

6月港股策略报告

未摆脱闷局，内需股跑出

❖ **意大利政局未明，但脱欧风险微。**意大利自从3月国会大选以来，一直未能组成政府，两大政党得到的席位均不过半数，而他们提名的经济部长人选，被指是疑欧派而被总统否决。意大利因此或要重新大选，最快于秋季举行，市场忧虑大选将成为实际上的脱欧公投，意大利国债于5月底被抛售，欧元汇价及环球股市亦受压。不过，其后五星运动及联盟党尝试再筹组联合政府，或能避免重新大选，而五星运动党魁重申不想意大利离开欧元区，市场忧虑降温。

❖ **美国加息预期降温。**联储局的5月议息会议纪录显示，6月份很可能加息，但委员可容忍通胀暂时高于2%目标。根据利率期货，市场估计今年联储局再加息三次（全年共四次）的机率，已由早前40%以上回落至26%。随着美国加息预期回落，以及意大利政局忧虑可能舒缓，近期大幅反弹的美元汇价亦有可能回落，应有助新兴市场回稳。

❖ **原油库存升，油价或回调。**油价今年强势，石油输出国组织的减产行动是原因之一。美国原油库存正回升，而沙特阿拉伯及俄罗斯考虑增产，油组下月22日在维也纳开会，可能会议决逐步放宽减产措施。料油价短期内回调机会较高。

❖ **北水南下减少，6月可望改善。**近两个月通过“互联互通”渠道南下港股的资金，明显较第一季减少，更有多日录得净卖出，期内平均每日南下净买入明显少于第一季。相反，北上的资金较第一季增加。相信这与A股于6月进入MSCI指数、市场预早部署买A股有关。踏入6月份，基金因应MSCI指数换码的买卖应已大致完成，互联互通的资金流向有望逐渐正常化，有助港股表现。

❖ **大型新股冻资，港股成交料低。**智能手机生产商小米即将于香港上市，市场有传大约于6月中下旬开始招股，集资额约100亿美元，是香港近七年来最大型新股。过往大型新股招股期间，由于冻结巨额资金，或多或少影响大市表现。

❖ **投资策略：能源金融股转弱，内需股跑赢。**加息预期降温、油价回调，能源股及憧憬加息的金融股走势料将短期转弱。中美贸易纷争持续，估计资金仍将偏好不受影响的内需股，包括教育、物业管理、啤酒、服装零售、商场收租股。

焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	市盈率(倍)	2018年预测	
					股息率(%)	每股盈利增长
新华教育	2779 HK	4.05	65	23.9	0.0	44%
中海物业	2669 HK	3.06	101	22.9	1.4	43%
青岛啤酒	168 HK	49.70	778	34.9	1.3	24%
IT	999 HK	5.06	61	11.0	4.7	27%
九龙仓置业	1997 HK	60.55	1,838	20.1	3.2	-4%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2018年5月31日

苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

恒生指数 30,469
52周高/低位 33,484/25,200
大市3个月日均成交 1,144亿港元
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个月	-1.1%	-2.9%
3个月	-1.2%	-3.3%
6个月	+4.4%	+4.4%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

过往市场策略报告

[18年5月2日 -](#)

[利率趋升，偏重金融股](#)

[18年4月3日 -](#)

[聚焦贸易战，短期宜避险](#)

[18年3月20日 -](#)

[2018中国“两会”特别策略报告](#)

[18年3月1日 -](#)

[调整持续，牛市未完](#)

[18年2月7日 -](#)

[港股短期仍波动 今年目标维持35000](#)

[18年2月1日 -](#)

[候低买蓝筹，捧指数新贵](#)

[18年1月2日 -](#)

[把握中期调整机会增持](#)

经济及市场焦点

回顾 5 月份，港股仍未摆脱近月的上落区间，恒指先升后跌，主要受中美贸易战、意大利政治风险、北水南下减弱等因素影响。展望 6 月份，市场除了继续关注贸易战及意大利政局，还会留意美国议息、A 股正式入 MSCI 后之表现、油价走势及大型新型集资等等。

意大利政局不明，但脱欧风险微

意大利自从 3 月国会大选以来，一直未能组成政府，两大政党五星运动及联盟党得到的席位均不过半数，而他们提名的经济部长人选，被指是疑欧派而被总统马塔雷拉（Sergio Mattarella）否决。马塔雷拉委任科塔雷利（Carlo Cottarelli）为临时总理，但两大政党指总统违背民意而考虑弹劾。意大利因此或要重新大选，最快于秋季举行，市场忧虑大选将成为实际上的脱欧公投，意大利国债于 5 月 29 日被抛售，与德国国债之孳息差急升（图 1），欧元汇价及环球股市亦受压。不过，其后五星运动及联盟党尝试再筹组联合政府，或能避免重新大选，而五星运动党魁重申不想意大利离开欧元区，市场忧虑降温。

我们认为意大利脱离欧盟的机率甚低。第一，五星运动并无强烈反对欧盟的立场。第二，与公投通过脱欧的英国不同，因为意大利负债甚高，而且于欧元区，一旦脱离欧盟，很可能意味同时脱离欧元区，对意大利将造成难以估计的灾难，后果远较英国脱欧严重。正因为难以承受恶果，相信政客发起脱欧公投甚至获选民通过的机率甚微。

政治因素以外，相信市场并不会太担心意大利出现主权债务违约或金融危机。自从欧洲央行行长德拉吉于 2012 年承诺“全力捍卫欧元”（do whatever it takes to preserve the Euro），市场对欧债危机的忧虑已大致平息，而意大利经济近年增长虽偏低，但债务并无明显恶化（图 2），而且其银行体系已改善不少，例如主要银行之资本充足比率比起 2011 年欧洲债务危机高峰时已提升，而银行坏帐率于近三年显著回落。

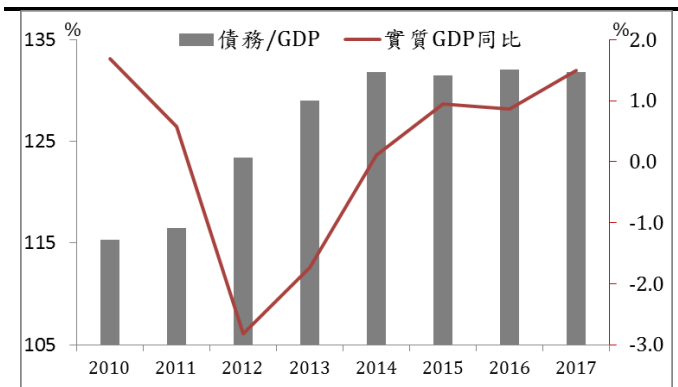
综合而言，意大利政治前景虽不明朗，但毋须忧虑导致脱离欧盟，欧债危机短期内重燃的风险不大，相信环球股市的震荡不久便会平息。中线而言，投资者还可能憧憬欧洲央行延长买债计划，以确保市场稳定。欧洲央行原定于 9 月结束买债计划。

图 1：意大利与德国之两年期国债孳息差距



资料来源：彭博、招银国际研究

图 2：意大利债务对 GDP 比率



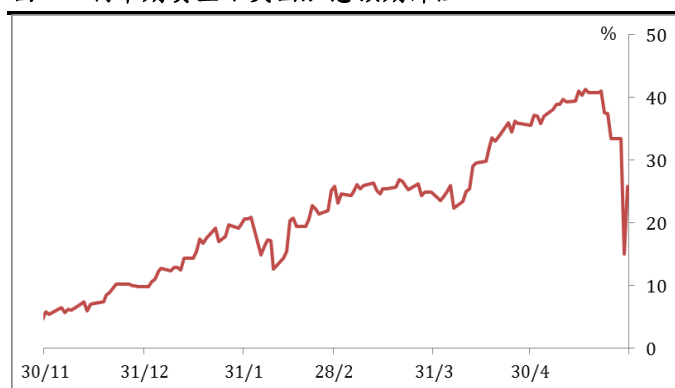
资料来源：彭博、招银国际研究

美国加息预期降温

美国联储局公开市场委员会将于 6 月 12 至 13 日开会，而其早前公布的 5 月议息会议纪录显示，委员对经济展望乐观，但容忍通胀暂时高于 2%。纪录指，局方“很可能即将进一步移除宽松政策”，暗示 6 月加息。会议上委员对如何应对通胀作出了详尽讨论，多数委员预料通胀升势不会太急，“通胀暂时稍高于 2% 将符合局方的对称通胀目标”。根据利率期货，市场估计今年联储局再加息三次（全年共四次）的机率，于 5 月上旬曾升越 40%，但会议纪录公布后回落，在意大利政局引发市场动荡后进一步下跌，最新为 26%（图 3）。

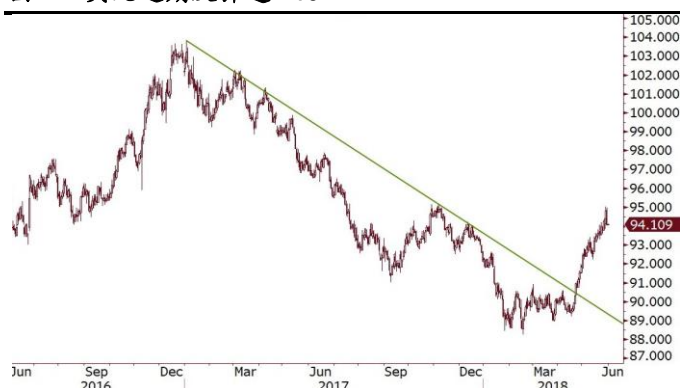
随着美国加息预期回落，以及意大利政局忧虑可能舒缓，美元汇价亦有可能回落。美汇指数自 4 月中开始大幅反弹，升穿下降轨后升势更急，由低位累升逾 6%（图 4），某程度令新兴市场受压。若美元升势暂歇，应有助新兴市场回稳。

图 3：利率期货显示美国加息预期降温



资料来源：彭博、招银国际研究

图 4：美元近期反弹逾 6%



资料来源：彭博、招银国际研究

原油库存升，油价或回调

油价今年强势，石油输出国组织（OPEC）的减产行动是原因之一。不过，美国原油库存正回升，而两大产油国考虑增产，料油价短期内回调机会较高。

原油库存走势一般与油价反向。若将每周库存变动之 50 周均线上下反转，走势与纽约期油关系密切，而库存变化往往稍为领先油价。美国原油库存自今年 1 月开始见底回升，油价于 5 月下旬开始出现较大回调。若库存继续回升，则料油价进一步回落。另外，沙特阿拉伯及俄罗斯之能源官员表示，正商讨提高石油产量，以缓和市场对供应短缺的忧虑。油组下月 22 日在维也纳开会，可能会议决逐步放宽减产措施。

图 5：原油库存变动或预示油价回落



资料来源：彭博、招银国际研究

中美纷争，短期难解

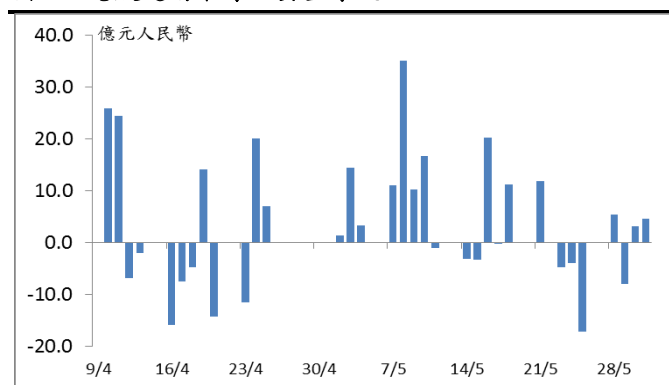
美国白宫于 5 月 29 日公布，将对总值 500 亿美元的中国商品征收 25% 关税，包括与“中国制造 2025”计划有关的商品。涵盖的商品名单将于 6 月 15 日或之前公布。短期焦点为美国商务部长罗斯于 6 月 2 日至 4 日访问中国，估计罗斯可能会与中国就消除货币和非货币贸易壁垒达成更好的协议，要求中国进一步开放市场。

我们认为，尽管中美或可就贸易问题达成临时协议（包括中美两国经贸磋商代表团于 5 月 19 日发表联合声明），但双方关系将于一段较长时间内维持紧张，因这是科技和世界经济地位之争。相信市场亦已渐渐适应这种紧张局面，股市将继续受贸易战的消息影响，但波动性可能会比 3 月下旬爆发贸易战时减低。

北水南下减少，6 月可望改善

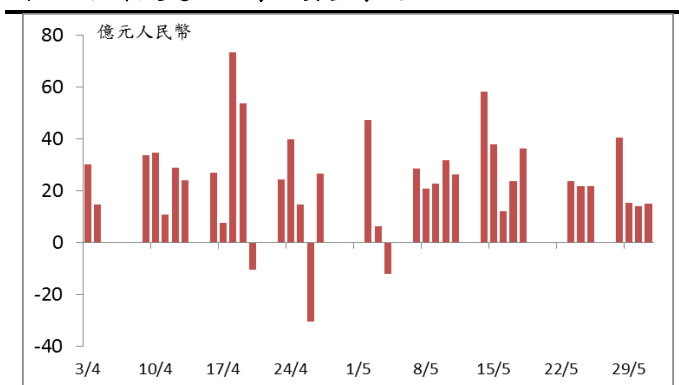
近两个月通过“互联互通”渠道南下港股的资金，明显较第一季减少，更有多日录得净卖出（图 6）。4 月至 5 月，平均每日南下净买入仅得 3.9 亿元人民币，明显少于第一季日均之 27.3 亿元。相反，北上的资金增加，4 月至 5 月日均北上净买入 24.3 亿元人民币（图 7），远高于同期南下的净买入金额，亦较第一季北上日均之 9.0 亿元高。相信这与 A 股于 6 月正式纳入 MSCI 指数、市场预期部署买 A 股有关。踏入 6 月份，基金因应 MSCI 指数换码的买卖应已大致完成，互联互通的资金流向有望逐渐正常化，有助港股表现。

图 6：港股通南下每日资金净流入



资料来源：彭博、招银国际研究

图 7：沪深股通北上每日资金净流入



资料来源：彭博、招银国际研究

大型新股冻资，港股成交料低

智能手机生产商小米即将于香港上市，市场有传大约于 6 月中下旬开始招股，集资额约 100 亿美元，是香港近七年来最大型新股。过往大型新股招股期间，由于冻结巨额资金，或多或少影响港股大市表现。

以下为近年于招股期间冻结较大额资金的新股：2010 年 10 月，友邦保险(1299 HK)招股，香港公开发售部份冻结资金约 1,100 亿港元，期间恒指下跌，成交亦萎缩，表现明显较友邦招股前及后疲弱（图 8）。2015 年 5 月，华泰证券(6886 HK)招股，冻资 4,900 亿元，期间恒指于高位徘徊，表现未有明显受招股影响（图 9）。2017 年 9 月，众安在线(6060 HK)招股，冻资 2,300 亿元，期间恒指下跌，成交偏低，于众安上市后回复升势。同年 10 月，阅文(772 HK)招股，冻资 5,200 亿元，期间恒指上升，成交亦不低，未有受招股拖累（图 10）。

图 8：2010 年友邦保险招股期间恒指表现



资料来源：彭博、招银国际研究

图 9：2015 年华泰证券招股期间恒指表现



资料来源：彭博、招银国际研究

图 10：2017 年众安在线及阅文招股期间恒指表现



资料来源：彭博、招银国际研究

技术分析

美国科技股跑赢

- 美股标普 500 指数于 5 月份升破三角形顶部后，后抽仍守于三角形之上，走势并未转弱（图 11）。纳斯达克指数同样升破三角形，但回调幅度较小，反映科技股较大大市更强（图 12）。

图 11：标普 500 指数



资料来源：彭博、招银国际研究

图 12：纳斯达克指数



资料来源：彭博、招银国际研究

新兴市场弱势，上证再试 3,050 支持

- MSCI 新兴市场指数于 3 月底失守上升轨后，一直未能重返升轨之上，更形成短期下降轨阻力，走势疲弱（图 13）。
- A 股走势较弱，于 5 月份未见偷步炒作“入摩”，反而再度下试年内低位约 3,050（图 14）。

图 13：MSCI 新兴市场指数



资料来源：彭博、招银国际研究

图 14：上证综合指数



资料来源：彭博、招银国际研究

恒指后抽，三万点有支持

- 恒生指数于 5 月上旬升破三角形顶部，但突破后不久便回调，后抽至三万点附近，初步获支持，估计于 6 月份仍维持上落局面，于 30,000-32,000 徘徊（图 15）。

图 15：恒生指数



资料来源：彭博、招银国际研究

投资策略及焦点股份

能源金融股转弱，内需股跑赢

加息预期降温、油价回调，能源股及憧憬加息的金融股走势料将短期转弱。中美贸易纷争持续，估计资金仍将偏好最不受影响的内需股，包括教育、物业管理、啤酒、服装零售、商场收租股。

新华教育(2779 HK)：新华教育是长三角最大的民办高等教育集团，于安徽省合肥市营运两所学校，即新华学院（学历教育大学）和新华学校（中等职业学校），于17/18 合肥学年有 33,635 名学生。新华的学校毕业就业率高（94%以上）、课程以就业导向、与企业合作的课程成功，及为学生提供国际交流机会。未来增长动力，料来自加学费及扩充学校网络。去年 9 月，新华学院成为安徽省六间可自由加学费的民办高等学院之一。我们估计，新华之人均学费于今明两年复合增长达 12.5%。去年 11 月，公司与安徽医科大学订立为期三年的正式协议，共同运营临床医学院，新华负责新校区的运营，今年 9 月开学，新华可享于 2018-2019 学年及之后所录取学生的学费。

中海物业(2669 HK)：内地其中一家最大的物业管理公司，截至 2017 年底，管理的项目逾 600 个，覆盖 73 个城市，在管面积约 128 百万平方米。公司去年 12 月完成向系内公司中国海外发展(688 HK) 收购另一物业管理公司中信物业，我们相信此收购长远将有助中海物业拓展业务，在规模竞争中帮助公司迅速增加管理面积。2017 年，原有中海物业和中信物业的毛利率分别为 26.2%和 14.0%，净利润率为 11.0%和 1.4%。虽然中信物业本身利润率较低，并拉低了公司之利润率，但相信有较大改善空间。估计中海物业今年每股盈利增长 43%，预测市盈率 22.9 倍，比同业绿城服务(2869 HK)之 36 倍低。

青岛啤酒(168 HK)：内地啤酒业继去年 12 月至今年 1 月纷纷加价后，5 月再有加价消息，青岛啤酒旗下产品“青岛优质”，单款单箱全国加价 2 元人民币。产品加价料有助提升公司毛利率。另外，啤酒业即将进入夏天旺季，加上今年 6 月至 7 月举行足球世界杯，有助带动啤酒销量。青岛啤今年首季啤酒销量同比增长 1.3%，收入升 3.0%，纯利升 15.2%（若扣除非经常项目升 4.0%）。综合市场估计，全年盈利增速将加快至 26%，相当于预测市盈率 34.9 倍，低于同业华润啤酒(291 HK)之 47 倍。

I.T(999 HK)：时装股 I.T 截至 2 月底之 18 年度盈利增长 37%，符合市场预期，主要靠毛利率改善推动盈利，因为存货水平健康而减少折扣或促销，以及人民币走强令采购成本下降。我们估计海外地区销售在 19 年度将保持 20%以上的快速增长，主要受惠 A Bathing APE 品牌于日本和美国的成功，中国内地业务亦可保持较高增长，而港澳业务去年度销售虽下跌 4.9%，但截至 2 月份之最新季度明显改善，管理层对 3 月至 5 月销售增长的趋势亦感到正面，我们预计港澳业务本年度之同店销售会回复增长。本年度预测市盈率 11 倍，远低于利郎(1234 HK)的 15 倍和江南布衣(3306 HK)的 19 倍，估值吸引。

九龙仓置业(1997 HK)：香港旅游及零售业于近一年多持续复苏，多个大型商场于今年首季均录得强劲销售额增长，包括九仓置业旗下海港城升 37%、时代广场升 23%，跑赢香港整体零售额的 14%增速。由于九仓置业的商场采用利润分成制度，租金收入随商场销售额增加。另外，汇率因素亦有利，因首季美元汇价疲弱，港元更弱，访港旅客增加，同时港人外游减少，有助促进本地消费。第二季零售市道料保持不俗增长，其中五一黄金周期间（4 月 29 日至 5 月 1 日），内地访港人次同比上升 22.2%。海港城及时代广场是九仓的主要物业，是游客最熟悉的香港商场，尤其受惠内地客消费回升。

图 16：焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	2018 年预测				
				市盈率(倍)	市帐率(倍)	股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
新华教育	2779 HK	4.05	65	23.9	2.81	11.6	0.0	44%
中海物业	2669 HK	3.06	101	22.9	8.68	38.0	1.4	43%
青岛啤酒	168 HK	49.70	778	34.9	2.98	9.0	1.3	24%
I.T	999 HK	5.06	61	11.0	1.58	15.3	4.7	27%
九龙仓置业	1997 HK	60.55	1,838	20.1	0.87	4.4	3.2	-4%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 5 月 31 日

附录 1：6 月份重点经济数据及事件

日期	地区	数据/事件	市场预期	上次数字
1	中国	5 月财新制造业采购经理人指数	51.2	51.1
	美国	5 月失业率	3.9%	3.9%
	美国	5 月平均时薪(同比)	2.6%	2.6%
	美国	5 月非农就业人口变动	190,000	164,000
7	中国	5 月外汇储备(美元)	—	31,249 亿
8	中国	5 月出口(美元, 同比)	—	12.7%
	中国	5 月进口(美元, 同比)	—	21.5%
9	中国	5 月消费者物价指数(同比)	—	1.8%
	中国	5 月生产者物价指数(同比)	—	3.4%
10-15	中国	5 月 M2 货币供应(同比)	—	8.3%
	中国	5 月新增人民币贷款	—	11,800 亿
12	美国	5 月核心消费者物价指数(同比)	—	2.1%
14	美国	联储局公开市场委员会议息结果	—	—
	中国	5 月零售销售(同比)	—	9.4%
	中国	5 月工业生产(同比)	—	7.0%
	中国	1-5 月固定资产投资农村除外(同比)	—	7.0%
	欧洲	欧洲央行议息结果	—	—
15	日本	日本央行议息结果	—	—
21	英国	英伦银行议息结果	—	—
31	中国	6 月官方制造业采购经理人指数	—	51.9

资料来源：彭博

注：以上为香港时间

附录 2：市场估值及重要指标

图 17：恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际研究

图 18：恒生指数预测股息率



资料来源：彭博、招银国际研究

图 19：恒生国企指数预测市盈率



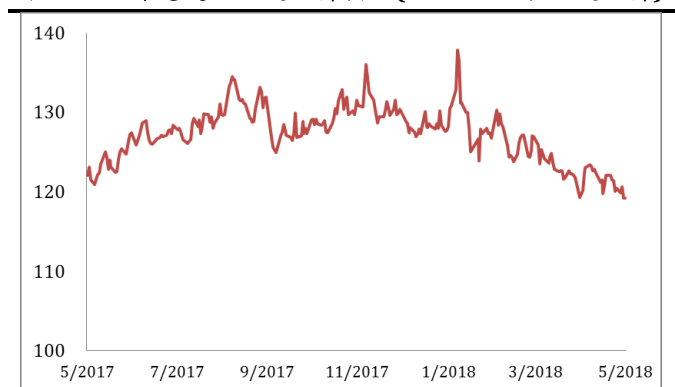
资料来源：彭博、招银国际研究

图 20：恒生国企指数预测股息率



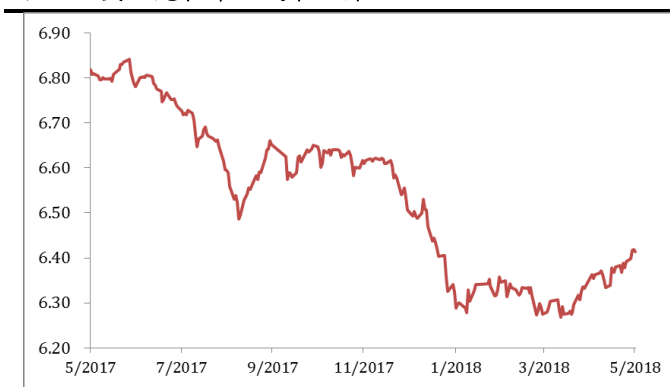
资料来源：彭博、招银国际研究

图 21：沪深港通 AH 股溢价指数(100 以上为 A 股溢价)



资料来源：彭博、招银国际研究

图 22：美元兑在岸人民币汇价



资料来源：彭博、招银国际研究

附录3：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		48.7%										
汇丰控股	5	9.8%	75.95	18.0	13.8	12.8	0.99	1.14	1.11	5.3%	5.3%	5.4%
友邦保险	1299	9.2%	72.00	18.1	19.2	17.1	2.64	2.41	2.19	1.4%	1.6%	1.9%
建设银行	939	8.0%	7.92	6.7	6.1	5.6	0.92	0.85	0.77	4.5%	4.9%	5.4%
工商银行	1398	5.1%	6.50	6.6	6.2	5.6	0.91	0.83	0.75	4.5%	4.9%	5.4%
中国平安	2318	4.2%	76.90	12.9	11.5	9.7	2.28	2.08	1.78	2.4%	2.7%	3.2%
中国银行	3988	3.4%	4.10	5.7	5.4	5.0	0.70	0.64	0.59	5.3%	5.5%	6.0%
香港交易所	388	3.1%	253.8	42.5	32.4	28.2	7.87	7.99	7.56	2.1%	2.8%	3.2%
中国人寿	2628	1.7%	21.90	15.7	12.1	10.6	1.57	1.39	1.26	2.2%	2.9%	3.4%
恒生银行	11	1.6%	196.3	18.7	17.3	15.6	2.59	2.39	2.26	3.4%	3.8%	4.1%
中银香港	2388	1.5%	39.45	13.4	12.7	11.6	1.72	1.60	1.48	3.3%	3.8%	4.2%
交通银行	3328	0.6%	6.21	5.4	5.3	5.0	0.62	0.56	0.52	5.6%	5.7%	6.1%
东亚银行	23	0.5%	32.55	9.8	16.2	14.7	1.01	0.95	0.92	3.9%	2.8%	3.1%
资讯科技		11.6%										
腾讯控股	700	9.2%	399.2	43.3	36.4	27.7	11.15	9.14	7.12	0.2%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.9%	118.1	22.1	18.3	14.7	6.71	5.32	4.24	1.8%	2.1%	2.5%
舜宇光学科技	2382	1.2%	159.6	49.2	35.0	25.6	19.07	13.13	9.37	0.5%	0.7%	1.0%
联想集团	992	0.3%	4.16	-47.0	11.5	8.8	1.81	1.53	1.39	6.4%	4.9%	5.5%
地产		11.2%										
长江实业	1113	1.8%	65.50	8.0	10.4	9.6	0.83	0.76	0.73	2.6%	2.9%	3.2%
新鸿基地产	16	1.7%	126.6	8.8	12.4	11.4	0.70	0.71	0.68	3.2%	3.5%	3.8%
领展房产基金	823	1.6%	69.40	8.4	27.6	26.5	1.03	1.01	0.98	3.3%	3.6%	3.8%
中国海外发展	688	1.1%	26.25	7.1	7.1	6.0	1.08	0.97	0.85	3.0%	3.6%	4.2%
碧桂园	2007	1.2%	15.38	10.5	8.0	5.9	2.85	2.69	2.11	3.2%	4.3%	5.6%
九龙仓置业	1997	0.8%	60.55	10.7	20.2	19.5	0.89	0.87	0.86	1.6%	3.2%	3.4%
华润置地	1109	0.8%	28.80	8.7	8.2	7.0	1.40	1.24	1.10	3.4%	4.2%	4.9%
新世界发展	17	0.8%	12.04	15.1	16.3	14.0	0.59	0.50	0.48	3.8%	3.9%	4.0%
恒基地产	12	0.7%	51.60	6.8	16.6	13.7	0.70	0.70	0.68	3.3%	3.5%	3.5%
信和置业	83	0.4%	13.58	12.1	16.3	17.9	0.62	0.63	0.63	3.9%	6.9%	4.1%
恒隆地产	101	0.4%	17.80	9.9	16.7	17.2	0.59	0.58	0.57	4.2%	4.2%	4.3%
电讯		5.4%										
中国移动	941	4.5%	70.00	10.2	10.1	9.8	1.19	1.12	1.06	4.8%	4.8%	5.0%
中国联通	762	0.9%	10.66	145.6	31.0	19.6	0.88	0.83	0.80	0.6%	1.4%	2.2%
能源		6.7%										
中国海洋石油	883	2.5%	13.20	19.5	9.6	9.6	1.27	1.19	1.13	3.8%	5.1%	5.1%
中国石化	386	2.1%	7.67	14.8	10.6	10.6	1.02	1.02	0.99	8.0%	7.3%	7.2%
中国石油	857	1.4%	6.49	42.5	17.7	15.8	0.81	0.79	0.77	1.1%	3.1%	3.3%
中国神华	1088	0.7%	20.50	7.0	7.2	7.4	1.05	1.00	0.92	5.4%	5.4%	5.3%
公用		4.7%										
中电控股	2	1.6%	82.40	14.4	14.8	16.4	1.92	1.78	1.70	3.5%	3.6%	3.7%
香港中华煤气	3	1.5%	16.96	28.5	29.3	27.6	3.93	3.77	3.58	2.1%	2.2%	2.3%
电能实业	6	0.8%	54.55	14.0	14.8	14.8	1.22	1.26	1.23	5.1%	5.2%	5.3%
长江基建集团	1038	0.4%	59.20	14.4	13.3	12.7	1.44	1.31	1.25	4.0%	4.3%	4.5%
华润电力	836	0.3%	16.06	16.7	11.2	9.5	1.03	1.00	0.95	5.4%	5.4%	5.4%
综合类		3.7%										
长和	1	2.5%	88.55	9.7	8.7	8.2	0.79	0.73	0.69	3.2%	3.4%	3.6%
中信股份	267	0.7%	11.66	7.6	7.1	6.2	0.62	0.59	0.55	3.1%	3.2%	3.3%
太古股份	19	0.4%	80.90	4.3	16.1	13.4	0.48	0.47	0.46	2.6%	3.1%	3.7%
消费品		3.9%										
吉利汽车	175	1.3%	22.25	15.3	11.9	9.2	4.72	3.61	2.79	1.3%	1.8%	2.3%
万洲国际	288	0.7%	8.05	13.3	11.7	10.7	2.02	1.87	1.70	3.4%	3.8%	4.2%
蒙牛乳业	2319	0.8%	28.50	44.6	28.5	22.6	4.04	3.62	3.23	0.5%	0.9%	1.1%
恒安国际	1044	0.6%	74.70	19.4	18.3	16.6	4.56	4.16	3.83	3.4%	3.6%	3.9%
中国旺旺	151	0.5%	7.78	22.5	24.3	22.3	6.09	5.42	4.94	1.9%	2.0%	2.1%
消费服务		3.8%										
银河娱乐	27	1.7%	69.05	28.4	22.9	20.5	5.36	4.55	3.89	0.0%	1.3%	1.4%
金沙中国	1928	1.2%	46.95	30.1	22.8	19.9	10.64	10.51	9.94	4.2%	4.4%	4.5%
港铁公司	66	0.8%	44.15	15.8	24.2	23.2	1.59	1.61	1.57	2.5%	2.6%	2.7%
工业		0.3%										
招商局港口	144	0.3%	17.90	9.7	9.5	9.7	0.80	0.74	0.71	4.5%	6.0%	4.4%
加权平均				12.5	11.8	10.7	1.60	0.40	0.37	3.5%	3.5%	3.8%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2018年5月31日

附录 4：恒生国企指数成份股估值

恒生國企指數	代碼	佔指數	股價	市盈率			市賬率			股息率		
		比重	(港元)	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		68.3%										
工商銀行	1398	10.4%	6.50	6.6	6.2	5.7	0.91	0.83	0.75	4.5%	4.9%	5.4%
建設銀行	939	10.2%	7.92	6.5	6.2	5.6	0.92	0.85	0.77	4.5%	4.9%	5.4%
中國平安	2318	9.3%	76.90	12.1	11.5	9.7	2.28	2.08	1.78	2.4%	2.7%	3.2%
中國銀行	3988	9.7%	4.10	5.9	5.5	5.1	0.70	0.64	0.59	5.3%	5.5%	6.0%
中國人壽	2628	4.8%	21.90	15.7	12.0	10.3	1.57	1.39	1.26	2.2%	2.9%	3.4%
招商銀行	3968	3.9%	32.30	9.1	8.3	7.2	1.44	1.29	1.14	3.2%	3.7%	4.3%
農業銀行	1288	3.5%	4.06	5.6	5.3	4.9	0.78	0.71	0.65	5.4%	5.7%	6.2%
中國太保	2601	2.6%	33.90	17.1	12.6	10.7	1.82	1.61	1.46	2.9%	3.7%	4.4%
中國財險	2328	1.9%	13.82	8.4	7.5	6.8	1.26	1.08	0.96	3.0%	3.3%	3.6%
交通銀行	3328	1.6%	6.21	5.3	5.3	5.0	0.62	0.56	0.52	5.6%	5.7%	6.1%
中信銀行	998	1.6%	5.33	4.9	4.8	4.5	0.57	0.52	0.48	6.0%	5.7%	6.1%
民生銀行	1988	1.3%	7.48	4.5	4.5	4.3	0.59	0.54	0.49	3.4%	3.4%	3.6%
海通證券	6837	1.0%	9.82	10.7	9.9	8.7	0.78	0.73	0.68	2.9%	3.1%	3.5%
郵儲銀行	1658	1.2%	5.25	7.3	6.4	5.6	0.91	0.81	0.72	3.4%	3.4%	3.9%
中信證券	6030	1.1%	19.78	16.7	15.2	13.4	1.29	1.23	1.17	2.5%	2.5%	2.8%
新華保險	1336	0.9%	35.60	16.8	11.1	9.4	1.42	1.26	1.13	1.8%	2.4%	2.9%
中國人民保險集團	1339	0.8%	3.71	7.9	7.2	6.6	0.93	0.79	0.69	1.3%	1.1%	1.2%
華泰證券	6886	0.7%	15.46	9.7	11.2	9.9	1.03	0.95	0.89	#VALUE!	3.4%	3.8%
中國信達	1359	0.7%	2.84	4.9	4.5	3.9	0.59	0.61	0.55	6.1%	6.4%	7.5%
廣發證券	1776	0.6%	13.24	9.6	9.3	8.3	0.97	0.90	0.83	3.7%	3.7%	4.1%
中國銀河	6881	0.5%	4.91	10.2	9.0	8.3	0.63	0.58	0.55	3.0%	3.3%	3.7%
能源		11.8%										
中國石化	386	5.6%	7.67	14.2	10.5	10.5	1.02	1.02	0.99	8.0%	7.3%	7.2%
中國石油	857	3.5%	6.49	33.6	17.2	15.3	0.81	0.79	0.77	1.1%	3.1%	3.3%
中國神華	1088	1.9%	20.50	7.1	7.2	7.4	1.05	1.00	0.92	5.4%	5.4%	5.3%
中國海洋石油	883	0.9%	13.20	19.6	9.6	9.7	1.27	1.19	1.13	3.8%	5.1%	5.1%
地產建築		5.1%										
中國交建	1800	1.1%	8.42	6.3	5.4	4.7	0.61	0.56	0.51	3.5%	3.7%	4.2%
海螺水泥	914	1.7%	48.10	13.1	9.4	9.2	2.33	1.99	1.74	3.1%	4.5%	4.8%
萬科	2202	1.2%	28.05	9.0	7.2	5.9	1.90	1.62	1.37	3.9%	5.1%	6.3%
中國中鐵	390	0.7%	6.33	7.6	6.7	5.9	0.82	0.72	0.65	2.2%	2.3%	2.7%
華潤置地	1109	0.3%	28.80	8.7	8.2	6.9	1.40	1.24	1.10	3.4%	4.2%	4.9%
消費		5.8%										
比亞迪	1211	1.0%	50.90	35.3	23.0	17.8	2.22	1.87	1.70	0.3%	0.7%	0.9%
國藥控股	1099	1.1%	34.85	14.9	14.5	12.7	2.23	1.93	1.73	2.0%	2.2%	2.4%
廣汽集團	2238	0.9%	13.30	6.4	5.8	5.1	1.14	0.99	0.86	4.9%	5.3%	6.1%
長城汽車	2333	0.7%	7.65	11.2	7.4	6.5	1.16	1.03	0.92	2.7%	4.0%	4.7%
東風集團股份	489	0.7%	8.95	4.5	4.5	4.3	0.58	0.51	0.46	4.8%	4.0%	4.3%
中國國航	753	0.6%	9.09	13.8	11.9	8.9	1.25	1.13	1.02	1.6%	1.8%	2.4%
石藥集團	1093	0.4%	24.55	54.0	41.5	32.9	10.00	8.74	7.70	0.6%	0.8%	1.0%
申洲國際	2313	0.2%	91.80	29.0	24.4	20.5	5.74	4.89	4.31	1.6%	2.0%	2.5%
恒安國際	1044	0.2%	74.70	19.4	18.4	16.8	4.56	4.17	3.83	3.4%	3.6%	3.9%
公用		1.6%										
華能國際	902	0.6%	6.06	45.8	16.8	12.2	0.91	0.88	0.85	2.0%	3.9%	5.4%
中廣核電力	1816	0.7%	2.23	8.7	9.7	8.7	1.26	1.18	1.09	3.7%	3.6%	4.0%
中國燃氣	384	0.2%	32.55	27.5	26.3	21.6	6.77	6.43	5.46	0.8%	1.1%	1.4%
粵海投資	270	0.1%	13.22	15.0	17.4	16.4	2.15	2.06	1.99	3.7%	4.2%	4.7%
工業		1.8%										
中國中車	1766	0.9%	7.01	15.1	13.0	11.3	1.28	1.27	1.19	2.6%	3.3%	3.7%
中車時代電氣	3898	0.7%	39.50	15.7	12.5	11.0	2.09	1.89	1.66	1.4%	1.6%	1.8%
中信股份	267	0.3%	11.66	7.7	7.1	6.4	0.62	0.59	0.55	3.1%	3.2%	3.3%
資訊科技及電訊		5.0%										
騰訊控股	700	1.8%	399.20	38.2	36.8	27.8	11.15	9.14	7.12	0.2%	0.3%	0.4%
中國移動	941	1.7%	70.00	10.2	10.1	9.8	1.19	1.12	1.06	4.8%	4.8%	5.0%
中國電信	728	1.4%	3.66	13.3	11.9	10.6	0.74	0.71	0.67	3.1%	3.4%	3.8%
加權平均				9.6	7.8	7.1	1.04	1.90	1.74	3.7%	4.2%	4.6%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 5 月 31 日

附录 5：招银国际模拟港股投资组合

招银国际证券于 2014 年 1 月 13 日成立模拟港股投资组合。每个交易日收市后，上载至招银国际公司网页，客户登入帐户便可参阅。

模拟组合的选股准则，结合基本分析及技术分析，股份分为「长线」及「短线」部分：

「长线」部份为核心持股，占模拟投资组合较大比重（目标 50%至 70%），主要投资基本因素良好及/或估值偏低之股票。预期买卖频率较低。

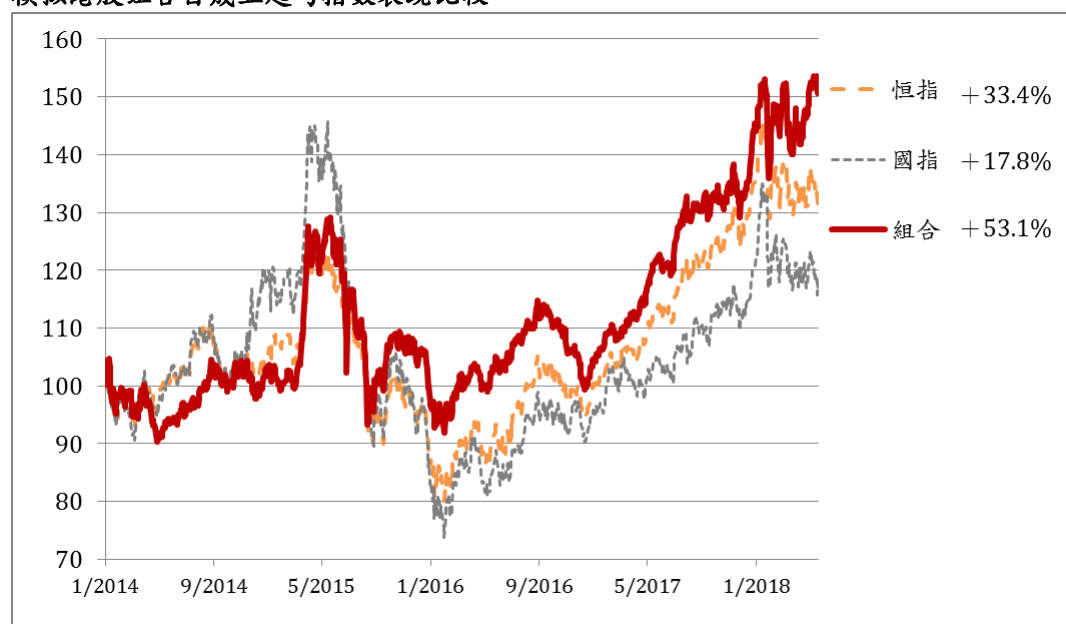
「短线」部份占模拟投资组合的比重较小（目标 0%至 50%），主要投资预期短期内较具上升动力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、传闻、技术指标等等所影响。此部分可能波动性较高，亦未必适合中长线投资。

模拟组合进行每宗买卖前，会于前一个交易日收市后预告，让客户可预先参考。如有需要，组合亦会列出个别持股之目标价及止蚀价。

	股份	代号	行业	本年度 预测市盈率	下年度 预测市盈率	股息率 (%)	买入价 (港元)	收市价 (港元)	总回报 (连股息)	占组合比重
长线 (55.5%)	腾讯控股	700	科网	36.8	27.8	0.2	113.9	399.2	253.1%	12.1%
	领展房产基金	823	房产基金	27.9	26.2	3.4	46.04	69.40	61.5%	9.1%
	新华保险	1336	保险	11.1	9.4	1.8	35.32	35.60	3.2%	4.3%
	友邦保险	1299	保险	19.3	17.1	1.4	47.00	72.00	55.1%	7.4%
	长实地产	1113	地产	10.4	9.4	2.6	52.83	65.50	29.4%	5.4%
	汇丰控股	5	金融	13.4	12.7	5.3	74.92	75.95	4.6%	6.0%
	中国银行	3988	银行	5.5	5.1	5.3	3.84	4.10	12.2%	5.1%
	香港交易所	388	金融	32.8	28.8	2.1	208.0	253.8	23.4%	6.3%
	新天绿色能源	956	新能源	6.9	6.1	4.6	2.13	2.75	28.9%	7.4%
短线 (31.2%)	睿见教育	6068	教育	33.8	25.9	1.1	4.80	6.87	44.6%	6.6%
	中海物业	2669	物业管理	24.9	20.7	1.0	2.20	3.06	38.9%	6.4%
	神威药业	2877	医药	19.1	15.7	0.8	8.49	17.08	101.3%	4.8%
	大家乐	341	餐饮	24.2	21.4	4.0	19.88	20.20	1.6%	6.0%
現金 (13.3%)										13.3%
组合整体回报 (由2014年1月13日成立起计)									53.1%	
组合整体回报 (2018年度)									11.6%	

数据来源：彭博、招银国际证券 (截至2018年5月31日)

模拟港股组合自成立起与指数表现比较



资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 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。

招银证券投资评级

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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 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，请与我们联络。

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人士。