

3月港股策略報告

疫情擴散海外，恒指反彈再尋底

- **疫情憂慮擴散全球。**2月下旬開始，新冠肺炎在全球擴散情況惡化，連日來海外新增確診量超越中國，料疫情將令世界GDP增速放緩至金融海嘯以來最低，並已拖累美股為首的環球股市出現小股災。
- **聯儲局減息預期急升。**美股急跌的同時，資金湧向避險資產，美國30年及10年期國債孳息先後創新低。市場預期聯儲局將大幅減息振興經濟及穩定市場，利率期貨顯示，市場估計3月聯儲局減息0.5厘的機率達百分百，其後有近90%機率於4月及6月再減息0.25-0.5厘。不過，市場可能高估了減息幅度，何況一兩次減息未足以令股市見底。
- **三項指標捕捉恒指底部。**疫情於海外擴散，對環球經濟及金融市場添上新風險，港股難免受影響，料將延長恒生指數自1月中見頂以來之調整期，恐怕恒指於2月底的低位25,989尚未是真正底部，料短綫反彈過後，仍將下試更低水平。首先從估值推算，近年恒指屢次於預測市盈率9.3-9.6倍見底，假設今次跌至9.6倍，意味恒指須由現水平再跌近6%，至24,800見底。但預測盈利有變數，3月份業績高峰期，企業業績及業務指引如今人失望，可能會令盈利預測再被下調。
- **圖表推算24,500-25,200見底。**恒指於26,000附近形成利好形態“小雙底”，短綫有望反彈。不過，中綫而言，已跌穿去年8月以來的上升軌支持，下一級支持於2018年10月以來的上升軌約25,200。此外，形成了利空的“頭肩頂”形態，若確認形態成立，量度下跌目標最少為24,500。國指同樣形成“小雙底”及“頭肩頂”，短綫有望反彈，中綫支持於9,750。美股標指及道指均已嚴重超賣，且跌至重要支持位，料隨時會出現技術性反彈。
- **恐慌指標顯示短期已見底。**重大壞消息觸發的跌市，通常於恐慌中見底。近兩年恒指跌至重要底部時，“港版VIX”恒指波幅指數（VHSI）多數升至26至30水平，可視為該區間反映市場出現恐慌。VHSI於2月28日升至32以上，比上述的恐慌區域更高，或反映市場短期已見底。
- **投資策略：分三階段吸納。**現時先買憧憬穩增長政策的行業，包括基建、機械設備、水泥、5G設備。疫情對全球經濟仍構成重大風險，宜首先集中買不太受疫情打擊、反而受內地穩增長政策支持的行業。
- **第二階段買受疫情打擊較小的內需股。**確認內地疫情沒有反彈後，買需求平穩、受疫情影響較輕微的內需股：物業管理、教育、醫藥、乳業、燃氣、科網，及受惠工廠復工而中長綫具5G概念的手機設備。在海外仍面對疫情風險之際，內需股盈利能見度較高，料較受資金青睞，防守力亦較強。
- **第三階段吸納最受疫情打擊的板塊。**當環球疫情開始受控時，買最受疫情打擊、股價大跌，但長綫前景正面的行業：體育服裝、出口、運輸、零售、餐飲連鎖店。這些行業於疫情期間備受打擊，於疫情高峰時股價應已大跌，當疫情消退，盈利及估值均有頗大修復空間。股價一般較消息面更早一步見底，可觀察市場避險情緒回落之際，提前趁低吸納上述板塊。其中一個參考指標是國際金價。若回落至前浪頂及上升軌1,550美元之下，走勢轉弱，反映避險需求大減，資金重新流向風險資產。

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	26,292
52周高/低位	30,280/24,900
大市3個月日均成交	985億港元

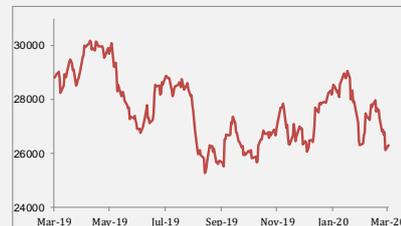
資料來源：彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1-月	-0.1%	2.4%
3-月	-0.6%	1.2%
6-月	2.6%	3.8%

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. [“疫情影響及策略” - 2020年2月3日](#)
2. [“料先升後跌，週期股補漲” - 2020年1月3日](#)
3. [“2020年策略報告：恒指目標區間25,100 - 30,200” - 2019年12月13日](#)
4. [“內需股中綫續看好” - 2019年11月1日](#)
5. [“波動市況，消息主導” - 2019年10月2日](#)

目錄

疫情憂慮擴散全球	3
聯儲局減息預期急升.....	4
三項指標捕捉恒指底部	6
投資策略：分三階段吸納.....	9
A 股市場觀點 - 關注全球疫情演化.....	10
附錄 1：恒生指數成份股估值	12
附錄 2：招銀國際研究部覆蓋股份.....	13

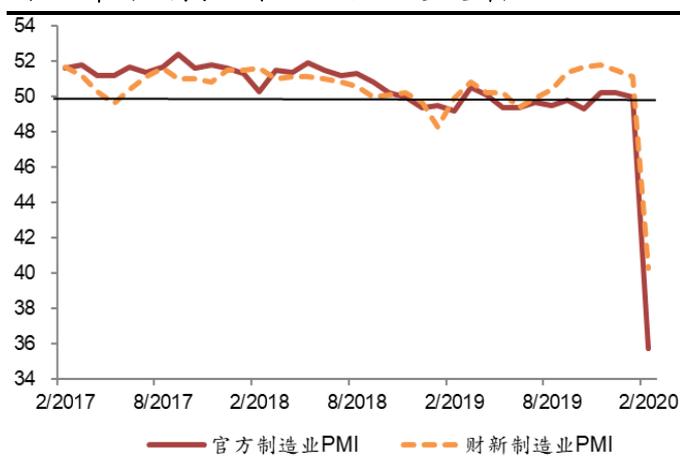
疫情憂慮擴散全球

中國經濟反彈可期

今年1月爆發的新型冠狀病毒肺炎疫情，至今於中國之累計確診個案逾8萬個，嚴重打擊中國經濟。消費需求大跌，生產供應則受制於嚴格的防疫措施。2月份製造業採購經理指數（PMI）創歷史新低：官方PMI跌至35.7%，財新PMI跌至40.3%（圖1），較2008年金融海嘯時之歷史低位更低。

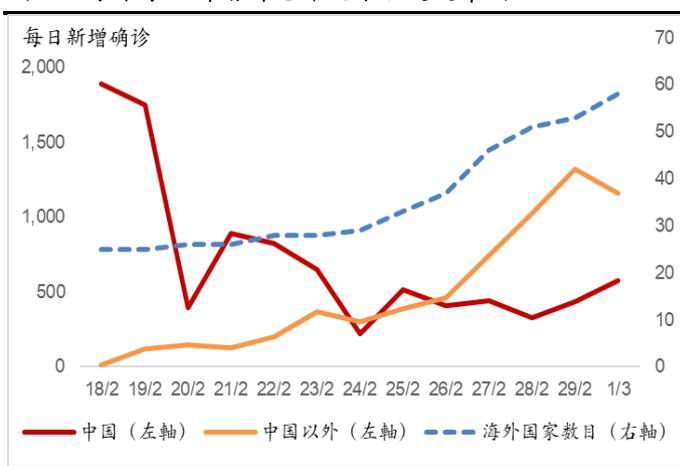
隨著疫情於內地有逐漸受控跡象（新增確診數量趨跌），企業於2月陸續復工，生產活動料將出現V形反彈。需求方面，內需料相對穩健。鑑於疫情開始在海外擴散，出口將面對更多壓力。詳見我們經濟師對2月PMI的[研究報告](#)。

圖 1：中國 2 月製造業 PMI 急跌至歷史新低



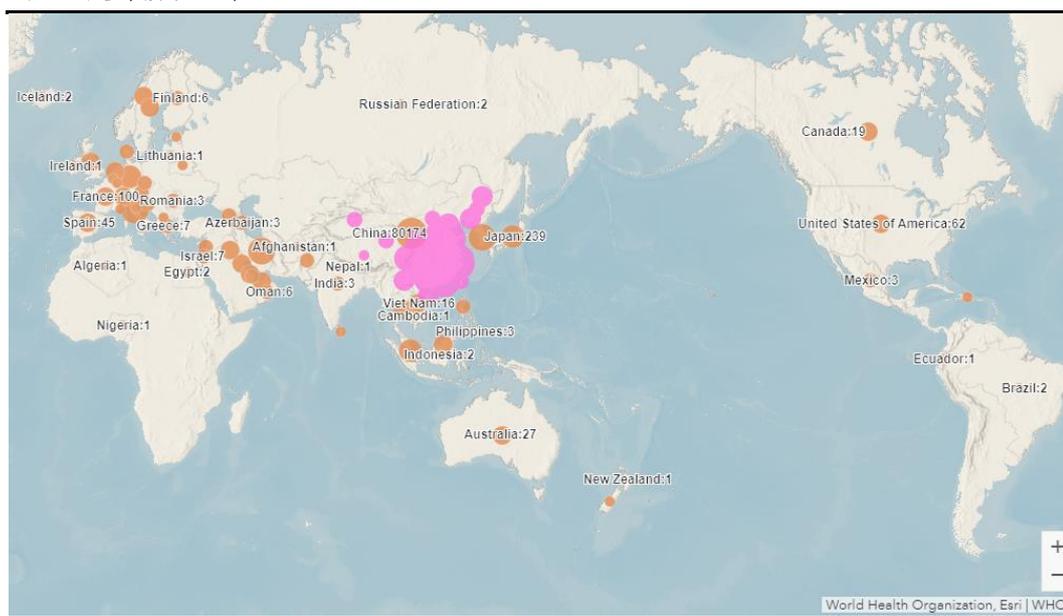
資料來源：中國國家統計局、招銀國際證券研究

圖 2：海外每日新增新冠肺炎確診超越中國



資料來源：世界衛生組織、招銀國際證券研究

圖 3：疫情擴散全球



資料來源：世界衛生組織（截至3月2日18:00）、招銀國際證券研究

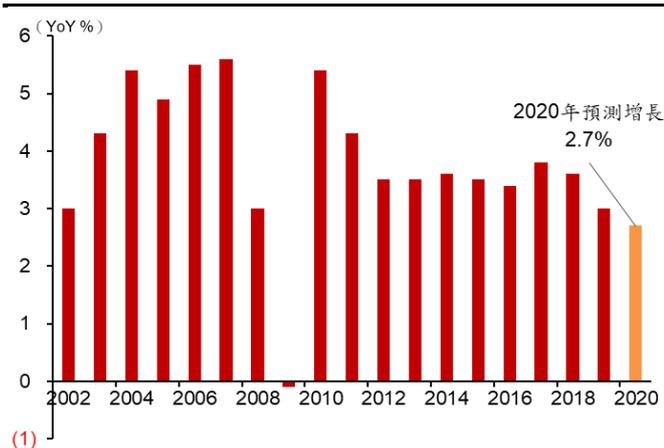
海外確診個案急升

2月下旬開始，新冠肺炎在全球擴散情況惡化，2月19日至3月1日期間，中國以外地區累計確診個案由924個升至7,169個，每日確診數量超出中國，出現確診的國家由25個增至58個（圖2）。世界衛生組織（WHO）於2月28日將新冠病毒疫情的全球風險級別，由“高”上調至“非常高”，亦即最高級別。美國疾病控制及預防中心（CDC）則指，目前環球疫情可能造成全球大流行。

受疫情的不明朗因素影響，我們的經濟師調低了今年全球經濟增長預測（詳見[研究報告](#)）：

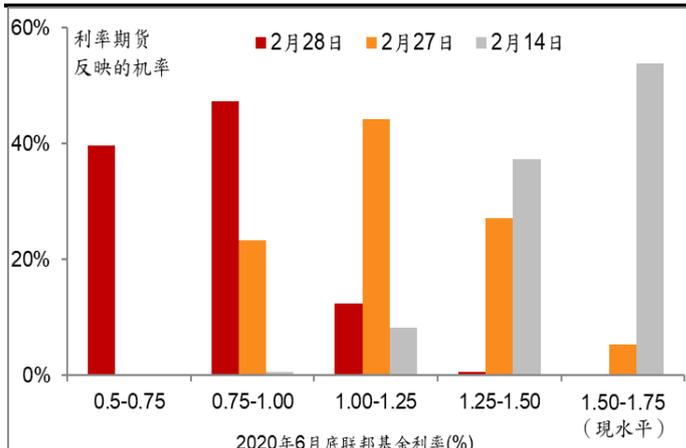
- **基本情境中**（疫情於3-4月見頂，擴散主要限於幾個國家），估計增長**2.7%**，將會是2009年金融海嘯以來最低增速（圖4）；
- **樂觀情境中**（中國的封城等防疫措施漸撤回，海外地區疫情輕微並受控）增長**2.8%**；
- **悲觀情境中**（中國的防疫措施於上半年持續，疫情於全球多個地區擴散），估計增速只有**2.3%**；

圖4：世界GDP實質增速料創2009年以來最低



資料來源：IMF、招銀國際證券研究

圖5：市場料聯儲局上半年減息0.75-1.00厘



資料來源：世界衛生組織（截至3月1日23:00）、招銀國際證券研究

聯儲局減息預期急升

美國股市三大指數於2月24-28日之一週急跌逾10%，主要憂慮疫情於全球擴散。資金湧向避險資產，美國30年及10年期國債孳息先後創新低，後者曾跌穿1.1%。同時，市場預期聯儲局將大幅減息振興經濟及穩定市場。聯儲局主席鮑威爾更罕有地於2月28日發聲明，指局方密切留意疫情對經濟影響，並將採取適當行動來支持經濟。利率期貨顯示，市場估計3月18日聯儲局減息0.5厘的機率達百分百，其後有近90%機率於4月及6月議息再減減0.25-0.5厘，即由現時至6月底累計減息0.75-1.0厘（圖5）。短短兩週前之2月14日，市場仍估計6月底前有逾50%機率維持利率於1.5-1.75厘。

市場可能高估了減息幅度

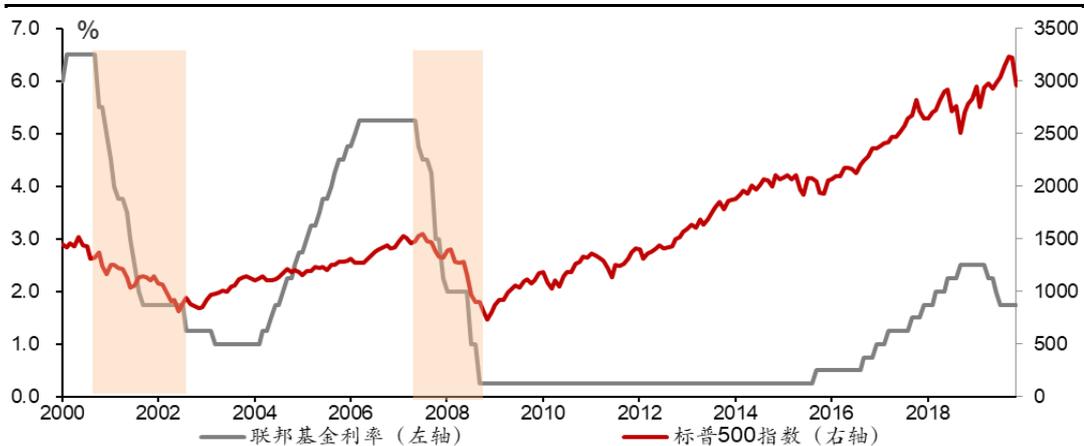
我們的經濟師原先預計聯儲局在年中減息一次 0.25 厘，但由於疫情突發，可能於 3 月採取預防性減息。唯須注意，距離 3 月 17 至 18 號的議息會議還有半個月，聯儲局官員能否來得及一致行動還不確定。後續之貨幣政策與疫情擴散程度密切相關，若疫情在美國及其他主要的海外地區持續蔓延，造成更實質的經濟影響，則聯儲局可能於上半年再減息一次。綜合評估，年內減息兩次共 0.5-0.75 厘的機率較大（詳見[宏觀經濟月報](#)）。換言之，現時市場估計 6 月底前減息 0.75-1.0 厘的預期，可能稍為高估了減幅。

一兩次減息未足以令股市見底

寬鬆的貨幣政策一般有利風險資產價格，尤其是異常大的減息幅度（估計 3 月份聯儲局減息 0.5 厘 vs 一般情況利率每次調整 0.25 厘），對股市的提振理論上更大。不過，大幅減息事出必有因，觸發點是重大經濟風險（例如 2000-2001 年科網股爆破、2001 年 9-11 恐襲、2007-2009 年次貸風暴及金融海嘯），因此減息未必足以抵銷負面因素。

過去二十年，聯儲局大幅減息（一次減 0.5 厘或更多）只曾出現於 2001-2002 年及 2007-2008 年（圖 6）。該兩段期間，最初的大幅減息並未能遏止美股跌勢，持續減息一年多後，股市才見底。今次的情況或不一樣，畢竟一般相信疫情僅會持續幾個月，影響不及金融海嘯造成的系統性風險。不過，疫情無疑是全球目前主要風險，不宜相信一兩次減息便足以令股市見底回升。

圖 6：標普 500 指數與聯邦基金利率



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

三項指標捕捉恒指底部

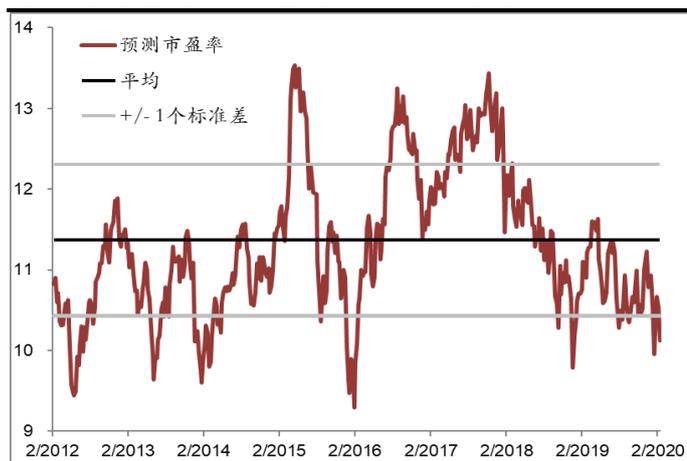
雖然疫情於內地有受控跡象，企業陸續復工，而內地之穩增長政策亦有助 A 股及港股回穩，但疫情於海外擴散，對環球經濟及金融市場添上新風險，港股難免受影響，料將延長恒生指數自 1 月中見頂以來之調整期，恐怕恒指於 2 月底的低位 25,989 尚未是真正底部，料短線反彈過後，仍將下試更低水平。以下從估值、圖表及市場情緒推測恒指的真正底部。

一. 市盈率推算 24,800 見底

2012 年以來，恒生指數屢次於預測市盈率跌穿 10 倍後見底，低位大約為 9.3-9.6 倍（圖 7）。經過近兩週的下挫後，恒指之 2020 年預測市盈率現為 10.2 倍。假設今次跌至 9.6 倍見底，意味恒指須由現水平再跌近 6%，至 24,800 見底。

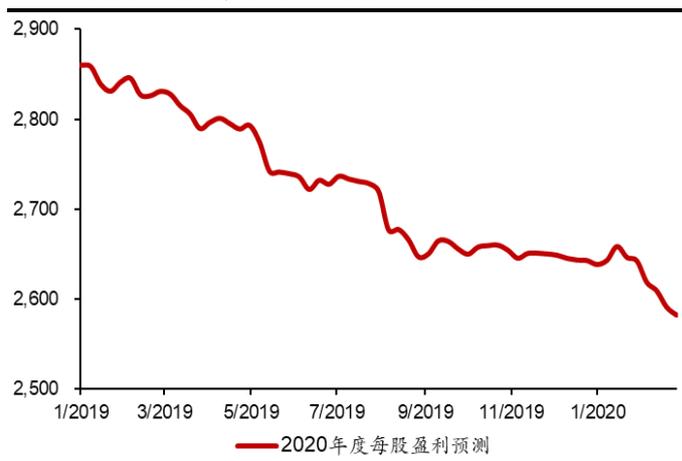
但預測盈利有變數。自從疫情爆發，市場對恒指之 2020 年預測盈利調低了 2.9%（圖 8）。假如疫情憂慮加深，盈利可能仍有被下調空間，意味恒指或於更低水平才見底。3 月份為業績高峰期，企業公布去年度業績之餘，如對今年業務給出的指引較保守，可能會令盈利預測再被下調。

圖 7：恒指預測市盈率屢次於約 9.6 倍見底



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

圖 8：疫情爆發後，恒指盈利預測被下調



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

二. 圖表推算 24,500-25,200 見底

恒生指數：2月28日低見25,989後反彈，與2月3日低位26,146形成利好形態“小雙底”，短綫有望反彈。不過，中綫而言，已跌穿去年8月以來的上升軌支持，下一級支持於2018年10月以來的上升軌約25,200。此外，形成了利空的“頭肩頂”形態，若確認形態成立，量度下跌目標最少為24,500（圖9）。

國企指數：同樣形成了短期的利好形態“小雙底”，及中綫的利空形態“頭肩頂”。短綫有望反彈，中綫支持於2019年初及年中低位9,750（圖10）。

圖 9：恒生指數日綫圖



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

圖 10：國企指數日綫圖



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

美股：標普 500 指數跌至 2019 年中之橫行區，並回調了 2018 年底以來升幅之一半，料有支持。14 天 RSI 跌至嚴重超賣水平，隨時會出現技術性反彈（圖 11）。道瓊斯指數跌至 2019 年中之低位，並回調了 2018 年底以來升幅之 61.8%，料有支持。14 天 RSI 跌至嚴重超賣水平，隨時會出現技術性反彈（圖 12）。

圖 11：美國標普 500 指數日線圖



資料來源：彭博、招銀國際證券研究；截至 2 月 28 日

圖 12：美國道瓊斯工業平均指數日線圖

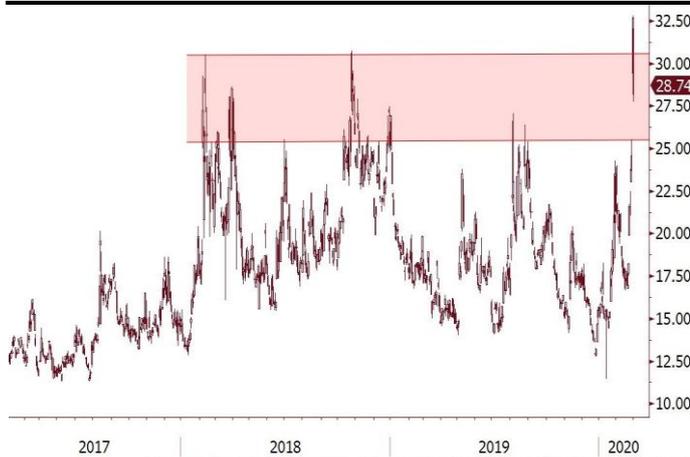


資料來源：彭博、招銀國際證券研究；截至 2 月 28 日

三. 恐慌指標顯示短期已見底

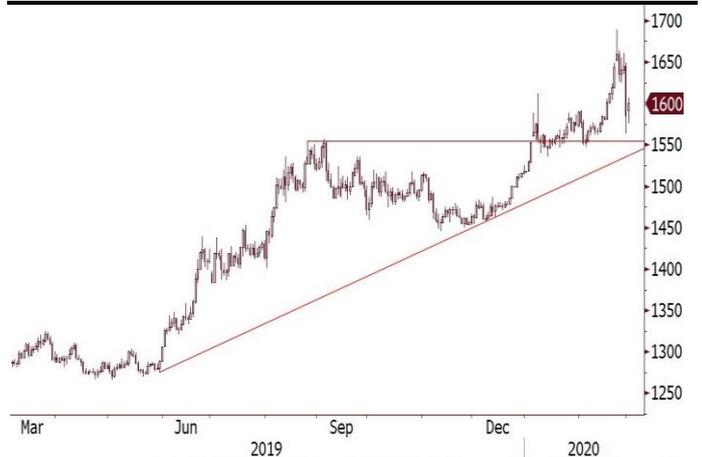
重大壞消息觸發的跌市，通常於恐慌中見底。近兩年恒指跌至重要底部時，“港版 VIX” 恒指波幅指數 (VHSI) 多數升至 26 至 30 水平，可解讀為該區間反映市場出現恐慌。VHSI 於 2 月 28 日升至 32 以上 (圖 13)，比上述的恐慌區域更高，或反映市場短期已見底。

圖 13: VHSI 上週升至恐慌水平



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

圖 14: 金價反映避險情緒



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

投資策略：分三階段吸納

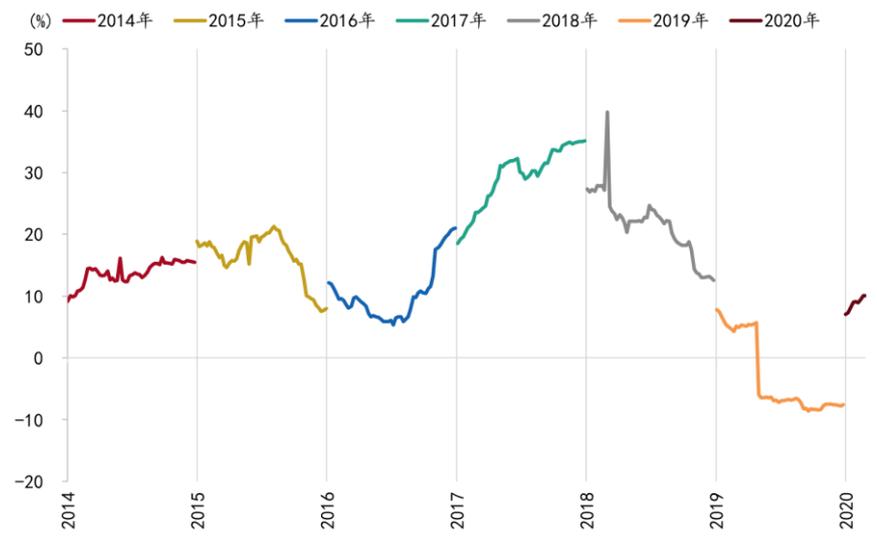
1. **現階段，買憧憬穩增長政策的行業**，包括基建、機械設備、水泥、5G 設備。2 月底港股及美股均已急跌，圖表及市場氣氛出現短期見底指標。但疫情對全球經濟仍構成重大風險，宜集中買不太受疫情打擊、反而受內地穩增長政策支持的行業。
2. **確認內地疫情沒有反彈後，買需求平穩、受疫情影響較輕微的內需股**：物業管理、教育、醫藥、乳業、燃氣、科網，及受惠工廠復工而中長綫具 5G 概念的手機設備。在海外仍面對疫情風險之際，內需股盈利能見度較高，料較受資金青睞，防守力亦較強。
3. **環球疫情開始受控時，買最受疫情打擊、股價大跌，但長綫前景正面的行業**：體育服裝、出口、運輸、零售、餐飲連鎖店。這些行業於疫情期間備受打擊，於疫情高峰時股價應已大跌，當疫情消退，盈利及估值均有頗大修復空間。股價一般較消息面更早一步見底，可觀察市場避險情緒回落之際，提前趁低吸納上述板塊。其中一個參考指標是國際金價。若回落至前浪頂及上升軌 1,550 美元之下，走勢轉弱，反映避險需求大減，資金重新流向風險資產 (圖 14)。

A 股市場觀點 - 關注全球疫情演化

朱肖煒 (+86 0755-83169193)

從市場對 A 股淨利潤同比增速預測情況來看，2 月預測較 1 月水平有所回落，反映出市場對盈利受疫情衝擊的預期。

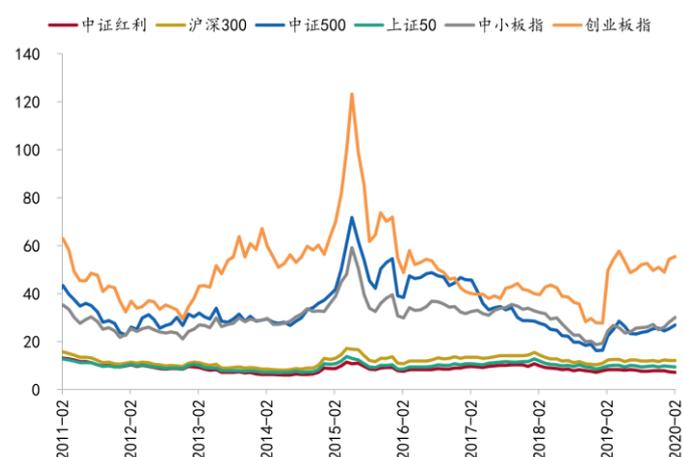
圖 15：A 股淨利潤同比增速預測



資料來源：Wind、招商銀行研究院

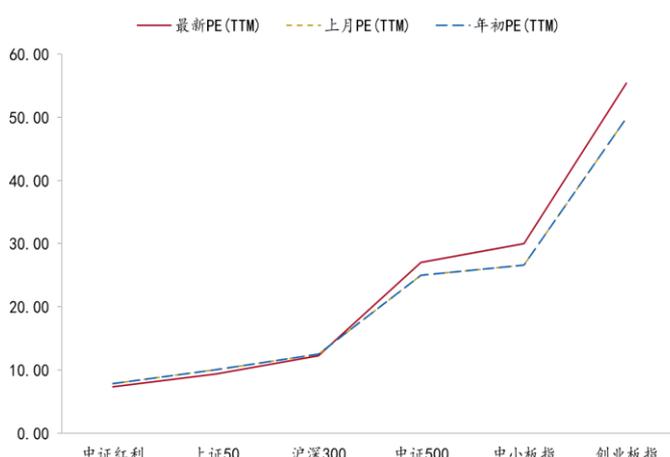
從股市估值上看，2 月以來各板塊估值表現不一。趨勢上看，中證 500、創業板指估值上行顯著，估值曲線較 1 月變得更为陡峭化。

圖 16：各板塊估值走勢



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 17：各大指數估值曲線



資料來源：Wind、招商銀行研究院

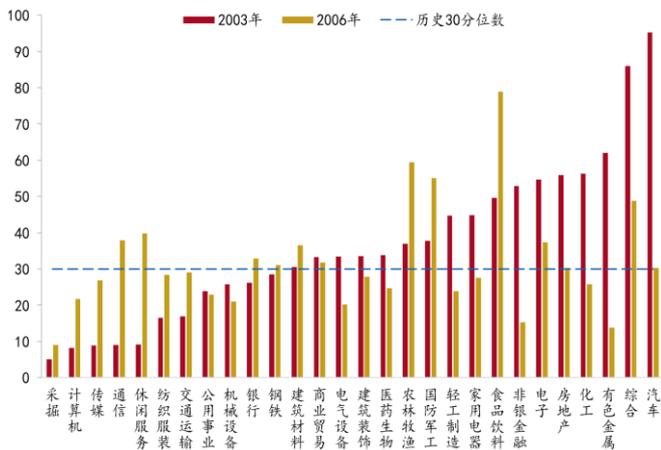
從 SARS 期間以及之後的股市歷史表現中不難看出，疫情衝擊下相關行業將受到不同程度的影響，總體上看，可將受到影響的行業分為三類：

其一，有望受益於此次疫情的部分行業。疫情一定程度上將利好在線視頻、遊戲、在線醫療、在線教育等行業，而且有利於改變用戶的長期消費習慣，例如在線教育、在線辦公等細分行業的需求大幅增長，且考慮到此前低基數的影響，增幅預計或數十倍。

其二，疫情衝擊下短期受衝擊較大、但也由此產生機會的部分行業，主要以消費為代表。2月21日，中共中央政治局召開會議，部署統籌做好疫情防控和經濟社會發展工作，針對疫情影響，在消費、投資和貿易“三駕馬車”中，會議通稿中將消費擺在首位，特別強調促進消費“回補和潛力釋放”。隨著疫情態勢逐步得到控制與當下政策的強調，中長期來看消費有望修復。

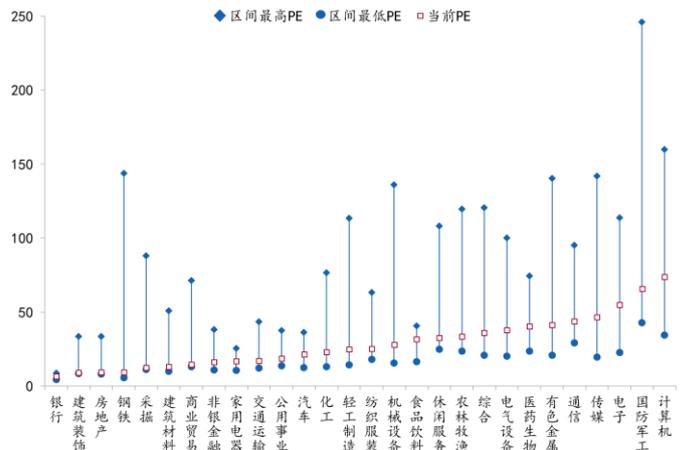
其三，疫情衝擊下估值收縮，但中長期具備潛在估值修復機會的部分行業。參考 SARS 期間各行業估值表現，在疫情升級期間採掘、計算機、傳媒等行業估值壓縮至彼時歷史 30 分位數水平以下，但隨後的三年內該類行業普遍走出了不同程度的估值修復格局，而 2003 年疫情期間估值分位數較高的大部分行業，如汽車、綜合等，對比 2006 年末估值均出現了顯著調整。

圖 18：2003-2006 年各行業估值分位水平



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 19：當前各行業估值分位數水平



資料來源：Wind、招商銀行研究院

風險提示：疫情超預期升級風險；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		48.0%							
汇丰控股	5	9.1%	52.80	10.6	10.1	0.81	0.79	7.5%	7.5%
友邦保險	1299	9.7%	76.45	18.6	16.9	2.47	2.24	1.7%	2.0%
建設銀行	939	8.0%	6.44	5.4	5.2	0.69	0.63	5.6%	5.9%
工商銀行	1398	4.6%	5.40	5.6	5.3	0.69	0.63	5.4%	5.7%
中國平安	2318	5.6%	87.10	9.1	8.1	1.78	1.52	3.0%	3.5%
中國銀行	3988	2.8%	3.11	4.5	4.3	0.49	0.46	6.8%	7.2%
香港交易所	388	3.5%	254.8	30.2	27.3	6.84	6.57	3.0%	3.3%
中國人壽	2628	1.6%	18.36	7.8	9.9	1.21	1.11	4.5%	3.7%
恒生銀行	11	1.4%	161.9	13.0	12.6	1.71	1.62	5.3%	5.4%
中銀香港	2388	1.1%	26.70	8.7	8.6	0.98	0.92	5.7%	5.8%
交通銀行	3328	0.5%	5.07	4.5	4.3	0.48	0.45	6.9%	7.2%
資訊科技		13.3%							
騰訊控股	700	11.8%	389.6	35.3	28.5	7.88	6.33	0.3%	0.3%
瑞聲科技	2018	0.4%	52.00	24.1	17.8	2.84	2.59	2.0%	2.3%
舜宇光學科技	2382	1.0%	127.4	35.5	25.9	10.43	7.84	0.7%	1.0%
地產		10.5%							
長實集團	1113	1.4%	48.40	6.1	7.4	0.52	0.50	4.4%	4.7%
新鴻基地產	16	1.5%	109.0	10.0	9.5	0.54	0.52	4.6%	4.8%
領展房產基金	823	1.7%	71.40	25.0	23.3	0.78	0.77	4.1%	4.4%
中國海外發展	688	1.2%	26.65	6.7	5.6	0.91	0.81	4.0%	4.8%
碧桂園	2007	0.9%	10.72	5.1	4.5	1.36	1.11	6.0%	6.8%
九龍倉置業	1997	0.5%	36.50	11.2	11.4	0.50	0.49	5.8%	5.7%
華潤置地	1109	1.2%	36.95	10.0	8.5	1.47	1.31	3.5%	4.1%
新世界發展	17	0.7%	9.85	12.2	11.1	0.44	0.43	5.3%	5.4%
恒基地產	12	0.6%	35.80	10.9	10.4	0.54	0.53	5.1%	5.3%
信和置業	83	0.4%	10.56	15.3	7.3	0.48	0.46	5.3%	5.9%
恒隆地產	101	0.4%	17.16	16.1	15.0	0.54	0.53	4.5%	4.7%
電訊		4.8%							
中國移動	941	4.3%	61.30	10.6	10.5	1.02	0.97	5.2%	5.1%
中國聯通	762	0.4%	6.25	14.0	11.6	0.52	0.51	2.8%	3.3%
能源		4.7%							
中國海洋石油	883	2.3%	11.14	7.7	7.9	1.00	0.94	6.2%	6.3%
中國石化	386	1.1%	4.07	7.7	8.5	0.60	0.58	8.5%	7.9%
中國石油	857	0.8%	3.10	10.5	10.4	0.41	0.40	5.3%	5.2%
中國神華	1088	0.5%	14.06	5.7	6.1	0.70	0.66	6.9%	6.5%
公用		4.9%							
中電控股	2	1.8%	80.85	17.4	16.5	1.82	1.76	4.0%	4.1%
香港中華煤氣	3	1.7%	14.92	30.6	28.7	3.83	3.70	2.4%	2.5%
電能實業	6	0.9%	54.75	16.2	15.8	1.39	1.37	5.1%	5.1%
長江基建集團	1038	0.5%	52.30	12.6	12.3	1.13	1.09	4.7%	4.9%
綜合類		3.2%							
長和	1	2.1%	66.80	6.5	6.3	0.53	0.51	4.8%	5.1%
中信股份	267	0.8%	9.06	4.8	4.5	0.44	0.41	4.8%	5.3%
太古股份	19	0.4%	70.15	12.9	11.4	0.38	0.37	4.6%	4.8%
消費品		6.3%							
吉利汽車	175	0.9%	14.26	13.4	10.5	2.21	1.89	1.7%	2.1%
石藥集團	1093	1.0%	17.88	24.9	20.2	5.55	4.65	1.3%	1.5%
中洲國際	2313	1.0%	101.10	26.1	22.0	5.45	4.79	2.0%	2.3%
蒙牛乳業	2319	0.9%	28.45	21.0	21.9	3.43	3.03	1.1%	1.1%
中國生物製藥	1177	0.9%	11.36	39.6	33.5	3.83	3.48	0.7%	0.7%
恒安國際	1044	0.5%	59.50	16.2	15.1	3.55	3.29	4.2%	4.5%
萬洲國際	288	0.8%	8.04	12.6	11.0	1.77	1.63	3.5%	3.7%
中國旺旺	151	0.4%	6.12	17.7	16.7	4.14	3.85	4.2%	4.3%
消費服務		3.2%							
銀河娛樂	27	1.3%	51.15	21.8	15.5	2.83	2.51	1.6%	2.0%
金沙中國	1928	1.2%	36.00	19.1	15.1	8.38	7.64	5.6%	5.7%
港鐵公司	66	0.8%	43.05	25.3	24.2	1.43	1.40	2.9%	3.0%
工業		1.1%							
創科實業	669	1.1%	64.40	24.0	20.6	4.40	3.87	1.5%	1.9%
加權平均				10.2	9.4	1.06	1.00	4.1%	4.3%

資料來源：彭博、招銀國際證券研究；截至2020年3月2日

附錄 2: 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)	市盈率		
						FY0	FY1	FY2
房地產								
萬科企業 - H	2202 HK	買入	31.10	35.90	3,875	9.1	7.7	6.6
萬科企業 - A	000002 CH	買入	31.13	33.92	3,466	10.2	8.6	7.3
保利地產 - A	600048 CH	買入	16.69	20.72	1,992	10.5	8.0	6.4
中國海外發展	688 HK	持有	26.65	28.36	2,920	6.5	5.9	5.9
碧桂園	2007 HK	買入	10.72	15.20	2,343	6.0	5.1	4.6
華潤置地	1109 HK	買入	36.95	42.15	2,635	9.5	8.1	8.5
龍湖集團	960 HK	持有	36.55	26.06	2,187	11.8	10.9	10.0
世茂房地產	813 HK	持有	28.55	28.64	988	9.7	6.8	5.8
龍光地產	3380 HK	買入	13.56	12.16	747	8.2	6.3	5.7
雅居樂集團	3383 HK	買入	11.14	16.05	436	5.4	3.9	4.2
合景泰富集團	1813 HK	買入	11.72	11.40	372	8.2	4.0	5.7
中國奧園	3883 HK	買入	11.52	14.30	310	11.5	6.2	4.5
時代中國控股	1233 HK	買入	14.92	15.60	290	5.6	4.8	4.0
禹洲地產	1628 HK	買入	3.93	5.19	205	4.5	4.0	3.4
中駿集團控股	1966 HK	買入	4.40	4.83	184	4.5	4.4	4.2
中國海外宏洋集團	81 HK	買入	5.60	7.72	192	7.5	5.2	4.6
弘陽地產	1996 HK	買入	2.42	3.37	80	3.3	4.4	3.7
綠城服務	2869 HK	買入	9.79	7.50	273	51.7	41.8	31.4
雅生活服務 - H	3319 HK	買入	34.80	25.89	464	50.3	36.7	26.2
中海物業	2669 HK	持有	6.41	3.33	211	52.5	40.1	32.1
易居企業控股	2048 HK	買入	7.10	12.82	99	7.9	7.2	5.7
河北建設 - H	1727 HK	買入	4.55	7.30	80	6.5	5.9	4.9
科技硬件								
舜宇光學科技	2382 HK	持有	127.40	131.00	1,397	36.3	28.3	21.0
立訊精密 - A	002475 CH	買入	48.59	32.10	2,599	52.2	37.7	30.4
鴻騰六零八八精密科技	6088 HK	買入	2.25	3.77	155	7.3	6.4	5.6
通達集團	698 HK	買入	0.77	1.15	50	7.7	5.3	4.6
東江集團控股	2283 HK	買入	3.60	4.09	30	7.3	6.2	5.3
瑞聲科技	2018 HK	賣出	52.00	29.61	628	21.2	17.9	16.7
小米集團	1810 HK	持有	12.94	11.47	3,107	23.2	20.7	17.1
比亞迪電子	285 HK	買入	15.24	18.40	343	13.8	12.5	11.6
丘鈦科技	1478 HK	買入	11.34	16.67	131	22.6	17.0	14.1
歌爾股份 - A	002241 CH	持有	22.90	9.10	743	57.3	47.7	41.6
互聯網								
騰訊控股	700 HK	買入	389.60	420.00	37,218	44.2	38.0	30.1
阿里巴巴	BABA US	買入	210.98	224.10	5,660	38.9	32.0	25.2
百度股份有限公司	BIDU US	買入	120.77	147.60	418	12.7	13.7	10.8
拼多多公司	PDD US	買入	37.51	35.00	436	虧損	虧損	63.9
陌陌公司	MOMO US	買入	28.42	45.00	59	11.8	10.3	8.4
歡聚集團	YY US	買入	55.84	73.90	45	7.8	7.5	6.5
IGG	799 HK	持有	5.65	11.00	70	5.2	5.2	4.8
匯量科技	1860 HK	買入	3.51	4.97	54	22.5	11.3	6.4
同程藝龍	780 HK	買入	12.20	19.71	260	20.6	14.4	11.1
兌吧	1753 HK	買入	3.68	6.35	40	17.9	9.4	6.3
完美世界 - A	002624 CH	買入	51.46	49.00	665	32.4	28.1	24.9
三七互娛 - A	002555 CH	買入	34.73	30.00	734	35.1	30.5	26.5

快遞								
中通快遞(開曼)公司	ZTO US	買入	24.71	22.17	193	30.9	28.7	24.9
順豐控股 - A	002352 CH	買入	50.03	36.63	2,209	63.3	41.7	35.7
教育								
睿見教育	6068 HK	買入	2.98	4.40	61	17.6	15.6	12.1
中國東方教育	667 HK	買入	15.56	16.30	341	44.5	33.3	26.2
卓越教育集團	3978 HK	買入	4.03	3.41	34	23.7	23.5	15.4
中國新華教育	2779 HK	買入	2.15	4.50	35	11.2	11.1	7.7
希望教育	1765 HK	買入	1.84	1.96	123	29.7	23.2	16.9
銀行								
工商銀行 - H	1398 HK	買入	5.40	7.50	20,842	5.9	5.6	5.3
工商銀行 - A	601398 CH	買入	5.36	7.80	18,644	5.9	5.6	5.2
建設銀行 - H	939 HK	買入	6.44	9.10	16,190	5.8	5.4	5.1
建設銀行 - A	601939 CH	買入	6.59	8.80	14,482	5.9	5.5	5.2
農業銀行 - H	1288 HK	買入	3.19	4.70	13,329	4.8	4.8	4.4
農業銀行 - A	601288 CH	買入	3.46	5.10	11,923	5.3	5.2	4.8
中國銀行 - H	3988 HK	買入	3.11	4.60	11,083	4.7	4.5	4.2
中國銀行 - A	601988 CH	買入	3.60	4.70	9,914	5.5	5.2	4.9
中信銀行 - H	998 HK	買入	4.11	5.90	2,717	4.2	4.0	3.7
中信銀行 - A	601998 CH	買入	5.53	6.70	2,430	5.6	5.3	5.0
交通銀行 - H	3328 HK	持有	5.07	6.20	4,096	4.7	4.5	4.3
交通銀行 - A	601328 CH	持有	5.29	6.50	3,664	4.9	4.7	4.5
民生銀行 - H	1988 HK	持有	5.39	6.30	2,752	3.9	4.1	3.9
民生銀行 - A	600016 CH	持有	5.81	6.60	2,462	4.2	4.4	4.2
中國光大銀行 - H	6818 HK	買入	3.18	4.90	2,121	4.7	4.6	4.2
中國光大銀行 - A	601818 CH	買入	3.86	4.50	1,897	6.4	6.3	5.7
平安銀行 - A	000001 CH	買入	14.79	21.20	2,870	9.4	8.3	7.1
券商及交易所								
中信証券 - H	6030 HK	買入	17.08	18.70	3,082	19.9	16.1	13.6
中金公司 - H	3908 HK	買入	15.22	17.20	665	16.4	15.3	13.3
華泰証券 - H	6886 HK	買入	13.80	14.90	1,827	18.8	14.7	12.6
中信建投証券 - H	6066 HK	買入	7.06	7.20	2,462	15.4	11.1	9.9
海通証券 - H	6837 HK	買入	8.61	10.40	1,632	17.2	9.7	9.8
廣發証券 - H	1776 HK	持有	9.62	9.80	1,169	15.4	9.1	8.9
中國銀河 - H	6881 HK	持有	4.38	4.50	977	14.0	8.7	8.0
香港交易所	388 HK	持有	254.80	248.00	3,214	34.0	34.0	32.7
保險								
中國太保 - H	2601 HK	買入	26.05	38.69	2,998	11.8	7.6	6.8
中國人壽 - H	2628 HK	買入	18.36	27.88	8,380	41.9	10.3	8.6
中國人壽 - A	601628 CH	買入	30.13	37.52	7,496	76.6	18.9	15.7
眾安在線 - H	6060 HK	持有	33.40	28.18	491	虧損	虧損	虧損
中國太平	966 HK	買入	16.16	26.14	581	8.8	7.0	6.3
新華保險 - H	1336 HK	買入	29.75	43.95	1,367	10.5	7.4	6.6
新華保險 - A	601336 CH	持有	45.42	55.22	1,222	17.9	12.6	11.3
中國人民保險集團 - H	1339 HK	買入	2.81	4.33	3,027	8.4	4.6	4.4
中國財險 - H	2328 HK	持有	8.29	9.64	1,844	10.2	5.8	6.7
機械及設備								
潍柴動力 - H	2338 HK	買入	15.80	17.90	1,332	13.1	11.5	10.7
潍柴動力 - A	000338 CH	買入	15.30	15.90	1,191	14.2	12.4	11.5
中國重汽	3808 HK	買入	15.30	19.40	422	8.7	8.1	7.5

中國龍工	3339 HK	持有	2.23	1.90	95	7.4	5.9	6.5
三一國際	631 HK	買入	5.00	5.60	155	22.4	15.0	11.9
中聯重科 - H	1157 HK	買入	6.75	7.65	583	22.4	10.4	8.9
中聯重科 - A	000157 CH	買入	6.75	7.28	522	25.0	11.6	9.9
三一重工 - A	600031 CH	買入	18.94	19.00	1,596	24.0	14.0	11.9
恒立液壓 - A	601100 CH	買入	61.90	54.00	546	65.2	43.0	34.8
浙江鼎力 - A	603338 CH	買入	73.56	72.00	255	53.3	42.5	30.8
中集車輛 - H	1839 HK	買入	5.81	6.90	103	6.9	6.1	6.2
興達國際	1899 HK	買入	2.36	3.44	36	11.8	9.2	7.6
津上機床中國	1651 HK	買入	7.13	11.00	27	6.7	6.6	5.3

新能源/公用

信義光能	968 HK	買入	6.17	6.62	499	24.7	19.9	14.7
龍源電力 - H	916 HK	持有	4.17	5.00	335	7.6	6.3	5.8
金風科技 - H	2208 HK	買入	7.92	12.06	484	8.1	10.1	7.8
金風科技 - A	002202 CH	買入	10.95	16.28	433	11.2	14.0	10.8
華電福新 - H	816 HK	買入	1.39	2.00	117	5.2	4.3	3.5
偉能集團	1608 HK	買入	2.24	2.90	57	27.0	23.1	17.1
新天綠色能源 - H	956 HK	買入	1.90	3.20	71	5.2	4.7	4.3
天倫燃氣	1600 HK	買入	6.35	10.62	63	11.0	6.0	5.4
隆基股份 - A	601012 CH	持有	31.50	32.37	1,188	33.9	21.0	19.5
中國燃氣	384 HK	買入	28.80	38.00	1,503	17.7	15.2	13.1

非必需消費

普拉達	1913 HK	買入	25.05	31.39	641	35.1	28.4	29.8
都市麗人	2298 HK	賣出	1.03	1.16	23	5.4	13.7	10.9
榮威國際	3358 HK	買入	2.48	4.20	26	7.8	5.9	4.6
安踏體育	2020 HK	買入	64.30	91.46	1,737	37.8	29.9	21.8
大家樂集團	341 HK	持有	17.30	18.26	101	17.0	22.8	19.9
海底撈	6862 HK	買入	32.15	39.83	1,704	92.8	61.8	56.0
九毛九	9922 HK	買入	9.26	10.82	128	165.0	57.6	47.1
波司登	3998 HK	買入	2.31	4.83	249	19.9	14.2	11.2
李寧	2331 HK	買入	21.15	24.43	519	65.0	32.9	27.7
特步國際	1368 HK	買入	3.15	4.47	79	9.6	9.9	8.8
江南布衣	3306 HK	持有	8.06	8.89	42	7.7	11.9	9.5
中國利郎	1234 HK	買入	5.06	11.89	61	7.2	6.7	6.0
JS環球生活	1691 HK	買入	6.59	7.65	225	2,612.9	1,035.3	752.6
美的集團 - A	000333 CH	買入	54.34	75.33	3,798	17.8	14.9	13.0

醫藥

石藥集團	1093 HK	買入	17.88	23.80	1,115	32.7	25.1	20.6
三生製藥	1530 HK	買入	8.40	17.70	213	19.3	14.8	12.2
復宏漢霖 - H	2696 HK	買入	43.10	61.10	234	N/A	N/A	N/A
東陽光藥 - H	1558 HK	持有	47.85	41.20	215	28.8	24.5	21.5
香港醫思醫療集團	2138 HK	買入	5.04	7.26	50	13.6	12.6	11.0
愛康醫療	1789 HK	買入	15.96	18.60	168	102.3	57.3	43.4
泰格醫藥 - A	300347 CH	買入	76.45	86.79	573	30.8	52.8	39.6
藥明康德 - A	603259 CH	買入	110.09	116.64	1,810	44.3	76.0	57.1
藥明生物	2269 HK	買入	116.80	106.18	1,516	201.5	139.7	97.0
亞盛醫藥	6855 HK	買入	27.10	45.80	57	虧損	虧損	虧損
康德萊醫械 - H	1501 HK	買入	37.65	39.50	62	N/A	60.3	38.4
錦欣生殖	1951 HK	買入	10.16	15.00	247	N/A	53.6	38.0
啟明醫療 - H	2500 HK	買入	47.70	54.90	193	N/A	虧損	389.0

必需消費

萬洲國際	288 HK	買入	8.04	9.60	1,184	14.5	12.3	11.4
中國旺旺	151 HK	買入	6.12	7.70	760	19.7	17.3	16.7
蒙牛乳業	2319 HK	買入	28.45	37.00	1,120	33.9	25.6	21.5
伊利股份 - A	600887 CH	買入	29.59	34.04	1,804	30.5	27.5	24.3

交通運輸及租賃

國銀租賃 - H	1606 HK	持有	1.24	1.90	157	5.6	5.2	4.5
中銀航空租賃	2588 HK	持有	69.50	71.95	482	10.0	9.0	8.0
海通恆信 - H	1905 HK	買入	1.41	1.94	116	7.3	7.9	7.4
中國國航 - H	753 HK	買入	6.31	9.28	1,139	10.6	9.4	8.4
中國國航 - A	601111 CH	買入	7.64	10.40	1,019	14.3	12.7	11.4
吉祥航空 - A	603885 CH	買入	11.36	15.03	223	16.6	16.3	15.3
中國東方航空股份 - H	670 HK	買入	3.36	5.80	755	16.2	6.9	5.9
中國東方航空股份 - A	600115 CH	買入	4.64	6.86	675	24.9	10.6	9.1
中國南方航空股份 - H	1055 HK	買入	4.12	6.08	718	13.7	8.5	6.8
中國南方航空股份 - A	600029 CH	持有	5.90	7.63	643	21.8	13.6	10.9
灣區發展	737 HK	買入	3.10	4.88	96	14.2	13.1	10.8
新創建集團	659 HK	買入	9.59	15.40	375	9.3	8.6	7.0

汽車

廣汽集團 - H	2238 HK	買入	9.17	9.67	1,200	8.8	6.3	5.9
吉利汽車	175 HK	買入	14.26	16.35	1,312	10.7	9.3	8.8
東風集團股份 - H	489 HK	持有	6.27	8.20	540	3.3	3.0	2.6
長城汽車 - H	2333 HK	持有	5.78	4.99	802	15.7	13.0	10.6
上汽集團 - A	600104 CH	持有	23.20	25.59	2,711	9.0	8.3	7.8
中升控股	881 HK	買入	29.50	33.80	670	16.5	13.4	10.9
美東汽車	1268 HK	買入	11.28	11.30	131	31.6	24.7	16.9
永達汽車	3669 HK	持有	7.50	6.60	138	11.0	9.3	7.2

資料來源：彭博、招銀國際證券研究；截至2020年3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。

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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。