

2019年10月9日 10/2019

仅供尊贵客户参阅

信证理财月刊

CITICS Plus Monthly

04
主要市场

09
新兴市场精选

12
商品

15
全球债券

16
行业精选

Hello
Autumn

 信证理财
CITICS PLUS

 中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

www.csb.com.hk

今天, 坐拥更大投资空间

CITICS PLUS 信证理财中心隆重开幕

Beyond Wealth Management



志庆特选基金、债券及
结构性产品新优惠



全新形象服务企业及高端个人客户，欢迎体验头等投资和尊贵私人财富管理服务。由即日起至2019年12月31日晋身成为**CITICS PLUS**「信证理财」客户，开户金额低至HKD3,000,000！您更可享以下一系列非凡优惠，唯您尊享。

「基金」

- › 精选港元货币市场基金买卖经纪佣金低至**0.02%**¹⁰
- › 开户后首六个月购买非上市基金认购费实收**0.8%**
- › 开户后首六个月豁免代收分红费用⁸

「债券」

- › 开户后首六个月购买债券经纪佣金实收**0.3%**
- › 开户后首六个月豁免电子存入费、电子提出费、代收利息费用、债券换股费、到期赎回债券费用及到期前赎回费用⁸
- › 最优惠融资年利率低至**P-1%**
- › 指定产品保证金比率高达**70%**

「结构性产品」

- › 最优惠融资年利率低至**P-1%**
- › 指定产品保证金比率高达**70%**

「迎新精美纪念品一送一」

- 1) 多功能秤重行李带乙条^{5&6}；或
- 2) 全球通用旅行转换器乙个^{5&6}；及
- 3) **Plaza Premium First Hong Kong通行证**，让您体验高端机场贵宾室两次^{6&7}

立即开户！推广期由即日起至2019年12月31日止。

想了解更多详情？请电邮至 csi-callcentre@citics.com.hk 或致电：

香港客户服务热线 **(852) 2237 9338**

中国内地免费热线 **(86) 400 818 0338**



中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

www.csb.com.hk

买入精选港股或债券

可低至 **2.5%** 融资利率



无论新客或旧客，晋身成为「信证理财」**CITICS Plus** 客户，于2020年3月31日前存入新资金总额不少于港币三百万元，买入精选港股或债券即可享：

保证金比率高达**85%***
融资利率可低至**P-2.875%**，即**2.5%**
(截至2019年9月30日，P=5.375%)

名额有限！先到先得！
立即行动！

推广期由即日起至2020年3月31日止。

想了解更多详情？ 请向有关销售人员联络或；

请电邮至 csi-callcentre@citics.com.hk 或致电：

香港客户服务热线 **(852) 2237 9338** 中国内地免费热线 **(86) 400 818 0338**



www.csb.com.hk

*优惠须受有关条款及细则约束。有关本优惠计划之详情、条款及细则，请向有关销售人员联络。本资料未经香港证券及期货监察委员会审阅。阁下不应只着眼本资料而作出投资决定。投资涉及风险。证券价格可升可跌，在某些情况下，投资者可能需承受重大或所有投资损失。



WE ARE ON AIR!

中信证券经纪香港正式推出自家  YouTube 频道名为「**中证讲场**」!

为了让客户及投资者掌握金融市场的最新动态，中信证券经纪香港免费提供环球经济及市场资讯，深入探讨各行各业的股票表现，为客户及投资者作出细腻的宏观与技术分析。

「中证讲场」的讲者为专业的投资咨询团队，每位均从事证券研究工作多年。除了为客户提供投资港股、A股和美股的咨询意见外，团队更对各行各业具有深厚的知识，使其投资策略建议更全面、更高质素、更具洞察力，帮助客户及投资者早着先机，把握入市良机，使客户的财富发挥最大的增值潜力。

在不久将来，中信证券经纪香港务求制作更多不同类型的短片供客户及投资者浏览。

记得每日浏览和订阅「中证讲场」及扫描下方二维码与您的家人和朋友分享!

想了解更多有关「中证讲场」详情？

请电邮至 csi-callcentre@citics.com.hk 或致电：

香港客户服务热线 (852) 2237 9338

中国内地免费热线 (86) 400 818 0338



www.csb.com.hk



中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

手机开户

24小时通行无阻

立即下载「信速开户站」!

港股首月「坚」HK\$0 佣!

美股港股一世 0.08%!

由即日起至2019年10月31日，新客户于推广期内透过中信证券经纪香港「信速开户站」成功开立股票帐户，即送您「坚」HK\$0佣优惠*!



网上交易买卖港股
首月「HK\$0」佣金!



一世「HK\$0」
平台费!



无须先收后回!



无交易上限!

新客户其后更可一世以特惠佣金0.08%买卖香港及美国证券*!

立即手机开户! 推广期由即日起至2019年10月31日止。
想了解更多详情?

请电邮至 csi-callcentre@citics.com.hk 或致电:

香港客户服务热线 (852) 2237 9338

中国内地免费热线 (86) 400 818 0338

立即扫描以下二维码，下载
「信速开户站」，迅速开户!

开户前请准备好：1) 香港身份证/内地居民身份证；2) 香港银行帐户号码证明及内地银行卡(内地客户)；及3) 最近三个月内的有效住址证明，例如：银行月结单，水电煤缴费单等。



苹果 iOS



安卓 Android
(Google Play)



安卓 Android
(直接下载)

www.csb.com.hk



中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

*优惠须受有关条款及细则约束。有关本优惠计划之详情、条款及细则，请参阅此宣传单张之背面或浏览 www.csb.com.hk。

目录

全球资产配置	3
主要市场	4
A股 政策决断驱动市场决断	5
港股 从美国可能限制投资中企看中概回归	6
美股 美股强势持续	7
欧洲 分层QE落地未来政策何去何从	8
新兴市场精选	9
菲律宾 基本面依然良好	10
泰国 投资者缺乏兴趣	11
商品	12
石油 需求偏弱供给仍支撑 沙特遇袭提升风险溢价	13
黄金 避险需求叠加货币宽松利好金价	14
债券精选	15
行业精选	16
香港公用事业 需求稳定	17
内地保险行业 降息的受害者	18
内地券商行业 降息的赢家	19



3



4



9



12



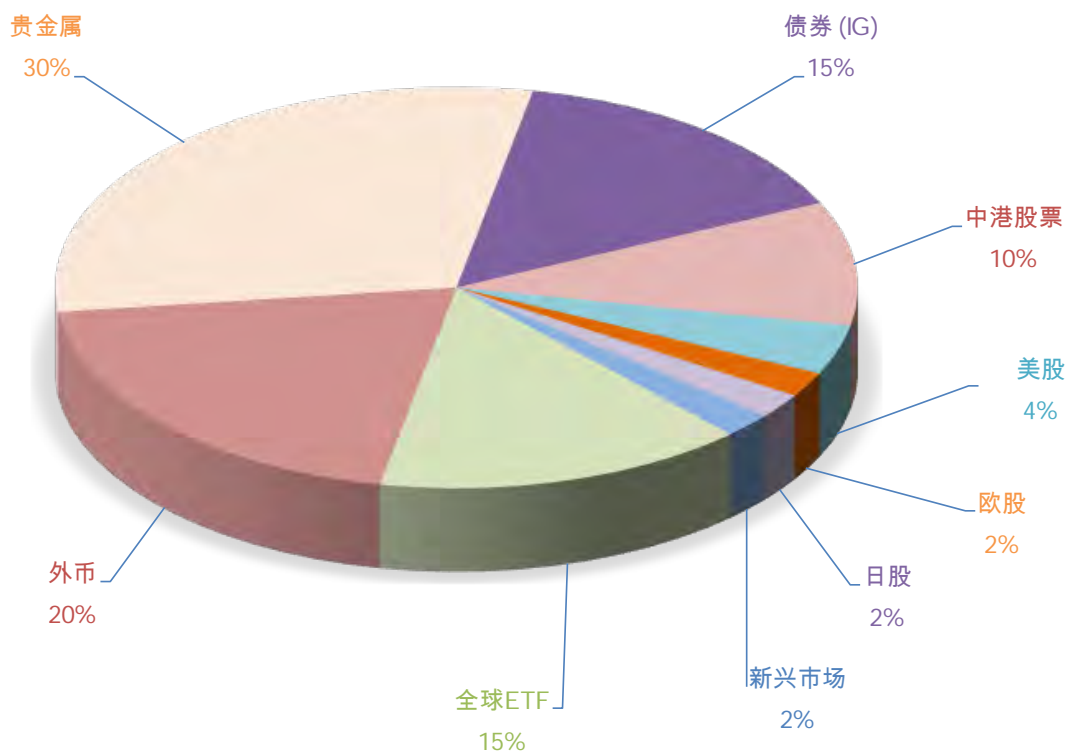
15



16

全球资产配置

全球资产配置建议



资料来源：彭博、公司资料、中信证券

主要市場



A股

政策决断驱动市场决断

我们预计，适度调降 MLF 利率以及下发专项债额度是 10 月最重要的政策决断，而政策决断将驱动市场决断，未来 1-2 个月 A 股市场仍是很好的投资窗口，指数有望冲击年内高点。

9月下旬中国人民银行并未跟随美联储和欧央行降息，降息作为加速经济企稳预期形成的关键政策，阶段性落空，加大了市场对政策的分歧，导致突围2,800-2,900区间后出现停滞。不过我们预计10月即使中美谈判取得阶段性的结果，也可能无法直接达成最终协议，届时出现的扰动加之对明年经济的担忧将促使市场重新凝聚流动性宽松的共识。

近两年稳经济政策最大的掣肘就是土地和住宅市场的升温。不过随着4月以来房地产调控持续收紧，今年前8个月房企开发资金累计增速已经降至6.6%，8月全国首套房/二套房贷款平均利率已经连续三个月上涨。抑制住地产领域的投机行为，就为稳增长政策打开了空间。

预计适度调降利率以及下发专项债额度是10月最重要的政策决断。货币层面，我们认为中国人民银行仍有较大概率在10月调降MLF利率；财政层面，预计10月份即将开始下发专项债额度，规模或在8,000-10,000亿元左右，由此估算全年基建投资增速约为5%-6%左右。

配置方面依旧建议以金融消费为底仓，延续对低估值且受益于经济企稳品种的推荐。重点关注已经逐步消化息差收窄预期的银行、受益于住宅交付回升的家电龙头、估值处于历史底部的汽车及零部件以及基建板块龙头。从主题投资角度，重点关注70年大庆阅兵催化下的军工板块。



A股精选推介

公司	收盘价	市盈率 (倍)			PEG (倍)	市净率 (倍)		息率 (%)		RoE (%)		投顾 风险评级
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E	19E	货币		
平均		12.3	10.5	8.8	0.7	2.5	4.2	23				
招商银行 (600036 CH)	34.81	10.9	9.7	8.6	0.9	1.5	3.1	16	人民币		1	
华夏幸福 (600340 CH)	27.71	7.3	5.6	4.5	0.3	1.6	5.2	27	人民币		1	
金地集团 (600383 CH)	12.08	6.7	5.7	4.8	0.4	1.0	6.0	19	人民币		1	
招商蛇口 (001979 CH)	19.53	10.3	8.4	7.1	0.5	1.8	4.7	22	人民币		1	
海康威视 (002415 CH)	32.30	26.0	23.3	18.7	1.4	6.6	2.0	30	人民币		1	

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

港股

从美国可能限制投资中企看中概回归

9月27日，彭博新闻称白宫正考虑向美国对中国的投资加以限制，报道称限制所有美国对中国公司的投资的目的是保护美国投资者免受所谓“缺乏监管引发的过度风险”。

可能的限制措施包括：一) 要求在美上市的中概股退市；二) 要求全球主要指数公司剔除中国股票；三) 限制美国政府养老基金对中国市场的投资。

如果美国采取措施限制对华投资，在美上市的中国概念公司可能会面临更加苛刻的监管要求。我们建议聚焦被美国公众公司会计监督委员会 (PCAOB) “指责”的企业，特别是采用可变利益实体架构 (VIE) 的公司。对海外投资者而言，VIE架构可能衍生出监管、所有权、汇兑和税收等风险。

受到所谓“指责”牵连的公司共105家，其中79家采用VIE架构。我们筛选出市值超过10亿美元的33家中概企业，大都符合港股上市要求，而符合A股直接上市要求的目前仅泰邦生物一家，符合科创板上市要求的也只有阿里巴巴、百度、泰邦生物和再鼎医药四家。因此，港股市场可能迎来中概企业回归潮。

若中概企业回归港股，预计对港股科技行业整体影响有限，但有利于教育和旅游等消费股的估值。同时，当前市场“金融+地产”主导的格局也有望因此得到改善，帮助提振香港股市交易的活跃度，逐步改变其离岸市场的属性。



港股精选推介

公司	收盘价	市盈率 (倍)			PEG (倍)	市净率 (倍)		息率 (%)	RoE (%)	货币	投顾 风险评级
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E			
平均		40.0	30.3	23.3	2.4	1.5	4.2	7			
香港电讯 (6823 HK)	12.60	19.8	18.4	17.6	3.3	2.5	5.6	14	港元	1	
置富产业信托 (778 HK)	8.83	17.2	17.4	17.2	NA	0.5	6.0	3	港元	1	
中国铁塔 (788 HK)	1.76	82.9	55.0	35.2	1.6	1.5	1.0	3	港元	1	
SPDR金 (2840 HK)	1,104.00	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	港元	2	

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

美股

美股强势持续

美股上月再次逞强，道指再次升破 27,000 点心理关口。受惠于中美贸易战气氛缓和，美股 9 月早段明显反弹，其后升势放缓。中美两国新一轮加征关税措施正式生效，虽然部分中国商品的征税日期延至 12 月 15 日，但原油等商品则在 9 月 1 日生效。地缘因素加上中美贸易气氛有变，拖累美股其后下跌。总结 9 月份，道指、标普 500 指数和纳指分别上升 1.9%、1.7% 及 0.5%。

经济指标亮红灯，预示衰退将实现。投资者和经济学家正在追逐强劲和疲弱的经济数据的移动目标，从而使其越来越难以真正理解经济状况。疲弱的制造业数据加上其他领域健康的经济数据，使美国经济处于中间地带。最近公布的数据显示，ISM 美国制造业采购经理人指数 9 月份为 47.8，为 2009 年 6 月以来的最低水平。该指数低于 50 即表明制造业正在收缩，是美国更广泛经济问题的早期指标。占比为美国经济约 11% 的制造业正受到贸易不确定性和全球经济增长放缓的打击。同时，美国服务业增速远低于预期，ISM 非制造业指数创下 2016 年 8 月以来的最低水平。除了疲弱的制造业数据外，短期收益率曲线也出现倒挂，这意味着 10 年期美国国债的收益率低于 3 个月期美国国债。这种债券市场现象被视为经济衰退的信号。

降息的可能性继续上升。交易员目前预计，美联储在 10 月份会议上降息 25 个基点的可能性为 92.5%，12 月份再次降息的可能性为 50%。经济学家表示，“本轮经济低迷正开始蔓延，这意味着美联储在本月底再次开会时，将准备今年第三次降息。政策制定者将需要一支更强大的武器，以阻止这雪崩般的坏消息进一步拖累企业和消费者信心。降息即将来临。”美联储 9 月份将基准隔夜拆借利率下调至 1.75% 至 2% 的目标区间，这是今年以来的第二次降息。美联储称不确定性和通胀减弱是美国经济面临的不利因素。

中美贸易争端仍充满变数。中美贸易战第 13 轮谈判准备 10 月 10 日至 11 日于美国华盛顿举行之际，美国总统特朗普仍然计划于 10 月中，将中美贸易战关税再次加码。特朗普打算在 10 月 15 日，将去年以来中美贸易战针对 2,500 亿美元中国货关税，税率由 25% 增至 30%。特朗普原计划在 10 月 1 日实施，但表示因为中国购买美国农产品，以及因应中国国庆而押后至月中。新关税豁免申请期在本周已经届满，《华尔街日报》报道，共有超过 2,500 家美企递表，要求华府免除约 3.1 万款中国制造产品关税。多数企业在申请中称，无法找到中国以外替代货源，或替代货源的成本太高。

全球经济倒退及企业盈利下调将触发股市深度调整。宏观经济环境的急剧恶化，而美国股市却出现上涨，股市的走势背离了宏观经济及企业盈利形势，我们认为这种格局不会持续太久。经济学家已开始下调经济增长预期，但还有许多全球经济受到的破坏尚未计入其中。多数股票分析师对经济下行仍持怀疑态度，但是相信过不了多久他们就会大幅下调盈利预期，这样一来，本就存在的股市泡沫会变得更加膨胀。随着市场风险偏好下降，美股在未来半年很可能出现较深的调整，初部技术支持位在 24,000-24,500 点之间。

美股精选推介

公司	收盘价	市盈率 (倍)			PEG (倍)	市净率 (倍)		息率 (%)		RoE (%)		投顾 风险评级
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E	19E	货币		
平均		25.6	23.4	19.4	2.0	14.6	1.6	59				
Alphabet (GOOGL US)	1,190.13	22.0	20.4	19.1	3.0	4.0	0.0	18	美元		1	
花旗集团 (C US)	66.40	10.0	8.8	7.9	0.8	0.8	2.9	10	美元		1	
露露柠檬 (LULU US)*	191.37	51.9	41.1	35.7	2.5	14.4	0.0	39	美元		1	
高通 (QCOM US)*	72.85	18.6	23.3	15.1	1.7	39.1	3.4	169	美元		1	

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 *年度化数字 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

欧洲

分层QE落地未来政策何去何从

欧央行9月会议首次分层降息，并修改前瞻指引，基本符合预期。重启第二轮量化宽松 (QE)，节奏略超预期。

此次是欧央行2016年以来首次降息，下调存款利率10个基点至-0.5%，主要再融资利率MRO (0%) 及贷款便利利率 (0.25%) 不变，同时首次引入两级分层利率系统；修改前瞻指引并将指引与通胀目标挂钩，这意味着欧央行可能在更长时期内保持宽松。另外，自今年11月1日起，该行将以每月200亿欧元的规模重新开始净购买资产，持续时间视政策基准利率的宽松效果来定，同时只要有需要就将继续进行债券再投资，持续2-3年。



本次议息会议上分层利率系统和负利率的结合，一方面是鼓励银行将更多的流动性投入实体经济，另一方面也通过豁免额度便于减轻负利率对银行盈利能力的负面影响。因此

预计随着分层系统的引入常态化，欧央行降息仍有空间，预计12月欧央行将继续分层降息10个基点。

欧央行下调了2019年和2020年经济增长预期，分别从之前的增长1.2%和1.4%下调至1.1%和1.2%。行长德拉吉在新闻发布会中也提到经济下行风险较大，目前的经济预期并未包含无协议脱欧的情形，经济衰退的可能性非常小，但仍有所增加。随着人口老龄化、贸易保护、民粹主义等结构性因素对欧洲经济增长的影响正在长期化，货币政策往往也作用有限，同时考虑到欧央行负利率政策对银行业的负面冲击以及继续大幅降息的空间越来越小，未来预期可能由“宽货币”转向“宽财政”。

欧股精选推介

公司	收盘价	市盈率 (倍)			PEG (倍)	市净率 (倍)		息率 (%)		RoE (%)	货币	投顾 风险评级
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E				
平均		17.7	22.5	23.4	0.6	2.8	1.9	18				
弗雷斯尼洛 (FRES LN)	681.20	19.7	32.4	23.1	NA	2.0	1.7	6	英镑	1		
Polymetal国际 (POLY LN)	1,171.50	15.6	12.7	9.9	0.6	3.4	4.1	31	英镑	1		
First Majestic白银 (FMV GR)	8.68	NA	-	37.3	NA	2.9	0.0	NA	欧元	1		

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

新兴市场精选



EMERGING
MARKETS

菲律宾

基本面依然良好

在今年的中信里昂证券投资者论坛上，菲律宾代表团日程安排繁忙。除了介绍本国和一对一的会谈外，出席论坛的菲律宾公司多达 11 家。投资者对菲股市仍有兴趣，但需要进一步确认国家财政计划和每股收益增长的势头。

客户同意我们的观点，即鉴于总体杠杆率低、人口统计数据良好以及增长的可能性很大，菲律宾经济的基本面依然良好。随着通货膨胀率的下降 (2019年8月为1.7%，年初至今为3%)，我们重申，2019下半年至2020年，政府可能会通过降低隔夜利率 (当前为4.25%) 和准备金率 (当前为16%) 来进一步宽松货币。

实际上，菲央行行长本杰明·迪克诺 (Benjamin Diokno) 最近提到在2019年底前再次降息和削减准备金的可能性。我们维持PCOMP指数2019年达到8,550的预测，相当于2020年预期市盈率15.7倍，与市场10年平均市盈率预期15.7倍相一致。股市上涨的前提是每股收益增长和财政改革得到进一步确认。现阶段，客户对我们2020年市场每股盈利增长11.5%的预期似乎缺乏信心。此外，一些客户对2020年4.1

万亿比索的国家预算和全面税收改革计划 (CTRP) 第二方案是否能在今年四季度之前获得通过表示怀疑。其他担忧包括经常账户赤字和债务状况，以及中国的在线博彩公司 (或称菲律宾离岸博彩运营商) 状况。

有客户询问了受监管行业即将加息的情况。当前PCOMP指数为7,756点，交易价为14.2倍的2020年预期市盈率，外资持股比例仅为24%。我们对市场的正面看法是基于政府能够通过4.1万亿比索的2020年国家预算和CTRP的第二方案的假设。此外，政府应有能力实现其基础设施支出目标。



菲律宾股精选推介

公司	收盘价	市盈率 (倍)			PEG (倍)	市净率 (倍)	息率 (%)	RoE (%)	货币	投顾 风险评级
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E		
平均		18.3	16.7	14.9	1.2	1.8	1.3	12		
阿亚拉集团 (AC PM)	865.00	18.8	14.6	13.9	1.2	1.7	0.8	15	比索	1
Bloomberry Resorts (BLOOM PM)	11.00	16.9	15.0	13.7	1.6	2.8	1.2	20	比索	1
菲律宾群岛银行 (BPI PM)	92.20	17.9	15.1	13.5	1.2	1.5	2.0	11	比索	1
Robinsons (RRHI PM)	76.90	21.1	24.3	20.8	-	1.7	0.9	7	比索	1
菲律宾信安银行 (SECB PM)	194.60	17.0	14.5	12.7	1.1	1.2	1.5	9	比索	1

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

泰国

投资者缺乏兴趣

在 今年的中信里昂证券的投资者论坛上，投资者认为泰国股市估值较高，对其增长亦持谨慎态度，因此兴趣较低。

他们的看法主要如下：1) 泰国市场 (尤其是电力行业) 估值过高；2) 新政府的财政刺激措施有限；3) 作为出口驱动型经济体，泰国经济增长前景并不太乐观。对于我们流动性支持市场估值和泰铢的判断，投资者基本认同，但表示很难预料什么因素会引发逆转。他们也同意我们的观点，即泰国银行股估值平宜，泰华农民银行 (KBANK TB) 是首选，但指出尚未见到正面催化剂。

多数人认为较低的政策利率将导致净息差 (NIM) 紧缩。不过我们认为，银行将通过降低存款利率而不是放贷利率来保护其净息差。在电信领域，除了竞争减缓外，投资者还关心催化剂的来源。我们强调了ARPU的增长，从预付费迁移到后付费，以及较低的营销和网络费用。但是相对于地区同行而言，泰国电信公司昂贵的估值令投资者却步。



我们认为，电力股大涨的原因是随着Gulf Energy (GULF TB) 的重估一度超过市盈率80倍，本地投资者转向防御并追赶升幅，从而令行业重估达到了市盈率40倍。投资者对 PTT 公共 (PTT TB) 将其零售子公司上市的计划表达了兴趣，但对油价没有强烈的看法，但由于估值处于周期底部，所以希望找到增持泰国石化板块的切入点。投资者和我们一样，对新的“抵押资产价值比” (LTV) 措施感到忧虑，认为这一措施损害了住宅开发商和低层住宅领先公寓市场的优势。

我们还讨论了Central Pattana (CPN TB) 在与 泰国机场 (AOT TB) 发生摩擦后的下行风险。对Minor国际 (MINT TB) 的兴趣有所增长，因为在国内业务放缓的背景下，公司收购的NH Hotel Group今年已开始贡献盈利。投资者渴望了解首席执行官兼创始人Heinecke的收购计划。宏观前景的恶化促使我们改变策略，推荐买入估值相对周期中段市净率 (PBV) 有折让、盈利下降空间有限的上市公司。

泰国股精选推介

公司	收盘价	市盈率 (倍)			PEG (倍)	市净率 (倍)	息率 (%)	RoE (%)	货币	投顾 风险评级
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E		
平均		19.8	16.0	14.2	2.5	2.3	2.4	14		
Central Pattana (CPN TB)	62.25	24.9	23.0	21.0	2.8	3.7	1.8	17	泰铢	1
卜蜂食品 (CPF TB)	25.50	26.7	15.8	14.0	0.7	1.3	2.9	8	泰铢	1
泰华农民银行 (KBANK TB)	150.50	9.4	9.2	8.5	1.8	0.9	2.9	10	泰铢	1
PTT公共 (PTT TB)	45.75	11.2	11.4	10.8	6.4	1.4	4.2	12	泰铢	1
Srisawad公共 (SAWAD TB)	58.25	26.6	20.6	16.9	1.0	4.3	0.4	25	泰铢	1

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

商品



石油

需求偏弱供给仍支撑 沙特遇袭提升风险溢价

9月EIA、IEA、OPEC继续下调全球原油需求预测。中美贸易摩擦引发市场担忧，全球经济不振拖累需求预期，因此供给端仍然是支撑油价的核心因素。

需求方面，美国消费增长低于预期，炼厂开工率及消费量创下半年新低；中美贸易摩擦一波三折，中国经济下行压力增加；欧洲经济景气指数跌至近五年最低水平，全球经济增长预期达10年来最低。EIA、IEA、OPEC再度下调2019年全球新增需求预测至89、100、102万桶/天（年初154、140、129万桶/天）。

供给端、库存水平和基金持仓支撑油价。美国进入累库季，但当前较低的库存水平对油价形成支撑，预计四季度美国页岩油增速将进一步放缓；8月OPEC减产执行率119%，持续超额减产，伊朗、委内瑞拉、利比亚产量持续下降，OPEC支撑油价决心明显；沙特遇袭后产能恢复较快，但市场对中东不确定性风险溢价提升；多头和净多持仓较8月底回升。



供给端表现将对冲需求走弱带来的不利影响，预计2019年四季度全球原油供需仍维持紧平衡，10-11月库存可能小幅累积，预计12月库存将转增为减。维持2019年布伦特原油价格中枢为65美元/桶的预测，预计四季度价格波动区间在55-70美元/桶。建议关注中东局势、OPEC+后续减产协议变化、中美贸易摩擦和主要经济体经济政策调整。

原油 ETF 精选推介

	回报* (%)						近半年 相关系数*	日均成交 (万)	市值 (亿)	资产净值 溢价/(折让) (%)	投顾	
	现价	三个月	半年	一年	三年	五年					货币	风险评级
油价	53.14	(7.31)	(17.52)	(28.33)	7.86	(38.46)	1.00	NA	NA	NA	美元	
F 未来原油 (3097 HK)	4.23	(7.44)	(16.07)	(33.70)	(15.57)	NA	0.95	4.71	0.33	0.33	港元	4
F 三星原油期 (3175 HK)	11.04	(8.46)	(17.37)	(30.57)	(10.68)	NA	0.96	80.65	1.74	0.02	港元	4

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 * 回报及相关系数以港元计算 风险等级：由低至高分1至5级

黄金

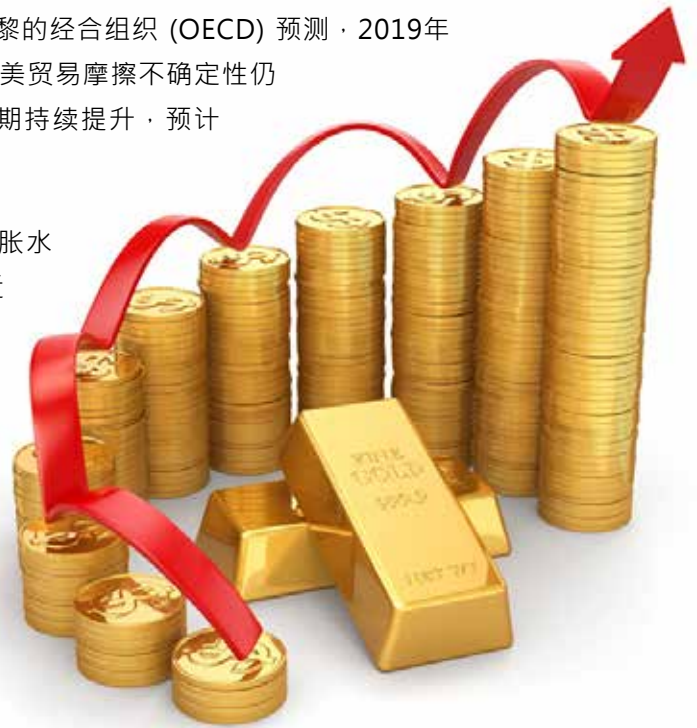
避险需求叠加货币宽松利好金价

全球经济下行风险累积，避险保值需求有望持续提升，英国脱欧事件进一步发酵，上月美联储降息 25 个基点，阶段性重点关注黄金资产。

美国9月密歇根大学消费者信心指数虽略有反弹，但该指数的8月终值为89.8，低于前值92.1及预期值92.3，为2012年12月以来最大月度降幅，同时总部位于巴黎的经合组织 (OECD) 预测，2019年全球经济增长率为2.9%，为10年来最低水平，叠加近期中美贸易摩擦不确定性仍在，欧洲主要经济体宏观数据表现一般，全球经济下行预期持续提升，预计市场避险情绪将持续升温，金价有望获得支撑。

保值需求方面，今年美国经济运行趋弱是大概率事件，通胀水平惯性上升，全球央行掀起降息潮，实际利率水平或将接近与零，全球范围贸易摩擦将进一步推高通胀水平，滞胀担忧持续提升，黄金在滞胀阶段相对收益较高的保值特性或将持续得到资金的青睐，金价有望持续得到支撑。

我们预期本轮上涨周期金价或可突破1,800美元/盎司。在全球央行耐性地收集黄金下，预计金价将持续走高，建议投资者关注黄金ETF: SPDR金ETF (2840 HK) 及价值黄金ETF (3081 HK)。



黄金 ETF 精选推介

	现价	回报* (%)					近半年 相关系数*	近半年 日均成交 (万)	市值 (亿)	资产净值 溢价/(折让) (%)	货币	投顾 风险评级
		三个月	半年	一年	三年	五年						
金价	1,498.60	8.00	15.45	26.38	20.52	24.09	1.00	NA	NA	NA	美元	
SPDR金ETF (2840 HK)	1,104.00	6.56	14.76	24.46	18.71	21.65	0.99	4,626.72	2,381.53	(0.52)	港元	2
价值黄金 ETF (3081 HK)	36.35	6.75	15.21	25.13	18.02	22.39	0.99	435.01	7.61	(0.71)	港元	2

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 * 回报及相关系数以港元计算 风险等级：由低至高分1至5级

債券精選

Bonds

欧央行重启QE难以对欧元区经济形成明显促进作用

欧央行在2019年9月会议上宣布了2016年以来的首次降息，同时修改前瞻指引并将其与通胀目标挂钩，意味着欧央行可能在更长时期内保持宽松。另外，该行还宣布重启资产购买计划。

参考2015年欧央行开启资产购买计划之后，欧元区国家的美债持有量迅速上升。我们认为此次欧央行的宽松货币政策难以对欧元区经济以及通胀形成明显的促进作用，并有可能促进欧元区的国债价格和股票市场价格进一步上涨。此外，重启资产购买计划或许导致资金从欧元区债券市场流向其他利率水平较高的债券市场。

加上中美贸易摩擦仍未明朗，促使美国10年期国债收益率在9月反弹至近1.90%的水平后再度回落至10月8日1.53%，远低于去年11月8日的3.24%高位。预期宏观环境不明朗会继续加强投资者的避险需求，促使全球更多资金转向主要能提供正孳息率的国债及债券 (IG) 市场。

行业精选



香港公用事业 需求稳定

抗议活动严重影响香港经济。2019年8月到访游客人数同比下降39%，过夜旅客同比减少46%，录得2003年“非典”以来最大跌幅。8月份零售总销货值同比大跌23%，为有纪录以来最大的单月同比跌幅。

尽管如此，基本公用事业的需求仍保持稳定。政府统计处发布的最新数据显示，今年8月香港用电量同比增长2.8%，而6-8月的三个月则同比增长2.9%。8月天然气消耗同比下降3.8%，6-8月则同比下降0.4%，部分原因是今年气温较往年为高。

香港电力公司的财务表现在很大程度上不受中短期需求变动的影响，这些公司可从固定资产净值中获得固定的回报，并将大部分费用转嫁给用户。中电控股(2 HK)与香港政府最新的为期15年的协议于2018年10月生效，将受监管的收益率从9.99%降至8%。尽管较低的回报率正在影响2019年利润和现金流，但随着公司在香港进行更大的投资，其受监管的资产基础将增加。建议关注中电控股。



香港公用股精选推介

公司	收盘价	市盈率(倍)			PEG(倍)	市净率(倍)	息率(%)	RoE(%)	货币	投顾 风险评级
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E		
平均		14.7	21.1	16.7	NA	1.8	3.9	8		
中电控股(2 HK)	80.85	14.7	21.1	16.7	NA	1.8	3.9	8	港元	1

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

内地保险行业 降息的受害者

降息对中国来说并非新事，但对保险公司而言，上一次央行实行宽松政策幸运地恰逢中国保监会放宽投资渠道。因此，增加风险较高的资产帮助保险公司提高了收益。但我们认为此次进一步扩展资产分配的空间有限。未来稳定收益，增持分红较高的股票可能成为趋势，但这不足以消除所有不利影响。

随着四季度的开启，寿险公司明年首季预售必将再次成为热门话题。尽管行业看似低调，但竞争仍不太可能缓解，因为公司可能藉此机会推升保险代理人员的士气。无论当前或长期，高素质人才都是竞争焦点。然而从行业角度看，考虑到利率下行，我们将2020年利润趋势预测调整为下降，并维持谨慎态度。

相对纯人寿公司，我们更看好主营财产保险的中国财险 (2328 HK) 及业务广泛的中国平安 (2318 HK)。中国财险对利率和真正承保风险敏感度较低，因此相对安全。中国平安在内地城市的业务布局和交叉销售策略使其拥有优势。我们认为，板块的主要上升潜力是中国在岸债券收益率的韧性，以及行业超预期的销售表现。A股市场表现是另一可能引致波动的重大因素。



内地保险股精选推介

公司	收盘价	市盈率 (倍)			PEG (倍)	市净率 (倍)		息率 (%)		RoE (%)	投顾	
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E	19E	货币	风险评级	
平均		11.9	8.7	8.7	0.7	1.7	3.5	20				
中国平安 (2318 HK)	90.85	12.7	9.7	9.5	0.8	2.2	2.8	24	港元	1		
中国财险 (2328 HK)	9.17	11.1	7.7	7.8	0.6	1.1	4.2	16	港元	1		

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

内地券商行业 降息的赢家

与 银行和寿险公司的利差收入可能因降息而受压的情况不同，内地券商的融资成本将随降息而下滑，从而支持其利差收益率。

券商可能是内地金融业中唯一受惠于降息的子行业，原因是他们在银行间市场的融资成本将下降，最近以低于3%的成本发行商业票据就是一个很好的例子。年初至今发行量已达到2,750亿元人民币，远高于2018年全年发行量为1,430亿元人民币。

资产方面，我们并不过度担心收益率。我们认为尽管保证金融资是一项利差业务，但定价很有纪律。此外，如果利率下降，券商的另一主要资产配置债券投资可能会升值。券商确实在押注这种趋势，这将债券投资提升至历史新高。其中以华泰证券 (6886 HK) 今年上半年最积极，其债券投资环比增加84%。



股权投资是向来难以预测的波动因素。但从逻辑上讲，宽松政策有利于投资者情绪，也有利于新股集资。我们维持今年下半年5,000亿元人民币的日均成交价预测不变，相当于同比增长64%，这足以抵消佣金的持续下滑。受益于市场情绪的改善，保证金融资近几个月也出现了快速回升，预计这种情况将持续到年底。

除非市场崩溃，主要内地券商在2019年下半年可能录得超过60%净利润同比增长。我们的首选为券商市场份额排名第一、股份抵押风险较小的华泰证券，其次是估值吸引的海通证券 (6837 HK) 和中国银河 (6881 HK)，最后建议关注广发证券 (1776 HK)。

内地券商股精选推介

公司	收盘价	市盈率 (倍)			PEG (倍)	市净率 (倍)	息率 (%)	RoE (%)	货币	投顾 风险评级
		18	19E	20E	18-20E	19E	19E	19E		
平均		13.8	9.4	8.5	0.5	0.7	3.6	7		
华泰证券 (6886 HK)	11.66	14.9	11.5	10.1	0.7	0.8	3.4	7	港元	1
海通证券 (6837 HK)	8.17	15.3	9.5	8.5	0.4	0.7	3.3	8	港元	1
中国银河 (6881 HK)	4.10	12.3	8.5	8.0	0.5	0.5	3.6	6	港元	1
广发证券 (1776 HK)	8.24	12.5	8.3	7.3	0.4	0.6	4.2	8	港元	1

资料来源：相关公司、彭博、中信证券 2019年10月8日收盘价 风险等级：由低至高分1至5级

免责声明

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明	
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间	
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间	
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；	
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；	
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；	
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上	

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构，统称为“中信证券”。

法律主体声明

香港特区：本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）发行及分发。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的12个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。
 中信证券2019版权所有。保留一切权利。

股票交易

股票融资

期权交易

外汇交易

资产管理

固定收益

期权产品

债券产品

财富管理

Hello
Autumn

 信証理財
CITICS PLUS

香港中环

添美道 1 号中信大厦 26 楼

投资咨询服务热线：(852) 2237 9250

投资咨询服务电邮：hkias@citics.com.hk

 中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

www.csb.com.hk