

7月港股策略報告

中美重啟磋商，防好消息沽貨

摘要：港股於6月份反彈6.1%，應已大致反映中美重啟磋商及美國減息的預期。美國同意對華為解禁，短期有利市場氣氛，但中美將長時間角力，仍多不明朗因素。估計恒指短期可挑戰二萬九，但難重上三萬大關，因基本因素較5月初惡化。同時慎防趁好消息沽貨、衝高回落的風險，正如半年前的G20峰會後。

- **中美重啟磋商，華為解禁。**G20峰會期間中美元首舉行“習特會”，達成重啟經貿磋商、美方暫不再對中國產品加關稅、重新容許華為向美國公司購買產品等。雖然是次習特會結果正面，但中美關係仍有甚多不明朗因素。較短期而言，單論貿易協議，相信亦要接近本年底才有望達成。換言之，關稅對全球經濟的影響及貿易磋商的消息料繼續於下半年影響市場。
- **料美國今年減息一至兩次，市場或過分憧憬。**我們估計聯儲局今年減息一次或兩次，但利率期貨反映有一半機率減三次或更多，恐怕市場已押注過高。對於7月底之議息，市場估計有兩成機率大幅減息0.5厘，若結果屬實，料反而會引起恐慌，令人憂慮聯儲局預期經濟前景急劇惡化。
- **美國經濟數據遜預期，股市出現衰退先兆。**美股雖再創新高，但道瓊斯運輸指數及羅素2000指數均大幅跑輸大市，反映美國經濟前景較弱。上次出現如此背馳是廿年前，結果半年後美股見頂，再一年後美國經濟陷入衰退。
- **中國製造業持續惡化，工業利潤暫止跌。**最新公布的6月份官方及財新PMI同樣處於收縮水平49.4，均遜預期。“習特會”後中美重啟磋商，不排除7月份PMI略為改善，但畢竟已加徵的關稅並沒撤回，在達成貿易協議前，相信PMI縱有反彈幅度亦不會大。工業利潤反而有初步回穩跡象，於5月份同比升1.1%，較4月份之3.7%跌幅改善。不過，5月份美國調高關稅的影響相信未充分反映於5月份工業利潤，前景仍未許樂觀。
- **港股估值擴張受制經濟放緩。**恒指持續近一年半之盈利下調趨勢仍未結束，上半年累計被調低3.6%。美國於5月份加徵的中國商品關稅難免為中國經濟帶來更大下行壓力，企業盈利預測仍有下調風險。估值方面，恒指經過6月份的反彈，今年預測市盈率回升至11.3倍，與七年平均11.4倍相若。回顧近七年恒指估值，與中國經濟增長趨勢有一定關連度。目前中國經濟面臨較大下行壓力，今年GDP增速放緩程度料將是2015年以來最大，恐怕恒指估值較難回升至均值之上。
- **技術分析：恒指上試二萬九。**恒生指數於5、6月形成“小雙底”利好形態，6月中升破頸線，量度目標29,000，再下一級阻力於5月初之下跌裂口29,679。國企指數之“三頂”利空形態已完成量度跌幅，於7月份有望回升至頸線11,151。
- **投資策略：慎防好消息沽貨，短線看好科技、基建。**“習特會”後中美重啟磋商，投資者會鬆一口氣而推升股市，但基本因素已較5月初惡化，而且市場已過分憧憬聯儲局減息，若缺乏新的好消息，恒指不易重上三萬大關。這次G20峰會，與去年12月阿根廷G20峰會頗有相似之處，該次“習特會”達到美方暫緩加關稅的成果，但恒指兩日累升2.8%便見頂，其後一個月跌8.7%才見底。短線較看好個別受惠華為獲解禁的科技股，其中華為收入佔比較高的公司將迎來估值和業績修復。基建及機械設備行業則憧憬穩增長政策。

蘇沛豐，CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	28,543
52周高/低位	30,280/24,541
大市3個月日均成交	945億港元

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	6.1%	4.8%
3-月	-3.5%	-5.9%
6-月	10.4%	7.5%

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. [“五窮六絕，恒指下試26,000” – 2019年6月3日](#)
2. [“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](#)
3. [“經濟盈利回穩，政策憧憬降溫” – 2019年5月2日](#)
4. [“短線料整固，擁抱高息股” – 2019年4月1日](#)
5. [“恒指目標上調至30,200” – 2019年3月1日](#)

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商
投票網址，投下您對招銀國際
研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目錄

中美關係.....	3
美國減息預期.....	4
美國經濟及股市.....	5
中國經濟.....	7
港股基本因素.....	8
技術分析.....	9
投資策略.....	9
A 股市場觀點.....	13
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

港股於 5 月份受中美貿易磋商觸礁所累，恒生指數急跌 9.4% 後，6 月份絕地反擊，反彈 6.1%，動力來自兩方面：1) 憧憬 6 月底的“習特會”可為中美關係帶來轉機，2) 對美國聯儲局減息預期升溫。以下從這兩方面分析，加上中美經濟及美股表現，展望港股短期走勢及投資策略。

中美關係

重啟磋商，華為解禁

6 月 29 日 G20 峰會期間，中美元首舉行“習特會”。綜合新華社報道及美國總統特朗普之推文，中美主要達成四項協議：1) 兩國經貿團隊將重啟經貿磋商；2) 磋商期間，美方暫不再對中國出口產品加徵新關稅，而目前對中國產品之關稅不變；3) 中國將開始向美國採購大量農產品；4) 容許華為向美國公司購買不會影響美國國家安全的產品。第 1 至 3 項協議大致符合市場預期，但放鬆對華為的禁令有點意外。

圖 1：習特會後中美雙方就主要議題之聲明

議題	中方聲明	美方聲明
貿易磋商	兩國經貿團隊將重啟經貿磋商，就具體問題進行討論。談判應該是平等的，體現相互尊重。	同意重啟磋商。
關稅	美方表示不再對中國出口產品加徵新的關稅。	磋商期間，美方暫不再對中國出口產品加徵新關稅，而目前對中國產品之關稅不變。
貿易平衡	未提及。	中國將開始向美國採購大量農產品。
華為	未提及。	容許華為向美國公司採購購買不會影響美國國家安全的產品。未確定會否將華為從商務部實體清單中移除。華為問題將留到最後。
留學生	希望美方公平對待中國留學生。	將讓中國留學生更容易留下。

資料來源：綜合媒體報導、招銀國際證券

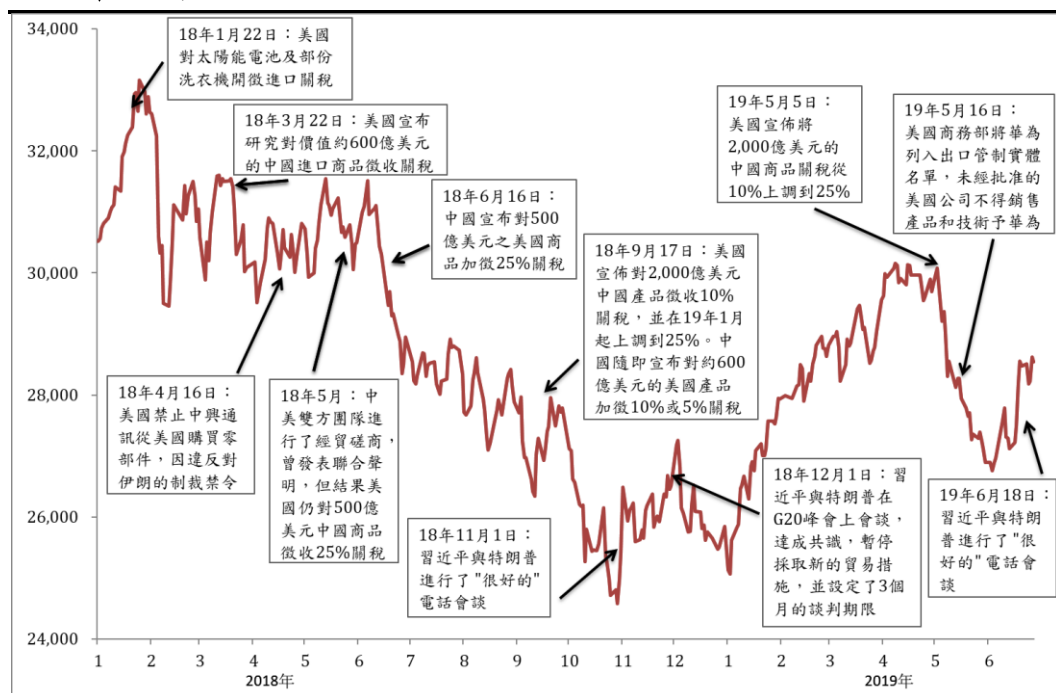
雖然是次“習特會”結果正面，但中美關係仍有甚多不明朗因素，例如：

1. 若重啟磋商後一段時間，仍未能達成協議，特朗普會否再威脅加徵關稅？
2. 美國如何定義“不會影響美國國家安全”、可售予華為的產品？
3. 美國會否將華為從商務部實體清單中移除？G20 峰會後，特朗普被記者問及此問題時，不置可否。
4. 美國會否將戰綫從貿易及科技伸延至金融等領域？G20 峰會前夕，《華盛頓郵報》指有三家大型中國銀行涉嫌違反朝鮮制裁調查的傳票，有被切斷美元清算渠道的風險。三家銀行均否認受到美國調查，但於此敏感時刻出現此報道，引起部份市場人士對中美爭端蔓延至金融領域的憂慮。

無論如何，市場必須為中美將在幾乎所有領域出現長期競爭做好準備。特朗普已經非常明確地表達了他會防止中國取代美國成為超級大國，中美爭端絕不僅僅局限於貿易戰或是科技戰。即使特朗普未必成功連任總統，強硬對華的立場已在美國獲得民意支持和兩黨共識。

較短期而言，單論貿易協議，相信亦要接近本年底才有望達成。換言之，關稅對全球經濟的影響及貿易磋商的消息料繼續於下半年影響市場。

圖 2：中美貿易戰與恒生指數



資料來源：綜合媒體報導、彭博、招銀國際證券

美國減息預期

料今年減息一至兩次

美國聯儲局公開市場委員會 6 月 19 日公布議息結果，利率不變，但聲明用詞、對經濟及通脹預測、利率點陣圖均釋出寬鬆訊號。聲明移除了對調整貨幣政策保持“耐心”一詞，經濟表現則由“穩固”下調至“溫和”；對今年核心通脹預期由 2% 削至 1.8%；利率點陣圖顯示有 7 名委員預期今年減息兩次(共 0.5 厘)、1 名預期減一次(0.25 厘)，8 名預期不變。利率期貨則反映市場預期今年至少減息一次，有 88% 機率減兩次或以上，51% 機率減三次或更多。

不過，隨着 6 月底“習特會”結果正面，中美關係暫沒惡化，聯儲局減息的迫切性亦稍減。我們估計今年減息一次或兩次：三季度減一次，四季度則視乎經濟狀況及中美談判進展，可能再減一次。市場現時對減息的押注或已過高。

聯儲局下次議息是 7 月 30-31 日，利率期貨顯示預期肯定減息，有 80% 機率減 0.25 厘，20% 機率減 0.5 厘，我們認為這亦是押注過高。除了習特會結果正面，聯儲局官員 6 月底 G20 前之講話亦並不太“鴿”：主席鮑威爾演說時指美國經濟下行風險上升，貿易的不確定性增加，採取較寬鬆貨幣政策的理據已增強，但強調在貨幣政策方面採取觀望立場。此外，連立場最“鴿”、上次議息對維持利率不變投反對票、主張減息 0.25 厘的聖路易斯聯儲行長布拉德接受媒體訪問時，亦指聯儲局 7 月減息機會雖上升，但倘減息 0.5 厘將會過分。

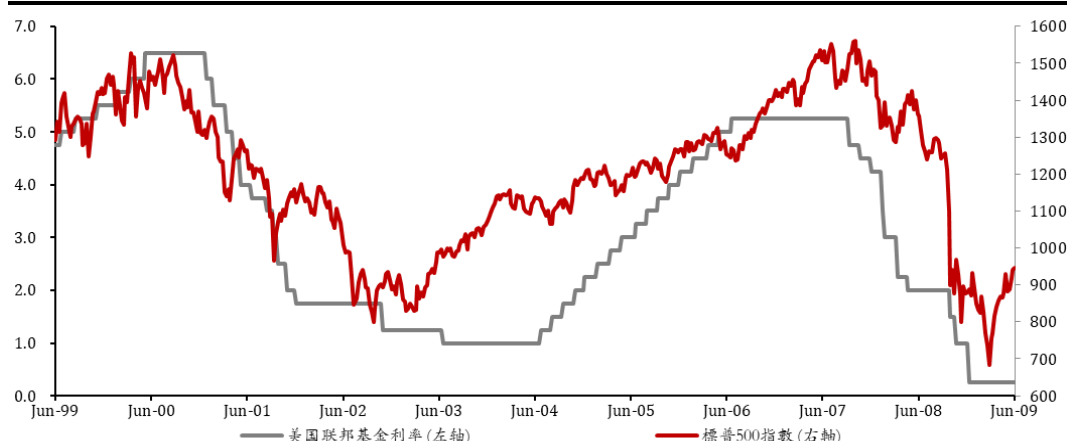
假如聯儲局 7 月減息半厘

若果聯儲局於 7 月底一如市場預期減息，對股市有何影響？如果減 0.25 厘，相信股市於 6 月份的上升已充份反映。如果一舉減 0.5 厘，則反而可能引起恐慌，令人憂慮聯儲局預期經濟前景急劇惡化。

首先，進入減息周期後，股市中綫表現往往較弱，因為經濟放緩甚至衰退才有需要減息，企業盈利亦自然有較大下行壓力，而減息周期之初，貨幣政策通常仍未足夠寬鬆。美國近兩次的減息周期，分別始於 2001 年 1 月由 6.5 厘減至 6 厘，及 2007 年 9 月由 5.25 厘減至 4.75 厘，兩次都是減息半厘，其後一年多美股都大跌（圖 3）。2001 年 1 月那次減息，美股早於大半年前見頂；2007 年 9 月那次減息後，美股隨即於 10 月見頂。

第二，近兩次減息周期之中，有 15 次減息 0.5 厘或以上，但多數是利率較高的時候（遠高於現時之 2.25-2.5 厘），或出現突發重大事件之時，如 2001 年 9.11 恐襲、2008 年 3 月次貸風暴令貝爾斯登瀕臨破產、2008 年 10 月雷曼兄弟倒閉等。而該 15 次大幅減息後之半年，美股大多錄得跌幅。較明顯的例外僅得 2002 年 11 月利率減至 1.25 厘，及 2008 年 12 月利率減至 0-0.25 厘，因利率已近見底，且股市已跌至十分低殘的水平。

圖 3：美國進入減息周期後，美股傾向下跌



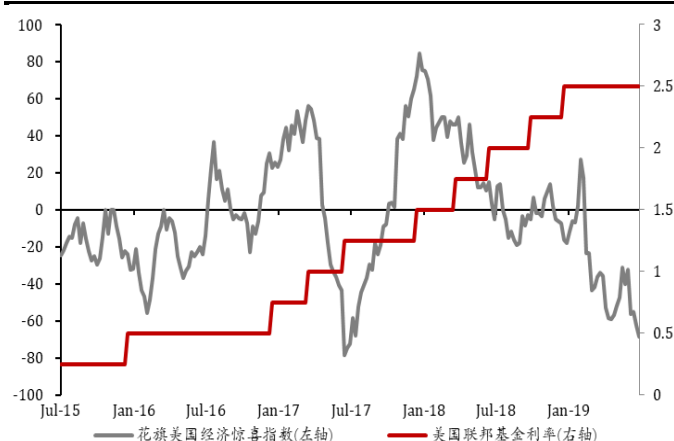
資料來源：彭博、招銀國際證券

美國經濟及股市

數據遜預期，減息理據增

去年美國的經濟數據大多勝市場預期（圖 4，根據花旗經濟驚喜指數，正數代表勝預期，負數遜預期），聯儲局持續加息可謂合理，但今年剛剛相反，令聯儲局沒再加息，現更強烈暗示下半年將減息。聯儲局於 7 月會否減息，其中一個關鍵是 7 月 5 日公布的就業報告中的非農職位數目。

我們的經濟師估計，假設聯儲局今年減 0.5 厘、中美貿易戰沒升級，美國經濟於 2019 年增長 2.2%（2018 年為 2.9%），2020 年增速進一步放緩至 1.5%。

圖 4：經濟數據遜預期加強聯儲局減息理據

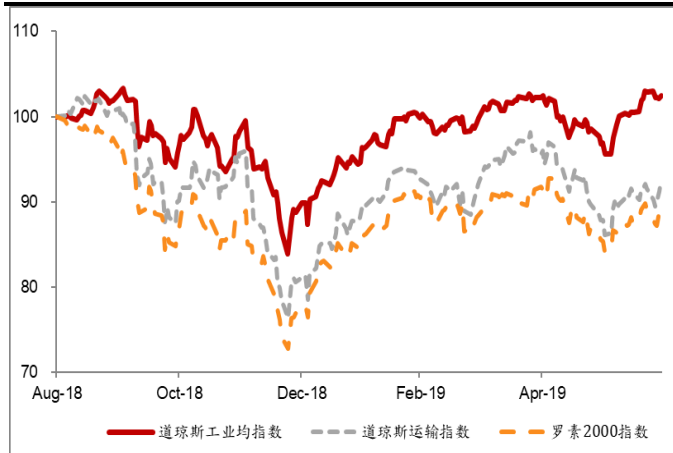
資料來源：彭博及招銀國際證券

股市出現衰退先兆

美股亦出現經濟衰退的先兆。美股主要指數於 7 月首個交易日再創新高，但道瓊斯運輸指數及羅素 2000 指數均未能跟隨破頂，近大半年跑輸道瓊斯工業指數逾十個百分點（圖 5）。

根據道氏理論（Dow Theory），當經濟活動放緩，運輸公司最先受影響，因此道瓊斯運輸指數被視為經濟的寒暑表，某程度是道瓊斯工業指數的領先指標。羅素 2000 指數則由小型股組成，主要涵蓋美國本土公司，該指數跑輸，反映美國經濟前景較弱。

近年道瓊斯運輸指數及羅素 2000 指數同時跑輸大市逾十個百分點的情況較罕見，上次已是廿年前（圖 6），結果半年後（2000 年 3 月）美股見頂，再一年後（2001 年 3 月）美國經濟陷入衰退。

圖 5：道指與運輸指數及小型股指數背馳 (2018-2019)

資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 6：道指與運輸指數及小型股指數背馳 (1998-1999)

資料來源：彭博及招銀國際證券

中國經濟

製造業持續惡化，工業利潤暫止跌

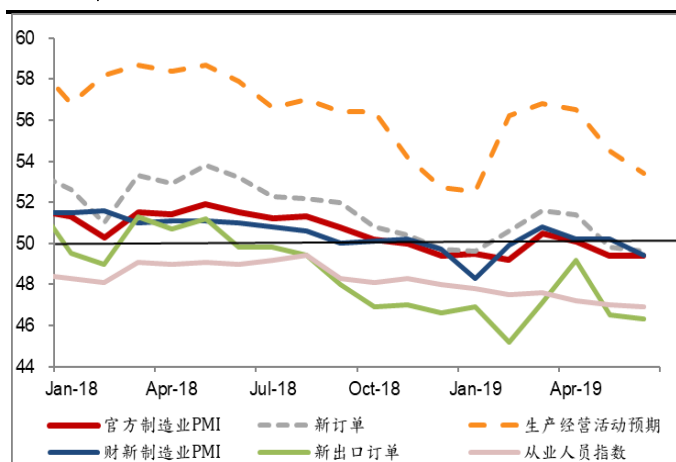
中國經濟亦繼續有下行壓力，製造業採購經理指數(PMI)經過3月份的反彈後，其後三個月持續回落，最新公布的6月份官方及財新PMI同樣處於收縮區49.4，均遜預期。官方PMI雖環比持平，但其中的新訂單指數、新出口訂單指數、從業人員指數、生產經營活動預期指數皆環比下跌，反映需求、就業及景氣信心都惡化（圖7）。

另一方面，PMI亦不乏正面訊號，包括1)小型及中型企業指數環比分別升0.5點及0.3點，相信是受惠支持中小企的各項政策；2)高技術製造業和裝備製造業生產指數分別升至55.6及53.3；3)建築業生產活動回穩，顯示基建投資回暖。

5月及6月PMI受到美國加徵中國商品關稅所累，“習特會”後中美重啟磋商，不排除7月份PMI略為改善，但畢竟已加徵的關稅並沒撤回，在達成貿易協議前，相信PMI縱有反彈幅度亦不會大。

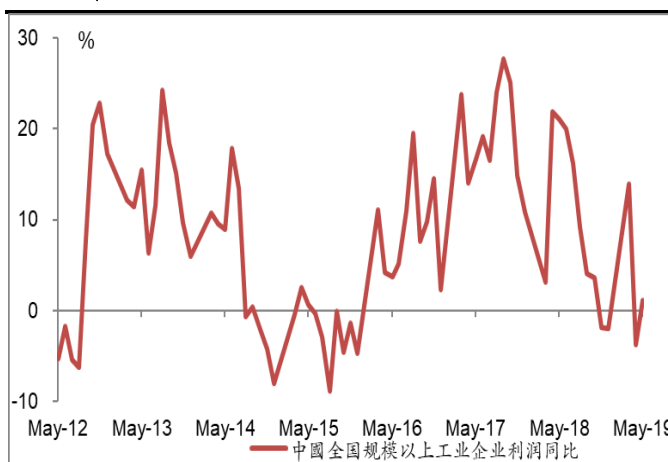
工業利潤反而有初步回穩跡象。中國全國規模以上工業企業利潤於5月份同比升1.1%，較4月份之3.7%跌幅改善（圖8）。不過，近兩年的放緩趨勢未變，而且5月份美國調高關稅的影響相信未充份反映於5月份工業利潤，前景仍未許樂觀。

圖7：中國官方製造業PMI及分類指數



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖8：中國規模以上工業利潤初見回穩



資料來源：彭博及招銀國際證券

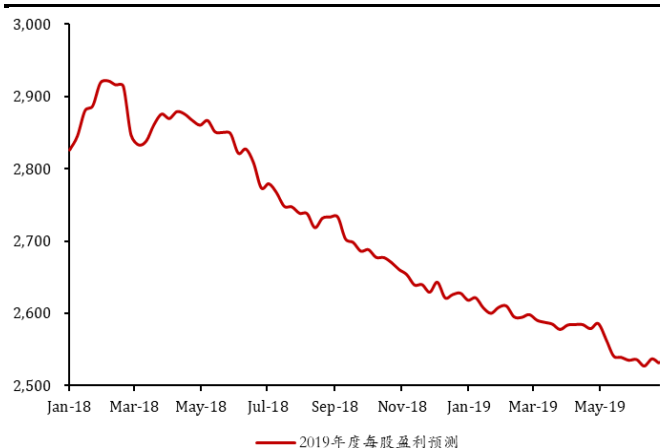
港股基本因素

估值擴張受制經濟放緩

港股持續近一年半之盈利下調趨勢仍未結束，恒生指數之本年度預測盈利於5月份被市場調低1.8%後，6月再被輕微調低0.2%，上半年累計被調低3.6%（圖9）。中美即將重啟經貿磋商，但若如我們所預期未能於短期內達成協議，美國於5月份加徵的中國商品關稅難免為中國經濟帶來更大下行壓力，企業盈利預測仍有下調風險。

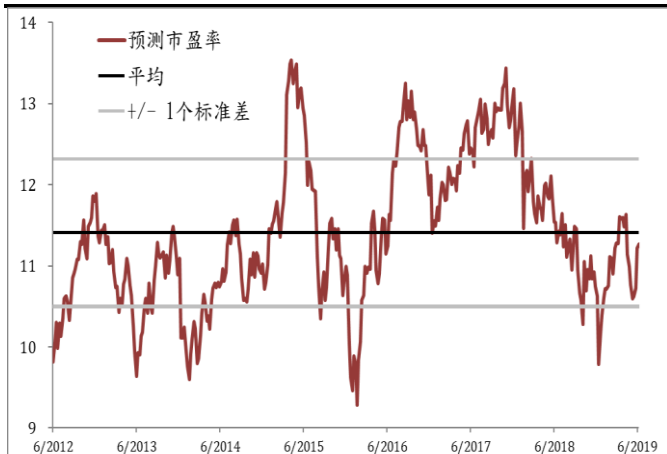
既然企業盈利難望大幅調升，恒指走勢關鍵是估值。恒指經過6月份的反彈，今年預測市盈率回升至11.3倍，與七年平均11.4倍相若。回顧近七年恒指估值（圖10），與中國經濟增長趨勢有一定關連度：2012年至2016年初，恒指估值偏低（撇除2015年次季短暫的亢奮），當時中國GDP增速由2011年之9.5%急跌至2015年之6.9%；2016年初至2018年初，恒指估值向上重估，當時中國GDP增速較平穩（6.7%-6.8%）。目前中國經濟面臨較大下行壓力，今年GDP增速放緩程度料將是2015年以來最大，恐怕恒指估值較難回升至均值之上。

圖9：恒生指數2019年預測盈利



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖10：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博及招銀國際證券

技術分析

恒指上試二萬九

恒生指數於 5、6 月形成“小雙底”利好形態，6 月中升破頸線，量度目標 29,000。若以黃金比率推算，由 4 月份高位 30,280 跌至 6 月初低位 26,672，反彈跌幅 0.618 倍之目標為 28,902。由於 G20 峰會後環球市場氣氛較佳，料恒指於 7 月初已可達 28,900-29,000 區間，再下一級阻力於 5 月初之下跌裂口 29,679（圖 11）。

國企指數於 2 月至 4 月形成“三頂”利空形態，已完成量度跌幅，於 7 月份有望回升至頸線 11,151（圖 12）。

圖 11：恒生指數小雙底目標 29,000



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖 12：國企指數上試三頂頸線 11,151



資料來源：彭博及招銀國際證券

投資策略

趁好消息沽貨，重演半年前市況

5 月 5 日特朗普忽然宣布對 2,000 億美元之中國貨關稅由 10% 調高至 25%，中美磋商暫停。消息公布前，恒生指數報 30,082。雖然“習特會”後中美重啟磋商，投資者會鬆一口氣而推升股市 (relief rally)，但基本因素已較 5 月初惡化，而且我們認為市場已過分憧憬聯儲局減息，若缺乏新的好消息，恒指不易重上三萬大關。

這次於日本舉行的 G20 峰會，與去年 12 月 1 日於阿根廷舉行的 G20 峰會頗有相似之處。去年 11 月 1 日習近平與特朗普進行電話談話，市場憧憬於 12 月的 G20 峰會期間“習特會”將有成果，該一個月期間恒指偷步升了 4.3%，結果該次“習特會”的確有成果，設定了三個月的談判期限，暫停採取新的貿易措施（本來美國訂於自 2019 年 1 月 1 日起對 2,000 億美元之中國貨關稅由 10% 調高至 25%）。阿根廷“習特會”後，恒指藉好消息上升，但兩日累升 2.8% 便見頂，其後一個月跌 8.7% 才見底。

今次日本“習特會”前，6 月 18 日習特亦進行電話談話，市場同樣憧憬 6 月底的 G20 峰會期間“習特會”有成果，期間恒指已倫步升 3.8%。短期內，恒指應會再次藉好消息上升，但慎防再次趁好消息沽貨。

恒指 6 月份的反彈，應已大致反映中美重啟談判、美國暫不加徵關稅、聯儲局即將減息的預期，“習特會”帶來的唯一驚喜，是解除華為採購美國產品的禁令（細節仍有待美國公布）。因此，對恒指的 7 月份展望審慎，料短期衝高後整固的機會較高。

短期看好科技基建，中長綫買高息股

■ 科技業受惠華為解禁

短綫較看好個別受惠華為獲解禁的科技股，其中華為收入佔比較高的公司將迎來估值和業績修復，包括舜宇光學(2382 HK)、比亞迪電子(285 HK)和丘鈦科技(1478 HK)。另外，若華為恢復進口美國元器件，全球和中國 5G 基站建設將回到正常速度，相信產業鏈公司將受益於 5G 升級和新增需求，包括立訊精密(002475 CH)、鴻騰精密(6088 HK)和通達集團(698 HK)。

■ 基建相關行業憧憬穩增長政策

中美磋商難望短期內達成協議，中國經濟繼續面臨下行壓力，料中央政府仍需推出較多種增長措施，包括貨幣政策及財政刺激。財政刺激較為針對性，相信基建是重點之一。國務院辦公廳於 6 月中允許將地方政府專項債券作為符合條件的重大項目資本金，包括鐵路、公路、環保項目等。今年首四個月，內地固定資產投資同比增長 6.1%，較去年全年之 5.9%略為加快，但其中民企投資同比增速由去年全年之 8.7%放緩至 5.5%，國企投資則由 1.9%加快至 7.8%，相信是民企較受宏觀經濟拖累，估計今年餘下時間仍需政策推動國企加大投資。基建相關行業之中，機械設備行業較為周期性，盈利增長潛力較高，看好中聯重科(1157 HK)、濰柴動力(2338 HK)、中國重汽(3808 HK)、浙江鼎力(603338 CH)。

■ 高息股受惠減息周期兼避險

中長綫繼續看好高息防守股，一來穩定的派息在即將來臨的美國減息周期中吸引力增加，二來環球經濟增長持續放緩，中美於各領域的角力料持續數年，美國經濟最快明年中有衰退風險，非周期性、盈利穩定的高息股如公用、電訊、快餐，有較強的防守力及抗跌力。看好香港電訊(6823 HK)、長江基建(1038 HK)、新創建(659 HK)、大快活(341 HK)。

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 13：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	包商銀行事件後，銀行同業市場受到一定衝擊。但央行運用多種貨幣政策工具，保持了金融市場的流動性合理充裕，並對中小銀行提供定向流動性支援。鑒於5月新增貸款結構偏弱，我們預計貨幣政策將維持寬鬆，利好中型股份制銀行的息差表現。在資產質素大體穩健的前提下，板塊二季度盈利增速有望進一步提升。看好光大銀行(6818 HK)和平安銀行(000001 CH)的業績改善。
中國保險	優於大市	壽險公司五、六月份保費維持平穩增長，保障類產品銷售情況優於整體平均，新業務價值率變動環比改善。受到五月中美摩擦升級影響，當前壽險股平均2019年預測內含價值倍數僅0.56倍，財險股2019年預測市帳率1.15倍，估值較為吸引。建議關注新業務價值預計恢復正增長的中國人壽(2628 HK)和壽險業務穩健、財險改善的中國太保(2601 HK)。
中國設備及機械	優於大市	我們二季度重點推薦的中聯重科(1157 HK)於六月份升幅達18%(連股息)，我們維持中聯重科為行業首選，主要由於公司持續的大規劃回購仍然按計劃進行，加上起重機板塊的上升週期仍然強勁。另一方面，我們在六月份首次發佈對浙江鼎力(603338 CH)的覆蓋，看好高空作業平台的結構性增長機會。重卡板塊方面，六月份重卡銷售同比下跌11%，但我們相信市場已有所預期，而七月份開始將迎來低基数效應，我們建議重新關注濰柴動力(2338 HK)以及中國重汽(3808 HK)。
中國互聯網	優於大市	受降息預期及中美貿易緩和影響，6月互聯網板塊股價反彈超10%。考慮板塊業績增長可預見性高、受貿易戰影響小及前期回調較大，我們認為當前估值較為吸引，在7月業績預覽憧憬下有望持續反彈。建議重點關注：1) 存在“減稅降費”、“618”活動利好的電商/本地生活領域，例如阿裡巴巴(BABA US)，美團(3690 HK)；2) 業績向好、估值偏低、等待政策溫和化的直播板塊，例如陌陌(MOMO US)。
中國教育	優於大市	教育是剛性需求，行業具高預見性的特點。估計民促法最終稿將於9月前出臺，內容跟去年11月徵求意見稿內容差不多，沒有新負面的政策，預期政策落地後，在行業不明朗因素消除下，對行業是利好。看好高等教育行業，具備並購及內生增長，2019年9月高職擴招115萬，學生人數增長或超預期，行業估值FY19E 15倍P/E，低於歷史平均水準的17X。首推希望教育(1765 HK)，高職學生占比45%，現金30億，行業內唯一有良好內生增長及並購增長的公司。
中國證券	優於大市	我們在6月19日將中國證券行業評級由“同步大市”上調至“優於大市”，主要由於經歷4-5月大幅調整後，券商估值重新觸及歷史低位，市場負面預期已較大幅度得到反映。隨著中美貿易談判形勢初步明朗化，市場情緒得以修復，帶動成交企穩及股指回升。短期而言，市場或仍將保持波動走勢，風險偏好的大幅度回升仍需基本面配合，但流動性維持寬鬆及科創板的快速推進將為券商表現帶來支持。目前板塊估值仍處於歷史較低水準，我們依然推薦關注可受惠於資本市場結構性改革的頭部券商，如中信證券(6030 HK)及中金公司(3908 HK)。
中國房地產	同步大市	5月份房屋銷售放緩，2019年1-5月，房屋累計銷售面積同比下降1.6%至5.55億平方米，降幅較1-4月擴大了1.3個百分點；累計銷售金額為51,773億元，同比增長6.1%，增速回落2個百分點。面積、金額累計增速雙雙回落表明當前市場有轉冷跡象。我們認為最大的影響是經濟的不明朗性，中美貿易會否出現轉機，將影響下半年中國房地產市場的發展。
中國醫藥	同步大市	根據IMS資料顯示，4月份中國樣本醫院藥品銷售同比增長12%。目前整體醫藥股處於政策壓制低估值狀態，我們建議長線客戶可逢低吸納龍頭藥企。我們看好盈利增速強勁和管線豐厚公司，我們首推公司有中生製藥，石藥集團和三生製藥。

資料來源：招銀國際研究

圖 13：招銀國際分析員的行業中短期觀點(續上頁)

行業	評級	評論
中國非必需消費	同步大市	在 G20 峰會後，中美貿易戰的對立有所緩和，出口類的股票短線或會有所反彈，我們比較推薦本來影響就比較少的申州國際(2313 HK)。儘管如此，我們對下半年中國消費需求仍然不敢樂觀，儘管行業市盈率不算高，預測市盈率只有 14.9 倍(七年平均在 17.1 倍)，但盈利預測還未充分下調，所以還有下行風險。我們維持只看好自身升級而令增長超預期的公司的看法，推薦的有：波司登(3998 HK)，安踏(2020 HK)，海底撈(6862 HK)和美的集團(000333 CH)。其他行業，如奢侈品、香港零售、旅遊，百貨等都建議避開。
中國必需消費	同步大市	首推萬洲(288 HK)，非洲豬瘟疫情持續，中國 5 月份母豬存欄數跌幅擴大至 24%，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，並拉動美國生豬價格，帶動美國養殖業務利潤上升。催化劑：中秋節是中國市場豬肉消費旺季，料豬價於七、八月進一步走高。現時估值為 FY19E 11.3X 市盈率，股息率 4.0%。
中國科技	同步大市	隨著中美局勢趨於緩和、美國表示可解除華為限制，以及部分美國企業已恢復向華為供貨，我們認為科技板塊的景氣度有望大幅提升，其中華為收入佔比較高(>30%)以及前期受貿易戰影響較大的公司短期內將迎來估值和業績修復，包括舜宇光學(2382 HK)、比亞迪電子(285 HK)和丘鈦科技(1478 HK)。目前市場預期華為 2019 年手機出貨量為 1.8-2 億台，如果美國完全恢復對華為供貨，以及 Google 順利恢復正常合作，我們預計出貨量將上修 10-20%至 2-2.2 億台，全年同比增長 0-10%。另外，由於華為運營商業務有望恢復進口美國元器件，全球和中國 5G 基站建設將回到正常速度，我們相信產業鏈公司將受益於 5G 升級和新增需求，包括立訊精密(002475 CH)、鴻騰精密(6088 HK)和通達集團(698 HK)。
中國風電	同步大市	中國風電行業新增裝機呈加速狀態。中電聯資料顯示 5 月風電新增裝機 1.38GW，同比增長 43.75%，環比增長 91.7%。在國家能源局 5 月末發佈了 2019 年風電專案建設工作方案後，我們預期 6 月及下半年風電裝機將進一步加速。5 月份風資源情況較好，主要風電運營商獲得較好的發電增量。結合目前行業較低迷的估值，我們更看好風電運營商。我們的行業首選為華電福新(816 HK)，並且看好華能新能源(958 HK)上半年業績超出一致預期帶來盈利驚喜。
中國太陽能	同步大市	2019 年中國光伏發電專案建設工作方案塵埃落定，各地政府已陸續啟動競價招標工作，使市場對於下半年中國光伏裝機需求有所憧憬。我們對於光伏產業鏈維持樂觀判斷，預料隨著中國光伏需求恢復，產業鏈供需情況將呈趨緊態勢。估值方面，在一季度行業景氣度隨預期變化大幅提升後，光伏行業估值在二季度有所回落，港股市場光伏企業也有明顯的增發及股權出售行為，抑制了市場估值預期。我們預料市場對光伏行業短期觀望氣氛較濃，有待國家競價排名結果指明進一步方向。

資料來源：招銀國際研究

A 股市場觀點

朱肖煒 (+86 0755-83169193)

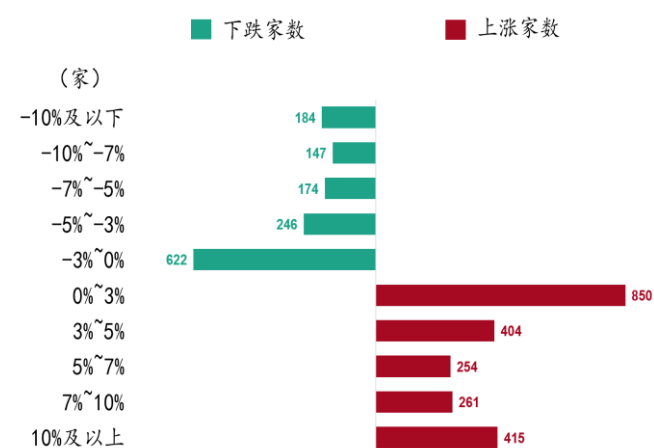
從指數走勢看，6 月以來 A 股各大指數普遍上漲。截止 6 月末，本月以來中證紅利微跌 0.68%，上證 50、滬深 300、中證 500、中小板指、創業板指分別上漲 7.63%、5.65%、1.94%、4.40%、2.80%。境外市場方面，本月以來全球權益指數均呈普漲態勢，A 股今年以來表現仍超越全球各大指數。

圖 14：6 月各大指數表現

指數	最新收盤價 (2019/6/27)	本月以來 (%)	今年以來 (%)	近一年以來 (%)	2018 年以來走勢	最新 PE (TTM)	最新 PB (LF)
中證紅利	4438.92	-0.68	15.69	5.63		8.17	1.06
上證 50	2937.13	7.63	28.09	17.17		10.08	1.22
滬深 300	3834.82	5.65	27.37	8.60		12.37	1.47
中證 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
創業板指	1525.24	2.80	21.97	-2.54		48.34	4.40
恒生指數	28221.98	4.91	9.19	-2.28		10.10	1.11
日經 225	21338.17	3.58	6.61	-4.49		15.69	1.60
標普 500	2913.78	5.88	16.23	7.00		21.33	3.29
道瓊斯工業	26536.82	6.94	13.76	9.28		19.27	4.41
納斯達克	7909.97	6.13	19.21	4.61		31.31	3.66
富時 100	7416.39	3.56	10.23	-1.61		17.54	1.73
德國 DAX	12245.32	4.42	15.97	0.09		16.12	1.55
法國 CAC40	5500.72	5.63	16.28	4.15		18.49	1.58

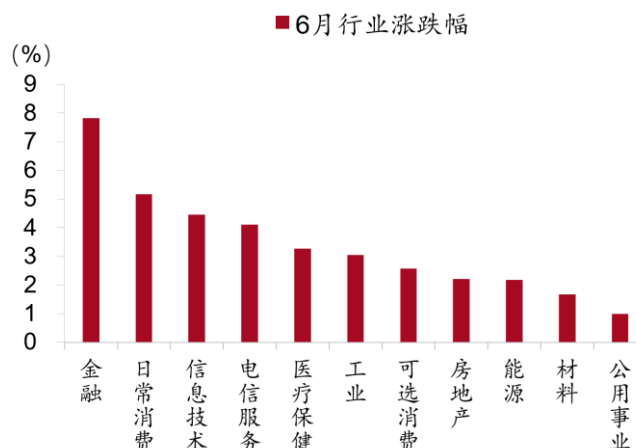
資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 15：本月 A 股漲跌幅分佈區間



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 16：本月各行業板塊普漲



資料來源：Wind、招商銀行研究院

今年以來，工業企業利潤與 A 股淨利潤增速發生背離。從可比口徑看，2019 年一季度全 A 利潤總額同比 12.06%，而規模以上工業企業利潤今年以來增速仍然落在負區間，3-5 月累計同比增速分別為 -3.30%、-3.40%、-2.30%。

我們認為背離現象主要源自 A 股金融板塊、A 股國有工業企業的強勁表現。從 A 股淨利潤結構來看，金融、工業與資訊技術板塊對整體 A 股盈利的拉動效果較大，從而推升了整體 A 股淨利潤增速。展望後市，A 股及規模以上工業企業盈利背離有望逐步收斂，並走出震盪回升的格局，同時這將對股市形成積極的影響。短期來看，由於 PPI 下行壓力仍存，A 股及工業企業盈利或將持續承壓。

政策面來看，隨著資本市場的持續開放，未來改革帶來的政策紅利將逐步凸顯。其一，下半年科創板的開板有望對整體股市產生長遠且積極的影響，尤其是在比價效應的推動下，A 股相關板塊及創業板的估值或將獲得重估。其二，並購重組的放鬆有利於資本市場長期繁榮，以及提升上市公司的資產品質、改善企業現金流。對於創業板而言，或將受益於殼資源帶來估值提升。其三，股市投資者結構有望優化。如滬倫通、中日互通 ETF、A 股入富、MSCI 擴容等，未來外資有望持續流入，股市投資者結構將得到優化，機構投資者佔比逐步提升，這將有利於改善 A 股理性程度。

從短期企業盈利與風險偏好內部環境看，擾動因素或未完全出清，股市短期震盪或將延續，因此策略上建議持續關注具有確定性業績的低估值、高分紅藍籌：（1）低估值所帶來的估值優勢；（2）經濟下行趨勢下確定性業績帶來的基本面支撐；（3）外資等長線資金青睞。同時聚焦製造業升級、科創龍頭：（1）核心科技技術助力產業升級與經濟轉型；（2）積極的民企支援政策（如減稅降費）創造更好的企業發展環境；（3）科創板的開啟有望帶來新的增量資金。

風險提示：上市公司業績超預期下行風險；中美貿易摩擦持續升級風險；周邊市場大幅調整風險。

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		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%
友邦保險	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%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2019 年 6 月 28 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	49.1%											
建設銀行	939	10.2%	6.73	5.7	5.6	5.3	0.75	0.71	0.65	5.2%	5.4%	5.7%
中國平安	2318	9.8%	93.80	11.6	11.4	10.0	2.52	2.28	1.94	2.1%	2.6%	3.0%
工商銀行	1398	7.9%	5.70	5.9	5.8	5.5	0.74	0.72	0.66	5.0%	5.2%	5.5%
中國銀行	3988	4.9%	3.30	4.8	4.7	4.5	0.55	0.52	0.48	6.3%	6.6%	6.9%
中國人壽	2628	2.7%	19.24	43.1	12.9	12.2	1.50	1.34	1.25	0.9%	3.0%	3.1%
招商銀行	3968	2.8%	38.95	10.4	9.6	8.5	1.62	1.50	1.32	2.7%	3.1%	3.5%
農業銀行	1288	1.7%	3.27	4.9	4.8	4.5	0.61	0.57	0.52	6.0%	6.4%	6.7%
中國太保	2601	1.5%	30.55	13.5	10.9	9.7	1.63	1.47	1.34	3.7%	4.4%	4.8%
中國財險	2328	1.1%	8.43	10.6	8.2	7.4	1.16	1.04	0.95	3.7%	4.1%	4.6%
交通銀行	3328	1.0%	5.93	5.4	5.2	4.9	0.54	0.55	0.51	5.5%	5.9%	6.2%
中信銀行	998	0.8%	4.45	4.2	4.2	4.0	0.46	0.44	0.40	5.9%	6.4%	6.7%
民生銀行	1988	0.7%	5.41	4.1	4.0	3.9	0.50	0.46	0.42	7.3%	5.7%	5.8%
海通證券	6837	0.5%	8.76	17.1	10.4	9.4	0.75	0.71	0.67	1.9%	3.1%	3.3%
郵儲銀行	1658	0.9%	4.64	6.1	6.0	5.4	0.74	0.71	0.64	4.7%	4.7%	5.2%
中信證券	6030	0.6%	16.28	18.5	12.7	11.7	1.13	1.05	0.99	2.4%	3.2%	3.5%
新華保險	1336	0.6%	38.00	13.2	10.6	9.2	1.59	1.37	1.21	1.6%	2.7%	3.1%
中國華融	2799	0.3%	1.36	29.3	5.5	4.8	0.39	0.34	0.32	1.0%	5.0%	6.7%
中國人民保險	1339	0.5%	3.05	8.7	7.0	6.4	0.77	0.68	0.62	1.7%	2.3%	2.8%
華泰證券	6886	0.4%	13.44	17.6	11.7	10.6	0.94	0.88	0.83	2.5%	3.5%	3.7%
中國信託	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%											
中國海洋石油	883	4.5%	13.36	10.0	9.5	9.0	1.26	1.18	1.10	6.0%	5.1%	5.4%
中國石化	386	2.5%	5.31	9.9	9.1	8.6	0.76	0.77	0.75	9.0%	8.0%	8.2%
中國石油	857	1.7%	4.31	13.2	11.4	10.2	0.57	0.56	0.54	3.4%	4.7%	5.1%
中國神華	1088	1.0%	16.36	6.2	6.7	6.8	0.84	0.80	0.75	6.1%	6.1%	5.9%
地產建築	7.9%											
華潤置地	1109	1.8%	34.40	8.6	8.8	7.5	1.51	1.35	1.19	3.5%	4.5%	5.4%
碧桂園	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%
中國交建	1800	0.6%	6.99	5.3	4.6	4.4	0.50	0.46	0.42	3.8%	4.2%	4.5%
萬科	2202	0.8%	29.30	8.4	7.0	6.2	1.80	1.53	1.31	4.2%	4.8%	5.5%
中國中鐵	390	0.4%	5.94	7.2	6.3	5.7	0.75	0.61	0.55	2.5%	2.7%	3.0%
中國建材	3323	0.5%	6.85	6.3	5.4	5.7	0.69	0.59	0.54	4.6%	3.4%	3.4%
龍湖集團	960	1.0%	29.45	9.3	9.2	7.6	1.88	1.64	1.43	3.8%	4.7%	5.7%
消費	7.5%											
比亞迪	1211	0.6%	47.15	44.5	33.0	28.4	2.20	1.94	1.84	0.5%	0.5%	0.6%
國藥控股	1099	0.6%	27.50	12.3	11.1	9.8	1.68	1.52	1.35	2.4%	2.7%	3.1%
廣汽集團	2238	0.5%	8.34	6.9	6.7	6.1	0.98	0.90	0.82	5.2%	5.0%	5.5%
華潤啤酒	291	1.1%	37.10	110.1	53.1	36.8	5.61	5.22	4.75	0.4%	0.7%	1.1%
東風集團股份	489	0.3%	6.40	3.7	3.8	3.7	0.41	0.37	0.34	6.2%	5.3%	5.4%
安踏體育	2020	1.1%	53.65	30.9	24.4	20.0	8.03	6.51	5.34	1.7%	1.5%	1.8%
石藥集團	1093	1.1%	12.60	22.4	17.7	14.5	4.60	3.97	3.34	1.4%	1.8%	2.2%
申洲國際	2313	1.5%	107.4	31.3	26.6	22.3	6.37	5.55	4.89	1.7%	2.0%	2.4%
恒安國際	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%											
華能國際	2688	1.1%	76.00	26.0	15.3	13.2	3.51	2.96	2.55	1.8%	2.0%	2.5%
中國燃氣	384	1.1%	29.05	17.5	15.8	13.2	4.29	3.54	2.99	1.5%	1.8%	2.3%
粵海投資	270	0.9%	15.46	20.2	19.1	17.3	2.50	2.35	2.26	3.5%	3.9%	4.3%
工業	0.5%											
中國中車	1766	0.5%	6.53	14.0	12.0	10.5	1.26	1.18	1.10	2.6%	3.2%	3.4%
工業	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%
資訊科技及電訊	21.3%											
騰訊控股	700	10.0%	352.6	35.5	31.5	25.4	8.11	6.97	5.53	0.3%	0.3%	0.4%
中國移動	941	8.2%	71.15	10.9	10.8	10.5	1.22	1.15	1.09	4.4%	4.8%	4.8%
中國電信	728	1.5%	4.19	13.1	12.6	11.8	0.82	0.82	0.79	3.4%	3.1%	3.3%
中國鐵塔	788	1.7%	2.05	100.7	58.1	36.0	1.76	1.73	1.68	0.1%	1.0%	1.5%
加權平均				8.9	8.6	8.0	1.12	0.92	0.85	3.6%	4.0%	4.3%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年6月28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(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
	歌尔声学	002241 CH	持有	8.89	9.10	288	12月	19.6	16.3	14.2
互联网	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
	汇量科技	1860 HK	买入	3.40	4.97	52	12月	21.8	10.9	6.2
教育	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
	中国新华教育	2779 HK	买入	2.76	3.71	44	12月	N/A	13.5	11.5
银行	希望教育	1765 HK	买入	1.11	1.65	74	12月	17.6	14.4	11.2
	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
券商	中原银行	1216 HK	持有	1.80	2.58	361	12月	7.5	7.2	6.3
	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

(下頁續)

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(亿元) (当地货币)	年结	市盈率 FY0	市盈率 FY1	市盈率 FY2
保險	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

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年6月28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。