

# 11月港股策略报告

## 内需股中线续看好

**摘要:** 刚过去的10月份, 一众重要因素未有带来惊吓, 港股得以温和上升。本月焦点料集中于中美能否于月内签订首阶段贸易协议, 及中国会否推出更多稳增长政策。恒指受制内地经济放缓、香港经济衰退、美国暂缓加息、港股季度业绩逊色、企业趁高配股、中美长期角力等负面因素影响, 相信估值难以大幅上升, 致胜关键在行业部署及选股。中线继续看好机械设备、食品、教育、物业管理、体育服装行业, 可候回调吸纳。

- **美国经济: 衰退忧虑与减息预期下降。** 第三季 GDP 增长放缓但胜预期。经济放缓之趋势料于第四季持续, 但受到强劲的个人消费支持, 明年陷入经济衰退的机率下降。假设贸易战不再升级, 估计今明两年美国 GDP 增速分别约为 2.3% 及 1.8%。与此同时, 联储局进一步减息的机率亦减低。联储局连续三次减息后, 暗示暂毋须再减。对港股而言, 美国经济稳健带来的利好作用较间接, 但货币宽松的预期减少, 难免有损港股之向上动力。
- **中国经济: 料第四季回稳。** 第三季增长放缓至 6.0%, 10 月制造业 PMI 亦回落。但 9 月份数据有较多亮点, 我们预期第四季经济增速回稳, 因为稳经济政策、基建动工加快、汽车销售回升、中美关系缓和等支持。基于此预测, 估计短期内的中国经济数据不会为港股带来显著下跌压力。同时, 投资者将观望中央政府会否推出更多稳增长政策。
- **恒指权重股业绩失色。** 根据彭博, 恒指之 2019 年度预测盈利于 10 月底较 9 月底调高 1.0%, 是连续两个月获调升, 相信与 10 月份人民币升值 1.3% 有关。预测盈利自 2018 年 2 月见顶以来, 到今年 9 月初低位跌幅达 15%。近两个月预测盈利温和回升, 对恒指带来重要支持。不过, 恒指权重股之第三季业绩其实未如理想, 七大权重股之中, 六家已出业绩, 其中三家逊预期, 三家符预期。
- **配股活动增加。** 刚过去的 10 月份, 港股有较多配股集资活动。配股一般都尽量趁市况炽热、股价较高时进行, 当市场出现较频繁的配股活动, 往往是见顶警号。今年 4 月恒指升穿三万点, 见顶前后同样出现较多配股集资活动。另外, 内房龙头配股的时机似乎都不错, 过去五年的三个重要顶部, 出现前后都有大型内房股集资。这次负债率不算高的华润置地配股, 尤其令人提高警觉。
- **技术分析: 挑战下降轨, 须防头肩顶。** 恒指于 10 月份多次受制于 27,000 阻力, 这亦是短期关键水平, 若确认升穿, 有望延续 8 月中以来“一底高于一底”的强势, 否则继续“一顶低于一顶”。同时, 须防形成大型及小型“头肩顶”利空形态。若跌穿小形头肩顶之颈线 25,800, 量度目标约 23,300。
- **投资策略: 强势板块候回调吸纳。** 我们上月看好的机械设备、食品、教育、物业管理、体育服装行业, 全部跑赢恒指, 中线仍看好, 可候回调吸纳。目前的宏观环境较不利周期性行业, 石油、煤炭、基本金属、香港地产、内房等料将跑输大市。不过, 若中国加强“稳增长”政策, 有可能触发板块轮动, 资金流向估值偏低、走势落后的周期性行业。

### 苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

### 朱肖炜

电话: (86) 0755-83169193

邮件: alphonsezh@cmbchina.com

恒生指数	26,907
52 周高/低位	30,280/24,897
大市 3 个月日均成交	793 亿港元

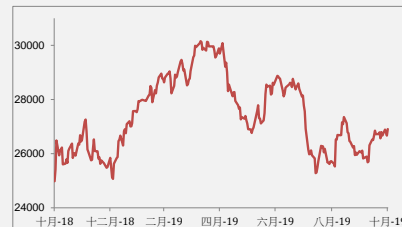
资料来源: 彭博

### 恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1-月	3.1%	3.3%
3-月	-3.1%	-1.3%
6-月	-9.4%	-8.7%

资料来源: 彭博

### 恒生指数一年走势图



资料来源: 彭博

### 近期市场策略报告

1. [“波动市况, 消息主导” - 2019 月 10 月 2 日](#)
2. [“恒指今年最低目标调低至 22200” - 2019 月 9 月 3 日](#)
3. [“贸易战升温, 高息股避险” - 2019 月 8 月 2 日](#)
4. [“中美重启磋商, 防好消息沽货” - 2019 月 7 月 2 日](#)
5. [“五穷六绝, 恒指下试 26,000” - 2019 年 6 月 3 日](#)

## 目录

<b>11月焦点 - 中美贸易协议</b> .....	<b>3</b>
<b>美国经济 - 衰退忧虑与减息预期下降</b> .....	<b>3</b>
<b>中国经济 - 料第四季回稳</b> .....	<b>4</b>
<b>恒指权重股业绩失色</b> .....	<b>5</b>
<b>配股活动增加</b> .....	<b>6</b>
<b>技术分析</b> .....	<b>7</b>
<b>投资策略</b> .....	<b>8</b>
<b>A股市场观点 - 三季度盈利增速放缓</b> .....	<b>12</b>
<b>附录 1: 恒生指数成份股估值</b> .....	<b>14</b>
<b>附录 2: 恒生国企指数成份股估值</b> .....	<b>15</b>
<b>附录 3: 招银国际研究部覆盖股份</b> .....	<b>16</b>

## 11月焦点 - 中美贸易协议

回顾 10 月份，市场观望的一众重要因素，综合而言是偏向稍为正面的发展：1) 中美于第 13 轮高级别经贸磋商取得进展，口头上达成首阶段贸易协议，目前正商讨具体条文；2) 英国未有硬脱欧，欧盟同意将限期延后三个月至明年 1 月底；3) 美股第三季业绩理想，港股则较参差；4) 美国联储局再减息，但暗示暂时不再减；5) 香港社会事件尚未平息，但亦未有显著恶化。展望 11 月，不明朗因素稍减，焦点于中美能否如预期于月内签订首阶段贸易协议，及中国会否推出更多稳增长政策。

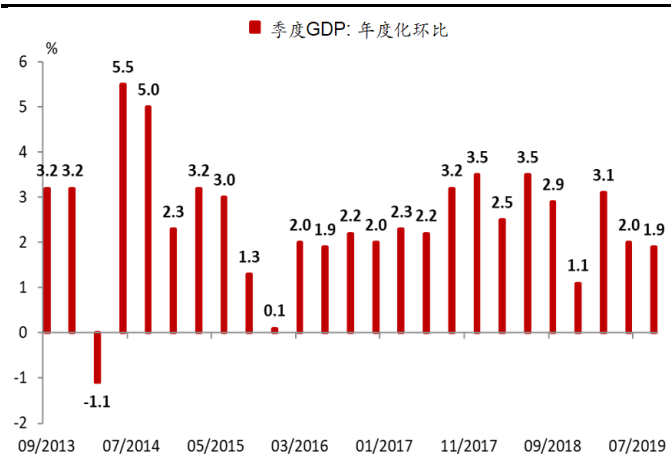
## 美国经济 - 衰退忧虑与减息预期下降

### 第三季 GDP 胜预期

美国第三季 GDP 年度化环比增长 1.9%，较第二季之 2.0% 放缓（图 1），受到贸易战、环球经济同步放缓、财政刺激效用减退等因素影响，但仍较市场预期之 1.6% 增速高，主要获个人消费及政府开支支持。

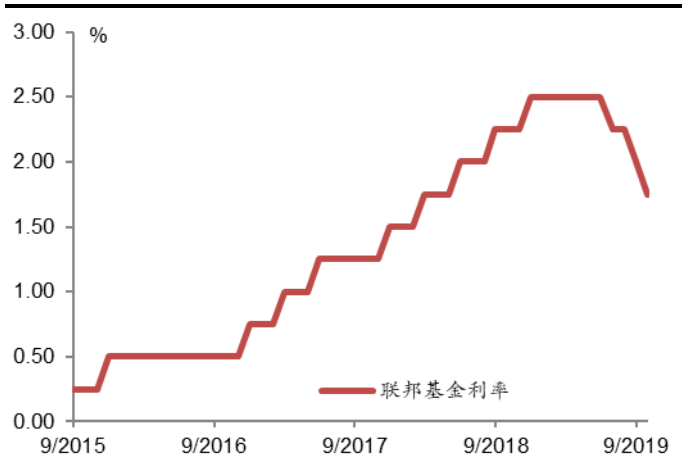
我们的经济师认为，第三季 GDP 数据确认美国经济无可避免地继续放缓，贸易战不明朗及需求减少将继续压抑企业投资，而消费者开支将受制造业疲弱影响。GDP 放缓之趋势料于第四季持续。不过，明年陷入经济衰退的机率下降，因强劲的个人消费有助支持经济扩张。假设贸易战不再升级，估计今明两年美国 GDP 增速分别约为 2.3% 及 1.8%。

图 1：美国第三季 GDP 增速放缓但胜预期



资料来源：美国全国经济研究所、招银国际证券研究

图 2：美国联储局减息三次后或暂缓



资料来源：彭博、招银国际证券研究

### 联储局暂无需再减息

随着经济衰退风险下降，美国联储局进一步减息的机率亦减低。联储局于 10 月 30 日宣布减息 0.25 厘，至 1.5-1.75 厘，是继 7 月及 9 月会议后，连续第三次减息（图 2）。会后声明对经济评估大致与 9 月的声明一样，但删除了“在适当时采取行动维持经济增长” (act as appropriate to sustain the expansion)。主席鲍威尔在记者会表示，现时的货币政策立场

“似乎将继续合适” (likely to remain appropriate)，又指利率“中期调整” (mid-cycle adjustment)可能已经结束。另一方面，鲍威尔称局方在考虑加息之前，必须看到通胀有实质并明显向上的压力。

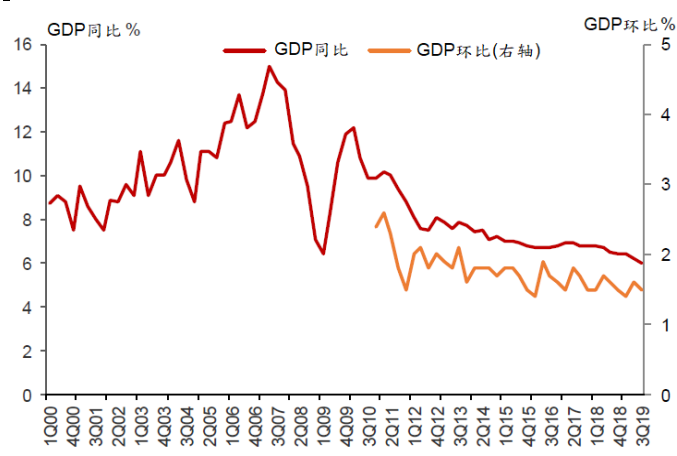
美国经济维持扩张，加上已作出三次预防性减息，对已回升至历史高位的美股有支持。不过，对港股而言，美国经济稳健带来的利好作用较间接，但货币宽松的预期减少，难免有损受国际资金流向影响较大的港股之向上动力。

## 中国经济 - 料第四季回稳

### 第三季增长放缓至 6%

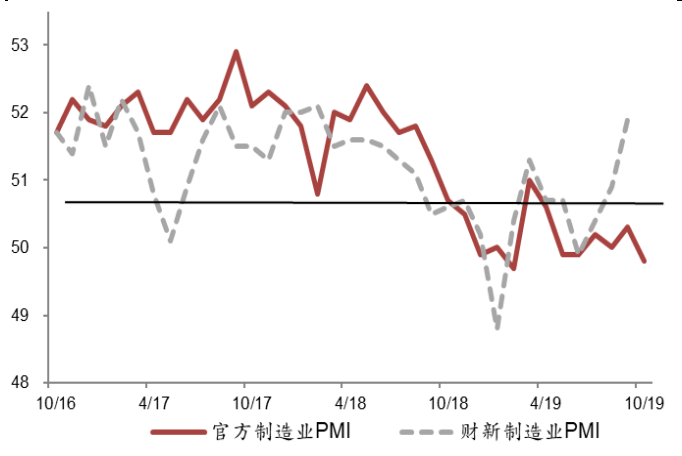
中国第三季 GDP 同比增长 6.0% (图 3)，较第一/第二季之 6.4%/6.2% 增速放缓。首三季累计增长 6.2%。10 月份制造业采购经理指数 (PMI) 亦回落，官方 PMI 经过 9 月份的反弹后，回落至 49.3 (图 4)。

图 3：中国第三季 GDP 增速放缓至 6.0%



资料来源：中国国家统计局、WIND、招银国际证券研究

图 4：中国官方制造业 PMI 回落



资料来源：彭博、招银国际证券研究

第三季经济放缓是意料之中，而其中 9 月份数据有较多亮点，例如高新技术制造业增长加快，基建开支增速上升，汽车销售跌幅放缓。展望四季度，我们的经济师维持增速回稳的预测，因为 1) 7 月底政治局会议后公布的稳经济政策，及预期 10 月底四中全会后有更多利好政策；2) 基建动工加快；3) 汽车销售有望回升，支持消费；4) 2020 年春节较早，刺激今年四季度经济；5) 中美关系缓和。

基于对中国第四季经济回稳的预期，估计短期内的中国经济数据不会为港股带来显著下跌压力。同时，投资者将观望中央政府会否推出更多稳增长政策。

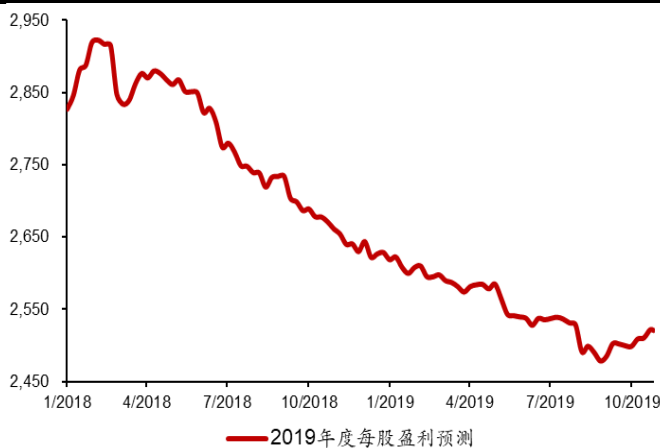
## 恒指权重股业绩失色

根据彭博综合市场预测，恒指之2019年度预测盈利于10月底较9月底调高1.0%，是连续两个月获调升，相信与10月份人民币兑港元升值1.3%有关。预测盈利自2018年2月见顶以来，到今年9月初低位跌幅达15%（图5），期间恒指跌约21%，可见期内恒指估值变动不大，指数水平主要是受企业盈利预测所牵动。近两个月预测盈利温和回升，对恒指带来重要支持。

不过，细看第三季业绩，恒指权重股之业绩其实未如理想，七大权重股（占恒指一半权重）之中，六家已出业绩，其中三家逊预期，三家符预期（图7）。

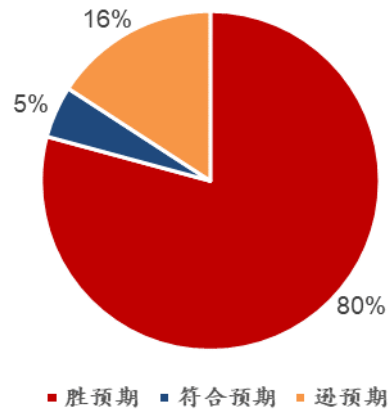
相比之下，美股第三季业绩较多惊喜。根据Factset，截至10月25日，标普500指数成份股有40%公布了季绩，其中80%的公司之每股盈利胜市场预期平均（图6），比率较五年平均之72%高。这是10月中进入业绩期后美股创新高并跑赢港股的重要原因。

图5：恒指预测盈利连续两个月温和回升



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图6：标普500指数成份股第三季盈利



资料来源：Factset、招银国际证券研究；截至10月25日

图7：恒指七大权重股第三季业绩

股份	代码	占恒指比重	季绩摘要
友邦保险	1299 HK	9.9%	第三季新业务价值同比升1%，较上半年之20%大幅放缓， <b>符合预期</b> ，撇除本港业务后的新业务价值增长14%
汇丰控股	5 HK	9.9%	第三季列账基准税前利润下跌18%， <b>逊预期</b> ；预警第四季以至后续期间或会出现重大拨备；不再预期能于2020年达到有形股本回报超过11%的目标
腾讯	700 HK	9.3%	将于11月13日公布
建设银行	939 HK	7.7%	第三季纯利同比升6.1%， <b>符合预期</b>
中国平安	2318 HK	5.7%	第三季寿险及健康险之新业务价值增长4.1%，较上半年之4.7%放缓， <b>逊预期</b>
工商银行	1398 HK	4.7%	第三季纯利同比升5.8%， <b>符合预期</b>
中国移动	941 HK	4.4%	第三季盈利同比跌12.3%， <b>逊预期</b>

资料来源：招银国际证券研究

## 配股活动增加

刚过去的10月份，港股有较多配股集资活动，包括公司发新股集资，及股东减持旧股。集资额最大的是蓝筹内房股华润置地(1109 HK)，而另一内房股宝龙地产(1238 HK)亦发新股集资。另外，近期升势较急的医药、物管及新经济股之中，亦有个别公司或主要股东配股集资/套现。单计下表所列的较大额配股，集资总额约200亿港元（图8）。

图8：今年10月份之主要配股活动

日期	股份	代码	摘要
10月31日	药明生物	2269 HK	配售新股及控股股东减持旧股，合共约60亿元
10月29日	平安好医生	1833 HK	非执董减持，套现约12亿元
10月22日	华润置地	1109 HK	以先旧后新方式配股，集资67.3亿元
10月17日	中金	3908 HK	以先旧后新方式配股，集资净额25.0亿元
10月15日	宝龙地产	1238 HK	以先旧后新方式配股，集资净额7.81亿元
10月15日	雅生活	3319 HK	第二大股东绿地减持，套现约10亿元
10月4日	信达生物	1801 HK	以先旧后新方式配股，集资净额23.5亿元

资料来源：港交所、招银国际证券研究

无论是公司发新股集资或股东减持，一般都尽量趁市况炽热、股价较高时进行，因此当市场出现较频繁的配股活动，往往是见顶警号。今年4月恒指升至年内高位30,280，见顶前后同样出现较多配股集资活动（图9）。

图9：今年4月恒指见顶前后的主要配股活动

日期	股份	代码	摘要
4月18日	时代中国	1233 HK	以先旧后新方式配股，集资净额15.5亿元
4月16-17日	吉利汽车	175 HK	多名高层减持
4月16日	中粮肉食	1610 HK	多名股东减持
3月29日	特步	1368 HK	以先旧后新方式配股，集资最多13.6亿元
3月28日	万科	2202 HK	增发H股，集资78.1亿元
3月21日	药明生物	2269 HK	控股股东减持

资料来源：港交所、招银国际证券研究

今年10月份恒指高见27,000，较8月份低位25,000反弹2,000点，升幅仅属温和，而10月份市场成交亦偏低，市况并无过热迹象。但仍有不少公司选择此时配股，相信某程度反映管理层或股东对后市看法审慎。

内房龙头配股的时机似乎都不错：2015年5月中，华润置地配股集资101亿元、恒大(3333 HK)配股集资46亿元；2018年1月底，碧桂园(2007 HK)配股兼发可换股债券，集资234亿；2019年3月底，万科(2202 HK)配股集资78.1亿元。三次配股后，恒指都见顶并大幅下挫（图10）。这次负债率不算高的华润置地配股，尤其令人提高警觉。



图 10: 大型内房往往于恒指高位集资



资料来源: 彭博、招银国际证券研究

## 技术分析

### 挑战下降轨, 须防头肩顶

恒生指数于 10 月份多次向上挑战 27,000 阻力, 三度轻微升穿但未能企稳, 该关口同时是下降轨及 100 天平均线所在, 阻力非轻, 亦是短期关键水平: **若确认升穿 27,000, 有望延续 8 月中见底以来“一底高于一底”的强势, 否则自 4 月见顶以来“一顶低于一顶”之弱势持续 (图 11)。**

假如恒指始终受制于 27,000 阻力, 须防形成大型及小型“头肩顶”利空形态。日线图上, 小形头肩顶之颈线于 **25,800, 若跌穿, 量度目标约 23,300 (图 11)。**周线图上, 大形头肩顶之颈线于 24,900, 若跌穿, 量度目标约 19,500 (图 12)。

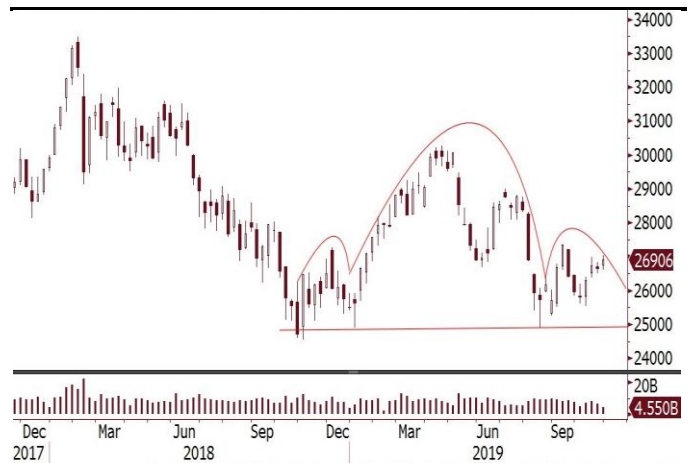
以目前的基本因素判断, 恒指不会跌至大形头肩顶之目标。但如果中美关系再度恶化、全球经济放缓程度较预期严重, 不排除恒指会跌至小形头肩顶目标 23,300。

图 11: 恒指受制下降轨及 100 天线, 或营造头肩顶



资料来源: 彭博、招银国际证券研究

图 12: 恒指周线图亦似营造头肩顶



资料来源: 彭博、招银国际证券研究

## 投资策略

恒生指数目前之2019年预测市盈率10.7倍，低于近七年平均之11.4倍（图13）。不过，受制内地经济放缓、香港经济衰退（第二及第三季GDP收缩）、美国暂缓减息、港股季度业绩逊色、企业趁高配股、中美长期角力等负面因素影响，估计恒指之估值短期内难以大幅上升，致胜关键在行业部署及选股。

图 13：恒指近七年之预测市盈率

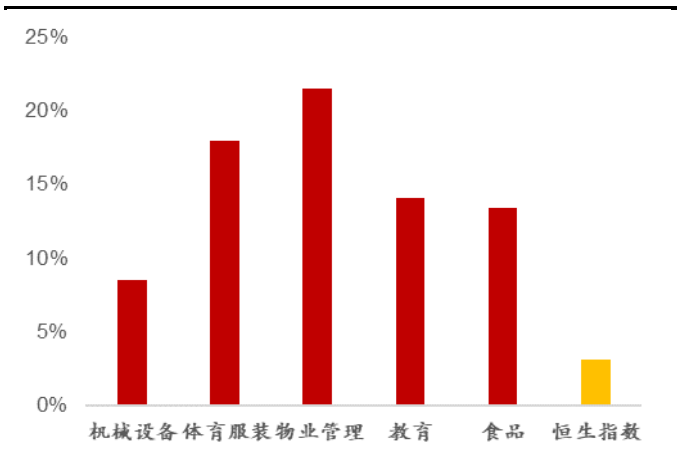


资料来源：彭博、招银国际证券研究

## 上月行业策略奏效

我们于10月份策略报告指出：“于宏观因素不明朗的环境，相信投资者继续偏好盈利能见度较高的行业，包括受惠基建投资增速回升的**机械设备股**，及周期性较低、需求稳定增长的行业，例如**食品、教育、物业管理、体育服装**。”结果这些行业于10月份全部跑赢恒指（图14）。

图 14：10月份推介行业之月内回报胜恒指



资料来源：彭博、招银国际证券研究

注：行业表现主要反映招银国际分析员覆盖股份之市值加权平均



## 强势板块中线仍看好

中线角度，仍然看好上述行业（机械设备、食品、教育、物业管理、体育服装），但其中不少个股近期急升后，技术指标已升至超买水平，或出现了顶背驰讯号，短期或会出现获利回吐，可候回调吸纳。

## 中国若加强稳增长政策，或触发板块轮动

中国第三季 GDP 及 10 月份官方制造业 PMI 略逊预期，有损周期性行业气氛，同时美国联储局连续三次减息后，暗示暂时毋须再减息，对货币政策进一步放宽的憧憬下降，亦稍为不利周期性行业。石油、煤炭、基本金属、香港地产、内房等周期性行业料将跑输大市。

不过，宜密切留意中国的政策讯号，若中央政府加强“稳增长”政策，不论是货币宽松或财政刺激，有可能触发板块轮动，资金可能从已累升颇多的内需股获利，流向估值偏低、走势落后的周期性行业。

## 恒指季检前瞻

恒生指数公司将于 11 月 8 日收市后宣布恒指系列季度检讨结果。上次季检并无恒指成份股变动，但经过三个月，个别“染蓝”热门股份之市值及日均成交上升，反观较大可能被剔除之恒指成份股之市值下跌，此消彼长下，今次季检可能有蓝筹股变动。

恒指公司检讨恒指成份股主要考虑三个准则：1) 市值及成交额；2) 行业代表性；3) 财务表现。以下筛选了一些市值较高而成交较活跃的候选股份（图 15）。中国太保(2601 HK)及融创中国(1918 HK)之流通市值高，但恒指已有一半比重是金融股，另有三只内房股，在行业代表性角度看不必纳入太保或融创。综合上述三个准则，估计中国燃气(384 HK) 及安踏体育(2020 HK)获纳入恒指的机会较高。

恒指成份股 50 只，若有新增，便有股份须被剔除。最有可能被剔除的是流通市值较小、日均成交较低的恒隆地产(101 HK) 或信和置业(83 HK)，因为恒指现有 8 只香港地产股，减少一只无损行业代表性。

图 15：恒生指数可能纳入/剔除的股份

	股份	代码	流通市值 (亿港元) *	一年日均成交额 (亿港元)
可能纳入	中国太保	2601 HK	823	4.6
	融创中国	1918 HK	743	6.3
	新奥能源	2688 HK	573	1.8
	中国燃气	384 HK	562	2.2
	安踏体育	2020 HK	510	3.0
可能剔除	信和置业	83 HK	390	0.7
	恒隆地产	101 HK	320	1.0
	中国旺旺	151 HK	294	0.7

资料来源：彭博、招银国际证券研究 \*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，如在线長視頻作品開始陸續上线，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，如哔哩哔哩、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，國內三大運營商宣布正式商用，我們相信 5G 手機周期即將擴展，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

图 16: 招银国际分析员的行业中短期观点(续上页)

行业	评级	评论
房地产	同步大市	各大房地产公司公布了9月份销售数据,仍取得双位数增长,比9月初的预期佳。虽然房贷利率与LPR利率挂钩,房贷利率缓慢下跌将是一个中期趋势,但中国第三季度经济增长只有6.0%,将对房地产市场带来长远压力。目前2019年中国房地产市场可能较我们年初预期佳,但主要由房价上升所带动,以面积计算的销售只有平稳表现,但三/四线城市市场的表现将令人担心。目前我们较看好的是大湾区的房产商,包括龙光(3380 HK)、奥园(3883 HK)、雅居乐(3383 HK)及合景泰富(1813 HK)。
必需消费	同步大市	万洲(288 HK) 3Q19 净利润升79%,胜预期,管理层预期4Q19中国肉制品及屠宰业务利润率可以保持,以及美国养殖业务可有盈利,整体4Q19业绩已有把握,加上1Q20美国养殖业务之比较基数低,公司盈利于未来两季可持续较快增长,我们把目标价上调至9.6港元。催化剂:中国排除美国猪肉部份进口关税。
非必需消费	同步大市	虽然三季度零售销售增长(撇除汽车)达到9.1%,对比二季度比较平稳,但中国GDP在三季度只有6.0%,较二季度和一季度的6.2%和6.4%已经进一步放缓,加上今年以来工业利润仍然下跌2%,我们认为国内消费意欲很难强劲反弹。而且明年政府可积极刺激经济的措施和空间更少,未来风险可能更高。目前市盈率较9月份的低位13.7倍有些反弹,到了15.7倍(七年平均17.1倍)。但我们对行业的看法还是不乐观,只推荐自身升级所带来超预期成长的公司,如李宁(2331 HK)、波司登(3998 HK)、海底捞(6862 HK),以及受惠于贸易战的出口制造类的公司,如敏华(1999 HK)和申洲(2313 HK)。其他行业,如奢侈品、香港零售、旅游、百货等还是建议避开。
风电	同步大市	风电板块密集发布了三季报。受三季度风况以及财务及所得税成本上涨影响影响,龙源电力(916 HK)及新天绿色能源(956 HK)季度业绩低于市场预期。华电福新(816 HK)则由于较好的管理及成本控制盈利高于市场预期。风机制造商方面,金风科技(2208 HK)受毛利挤压,盈利显著低于预期,唯毛利环比提升使市场预期风机业务见底回升。风电板块在补贴问题悬而未决背景下,我们认为市场始终谨慎。我们仍然偏好具备短期价值重估催化剂的新天绿色能源及水电业务显著复苏的华电福新。
交通运输	同步大市	航空业:随着中美贸易摩擦有望达成第一阶段协议、叠加宏观政策刺激消费等利好,预计国内需求释放将持续至11月中旬、国际及地区需求持续承压。目前行业估值吸引、油价下行、汇率平稳,首选国内航线最为优质的东航(670 HK)及低成本春秋航空(601021 CH)。快递行业:应重点关注双十一期间电商件市场份额变动。伴随快递市场整体增速放缓,二线企业退出竞争,行业整合自三季度以来加速明显,预计四季度上市公司口径票均单价同比下降10%以上。龙头有望受惠于加速整合。鉴于双十一包裹量激增,考验自动化成本管控能力。首选中通快递(ZTO US),看好其高电商件占比,及分拣运输环节成本管控优势。
汽车	同步大市	10月底各大汽车制造商公布三季度业绩,行业环比转好,但同比仍处于下行区间。从终端销售高频数据来看,汽车销售10月降幅将比9月扩大,显示行业并未出现好转。由于小部分厂商三季度实现盈利,导致市场对于汽车行业复苏有过高预期,行业估值偏高。目前我们比较看好的是中长期优质企业,如吉利(175 HK)。

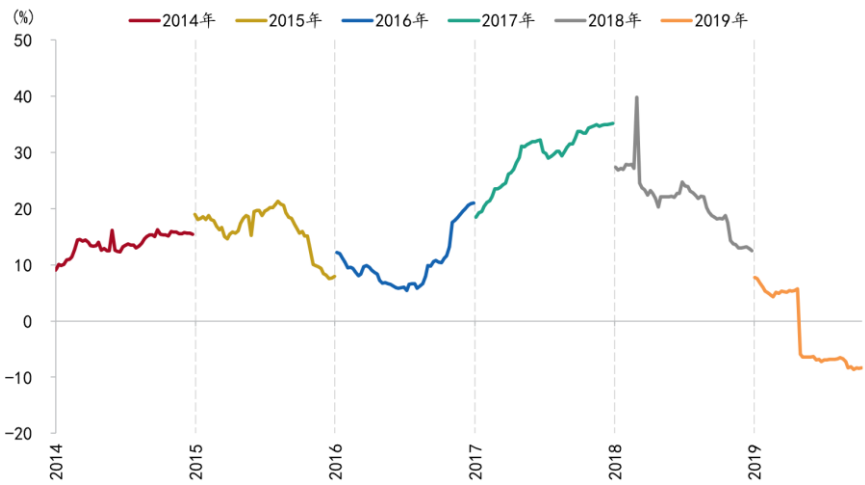
资料来源:招银国际证券研究

## A 股市场观点 - 三季度盈利增速放缓

朱肖炜 (+86 0755-83169193)

从指数走势看，10月以来A股普涨。截止10月29日，沪深300指数涨2.51%，中小板指与创业板指涨幅显著超越其他板块，涨幅分别达3.89%、3.63%。从市场对A股净利润同比增速预测情况来看，10月预测仍处负区间，反映出当前市场对企业盈利改善的预期压力仍存。

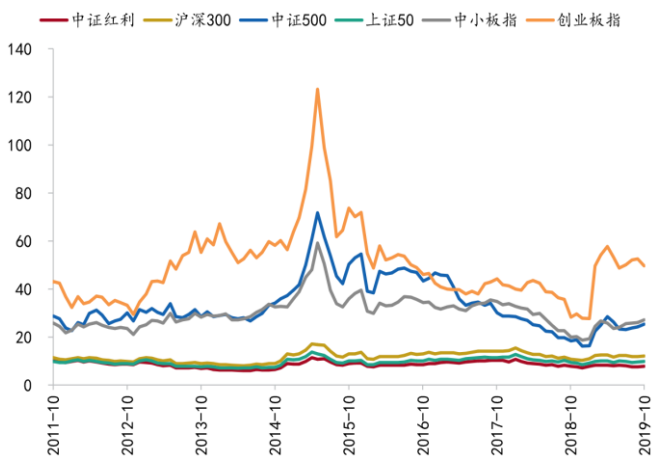
图 17: A 股净利润同比增速预测



资料来源: Wind、招商银行研究院

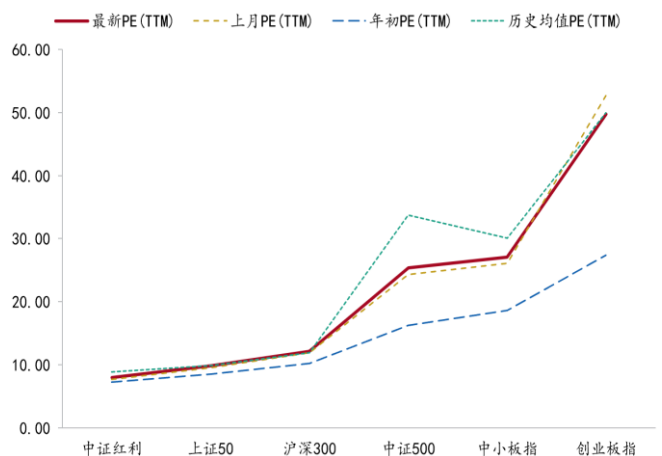
从股市估值上看，10月以来各板块估值表现不一。趋势上看，创业板指估值有所回落，而中证红利、沪深300等板块有不同程度的上行。

图 18: 各板块估值走势



资料来源: Wind、招商银行研究院

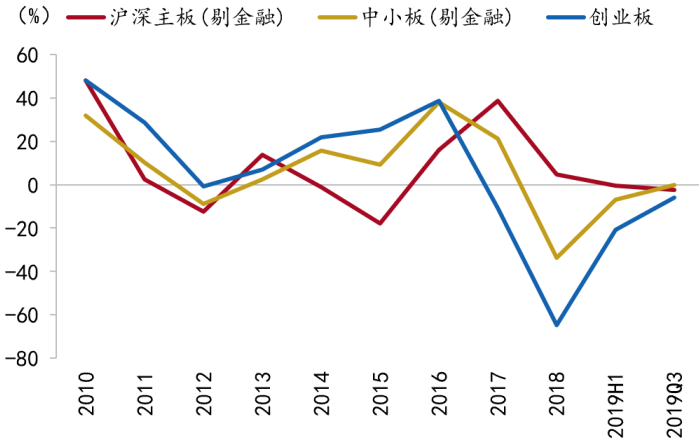
图 19: 各大指数估值曲线



资料来源: Wind、招商银行研究院

A股三季度财报已披露完毕，从整体A股盈利看，仍处放缓区间，但较H1边际改善，与我们前期预期一致。考虑到工业价格年底预期企稳以及生产有望改善，或对企业盈利形成一定程度上的支撑，因此A股盈利现或处磨底期，三季度或为阶段性盈利底。

**图 20：板块业绩分化现象显著(盈利同比增速)**



资料来源：Wind、招商银行研究院

板块上看，业绩分化现象明显，体现为主板盈利增速延续H1下行态势，而中小板与创业板盈利增速改善显著。前瞻性的看，考虑到创业板估值在10月有所调整，若盈利上能保持改善的势头，则未来表现可期。中长期而言，创业板注册制改革持续推进、MSCI等国际指数扩容纳入中小创板块、外资加码力度不减将对创业板在政策及资金面上形成支撑。

**风险提示：**上市公司业绩超预期下行风险；中美博弈升级风险；外围市场大幅调整风险。



## 附录1: 恒生指数成份股估值

恒生指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率		市账率		股息率	
				今年预测	明年预测	今年预测	明年预测	今年预测	明年预测
<b>金融 49.0%</b>									
汇丰控股	5	9.9%	59.50	10.6	10.7	0.91	0.89	6.7%	6.7%
友邦保险	1299	9.9%	78.45	19.1	17.0	2.50	2.27	1.7%	1.9%
建设银行	939	7.7%	6.31	5.3	5.1	0.68	0.62	5.7%	6.0%
工商银行	1398	4.7%	5.64	5.9	5.6	0.73	0.66	5.1%	5.4%
中国平安	2318	5.7%	90.75	9.3	9.4	2.19	1.86	3.0%	3.3%
中国银行	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%
中国人寿	2628	1.7%	20.40	9.6	11.9	1.38	1.26	3.7%	3.3%
恒生银行	11	1.4%	163.8	12.4	12.4	1.84	1.73	5.0%	5.2%
中银香港	2388	1.1%	27.00	8.8	8.5	1.00	0.94	5.6%	5.8%
交通银行	3328	0.5%	5.36	4.8	4.5	0.51	0.47	6.5%	6.8%
<b>资讯科技 10.7%</b>									
腾讯控股	700	9.3%	320.8	28.9	23.9	6.51	5.20	0.4%	0.4%
瑞声科技	2018	0.4%	51.0	23.2	18.0	2.78	2.55	2.2%	2.5%
舜宇光学科技	2382	1.0%	126.8	36.2	26.4	10.42	7.88	0.9%	1.2%
<b>地产 11.1%</b>									
长实集团	1113	1.6%	54.70	6.8	8.0	0.58	0.56	3.9%	4.2%
新鸿基地产	16	1.6%	118.9	9.8	9.3	0.59	0.57	4.4%	4.7%
领展房产基金	823	2.0%	85.45	29.4	27.1	0.94	0.93	3.4%	3.7%
中国海外发展	688	1.1%	24.80	6.0	5.1	0.85	0.75	4.5%	5.3%
碧桂园	2007	0.9%	10.92	5.1	4.5	1.39	1.13	6.1%	6.9%
九龙仓置业	1997	0.6%	46.20	13.8	13.4	0.63	0.62	4.7%	4.8%
华润置地	1109	1.0%	33.45	8.9	7.7	1.33	1.18	3.9%	4.7%
新世界发展	17	0.8%	11.24	13.5	12.1	0.49	0.48	4.6%	4.8%
恒基地产	12	0.6%	39.25	11.9	11.1	0.60	0.58	4.6%	4.8%
信和置业	83	0.4%	11.74	15.7	7.8	0.52	0.50	4.8%	5.3%
恒隆地产	101	0.4%	17.26	16.3	15.2	0.55	0.54	4.4%	4.5%
<b>电讯 5.0%</b>									
中国移动	941	4.4%	63.80	10.6	10.7	1.06	1.02	5.0%	5.0%
中国联通	762	0.5%	7.77	16.6	12.6	0.65	0.63	2.4%	3.2%
<b>能源 5.2%</b>									
中国海洋石油	883	2.4%	11.76	8.4	8.2	1.07	1.00	5.9%	6.0%
中国石化	386	1.3%	4.50	8.2	7.8	0.67	0.64	8.1%	8.2%
中国石油	857	0.9%	3.85	11.6	10.7	0.51	0.49	4.7%	4.9%
中国神华	1088	0.6%	15.94	6.5	6.7	0.79	0.74	6.3%	6.1%
<b>公用 4.9%</b>									
中电控股	2	1.7%	81.35	18.2	17.1	1.84	1.78	3.8%	4.0%
香港中华煤气	3	1.7%	15.22	30.9	29.0	3.87	3.74	2.4%	2.5%
电能实业	6	0.9%	55.95	16.5	16.4	1.42	1.40	5.0%	5.0%
长江基建集团	1038	0.5%	56.45	13.3	13.1	1.20	1.17	4.4%	4.6%
<b>综合类 3.3%</b>									
长和	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%
<b>消费品 6.5%</b>									
吉利汽车	175	0.9%	14.90	13.8	10.9	2.31	1.98	1.7%	2.0%
石药集团	1093	1.1%	20.15	27.9	22.7	6.38	5.35	1.2%	1.4%
中洲国际	2313	0.9%	108.60	27.6	23.2	5.84	5.09	1.9%	2.3%
蒙牛乳业	2319	1.0%	31.35	23.8	23.8	3.69	3.30	0.9%	1.0%
中国生物制药	1177	0.9%	11.72	39.8	33.8	3.93	3.53	0.6%	0.7%
恒安国际	1044	0.4%	54.80	14.9	13.8	3.32	3.08	4.6%	4.9%
万洲国际	288	0.8%	8.32	13.3	11.4	1.80	1.65	4.6%	5.1%
中国旺旺	151	0.4%	6.62	19.6	18.8	4.52	4.26	3.8%	3.9%
<b>消费服务 3.3%</b>									
银河娱乐	27	1.3%	54.15	17.7	17.0	3.29	2.90	1.7%	1.9%
金沙中国	1928	1.2%	38.75	19.0	17.2	8.80	8.26	5.2%	5.3%
港铁公司	66	0.8%	45.00	23.1	21.0	1.48	1.44	2.8%	3.0%
<b>工业 1.0%</b>									
创科实业	669	1.0%	61.50	22.8	19.8	4.31	3.74	1.7%	2.2%
<b>加权平均</b>				<b>10.7</b>	<b>10.1</b>	<b>1.16</b>	<b>1.09</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.1%</b>

资料来源: 彭博、招银国际证券研究; 截至2019年10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	
				今年预测	明年预测	今年预测	明年预测	今年预测	明年预测
<b>金融</b>		<b>47.9%</b>							
建设银行	939	10.5%	6.31	5.3	5.1	0.67	0.61	5.8%	6.1%
中国平安	2318	9.4%	90.75	9.3	9.4	2.15	1.83	3.0%	3.3%
工商银行	1398	7.7%	5.64	5.9	5.6	0.71	0.65	5.2%	5.5%
中国银行	3988	4.7%	3.21	4.7	4.4	0.51	0.47	6.9%	7.1%
中国人寿	2628	2.8%	20.40	9.6	11.9	1.35	1.24	3.8%	3.4%
招商银行	3968	2.7%	37.50	9.5	8.4	1.45	1.28	3.2%	3.6%
农业银行	1288	1.7%	3.23	4.8	4.6	0.57	0.52	6.3%	6.7%
中国太保	2601	1.4%	28.50	8.0	8.3	1.33	1.22	5.7%	5.8%
中国财险	2328	1.3%	9.95	8.0	8.4	1.20	1.09	4.3%	4.6%
交通银行	3328	0.9%	5.36	4.8	4.5	0.50	0.47	6.6%	6.9%
中信银行	998	0.8%	4.55	4.3	4.1	0.45	0.41	6.2%	6.6%
民生银行	1988	0.7%	5.49	4.1	3.9	0.47	0.43	6.2%	5.8%
海通证券	6837	0.5%	8.03	9.1	8.2	0.65	0.61	3.5%	3.8%
邮储银行	1658	0.9%	5.03	6.5	5.8	0.77	0.70	4.7%	5.2%
中信证券	6030	0.5%	14.44	12.2	11.1	0.95	0.90	3.4%	3.7%
新华保险	1336	0.5%	30.55	6.3	6.8	1.08	0.95	4.1%	4.0%
中国太平	966	0.5%	17.70	6.6	6.3	0.83	0.73	0.9%	1.1%
中国人民保险	1339	0.5%	3.31	6.4	6.6	0.74	0.65	2.6%	3.0%
<b>能源</b>		<b>8.5%</b>							
中国海洋石油	883	3.9%	11.76	8.4	8.2	1.05	0.98	6.1%	6.1%
中国石化	386	2.1%	4.50	8.2	7.8	0.65	0.63	8.2%	8.4%
中国石油	857	1.5%	3.85	11.6	10.7	0.50	0.48	4.8%	5.0%
中国神华	1088	1.0%	15.94	6.5	6.7	0.78	0.73	6.4%	6.2%
<b>地产建筑</b>		<b>9.1%</b>							
华润置地	1109	1.7%	33.45	8.9	7.7	1.31	1.16	4.0%	4.8%
碧桂园	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%
中国交建	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%
中国中铁	390	0.4%	4.73	5.3	4.8	0.45	0.44	3.3%	3.6%
中国建材	3323	0.5%	6.62	4.9	5.0	0.60	0.54	4.2%	4.2%
龙湖集团	960	1.1%	32.60	10.7	8.8	1.83	1.60	4.2%	5.1%
融创中国	1918	1.6%	35.70	5.5	4.3	1.75	1.31	3.8%	5.1%
<b>消费</b>		<b>10.0%</b>							
比亚迪	1211	0.4%	36.90	38.2	31.7	1.57	1.51	0.5%	0.5%
国药控股	1099	0.6%	28.15	11.8	10.4	1.55	1.38	2.6%	2.9%
吉利汽车	175	1.5%	14.90	13.8	10.9	2.27	1.94	1.7%	2.1%
华润啤酒	291	1.2%	40.35	52.2	36.6	5.70	5.15	0.7%	1.1%
中国旺旺	151	0.7%	6.62	19.6	18.8	4.43	4.18	3.9%	4.0%
安踏体育	2020	1.5%	76.80	32.4	25.8	9.13	7.36	1.1%	1.4%
石药集团	1093	1.7%	20.15	27.9	22.7	6.27	5.25	1.2%	1.4%
申洲国际	2313	1.5%	108.6	27.6	23.2	5.73	5.00	1.9%	2.3%
恒安国际	1044	0.7%	54.80	14.9	13.8	3.26	3.02	4.7%	5.0%
<b>公用</b>		<b>3.5%</b>							
华能国际	2688	1.3%	89.80	17.4	15.2	3.50	2.98	1.8%	2.1%
中国燃气	384	1.3%	33.45	17.9	14.9	4.07	3.42	1.6%	2.0%
粤海投资	270	0.9%	17.00	21.6	19.2	2.61	2.51	3.4%	3.9%
<b>工业</b>		<b>0.4%</b>							
中国中车	1766	0.4%	5.25	10.5	9.1	0.97	0.90	3.7%	4.3%
<b>工业</b>		<b>1.6%</b>							
中信股份	267	1.1%	10.30	5.6	5.3	0.50	0.46	4.2%	4.6%
复星国际	656	0.5%	10.28	5.4	4.9	0.64	0.58	4.0%	4.3%
<b>资讯科技及电讯</b>		<b>19.5%</b>							
腾讯控股	700	9.3%	320.8	28.9	23.9	6.39	5.10	0.4%	0.4%
中国移动	941	7.3%	63.80	10.6	10.7	1.04	1.00	5.1%	5.1%
中国电信	728	1.5%	4.19	11.1	10.4	0.84	0.81	3.1%	3.3%
中国铁塔	788	1.4%	1.73	51.8	34.6	1.46	1.41	1.0%	1.6%
<b>加权平均</b>				<b>8.3</b>	<b>7.8</b>	<b>0.92</b>	<b>0.84</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.2%</b>

资料来源：彭博、招银国际证券研究；截至2019年10月31日

### 附录3: 招銀国际研究部覆盖股份

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)	FY0	市盈率 FY1	FY2
<b>房地产</b>								
万科 - H	2202 HK	买入	28.35	35.90	3,320	8.3	7.0	6.0
万科 - A	000002 CH	买入	26.53	33.92	2,982	8.7	7.3	6.3
保利地产 - A	600048 CH	买入	14.41	20.72	1,719	9.1	6.9	5.6
中国海外	688 HK	持有	24.50	28.36	2,684	6.0	5.5	5.4
碧桂园	2007 HK	买入	10.62	15.20	2,296	5.9	5.0	4.5
华润置地	1109 HK	持有	33.50	36.02	2,322	8.6	7.5	8.0
龙湖	960 HK	持有	32.60	26.06	1,947	10.5	9.7	8.9
世茂	813 HK	买入	26.35	26.54	870	8.9	6.3	5.3
龙光	3380 HK	买入	12.02	12.16	659	7.3	5.6	5.0
雅居乐	3383 HK	买入	10.60	16.05	415	5.2	3.7	4.0
合景泰富	1813 HK	买入	7.92	11.40	251	5.6	2.7	3.9
奥园	3883 HK	买入	10.18	9.60	274	10.1	5.5	4.0
时代中国	1233 HK	买入	14.10	15.60	274	5.3	4.6	3.8
禹洲	1628 HK	买入	3.32	5.19	167	3.8	3.3	2.9
中骏置业	1966 HK	买入	3.62	4.83	149	3.7	3.6	3.4
中海宏洋	81 HK	买入	4.07	5.23	139	5.4	3.8	3.4
绿城服务	2869 HK	买入	9.10	7.50	253	48.0	38.9	29.2
雅生活	3319 HK	买入	23.75	17.50	317	34.4	25.1	17.9
中海物业	2669 HK	持有	4.80	3.33	158	39.3	30.0	24.0
易居(中国)	2048 HK	买入	8.82	12.82	123	9.8	9.0	7.1
河北建设	1727 HK	买入	5.16	7.30	91	7.3	6.7	5.5
<b>科技硬件</b>								
舜宇光学	2382 HK	买入	126.80	140.00	1,391	49.9	36.3	24.9
立讯精密 - A	002475 CH	买入	31.81	32.10	1,702	34.2	24.7	19.9
鸿腾精密	6088 HK	买入	3.14	3.77	213	10.2	8.9	7.9
通达集团	698 HK	买入	0.64	0.91	41	7.1	5.6	4.2
东江集团	2283 HK	买入	3.70	4.09	31	7.6	6.4	5.4
瑞声科技	2018 HK	卖出	51.00	29.61	616	20.8	17.6	16.3
小米集团	1810 HK	持有	8.85	9.38	2,127	18.0	13.7	10.6
比亞迪电子	285 HK	持有	13.38	10.36	301	12.1	11.0	10.2
丘钛科技	1478 HK	买入	10.44	9.52	119	936.5	25.3	19.9
歌尔声学 - A	002241 CH	持有	18.58	9.10	603	46.5	38.7	33.8
<b>互联网</b>								
腾讯	700 HK	买入	319.60	420.00	30,532	36.3	31.2	24.7
阿里巴巴	BABA US	买入	176.67	224.10	4,600	32.5	26.8	21.1
百度股份	BIDU US	买入	101.85	147.60	355	10.7	11.5	9.1
拼多多	PDD US	买入	40.88	35.00	475	亏损	亏损	69.6
陌陌公司	MOMO US	买入	33.52	45.00	70	13.9	12.2	9.9
欢聚时代	YY US	买入	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
汇量科技	1860 HK	买入	3.95	4.97	61	25.3	12.7	7.2
同程艺龙	780 HK	买入	12.80	19.71	272	21.7	15.1	11.6
克吧	1753 HK	买入	5.18	6.35	57	25.2	13.2	8.8
<b>快递</b>								
中通快递	ZTO US	买入	22.00	22.17	172	27.5	25.5	22.1
顺丰 - A	002352 CH	买入	39.63	36.63	1,750	50.2	33.0	28.3
<b>教育</b>								
睿见教育	6068 HK	买入	3.37	4.60	69	19.9	15.0	13.2
东方教育	667 HK	买入	16.62	16.30	364	47.5	35.5	28.0
卓越教育	3978 HK	买入	2.90	3.70	25	15.3	13.0	9.6
新华教育	2779 HK	买入	2.76	4.50	44	14.4	14.3	9.8
希望教育	1765 HK	买入	1.20	1.96	80	19.4	15.1	11.0
<b>银行</b>								
工商银行 - H	1398 HK	买入	5.60	6.90	22,602	6.1	5.8	5.5
工商银行 - A	601398 CH	买入	5.91	7.20	20,299	6.5	6.2	5.8
建设银行 - H	939 HK	买入	6.27	8.50	15,853	5.6	5.3	4.9
建设银行 - A	601939 CH	买入	7.29	8.80	14,238	6.5	6.1	5.7
农业银行 - H	1288 HK	买入	3.23	4.50	13,931	4.9	4.8	4.5
农业银行 - A	601288 CH	买入	3.64	4.90	12,512	5.5	5.4	5.0
中国银行 - H	3988 HK	买入	3.19	4.30	11,350	4.8	4.6	4.3
中国银行 - A	601988 CH	买入	3.70	4.70	10,194	5.6	5.4	5.0
中信银行 - H	998 HK	买入	4.55	5.40	3,001	4.6	4.4	4.1
中信银行 - A	601998 CH	买入	6.13	6.70	2,696	6.2	5.9	5.6
交通银行 - H	3328 HK	持有	5.36	5.90	4,328	5.0	4.8	4.5
交通银行 - A	601328 CH	持有	5.61	6.20	3,887	5.2	5.0	4.7
民生银行 - H	1988 HK	持有	5.49	5.90	2,885	4.0	4.2	4.0
民生银行 - A	600016 CH	持有	6.15	6.60	2,591	4.4	4.7	4.5
光大银行 - H	6818 HK	买入	3.62	4.60	2,383	5.3	5.3	4.8
光大银行 - A	601818 CH	买入	4.34	4.50	2,140	7.2	7.1	6.4
平安银行 - A	000001 CH	买入	16.26	17.00	3,155	10.3	9.1	7.9
<b>券商</b>								
中信证券	6030 HK	买入	14.40	18.70	2,705	16.8	13.6	11.4
中金公司	3908 HK	买入	14.34	17.20	626	15.5	14.5	12.5
HTSC	6886 HK	买入	11.80	14.90	1,632	16.0	12.6	10.8
中信建投	6066 HK	买入	5.42	7.20	1,647	11.9	8.5	7.6
海通证券	6837 HK	买入	8.00	10.40	1,543	15.9	9.0	9.1
广发证券	1776 HK	持有	8.28	9.80	1,045	13.3	7.8	7.7
中国银河	6881 HK	持有	4.02	4.50	919	12.9	8.0	7.4

(下页续)

### 附录3: 招銀國際研究部覆盖股份(续上页)

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)	市盈率		
					FY0	FY1	FY2	
<b>保险</b>								
中国太保	2601 HK	买入	28.15	38.69	3,197	12.7	8.2	7.3
中国人寿 - H	2628 HK	买入	20.35	27.88	9,270	46.4	11.4	9.5
中国人寿 - A	601628 CH	买入	33.45	37.52	8,325	85.1	20.9	17.5
众安在线	6060 HK	持有	25.85	28.18	380	亏损	亏损	亏损
中国太平	966 HK	买入	17.62	26.14	633	9.6	7.6	6.8
新华保险 - H	1336 HK	买入	30.50	43.95	1,423	10.8	7.6	6.8
新华保险 - A	601336 CH	持有	47.72	55.22	1,278	18.8	13.3	11.8
中国人民保险	1339 HK	买入	3.28	4.33	3,666	9.8	5.4	5.1
中国财险	2328 HK	持有	9.88	9.64	2,198	12.2	7.0	7.9
<b>机械及设备</b>								
潍柴动力	2338 HK	买入	12.38	16.20	1,012	10.3	9.0	8.5
中国重汽	3808 HK	买入	11.88	19.40	328	6.8	6.3	5.8
中国龙工	3339 HK	持有	2.18	1.90	93	7.2	5.8	6.3
三一国际	631 HK	买入	4.12	4.72	128	18.5	13.2	10.7
中联重科 - H	1157 HK	买入	5.78	7.65	501	19.2	8.9	7.6
中联重科 - A	000157 CH	买入	5.85	7.28	450	21.7	10.1	8.6
浙江鼎力 - A	603338 CH	买入	61.40	72.00	213	44.5	35.5	25.7
兖煤澳大利亚	3668 HK	买入	16.24	24.00	214	4.4	5.3	5.6
中集车辆	1839 HK	买入	5.16	6.90	91	6.1	5.4	5.5
兴达国际	1899 HK	卖出	2.19	1.95	34	10.3	12.3	11.6
津上机床中国	1651 HK	买入	7.53	11.00	29	7.0	7.0	5.6
<b>新能源/公用</b>								
保利协鑫能源	3800 HK	持有	0.31	0.43	62	亏损	13.9	13.9
协鑫新能源	451 HK	持有	0.26	0.31	49	N/A	6.7	6.0
信义光能	968 HK	持有	4.43	4.08	358	17.8	15.8	14.3
龙源电力	916 HK	持有	4.20	5.00	338	7.7	6.4	5.9
华能新能源	958 HK	持有	3.00	2.47	317	9.3	6.9	6.7
金风科技 - H	2208 HK	买入	9.35	12.06	555	9.5	12.0	9.2
金风科技 - A	002202 CH	买入	12.57	16.28	499	12.8	16.1	12.4
华电福新	816 HK	买入	1.52	2.00	128	5.7	4.7	3.8
伟能集团	1608 HK	买入	2.41	2.90	62	29.0	24.8	18.4
新天绿色能源	956 HK	买入	2.28	3.20	85	6.2	5.7	5.1
天伦燃气	1600 HK	买入	7.41	10.62	74	12.8	7.0	6.3
隆基股份 - A	601012 CH	买入	22.84	32.37	862	24.6	18.3	15.1
<b>非必需消费</b>								
普华永道	1913 HK	持有	25.55	22.17	654	35.8	29.1	30.5
都市丽人	2298 HK	卖出	1.16	1.16	26	6.1	15.4	12.3
荣威国际	3358 HK	买入	3.12	4.20	33	9.9	7.4	5.8
安踏体育	2020 HK	买入	77.50	91.46	2,094	45.6	32.9	25.9
大家乐	341 HK	买入	21.40	26.61	125	21.1	19.3	17.8
海底捞	6862 HK	买入	38.00	37.56	2,014	109.7	68.6	48.5
波司登	3998 HK	买入	4.07	2.74	440	39.7	30.3	24.5
李宁	2331 HK	买入	26.55	24.43	614	81.6	41.2	34.8
特步国际	1368 HK	买入	4.56	6.93	115	13.9	13.1	11.3
江南布衣	3306 HK	买入	11.20	15.52	58	10.8	9.8	8.7
中国利郎	1234 HK	买入	6.32	11.89	76	9.0	7.9	7.0
美的集团 - A	000333 CH	买入	55.50	64.96	3,851	18.2	15.6	13.7
<b>医药</b>								
石药集团	1093 HK	买入	19.76	20.62	1,232	35.4	27.3	22.7
三生制药	1530 HK	买入	14.88	17.70	377	34.2	26.2	21.5
中国中药	570 HK	买入	3.54	7.10	178	10.6	9.3	7.4
绿叶制药	2186 HK	持有	5.80	7.70	190	17.2	15.5	13.7
东阳光药	1558 HK	持有	48.60	41.20	218	29.2	24.9	21.8
神威药业	2877 HK	买入	7.55	11.30	62	10.9	10.1	9.3
康臣药业	1681 HK	买入	4.70	8.40	41	7.7	7.2	6.4
吴海生物科技	6826 HK	买入	45.30	45.20	172	15.7	16.3	14.3
瑞慈医疗	1526 HK	买入	0.98	2.80	16	12.6	9.8	6.3
康华医疗	3689 HK	买入	4.74	13.10	16	8.3	6.9	6.0
香港医思医疗	2138 HK	买入	5.82	7.33	57	15.7	13.2	11.2
爱康医疗	1789 HK	买入	8.94	7.20	94	57.3	36.5	28.6
<b>必需消费</b>								
万洲国际	288 HK	买入	8.29	9.20	1,220	14.9	12.9	11.9
中国旺旺	151 HK	买入	6.58	7.50	817	21.1	19.3	18.0
<b>交通运输及租赁</b>								
国银租赁	1606 HK	持有	1.43	1.90	181	6.5	6.0	5.2
中航航空租赁	2588 HK	持有	73.90	71.95	513	10.6	9.6	8.5
海通恒信	1905 HK	买入	1.54	1.94	127	8.0	8.6	8.1
中国国航 - H	753 HK	买入	6.94	8.61	1,237	11.6	12.5	12.1
中国国航 - A	601111 CH	买入	8.30	9.47	1,111	15.5	16.6	16.1
吉祥航空 - A	603885 CH	买入	14.04	15.03	276	20.5	20.1	19.0
东方航空 - H	670 HK	买入	3.92	4.95	849	18.9	12.2	11.1
东方航空 - A	600115 CH	持有	5.18	5.74	763	27.8	18.0	16.3
南方航空 - H	1055 HK	买入	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
湾区发展	737 HK	买入	3.90	4.88	120	17.9	16.5	13.6
新创建	659 HK	买入	11.70	15.50	458	12.1	10.6	10.0
<b>汽车</b>								
广汽集团	2238 HK	买入	7.84	9.67	1,156	7.5	5.4	5.0
吉利汽车	175 HK	买入	14.74	16.35	1,346	11.1	9.7	9.1
东风集团股份	489 HK	持有	7.80	8.20	672	4.2	3.7	3.3
长城汽车	2333 HK	持有	6.31	4.99	798	17.2	14.2	11.6
上汽集团	600104 CH	持有	23.50	25.59	2,746	9.1	8.5	7.9

资料来源: 彭博、招銀國際証券研究; 截至2019年10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日前前置或买卖该等证券；(2)不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3)没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4)并没有持有有关证券的任何权益。

### 披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 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	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。