

5月港股策略報告

經濟盈利回穩，政策憧憬降溫

- ❖ **環球經濟：美國表面風光，中國沒預期差，亞洲壓力浮現。**美國及中國首季GDP都勝預期，但美國經濟非GDP所示般強勁，而中國4月PMI回落，經濟基礎並不牢固，外部擾動風險尚存。日韓台等亞洲地區的出口近月明顯受壓。
- ❖ **中國政策：貨幣政策不鬆不緊，監管防風險，結構調整。**由於經濟下行壓力暫沒加劇，短期強刺激手段的必要性減少。貨幣政策放鬆和收緊的可能性都不大，但是會竭力避免大水漫灌。近期監管會著重關注居民加槓桿和房產泡沫化。
- ❖ **貿易磋商：成果料已大致反映，須防消息兌現後獲利回吐。**有傳媒報道中美冀於5月底或6月初簽署協議。近兩三個月已不斷傳出談判有進展的好消息。若果美國只同意撤回小部份加徵的關稅，較大可能觸發股市獲利回吐。
- ❖ **美元與新興市場：美元升只因歐洲弱，新興市場走資壓力料不大。**美元升至近兩年新高，但市場預期美國今年內有一半機會減息。此次美元上升屬非典型，新興市場的走資壓力料有限。唯須留意阿根廷及土耳其等較脆弱的國家情況。
- ❖ **企業盈利：盈利預測初見回穩，有助限制港股回調幅度。**恒指之2019年預測盈利於4月份微升，是去年3月以來首次獲調升。內地經濟數據3月起改善，4月份開始減稅降費規模較預期大，如果短期內中美達成貿易協議，企業盈利預測確有可能觸底回升。
- ❖ **港股估值：寬鬆政策預期減，估值再升空間有限。**恒指今年累升14.9%，完全是估值上升推動。本年度預測市盈率已由年初之不足10倍，升至現時11.5倍，略高於近七年平均。內地經濟下行壓力稍減、港股盈利預測回穩，都有助估值再調高，但另一方面，市場對內地寬鬆政策的預期降溫，某程度抵銷了以上兩個利好因素。估計港股估值再上調的空間很有限。
- ❖ **Sell in May? 進入傳統淡季，回調壓力增加。**港股有“五窮六絕七翻身”之說。最近20年，恒指於5月份下跌的比率達70%。若該年度之1-4月累計及4月份都錄得升幅，其後於5月下跌的比率更高達73%，平均跌4.0%。今年正是此情況，料踏入5月面臨較大回調壓力。
- ❖ **投資策略：進入“五窮六絕”的傳統淡季，料恒指回調壓力漸增。**但內地經濟回穩、恒指之預測盈利暫未再被調低，均有助限制恒指的下行幅度。**建議減持基本因素欠佳而倚賴政策支持的行業，如汽車、家電、內房**，因市場原憧憬政府財政補貼購買汽車及家電，及放鬆房地產市場調控。既然投資者對內地再推強刺激措施的預期降溫，這些靠政策推動的行業或會暫受冷落。**看好下以板塊：一季度業績良好的內銀及內險股、處於行業增長周期的設備及機械股、政策不明朗因素有望消除的教育股。**

蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	29,699
52周高/低位	31,593/24,541
大市3個月日均成交	1,068 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個月	+2.2%	+1.4%
3個月	+6.3%	+4.6%
6個月	+18.9%	+13.8%

資料來源：彭博

恒生指數一年走勢圖



過往市場策略報告

[19年4月1日 - 短綫料整固，擁抱高息股](#)

[19年3月1日 - 恒指目標上調至30,200](#)

[19年2月4日 - 回調壓力增，慎選國策股](#)

[19年1月2日 - 美股回調，殃及港股](#)

[18年12月3日 - 2019年策略報告 - 恒指目標28600](#)

[18年11月1日 - 推算恒指見底水平](#)

[18年10月2日 - 黎明前的黑暗](#)

Sell in May 八問

港股本年至今連升四個月，恒生指數 1-4 月累升 14.9%，但於 4 月份大部份時間於 30,000 大關徘徊，波幅是 29,500-30,300 之間的 800 點而已，全月僅升 2.2%。市況牛皮乏方向，進入傳統淡季 5 月及 6 月，應否 “Sell in May” 減持獲利？我們探討了八個關鍵問題，嘗試歸納出結論。

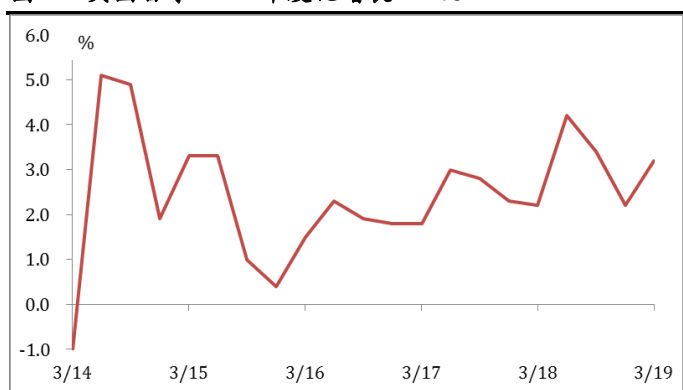
一. 美國、亞洲、中國經濟在放緩嗎？

中美貿易糾紛已持續超過一年，對此兩大經濟火車頭以至全球的經濟影響，已某程度反映於經濟數據。最近的數據顯示，中美兩國的經濟狀況並不太差，第一季 GDP 都勝預期。隨着中美貿易談判或即將達成協議，是否意味環球經濟最壞時間已過？

首先，美國首季經濟並非 GDP 所示般強勁。一季度 GDP 初值年度化環比增長 3.2%，勝市場預期，亦較去年四季度之 2.2% 增速加快（圖 1）。不過，細看 GDP 的增長來源，其實數據並不十分亮麗，增長前景有隱憂。首先，淨出口貢獻了 1.03 個百分點之 GDP 增長，因為受關稅問題影響，一季度進口下跌。第二，庫存升至三年新高，貢獻了 0.7 個百分點之 GDP 增長，而庫存向來波動，於二季度可能回落。第三，個人消費僅增長 1.2%，較去年四季度之 2.5% 放緩。第四，企業固定投資僅增長 2.7%，較去年四季度之 5.4% 放緩。

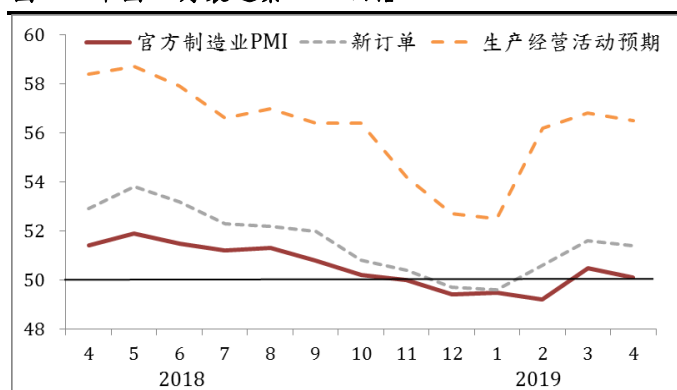
中國方面，首季 GDP 亦勝預期，同比增長 6.4%，市場原估計 6.3%。3 月份的製造業 PMI 亦意外地回升至 50 以上擴張區，但剛公布的 4 月份 PMI 已回落至 50.1，其中新訂單指數及生產經營活動預期指數亦回落（圖 2）。綜合而言，中國經濟初顯企穩迹象，但基礎並不牢固，外部擾動風險尚存。

圖 1：美國首季 GDP 年度化增長 3.2%



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 2：中國 4 月製造業 PMI 回落

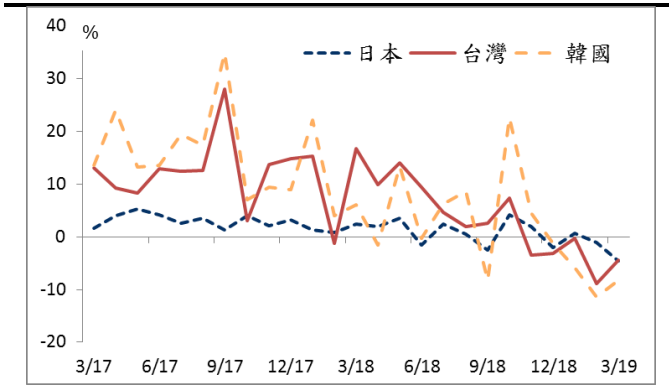


資料來源：國家統計局、招銀國際研究

除了中美兩國直接受貿易戰影響，亞洲其他出口型經濟體亦受累。例如韓國首季 GDP 環比收縮 0.3%，創 2008 年第四季金融海嘯以來最差表現。單看出口，韓國、日本及台灣近月均見下行壓力，其中台灣出口連續五個月同比減少、韓國亦連跌四個月（圖 3）。

小結：美國表面風光，中國沒預期差，亞洲壓力浮現。

圖3：日韓台近月出口疲弱



資料來源：彭博、招銀國際研究

二. 中國財政及貨幣政策會改變嗎？

今年以來中國內地及香港股市強勢，動力來自美國聯儲局立場轉鴿、中美貿易磋商有進展，及對中國政府“穩增長”政策的憧憬。不過，隨着中國第一季 GDP 勝預期，以及 3 月份 PMI、出口、社會融資等數據亦勝預期，投資者對寬鬆政策的預期出現轉變，造成 A 股於 4 月底出現較大回調壓力。

我們的經濟師認為，當前政策著力點在於結構性調整和體制性改革，是長期、多目標、多維度的，不能用“寬鬆”或“收緊”這樣簡單的詞匯來概括。由於中國經濟下行壓力暫沒加劇，短期強刺激手段的必要性減少，但由於政策傳遞和改革紅利釋放有滯後性，預計經濟仍將低位運行，料最早於二季度末和三季度才出現明顯的改善。因此，我們認為貨幣政策進一步放鬆和收緊的可能性都不大，但是會竭力避免走“大水漫灌”的老路，近期監管會著重關注居民加槓桿和房地產泡沫化。同時，促進形成強大的國內市場、推動全方位對外開放，仍需也仍會得到政策的持續支持。

小結：貨幣政策不鬆不緊，不搞大水漫灌，監管防風險；改革開放，結構調整，產業升級。

三. 中美一旦達成貿易協議，股市有何反應？

去年拖累港股的元兇是中美貿易戰，至今貿易戰尚未完結，但今年以來中美雙方積極磋商，並多次表示談判有進展、可能快將達成協議的消息（圖 4），刺激港股顯著反彈。中美現正於北京進行新一輪磋商，並訂於 5 月 8 日移師華盛頓再會面，有傳媒報道雙方冀於 5 月底或 6 月初簽署協議。

一旦達成協議，如此重大利好消息，將會進一步推升股市，抑或反高潮地獲利回吐呢？很視乎協議內容，尤其是美國願意撤回多少去年加徵的中國商品關稅。既然近兩三個月已不斷傳出好消息，市場應已反映了不少樂觀預期。何況環球經濟本已正在放緩，即使貿易戰終於停火，尚有不少風險持續困擾市場。因此，若果美國只同意撤回小部份加徵的關稅，料難成為推升股市的“好消息”，更大可能觸發獲利回吐。

小結：貿易磋商成果料已大致反映，須防消息兌現後獲利回吐。

圖4：近月中美貿易磋商“有進展”的消息摘要

消息/報道日期	內容
5月1日	CNBC 報道，中美可能於5月10日宣布達成貿易協議。
4月28日	美國財長姆努欽指，中美快將接近達成貿易協議。
4月17日	《華爾街日報》報道，中美冀於5月底或6月初簽署貿易協議。
4月11日	中國商務部表示，中美在最新一輪貿易談判中取得進展。
4月4日	劉鶴表示談判大有進展；特朗普表示談判進展迅速，可能在4周內達成協議。
3月29日	白宮指這次“坦誠而具建設性”的磋商取得進展；中方稱取得新進展。
3月7日	特朗普指談判取得良好進展。
2月24日	特朗普宣布推遲原訂於3月1日起對2,000億美元中國進口商品加徵關稅。
2月22日	劉鶴在白宮與特朗普會面後，劉說談判富有成果。
2月16日	特朗普表示，美方貿易代表團向他匯報，與中國的談判非常有成效。

資料來源：招銀國際研究

四. 美股創新高是否非理性亢奮？

美股最近又創新高，但不久前市場才因孳息倒掛(十年期國債孳息低於三個月債息)擔憂經濟衰退，加上首季盈利倒退，此際股市反而破頂，會否高處不勝寒？不妨從盈利、估值及氣氛判斷。

首先，於美股進入一季度業績期前，市場已估計標普 500 指數盈利下跌。目前為止，標指首季盈利同比下跌約 2.3%。根據 Factset，截至 4 月 26 日，有 46% 標指成份股公布了季績，其中 77% 公司之盈利勝市場預期(五年平均是 72%)。累計盈利較預期高 5.3%，驚喜幅度亦高於五年平均之 4.8%。

估值方面，標指之今年預測市盈率現為 17.7 倍，高於七年平均 16.6 倍(圖 5)，但與五年平均 17.5 倍相若，難言是過高水平。

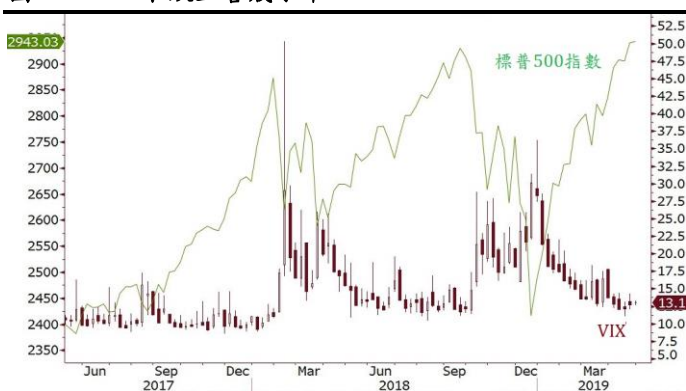
市場氣氛方面，“恐慌指數”VIX 目前約於 13.1 水平(圖 6)，雖低於五年均值約 15，但未低至平均值減一個標準差的水平(約 10.6)，可見投資者未算太掉以輕心。過往美股大幅回調之前，VIX 往往於偏低水平，大概是 11 以下。

圖 5：標普 500 指數預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6：VIX 未跌至警戒水平



資料來源：彭博、招銀國際研究

另一個反映市場氣氛的指標是投資者信心調查。美國個人投資者協會(AAII)每周向投資者進行問卷調查，截至 4 月 24 日的一周，有 33.5% 受訪者看漲(歷史平均是 38.5%)，20.2% 看跌(歷史平均是 30.5%)。看漲看跌的人都較過往平均低，亦即持中性看法的人眾多。投資者氣氛調查有時可作為相反指標，當異常多人看漲時，緊隨的往往是跌市。現時看漲比率低於平均，絕無亢奮的跡象。

小結：美股創新高，估值不過份，投資者審慎，沒泡沫跡象。

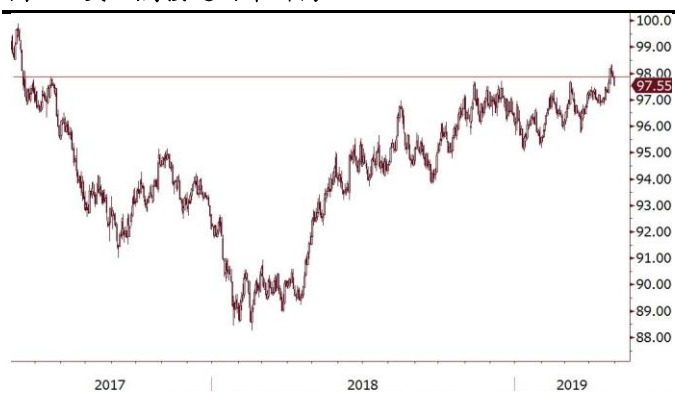
五. 美元強勢，新興市場會走資嗎？

近期美元強勢，美匯指數一度升穿 98，創接近兩年新高（圖 7）。當美元升值，資金傾向流向美國，新興市場往往出現資金流走而受壓。不過，今次美元上升缺乏重大因素支持，畢竟近月聯儲局立場轉鴿，原本預期今年加息兩次，到如今預期利率不變。利率期貨更顯示市場估計今年內有 53%機會減息至少一次。與其說美元強，不如說主要外幣歐元及英鎊弱，因為歐洲經濟疲弱，英國則持續受脫歐的不明朗因素影響。

因此，此次美元上升可視為非典型，新興市場的走資壓力有限。唯須留意個別較脆弱的新興國家情況，例如政治風險較高的阿根廷及土耳其，去年匯價都曾大幅貶值，並觸發新興市場走資潮。最近三個月，新興股市反覆上升，但新興貨幣趨跌，出現較罕見的背馳（圖 8），須關注稍後股市會否跟隨貨幣向下。

小結：美元升只因歐洲弱，新興市場走資壓力不大，唯須留意個別國家情況。

圖 7：美元創接近兩年新高



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8：新興市場股匯背馳



資料來源：彭博、招銀國際研究

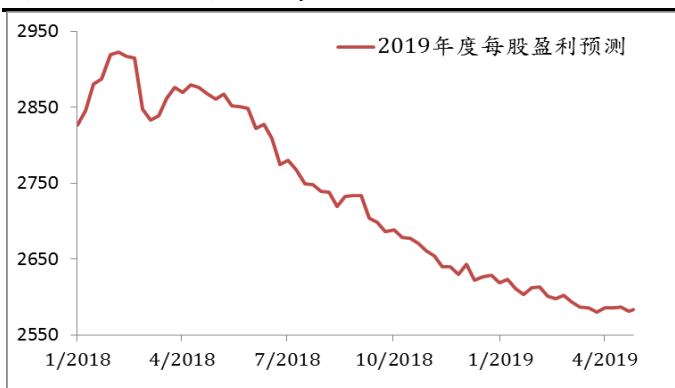
六. 港股企業盈利預測仍趨跌嗎？

自從恒指去年 1 月見頂，然後爆發中美貿易戰，恒指之預測盈利被市場持續調低。根據彭博數據，恒指之 2019 年預測每股盈利由高位被調低最多 12%。不過，剛過去的 4 月份，隨着內銀及內險股之首季業績普遍略勝預期，恒指之預測盈利終於反彈，較 3 月底上調了 0.16%，是去年 3 月以來首次獲調升（圖 9），升幅或微不足道，但總算暫扭轉了下调趨勢。

內地經濟數據 3 月份開始改善，加上 4 月份開始的減稅降費規模較預期大、實施時間較預期早，如果短期內中美達成貿易協議，企業盈利預測確有可能觸底回升。短期關鍵是 5 月上半月滙豐(5 HK)、友邦(1299 HK)及騰訊(700 HK)幾隻權重股先後公布之季績。

小結：盈利預測初見回穩，有助限制港股回調幅度。

圖 9：恒指之預測盈利初步回穩



資料來源：彭博、招銀國際研究

七. 港股估值仍有上調空間嗎？

雖說恒指之 2019 年盈利預測於 4 月份沒再被下調，但本年至今仍被調低了 1.6%，而同期恒指不跌反升 14.9%，完全是估值上升所推動。縱使盈利預測回穩，暫不預期可大幅反彈。若果恒指要再升，仍要靠估值向上。

恒指之本年度預測市盈率，已由年初之不足 10 倍，升至現時 11.5 倍，略高於近七年平均 11.4 倍。好的方面，內地經濟下行壓力稍減、港股盈利預測回穩，都有助估值再調高，但另一方面，市場對內地寬鬆政策的預期降溫，某程度抵銷了以上兩個利好因素。估計港股估值再上調的空間很有限。

小結：經濟盈利雖回穩，寬鬆政策預期減，估值再升空間有限。

圖 10：恒指估值已升越七年平均



資料來源：彭博、招銀國際研究

八. 港股“五窮六絕”今年會應驗嗎？

西方有云“Sell in May and go away”，港股亦有“五窮六絕七翻身”之說，意指 5-6 月港股表現通常較弱，到 7 月才改善。過去 20 年(1999-2018)，恒指於 5 月份表現確實較差，平均跌 0.4%，20 年之中有 14 年下跌，比率達 70%；5-6 月累計下跌則有 11 年，比率 55%。縱使撇除 5 月有眾多藍籌股除息的因素(令恒指下跌約 1%)，5 月的表現仍略較其他月份的平均表現差。

近 20 年之中，有 11 年之 1-4 月累計及 4 月份都錄得升幅，當中有 8 年於其後之 5 月下跌，比率達 73%，平均跌 4.0%。可見當恒指於首四個月已上升，踏入“五窮月”回調之壓力亦往往較大。這正是今年之情況。

小結：進入傳統淡季，回調壓力增加。

投資策略

恒指今年連升四個月後，估值已回升至過往平均以上，指數再升的空間將受制於估值。恒指已牛皮了一個月，“十個牛皮九個淡”，進入“五窮六絕”的傳統淡季，料回調壓力漸增。不過，內地經濟回穩、恒指之預測盈利暫未再被調低，均有助限制恒指的下行幅度。換言之，恒指於短期內較大機會繼續於三萬點關口上落，等待新的催化劑如中美貿易協議，關鍵支持位於29,500，若跌穿，或會出現較深回調，下一級支持於28,500。

回到篇首之問題：今年應否 Sell in May 減持獲利？綜合對於上述八條問題的思考，建議選擇性減持，主要減持對象是基本因素欠佳而倚賴政策支持的行業，如汽車、家電、內房，因為市場原本憧憬政府財政補貼購買汽車及家電，及放鬆房地產市場調控。既然投資者對內地再推強刺激措施的預期降溫，這些靠政策推動的行業或會暫受冷落。另一方面，看好下以板塊：一季度業績良好的內銀及內險股、處於行業增長周期的設備及機械股、政策不明朗因素有望消除的教育股。

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 11：招銀國際分析員的行業中短期觀點

行業	評級	評論
中國銀行	優於大市	上市銀行 2019 年一季度淨利潤增速從去年的 6.1% 上升至 7.2%，且高於市場全年增速預測約 1 個百分點。這主要得益於強勁的信貸增長及非息收入反彈。資產質素的持續改善和穩健的盈利將有助於板塊估值進一步修復，但監管對貸款利率的指導和銀行的存款競爭可能使淨息差繼續承壓。短期內，我們仍看好估值相對落後但業績改善顯著的股份制銀行，包括光大銀行(6818 HK)和中信銀行(998 HK)。
中國保險	優於大市	保險股一季度業績正面，保費收入及新業務價值增長不俗，投資收益則得益於股市上漲。行業於 5 月份料較少催化劑，股價表現較視乎市場表現。我們對行業今年前景保持樂觀，尤其看好壽險，主要考慮到保障型產品需求強勁、上市險企業務結構持續改善、公司首年期交保費降幅收窄。對產險前景則保持謹慎，因車險的保費增長受到新車銷售放緩影響，且車險費率競爭可能繼續為產險公司帶來費用率的壓力。行業首選中國太保(2601 HK)。
中國設備及機械	優於大市	我們持續推介的濰柴動力(2338 HK)、重汽(3808 HK)、三一國際(631 HK)以及於 3 月份上調評級的中聯重科(1157 HK)4 月份平均升幅約 8%，其中中聯重科升幅達 18%。工程機械及能源裝備一季度業績普遍高於預期，我們看到市場逐漸上調盈利預測，但我們認為上調幅度仍過於保守，因此維持全年對行業的正面觀點。但短期而言，經過今年前四個月的強勁股價升幅，加上 5 月份相對缺乏催化劑，建議採取更精準的策略，重點看好增長最強勁的起重機板塊，推薦中聯重科。
中國教育	優於大市	預期民促法最終稿將於 1-2 個月內出台，估計跟去年 11 月徵求意見稿內容差不多，沒有新負面的政策，預期政策落地後，在行業不明朗因素消除下，對行業是利好。看好高等教育行業，具備並購及內生增長，2019 年 9 月高職擴招一百萬，職業教育明確鼓勵民辦教育參與發展，行業估值 FY19E 15 倍 P/E，低於歷史平均水平 17 倍。首推希望教育(1765 HK)，高職學生佔比 45%，現金 30 億，行業內唯一有良好內生增長及併購增長的公司。
中國互聯網	優於大市	5 月中下旬進入互聯網一季度業績期，對 5 月板塊表現保持謹慎樂觀，源於：1) 巨頭如阿里(BABA US)之業績預期相對樂觀；2) 宏觀經濟預期回暖下，電商或將受益於家電補貼，遊戲繼續受益於版號審批節奏；3) 科创板開閘推進助推板塊氣氛。目前整體板塊估值上升至 24 倍，接近歷史平均，估值吸引力有限，後期股價表現將主要依賴“盈利改善”單邊驅動。建議關注：1) 基本面邊際變好、估值落後、業績可預見性強的標的；2) 股價表現落後但基本面下行風險有限標的。
中國風電	同步大市	4 月初能源局兩次就 2019 年風電建設管理要求進行意見徵求，相關政策要求中提及對於存量專案進行分類指導建設，同時也有意通過政策和電網手段抑制平價上網普遍實現以前因風電搶裝導致補貼規模快速擴張。該徵求意見稿發佈後，風電企業股價普遍承壓，政策意外變化使我們對於風電行業看法有轉變。政策基調的調整，表明國家在 2020 年末以前對於風電專案的管理思路轉變將對行業帶來變數。我們據此將行業展望下調為同步大市。風電運營商的一季度業績大致符合預期，同時目前估值仍處於低位，我們首推華電福新(816 HK)，今年有望在水電和火電板塊獲得較為強勁的盈利復蘇，帶動業績實現良好增長。

資料來源：招銀國際研究

圖 11：招銀國際分析員的行業中短期觀點(續上頁)

行業	評級	評論
中國房地產	同步大市	今年3月份合約銷售面積止跌回升，我們認為市場情緒改變主要歸因於信貸寬鬆、之前被壓抑的需求獲釋放和整體經濟前景改善。我們擔心房地產價格的快速上漲可能會推遲政策放鬆的步伐，以減少投機氣氛。此外，過去兩個月，多家房地產公司進行股票配售，也反映估值偏高，不排除未來更多房地產公司進行股權融資。
中國非必需消費	同步大市	儘管整個板塊從年初至今已上升約17%，市盈率亦已經有相當的反彈，從18年12月的15.0倍回升到19年4月的16.8倍，很接近7年平均的17.1倍，但我們對板塊看法還是比較正面的，因為：1) 3月份中國零售銷售增長上升至8.7%，較18年4季度的8.3%改善；2) 3月份工業利潤增長達到13.9%，比1-2月的14.0%下降大幅回升；3) 19年2-4季的基數都要比1季低。我們看好子板塊餐飲、體育、服裝，並首選呷哺呷哺(520 HK)、海底撈(6862 HK)和安踏(2020 HK)。另外，如果房地產銷售情況能延續3月份起的改善，子板塊傢俱和家電亦會受惠，推薦敏華(1999 HK)。
中國必需消費	同步大市	首推萬洲(288.HK)，受到美國生豬價格下跌及中國肉製品利潤率下跌影響，一季度淨利潤同比下跌21%。受非洲豬瘟影響，中國3月份母豬存欄數同比下跌22%，要調整生豬供應大概需要18個月時間，美國生豬價格3月中開始大漲，預期中國豬肉供應不足驅動美國生豬價格今明兩年上升，帶動美國養殖業務利潤上升。
中國證券	同步大市	受惠於今年以來A股市場的強勁復蘇，券商一季度業績大幅反彈，但市場對此應已有充分預期。儘管近期宏觀經濟資料企穩、證券業監管放寬政策頻出，但貨幣寬鬆預期減弱、外資出現淨流出等對大市情緒帶來一定負面影響，A股市場較大概率進入調整期，因此券商波動加劇的可能性也相應增加。我們建議短期內對板塊保持觀望態度。未來幾個季度，更應該關注科创板落地、市場常態化發展等給券商帶來的增量業務機會，而龍頭券商在這其中將佔據更多優勢。
中國太陽能	同步大市	能源局4月初對2019年光伏建設管理進行意見徵求，有關政策證實了此前市場關於新建專案補貼規模設限30億的市場傳言，同時也就需補貼項目進行全國排名分配資源進行了具體細化。我們認為政策的發佈將釋放2019年中國光伏市場需求，從而穩定光伏產業鏈對於全年的需求預期，自2018年5.31政策後由需求真空到重新打開市場，有助於提振市場對於光伏行業的短期情緒。唯光伏製造板塊的產業鏈股價在年初至今已累積了較多漲幅，大致反映了市場的樂觀預期，我們認為短期板塊進一步上漲空間將較為有限。
中國科技	同步大市	行業一季度業績偏弱，合乎市場謹慎的預期，雖然我們認為公司的盈利預期有下調空間，但是我們預計2季度的需求開始穩定，未來幾月的行業數據下降幅度收窄，加上管理層最近對下半年的正面指引，將是板塊的正面催化劑，目前我們對行業下半年的展望轉為較正面看法，主要由於1) 智能手機出貨量下降幅度收窄；2) 中國正式開始5G建設的投入；以及3) 國際貿易爭端持續往正面發展。建議標配的行業配置，關注個別子板塊的機會，如5G產業鏈、重點零組件升級(多鏡頭/AI)、份額提升、非手機業務的增長(車載/智慧家居/IoT)。

資料來源：招銀國際研究

A 股市場觀點

研究部

股市中期波動或將加大

從指數走勢看，4月以來A股各大指數漲跌互現，各板塊分化開始顯現。截止4月26日，上證50、滬深300本月以來分別上漲1.91%、0.44%，而中證紅利、中證500、中小板指、創業板指本月分別下跌0.79%、-2.52%、-4.35%、-2.11%。本月以來全球權益指數均呈普漲態勢，A股表現較為疲弱，但今年以來表現仍超越全球各大指數。

圖 12：4 月各大指數表現

指數	收盤價 (截止2019/4/26)	本月以來(%)	今年以來(%)	近一年以來(%)	2018年以來走勢	最新PE(TTM)	最新PB(LF)
中證紅利	4705.72	-0.79	22.64	4.37		8.44	1.11
上證50	2892.86	1.91	26.15	9.02		10.31	1.26
滬深300	3889.27	0.44	29.18	3.52		12.92	1.53
中證500	5408.03	-2.52	29.75	-7.73		25.36	2.02
中小板指	6102.36	-4.35	29.75	-12.81		26.32	3.42
創業板指	1657.82	-2.11	32.57	-8.18		59.18	4.59
恆生指數	29549.80	1.72	14.33	-4.09		11.04	1.22
日經225	22258.73	4.97	11.21	-0.93		16.37	1.71
標普500	2926.17	3.24	16.73	10.50		21.80	3.38
道瓊斯工業	26462.08	2.06	13.44	9.51		19.22	4.41
納斯達克	8118.68	5.04	22.36	14.89		34.69	3.90
富時100	7434.13	2.13	10.49	-1.00		17.20	1.75
德國DAX	12282.60	6.56	16.32	-2.61		15.90	1.63
法國CAC40	5557.67	3.87	17.48	0.67		18.64	1.63

資料來源：Wind，招商銀行研究院

隨著估值逐步回升至歷史中樞水平，市場逐步消化前期對經濟向好、中美貿易磋商實質性改善、減稅降費等事件的預期，而中期或將進入業績印證與預期博弈的狀態，股市震盪因此可能會加劇。由於一季度行情主要受風險偏好的顯著改善而表現亮眼，後續則有兩大問題需考察：（1）實際企業盈利能否兌現前期的市場預期；（2）後續推動風險偏好上行的驅動力能否持續、修復空間還有多少。

企業盈利是否改善仍待驗明

歷史數據顯示，PPI與企業盈利呈現較高相關性。自2017年2月以來PPI開始進入下行通道，今年2月PPI為0.1%，持平於上月，處於通縮邊緣，3月反彈回升至0.4%。從市場普遍預測情況來看，4月PPI有望繼續反彈，因此一季度企業盈利預計表現不差。往後看，考慮到去年2、3季度大宗商品價格的高基數影響，5-10月PPI預計仍將大概率落入通縮區間。而隨著政策逆週期調節力度加大，PPI持續通縮的可能性較小，11-12月或走出通縮。全年來看，市場預計PPI整體仍會維持在弱勢震盪區間，因此企業盈利或將受到拖累，實際能否改善需待驗明。

從風險偏好的空間上來看，股權風險溢價（ERP）一季度大幅下行並接近歷史均值水平，目前處於歷史60百分位，仍然具備向下修復的空間。市場逐步消化前期利好事件後，短期內進一步的利好有待觀察，但中長期來看我們認為後續市場預期的驅動力仍存。

中短期來看，一方面先導指標的反復或預示著企業盈利仍存變數。另一方面，二季度限售股解禁的問題同樣也值得關注。從歷史數據上看，大小非解禁市值與ERP呈現較為顯著的負相關性，且負相關性較強（95%置信度下相關性顯著，相關係數-0.57）。2019年4月大小非解禁市值開始攀升，並於二季度末到達年內峰值水平。通常來看，解禁高峰前後1-2個月內ERP波動幅度會加大，中短期股市或將經歷震盪調整的過程。

中長期來看，後續市場預期的驅動力仍存

其一，中美貿易磋商持續取得更新進展，雙方已就貿易問題開展九輪磋商，目前市場對兩國達成某種協議持偏樂觀的態度，如果兩國最終能順利簽署雙方相互認可的協議，則將能較為顯著的提振市場情緒；

其二，政策暖風為市場注入信心，改革措施持續推動將利好市場風險偏好，今年3月兩會宣佈減稅降費，通過減輕企業成本端的壓力能有利於企業盈利的改善，同時，在防重大金融風險的政策指導方針與底線思維下，系統性風險難言再現，而持續的逆週期調節政策將對沖經濟下行壓力；

其三，科創板的加速推進、上市與退市等制度的持續完善將有助於豐富二級市場的層次與深化股市體制改革，市場機制將得到完善，市場化資源配置效率將得到進一步提高；

其四，多元化的投資者結構有望成為股市的“穩定器”。隨著外資、養老資金、保險資管、公募基金等更多機構投資者的持續入市與佈局，A股有望見到多元化的投資者結構，這不僅有助於降低市場波動率，提高市場理性程度，同時也為增強市場信心起到重要的作用。

隨著風險偏好逐步將讓位於基本面，策略上建議精選各行業龍頭，關注具有確定性業績的低估值、高分紅藍籌：（1）低估值所帶來的估值優勢；（2）經濟下行趨勢下確定性業績帶來的基本面支撐；（3）外資等長線資金青睞。同時聚焦製造業升級、科創龍頭：（1）核心科技技術助力產業升級與經濟轉型；（2）積極的民企支持政策（如減稅降費）創造更好的企業發展環境；（3）科創板的開啟有望帶來新的增量資金。

風險提示：上市公司業績超預期下行風險；中美貿易摩擦超預期升級風險；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		
				去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測
金融		48.7%										
匯豐控股	5	10.1%	67.70	12.7	12.1	11.5	1.06	1.03	0.99	5.9%	5.9%	5.9%
友邦保險	1299	9.8%	79.95	47.4	18.8	16.6	3.16	2.72	2.46	1.4%	1.7%	2.0%
建設銀行	939	7.6%	6.93	5.8	5.6	5.3	0.75	0.71	0.65	5.1%	5.4%	5.8%
工商銀行	1398	4.4%	5.89	6.1	5.7	5.3	0.75	0.73	0.66	5.0%	5.3%	5.6%
中國平安	2318	5.3%	94.45	13.8	11.3	9.8	2.47	2.27	1.93	2.1%	2.6%	3.1%
中國銀行	3988	3.0%	3.74	5.2	5.1	4.9	0.60	0.57	0.53	5.7%	6.0%	6.3%
香港交易所	388	3.3%	272.0	36.7	32.4	28.2	8.35	7.99	7.70	2.5%	2.8%	3.2%
中國人壽	2628	1.7%	22.20	47.3	14.5	13.8	1.69	1.51	1.41	0.8%	2.7%	2.8%
恒生銀行	11	1.6%	206.0	16.3	15.7	14.9	2.54	2.36	2.22	3.6%	4.0%	4.2%
中銀香港	2388	1.3%	35.10	11.6	10.9	10.1	1.32	1.31	1.23	4.2%	4.4%	4.7%
交通銀行	3328	0.6%	6.61	5.7	5.6	5.3	0.59	0.59	0.55	5.0%	5.5%	5.8%
資訊科技		11.5%										
騰訊控股	700	10.5%	388.0	40.3	34.7	27.2	9.80	7.37	5.86	0.3%	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.4%	50.7	13.9	16.9	14.6	2.82	2.57	2.32	2.8%	2.5%	2.8%
舜宇光學科技	2382	0.7%	95.7	36.2	25.1	19.2	9.75	7.28	5.58	0.7%	1.1%	1.4%
地產		11.3%										
長實集團	1113	1.6%	63.00	5.8	8.3	9.2	0.72	0.66	0.64	3.0%	3.3%	3.6%
新鴻基地產	16	1.6%	135.4	7.8	12.0	11.0	0.72	0.70	0.67	3.4%	3.7%	4.0%
領展房產基金	823	2.0%	91.50	4.0	33.8	30.3	1.07	1.06	1.04	2.7%	3.0%	3.3%
中國海外發展	688	1.1%	29.35	7.2	7.1	6.0	1.13	1.00	0.89	3.1%	3.8%	4.4%
碧桂園	2007	1.0%	12.64	6.8	5.6	4.8	1.94	1.51	1.21	4.5%	5.6%	6.4%
九龍倉置業	1997	0.7%	60.10	10.1	17.4	16.6	0.83	0.83	0.81	5.2%	3.7%	3.9%
華潤置地	1109	1.0%	34.15	8.3	8.6	7.3	1.47	1.33	1.18	3.6%	4.7%	5.5%
新世界發展	17	0.8%	12.98	5.6	14.8	13.9	0.60	0.60	0.57	3.7%	3.9%	4.0%
恒基地產	12	0.6%	48.30	6.8	13.8	14.1	0.68	0.70	0.70	3.7%	3.8%	3.9%
信和置業	83	0.4%	13.80	6.7	18.5	17.4	0.66	0.63	0.61	3.8%	4.0%	4.2%
恒隆地產	101	0.4%	18.44	10.3	18.8	17.7	0.60	0.60	0.59	4.1%	4.1%	4.2%
電訊		5.2%										
中國移動	941	4.6%	74.75	11.2	11.1	10.8	1.25	1.18	1.12	4.3%	4.4%	4.6%
中國聯通	762	0.6%	9.31	24.0	17.7	12.9	0.69	0.73	0.71	1.7%	2.2%	3.0%
能源		5.8%										
中國海洋石油	883	2.6%	14.18	10.3	10.0	9.3	1.30	1.24	1.16	5.8%	4.7%	5.0%
中國石化	386	1.6%	6.03	10.2	9.9	9.4	0.85	0.85	0.83	8.1%	7.7%	8.2%
中國石油	857	1.1%	4.98	14.9	13.3	11.8	0.64	0.63	0.61	3.0%	4.2%	4.6%
中國神華	1088	0.6%	17.34	6.7	6.9	7.0	0.87	0.83	0.77	5.9%	5.6%	5.5%
公用		4.7%										
中電控股	2	1.7%	88.95	16.3	17.9	17.3	2.06	1.87	1.80	3.4%	3.5%	3.6%
香港中華煤氣	3	1.7%	18.72	30.6	33.4	30.4	4.62	4.17	4.03	1.9%	2.0%	2.1%
電能實業	6	0.8%	54.70	15.3	15.1	14.7	1.40	1.37	1.35	5.1%	5.1%	5.2%
長江基建集團	1038	0.4%	63.70	15.0	14.5	14.1	1.50	1.36	1.31	3.8%	4.1%	4.2%
綜合類		3.4%										
長和	1	2.3%	82.40	8.1	7.5	7.0	0.71	0.65	0.61	3.8%	4.1%	4.5%
中信股份	267	0.7%	11.42	6.5	6.3	5.8	0.59	0.55	0.52	3.6%	3.7%	4.1%
太古股份	19	0.5%	99.30	5.8	11.4	12.7	0.55	0.55	0.54	3.0%	3.5%	3.8%
消費品		5.4%										
吉利汽車	175	0.9%	15.74	9.8	9.0	8.0	2.70	2.20	1.82	2.3%	2.6%	2.9%
石藥集團	1093	0.7%	15.12	25.8	20.8	16.9	5.51	4.55	3.81	1.2%	1.5%	1.9%
申洲國際	2313	0.8%	105.30	29.9	25.2	21.1	6.09	5.31	4.67	1.7%	2.1%	2.5%
蒙牛乳業	2319	0.8%	29.00	32.1	25.1	20.9	3.88	3.41	3.03	0.7%	1.0%	1.2%
中國生物製藥	1177	0.5%	7.54	9.0	26.0	23.1	2.79	2.92	2.62	1.1%	1.0%	1.0%
恒安國際	1044	0.5%	69.15	18.6	16.8	15.4	4.28	3.87	3.56	3.7%	4.1%	4.4%
萬洲國際	288	0.8%	9.30	18.5	13.9	12.6	2.24	1.94	1.79	2.1%	3.1%	3.5%
中國旺旺	151	0.4%	6.22	21.3	19.9	18.5	4.93	4.20	3.77	0.0%	2.7%	2.9%
消費服務		3.2%										
銀河娛樂	27	1.3%	58.65	18.8	18.4	17.0	4.07	3.56	3.13	0.0%	1.6%	2.0%
金沙中國	1928	1.1%	43.10	23.7	20.6	18.5	10.07	9.78	9.11	4.6%	4.7%	4.9%
港鐵公司	66	0.9%	46.70	17.9	22.5	21.1	1.59	1.52	1.48	2.6%	2.7%	2.9%
工業		0.8%										
創科實業	669	0.8%	56.70	23.9	20.3	17.3	4.32	3.93	3.39	1.6%	1.9%	2.4%
加權平均				11.4	11.5	10.6	1.37	1.27	1.18	3.3%	3.6%	3.8%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2019 年 4 月 30 日

附錄 2：恒生國企指數成份股估值

恒生國企指數	代碼	占指數 比重	股價 (港元)	市盈率			市賬率			股息率		
				去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測
金融		51.1%										
工商銀行	1398	8.1%	5.89	6.0	5.8	5.4	0.75	0.73	0.66	5.0%	5.3%	5.6%
建設銀行	939	9.8%	6.93	5.7	5.5	5.2	0.75	0.71	0.65	5.1%	5.4%	5.8%
中國平安	2318	9.9%	94.45	11.4	11.4	9.9	2.47	2.27	1.93	2.1%	2.6%	3.1%
中國銀行	3988	5.6%	3.74	5.4	5.2	4.9	0.60	0.57	0.53	5.7%	6.0%	6.3%
中國人壽	2628	3.1%	22.20	48.6	14.6	13.9	1.69	1.51	1.41	0.8%	2.7%	2.8%
招商銀行	3968	2.8%	38.85	10.2	9.4	8.3	1.58	1.46	1.29	2.8%	3.2%	3.6%
農業銀行	1288	1.9%	3.62	5.2	5.1	4.7	0.66	0.62	0.57	5.6%	6.0%	6.4%
中國太保	2601	1.6%	32.15	13.9	11.6	10.2	1.67	1.52	1.39	3.6%	4.1%	4.6%
中國財險	2328	1.1%	8.81	10.9	8.1	7.2	1.19	1.07	0.97	3.6%	4.0%	4.4%
交通銀行	3328	1.1%	6.61	5.8	5.6	5.3	0.59	0.59	0.55	5.0%	5.5%	5.8%
中信銀行	998	0.9%	5.03	4.6	4.6	4.4	0.51	0.48	0.44	5.3%	6.0%	6.3%
民生銀行	1988	0.7%	5.89	4.7	4.2	4.1	0.53	0.48	0.44	6.8%	4.9%	5.0%
海通證券	6837	0.6%	10.10	19.3	11.7	10.7	0.85	0.79	0.75	1.7%	2.7%	2.9%
郵儲銀行	1658	0.9%	4.77	6.1	5.9	5.3	0.75	0.70	0.64	3.6%	4.3%	4.8%
中信證券	6030	0.6%	16.96	18.8	13.3	12.0	1.15	1.08	1.02	2.4%	3.0%	3.3%
新華保險	1336	0.7%	43.45	14.7	11.6	10.3	1.77	1.53	1.36	1.4%	2.4%	2.8%
中國華融	2799	0.3%	1.68	35.3	6.7	5.8	0.47	0.41	0.38	8.4%	4.2%	5.5%
中國人民保險	1339	0.4%	3.21	9.0	7.2	6.5	0.80	0.70	0.64	1.7%	2.2%	2.7%
華泰證券	6886	0.5%	14.76	18.8	12.4	11.1	1.01	0.95	0.89	0.0%	3.1%	3.3%
中國信达	1359	0.3%	2.09	5.6	5.2	4.7	0.51	0.45	0.42	5.3%	5.9%	6.6%
廣發證券	1776	0.3%	10.60	16.0	10.0	9.0	0.82	0.74	0.70	0.0%	3.8%	3.9%
能源		10.7%										
中國石化	386	2.9%	6.03	10.8	9.6	9.1	0.85	0.85	0.83	8.1%	7.7%	8.2%
中國石油	857	2.0%	4.98	14.8	13.3	11.9	0.64	0.63	0.61	3.0%	4.2%	4.6%
中國神華	1088	1.1%	17.34	6.4	6.9	7.0	0.87	0.83	0.77	5.9%	5.6%	5.5%
中國海洋石油	883	4.7%	14.18	10.3	9.9	9.4	1.30	1.24	1.16	5.8%	4.7%	5.0%
地產建築		5.2%										
華潤置地	1109	1.8%	34.15	8.3	8.4	7.2	1.47	1.33	1.18	3.6%	4.7%	5.5%
海螺水泥	914	1.1%	47.85	7.3	7.5	7.7	1.94	1.64	1.44	4.1%	4.4%	4.3%
中國交建	1800	0.6%	7.55	5.6	4.8	4.5	0.53	0.49	0.44	3.6%	4.0%	4.4%
萬科	2202	0.7%	30.35	8.5	7.0	6.2	1.85	1.55	1.32	4.1%	4.8%	5.5%
中國中鐵	390	0.5%	6.18	7.3	6.3	5.7	0.76	0.64	0.58	2.4%	2.6%	2.8%
中國建材	3323	0.5%	7.29	6.5	5.9	6.0	0.72	0.61	0.55	4.5%	3.2%	3.2%
消費		6.6%										
比亞迪	1211	0.6%	53.40	49.2	36.2	30.2	2.44	2.13	2.01	0.4%	0.4%	0.5%
國藥控股	1099	0.7%	30.80	13.5	12.0	10.7	1.83	1.67	1.47	2.2%	2.5%	2.8%
廣汽集團	2238	0.5%	8.43	6.8	6.1	5.5	0.97	0.87	0.78	5.3%	5.5%	6.1%
長城汽車	2333	0.4%	6.37	12.8	9.9	9.4	0.93	0.89	0.84	5.3%	4.2%	4.4%
東風集團股份	489	0.4%	7.61	4.3	4.2	4.1	0.48	0.43	0.39	5.4%	4.7%	4.7%
中國國航	753	0.4%	9.35	15.0	10.3	8.7	1.25	1.13	1.02	1.4%	2.1%	2.4%
石藥集團	1093	1.3%	15.12	25.8	20.9	17.1	5.51	4.55	3.81	1.2%	1.5%	1.9%
申洲國際	2313	1.5%	105.3	29.9	25.1	21.2	6.09	5.31	4.67	1.7%	2.1%	2.5%
恒安國際	1044	0.9%	69.15	18.8	16.6	15.4	4.28	3.87	3.56	3.7%	4.1%	4.4%
公用		2.4%										
華能國際	902	0.4%	5.02	30.8	13.4	10.4	0.89	0.72	0.70	2.3%	4.9%	6.1%
中廣核電力	1816	0.4%	2.07	9.3	8.8	8.1	1.19	1.03	0.96	0.0%	4.2%	4.5%
中國燃氣	384	0.8%	25.25	18.2	16.2	14.0	4.34	3.71	3.11	1.4%	1.8%	2.2%
粵海投資	270	0.8%	14.70	19.2	17.6	16.2	2.38	2.22	2.14	3.6%	4.1%	4.6%
工業		0.6%										
中國中車	1766	0.6%	6.85	14.4	12.2	10.6	1.29	1.23	1.15	2.6%	3.2%	3.1%
工業		1.2%										
中信股份	267	1.2%	11.42	6.6	6.3	5.9	0.59	0.55	0.52	3.6%	3.7%	4.1%
資訊科技及電訊		22.6%										
騰訊控股	700	10.8%	388.0	40.0	34.6	27.5	9.80	7.37	5.86	0.3%	0.3%	0.4%
中國移動	941	8.6%	74.75	11.1	11.1	10.7	1.25	1.18	1.12	4.3%	4.4%	4.6%
中國電信	728	1.5%	4.19	13.2	12.7	11.7	0.82	0.80	0.77	3.5%	3.2%	3.4%
中國鐵塔	788	1.8%	2.12	101.7	56.9	37.1	1.77	1.75	1.69	0.1%	1.0%	1.5%
加權平均				9.4	8.8	8.1	1.12	0.90	0.83	3.6%	3.9%	4.3%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2019年4月30日

附錄 3：招銀國際研究部覆蓋股份

行业	公司名称	代码	评级	收市价	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	30.35	36.36	3,750	12月	8.4	8.6	7.1
	中国海外	688 HK	持有	29.35	32.13	3,216	12月	7.2	7.2	6.5
	碧桂园	2007 HK	买入	12.64	16.49	2,738	12月	5.7	4.5	3.6
	华润置地	1109 HK	持有	34.15	33.18	2,367	12月	8.5	7.3	6.1
	龙湖	960 HK	持有	28.90	23.23	1,720	12月	7.8	7.0	6.0
	世茂	813 HK	持有	23.90	20.58	789	12月	6.7	6.2	5.6
	龙光	3380 HK	持有	12.50	12.16	688	12月	5.6	5.3	4.8
	雅居乐	3383 HK	买入	11.86	15.93	465	12月	6.2	5.3	4.8
	合景泰富	1813 HK	买入	9.18	11.82	291	12月	8.9	8.8	7.5
	奥园	3883 HK	买入	9.51	9.60	255	12月	4.6	4.1	3.3
	时代中国	1233 HK	买入	14.26	15.60	277	12月	3.6	4.3	3.4
	禹洲	1628 HK	买入	4.14	5.19	199	12月	7.3	6.0	5.0
	中骏置业	1966 HK	买入	3.70	4.56	153	12月	5.1	4.4	3.6
	中海宏洋	81 HK	买入	4.18	5.38	143	12月	9.1	5.8	4.3
	绿城服务	2869 HK	买入	6.77	7.50	188	12月	34.2	26.5	20.8
	雅生活	3319 HK	买入	12.50	17.50	167	12月	30.4	24.4	20.3
	中海物业	2669 HK	持有	3.71	3.33	122	12月	17.3	13.3	9.5
易居(中国)	2048 HK	买入	10.20	16.30	150	12月	6.6	7.9	7.2	
河北建设	1727 HK	买入	6.10	5.18	107	12月	10.9	8.9	7.6	
互联网	腾讯	700 HK	买入	388.0	420.0	36,939	12月	42.2	36.3	28.8
	阿里巴巴集团	BABA US	买入	185.6	199.8	4,798	3月	33.8	26.0	20.6
	百度股份	BIDU US	买入	166.2	215.6	581	12月	16.8	18.1	14.3
	猎豹移动科技	CMCM US	持有	6.30	11.50	9	12月	19.8	10.9	7.7
	陌陌公司	MOMO US	买入	35.07	45.00	73	12月	14.0	12.2	9.9
	欢聚时代	YY US	买入	84.6	98.5	67	12月	11.4	10.9	9.4
	美图公司	1357 HK	买入	2.88	13.90	121	12月	亏损	13.6	6.5
	IGG	799 HK	持有	9.96	11.00	128	12月	9.1	9.1	8.5
	汇量科技	1860 HK	买入	4.14	4.97	64	12月	26.5	13.3	7.6
	同程艺龙	780 HK	买入	17.72	19.71	368	12月	28.8	20.1	15.4
教育	睿见教育	6068 HK	买入	4.60	4.50	94	8月	24.8	19.2	16.9
	卓越教育	3978 HK	买入	3.10	3.70	26	12月	15.7	13.3	9.9
	中国新华教育	2779 HK	买入	2.66	3.71	43	12月	N/A	12.7	10.8
	希望教育	1765 HK	买入	1.19	1.65	79	12月	18.4	15.1	11.7
银行	工商银行	1398 HK	买入	5.89	7.60	23,359	12月	6.4	6.1	5.7
	建设银行	939 HK	买入	6.93	9.30	17,492	12月	6.2	5.9	5.4
	农业银行	1288 HK	买入	3.62	5.30	15,095	12月	5.4	5.2	5.0
	中国银行	3988 HK	买入	3.74	5.20	12,678	12月	5.7	5.3	4.8
	中信银行	998 HK	买入	5.03	5.90	3,244	12月	5.0	4.9	4.5
	交通银行	3328 HK	持有	6.61	6.40	5,176	12月	6.3	5.9	5.6
	民生银行	1988 HK	持有	5.89	6.20	3,134	12月	3.7	4.0	4.1
	中国光大银行	6818 HK	买入	3.87	4.60	2,424	12月	5.5	5.4	4.9
	中原银行	1216 HK	持有	2.26	2.58	454	12月	9.3	8.8	7.8
券商	中信证券	6030 HK	买入	16.96	21.80	3,027	12月	18.9	14.7	12.8
	广发证券	1776 HK	持有	10.60	13.70	1,253	12月	12.8	9.8	8.3
	HTSC	6886 HK	买入	14.76	18.60	1,806	12月	16.3	13.0	11.1
	中金公司	3908 HK	持有	16.84	18.90	706	12月	18.3	15.2	12.6
	中国银河	6881 HK	持有	5.13	4.80	1,057	12月	18.4	12.6	10.5
	中信建投证券	6066 HK	持有	6.69	8.20	1,822	12月	14.0	10.5	9.0
保险	中国太保	2601 HK	买入	32.15	40.52	3,542	12月	13.9	11.6	10.0
	中国人寿	2628 HK	买入	22.20	25.69	9,002	12月	48.5	31.4	24.8
	众安在线	6060 HK	持有	28.30	28.18	416	12月	亏损	亏损	亏损
	中国太平	966 HK	买入	23.80	30.25	855	12月	11.1	9.5	8.5
	新华保险	1336 HK	买入	43.45	47.37	1,845	12月	14.7	13.0	11.9
	中国人民保险	1339 HK	买入	3.21	4.22	3,832	12月	9.2	9.0	8.2
中国财险	2328 HK	持有	8.81	9.19	1,960	12月	10.9	9.4	8.6	

附錄3：招銀國際研究部覆蓋股份(續上頁)

行业	公司名称	代码	評級	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	1.76	1.90	223	12月	7.6	7.1	6.1
	中银航空租赁	2588 HK	持有	67.50	62.80	468	12月	9.7	8.5	7.8
	合和公路基建	737 HK	买入	4.18	5.21	129	12月	18.4	14.7	13.5
机械及设备	潍柴动力	2338 HK	买入	12.82	12.40	1,111	12月	13.0	11.0	10.3
	中国重汽	3808 HK	买入	16.98	18.00	469	12月	13.4	9.9	9.5
	中国龙工	3339 HK	持有	2.66	2.75	114	12月	8.5	7.9	7.1
	三一国际	631 HK	买入	3.75	4.52	116	12月	40.3	16.1	11.1
	中联重科	1157 HK	买入	4.60	5.83	434	12月	14.7	11.6	9.9
	兴达国际	1899 HK	持有	2.49	1.95	37	12月	11.3	13.4	12.6
	津上机床中国	1651 HK	买入	8.38	13.30	32	3月	12.6	10.2	8.5
	新能源/公用	保利协鑫能源	3800 HK	持有	0.56	0.56	103	12月	4.5	80.3
协鑫新能源		451 HK	持有	0.30	0.33	56	12月	N/A	8.9	5.2
信义光能		968 HK	持有	4.47	3.52	360	12月	15.5	13.2	10.1
龙源电力		916 HK	买入	5.40	6.90	434	12月	9.5	8.1	7.5
华能新能源		958 HK	买入	2.26	2.80	239	12月	6.7	6.1	5.4
金风科技		2208 HK	持有	8.56	9.25	531	12月	8.8	8.3	7.2
华电福新		816 HK	买入	1.69	2.00	142	12月	6.1	5.2	4.5
伟能集团		1608 HK	买入	2.83	4.16	73	12月	21.9	25.2	16.1
新天绿色能源		956 HK	买入	2.26	3.20	84	12月	5.9	4.7	4.2
天伦燃气		1600 HK	买入	8.16	10.76	81	12月	17.1	10.5	5.4
大众公用		1635 HK	持有	3.11	4.15	198	12月	16.7	15.7	14.9
非必需消费		普拉达	1913 HK	持有	22.15	24.84	567	12月	31.0	22.5
	都市丽人	2298 HK	买入	2.42	3.10	55	12月	10.9	9.2	7.6
	好孩子国际	1086 HK	买入	2.23	4.27	37	12月	15.2	10.4	8.4
	荣威国际	3358 HK	买入	3.77	3.97	40	12月	11.9	9.5	6.9
	南旋控股	1982 HK	持有	0.71	0.87	16	3月	4.7	6.5	5.9
	安踏体育	2020 HK	买入	55.30	52.00	1,485	12月	31.2	25.0	20.4
	大家乐	341 HK	买入	19.32	23.08	113	3月	24.5	21.8	20.1
	海底捞	6862 HK	买入	30.20	34.56	1,601	12月	83.6	48.7	36.7
	波司登	3998 HK	买入	2.16	2.04	231	3月	32.1	22.9	17.0
	李宁	2331 HK	持有	14.26	11.87	329	12月	42.0	31.2	24.1
	特步国际	1368 HK	买入	4.47	6.52	112	12月	13.0	11.7	10.3
	江南布衣	3306 HK	买入	15.50	17.22	80	6月	14.4	12.6	11.0
	中国利郎	1234 HK	买入	8.18	11.89	98	12月	11.2	9.4	8.2
医药	石药集团	1093 HK	买入	15.12	20.80	943	12月	25.8	20.9	16.8
	三生制药	1530 HK	买入	14.50	16.60	367	12月	36.4	27.1	21.5
	中国中药	570 HK	买入	4.45	7.10	224	12月	12.8	11.2	8.9
	绿叶制药	2186 HK	持有	7.10	7.70	233	12月	20.2	18.1	16.1
	东阳光药	1558 HK	持有	38.85	41.20	176	12月	22.4	19.1	16.7
	神威药业	2877 HK	买入	7.84	14.30	65	12月	12.3	10.2	8.4
	康臣药业	1681 HK	买入	5.50	8.40	48	12月	8.7	8.1	7.2
	昊海生物科技	6826 HK	买入	50.30	66.50	81	12月	15.3	12.4	10.3
	瑞慈医疗	1526 HK	买入	1.44	2.80	23	12月	17.7	13.8	8.8
	康华医疗	3689 HK	买入	5.92	13.10	20	12月	9.9	8.3	7.2
	香港医思医疗	2138 HK	买入	5.42	6.27	53	3月	19.0	16.7	14.0
	爱康医疗	1789 HK	买入	3.99	6.30	42	12月	24.5	24.5	18.1
必需消费	万洲国际	288 HK	买入	9.30	11.10	1,366	12月	16.7	15.1	13.8
	中国旺旺	151 HK	买入	6.22	7.40	774	3月	21.5	19.4	17.7

數據截至2019年4月30日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 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。