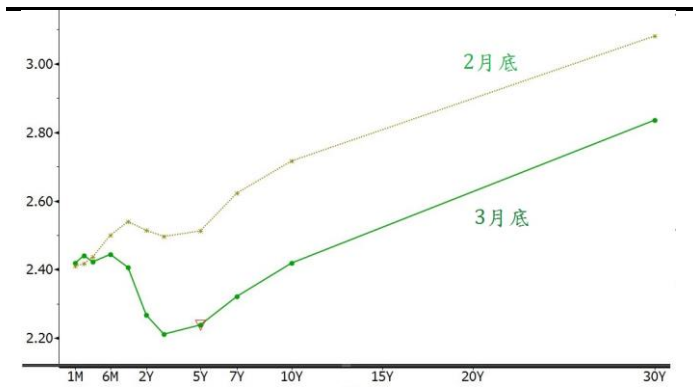
3月下旬，美股及港股一度急挫，主要由于美国国债孳息出现倒挂 - 十年期孳息低于三个月期孳息（图4），引起对美国经济将陷入衰退的忧虑。

图3：加息预期变成减息预期



资料来源：CME Group、招银国际研究

图4：美国孳息曲线局部倒挂



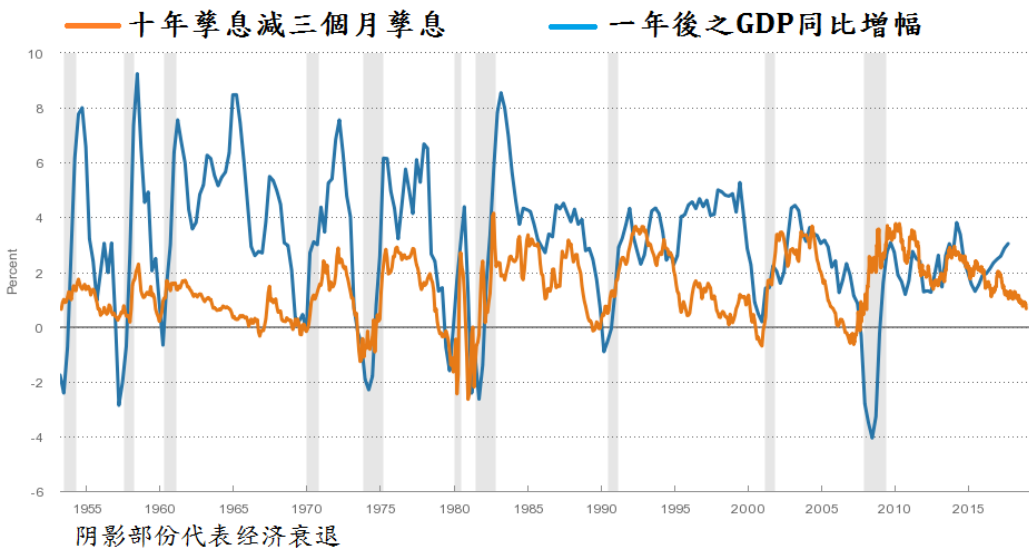
资料来源：彭博、招银国际研究

美国经济放缓，衰退言之尚早

从往绩看，美国每次经济衰退前，均曾出现债息倒挂(短期孳息高于长期孳息，较常参考的组合是两年与十年、三个月与十年)，可见债息倒挂确有一定参考价值。不过，有几点须注意：

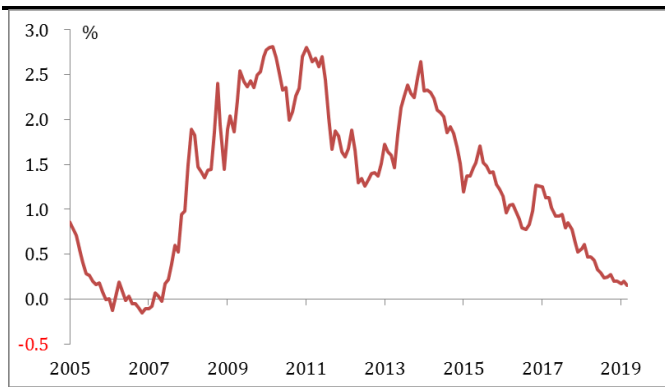
- 1) 当债息初现倒挂，6至24个月后经济才陷入衰退，单凭倒挂的警号，无从准确推算何时会衰退；
- 2) 根据联储局及美国经济分析局的研究，十年与三个月孳息差之变化，与一年后之GDP增速变化相关度颇高(图5)；
- 3) 市场更常参考的十年期与两年期孳息差，目前尚未倒挂，但差距已收窄至0.15厘，是2007年以来最低(图6)。若此息差跌穿零，料将触发股市新一轮震荡；
- 4) 我们的经济师指出，美国经济于2019年很可能放缓，但仅有20%机率于未来12个月陷入衰退；
- 5) 股市一般领先经济约半年，若美国经济未来12个月未虞衰退，现时毋须太早忧虑。当然，这并不代表股市于未来半年都稳步上升，因为除了衰退，中美关系、企业盈利、地缘政治等因素均可能令股市波动。

图5：美国十年与三个月孳息差之变化，与一年后之GDP增速变化相关度高



资料来源：美国经济分析局、联储局、招银国际研究

图6：美国十年与两年期孳息差创2007年以来新低



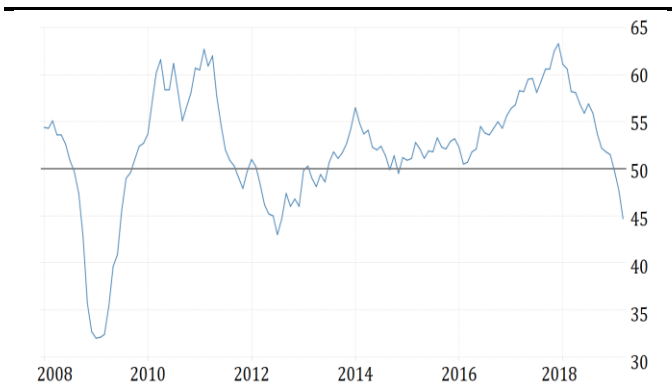
资料来源：彭博、招银国际研究

欧洲经济疲弱，德国债息穿零

美国以外，欧洲经济更堪忧。英国脱欧的不明朗因素，固然令英国及欧元区前景蒙上阴影，而近期的经济数据亦相当疲弱。Markit 德国制造业采购经理指数(PMI) 3月份初值跌至44.7，低于盛衰分界线50，创六年半新低(图7)，各类分项指数都较2月恶化。这亦是过去15个月之中第14个月下跌，显示经济放缓速度是2011-2012年欧债危机以来最急。

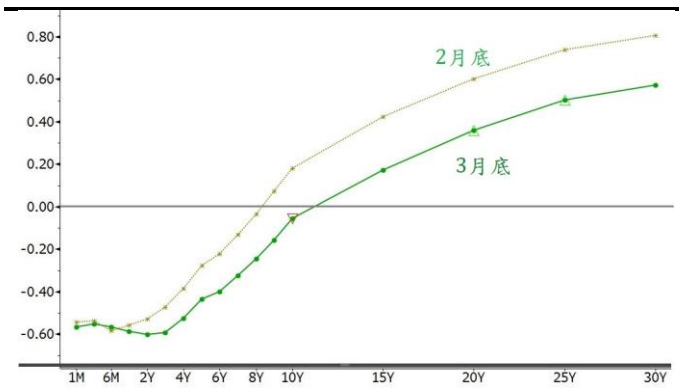
德国十年期国债孳息3月份跌至负数(图8)，是2016年底以来首次，反映市场对经济前景趋悲观。

图7：德国制造业 PMI 创六年半新低



资料来源：IHS Markit、Trading Economics、招银国际研究

图8：德国十年期以下债息全部负数



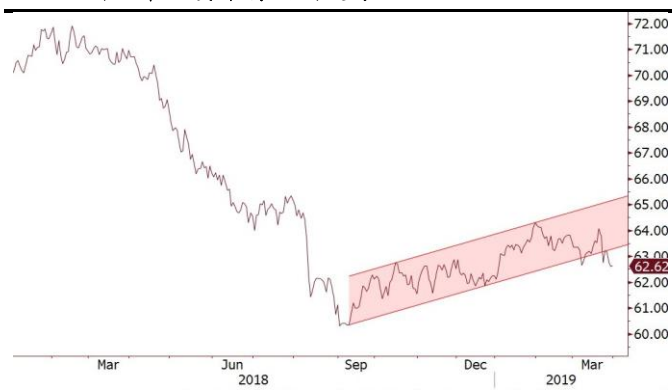
资料来源：彭博、招银国际研究

风险一：新兴市场再现波动？

继去年8月新兴市场股汇双杀后，最近部份新兴市场再起波动，土耳其3月31日举行地方选举前，该国货币里拉急跌，兑美元曾单日跌5%，央行推高利率以稳定汇率，又造成股市一周挫一成。巴西及阿根廷等货币亦遭波及下挫。新兴市场货币指数已跌穿近半年的上升通道(图9)，若确认转弱，很可能会拖累新兴股市下挫，因为新兴市场货币与股市之相关性相当高(图10)，而货币有时领先股市，例如货币于2017年8月率先见顶，并于2018年9月率先见底。

另外，土耳其于去年三季度及四季度GDP倒退，经济陷入衰退，而且持有外债近4,500亿美元，当中约四成由西班牙、法国、德国、意大利和英国金融机构放贷。倘若经济衰退加上货币贬值触发违约风险，恐怕将连累欧洲多国银行业以至经济。

图9：新兴市场货币有转弱迹象



资料来源：彭博、招银国际研究

图10：新兴市场货币与股市相关性高



资料来源：彭博、招银国际研究

风险二：港元弱势，稍后或加息？

随着美国加息预期大幅降温，市场甚至形成减息预期，实行联系汇率的香港之加息风险亦似已消去，因此近期香港地产股升势凌厉。不过，港元汇价于3月份持续偏弱，美元兑港元多次触及弱方保证水平7.85，相信主要由于美元与港元之息差造成的套利交易。香港金融管理局于3月份八次入市，共承接了221.29亿港元沽盘，以维持联系汇率，银行体系结余本周二将减至542.11亿港元（图11）。

市场一般估计，银行体系结余跌至200亿港元以下，港元拆息才会显著上升，以及银行才有较大机会加息(最优惠利率)。按照近期进度，利率最快于5月便有机会上升，可能令港股添压，尤其是地产股。

图 11：香港银行结余跌至 2008 年以来最低



资料来源：彭博、招银国际研究

风险三：配股潮？

过去一个多月，港股明显有较多公司配股，包括配新股集资、供股集资及主要股东减持（图12），给人的感觉是趁市旺抽水。过往恒指见顶回落前，亦往往出现较多集资事件。若配股潮于4月份持续，将加深此一忧虑。

图 12：表列部份近期配股/供股/减持事件

公司	公布日	内容
人保集团(1339 HK)	2月27日	配股：主要股东 AIG 全数减持，套现 38 亿港元
信义光能(968 HK)	3月8日	配股：先旧后新配售 3.8 亿股，集资 13.2 亿港元
首创置业(2868 HK)	3月11日	可能供股：每 10 股供最多 5 股
招商证券(6099 HK)	3月12日	供股：A+H 每 10 股供最多 3 股，集资 150 亿元人民币
金风科技(2208 HK)	3月18日	供股：A+H 每 10 股供 1.9 股，集资共 55.4 亿港元
万科(2202 HK)	3月27日	配股：H 股集资 78.1 亿港元
特步(1368 HK)	3月28日	配股：先旧后新配售 2.47 亿股，集资 13.7 亿港元

资料来源：招银国际研究

技术分析 - 多个主要市场短线利空

恒生指数：上升通道 vs 头肩顶。恒指已连升三个月，但3月份升势放缓，走势反复，一方面形成了短期上升通道，但同时似正营造利空形态“头肩顶”，目前方向未明。若能升穿3月份高位 29,486，可望继续沿上升通道向上。相反，若跌穿支持位 28,435 及 28,200，则上升通道失守兼确认头肩顶成立，量度下跌目标 27,000-27,200（图 13）。

国企指数：小双顶？国指走势略较恒指弱，于3月形成了“小双顶”利空形态，关键支持于颈线 11,151，若跌穿，量度下跌目标约 10,500（图 14）。

上证综指：小双顶？上证形态与国指相近，同样形成了“小双顶”利空形态，若失守颈线 2,963，量度下跌目标约 2,800。但 A 股今年以来较港股更强势，上证有机会短期内升穿小双顶 3,130，延续升势（图 15）。

道琼斯指数：头肩顶？美股于3月反复整固，较港股及 A 股弱，道指形成了“头肩顶”利空形态，若跌穿颈线 25,400，恐将出现较大幅回调（图 16）。

图 13：恒生指数



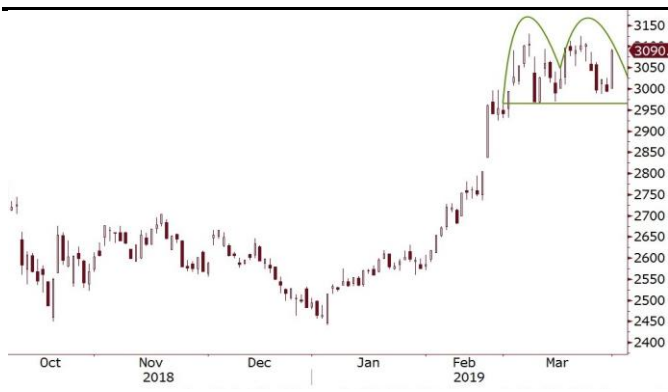
资料来源：彭博、招银国际研究

图 14：国企指数



资料来源：彭博、招银国际研究

图 15：上证综指



资料来源：彭博、招银国际研究

图 16：道琼斯指数



资料来源：彭博、招银国际研究

投资策略

本周中美将在华盛顿进行第九轮贸易磋商。根据新华社，双方在上周第八轮磋商讨论了协议有关文本，并取得新进展。近一个月，市场对中美能达成协议颇有憧憬，但我们估计美国暂时不会完全撤回过去一年上调的中国货进口关税。若只达成局部减低关税的协议，相信一季度的股市升势已大致反映，须防好消息兑现反而令股市出现回调。

而且上述的几个主要风险，包括一季度中资股业绩、新兴市场转弱、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现回调。我们估计短线回调过后，恒指可再创今年新高，年内目标为 30,200，至四季度则可能开始忧虑美国经济而下挫。

中线而言，可买入高息股。其中一个主宰港股的最重要因素是美国利率走向。鉴于市场对联储局下一步预期已由加息转为减息，我们回顾了最近两次利率见顶至开始减息后之港股表现，分别是 2000-2001 年（图 17），及 2006-2008 年（图 18），发现当利率见顶并维持于高位期间，恒指仍能录得升幅，但开始减息后之半年，恒指都大跌，公用股却逆市上升。恒指于 2001 年 1 月至 7 月跌 16%，于 2007 年 9 月至 2018 年 3 月跌 18%，同期香港公用股分别逆市升 5% 及 20%。

公用股于减息周期开始后能逆市上升，一来由于其稳定股息于减息周期之吸引力上升，二来由于业务非周期性提供较强防守力。唯须注意：金融股如内银及汇丰(5 HK)多数是高息股，但属周期性行业，股价与恒指相关性高，于近两次减息周期中未能如公用股般逆市升。

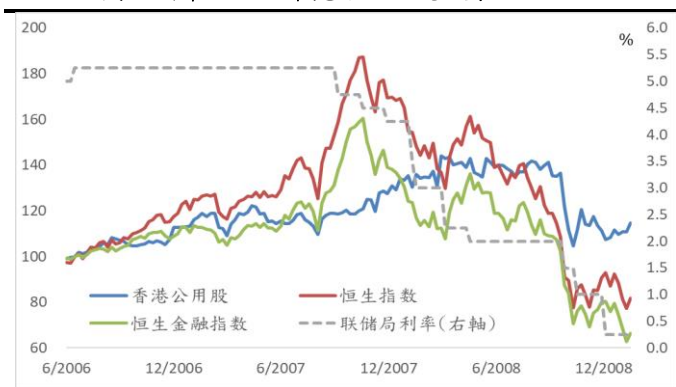
图 17：美国利率 2000 年见顶后之港股表现



资料来源：彭博、招银国际研究

* “香港公用股”是中电(2 HK)、煤气(3 HK)、电能(6 HK)及长江基建(1038 HK)之市值加权指数

图 18：美国利率 2006 年见顶后之港股表现



资料来源：彭博、招银国际研究

目前美国国债两年期孳息约 2.3 厘，暂且将“高息股”定义为股息率 4.3 厘以上(较两年期孳息高 2 厘)，再加上行业周期性低、派息往绩稳定、预期本年度派息不低于去年等条件，筛选出以下股份：

图 19：部份股息逾 4.3 厘的高息股

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	股息率(%)		
				去年度	本年度预测	近五年平均
置富产业信托	778 HK	10.34	199	5.0	5.2	5.5
泓富产业信托	808 HK	3.54	53	5.1	5.4	5.8
阳光房产信托	435 HK	5.91	97	4.6	4.7	5.3
越秀房产信托	405 HK	5.58	174	5.9	6.0	6.9
朗廷酒店投资	1270 HK	3.18	68	6.1	6.4	7.8
电能实业	6 HK	54.45	1,162	5.1	5.1	3.8
香港电讯	6823 HK	12.62	956	5.4	5.6	5.5
中信国际电讯	1883 HK	3.53	127	5.1	5.5	4.5

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2019 年 3 月 29 日

图 19 列出的首五只高息股都是房产相关信托，近期股价纷纷创新高后，股息率已低于近五年平均，而且万一香港银行稍后因银行结余进一步下跌而加息，对地产相关投资影响较负面。

相对而言，图 19 列出的另外三只股份 - 电能(6 HK)、香港电讯(6823 HK)、中信国际电讯(1883 HK) - 业务属稳定的公用及电讯，而且今年预测股息率仍高于五年平均，更具吸引力。

另外，以下列出招银国际研究部给予“买入”评级、上年度股息率及本年度预测股息率均逾 4.3 厘的股份以供参考。须注意部份股份所属行业(如内房)周期性高，股价亦往往较波动。

图 20：部份招银国际给予“买入”评级的高息股

行业	公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	股息率(%)	
					上年度	本年度预测
房地产	碧桂园	2007 HK	12.26	2,654	4.5%	4.9%
	雅居乐	3383 HK	12.70	497	7.9%	8.7%
	合景泰富	1813 HK	9.47	301	6.7%	7.8%
银行	工商银行	1398 HK	5.75	22,551	5.0%	5.2%
	建设银行	939 HK	6.73	16,960	5.2%	5.5%
	农业银行	1288 HK	3.62	15,037	5.9%	6.1%
	中国银行	3988 HK	3.56	12,268	5.9%	6.4%
	中信银行	998 HK	5.00	3,249	5.2%	5.7%
机械及设备	中联重科	1157 HK	3.89	304	7.5%	9.2%
公用/新能源	新天绿色能源	956 HK	2.39	89	6.2%	7.6%
	合和公路基建	737 HK	4.23	130	5.3%	6.6%
非必需消费	中国利郎	1234 HK	8.86	106	6.1%	6.7%
医药	神威药业	2877 HK	7.86	65	4.9%	5.2%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2019 年 3 月 29 日

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 21：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	上市银行完成公布 2018 年业绩，尽管资产品质指标仍稳健，但大部分银行出于审慎态度在四季度增加拨备计提，从而拖慢全年盈利增速。受市场利率走低及监管对小微信贷视窗指导的影响，国有银行净息差面临下行压力。而中小型股份制银行净息差普遍延续扩张趋势，料短期内跑赢大型同业。可关注中信银行(998 HK)和光大银行(6818 HK)。
中国保险	优于大市	上市险企完成公布 2018 年业绩，寿险企业去年下半年业务恢复趋势较为明显，新业务价值转跌为升，大部分险企新业务价值率得到提升。2019 年开门红表现料较为稳健。投资端受到股票市场波动呈现压力，而随着一季度情绪恢复，权益投资收益预计将得到提振。短期可关注业务指标增长潜力较大、2019 开门红表现亮眼的中国人寿(2628 HK)。
中国设备及机械	优于大市	我们重点推介的潍柴动力(2338 HK)、重汽(3808 HK)以及三一国际(631 HK)于 3 月份的平均月度升幅约 17%。我们于月内把中联重科(1157 HK)评级上调至买入。总体而言，工程机械及能源装备 2018 年的业绩普遍符合预期。未来一至两个月部份企业将公布一季度业绩，有机会超预期。此外，我们预期基建需求强劲将持续拉动二季度设备需求，维持设备及机械优于大市的评级。
中国教育	优于大市	继续看好高等教育行业，原因是独立学院需转设及政策鼓励建立示范性职业教育集团/联盟带来行业并购机会，2019 年政府工作报告提出扩大高职招生规模一百万对高教行业利好，特别是高职学生占比较高的公司。目前行业估值为 2019 年预测市盈率 16.3 倍，低于历史平均值。首推希望教育(1765 HK)。

资料来源：招银国际研究

图 21：招银国际分析员的行业中短期观点(续上页)

行业	评级	评论
中国互联网	优于大市	近期互联网板块业绩期结束后业绩分化明显，且短期获利回吐，但我们持续看好上半年板块内生增长及监管进入“温和期”后的行业催化剂，包括：1) 5月公布一季度业绩，阿里(BABA US)、腾讯(700 HK)巨头业绩预期相对乐观；2) 科创板推进助推板块气氛；3) 监管进入“温和期”，低基数下部分板块增速有望回升。继续看好电商及富媒体赛道，建议积极关注低线城市增量及估值落后标的（如：陌陌(MOMO US)、YY(YY US)）。
中国风电	同步大市	上市风电运营商完成公布 2018 年业绩，主要央企下属企业均收到一些一次性计提项目影响，致使净利润低于预期。展望 2019 年，尽管 1-2 月受去年风资源高基数影响发电量同比略减，风电运营商对于全年发电量展望仍较为积极。另外一个普遍观察到的信号是风电运营商纷纷在 2019 年加大项目投资，希望在 2020 年平价政策落地前尽可能锁定已获电价补贴专案，目标是尽可能释放手头上的专案储备。在补贴问题没有明确解决的背景下，我们认为风电板块估值将承压。根据运营商扩大产能趋势，我们上调了金风科技(2208 HK)评级至买入，在投资扩张基础上有望获得盈利增长以及估值扩张。
中国房地产	同步大市	内房公司 3 月公布去年全年业绩，整体盈利上升 20%，与市场预期相若。一方面，公司预期 2019 年的销售增长目标约为 20%，较去年慢，主要受调控仍没全面放宽及经济增长放慢影响；但另一方面，公司派发的股息增加，所以看见内房股价表现在 3 月表现较佳。目前内房估值为 2019 年预测市盈率 6.3 倍，已反映未来前景，投资者宜高位减持。
中国医药	同步大市	市场关注即将到来的第二批集采名单及辅助用药目录名单，对板块产生估值压制。此外，国家医保局发布新一轮医保药品目录调整工作方案，6 月将公布拟谈判名单，我们预计基药目录 11 个未纳入医保品种及 PD-1 单抗有望进入，医保调整潜在受益公司有三生制药(1530 HK)，其长效 GLP-1 有望纳入医保。中国中药(570 HK)仍是板块首选，行业政策免疫，可维持强劲增速。
中国非必需消费	同步大市	受惠于中央一系列刺激经济的政策，包括多行业的增值税在 4 月 1 日开始下调和基数较低的帮助，中国零售销售增长在二季度起应该可以逐步改善，而行业估值亦可进一步回升。目前市盈率在 16.3 倍，略为低于 7 年平均的 17.1 倍。而且 3 月份业绩期后，基本面扎实的公司可重点投资，我们推荐的子板块（餐饮，体育，服装和家电）在 3 月的表现都很好，继续维持正面看法。首选呷哺呷哺(520 HK)、特步国际(1368 HK)、宝胜国际(3813 HK)和中国利郎(1234 HK)。
中国必需消费	同步大市	上市公司普遍展望 2019 年收入有不错的增长，亦预期可从政府降低 VAT 及社保费率中受益。推荐万洲(288 HK)，受非洲猪瘟影响，2 月底中国母猪存栏数同比下跌 19%，美国农业部表示中国于 3 月 7 日的那星期购买了 23,800 吨美国猪肉，刺激美国生猪期货价格于 3 月份升 41%，万洲美国生猪养殖业务将明显受益，2019 年业绩可望超预期。
中国证券	同步大市	3 月中下旬 A 股持续震荡，券商股月内平均回调约 4%。前期利好消息已基本体现，4 月在没有明显催化剂情况下，市场可能持续较大幅度波动，券商股价波动也可能随之扩大。但成交回暖、两融余额稳步回升趋势已得到巩固，支持券商业绩反转。4 月底券商即将公布今年一季度业绩，预期将明显反弹，对股价表现有正面作用。建议继续关注行业龙头如中信证券(6030 HK)及对成交量弹性较大的券商如中国银河(6881 HK)。
中国科技	落后大市	由于大部分上市公司已提前发布盈警，3 月业绩大致合乎市场预期，虽然管理层普遍指引于下半年业绩恢复，但是我们认为市场对行业上半年的盈利预期太高，目前维持对中国科技行业的谨慎观点，主要由于上半年 1) 智能手机出货量下降导致产业链利润率承压；2) 全球 5G 建设速度慢于预期；3) 新兴市场汇率波动的影响；4) 国际贸易争端带来的不确定性。建议维持较低的行业配置，但可关注个别子板块的机会，如重点零组件升级(多镜头/AI)、份额提升、非手机业务的增长(车载/智能家居/IoT)。
中国太阳能	落后大市	我们对中国太阳能行业的展望维持落后大市。截止 3 月末，国家对于 2019 年光伏发展政策仍未最终确定出台，对于 2 季度的光伏产业链订单已构成明显压力。在产业链价格调整过后，前两个月表现火热的光伏制造板块估值呈回落态势。展望短期，光伏制造企业 18 财年业绩显示普遍下滑态势。面对政策和需求的不确定状态，我们对于板块的看法维持谨慎。我们认为 2019 年将是光伏产业链企业受政策冲击后逐渐恢复的一年，过程中仍将伴随一定的产能出清。

资料来源：招银国际研究

A 股市场观点

研究部

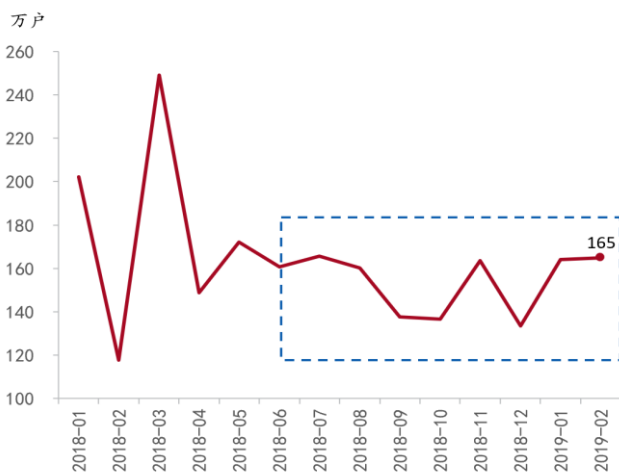
股市渐入业绩验证期，行情逐步回归基本面

3月以来A股震荡运行，涨幅较上月显著放缓，截止3月25日大盘收于3043.03，较月初上涨1.64%。我们在2月月报中就已提示“市场对风险积压的隐忧开始浮现”，本月以来A股涨跌互现，波动显著加大，境内外风险事件已经开始浮现。A股春季行情主要源于风险偏好的边际改善，在本轮行情中各行业均呈现普涨态势，而随着3月末开始A股将进入年报披露期，市场预期将逐步得到基本面的验证。

A股开户热情不减，偏股公募仓位冲高回落

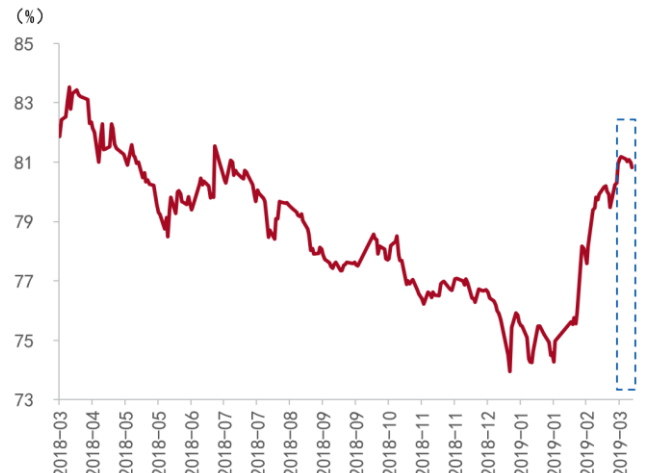
从最新A股账户新增开户数来看，2019年2月A股账户新增开户165万户，为2018年下半年以来峰值，较今年1月上升0.55%，较去年12月显著上升23.52%，较去年11月上升0.79%。而偏股型公募基金股票仓位今年以来虽然大幅上升，但3月15日触及今年以来高点（81.17%）后开始回落，截止3月25日，偏股混合型基金仓位约80.74%，较本月最大值下滑0.43pct。

图 22：A 股新增开户数达去年下半年以来峰值



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 23：偏股型公募基金仓位冲高回落



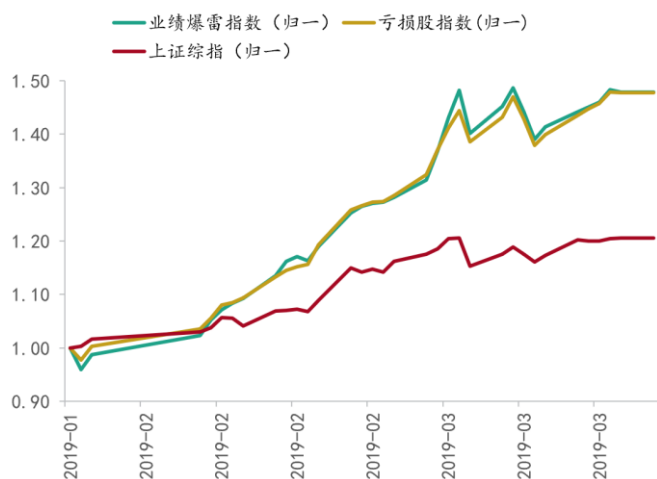
资料来源：Wind，招商银行研究院

绩差股持续跑赢大盘，涨势或已偏离基本面

2019年1月以来，A股春季行情显著，而值得注意的是同期业绩爆雷指数以及亏损股指数大幅跑赢上证综指。业绩爆雷指数主要包含2018年年报预警因资产减值测试或者经营不利出现大幅度亏损的一部分公司，而亏损股指数主要包含实际亏损的上市公司。截止2019年3月25日，业绩爆雷指数市盈率（TTM）为-25.2，指数今年以来涨幅45.62%；亏损股指数市盈率（TTM）为0，指数今年以来涨幅44.26%；上证综指市盈率（TTM）为13.4，今年以来涨幅22.02%。

总体来看，在近期指数快速上行的过程中，偏股型公募仓位冲高回落、本月北上资金今年以来首度净流出、业绩预期不佳企业的股价涨幅大幅超越大盘等现象侧面反映出A股短期内波动或将增大。而伴随年报披露期的到来以及A股外围风险的压力，未来需持续关注上市公司业绩对市场预期的验证、中美贸易磋商进展、美股未来波动加大及其对A股的压力传导。

图 24：绩差股大幅跑赢大盘



资料来源：Wind，招商银行研究院

风险提示：上市公司业绩超预期下行风险；中美贸易摩擦超预期升级风险；外围市场大幅调整风险。

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		47.8%										
汇丰控股	5	9.8%	63.90	11.9	11.5	10.9	1.00	0.98	0.97	6.3%	6.4%	6.4%
友邦保险	1299	9.8%	78.15	46.3	18.6	16.3	3.08	2.64	2.39	1.5%	1.8%	2.0%
建设银行	939	7.5%	6.73	5.7	5.3	4.9	0.78	0.69	0.63	5.3%	5.7%	6.1%
工商银行	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%
中国银行	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%
恒生银行	11	1.5%	193.7	15.3	14.8	14.1	2.39	2.24	2.12	3.9%	4.2%	4.4%
中银香港	2388	1.2%	32.50	10.7	10.5	9.8	1.39	1.24	1.16	4.0%	4.6%	4.9%
交通银行	3328	0.6%	6.43	5.5	5.4	5.0	0.66	0.58	0.53	5.2%	5.7%	6.1%
资讯科技		11.0%										
腾讯控股	700	10.0%	361.0	37.3	32.5	25.5	8.99	6.83	5.43	0.3%	0.3%	0.4%
瑞声科技	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%
地产		11.8%										
长实集团	1113	1.9%	69.80	6.4	9.2	10.0	0.80	0.74	0.71	2.7%	3.1%	3.3%
新鸿基地产	16	1.6%	134.7	7.8	11.9	11.1	0.71	0.69	0.67	3.5%	3.7%	4.0%
领展房产基金	823	2.0%	91.80	4.1	33.2	31.7	1.07	1.06	1.04	2.7%	2.9%	3.2%
中国海外发展	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%
九龙仓置业	1997	0.7%	58.45	9.8	17.1	16.4	0.81	0.80	0.79	3.6%	3.6%	3.8%
华润置地	1109	1.0%	35.20	8.5	8.8	7.6	1.43	1.37	1.21	3.5%	4.4%	5.1%
新世界发展	17	0.8%	13.02	5.6	15.2	14.2	0.61	0.61	0.58	3.7%	3.9%	4.0%
恒基地产	12	0.7%	49.90	7.0	14.4	14.6	0.70	0.72	0.72	3.6%	3.7%	3.8%
信和置业	83	0.5%	15.18	7.3	20.2	19.0	0.72	0.69	0.67	3.5%	3.6%	3.8%
恒隆地产	101	0.4%	19.16	10.7	19.8	18.7	0.63	0.62	0.61	3.9%	4.0%	4.0%
电讯		5.7%										
中国移动	941	5.1%	80.00	11.9	11.8	11.4	1.33	1.26	1.19	4.0%	4.3%	4.5%
中国联通	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%										
中国海洋石油	883	2.7%	14.70	10.7	10.8	9.8	1.34	1.29	1.21	4.8%	4.5%	4.9%
中国石化	386	1.6%	6.19	10.4	9.9	9.5	0.89	0.87	0.84	7.9%	7.5%	7.9%
中国石油	857	1.1%	5.09	15.2	13.7	11.9	0.66	0.64	0.62	4.1%	4.2%	4.8%
中国神华	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%										
中电控股	2	1.8%	91.00	16.7	18.3	17.7	2.11	1.91	1.84	3.3%	3.4%	3.5%
香港中华煤气	3	1.8%	18.82	30.7	33.5	30.6	4.64	4.19	4.05	1.9%	2.0%	2.1%
电能实业	6	0.8%	54.45	15.2	15.1	14.7	1.39	1.37	1.34	5.1%	5.1%	5.2%
长江基建集团	1038	0.4%	64.45	15.2	14.7	14.2	1.59	1.38	1.32	3.8%	4.0%	4.2%
综合类		3.5%										
长和	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%
消费品		5.4%										
吉利汽车	175	0.8%	15.00	9.2	8.6	7.6	2.56	2.08	1.72	2.4%	2.7%	3.1%
石药集团	1093	0.7%	14.60	24.9	20.2	16.4	5.32	4.39	3.68	1.2%	1.6%	2.0%
申洲国际	2313	0.8%	105.20	29.8	25.0	21.0	6.07	5.29	4.65	1.7%	2.1%	2.5%
蒙牛乳业	2319	0.8%	29.20	32.2	25.3	20.9	3.89	3.41	3.03	0.7%	1.0%	1.2%
中国生物制药	1177	0.5%	7.16	35.5	26.8	23.6	3.73	5.07	4.28	0.7%	1.0%	1.2%
恒安国际	1044	0.5%	68.80	18.4	16.7	15.3	4.19	3.84	3.53	3.7%	4.1%	4.4%
万洲国际	288	0.8%	8.40	16.7	13.3	12.2	2.03	1.78	1.66	2.4%	3.2%	3.7%
中国旺旺	151	0.4%	6.52	22.3	20.7	19.3	5.15	4.35	3.91	0.0%	2.5%	2.8%
消费服务		3.1%										
银河娱乐	27	1.2%	53.45	17.1	16.7	15.0	3.71	3.19	2.80	0.0%	1.6%	2.0%
金沙中国	1928	1.0%	39.45	21.7	18.8	16.8	9.23	8.96	8.39	2.5%	5.2%	5.4%
港铁公司	66	0.9%	48.60	18.6	23.4	22.3	1.65	1.58	1.54	2.5%	2.6%	2.8%
工业		0.8%										
创科实业	669	0.8%	52.75	22.2	18.8	16.1	4.02	3.66	3.15	1.7%	2.0%	2.6%
加权平均				11.2	11.2	10.3	1.35	1.24	1.16	3.5%	3.7%	3.9%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2019年3月29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		50.1%										
工商银行	1398	8.0%	5.75	6.0	5.5	5.2	0.78	0.71	0.65	5.1%	5.5%	5.8%
建设银行	939	9.6%	6.73	5.7	5.3	5.0	0.78	0.69	0.63	5.3%	5.7%	6.1%
中国平安	2318	9.3%	87.90	12.5	10.9	9.5	2.47	2.14	1.82	2.3%	2.8%	3.3%
中国银行	3988	5.4%	3.56	5.2	4.8	4.6	0.61	0.54	0.50	5.8%	6.4%	6.7%
中国人寿	2628	3.0%	21.10	46.8	15.0	13.5	1.60	1.47	1.38	0.9%	2.4%	2.6%
招商银行	3968	2.8%	38.15	10.3	9.1	8.1	1.63	1.42	1.26	2.9%	3.3%	3.7%
农业银行	1288	1.9%	3.62	5.2	4.9	4.6	0.70	0.61	0.56	5.8%	6.1%	6.6%
中国太保	2601	1.5%	30.80	13.3	11.5	9.9	1.60	1.48	1.36	3.8%	4.1%	4.7%
中国财险	2328	1.2%	8.92	11.0	8.1	7.2	1.20	1.07	0.97	3.6%	3.5%	3.9%
交通银行	3328	1.1%	6.43	5.9	5.4	5.1	0.66	0.58	0.53	5.2%	5.7%	6.1%
中信银行	998	0.9%	5.00	4.7	4.5	4.3	0.52	0.48	0.44	5.4%	6.5%	6.9%
民生银行	1988	0.7%	5.70	3.5	4.0	4.0	0.45	0.51	0.46	3.6%	3.8%	4.1%
海通证券	6837	0.6%	10.16	19.3	13.2	11.4	0.85	0.80	0.76	1.7%	2.3%	2.6%
邮储银行	1658	0.8%	4.49	6.0	5.4	4.8	0.74	0.66	0.60	3.8%	4.5%	5.1%
中信证券	6030	0.7%	18.28	20.2	15.4	13.6	1.24	1.17	1.10	2.2%	2.6%	2.9%
新华保险	1336	0.6%	40.00	13.5	11.0	9.6	1.63	1.40	1.24	2.3%	2.5%	2.8%
中国华融	2799	0.3%	1.67	35.0	6.6	5.7	0.46	0.38	0.34	0.0%	4.2%	5.6%
中国人民保险	1339	0.5%	3.36	9.4	7.4	6.6	0.80	0.72	0.65	1.6%	1.6%	2.0%
华泰证券	6886	0.5%	15.70	10.2	13.7	12.3	1.07	0.99	0.94	0.0%	2.7%	2.9%
中国信达	1359	0.4%	2.18	5.8	4.6	4.7	0.53	0.47	0.43	5.1%	5.4%	5.7%
广发证券	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%										
中国石化	386	3.0%	6.19	10.4	9.8	9.2	0.89	0.87	0.84	7.9%	7.5%	7.9%
中国石油	857	2.0%	5.09	14.9	13.4	11.9	0.66	0.64	0.62	4.1%	4.2%	4.8%
中国神华	1088	1.2%	17.90	6.9	7.1	7.1	0.92	0.85	0.79	5.7%	5.9%	5.8%
中国海洋石油	883	5.0%	14.70	10.7	10.7	9.8	1.34	1.29	1.21	4.8%	4.5%	4.9%
地产建筑		5.4%										
华润置地	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%
中国交建	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%
中国中铁	390	0.5%	7.16	8.1	7.6	6.8	0.92	0.83	0.76	1.8%	2.2%	2.3%
中国建材	3323	0.5%	6.19	5.5	4.8	5.0	0.62	0.51	0.46	3.4%	4.4%	4.4%
消费		6.7%										
比亚迪	1211	0.6%	47.30	43.1	31.9	26.4	2.15	1.84	1.74	0.5%	0.4%	0.6%
国药控股	1099	0.7%	32.70	14.2	12.6	11.3	1.94	1.69	1.48	2.1%	2.5%	2.8%
广汽集团	2238	0.5%	9.27	6.7	6.1	5.6	1.10	0.91	0.82	4.8%	5.2%	5.6%
长城汽车	2333	0.3%	5.89	8.8	9.2	8.8	0.88	0.82	0.77	5.8%	4.5%	4.7%
东风集团股份	489	0.4%	7.86	4.5	4.3	4.2	0.49	0.44	0.40	3.7%	4.6%	4.7%
中国国航	753	0.4%	9.66	15.9	12.1	10.0	1.29	1.18	1.08	1.3%	1.8%	2.0%
石药集团	1093	1.3%	14.60	24.9	20.2	16.5	5.32	4.39	3.68	1.2%	1.6%	2.0%
申洲国际	2313	1.5%	105.2	29.8	25.0	21.0	6.07	5.29	4.65	1.7%	2.1%	2.5%
恒安国际	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%										
华能国际	902	0.3%	4.56	53.5	12.2	9.7	0.84	0.66	0.64	2.6%	5.4%	6.7%
中广核电力	1816	0.4%	2.19	9.8	9.0	8.4	1.26	1.09	1.01	0.0%	4.0%	4.2%
中国燃气	384	0.9%	27.60	19.9	17.6	15.3	4.75	4.02	3.40	1.3%	1.7%	2.0%
粤海投资	270	0.8%	15.16	21.7	19.7	18.1	2.46	2.37	2.28	3.2%	3.6%	4.1%
工业		0.6%										
中国中车	1766	0.6%	7.40	16.2	12.6	11.0	1.41	1.31	1.20	2.4%	3.3%	3.1%
工业		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%
资讯科技及电讯		22.5%										
腾讯控股	700	10.2%	361.0	37.0	32.3	25.4	8.99	6.83	5.43	0.3%	0.3%	0.4%
中国移动	941	9.3%	80.00	11.9	11.8	11.4	1.33	1.26	1.19	4.0%	4.3%	4.5%
中国电信	728	1.5%	4.19	15.2	14.9	13.8	0.91	0.81	0.78	3.1%	3.2%	3.4%
中国铁塔	788	1.5%	1.82	不适用	50.2	32.4	1.52	1.48	1.45	不适用	1.2%	1.7%
加权平均				9.3	8.7	8.0	1.14	0.89	0.81	3.6%	3.9%	4.3%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2019年3月29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	目标价	市值	年结	市盈率		
				(当地货币)	(当地货币)	(当地货币)		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	目标价	市值	年结	市盈率		
				(当地货币)	(当地货币)	(当地货币)		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
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
大众公用		1635 HK	持有	3.23	4.15	228	12月	17.8	16.7	15.8
非必需消费		普拉达	1913 HK	持有	23.35	24.84	597	12月	32.7	23.7
	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
	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
	医药	石药集团	1093 HK	买入	14.60	20.80	911	12月	24.9	20.1
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
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
	中国旺旺	151 HK	买入	6.52	7.40	812	3月	23.0	20.8	19.0

数据截至2019年3月29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于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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 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上责任。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士。