

6月港股策略报告

五穷六绝，恒指下试26,000

维持审慎，勿乱抄底。综合对中美关系、经济展望、盈利前景、技术走势的分析，6月份港股未许乐观。预期市场维持较高波幅，尤其会对中美关系的消息有较大反应。按近期事态发展估计，中美关系暂难显著改善，每次市场反弹反而是减持的机会。环球股市气氛转弱、美国减息预期升温，均有利高息的防守股，但部份估值已偏高、股息已偏低，须慎选估值仍低者。

- **中美暂未有重回谈判桌迹象。**5月份全球避险情绪升温，主要缘于美国忽然加征中国商品关税。其后中国同样以加征关税响应，而美国则针对华为作出封杀。至今中美双方言论强硬，关系紧张，未有让步迹象。市场本月将观望月底G20峰会上会否有“习特会”、美国会否对余下的3,250亿美元中国货调高关税至25%、中国会否有进一步的反制措施，例如限制向美国出口稀土、中美贸易谈判团队会否进行电话磋商或约定面对面磋商等。
- **中国经济下行压力加剧。**中国4月份经济数据已有放缓迹象，5月份数据反映加关税的影响，官方制造业PMI跌至49.4之收缩水平，显示贸易战升级下，经济前景更添风险。另外，每逢年结或半年结，内地往往出现资金紧张的压力，今年6月适逢有大额MLF到期，相信人民银行有需要加强向市场注入资金，以避免“钱荒”。不过，万一月内人民币汇价再受压，可能会限制人行在公开市场操作上宽松的空间。
- **香港内需外贸均受压。**香港经济在中美角力之中难免受影响，4月份出口同比下跌2.6%逊预期，同比已连续六个月下跌。香港零售销售同比亦连跌三个月，4月零售同比跌4.5%，远逊市场预期的跌0.2%，其中与游客较相关的消费项目跌幅明显较民生消费更深，反映内地旅客消费转弱。
- **美国经济衰退风险上升。**贸易战对中美经济均有负面影响。Markit美国5月份制造业PMI创2009年以来新低。不过，美国就业市场及消费信心相对较强。同时，美国债息倒挂加剧，反映对经济衰退的忧虑。如果市场最重视的十年期与两年期孳息差稍后亦倒挂，环球股市料将出现更大震荡。市场预期今年底前联储局减息的机率急升至94%，减息两次或以上的机率达71%。
- **港股盈利及估值均被下调。**5月初美国宣布加征中国货关税后，至今恒指之盈利预测再被削减2.0%，国企指数之盈利预测更被调低2.6%。恒指之2019年盈利预测今年以来已被调低3.5%，较去年2月份高位累计调低逾13%。假如美国稍后宣布对其余总值3,250亿美元的中国货关税上调至25%，恒指盈利预测势将再被下调。恒指之预测市盈率由近七年平均值以上回落之目前之10.6倍。按近年往往跌至10倍以下才见底，目前水平未算低残，在中美关系紧张及经济衰退阴霾笼罩下，相信估值仍有下调压力。
- **技术分析：**恒指于5月份急跌近一成后，已明显超卖，不排除短期有反弹，但相信250天线约27,800有相当大阻力，6月份反复下跌机率较高，首个目标于1月9日的上升裂口约26,000。美股的走势亦不妙，三大指数均出现利空形态“头肩顶”，并于5月底跌穿“颈线”，量度目标较现水平有约5%下调空间。
- **投资策略：**中美关系暂难显著改善，每次市场反弹反而是减持的机会，其中较受贸易战影响的出口、科技股，及基本因素较弱者如汽车股，均宜趁反弹减持。高息股已累积颇大升幅，宜选估值仍吸引者，例如公用业务为主的长江基建(1038 HK)和新创建(659 HK)，及本港电讯股香港电讯(6823 HK)和香港宽带(1310 HK)，股息率介乎4%-5.5%，相信有较强抗跌力。

苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	26,901
52周高/低位	31,521/24,541
大市3个月日均成交	1,038亿港元

数据来源: 彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1-月	-9.4%	-10.0%
3-月	-6.0%	-8.6%
6-月	1.5%	-2.2%

数据来源: 彭博

恒生指数一年走势图



数据来源: 彭博

近期市场策略报告

1. [“贸易战升级，测最坏情况 - 恒生指数可跌至23,700” - 2019年5月14日](#)
2. [“经济盈利回稳，政策憧憬降温” - 2019年5月2日](#)
3. [“短线料整固，拥抱高息股” - 2019年4月1日](#)
4. [“恒指目标上调至30,200” - 2019年3月1日](#)

目录

中美关系.....	3
中国经济.....	3
香港经济.....	5
外围因素.....	5
港股基本因素	7
技术分析.....	8
投资策略.....	10
A股市场观点.....	13
附录 1: 恒生指数成份股估值.....	14
附录 2: 恒生国企指数成份股估值.....	15
附录 3: 招银国际研究部覆盖股份.....	16

中美关系

暂未有重回谈判桌迹象

5月份全球避险情绪升温，其中香港恒生指数急跌9.4%，主要缘于原本“有进展”的中美贸易磋商触礁，美国总统特朗普于5月5日于推特表示要加征中国商品关税。其后中国同样以加征关税响应，而美国则针对华为作出封杀。至今中美双方言论强硬，关系紧张，未有让步迹象。

另外，近日内地官媒及发改委官员都有将稀土与中美关系相提并论，而国家主席习近平到江西考察时实地调研了稀土企业，均令人揣测中国可能考虑限制向美国供应稀土作为反制手段。

中美关系是目前影响环球金融市场的最重要因素，市场本月将观望几方面：1) 6月28-29日于日本举行的G20峰会上，习近平会否与特朗普会面；2) 美国会否对余下的3,250亿美元中国货调高关税至25%；3) 美国会否在金融市场上打击中国，例如限制中国企业于美国集资；4) 中国会否有进一步的反制措施，例如限制向美国出口稀土；5) 中美贸易谈判团队会否进行电话磋商或约定面对面磋商。

按照近日事态发展，似乎中美关系会于一段较长时间维持紧张，难望在今个月内大幅改善。就算月底G20峰会上进行“习特会”，若果事前双方团队没进行良好沟通，两国元首会面恐怕会徒劳无功。

图1：近一个月中美关系事件簿

日期	事件
5月5日	美国总统特朗普于推特表示要加征中国商品关税
5月10日	美国对2,000亿美元的中国产品关税由10%调高至25%开始生效
5月13日	中国宣布对600亿美元的美国产品关税调高至10%、20%或25%，6月1日生效
5月19日	Google暂停对华为新手机提供软件支持。另外，近期多家美、英、日科技公司暂停向华为供应产品或服务
5月22日	中国外长王毅指“如果美方选择极限施压，中方坚决奉陪到底”
5月27日	特朗普指“美国还未准备与中国达成协议”
5月29日	《人民日报》社论表示“美方不要低估中方反制能力……勿谓言之不预”
5月31日	中国商务部表示，将把不遵守市场规则、背离契约精神、出于非商业目的对中国企业实施封锁或断供的外国企业、组织或个人，列入“不可靠实体列表”，并对其“采取必要的措施”
6月1日	中国对美国货加征关税开始生效
6月2日	中国国务院新闻办公室发表《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书，强调“中国在原则问题上决不让步”

资料来源：综合媒体报导、招银国际证券

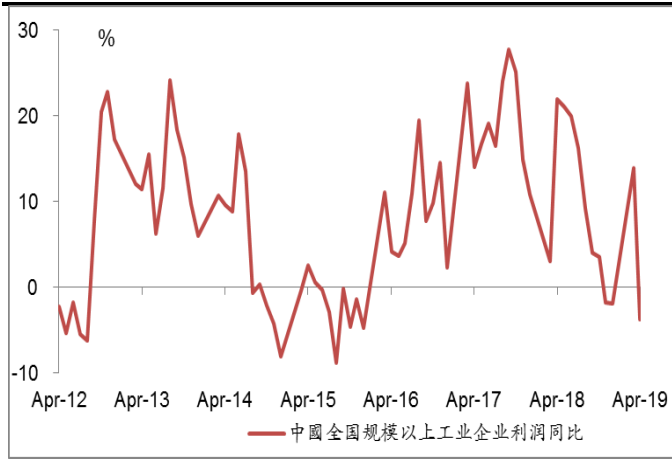
中国经济

经济下行压力加剧

中国上月公布的4月份经济数据，已有放缓迹象，例如4月份全国规模以上工业利润同比下跌3.7%，远逊3月份的同比增长13.9%（图2），反映中国大型工业利润在4月份急促恶化，唯当时尚未反映新一轮加征关税的影响。近期公布的5月份数据，进一步放缓，显示贸易战升级下，经济前景更添风险。

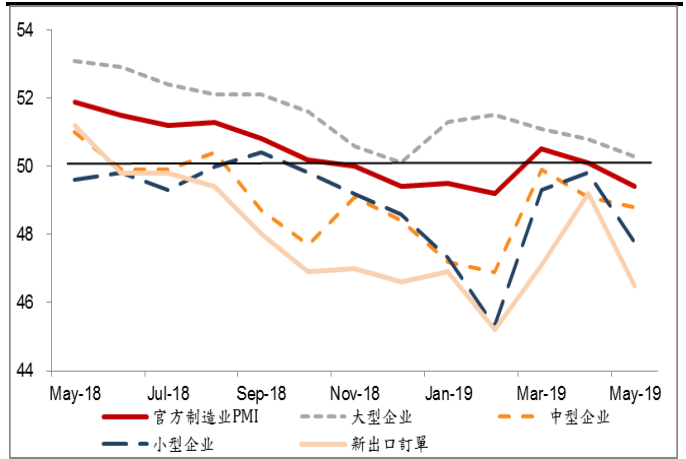
上周公布的中国官方制造业采购经理指数(PMI)，反映制造业于5月显著转弱，PMI跌至49.4之收缩水平(图3)，其中生产经营活动预期指数、小型企业指数、新出口订单指数及进口指数，环比均急跌2点或以上。

图2：中国规模以上工业利润下滑



资料来源：彭博及招银国际证券

图3：中国官方制造业 PMI 及分类指数

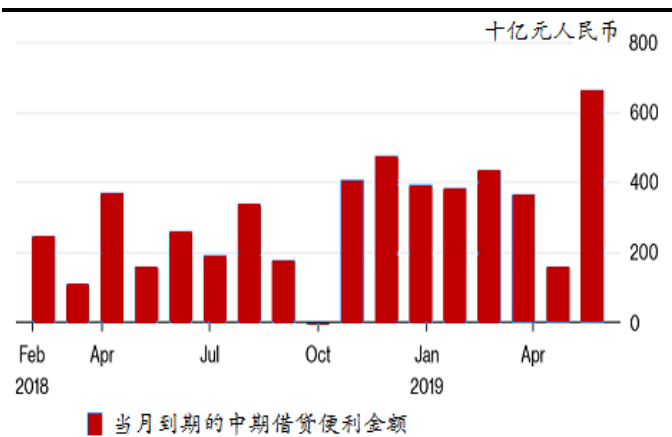


资料来源：彭博及招银国际证券

半年结资金或趋紧

每逢年结或半年结，内地往往出现资金紧张的压力。今年6月适逢有大额中期借贷便利(MLF)到期，分别于6月6日及19日有4,630亿元及2,000亿元人民币到期(图4)，相信人民银行有需要加强向市场注入资金，以避免“钱荒”。不过，在贸易战升级下，人民币可能仍有贬值压力，万一月内人民币汇价再受压，可能会限制人行在公开市场操作上宽松的空间。

图4：6月有较大额 MLF 到期



资料来源：彭博及招银国际证券

香港经济

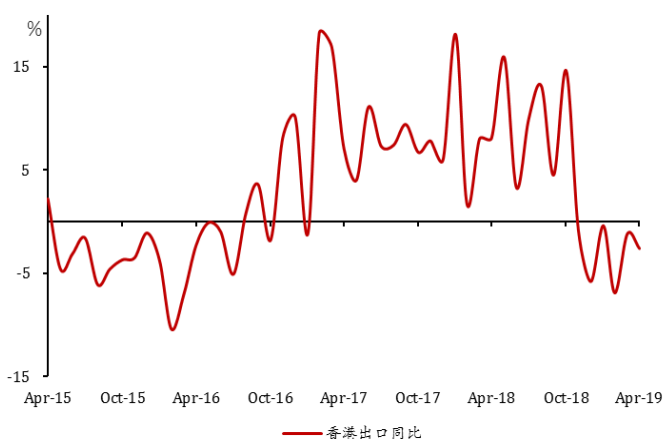
内需外贸均受压

香港背靠祖国，面向世界，经济向来较受中美影响，在中美角力之中难免受影响，而4月份的经济数据尤其反映内外均有下行压力。

香港4月份出口同比下跌2.6%（图5），市场原预期升0.1%。期内输往亚洲的出口货值下跌2.3%，较大跌幅的包括台湾(跌24.4%)、印度(跌15.3%)、日本(跌12.5%)和越南(跌12.4%)。输往中国内地则下跌1.3%。亚洲以外，输往美国的货值大跌17.0%。同比计，出口已连续六个月下跌。

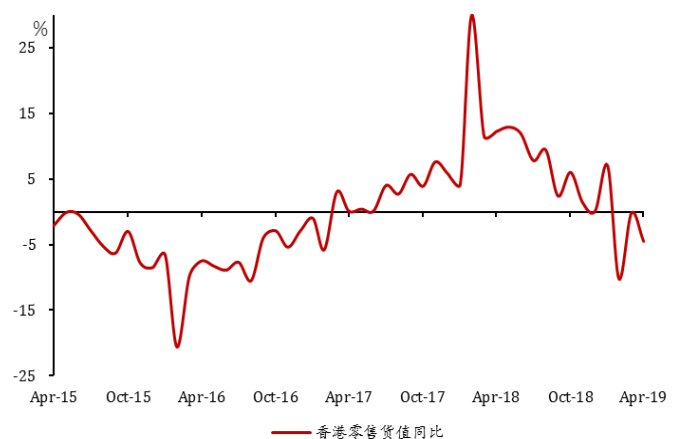
香港零售销售同比亦连跌三个月（图6）。4月零售总销货价值同比跌4.5%，远逊市场预期的跌0.2%，更是两年半以来最大跌幅(1-2月合并计算)。与游客较相关的消费项目，如药物及化妆品、珠宝首饰、钟表及名贵礼物，过去数月跌幅明显较民生消费更深，反映内地旅客消费转弱。

图5：香港出口连跌六个月



资料来源：彭博及招银国际证券

图6：香港零售连跌三个月



资料来源：彭博及招银国际证券

外围因素

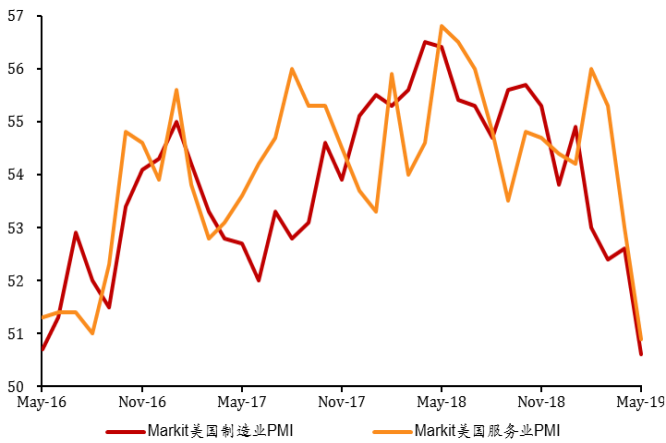
美国经济衰退风险上升

■ PMI 跌至接近十年新低

贸易战对中美经济均有负面影响。Markit 美国5月份制造业 PMI 由4月份的52.6下跌至50.6（图7），创2009年以来新低。Markit 美国5月份服务业 PMI 由4月份的53.5急跌至50.9，创逾三年新低。

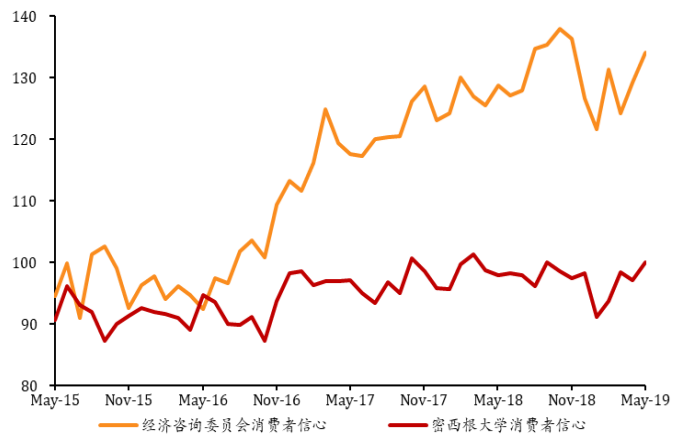
不过，美国就业市场及消费信心相对较强。4月新增26.3万个非农就业职位，失业率降至3.6%并创半世纪以来新低，平均时薪同比增长3.2%。消费者信心今年初虽曾回落，但其后反弹（图8），似未有受5月上调关税的消息打击。

图 7：美国 PMI 回落至接近盛衰分界线



资料来源：彭博及招银国际证券

图 8：美国消费者信心反弹



资料来源：彭博及招银国际证券

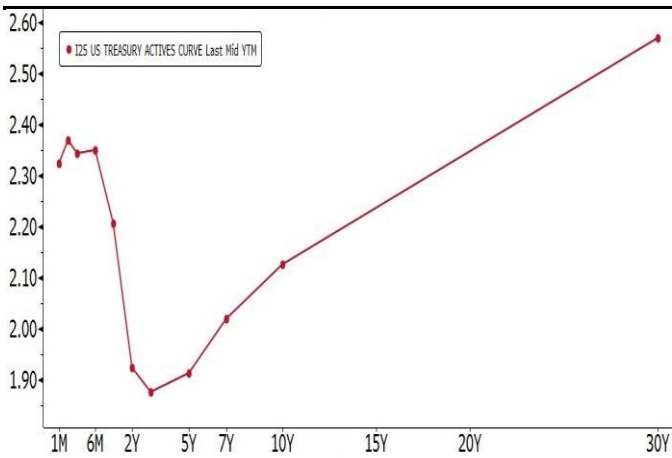
由于美国经济尚未全面转弱，特朗普可能有恃无恐，认为美国较中国有更多谈判筹码，不易于贸易问题上让步，对环球股市并非好事。

■ 债息倒挂加剧

5 月份避险资金流入债市，美国国债中长期孳息大幅下跌，令孳息曲线再次局部倒挂。（图 9）。自从 5 月初特朗普表示要加中国关税后，十年期孳息急跌约 40 个基点，继 3 月下旬后，再次低于三个月孳息，倒挂程度更为显著（图 10）。

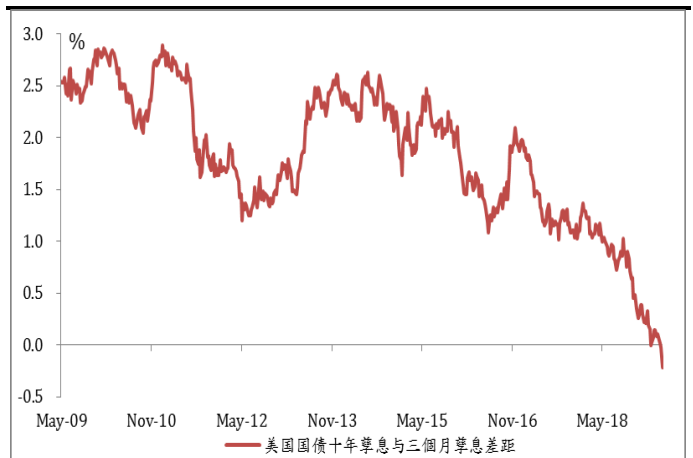
孳息倒挂向来被视为预示经济衰退的重要警号。市场最重视的十年期与两年期孳息差，目前尚未倒挂，约有 20 点子差距，如果此息差亦倒挂，将进一步反映经济衰退的忧虑，环球股市料将出现更大震荡。

图 9：美国孳息曲线局部倒挂



资料来源：彭博及招银国际证券

图 10：美国十年期与三个月期孳息倒挂



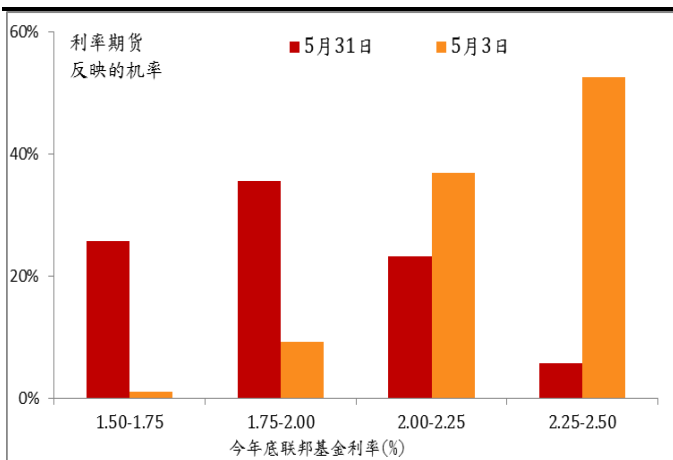
资料来源：彭博及招银国际证券

联储局减息呼声高涨

虽然联储局公开市场委员会最近一次议息(4月30日至5月1日)表示,在调整利率上将在未来一段时间保持耐性,但那是在特朗普宣布上调中国货关税之前。须留意6月18-19日联储局议息会上,局方对经济评估及利率展望有否转变。5月底联储局副局长克拉里达(Richard Clarida)指,美国经济良好,但如果有任何迹象显示通胀长期低于目标,或经济及金融发展面临重大下行风险,联储局将考虑调整政策,暗示有可能减息。

利率期货显示,5月初特朗普宣布上调中国货关税前,市场仍预期今年底联储局有约一半机会维持利率不变,但现时减息至少一次的机率已急升至94%,减息两次或以上的机率已达71%(图11)。

图 11: 市场预期美国年底前至少减息一次



资料来源: CME 及招银国际证券

港股基本因素

盈利及估值均被下调

■ 加关税拖累恒指盈利预测跌 2%

经过一年多的盈利预测下调后,市场对港股之本年度盈利预测本于4月份回稳,但5月初美国宣布加征中国货关税后,至今恒生指数之盈利预测再被削减2.0%(图12),国企指数之盈利预测更被调低2.6%。恒指之2019年盈利预测今年以来已被调低3.5%,较去年2月份高位累计调低逾13%。

假如美国稍后宣布对其余总值3,250亿美元的中国货关税上调至25%,恒指盈利预测势将再被下调。

■ 市盈率仍有下跌風險

5月份恒指之估值被調低約8%，預測市盈率由近七年平均值以上回落之目前之10.6倍。按近年往往跌至10倍以下才見底（圖13），目前水平未算低殘，在中美關係緊張及經濟衰退陰霾籠罩下，相信估值仍有下調壓力。

圖12：恒生指數2019年預測盈利



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖13：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博及招銀國際證券

技术分析

恒指料下試二萬六

恒生指數于5月份急跌近一成后，已明显超卖，14天相对强弱指数(RSI)跌至26（圖14）。美国國債孳息超賣情況更嚴重（圖15），不排除短期有反彈，意味避險情緒可能稍為回落，則恒指亦有可能出現技術性反彈，但相信250天线約27,800有相当大阻力，6月份反复下跌机率较高，首个目标于1月9日的上升裂口約26,000。

圖14：恒生指數或須向下回補裂口



資料來源：彭博及招銀國際證券

圖15：美国十年期國債孳息嚴重超賣

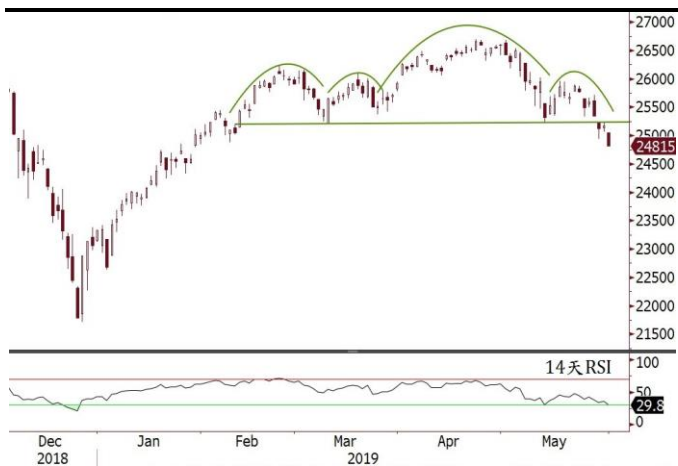


資料來源：彭博及招銀國際證券

美股纷现头肩顶

美股的走势亦不妙，三大指数均出现利空形态“头肩顶”，并于5月底跌穿“颈线”（图 16-18），若不能于6月首周重上颈线之上，则确认利空形态成立，量度目标较现水平有约 5% 下调空间。

图 16: 美国道琼斯指数



资料来源：彭博及招银国际证券

图 17: 美国标普 500 指数



资料来源：彭博及招银国际证券

图 18: 美国纳斯达克指数



资料来源：彭博及招银国际证券

投资策略

维持审慎，勿乱抄底

■ 趁反弹减持出口、科技、汽车股

综合以上对中美关系、经济展望、盈利前景、技术走势的分析，6月份港股未许乐观。预期市场维持较高波幅，尤其会对中美关系的消息有较大反应，例如特朗普于推特上的言论。鉴于特朗普向来重视金融市场表现，假如美股进一步回落半成至一成，他可能会发表较利好市场的言论，例如表示中美将会再进行磋商。不过，接近期事态发展估计，中美关系暂难显著改善，每次市场反弹反而是减持的机会，其中较受贸易战影响的出口、科技股，及基本因素较弱者如汽车股，均宜趁反弹减持。

■ 防守股整体偏高，慎选估值仍低者

环球股市气氛转弱、美国减息预测升温，均有利高息的防守股。不过，今年以来大部份防守股如公用及房产信托(REIT)都已累积颇大升幅，跑赢恒指，虽然业务上确实不太受贸易战及经济放缓影响，但估值或已偏高、股息或已偏低，未必有足够防守力。例如领展(823 HK)之股息率跌穿3%，煤气(3 HK)之股息率更已低于2%，比两年期美国国债孳息更低。于5月最后一周可见，部份高息股股价回落，相信正是估值已相当高之故。

高息股仍有估值吸引者，例如公用业务为主的长江基建(1038 HK)和新创建(659 HK)，及本港电讯股香港电讯(6823 HK)和香港宽带(1310 HK)，股息率介乎4%-5.5%，相信有较强抗跌力。

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 19：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	受中美贸易摩擦升级和包商银行信用风险事件的影响，5月份内股整体表现疲弱。当前行业平均市帐率仅为0.6倍，接近2016年初历史低位。我们认为估值已较充分反映市场负面因素，板块中长期配置价值明显。主要H股上市银行将于6月除息，建议持有高股息率大型银行，例如农行(1288 HK)，或业绩优于同业的股份制银行，例如光大银行(6818 HK)。
中国保险	优于大市	内险股5月表现偏弱，主要受到中美摩擦升级、股市情绪转弱等因素影响。当前寿险股平均2019年预测内含价值倍数仅0.53倍，财险股2018年预测市帐率1.05倍，我们认为估值已基本反映负面情绪。新出台的佣金手续费税前扣除比例提升政策，将直接提振险企利润，有助估值修复，并鼓励险企发展保障型业务。建议逢低吸纳寿险业务稳健、财险改善的中国太保(2601 HK)，短期可关注估值受到税收新政直接提振的中国财险(2328 HK)。
中国设备及机械	优于大市	我们上月建议重点买入的中联重科(1157 HK，买入)于5月份整体板块下跌近10%下股价仍然表现持平，主要由于公司公布大规模的A股股份回购计划并于月内执行。展望6月，中美角力升级继续对宏观带来不确定性，然而我们认为工程机械由环保政策以及更新换代所拉动的需求将仍然强韧。此外，加大基建投资有机会成为中国政府稳经济的手段，对工程机械提供额外需求。我们重点看好中联重科及三一重工(600031 CH，未评级)，两家公司持续回购A股将继续为股价带来支持。

资料来源：招银国际研究

图 19：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	受中美贸易及周边市场波动影响，5月份互联网板块股价整体回调约20%。在中美贸易尚不明朗、市场避险情绪企高下，虽然板块业绩增长可预见性高且受贸易战影响小，但我们对板块持谨慎乐观的观点，归因于板块高波动性及近期内容及社交政策趋严。建议关注抗跌性目标，投资方向层面偏好：1) 存在“减税降费”利好的电商/本地生活领域，例如阿里巴巴(BABA US)；2) 业绩向好、估值严重偏低的直播板块，例如陌陌(MOMO US)、YY(YY US)。同时，对广告行业保持谨慎观望态度，源于宏观不确定性及广告库存增加下 CPM 承压。
中国教育	优于大市	教育是刚性需求，在中美贸易摩擦升温带来不确定性增加下，教育行业高预见性的特点更为突出。预期民促法最终稿将于1-2个月内出台，估计跟去年11月征求意见稿内容差不多，没有新负面的政策，预期政策落地后，在行业不明朗因素消除下，对行业是利好。看好高等教育行业，具备并购及内生增长，2019年9月高职扩招115万，职业教育明确鼓励民办教育参与发展，行业估值15倍2019年预测市盈率，低于历史平均的17倍。首推希望教育(1765 HK)，高职学生占比45%，现金30亿元，是行业内唯一有良好内生增长及并购增长的公司。
中国房地产	同步大市	中美贸易问题转趋紧张，再加上银行上调房贷利息，我们预期未来房地产市场交投将会面临压力。此外，苏州最近表示要控制全年房价升幅在5%以内，暗示未来将有政策出来压抑房价升幅。虽然在中美关系未明朗的情况下，中国政府有机会以楼市来稳定经济增长，但目前仍是言之过早，政府仍以稳为主，放宽楼市政策的预期只是过早的期望。
中国医药	同步大市	目前市场主要关注医保目录调整名单，6月份会公布，我们预计基药目录11个未纳入医保的品种(索林布为维帕他韦片、达格列净、波生坦片、阿法骨化醇滴剂、金花清感颗粒等)及PD-1单抗、近年上市的抗癌药和降糖药有望列入医保，潜在受益公司有三生制药(1530 HK)，其长效GLP-1有望纳入医保、君实生物、信达生物的PD-1等。第二批集采预计下半年开始，辅助用药目录名单出台时间尚未可知，此外5月30日中央深化改革委员会通过《关于治理告知医用耗材的改革方案》，预计下半年耗材集采将提上日程，对高值耗材终端价格产生压力。
中国非必需消费	同步大市	受美国增加关税所影响，消费意愿在5月迅速转弱，展望下半年不容乐观。尽管行业预测市盈率只有14.1倍的(七年平均在17.1倍)，但我们相信盈利预计还未充分下调，所以目前行业估值仍有相当的下行风险。我们只推荐自身升级所带来超预期成长的公司，如波司登(3998 HK)，以及防守性相当高的公司，如大家乐(341 HK)。其他行业如香港零售，奢侈品，以及出口制造类都建议避开。
中国必需消费	同步大市	首推万洲(288 HK)：中国4月份母猪存栏数同比下跌23%，基于调整生猪供应大概需要18个月时间，预期中国生猪价格于2019年及2020年上涨，并拉动美国生猪价格及养殖业务利润上升。墨西哥于5月19日取消对美国进口猪肉关税亦有利美国猪肉及生猪价格。现时估值为10.4倍2019年预测市盈率，股息率4.3%。
中国证券	同步大市	5月中美贸易纠纷重燃，市场风险偏好进一步下降，H股券商平均下跌16%。A股日均成交收缩至5,000亿元以下，沪深300指数下跌超过7%。目前券商板块估值低于0.8倍2019年预测市帐率，已接近2018年10月的低位，但现时经营环境仍好于去年同期。券商板块估值在历史低位附近下行空间较为有限，但在没有明确利好消息提振市场信心、提升风险偏好的情况下，亦难有反弹动力。建议对板块短期表现持观望态度，在市场持续弱势情况下，可关注收入结构均衡韧性较强及科创板受惠券商，如中信证券(6030 HK)及中金公司(3908 HK)。
中国科技	同步大市	近期受到中美贸易紧张局势的升级以及华为禁令的影响，我们预期将引发短期供应链中断，同时影响智慧手机格局的转变以及全球5G推出延迟。尽管科技板块从高位调整了15%-40%，但我们认为近期全球科技领域局势紧张以及中国对苹果的潜在报复将继续带来持续的不确定性。我们建议远离苹果和华为供应链，而挑选具有行业领导地位、多元化客户群和市场份额提升的组件供货商，如立讯精密、舜宇光学(2382 HK)和丘钛科技(1478 HK)。

资料来源：招银国际研究

圖 19：招銀國際分析員的行業中短期觀點(續上頁)

行業	評級	評論
中国风电	同步大市	能源局在 5 月末发布了《关于 2019 年风电项目建设的有关通知》，正式确定了 2019 年风电项目开发的具体政策及措施。风电行业年初至今连续遭到潜在政策风险所打击，但结合 1-4 月的发电情况来看业务情况仍处在市场和市场的预期范围之内，盈利表现依然稳定。目前风电运营商在较疲弱的市场情绪之下估值仅前瞻市净率为 0.5-0.7 倍。我们认为在市场波动情形下风电板块进一步下探的空间将非常有限，有较好的安全边际。我们偏好风电运营商，行业首选是华电福新(816 HK)，公司 2019 年受惠于水电及火电板块盈利恢复，盈利整预见性较强。
中国太阳能	同步大市	国家能源局在 5 月末发布了《关于 2019 年光伏发电项目建设的有关通知》，正式确定了 2019 年光伏项目开发的具体政策及措施。2019 年建设方案整体符合市场预期，随着新能源长效配额制政策以及短期建设方案的出台，我们预期市场情绪对于光伏行业降持续转向积极。光伏行业整体前景随着成本不断降低趋向明朗，但在贸易纷争背景下或仍将面临短期风险。结合历史中国光伏制造企业对于欧美双反的应对，我们依然对光伏制造企业发展前景维持乐观。我们建议关注保利协鑫(3800 HK)，其新的铸锭单晶硅片产品有望扭转目前不利的市场局面，增加 2019 年光伏材料业务扭亏的可能性。













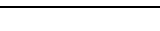

資料來源：招銀國際研究

A股市场观点

朱肖炜 (+86 0755-83169193 / alphonsezhu@cmbchina.com)

从指数走势看，5月以来A股各大指数普遍回落。截止5月27日，中证红利、上证50、沪深300、中证500本月以来分别下跌6.05%、7.57%、7.05%、6.49%，而中小板指、创业板指跌幅较大，分别为9.10%、8.12%。本月以来全球权益指数均呈普跌态势，A股表现较为疲弱，但今年以来表现仍超越全球各大指数。

图 20: 5月各大指数表现

指数	收盘价 (截止2019/5/27)	本月以来(%)	今年以来(%)	近一年以来(%)	2018年以来走势	最新PE(TTM)	最新PB(LF)
中证红利	4449.32	-6.05	15.96	-2.24		7.97	1.02
上证50	2722.33	-7.57	18.72	2.29		9.40	1.14
沪深300	3637.20	-7.05	20.81	-4.70		11.76	1.38
中证500	4962.95	-6.49	19.07	-16.14		26.61	1.83
中小板指	5494.61	-9.10	16.83	-23.62		23.57	2.99
创业板指	1491.95	-8.12	19.31	-17.32		53.40	4.08
恒生指数	27288.09	-8.12	5.58	-10.79		9.74	1.07
日经225	21182.58	-4.83	5.83	-5.65		15.78	1.60
标普500	2826.06	-4.07	12.73	3.85		20.62	3.20
道琼斯工业	25585.69	-3.79	9.68	3.36		18.45	4.22
纳斯达克	7637.01	-5.66	15.10	2.73		30.05	3.54
富时100	7277.73	-1.89	8.17	-5.85		17.20	1.70
德国DAX	12071.18	-2.21	14.32	-6.70		16.04	1.54
法国CAC40	5336.19	-4.48	12.80	-3.72		18.23	1.53

资料来源: Wind、招商银行研究院

近期中美贸易波澜再起，成为本月扰动市场较大的一个外部因素，我们认为其对股市影响主要有两条路径：（1）基本面；（2）风险偏好。

从企业盈利角度来看，关税的提高对上市公司营收冲击相对可控，但需要关注产业链转移、失业率等潜在风险。假设A股上市公司全部承担关税，则在普通情况（仅对2,000亿美元输美商品关税提高为25%）下，上市公司营收所受冲击为3.7%；悲观情形（对3,250亿美元输美商品加征25%关税）下，上市公司营收所受冲击约为5.9%；极端情况下（如5,000亿美元商品因产业链转移等原因不再出口），上市公司营收所受冲击为16.0%。

从企业盈利内部环境来看，4月经济数据回落，折射基本面企稳基础尚不稳固，4月工业增加值回落、大宗商品价格下行或预示5月PPI下行压力，迭加2018年同期企业盈利高基数影响，短期内企业盈利仍存反复的可能性。

风险偏好方面，行情或将从估值提升逐步转向为基本面主导，不具备业绩支撑的概念炒作股趋势或难持续，同时，二季度为大小非解禁市值年内峰值水平，通常来看，解禁高峰前后1-2个月内ERP波动幅度会加大。

从风险偏好外部环境来看，中美贸易摩擦的反复不利于风险偏好的改善，若贸易摩擦持续升级（如科技、互联网、金融等领域），市场风险偏好波动或将加大，因此未来需密切关注两国贸易谈判的后续进程。

风险提示：上市公司业绩超预期下行风险；中美贸易摩擦持续升级风险；周边市场大幅调整风险。

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		49.3%										
汇丰控股	5	10.6%	64.05	12.0	11.3	10.9	0.88	0.98	0.94	6.2%	6.2%	6.2%
友邦保险	1299	9.9%	73.65	43.7	17.5	15.4	2.91	2.55	2.30	1.5%	1.9%	2.1%
建设银行	939	7.5%	6.20	5.4	5.1	4.8	0.69	0.65	0.60	5.6%	5.9%	6.3%
工商银行	1398	4.6%	5.60	5.9	5.6	5.3	0.73	0.71	0.65	5.1%	5.4%	5.7%
中国平安	2318	5.4%	86.60	13.0	10.6	9.2	2.33	2.11	1.80	2.3%	2.8%	3.3%
中国银行	3988	2.9%	3.25	4.7	4.6	4.4	0.54	0.51	0.47	6.4%	6.7%	7.0%
香港交易所	388	3.3%	249.4	33.7	29.8	26.2	7.92	7.29	6.95	2.7%	3.0%	3.4%
中国人寿	2628	1.5%	18.20	39.8	12.2	11.5	1.42	1.27	1.18	1.0%	3.2%	3.3%
恒生银行	11	1.7%	196.5	15.5	14.9	14.0	2.42	2.24	2.11	3.8%	4.2%	4.4%
中银香港	2388	1.2%	30.10	9.9	9.4	8.7	1.13	1.12	1.05	4.9%	5.1%	5.5%
交通银行	3328	0.6%	6.14	5.5	5.3	5.0	0.56	0.57	0.52	5.3%	5.8%	6.0%
资讯科技		10.6%										
腾讯控股	700	9.7%	326.0	34.7	29.1	23.2	7.51	6.46	5.13	0.3%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.3%	41.7	11.7	14.7	12.4	2.38	2.18	1.97	3.4%	2.9%	3.2%
舜宇光学科技	2382	0.5%	66.9	25.9	18.5	14.2	7.00	5.23	4.02	1.0%	1.4%	1.9%
地产		11.5%										
长实集团	1113	1.6%	56.70	5.2	7.4	8.3	0.65	0.60	0.57	3.4%	3.7%	4.0%
新鸿基地产	16	1.6%	124.1	7.2	10.8	9.9	0.66	0.64	0.61	3.7%	4.1%	4.3%
领展房产基金	823	2.2%	93.80	4.1	38.0	31.8	1.10	1.09	1.07	2.7%	2.9%	3.2%
中国海外发展	688	1.2%	27.20	6.6	6.5	5.6	1.05	0.93	0.82	3.3%	4.1%	4.8%
碧桂园	2007	0.9%	10.60	5.8	4.8	4.1	1.67	1.30	1.04	5.2%	6.5%	7.5%
九龙仓置业	1997	0.7%	53.55	9.0	15.6	14.8	0.74	0.73	0.72	5.9%	4.2%	4.4%
华润置地	1109	1.0%	31.90	7.9	8.2	7.0	1.41	1.27	1.13	3.8%	4.9%	5.8%
新世界发展	17	0.8%	11.56	5.0	13.3	13.2	0.54	0.52	0.50	4.2%	4.3%	4.5%
恒基地产	12	0.7%	40.50	6.3	13.0	13.0	0.63	0.64	0.64	4.0%	4.1%	4.3%
信和置业	83	0.4%	12.54	6.1	16.8	16.2	0.60	0.57	0.56	4.2%	4.5%	4.6%
恒隆地产	101	0.4%	16.50	9.2	16.7	15.7	0.54	0.53	0.52	4.5%	4.6%	4.7%
电讯		5.3%										
中国移动	941	4.7%	68.45	10.5	10.5	10.1	1.17	1.11	1.05	4.6%	4.7%	4.9%
中国联通	762	0.6%	8.27	21.9	16.2	11.7	0.71	0.67	0.64	1.8%	2.4%	3.3%
能源		5.7%										
中国海洋石油	883	2.6%	12.78	9.5	9.2	8.5	1.20	1.14	1.07	6.2%	5.3%	5.6%
中国石化	386	1.5%	5.22	9.0	8.8	8.3	0.75	0.76	0.74	9.1%	8.5%	8.9%
中国石油	857	1.0%	4.38	13.4	11.8	10.3	0.58	0.57	0.55	3.4%	4.5%	5.0%
中国神华	1088	0.6%	16.10	6.4	6.6	6.7	0.83	0.79	0.74	6.2%	6.1%	6.0%
公用		5.1%										
中电控股	2	1.9%	88.65	16.2	18.1	17.5	2.05	1.87	1.79	3.4%	3.4%	3.6%
香港中华煤气	3	2.0%	17.32	31.1	34.4	31.3	4.70	4.41	4.27	1.8%	1.9%	2.0%
电能实业	6	0.8%	54.20	15.1	15.0	14.6	1.38	1.36	1.34	5.2%	5.2%	5.2%
长江基建集团	1038	0.4%	60.55	14.3	13.9	13.5	1.42	1.30	1.25	4.0%	4.3%	4.4%
综合类		3.4%										
长和	1	2.2%	74.05	7.3	6.8	6.3	0.64	0.58	0.55	4.3%	4.6%	5.0%
中信股份	267	0.7%	10.64	6.1	5.8	5.4	0.55	0.52	0.48	3.9%	3.9%	4.4%
太古股份	19	0.5%	92.80	5.4	10.6	11.8	0.52	0.51	0.50	3.2%	3.8%	4.0%
消费品		5.2%										
吉利汽车	175	0.8%	12.86	8.2	7.8	6.9	2.26	1.84	1.53	2.7%	3.0%	3.5%
石药集团	1093	0.7%	12.64	22.5	17.9	14.6	4.62	4.02	3.37	1.4%	1.7%	2.1%
申洲国际	2313	0.8%	92.45	27.0	22.7	19.1	5.49	4.79	4.21	1.9%	2.3%	2.7%
蒙牛乳业	2319	0.9%	28.65	32.6	25.4	21.2	3.93	3.46	3.07	0.7%	1.0%	1.2%
中国生物制药	1177	0.6%	7.91	9.7	27.7	24.3	2.96	2.90	2.62	1.0%	0.9%	0.9%
恒安国际	1044	0.5%	57.50	15.9	14.3	13.1	3.65	3.31	3.04	4.3%	4.8%	5.2%
万洲国际	288	0.7%	7.06	14.0	10.6	9.5	1.71	1.50	1.38	2.8%	4.1%	4.7%
中国旺旺	151	0.4%	5.59	19.6	18.0	17.0	4.54	3.83	3.49	0.0%	3.1%	3.4%
消费服务		3.1%										
银河娱乐	27	1.1%	47.40	15.2	15.3	14.3	3.29	2.89	2.55	0.0%	1.9%	2.4%
金沙中国	1928	1.0%	35.50	19.5	17.0	15.3	8.30	8.03	7.51	5.6%	5.7%	6.0%
港铁公司	66	1.0%	47.95	18.4	23.0	21.5	1.63	1.56	1.52	2.5%	2.7%	2.8%
工业		0.8%										
创科实业	669	0.8%	50.00	21.1	17.9	15.3	3.81	3.47	2.99	1.8%	2.1%	2.7%
加权平均				10.5	10.6	9.8	1.25	1.16	1.08	3.7%	3.9%	4.1%

资料来源: 彭博、招银国际研究; 截至2019年5月31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		51.6%										
工商银行	1398	8.6%	5.60	5.8	5.7	5.3	0.73	0.71	0.65	5.1%	5.4%	5.7%
建设银行	939	9.7%	6.20	5.3	5.1	4.8	0.69	0.65	0.60	5.6%	5.9%	6.3%
中国平安	2318	10.0%	86.60	10.7	10.7	9.3	2.33	2.11	1.80	2.3%	2.8%	3.3%
中国银行	3988	5.4%	3.25	4.8	4.6	4.4	0.54	0.51	0.47	6.4%	6.7%	7.0%
中国人寿	2628	2.8%	18.20	40.9	12.3	11.6	1.42	1.27	1.18	1.0%	3.2%	3.3%
招商银行	3968	3.1%	37.75	10.1	9.3	8.3	1.58	1.45	1.28	2.8%	3.2%	3.7%
农业银行	1288	1.9%	3.36	5.0	4.9	4.6	0.63	0.59	0.54	5.9%	6.3%	6.6%
中国太保	2601	1.6%	29.00	12.9	10.7	9.4	1.55	1.41	1.29	3.9%	4.4%	5.0%
中国财险	2328	1.2%	8.47	10.7	8.1	7.2	1.17	1.05	0.95	3.6%	4.0%	4.5%
交通银行	3328	1.1%	6.14	5.6	5.3	5.1	0.56	0.57	0.52	5.3%	5.8%	6.0%
中信银行	998	0.9%	4.45	4.2	4.2	4.0	0.46	0.44	0.40	5.9%	6.5%	6.8%
民生银行	1988	0.8%	5.70	4.6	4.2	4.1	0.52	0.48	0.44	6.9%	4.9%	5.0%
海通证券	6837	0.5%	8.04	15.8	9.3	8.6	0.69	0.65	0.61	2.1%	3.4%	3.5%
邮储银行	1658	1.0%	4.69	6.1	6.0	5.4	0.75	0.71	0.64	4.7%	4.5%	5.0%
中信证券	6030	0.6%	14.28	16.2	10.8	9.9	1.00	0.92	0.87	2.8%	3.7%	4.0%
新华保险	1336	0.6%	36.40	12.6	10.0	8.9	1.53	1.32	1.16	1.6%	2.8%	3.2%
中国华融	2799	0.3%	1.33	28.7	5.4	4.7	0.38	0.33	0.31	1.0%	5.1%	6.8%
中国人民保险	1339	0.5%	3.08	8.8	7.0	6.3	0.78	0.69	0.63	1.7%	2.2%	2.7%
华泰证券	6886	0.4%	12.42	16.3	10.7	9.6	0.87	0.81	0.76	2.7%	3.6%	3.8%
中国信达	1359	0.3%	1.82	5.0	4.1	3.7	0.45	0.41	0.38	5.9%	6.6%	7.4%
广发证券	1776	0.3%	8.94	13.8	8.7	7.7	0.71	0.65	0.60	0.0%	4.3%	4.2%
能源		10.6%										
中国石化	386	2.8%	5.22	9.7	8.8	8.2	0.75	0.76	0.74	9.1%	8.5%	8.9%
中国石油	857	1.9%	4.38	13.4	11.8	10.4	0.58	0.57	0.55	3.4%	4.5%	5.0%
中国神华	1088	1.1%	16.10	6.1	6.6	6.7	0.83	0.79	0.74	6.2%	6.1%	6.0%
中国海洋石油	883	4.7%	12.78	9.5	9.1	8.6	1.20	1.14	1.07	6.2%	5.3%	5.6%
地产建筑		5.3%										
华润置地	1109	1.8%	31.90	8.0	8.1	6.9	1.41	1.27	1.13	3.8%	4.9%	5.8%
海螺水泥	914	1.2%	45.80	7.2	7.3	7.6	1.90	1.61	1.41	4.2%	4.5%	4.4%
中国交建	1800	0.6%	6.97	5.3	4.6	4.3	0.50	0.46	0.42	3.8%	4.2%	4.5%
万科	2202	0.7%	27.75	8.0	6.6	5.8	1.73	1.45	1.24	4.4%	5.1%	5.9%
中国中铁	390	0.5%	5.86	7.1	6.2	5.5	0.74	0.59	0.53	2.5%	2.7%	2.9%
中国建材	3323	0.5%	6.03	5.6	4.8	5.1	0.61	0.52	0.47	5.3%	3.7%	3.7%
消费		6.4%										
比亚迪	1211	0.6%	45.90	43.4	31.9	26.8	2.15	1.87	1.78	0.5%	0.5%	0.6%
国药控股	1099	0.7%	29.45	13.2	11.8	10.5	1.80	1.64	1.44	2.3%	2.5%	2.9%
广汽集团	2238	0.5%	7.56	6.2	5.9	5.3	0.89	0.81	0.73	5.7%	5.7%	6.4%
长城汽车	2333	0.4%	5.70	11.8	9.3	8.8	0.86	0.81	0.76	5.8%	4.6%	4.8%
东风集团股份	489	0.4%	6.46	3.8	3.7	3.6	0.41	0.37	0.34	6.2%	5.3%	5.4%
中国国航	753	0.3%	7.27	12.0	8.3	7.1	1.00	0.91	0.82	1.8%	2.5%	3.0%
石药集团	1093	1.2%	12.64	22.5	17.9	14.6	4.62	4.02	3.37	1.4%	1.7%	2.1%
申洲国际	2313	1.4%	92.5	27.0	22.7	19.1	5.49	4.79	4.21	1.9%	2.3%	2.7%
恒安国际	1044	0.9%	57.50	16.1	14.2	13.2	3.65	3.31	3.04	4.3%	4.8%	5.2%
公用		2.7%										
华能国际	902	0.4%	4.94	28.7	12.4	9.8	0.90	0.73	0.70	2.3%	5.3%	6.6%
中广核电力	1816	0.5%	2.16	10.0	9.3	8.6	1.28	1.11	1.02	0.0%	3.9%	4.3%
中国燃气	384	0.9%	25.20	18.2	16.2	13.9	4.33	3.67	3.08	1.4%	1.8%	2.2%
粤海投资	270	0.9%	15.42	20.1	18.9	17.2	2.50	2.35	2.26	3.5%	3.9%	4.3%
工业		0.6%										
中国中车	1766	0.6%	6.72	14.5	12.4	10.8	1.30	1.22	1.13	2.5%	3.1%	3.3%
工业		1.3%										
中信股份	267	1.3%	10.64	6.2	5.9	5.5	0.55	0.52	0.48	3.9%	3.9%	4.4%
资讯科技及电讯		21.9%										
腾讯控股	700	10.0%	326.0	32.8	29.3	23.5	7.51	6.46	5.13	0.3%	0.3%	0.4%
中国移动	941	8.7%	68.45	10.5	10.4	10.0	1.17	1.11	1.05	4.6%	4.7%	4.9%
中国电信	728	1.5%	4.19	13.1	12.7	11.8	0.82	0.82	0.79	3.4%	3.1%	3.3%
中国铁塔	788	1.6%	1.76	86.6	50.0	31.6	1.51	1.49	1.44	0.1%	1.2%	1.7%
加权平均				8.4	8.1	7.5	1.03	0.85	0.78	3.9%	4.2%	4.5%

资料来源: 彭博、招银国际研究; 截至2019年5月31日

附录3: 招銀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(亿元)	年结	市盈率		
				(当地货币)	(当地货币)	(当地货币)		FY0	FY1	FY2
房地产	万科	2202 HK	买入	27.75	36.36	3,385	12月	7.8	8.1	6.6
	中国海外	688 HK	持有	27.20	32.13	2,980	12月	6.6	6.7	6.0
	碧桂园	2007 HK	买入	10.60	16.49	2,296	12月	4.7	3.7	2.9
	华润置地	1109 HK	持有	31.90	33.18	2,211	12月	7.8	6.7	5.5
	龙湖	960 HK	持有	28.75	23.23	1,712	12月	7.3	5.5	4.5
	世茂	813 HK	买入	22.45	26.21	741	12月	5.7	5.2	4.7
	龙光	3380 HK	持有	11.58	12.16	635	12月	4.7	4.4	4.0
	雅居乐	3383 HK	买入	9.93	15.93	389	12月	5.3	4.5	4.1
	合景泰富	1813 HK	买入	7.87	11.82	250	12月	8.9	8.8	7.4
	奥园	3883 HK	买入	8.47	9.60	227	12月	3.9	3.5	2.8
	时代中国	1233 HK	买入	13.00	15.60	252	12月	3.5	4.1	3.3
	禹洲	1628 HK	买入	3.57	5.19	172	12月	6.7	5.6	4.7
	中骏置业	1966 HK	买入	3.55	4.56	146	12月	4.7	4.1	3.3
	中海宏洋	81 HK	买入	3.40	5.38	116	12月	8.1	5.1	3.8
	绿城服务	2869 HK	买入	6.17	7.50	171	12月	31.2	24.1	19.0
	雅生活	3319 HK	买入	11.58	17.50	154	12月	30.5	24.5	20.3
	中海物业	2669 HK	持有	3.72	3.33	122	12月	16.1	12.3	8.8
易居(中国)	2048 HK	买入	10.52	16.30	155	12月	5.8	7.0	6.4	
河北建设	1727 HK	买入	5.41	5.18	95	12月	11.2	9.2	7.9	
互联网	腾讯	700 HK	买入	326.0	420.0	31,037	12月	35.5	30.5	24.2
	阿里巴巴集团	BABA US	买入	149.3	218.4	3,859	3月	26.4	21.7	17.1
	百度股份	BIDU US	买入	110.0	215.6	385	12月	11.1	12.0	9.4
	陌陌公司	MOMO US	买入	27.57	45.00	57	12月	11.0	9.6	7.8
	欢聚时代	YY US	买入	68.5	98.5	54	12月	9.2	8.9	7.6
	IGG	799 HK	持有	9.29	11.00	119	12月	8.5	8.5	7.9
	汇量科技	1860 HK	买入	3.37	4.97	52	12月	21.6	10.8	6.2
同程艺龙	780 HK	买入	14.80	19.71	307	12月	24.0	16.7	12.9	
教育	睿见教育	6068 HK	买入	4.09	5.30	84	8月	23.1	17.6	14.8
	卓越教育	3978 HK	买入	2.51	3.70	21	12月	12.7	10.8	8.0
	中国新华教育	2779 HK	买入	2.53	3.71	41	12月	N/A	12.1	10.3
	希望教育	1765 HK	买入	1.05	1.65	70	12月	16.2	13.3	10.4
银行	工商银行	1398 HK	买入	5.60	7.60	22,031	12月	6.1	5.8	5.4
	建设银行	939 HK	买入	6.20	9.30	15,666	12月	5.5	5.2	4.8
	农业银行	1288 HK	买入	3.36	5.30	14,369	12月	5.0	4.8	4.6
	中国银行	3988 HK	买入	3.25	5.20	12,001	12月	5.0	4.6	4.2
	中信银行	998 HK	买入	4.45	5.90	2,897	12月	4.4	4.3	3.9
	交通银行	3328 HK	持有	6.14	6.40	4,805	12月	5.8	5.5	5.2
	民生银行	1988 HK	持有	5.70	6.20	2,934	12月	3.6	3.9	4.0
	中国光大银行	6818 HK	买入	3.54	4.60	2,184	12月	5.0	4.9	4.5
	中原银行	1216 HK	持有	2.12	2.58	426	12月	8.7	8.3	7.3
券商	中信证券	6030 HK	买入	14.28	21.80	2,574	12月	15.9	12.4	10.8
	广发证券	1776 HK	持有	8.94	13.70	1,024	12月	10.8	8.3	7.0
	HTSC	6886 HK	买入	12.42	18.60	1,595	12月	13.7	10.9	9.4
	中金公司	3908 HK	持有	14.24	18.90	597	12月	15.5	12.9	10.6
	中国银河	6881 HK	持有	4.21	4.80	897	12月	15.1	10.3	8.6
	中信建投证券	6066 HK	持有	5.56	8.20	1,737	12月	11.7	8.7	7.5
保险	中国太保	2601 HK	买入	29.00	40.52	3,261	12月	12.5	10.5	9.0
	中国人寿	2628 HK	买入	18.20	25.69	7,529	12月	39.8	13.3	11.3
	众安在线	6060 HK	持有	22.40	28.18	329	12月	亏损	亏损	亏损
	中国太平	966 HK	买入	20.15	30.25	724	12月	9.4	8.1	7.2
	新华保险	1336 HK	买入	36.40	47.37	1,598	12月	12.3	9.9	9.0
	中国人民保险	1339 HK	买入	3.08	4.22	3,920	12月	8.8	8.3	7.9
	中国财险	2328 HK	持有	8.47	9.19	1,884	12月	10.5	9.0	8.3

(下页续)

附录3: 招銀國際研究部覆盖股份(续上页)

行业	公司名称	代码	评级	收市价	目标价	市值(亿元)	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	1.70	1.90	215	12月	7.4	6.8	5.9
	中银航空租赁	2588 HK	持有	65.35	62.80	454	12月	9.4	8.3	7.6
	合和公路基建	737 HK	买入	3.75	5.21	116	12月	16.5	13.2	12.1
机械及设备	潍柴动力	2338 HK	买入	11.92	16.20	1,027	12月	12.1	10.3	9.6
	中国重汽	3808 HK	买入	14.86	18.00	410	12月	11.7	8.7	8.4
	中国龙工	3339 HK	持有	2.08	2.75	89	12月	6.6	6.2	5.6
	三一国际	631 HK	买入	2.85	4.52	88	12月	30.6	12.3	8.5
	中联重科	1157 HK	买入	4.59	5.83	456	12月	14.6	11.6	9.9
	兴达国际	1899 HK	卖出	2.10	1.95	31	12月	9.5	11.3	10.6
	津上机床中国	1651 HK	买入	7.87	13.30	30	3月	11.9	9.5	8.0
	新能源/公用	保利协鑫能源	3800 HK	持有	0.48	0.56	87	12月	3.8	68.1
协鑫新能源		451 HK	持有	0.25	0.33	48	12月	N/A	7.6	4.4
信义光能		968 HK	持有	4.30	4.00	346	12月	14.9	12.7	9.7
龙源电力		916 HK	买入	4.95	6.90	398	12月	8.7	7.5	6.9
华能新能源		958 HK	买入	2.12	2.80	224	12月	6.3	5.7	5.1
金风科技		2208 HK	持有	8.25	9.25	512	12月	8.5	8.0	7.0
华电福新		816 HK	买入	1.51	2.00	127	12月	5.4	4.6	4.1
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	2.09	3.20	78	12月	5.4	4.4	3.9
天伦燃气		1600 HK	买入	7.99	10.76	79	12月	16.8	10.3	5.2
大众公用	1635 HK	持有	3.01	4.15	214	12月	16.2	15.2	14.4	
非必需消费	普拉达	1913 HK	持有	22.00	24.84	563	12月	30.8	22.4	22.9
	都市丽人	2298 HK	买入	2.14	3.10	48	12月	9.7	8.1	6.8
	好孩子国际	1086 HK	买入	1.80	4.27	30	12月	12.3	8.4	6.7
	荣威国际	3358 HK	买入	3.45	3.97	37	12月	10.9	8.7	6.3
	安踏体育	2020 HK	买入	48.00	52.00	1,289	12月	27.1	21.7	17.7
	大家乐	341 HK	买入	19.26	23.93	113	3月	24.4	21.8	20.1
	海底捞	6862 HK	买入	27.60	34.56	1,463	12月	76.4	44.5	33.6
	波司登	3998 HK	买入	1.95	2.45	209	3月	28.9	19.9	14.3
	李宁	2331 HK	持有	12.98	11.87	299	12月	38.2	28.4	21.9
	特步国际	1368 HK	买入	3.98	6.52	99	12月	11.6	10.4	9.2
	江南布衣	3306 HK	买入	13.56	17.22	70	6月	12.6	11.0	9.6
	中国利郎	1234 HK	买入	6.96	11.89	83	12月	9.5	8.0	7.0
	医药	石药集团	1093 HK	买入	12.64	20.80	788	12月	21.6	17.4
三生制药		1530 HK	买入	12.78	16.60	324	12月	32.0	23.9	18.9
中国中药		570 HK	买入	4.14	7.10	208	12月	11.9	10.4	8.3
绿叶制药		2186 HK	持有	5.90	7.70	193	12月	16.8	15.1	13.4
东阳光药		1558 HK	持有	38.70	41.20	175	12月	22.3	19.0	16.7
神威药业		2877 HK	买入	6.99	14.30	58	12月	11.0	9.1	7.5
康臣药业		1681 HK	买入	5.23	8.40	46	12月	8.3	7.7	6.8
昊海生物科技		6826 HK	买入	44.45	66.50	71	12月	13.5	11.0	9.1
瑞慈医疗		1526 HK	买入	1.33	2.80	21	12月	16.3	12.7	8.2
康华医疗		3689 HK	买入	5.70	13.10	19	12月	9.5	8.0	6.9
香港医思医疗		2138 HK	买入	5.27	6.27	52	3月	18.5	16.2	13.6
爱康医疗		1789 HK	买入	3.85	6.30	40	12月	23.7	23.7	17.4
必需消费	万洲国际	288 HK	买入	7.06	10.70	1,038	12月	12.7	10.1	9.3
	中国旺旺	151 HK	买入	5.59	7.40	694	3月	19.3	17.4	15.9

资料来源: 彭博、招銀國際研究; 截至2019年5月31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管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3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风险。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个人。