

11月港股策略報告

內需股中線續看好

摘要：剛過去的10月份，一眾重要因素未有帶來驚嚇，港股得以溫和上升。本月焦點料集中於中美能否於月內簽訂首階段貿易協議，及中國會否推出更多穩增長政策。恒指受制內地經濟放緩、香港經濟衰退、美國暫緩加息、港股季度業績遜色、企業趁高配股、中美長期角力等負面因素影響，相信估值難以大幅上升，致勝關鍵在行業部署及選股。中線繼續看好機械設備、食品、教育、物業管理、體育服裝行業，可候回調吸納。

- **美國經濟：衰退憂慮與減息預期下降。**第三季GDP增長放緩但勝預期。經濟放緩之趨勢料於第四季持續，但受到強勁的個人消費支持，明年陷入經濟衰退的機率下降。假設貿易戰不再升級，估計今明兩年美國GDP增速分別約為2.3%及1.8%。與此同時，聯儲局進一步減息的機率亦減低。聯儲局連續三次減息後，暗示暫毋須再減。對港股而言，美國經濟穩健帶來的利好作用較間接，但貨幣寬鬆的預期減少，難免有損港股之向上動力。
- **中國經濟：料第四季回穩。**第三季增長放緩至6.0%，10月製造業PMI亦回落。但9月份數據有較多亮點，我們預期第四季經濟增速回穩，因為穩經濟政策、基建動工加快、汽車銷售回升、中美關係緩和等支持。基於此預測，估計短期內的中國經濟數據不會為港股帶來顯著下跌壓力。同時，投資者將觀望中央政府會否推出更多穩增長政策。
- **恒指權重股業績失色。**根據彭博，恒指之2019年度預測盈利於10月底較9月底調高1.0%，是連續兩個月獲調升，相信與10月份人民幣升值1.3%有關。預測盈利自2018年2月見頂以來，到今年9月初低位跌幅達15%。近兩個月預測盈利溫和回升，對恒指帶來重要支持。不過，恒指權重股之第三季業績其實未如理想，七大權重股之中，六家已出業績，其中三家遜預期，三家符預期。
- **配股活動增加。**剛過去的10月份，港股有較多配股集資活動。配股一般都盡量趁市況熾熱、股價較高時進行，當市場出現較頻繁的配股活動，往往是見頂警號。今年4月恒指升穿三萬點，見頂前後同樣出現較多配股集資活動。另外，內房龍頭配股的時機似乎都不錯，過去五年的三個重要頂部，出現前後都有大型內房股集資。這次負債率不算高的華潤置地配股，尤其令人提高警覺。
- **技術分析：挑戰下降軌，須防頭肩頂。**恒指於10月份多次受制於27,000阻力，這亦是短期關鍵水平，若確認升穿，有望延續8月中以來“一底高於一底”的強勢，否則繼續“一頂低於一頂”。同時，須防形成大型及小型“頭肩頂”利空形態。若跌穿小形頭肩頂之頸線25,800，量度目標約23,300。
- **投資策略：強勢板塊候回調吸納。**我們上月看好的機械設備、食品、教育、物業管理、體育服裝行業，全部跑贏恒指，中線仍看好，可候回調吸納。目前的宏觀環境較不利周期性行業，石油、煤炭、基本金屬、香港地產、內房等料將跑輸大市。不過，若中國加強“穩增長”政策，有可能觸發板塊輪動，資金流向估值偏低、走勢落後的周期性行業。

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	26,907
52周高/低位	30,280/24,897
大市3個月日均成交	793億港元

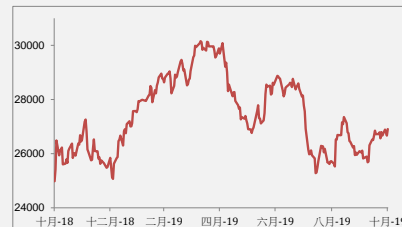
資料來源：彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1-月	3.1%	3.3%
3-月	-3.1%	-1.3%
6-月	-9.4%	-8.7%

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. [“波動市況，消息主導” - 2019年10月2日](#)
2. [“恒指今年最低目標調低至22200” - 2019年9月3日](#)
3. [“貿易戰升溫，高息股避險” - 2019年8月2日](#)
4. [“中美重啟磋商，防好消息沽貨” - 2019年7月2日](#)
5. [“五窮六絕，恒指下試26,000” - 2019年6月3日](#)

目錄

11月焦點 - 中美貿易協議	3
美國經濟 - 衰退憂慮與減息預期下降.....	3
中國經濟 - 料第四季回穩.....	4
恒指權重股業績失色.....	5
配股活動增加.....	6
技術分析.....	7
投資策略.....	8
A股市場觀點 - 三季度盈利增速放緩	12
附錄 1: 恒生指數成份股估值.....	14
附錄 2: 恒生國企指數成份股估值.....	15
附錄 3: 招銀國際研究部覆蓋股份.....	16

11月焦點－中美貿易協議

回顧 10 月份，市場觀望的一眾重要因素，綜合而言是偏向稍為正面的發展：1) 中美於第 13 輪高層級經貿磋商取得進展，口頭上達成首階段貿易協議，目前正商討具體條文；2) 英國未有硬脫歐，歐盟同意將限期延後三個月至明年 1 月底；3) 美股第三季業績理想，港股則較參差；4) 美國聯儲局再減息，但暗示暫時不再減；5) 香港社會事件尚未平息，但亦未有顯著惡化。展望 11 月，不明朗因素稍減，焦點於中美能否如預期於月內簽訂首階段貿易協議，及中國會否推出更多穩增長政策。

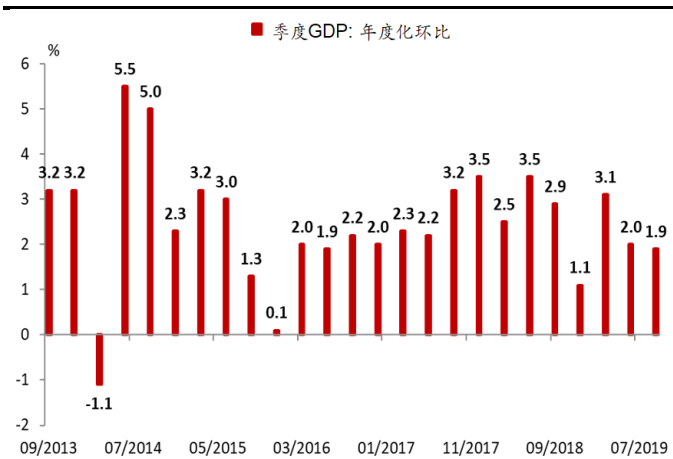
美國經濟－衰退憂慮與減息預期下降

第三季 GDP 勝預期

美國第三季 GDP 年度化環比增長 1.9%，較第二季之 2.0% 放緩（圖 1），受到貿易戰、環球經濟同步放緩、財政刺激效用減退等因素影響，但仍較市場預期之 1.6% 增速高，主要獲個人消費及政府開支支持。

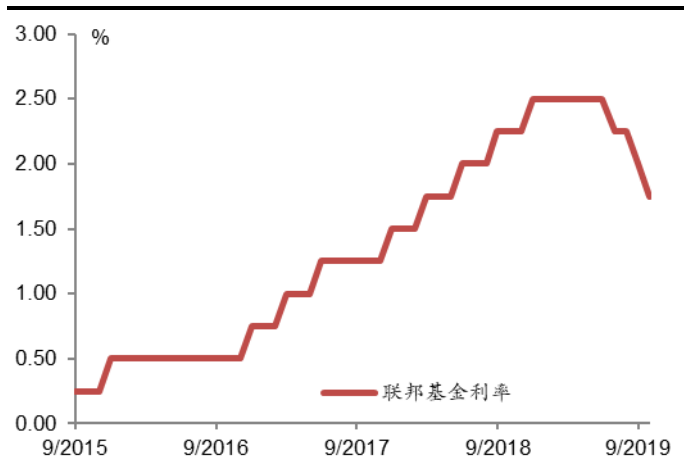
我們的經濟師認為，第三季 GDP 數據確認美國經濟無可避免地繼續放緩，貿易戰不明朗及需求減少將繼續壓抑企業投資，而消費者開支將受製造業疲弱影響。GDP 放緩之趨勢料於第四季持續。不過，明年陷入經濟衰退的機率下降，因強勁的個人消費有助支持經濟擴張。假設貿易戰不再升級，估計今明兩年美國 GDP 增速分別約為 2.3% 及 1.8%。

圖 1：美國第三季 GDP 增速放緩但勝預期



資料來源：美國全國經濟研究所、招銀國際證券研究

圖 2：美國聯儲局減息三次後或暫緩



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

聯儲局暫無需再減息

隨着經濟衰退風險下降，美國聯儲局進一步減息的機率亦減低。聯儲局於 10 月 30 日宣布減息 0.25 厘，至 1.5-1.75 厘，是繼 7 月及 9 月會議後，連續第三次減息（圖 2）。會後聲明對經濟評估大致與 9 月的聲明一樣，但刪除了“在適當時採取行動維持經濟增長”（act as appropriate to sustain the expansion）。主席鮑威爾在記者會表示，現時的貨幣政策立場

“似乎將繼續合適”(likely to remain appropriate)，又指利率“中期調整”(mid-cycle adjustment)可能已經結束。另一方面，鮑威爾稱局方在考慮加息之前，必須看到通脹有實質並明顯向上的壓力。

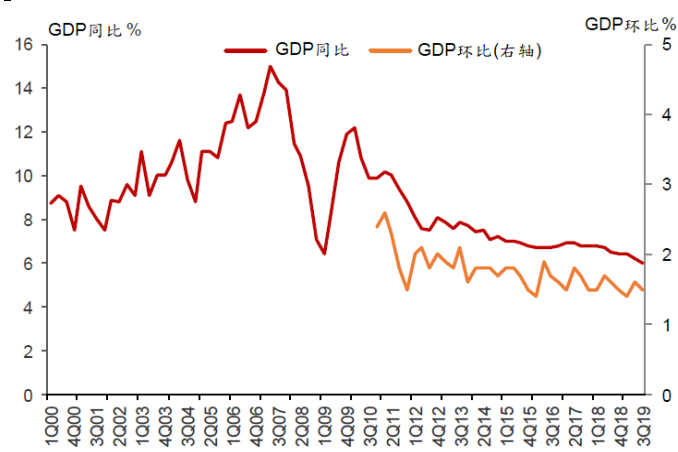
美國經濟維持擴張，加上已作出三次預防性減息，對已回升至歷史高位的美股有支持。不過，對港股而言，美國經濟穩健帶來的利好作用較間接，但貨幣寬鬆的預期減少，難免有損受國際資金流向影響較大的港股之向上動力。

中國經濟 - 料第四季回穩

第三季增長放緩至 6%

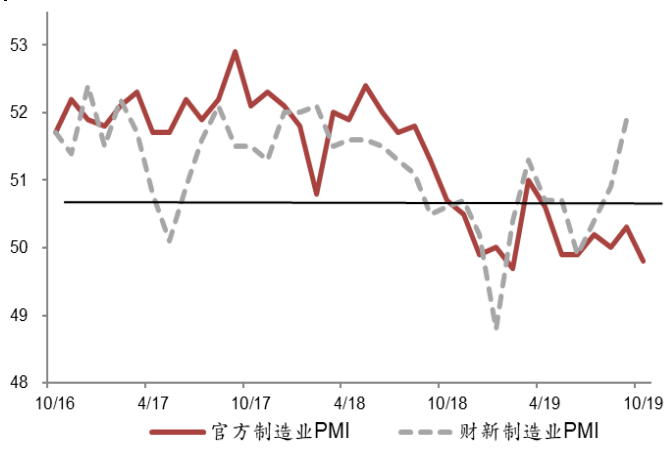
中國第三季 GDP 同比增長 6.0% (圖 3)，較第一/第二季之 6.4%/6.2% 增速放緩。首三季累計增長 6.2%。10 月份製造業採購經理指數 (PMI) 亦回落，官方 PMI 經過 9 月份的反彈後，回落至 49.3 (圖 4)。

圖 3：中國第三季 GDP 增速放緩至 6.0%



資料來源：中國國家統計局、WIND、招銀國際證券研究

圖 4：中國官方製造業 PMI 回落



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

第三季經濟放緩是意料之中，而其中 9 月份數據有較多亮點，例如高新技術製造業增長加快，基建開支增速上升，汽車銷售跌幅放緩。展望四季度，我們的經濟師維持增速回穩的預測，因為 1) 7 月底政治局會議後公布的穩經濟政策，及預期 10 月底四中全會後有更多利好政策；2) 基建動工加快；3) 汽車銷售有望回升，支持消費；4) 2020 年春節較早，刺激今年四季度經濟；5) 中美關係緩和。

基於對中國第四季經濟回穩的預期，估計短期內的中國經濟數據不會為港股帶來顯著下跌壓力。同時，投資者將觀望中央政府會否推出更多穩增長政策。

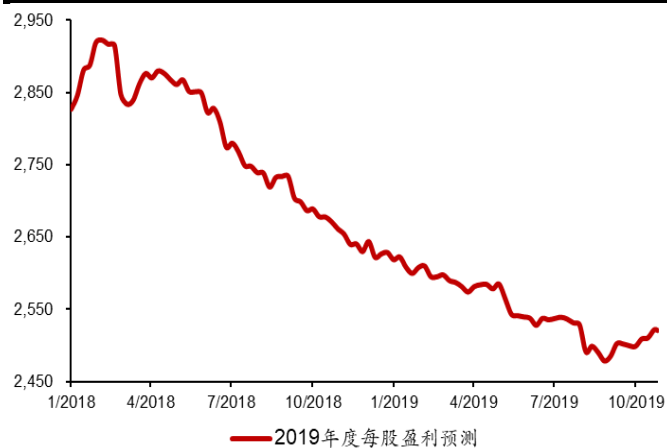
恒指權重股業績失色

根據彭博綜合市場預測，恒指之2019年度預測盈利於10月底較9月底調高1.0%，是連續兩個月獲調升，相信與10月份人民幣兌港元升值1.3%有關。預測盈利自2018年2月見頂以來，到今年9月初低位跌幅達15%（圖5），期間恒指跌約21%，可見期內恒指估值變動不大，指數水平主要是受企業盈利預測所牽動。近兩個月預測盈利溫和回升，對恒指帶來重要支持。

不過，細看第三季業績，恒指權重股之業績其實未如理想，七大權重股（佔恒指一半權重）之中，六家已出業績，其中三家遜預期，三家符預期（圖7）。

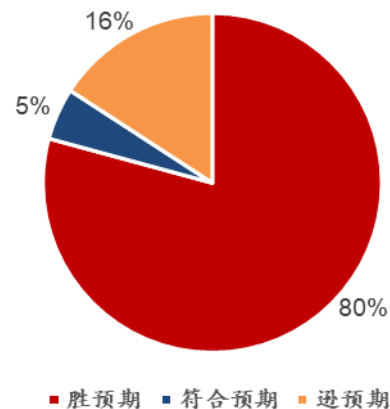
相比之下，美股第三季業績較多驚喜。根據Factset，截至10月25日，標普500指數成份股有40%公布了季績，其中80%的公司之每股盈利勝市場預期平均（圖6），比率較五年平均之72%高。這是10月中進入業績期後美股創新高並跑贏港股的重要原因。

圖5：恒指預測盈利連續兩個月溫和回升



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

圖6：標普500指數成份股第三季盈利



資料來源：Factset、招銀國際證券研究；截至10月25日

圖7：恒指七大權重股第三季業績

股份	代碼	佔恒指比重	季績摘要
友邦保險	1299 HK	9.9%	第三季新業務價值同比升1%，較上半年之20%大幅放緩， 符合預期 ，撇除本港業務後的新業務價值增長14%
滙豐控股	5 HK	9.9%	第三季列賬基準稅前利潤下跌18%， 遜預期 ；預警第四季以至後續期間或會出現重大撥備；不再預期能於2020年達到有形股本回報超過11%的目標
騰訊	700 HK	9.3%	將於11月13日公布
建設銀行	939 HK	7.7%	第三季純利同比升6.1%， 符合預期
中國平安	2318 HK	5.7%	第三季壽險及健康險之新業務價值增長4.1%，較上半年之4.7%放緩， 遜預期
工商銀行	1398 HK	4.7%	第三季純利同比升5.8%， 符合預期
中國移動	941 HK	4.4%	第三季盈利同比跌12.3%， 遜預期

資料來源：招銀國際證券研究

配股活動增加

剛過去的10月份，港股有較多配股集資活動，包括公司發新股集資，及股東減持舊股。集資額最大的是藍籌內房股華潤置地(1109 HK)，而另一內房股寶龍地產(1238 HK)亦發新股集資。另外，近期升勢較急的醫藥、物管及新經濟股之中，亦有個別公司或主要股東配股集資/套現。單計下表所列的較大額配股，集資總額約200億元(圖8)。

圖8：今年10月份之主要配股活動

日期	股份	代碼	摘要
10月31日	藥明生物	2269 HK	配售新股及控股股東減持舊股，合共約60億元
10月29日	平安好醫生	1833 HK	非執董減持，套現約12億元
10月22日	華潤置地	1109 HK	以先舊後新方式配股，集資67.3億元
10月17日	中金	3908 HK	以先舊後新方式配股，集資淨額25.0億元
10月15日	寶龍地產	1238 HK	以先舊後新方式配股，集資淨額7.81億元
10月15日	雅生活	3319 HK	第二大股東綠地減持，套現約10億元
10月4日	信達生物	1801 HK	以先舊後新方式配股，集資淨額23.5億元

資料來源：港交所、招銀國際證券研究

無論是公司發新股集資或股東減持，一般都盡量趁市況熾熱、股價較高時進行，因此當市場出現較頻繁的配股活動，往往是見頂警號。今年4月恒指升至年內高位30,280，見頂前後同樣出現較多配股集資活動(圖9)。

圖9：今年4月恒指見頂前後的主要配股活動

日期	股份	代碼	摘要
4月18日	時代中國	1233 HK	以先舊後新方式配股，集資淨額15.5億元
4月16-17日	吉利汽車	175 HK	多名高層減持
4月16日	中糧肉食	1610 HK	多名股東減持
3月29日	特步	1368 HK	以先舊後新方式配股，集資最多13.6億元
3月28日	萬科	2202 HK	增發H股，集資78.1億元
3月21日	藥明生物	2269 HK	控股股東減持

資料來源：港交所、招銀國際證券研究

今年10月份恒指高見27,000，較8月份低位25,000反彈2,000點，升幅僅屬溫和，而10月份市場成交亦偏低，市況並無過熱跡象。但仍有不少公司選擇此時配股，相信某程度反映管理層或股東對後市看法審慎。

內房龍頭配股的時機似乎都不錯：2015年5月中，華潤置地配股集資101億元、恒大(3333 HK)配股集資46億元；2018年1月底，碧桂園(2007 HK)配股兼發可換股債券，集資234億；2019年3月底，萬科(2202 HK)配股集資78.1億元。三次配股後，恒指都見頂並大幅下挫(圖10)。這次負債率不算高的華潤置地配股，尤其令人提高警覺。

圖 10：大型內房往往於恒指高位集資



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

技術分析

挑戰下降軌，須防頭肩頂

恒生指數於 10 月份多次向上挑戰 27,000 阻力，三度輕微升穿但未能企穩，該關口同時是下降軌及 100 天平均線所在，阻力非輕，亦是短期關鍵水平：**若確認升穿 27,000，有望延續 8 月中見底以來“一底高於一底”的強勢，否則自 4 月見頂以來“一頂低於一頂”之弱勢持續（圖 11）。**

假如恒指始終受制於 27,000 阻力，須防形成大型及小型“頭肩頂”利空形態。日線圖上，小形頭肩頂之頸線於 **25,800**，若跌穿，量度目標約 **23,300**（圖 11）。周線圖上，大形頭肩頂之頸線於 24,900，若跌穿，量度目標約 19,500（圖 12）。

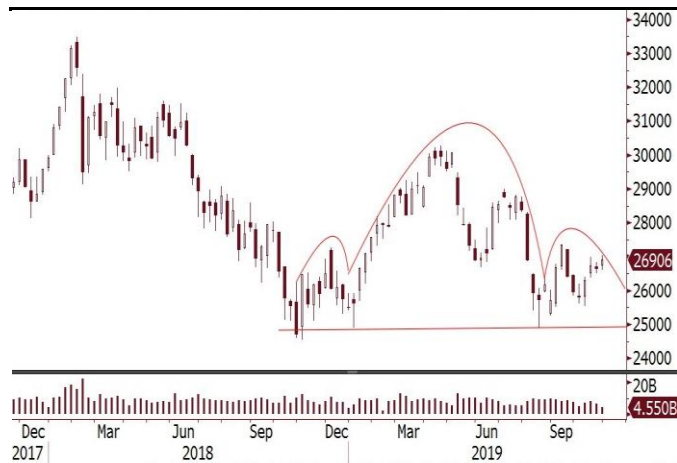
以目前的基本因素判斷，恒指不會跌至大形頭肩頂之目標。但如果中美關係再度惡化、環球經濟放緩程度較預期嚴重，不排除恒指會跌至小形頭肩頂目標 23,300。

圖 11：恒指受制下降軌及 100 天綫，或營造頭肩頂



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

圖 12：恒指周線圖亦似營造頭肩頂



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

投資策略

恒生指數目前之2019年預測市盈率10.7倍，低於近七年平均之11.4倍（圖13）。不過，受制內地經濟放緩、香港經濟衰退（第二及第三季GDP收縮）、美國暫緩減息、港股季度業績遜色、企業趁高配股、中美長期角力等負面因素影響，估計恒指之估值短期內難以大幅上升，致勝關鍵在行業部署及選股。

圖 13：恒指近七年之預測市盈率

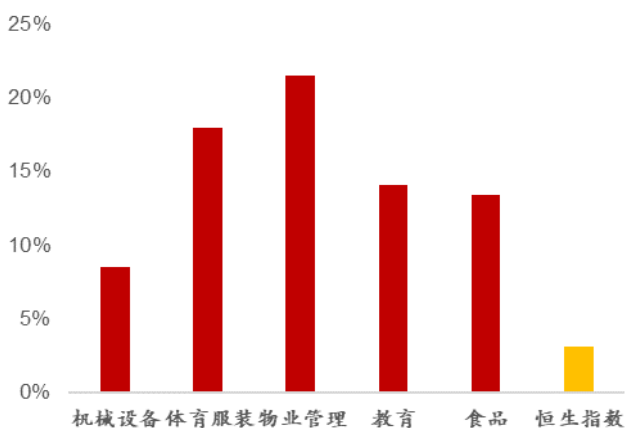


資料來源：彭博、招銀國際證券研究

上月行業策略奏效

我們於10月份策略報告指出：“於宏觀因素不明朗的環境，相信投資者繼續偏好盈利能見度較高的行業，包括受惠基建投資增速回升的**機械設備股**，及周期性較低、需求穩定增長的行業，例如**食品、教育、物業管理、體育服裝**。”結果這些行業於10月份全部跑贏恒指（圖14）。

圖 14：10月份推介行業之月內回報勝恒指



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

註：行業表現主要反映招銀國際分析員覆蓋股份之市值加權平均

強勢板塊中綫仍看好

中綫角度，仍然看好上述行業（機械設備、食品、教育、物業管理、體育服裝），但其中不少個股近期急升後，技術指標已升至超買水平，或出現了頂背馳訊號，短期或會出現獲利回吐，可候回調吸納。

中國若加強穩增長政策，或觸發板塊輪動

中國第三季 GDP 及 10 月份官方製造業 PMI 略遜預期，有損周期性行業氣氛，同時美國聯儲局連續三次減息後，暗示暫時毋須再減息，對貨幣政策進一步放寬的憧憬下降，亦稍為不利周期性行業。石油、煤炭、基本金屬、香港地產、內房等周期性行業料將跑輸大市。

不過，宜密切留意中國的政策訊號，若中央政府加強“穩增長”政策，不論是貨幣寬鬆或財政刺激，有可能觸發板塊輪動，資金可能從已累升頗多的內需股獲利，流向估值偏低、走勢落後的周期性行業。

恒指季檢前瞻

恒生指數公司將於 11 月 8 日收市後宣佈恒指系列季度檢討結果。上次季檢並無恒指成份股變動，但經過三個月，個別“染藍”熱門股份之市值及日均成交上升，反觀較大可能被剔除之恒指成份股之市值下跌，此消彼長下，今次季檢可能有藍籌股變動。

恒指公司檢討恒指成份股主要考慮三個準則：1) 市值及成交額；2) 行業代表性；3) 財務表現。以下篩選了一些市值較高而成交較活躍的候選股份（圖 15）。中國太保(2601 HK)及融創中國(1918 HK)之流通市值高，但恒指已有一半比重是金融股，另有三隻內房股，在行業代表性角度看不必納入太保或融創。綜合上述三個準則，估計中國燃氣(384 HK)及安踏體育(2020 HK)獲納入恒指的機會較高。

恒指成份股 50 隻，若有新增，便有股份須被剔除。最有可能被剔除的是流通市值較小、日均成交較低的恒隆地產(101 HK)或信和置業(83 HK)，因為恒指現有 8 隻香港地產股，減少一隻無損行業代表性。

圖 15：恒生指數可能納入/剔除的股份

	股份	代碼	流通市值 (億港元) *	一年日均成交額 (億港元)
可能納入	中國太保	2601 HK	823	4.6
	融創中國	1918 HK	743	6.3
	新奧能源	2688 HK	573	1.8
	中國燃氣	384 HK	562	2.2
	安踏體育	2020 HK	510	3.0
可能剔除	信和置業	83 HK	390	0.7
	恒隆地產	101 HK	320	1.0
	中國旺旺	151 HK	294	0.7

資料來源：彭博、招銀國際證券研究 *18年10月至19年9月之月底平均

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 16：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	大部份工程機械公司三季度業績理想，我們認為四季度基建投資增速回升的預期將繼續支持板塊表現。重卡方面，無錫橋梁因貨車超重而倒塌的意外引來各地政府加強治超，我們認為將成為支持重卡需求的新增因素。個股方面，我們重點看好中聯重科(1157 HK, 000157 CH, 買入)、三一國際(631 HK)及濰柴動力(2338 HK)。
互聯網	優於大市	我們認為互聯網板塊 11 月將迎來多重利好，包括：1) 國慶假期後泛文娛板塊監管溫和化，如在線長視頻作品開始陸續上線，利好騰訊(700 HK, 買入)、愛奇藝等；2) 憧憬 11 月 3Q19 業績。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)。同時建議關注股價低迷、安全邊際高、利空相對消化的標的，如哩哩哩哩、愛奇藝、陌陌(MOMO US, 買入)。
教育	優於大市	希望教育(1765 HK) 2019/20 學年新生人數 48,789 人，同比增長 23%，新併購的銀川能源學院去年淨利潤率只有 15%，在公司加強招生及控費下，未來淨利潤率可以提升至 40% 以上，我們預計公司未來兩年每股盈利年均複合增長率 31%，較行業平均增長 24% 為高，公司目前仍處於淨現金，可以繼續進行併購驅動增長。維持看好高等教育行業，行業估值 FY20E 12.3 倍市盈率，低於歷史平均水平的 16.6 倍，行業最大催化劑是民促法最終稿落地。
銀行	優於大市	內銀三季度盈利同比增長 7.5%，優於市場預期。儘管息差收窄導致營收增速下滑，但穩健的資產質量使信貸成本降低，從而促進淨利潤加速擴張。目前 A/H 股內銀市帳率為 0.85/0.72 倍，與過去五年平均水平一致。我們認為四季度行業淨息差壓力將有所緩解，且市場有機會上調全年盈利預期，從而進一步推高板塊估值。我們看好利潤增速較快且 ROE 處於回升的中型股份制銀行，首選光大銀行(6818 HK)和中信銀行(998 HK)。
保險	優於大市	內地險企三季度業績之投資表現普遍比較亮眼，利潤亦收到稅收優惠政策助推。壽險承保端，個險期交保費增速不甚理想，受到宏觀下行、行業調整等因素拖累。個股方面，我們偏好業績具備韌性的中國人壽(2628 HK)和中國太保(2601 HK)。
券商	優於大市	預計更多深化資本市場改革的措施將逐步落地，利好行業長期增長前景。目前券商板塊估值依然處於歷史較低水平，我們仍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)。
科技硬件	同步大市	科技板塊三季度業績大致合乎預期，大部份公司盈利環比上有所改善，並且對明年 5G 的數據表示十分樂觀，展望四季度，海外和國內的 5G 網絡建設提速，有利通訊設備公司如天線、射頻、PCB 產業鏈的投資機會。另外，國內三大運營商宣佈正式商用，我們相信 5G 手機週期即將擴展，下半年 5G 將帶動業績和估計值提升，我們預計 2019 年至 2021 年出貨量為 9 / 181 / 356 百萬，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，但由於板塊近期上漲過快，短期內有回調壓力，我們建議調整後是買入時機。
醫藥	同步大市	國家醫療保障局 10 月 24 日印發疾病診斷相關分組(DRG)付費國家試點技術規範和分組方案。長期來看，DRGs 預計將對醫院用藥結構產生影響，臨床價值高的、創新型的藥物使用會更多，輔助用藥會受到限制。部分藥企公布三季度業績，總體來看業績普遍達到預期，如恒瑞醫藥 3Q19 收入/利潤同比增長 36%/28%，泰格醫藥 3Q19 收入/利潤同比增長 27%/66%。我們依舊看好創新龍頭藥企，如中生製藥(1177 HK)、恒瑞醫藥(600276 CH)、石藥(1093 HK)，同時看好龍頭 CRO，泰格醫藥，以及進口替代骨科龍頭愛康醫療(1789 HK)。

資料來源：招銀國際證券研究

圖 16: 招銀國際分析員的行業中短期觀點(續上頁)

行業	評級	評論
房地產	同步大市	各大房地產公司公布了9月份銷售數據，仍取得雙位數增長，比9月初的預期佳。雖然房貸利率與 LPR 利率掛鉤，房貸利率緩慢下跌將是一個中期趨勢，但中國第三季經濟增長只有 6.0%，將對房地產市場帶來長遠壓力。目前 2019 年中國房地產市場可能較我們年初預期佳，但主要由房價上升所帶動，以面積計算的銷售只有平穩表現，但三/四線房地產市場的表現將令人擔心。目前我們較看好的是大灣區的房產商，包括龍光(3380 HK)、奧園(3883 HK)、雅居樂(3383 HK)及合景泰富(1813 HK)。
必需消費	同步大市	萬洲(288 HK) 3Q19 淨利潤升 79%，勝預期，管理層預期 4Q19 中國肉製品及屠宰業務利潤率可以保持，以及美國養殖業務可有盈利，整體 4Q19 業績已有把握，加上 1Q20 美國養殖業務之比較基數低，公司盈利於未來兩季可持續較快增長，我們把目標價上調至 9.6 港元。催化劑：中國排除美國豬肉部份進口關稅。
非必需消費	同步大市	雖然三季度零售銷售增長(撇除汽車)達到 9.1%，對比二季度比較平穩，但中國 GDP 在三季度只有 6.0%，較二季度和一季度的 6.2%和 6.4%已經進一步放緩，加上今年以來工業利潤仍然下跌 2%，我們認為國內消費意欲很難強勁反彈。而且明年政府可積極刺激經濟的措施和空間更少，未來風險可能更高。目前市盈率較 9 月份的低位 13.7 倍有些反彈，到了 15.7 倍(七年平均 17.1 倍)。但我們對行業的看法還是不樂觀，只推薦自身升級所帶來超預期成長的公司，如李寧(2331 HK)、波司登(3998 HK)、海底撈(6862 HK)，以及受惠於貿易戰的出口製造類的公司，如敏華(1999 HK)和申洲(2313 HK)。其他行業，如奢侈品、香港零售、旅遊、百貨等還是建議避開。
風電	同步大市	風電板塊密集發布了三季報。受三季度風況以及財務及所得稅成本上漲影響影響，龍源電力(916 HK)及新天綠色能源(956 HK)季度業績低於市場預期。華電福新(816 HK)則由於較好的管理及成本控制盈利高於市場預期。風機製造商方面，金風科技(2208 HK)受毛利擠壓，盈利顯著低於預期，唯毛利環比提升使市場預期風機業務見底回升。風電板塊在補貼問題懸而未決背景下，我們認為市場始終謹慎。我們仍然偏好具備短期價值重估催化劑的新天綠色能源及水電業務顯著復蘇的華電福新。
交通運輸	同步大市	航空業：隨著中美貿易摩擦有望達成第一階段協議、疊加宏觀政策刺激消費等利好，預計國內需求釋放將持續至 11 月中旬、國際及地區需求持續承壓。目前行業估值吸引、油價下行、匯率平穩，首選國內航線最為優質的東航(670 HK)及低成本春秋航空(601021 CH)。快遞行業：應重點關注雙十一期間電商件市場份額變動。伴隨快遞市場整體增速放緩，二線企業退出競爭，行業整合自三季度以來加速明顯，預計四季度上市公司口徑票均單價同比下降 10%以上。龍頭有望受惠於加速整合。鑒於雙十一包裹量激增，考驗自動化成本管控能力。首選中通快遞(ZTO US)，看好其高電商件佔比，及分揀運輸環節成本管控優勢。
汽車	同步大市	10 月底各大汽車製造商公布三季度業績，行業環比轉好，但同比仍處於下行區間。從終端銷售高頻數據來看，汽車銷售 10 月降幅將比 9 月擴大，顯示行業並未出現好轉。由於小部分廠商三季度實現盈利，導致市場對於汽車行業復蘇有過高預期，行業估值偏高。目前我們比較看好的是中長期優質企業，如吉利(175 HK)。

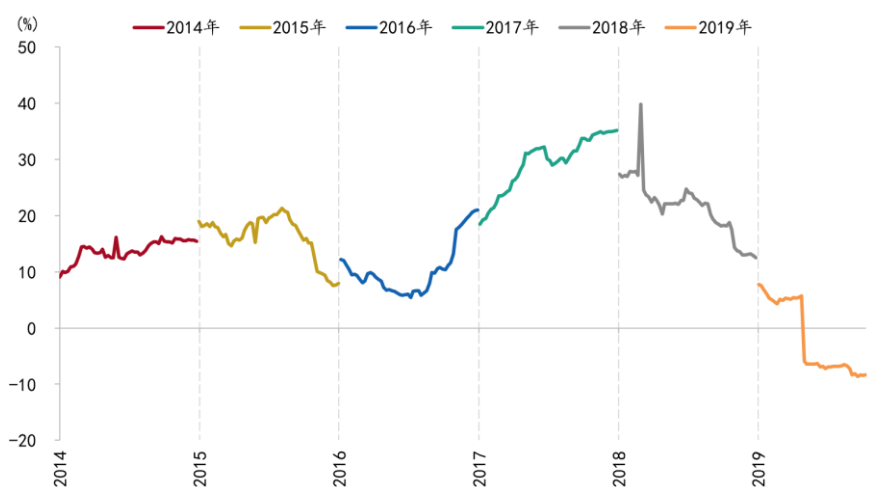
資料來源：招銀國際證券研究

A 股市場觀點 - 三季度盈利增速放緩

朱肖煒 (+86 0755-83169193)

從指數走勢看，10月以來A股普漲。截止10月29日，滬深300指數漲2.51%，中小板指與創業板指漲幅顯著超越其他板塊，漲幅分別達3.89%、3.63%。從市場對A股淨利潤同比增速預測情況來看，10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。

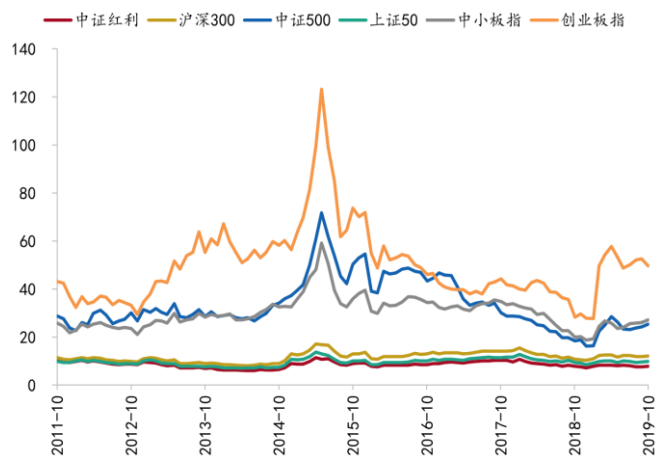
圖 17: A 股淨利潤同比增速預測



資料來源: Wind、招商銀行研究院

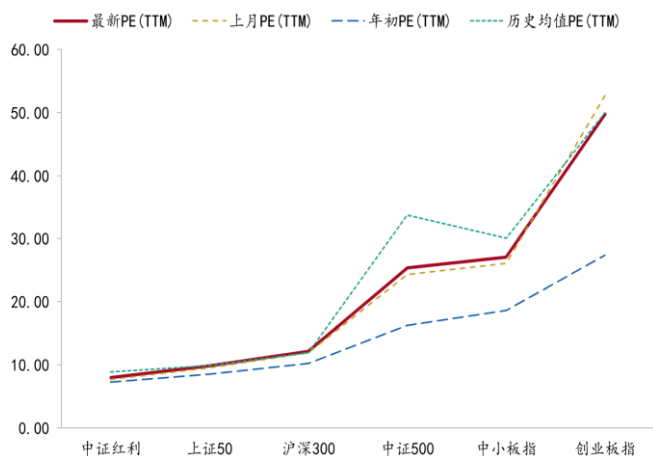
從股市估值上看，10月以來各板塊估值表現不一。趨勢上看，創業板指估值有所回落，而中證紅利、滬深300等板塊有不同程度的上行。

圖 18: 各板塊估值走勢



資料來源: Wind、招商銀行研究院

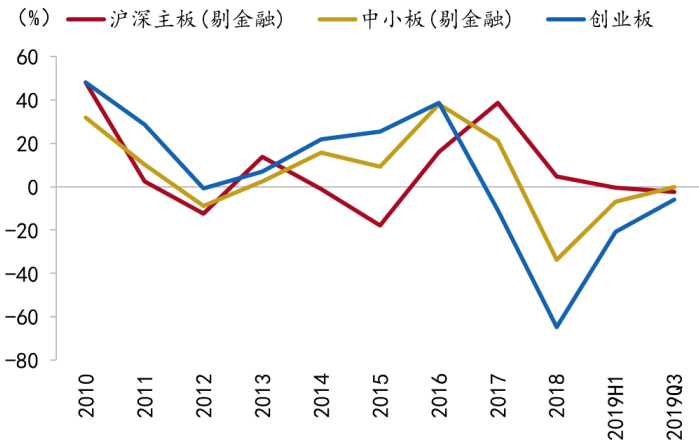
圖 19: 各大指數估值曲線



資料來源: Wind、招商銀行研究院

A股三季度財報已披露完畢，從整體A股盈利看，仍處放緩區間，但較H1邊際改善，與我們前期預期一致。考慮到工業價格年底預期企穩以及生產有望改善，或對企業盈利形成一定程度上的支撐，因此A股盈利現或處磨底期，三季度或為階段性盈利底。

圖 20：板塊業績分化現象顯著(盈利同比增速)



資料來源：Wind、招商銀行研究院

板塊上看，業績分化現象明顯，體現為主板盈利增速延續H1下行態勢，而中小板與創業板盈利增速改善顯著。前瞻性的看，考慮到創業板估值在10月有所調整，若盈利上能保持改善的勢頭，則未來表現可期。中長期而言，創業板註冊制改革持續推進、MSCI等國際指數擴容納入中小創板塊、外資加碼力度不減將對創業板在政策及資金面上形成支撐。

風險提示：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 49.0%									
匯豐控股	5	9.9%	59.50	10.6	10.7	0.91	0.89	6.7%	6.7%
友邦保險	1299	9.9%	78.45	19.1	17.0	2.50	2.27	1.7%	1.9%
建設銀行	939	7.7%	6.31	5.3	5.1	0.68	0.62	5.7%	6.0%
工商銀行	1398	4.7%	5.64	5.9	5.6	0.73	0.66	5.1%	5.4%
中國平安	2318	5.7%	90.75	9.3	9.4	2.19	1.86	3.0%	3.3%
中國銀行	3988	2.9%	3.21	4.7	4.4	0.51	0.48	6.7%	7.0%
香港交易所	388	3.3%	245.0	32.2	28.9	7.09	6.76	2.8%	3.2%
中國人壽	2628	1.7%	20.40	9.6	11.9	1.38	1.26	3.7%	3.3%
恒生銀行	11	1.4%	163.8	12.4	12.4	1.84	1.73	5.0%	5.2%
中銀香港	2388	1.1%	27.00	8.8	8.5	1.00	0.94	5.6%	5.8%
交通銀行	3328	0.5%	5.36	4.8	4.5	0.51	0.47	6.5%	6.8%
資訊科技 10.7%									
騰訊控股	700	9.3%	320.8	28.9	23.9	6.51	5.20	0.4%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.4%	51.0	23.2	18.0	2.78	2.55	2.2%	2.5%
舜宇光學科技	2382	1.0%	126.8	36.2	26.4	10.42	7.88	0.9%	1.2%
地產 11.1%									
長實集團	1113	1.6%	54.70	6.8	8.0	0.58	0.56	3.9%	4.2%
新鴻基地產	16	1.6%	118.9	9.8	9.3	0.59	0.57	4.4%	4.7%
領展房產基金	823	2.0%	85.45	29.4	27.1	0.94	0.93	3.4%	3.7%
中國海外發展	688	1.1%	24.80	6.0	5.1	0.85	0.75	4.5%	5.3%
碧桂園	2007	0.9%	10.92	5.1	4.5	1.39	1.13	6.1%	6.9%
九龍倉置業	1997	0.6%	46.20	13.8	13.4	0.63	0.62	4.7%	4.8%
華潤置地	1109	1.0%	33.45	8.9	7.7	1.33	1.18	3.9%	4.7%
新世界發展	17	0.8%	11.24	13.5	12.1	0.49	0.48	4.6%	4.8%
恒基地產	12	0.6%	39.25	11.9	11.1	0.60	0.58	4.6%	4.8%
信和置業	83	0.4%	11.74	15.7	7.8	0.52	0.50	4.8%	5.3%
恒隆地產	101	0.4%	17.26	16.3	15.2	0.55	0.54	4.4%	4.5%
電訊 5.0%									
中國移動	941	4.4%	63.80	10.6	10.7	1.06	1.02	5.0%	5.0%
中國聯通	762	0.5%	7.77	16.6	12.6	0.65	0.63	2.4%	3.2%
能源 5.2%									
中國海洋石油	883	2.4%	11.76	8.4	8.2	1.07	1.00	5.9%	6.0%
中國石化	386	1.3%	4.50	8.2	7.8	0.67	0.64	8.1%	8.2%
中國石油	857	0.9%	3.85	11.6	10.7	0.51	0.49	4.7%	4.9%
中國神華	1088	0.6%	15.94	6.5	6.7	0.79	0.74	6.3%	6.1%
公用 4.9%									
中電控股	2	1.7%	81.35	18.2	17.1	1.84	1.78	3.8%	4.0%
香港中華煤氣	3	1.7%	15.22	30.9	29.0	3.87	3.74	2.4%	2.5%
電能實業	6	0.9%	55.95	16.5	16.4	1.42	1.40	5.0%	5.0%
長江基建集團	1038	0.5%	56.45	13.3	13.1	1.20	1.17	4.4%	4.6%
綜合類 3.3%									
長和	1	2.2%	72.50	7.1	6.6	0.58	0.55	4.5%	4.8%
中信股份	267	0.7%	10.30	5.6	5.3	0.50	0.46	4.2%	4.6%
太古股份	19	0.4%	74.70	13.0	11.0	0.40	0.39	4.4%	4.8%
消費品 6.5%									
吉利汽車	175	0.9%	14.90	13.8	10.9	2.31	1.98	1.7%	2.0%
石藥集團	1093	1.1%	20.15	27.9	22.7	6.38	5.35	1.2%	1.4%
中洲國際	2313	0.9%	108.60	27.6	23.2	5.84	5.09	1.9%	2.3%
蒙牛乳業	2319	1.0%	31.35	23.8	23.8	3.69	3.30	0.9%	1.0%
中國生物製藥	1177	0.9%	11.72	39.8	33.8	3.93	3.53	0.6%	0.7%
恒安國際	1044	0.4%	54.80	14.9	13.8	3.32	3.08	4.6%	4.9%
萬洲國際	288	0.8%	8.32	13.3	11.4	1.80	1.65	4.6%	5.1%
中國旺旺	151	0.4%	6.62	19.6	18.8	4.52	4.26	3.8%	3.9%
消費服務 3.3%									
銀河娛樂	27	1.3%	54.15	17.7	17.0	3.29	2.90	1.7%	1.9%
金沙中國	1928	1.2%	38.75	19.0	17.2	8.80	8.26	5.2%	5.3%
港鐵公司	66	0.8%	45.00	23.1	21.0	1.48	1.44	2.8%	3.0%
工業 1.0%									
創科實業	669	1.0%	61.50	22.8	19.8	4.31	3.74	1.7%	2.2%
加權平均				10.7	10.1	1.16	1.09	3.9%	4.1%

資料來源: 彭博、招銀國際證券研究; 截至 2019 年 10 月 31 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		47.9%							
建設銀行	939	10.5%	6.31	5.3	5.1	0.67	0.61	5.8%	6.1%
中國平安	2318	9.4%	90.75	9.3	9.4	2.15	1.83	3.0%	3.3%
工商銀行	1398	7.7%	5.64	5.9	5.6	0.71	0.65	5.2%	5.5%
中國銀行	3988	4.7%	3.21	4.7	4.4	0.51	0.47	6.9%	7.1%
中國人壽	2628	2.8%	20.40	9.6	11.9	1.35	1.24	3.8%	3.4%
招商銀行	3968	2.7%	37.50	9.5	8.4	1.45	1.28	3.2%	3.6%
農業銀行	1288	1.7%	3.23	4.8	4.6	0.57	0.52	6.3%	6.7%
中國太保	2601	1.4%	28.50	8.0	8.3	1.33	1.22	5.7%	5.8%
中國財險	2328	1.3%	9.95	8.0	8.4	1.20	1.09	4.3%	4.6%
交通銀行	3328	0.9%	5.36	4.8	4.5	0.50	0.47	6.6%	6.9%
中信銀行	998	0.8%	4.55	4.3	4.1	0.45	0.41	6.2%	6.6%
民生銀行	1988	0.7%	5.49	4.1	3.9	0.47	0.43	6.2%	5.8%
海通證券	6837	0.5%	8.03	9.1	8.2	0.65	0.61	3.5%	3.8%
郵儲銀行	1658	0.9%	5.03	6.5	5.8	0.77	0.70	4.7%	5.2%
中信證券	6030	0.5%	14.44	12.2	11.1	0.95	0.90	3.4%	3.7%
新華保險	1336	0.5%	30.55	6.3	6.8	1.08	0.95	4.1%	4.0%
中國太平	966	0.5%	17.70	6.6	6.3	0.83	0.73	0.9%	1.1%
中國人民保險	1339	0.5%	3.31	6.4	6.6	0.74	0.65	2.6%	3.0%
能源		8.5%							
中國海洋石油	883	3.9%	11.76	8.4	8.2	1.05	0.98	6.1%	6.1%
中國石化	386	2.1%	4.50	8.2	7.8	0.65	0.63	8.2%	8.4%
中國石油	857	1.5%	3.85	11.6	10.7	0.50	0.48	4.8%	5.0%
中國神華	1088	1.0%	15.94	6.5	6.7	0.78	0.73	6.4%	6.2%
地產建築		9.1%							
華潤置地	1109	1.7%	33.45	8.9	7.7	1.31	1.16	4.0%	4.8%
碧桂園	2007	1.5%	10.92	5.1	4.5	1.36	1.11	6.2%	7.0%
海螺水泥	914	1.1%	46.95	6.9	7.4	1.62	1.41	4.9%	4.7%
中國交建	1800	0.5%	5.97	4.1	3.8	0.40	0.36	4.7%	5.1%
万科	2202	0.8%	28.65	7.0	6.0	1.52	1.29	4.9%	5.7%
中國中鐵	390	0.4%	4.73	5.3	4.8	0.45	0.44	3.3%	3.6%
中國建材	3323	0.5%	6.62	4.9	5.0	0.60	0.54	4.2%	4.2%
龍湖集團	960	1.1%	32.60	10.7	8.8	1.83	1.60	4.2%	5.1%
融創中國	1918	1.6%	35.70	5.5	4.3	1.75	1.31	3.8%	5.1%
消費		10.0%							
比亞迪	1211	0.4%	36.90	38.2	31.7	1.57	1.51	0.5%	0.5%
國藥控股	1099	0.6%	28.15	11.8	10.4	1.55	1.38	2.6%	2.9%
吉利汽車	175	1.5%	14.90	13.8	10.9	2.27	1.94	1.7%	2.1%
華潤啤酒	291	1.2%	40.35	52.2	36.6	5.70	5.15	0.7%	1.1%
中國旺旺	151	0.7%	6.62	19.6	18.8	4.43	4.18	3.9%	4.0%
安踏體育	2020	1.5%	76.80	32.4	25.8	9.13	7.36	1.1%	1.4%
石藥集團	1093	1.7%	20.15	27.9	22.7	6.27	5.25	1.2%	1.4%
申洲國際	2313	1.5%	108.6	27.6	23.2	5.73	5.00	1.9%	2.3%
恒安國際	1044	0.7%	54.80	14.9	13.8	3.26	3.02	4.7%	5.0%
公用		3.5%							
華能國際	2688	1.3%	89.80	17.4	15.2	3.50	2.98	1.8%	2.1%
中國燃氣	384	1.3%	33.45	17.9	14.9	4.07	3.42	1.6%	2.0%
粵海投資	270	0.9%	17.00	21.6	19.2	2.61	2.51	3.4%	3.9%
工業		0.4%							
中國中車	1766	0.4%	5.25	10.5	9.1	0.97	0.90	3.7%	4.3%
工業		1.6%							
中信股份	267	1.1%	10.30	5.6	5.3	0.50	0.46	4.2%	4.6%
復星國際	656	0.5%	10.28	5.4	4.9	0.64	0.58	4.0%	4.3%
資訊科技及電訊		19.5%							
騰訊控股	700	9.3%	320.8	28.9	23.9	6.39	5.10	0.4%	0.4%
中國移動	941	7.3%	63.80	10.6	10.7	1.04	1.00	5.1%	5.1%
中國電信	728	1.5%	4.19	11.1	10.4	0.84	0.81	3.1%	3.3%
中國鐵塔	788	1.4%	1.73	51.8	34.6	1.46	1.41	1.0%	1.6%
加權平均				8.3	7.8	0.92	0.84	4.0%	4.2%

資料來源：彭博、招銀國際證券研究；截至2019年10月31日

附錄3: 招銀國際研究部覆蓋股份

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
房地產								
万科 - H	2202 HK	買入	28.35	35.90	3,320	8.3	7.0	6.0
万科 - A	000002 CH	買入	26.53	33.92	2,982	8.7	7.3	6.3
保利地產 - A	600048 CH	買入	14.41	20.72	1,719	9.1	6.9	5.6
中國海外	688 HK	持有	24.50	28.36	2,684	6.0	5.5	5.4
碧桂園	2007 HK	買入	10.62	15.20	2,296	5.9	5.0	4.5
華潤置地	1109 HK	持有	33.50	36.02	2,322	8.6	7.5	8.0
龍湖	960 HK	持有	32.60	26.06	1,947	10.5	9.7	8.9
世茂	813 HK	買入	26.35	26.54	870	8.9	6.3	5.3
龍光	3380 HK	買入	12.02	12.16	659	7.3	5.6	5.0
雅居樂	3383 HK	買入	10.60	16.05	415	5.2	3.7	4.0
合景泰富	1813 HK	買入	7.92	11.40	251	5.6	2.7	3.9
奧園	3883 HK	買入	10.18	9.60	274	10.1	5.5	4.0
時代中國	1233 HK	買入	14.10	15.60	274	5.3	4.6	3.8
禹洲	1628 HK	買入	3.32	5.19	167	3.8	3.3	2.9
中駿置業	1966 HK	買入	3.62	4.83	149	3.7	3.6	3.4
中海宏洋	81 HK	買入	4.07	5.23	139	5.4	3.8	3.4
綠城服務	2869 HK	買入	9.10	7.50	253	48.0	38.9	29.2
雅生活	3319 HK	買入	23.75	17.50	317	34.4	25.1	17.9
中海物業	2669 HK	持有	4.80	3.33	158	39.3	30.0	24.0
易居(中國)	2048 HK	買入	8.82	12.82	123	9.8	9.0	7.1
河北建設	1727 HK	買入	5.16	7.30	91	7.3	6.7	5.5
科技硬件								
舜宇光學	2382 HK	買入	126.80	140.00	1,391	49.9	36.3	24.9
立訊精密 - A	002475 CH	買入	31.81	32.10	1,702	34.2	24.7	19.9
鴻騰精密	6088 HK	買入	3.14	3.77	213	10.2	8.9	7.9
通達集團	698 HK	買入	0.64	0.91	41	7.1	5.6	4.2
東江集團	2283 HK	買入	3.70	4.09	31	7.6	6.4	5.4
瑞聲科技	2018 HK	賣出	51.00	29.61	616	20.8	17.6	16.3
小米集團	1810 HK	持有	8.85	9.38	2,127	18.0	13.7	10.6
比亞迪電子	285 HK	持有	13.38	10.36	301	12.1	11.0	10.2
丘钛科技	1478 HK	買入	10.44	9.52	119	936.5	25.3	19.9
歌爾聲學 - A	002241 CH	持有	18.58	9.10	603	46.5	38.7	33.8
互聯網								
騰訊	700 HK	買入	319.60	420.00	30,532	36.3	31.2	24.7
阿里巴巴	BABA US	買入	176.67	224.10	4,600	32.5	26.8	21.1
百度股份	BIDU US	買入	101.85	147.60	355	10.7	11.5	9.1
拼多多	PDD US	買入	40.88	35.00	475	亏损	亏损	69.6
陌陌公司	MOMO US	買入	33.52	45.00	70	13.9	12.2	9.9
欢聚時代	YY US	買入	56.84	73.90	46	8.0	7.7	6.6
IGG	799 HK	持有	5.10	11.00	64	4.7	4.7	4.4
匯量科技	1860 HK	買入	3.95	4.97	61	25.3	12.7	7.2
同程藝龍	780 HK	買入	12.80	19.71	272	21.7	15.1	11.6
克吧	1753 HK	買入	5.18	6.35	57	25.2	13.2	8.8
快速								
中通快遞	ZTO US	買入	22.00	22.17	172	27.5	25.5	22.1
順豐 - A	002352 CH	買入	39.63	36.63	1,750	50.2	33.0	28.3
教育								
睿見教育	6068 HK	買入	3.37	4.60	69	19.9	15.0	13.2
東方教育	667 HK	買入	16.62	16.30	364	47.5	35.5	28.0
卓越教育	3978 HK	買入	2.90	3.70	25	15.3	13.0	9.6
新華教育	2779 HK	買入	2.76	4.50	44	14.4	14.3	9.8
希望教育	1765 HK	買入	1.20	1.96	80	19.4	15.1	11.0
銀行								
工商銀行 - H	1398 HK	買入	5.60	6.90	22,602	6.1	5.8	5.5
工商銀行 - A	601398 CH	買入	5.91	7.20	20,299	6.5	6.2	5.8
建設銀行 - H	939 HK	買入	6.27	8.50	15,853	5.6	5.3	4.9
建設銀行 - A	601939 CH	買入	7.29	8.80	14,238	6.5	6.1	5.7
農業銀行 - H	1288 HK	買入	3.23	4.50	13,931	4.9	4.8	4.5
農業銀行 - A	601288 CH	買入	3.64	4.90	12,512	5.5	5.4	5.0
中國銀行 - H	3988 HK	買入	3.19	4.30	11,350	4.8	4.6	4.3
中國銀行 - A	601988 CH	買入	3.70	4.70	10,194	5.6	5.4	5.0
中信銀行 - H	998 HK	買入	4.55	5.40	3,001	4.6	4.4	4.1
中信銀行 - A	601998 CH	買入	6.13	6.70	2,696	6.2	5.9	5.6
交通銀行 - H	3328 HK	持有	5.36	5.90	4,328	5.0	4.8	4.5
交通銀行 - A	601328 CH	持有	5.61	6.20	3,887	5.2	5.0	4.7
民生銀行 - H	1988 HK	持有	5.49	5.90	2,885	4.0	4.2	4.0
民生銀行 - A	600016 CH	持有	6.15	6.60	2,591	4.4	4.7	4.5
光大銀行 - H	6818 HK	買入	3.62	4.60	2,383	5.3	5.3	4.8
光大銀行 - A	601818 CH	買入	4.34	4.50	2,140	7.2	7.1	6.4
平安銀行 - A	000001 CH	買入	16.26	17.00	3,155	10.3	9.1	7.9
券商								
中信證券	6030 HK	買入	14.40	18.70	2,705	16.8	13.6	11.4
中金公司	3908 HK	買入	14.34	17.20	626	15.5	14.5	12.5
HTSC	6886 HK	買入	11.80	14.90	1,632	16.0	12.6	10.8
中信建投	6066 HK	買入	5.42	7.20	1,647	11.9	8.5	7.6
海通證券	6837 HK	買入	8.00	10.40	1,543	15.9	9.0	9.1
廣發證券	1776 HK	持有	8.28	9.80	1,045	13.3	7.8	7.7
中國銀河	6881 HK	持有	4.02	4.50	919	12.9	8.0	7.4

(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)	市盈率		
					FY0	FY1	FY2	
保險								
中國太保	2601 HK	買入	28.15	38.69	3,197	12.7	8.2	7.3
中國人壽 - H	2628 HK	買入	20.35	27.88	9,270	46.4	11.4	9.5
中國人壽 - A	601628 CH	買入	33.45	37.52	8,325	85.1	20.9	17.5
眾安在線	6060 HK	持有	25.85	28.18	380	虧損	虧損	虧損
中國太平	966 HK	買入	17.62	26.14	633	9.6	7.6	6.8
新華保險 - H	1336 HK	買入	30.50	43.95	1,423	10.8	7.6	6.8
新華保險 - A	601336 CH	持有	47.72	55.22	1,278	18.8	13.3	11.8
中國人民保險	1339 HK	買入	3.28	4.33	3,666	9.8	5.4	5.1
中國財險	2328 HK	持有	9.88	9.64	2,198	12.2	7.0	7.9
機械及設備								
聯眾動力	2338 HK	買入	12.38	16.20	1,012	10.3	9.0	8.5
中國重汽	3808 HK	買入	11.88	19.40	328	6.8	6.3	5.8
中國龍工	3339 HK	持有	2.18	1.90	93	7.2	5.8	6.3
三一國際	631 HK	買入	4.12	4.72	128	18.5	13.2	10.7
中聯重科 - H	1157 HK	買入	5.78	7.65	501	19.2	8.9	7.6
中聯重科 - A	000157 CH	買入	5.85	7.28	450	21.7	10.1	8.6
浙江鼎力 - A	603338 CH	買入	61.40	72.00	213	44.5	35.5	25.7
兗煤澳大利亞	3668 HK	買入	16.24	24.00	214	4.4	5.3	5.6
中集車輛	1839 HK	買入	5.16	6.90	91	6.1	5.4	5.5
興達國際	1899 HK	賣出	2.19	1.95	34	10.3	12.3	11.6
津上机床中國	1651 HK	買入	7.53	11.00	29	7.0	7.0	5.6
新能源/公用								
保利協鑫能源	3800 HK	持有	0.31	0.43	62	虧損	13.9	13.9
協鑫新能源	451 HK	持有	0.26	0.31	49	N/A	6.7	6.0
信義光能	968 HK	持有	4.43	4.08	358	17.8	15.8	14.3
龍源電力	916 HK	持有	4.20	5.00	338	7.7	6.4	5.9
華能新能源	958 HK	持有	3.00	2.47	317	9.3	6.9	6.7
金風科技 - H	2208 HK	買入	9.35	12.06	555	9.5	12.0	9.2
金風科技 - A	002202 CH	買入	12.57	16.28	499	12.8	16.1	12.4
華電福新	816 HK	買入	1.52	2.00	128	5.7	4.7	3.8
偉能集團	1608 HK	買入	2.41	2.90	62	29.0	24.8	18.4
新天綠色能源	956 HK	買入	2.28	3.20	85	6.2	5.7	5.1
天能燃氣	1600 HK	買入	7.41	10.62	74	12.8	7.0	6.3
隆基股份 - A	601012 CH	買入	22.84	32.37	862	24.6	18.3	15.1
非必需消費								
普拉達	1913 HK	持有	25.55	22.17	654	35.8	29.1	30.5
都市丽人	2298 HK	賣出	1.16	1.16	26	6.1	15.4	12.3
榮威國際	3358 HK	買入	3.12	4.20	33	9.9	7.4	5.8
安踏體育	2020 HK	買入	77.50	91.46	2,094	45.6	32.9	25.9
大家樂	341 HK	買入	21.40	26.61	125	21.1	19.3	17.8
海底撈	6862 HK	買入	38.00	37.56	2,014	109.7	68.6	48.5
波司登	3998 HK	買入	4.07	2.74	440	39.7	30.3	24.5
李寧	2331 HK	買入	26.55	24.43	614	81.6	41.2	34.8
特步國際	1368 HK	買入	4.56	6.93	115	13.9	13.1	11.3
江南布衣	3306 HK	買入	11.20	15.52	58	10.8	9.8	8.7
中國利郎	1234 HK	買入	6.32	11.89	76	9.0	7.9	7.0
美的集團 - A	000333 CH	買入	55.50	64.96	3,851	18.2	15.6	13.7
醫葯								
石葯集團	1093 HK	買入	19.76	20.62	1,232	35.4	27.3	22.7
三生制葯	1530 HK	買入	14.88	17.70	377	34.2	26.2	21.5
中國中葯	570 HK	買入	3.54	7.10	178	10.6	9.3	7.4
綠葉制葯	2186 HK	持有	5.80	7.70	190	17.2	15.5	13.7
東陽光葯	1558 HK	持有	48.60	41.20	218	29.2	24.9	21.8
神威葯業	2877 HK	買入	7.55	11.30	62	10.9	10.1	9.3
康臣葯業	1681 HK	買入	4.70	8.40	41	7.7	7.2	6.4
吳海生物科技	6826 HK	買入	45.30	45.20	172	15.7	16.3	14.3
瑞慈醫療	1526 HK	買入	0.98	2.80	16	12.6	9.8	6.3
康華醫療	3689 HK	買入	4.74	13.10	16	8.3	6.9	6.0
香港醫思醫療	2138 HK	買入	5.82	7.33	57	15.7	13.2	11.2
愛康醫療	1789 HK	買入	8.94	7.20	94	57.3	36.5	28.6
必需消費								
萬洲國際	288 HK	買入	8.29	9.20	1,220	14.9	12.9	11.9
中國旺旺	151 HK	買入	6.58	7.50	817	21.1	19.3	18.0
交通運輸及租賃								
國銀租賃	1606 HK	持有	1.43	1.90	181	6.5	6.0	5.2
中銀航空租賃	2588 HK	持有	73.90	71.95	513	10.6	9.6	8.5
海通恒信	1905 HK	買入	1.54	1.94	127	8.0	8.6	8.1
中國國航 - H	753 HK	買入	6.94	8.61	1,237	11.6	12.5	12.1
中國國航 - A	601111 CH	買入	8.30	9.47	1,111	15.5	16.6	16.1
吉祥航空 - A	603885 CH	買入	14.04	15.03	276	20.5	20.1	19.0
東方航空 - H	670 HK	買入	3.92	4.95	849	18.9	12.2	11.1
東方航空 - A	600115 CH	持有	5.18	5.74	763	27.8	18.0	16.3
南方航空 - H	1055 HK	買入	4.88	5.94	817	16.2	16.5	16.3
南方航空 - A	600029 CH	持有	6.66	7.45	734	24.7	25.1	24.7
灣區發展	737 HK	買入	3.90	4.88	120	17.9	16.5	13.6
新創建	659 HK	買入	11.70	15.50	458	12.1	10.6	10.0
汽車								
廣汽集團	2238 HK	買入	7.84	9.67	1,156	7.5	5.4	5.0
吉利汽車	175 HK	買入	14.74	16.35	1,346	11.1	9.7	9.1
東風集團股份	489 HK	持有	7.80	8.20	672	4.2	3.7	3.3
長城汽車	2333 HK	持有	6.31	4.99	798	17.2	14.2	11.6
上汽集團	600104 CH	持有	23.50	25.59	2,746	9.1	8.5	7.9

資料來源: 彭博、招銀國際證券研究; 截至 2019 年 10 月 31 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。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

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	: 招銀國際證券並未給予投資評級

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(“招銀國際證券”)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。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。