

10月港股策略报告

黎明前的黑暗

- ❖ **贸易战对中国经济影响浮现。**中美贸易战已持续困扰市场半年，对中国经济的影响亦逐渐浮现。9月份中国官方及财新制造业 PMI 双双下跌，均连跌四个月。细看分类指数，官方 PMI 中的新出口订单指数和进口指数已分别连续四个及三个月处于 50 以下收缩区，可见进出口景气度继续下滑。
- ❖ **美元美息反弹，新兴市场未脱弱势。**美国维持渐进加息，美国债息及美元汇价近期反弹。脱欧阴霾持续笼罩英国及欧元区，英镑以至欧元或趋向波动，而美元短期可能进一步反弹，恐怕新兴市场暂难摆脱弱势。不过，我们认为美元只是短期反弹，美汇指数年内难以升穿 98。新兴市场于年底前仍有反弹机会。
- ❖ **中期选举年，美股 10 月表现佳。**美股于四年一度中期选举年的平均表现，是总统任期四年之中最差。不过，中期选举年的弱势，一般集中于 4 月至 9 月份，到选前一个月即 10 月份已开始转强，强势延续至年底。
- ❖ **港股 10 月波动，但年底偏强。**港股过往 10 月份的表现相当波动，几次出现股灾，例如 1987、1997、2008 年 10 月都暴跌。不过，回顾过往 30 年平均月度回报，10 月其实是恒指最佳月份，平均上升 3.36%。按季度看，第四季明显是恒指最佳季度，平均上升 5.94%。
- ❖ **技术分析：恒指反弹遇阻力。**恒指过去三个月于下降通道运行，于 9 月下旬的反弹未能升穿通道顶。若看三年表现，恒指跌穿上升轨后，反弹亦未能重回升轨之上。相对港股，A 股走势较佳，上证综指出现 RSI 底背离见底讯号。
- ❖ **投资策略：恒指或于本月见底。**港股目前受中美贸易战、中国经济放缓、香港加息等风险困扰，短期未许乐观，恒指或要再下试 26,000。维持过去两个月的看法：避开估值高的增长股，较看好估值低、防守力较强、憧憬内地政策支持旧经济股。综合上述因素，包括美元反弹空间不大、港股历来于第四季表现偏强、恒指已大致满足回调所需时间，恒指有望于本月内见底，潜在利好催化剂为内地政府推出具体的稳增长政策。

焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值 (亿港元)	市盈率(倍)	本年度预测 股息率(%)	每股盈利增长
领展房产基金	823 HK	77.05	1,627	28.7	3.5	7.7%
潍柴动力	2338 HK	9.70	778	9.3	4.9	8.0%
中国通号	3969 HK	5.54	487	11.1	3.3	15%
中国太平	966 HK	27.45	987	10.3	0.7	62%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 9 月 30 日

苏沛丰, CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	27,789
52 周高/低位	33,484/26,220
大市 3 个月日均成交	914 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	-0.4%	+1.3%
3 个月	-4.0%	-0.5%
6 个月	-7.7%	-8.2%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



过往市场策略报告

[18 年 9 月 4 日 - 避险为上，候低买价值股](#)

[18 年 8 月 1 日 - 板块轮动，新不如旧](#)

[18 年 7 月 6 日 - 下半年策略 - 恒指目标下调至 32000](#)

[18 年 6 月 1 日 - 未摆脱困局，内需股跑出](#)

[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](#)

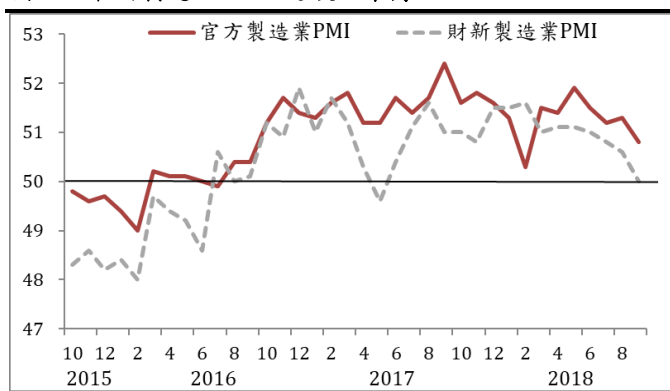
[18 年 3 月 20 日 - 2018 中国“两会”特别策略报告](#)

市场焦点

贸易战对中国经济影响浮现

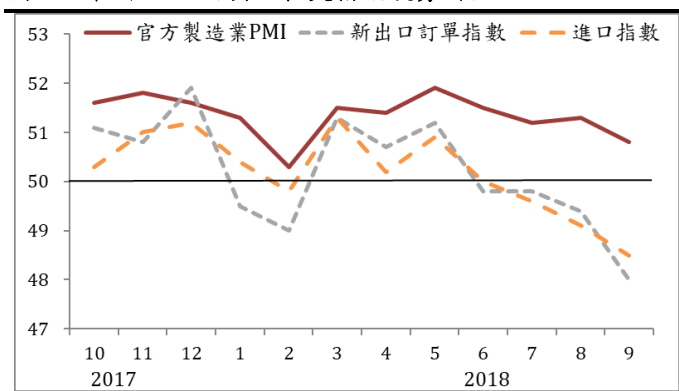
中美贸易战已持续困扰市场半年，对中国经济的影响亦逐渐浮现。9 月份中国官方制造业采购经理指数(PMI)为 50.8，低于 8 月份的 51.3 及市场预期的 51.2。财新中国制造业 PMI 亦由 8 月的 50.6 降至 50.0，创下 2017 年 5 月以来最低（图 1）。两个 PMI 均连跌四个月。细看分类指数，进出口景气度继续下滑，官方 PMI 中的新出口订单指数和进口指数为 48.0 和 48.5，分别环比跌 1.4 和 0.6 点，其中新出口订单指数已连续四个月处于 50 以下收缩区（图 2）。另外，企业原材料采购成本加大，原材料价格上涨快于产品出厂价格，中下游企业利润恐将受压。

图 1：中国制造业 PMI 连跌四个月



资料来源：彭博、招银国际研究

图 2：中国 PMI 进出口相关指数跌势明显



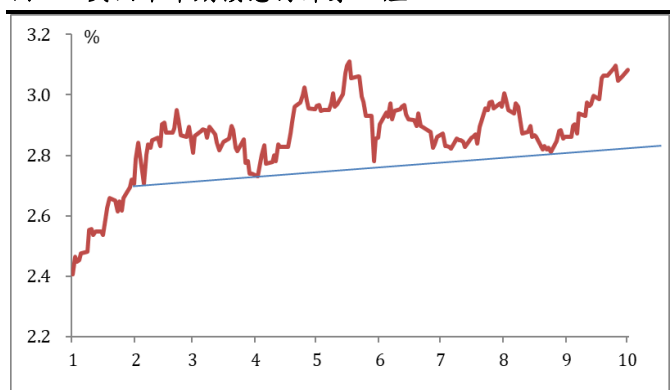
资料来源：中国国家统计局、招银国际研究

美元美息反弹，新兴市场未脱弱势

随着美国联储局维持渐进加息，美国国债孳息今年反复上升，经过 8 月初的回调后，最近一个半月大幅反弹（图 3）。债息升，一方面反映联储局今年合共加息四次的预期（原本市场预期三次或四次），另一方面是资金由债市流走的现象，而流出的资金，部份料投向股市，并以美股为主。

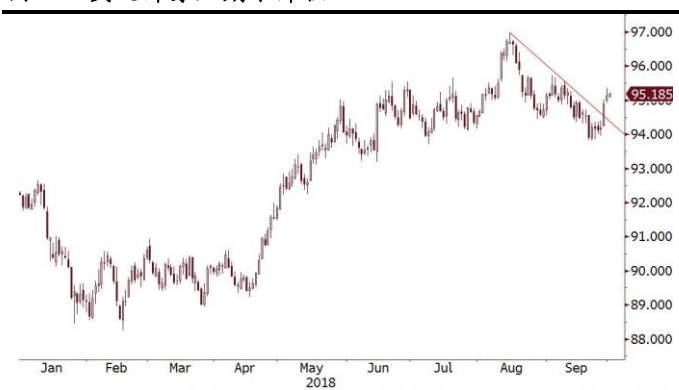
同时，美元汇价亦反弹。美元指数于 9 月中曾跌穿“头肩顶”颈线，但迅即反弹，重回颈线之上，并且升穿短期下降轨（图 4）。脱欧阴霾持续笼罩英国及欧元区，脱欧谈判正进入关键时期，英镑以至欧元汇价或趋向波动，而美元短期可能进一步反弹。

图 3：美国十年期债息再升穿 3 厘



资料来源：彭博、招银国际研究

图 4：美元升穿短期下降轨

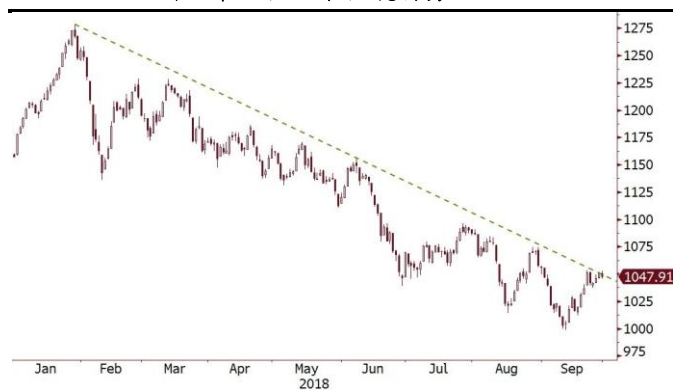


资料来源：彭博、招银国际研究

美元今年强势，是新兴市场资金流走、股汇受压的原因之一。美汇指数自 8 月中一度回落约 3%，新兴市场曾回稳，但若果美元短期再反弹，恐怕新兴市场暂难摆脱弱势。

不过，我们认为美元只是短期反弹，美汇指数年内难以升穿 98。新兴市场于年底前仍有反弹机会。

图 5：MSCI 新兴市场指数未摆脱弱势



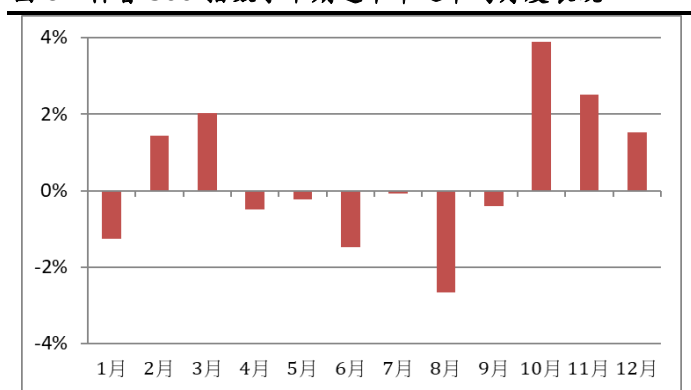
资料来源：彭博、招银国际研究

中期选举年，美股 10 月表现佳

美国中期选举将于 11 月 6 日举行，将决定民主党能否重夺参议院及/或众议院之控制权，从而影响总统特朗普于任期余下两年的施政能力。若民主党重夺国会控制权，更有可能以通俄及违反竞选法等为由，发起弹劾特朗普。虽然通过弹劾的机会很低(众议院启动弹劾程序只需要简单多数票，但参议院通过需要三分之二多数票)，但一旦发起弹劾，美国政治风险将骤升，并为中美贸易战、朝鲜去核等问题添上不明朗因素。鉴于特朗普之政策言行向来较难预测，他会否于中期选举前发表意外的政策或言论以争取选民支持，是本月重大不明朗因素。

中期选举四年一度，美股于中期选举年的平均表现是总统任期四年之中最差，相信主要由于政治不明朗，以及总统倾向将利好经济的政策留待任期后半才推出以助连任。不过，美股于中期选举年的弱势，一般集中于 4 月至 9 月份，到选前一个月即 10 月份已开始转强，强势延续至年底（图 6）。

图 6：标普 500 指数于中期选举年之平均月度表现

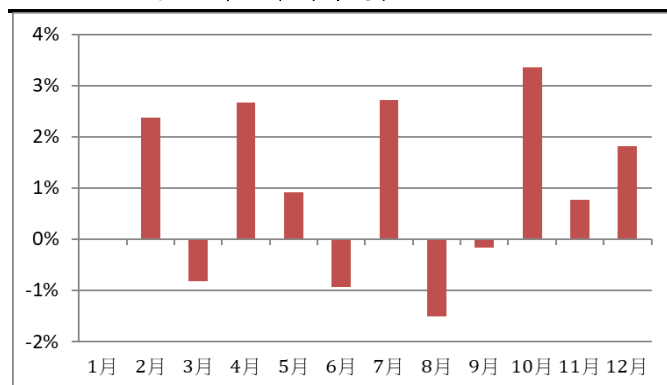


资料来源：彭博、招银国际研究；1990-2018 年

港股 10 月波动，但年底偏强

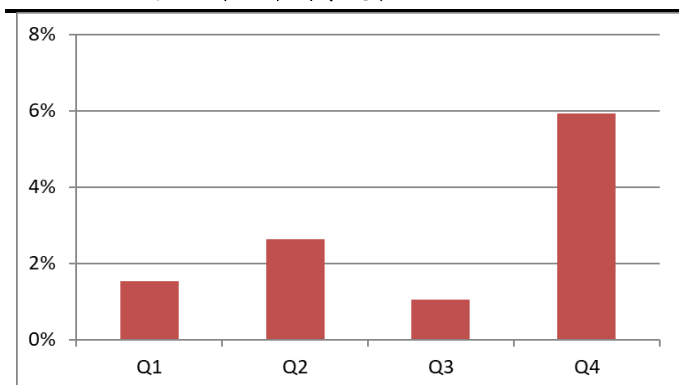
港股方面，过往 10 月份的表现相当波动，投资者印象较深的往往是股灾，例如 1987、1997、2008 年 10 月都暴跌。不过，回顾过往 30 年平均月度回报，10 月其实是恒指最佳月份，平均上升 3.36%（图 7）。按季度看，第四季明显是恒指最佳季度，平均上升 5.94%（图 8）。

图 7：恒指近 30 年之平均月度表现



资料来源：彭博、招银国际研究；1988-2018 年

图 8：恒指近 30 年之平均季度表现



资料来源：彭博、招银国际研究；1988-2018 年

恒指调整近尾声，楼市跌浪刚开始？

过去十年，恒生指数经历的三次熊市或大型回调，历时约 9.5-12 个月，跌幅 35%-67%（图 9）。今次的回调始于本年 1 月高见 33,484 后，若以 9 月份创下的年内低位 26,220 计，历时 7.5 个月，跌幅 22%。假如回调持续至 10 月底，则回调历时 9 个月，大致符合往绩。今次的跌幅不及过往三次，主要由于今年初见顶时之估值不高，预测市盈率仅约 13 倍（过往三次见顶时介乎 15-21 倍）。

图 9：恒指回调所需时间

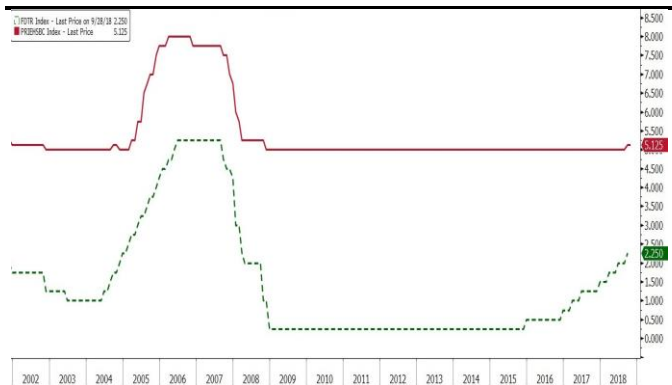
见顶及见底日期	下跌时间	高低位	跌幅(%)
18 年 1 月 - 18 年 9 月 ?	7.5 个月 ?	33,484 - 26,220 ?	22% ?
15 年 4 月 - 16 年 2 月	9.5 个月	28,589 - 18,279	36%
10 年 11 月 - 11 月 10 月	11 个月	24,989 - 16,170	35%
07 年 10 月 - 08 年 10 月	12 个月	31,958 - 10,676	67%

资料来源：彭博、招银国际研究

香港各大银行于 9 月 27 日上调最优惠利率 0.125 厘，是 2006 年以来首次加息，亦标志香港正式跟随美国进入加息周期。美国于本轮加息周期已加息 8 次共 2 厘，香港现在才加，且幅度温和，未来有否追加的压力？相信不会，毕竟香港于 2008 年未有完全跟随美国加息，现在等美国利率加至 2 厘以上，大约是 2008 年中的水平，港银才出手（图 10）。

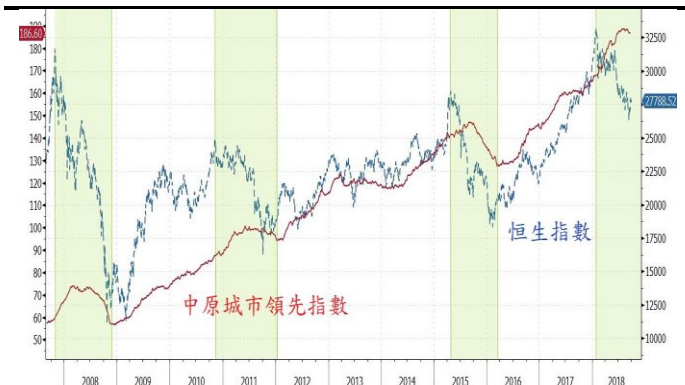
香港加息会否令累积了庞大升幅的香港楼价见顶回落？根据香港差饷物业估价署 今年 8 月份本港私楼二手售价指数，连续上升 28 个月后下跌，微跌 0.08%。影响楼市的因素众多，利率只是其中一个，且市场应已有颇为充份的加息心理准备。港股与港楼则有颇高关联性，往往是股市先见顶，楼市于 3-6 个月后会亦见顶（图 11，绿色区域为股市及楼市回落期）。不过，一旦港股见底回升，港楼价颇快便跟随见底，一般于两个月内。

图 10：香港银行最优惠利率与美国联邦基金利率



资料来源：彭博、招银国际研究

图 11：香港楼价与恒生指数

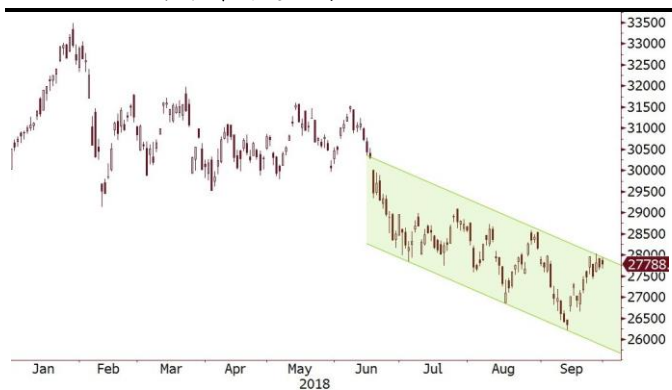


资料来源：彭博、招银国际研究

技术分析 - 恒指反弹遇阻力

恒指过去三个月于下降通道运行（图 12），于 9 月下旬的反弹未能升穿通道顶。若看三年表现，恒指跌穿上升轨后，反弹亦未能重回升轨之上（图 13）。

图 12：恒指于下降通道运行



资料来源：彭博、招银国际研究

图 13：恒指尚未重返升轨之上



资料来源：彭博、招银国际研究

相对港股，A 股走势较佳，料有较大反弹空间。自 7 月开始，上证综指与其 14 天相对强弱指数(RSI)出现底背驰（图 14），为见底讯号。

图 14：上证综指 RSI 底背驰



资料来源：彭博、招银国际研究

投资策略及焦点股份

恒指或于本月见底

港股目前受中美贸易战、中国经济放缓、香港加息等风险困扰，短期未许乐观，恒指或要再下试 26,000 的支持。维持过去两个月的看法：避开估值高的增长股，较看好估值低、防守力较强、憧憬内地政策支持的老经济股。

不过，综合上述因素，包括美元反弹空间不大、港股历来于第四季表现偏强、恒指已大致满足回调所需时间，恒指有望于本月内见底，潜在利好催化剂为内地政府推出具体的稳增长政策。下页简述招银国际各分析员的行业观点（图 16）。以下则为本月较看好股份；

领展房产基金(823 HK)：在中美贸易战未有缓解迹象下，避险情绪或回升，资金料再次流向防守股。领展是香港最大的房产基金(REIT)，属恒指成分股，持有大量本港屋苑商场及停车场，资产组合防守力强。领展上月底公布拟就旗下资产组合进行评估，藉以优化资产组合，并已委聘汇丰及戴德梁行作顾问。资产组合评估可能涉及潜在的资产收购及出售。参考领展过往出售非核心资产及收购新资产，有助释放资产价值及提升租金回报率，可望继续通过资产转换提升股东回报。领展之今年预测股息率约 3.5 厘，低于五年平均之 4.1 厘，但市帐率仅 0.93 倍，低于五年平均之 0.98 倍。

潍柴动力(2338 HK)：路透社报导，中国正制定计划，到 2020 年在华北更换多达 100 万辆重型柴油卡车。报道指，政府正考虑的方案，包括以使用更高等级的柴油(国家排放标准 5)之现代卡车取代旧卡车，及使用电动卡车或液化天然气卡车。据我们估计，中国重卡的总体规模约为 600 万台，其中约 300 万台是国家排放标准 3，将在未来几年内被淘汰，意味替换需求强劲。潍柴在中国重卡发动机行业占 35% 的市场份额，是主要受益者。另外，潍柴董事长及首席执行官谭旭光早前获委任为中国重汽集团的党委书记及董事长，我们相信中国重汽集团有机会并入山东重工集团(潍柴动力的最终大股东)。若落实合并，潍柴及中国重汽(3808 HK)将成为同系公司，于重卡的合共市占率将显著提升，有利发展。

中国通号(3969 HK)：中国经济下行压力增加，中央政府推出更多稳增长政策的迫切性上升，其中消费及基建是重点。2018 年全国铁路固定资产投资原本预算安排 7,320 亿元人民币，是近五年来计划投资额最低一年。上月初，中国铁路总公司人士证实，在铁路机车车辆投资增长和基建潮加速推进的双重刺激下，2018 年铁路固定资产投资额将重返 8,000 亿元人民币。另外，银保监会上月下发通知，鼓励银行承销地方债，预料对基建投资有提振作用。铁路基建相关企业之盈利前景改善。中国通号是全球最大的轨道交通控制系统解决方案供应商，于全球最大铁路市场中国几乎垄断。上半年每股盈利同比增长 14.3%，市场预期全年增幅相若，预测市盈率 11.2 倍。7 月中以来，铁路建设股中铁(390 HK)及中铁建(1186 HK)股价累升约 4 成，而中国通号股价大幅落后，可能由于其业务属于行业投资周期的中后段，未来有望出现补涨行情。

中国太平(966 HK)：上周两大指数公司 MSCI 及富时罗素，分别公布将考虑调高 A 股于基准指数比重及首次纳入 A 股，利好 A 股市场气氛，亦间接有利内险股。另外，随着市场利率逐步上升，料有助内险之固定投资收益。内险业上半年受严监管影响，新业务价值普遍同比下跌，但下半年可望回复增长。中国太平上半年净利润同比大增 120%，主要由于投资收益增加，期内寿险新业务价值按人民币计算跌 9.5%，已胜同业平均。展望下半年，公司之新业务价值增长前景乐观，因为 1) 良好的代理人团队管理，代理人数自 4 月以来反弹且较 2017 年增长 6.6%；2) 产品供应增强和销售策略优化；3) 第二季以来首年期交保费重拾较高增速；4) 去年下半年基数较低。

图 15：焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	本年度预测				
				市盈率(倍)	市帐率(倍)	股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
领展房产基金	823 HK	77.05	1,627	28.7	0.93	4.1	3.5	7.7%
潍柴动力	2338 HK	9.70	778	9.3	1.70	19.6	4.9	8.0%
中国通号	3969 HK	5.54	487	11.1	1.58	14.8	3.3	15%
中国太平	966 HK	27.45	987	10.3	1.35	13.3	0.7	62%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 9 月 30 日

图 16：招银国际分析员的行业中短期观点

行业	评级	评论
中国银行	优于大市	息差扩张和信贷成本回落令盈利能力改善。资产质量不断向好及系统性风险逐渐下降令估值重估。目前较低的估值已经基本反映了中美贸易战和资管新规影响的过度忧虑。四大行具备稳固的资金来源及坚实的资本充足率，在金融去杠杆及强监管下将领跑同业。
中国保险	优于大市	寿险业已度过最坏时期，自二季度以来上市寿险企业新单保费增速等各项指标转好，下半年新业务价值增速有望峰回路转。业务转型取得成效，长期可持续增长可期。行业洗牌之后，上市寿险公司市场份额提升。固收投资收益增厚或抵消股票市场波动带来的不利影响，投资收益率有望保持稳定。
中国设备及机械	优于大市	预期在政策支持下基建投资增速回稳，有利工程机械及工程车需求。重卡方面，加快淘汰老旧卡车的政策有利加快重卡更换周期，而山东省政府战略性整合省内发动机及重卡巨企有机会带来估值重估。能源装备方面，密集出台要求加快兴建天然气储气设施的政策将为设备制造商带来增长提速的机会。
中国风电	同步大市	行业制造端受到了平价上网影响，风电运营商对于新建项目态度趋谨慎。由于限电率明显改善，估计多数风电运营商仍能够维持双位数以上较快增速。目前市场关注新能源补贴发放能否改善企业现金流，我们判断在现金流改善基础上，风电行业将出现价值重估。
中国房地产	同步大市	1-8 月份的销售金额仍增长 14.5%，但去年第 4 季的基数甚高，再加上政策逐步收紧，料今年第 4 季的挑战甚高。
中国医药	同步大市	行业估值回落，目前为 18 年预测市盈率 17 倍（年初 18 倍，过去三年平均 15 倍）。由于试点城市带量采购即将展开，仿制药竞标降幅及后期全国跟标的不确定性，政策落地前市场观望。近期中央提高企业研发费用税前加计扣除比例，利好高研发投入药企。
中国非必需消费	同步大市	行业的预测市盈率已回落到七年平均减一个标准差，负面因素应已反映不少，但我们对第四季看法较审慎，因为即使中央政府展开了更多提振消费行业的政策，但去年的冷冬令行业销售基数高，今年同比增长较不确定。对于中央 9 月份公布促进消费潜力的意见，我们认为政策落地出台需时，更多利好应在 19 年。细分行业中，比较看好大众化及三线或以下城市销售占比更高的品牌。
中国必需消费	同步大市	对上一次中国经济放缓时，行业表现大致与大市同步。看好具备产品创新及升级能力的公司，长远可提升收入增长及毛利率，关注原油价格上涨及人民币贬值会否对毛利率构成压力。
中国教育	同步大市	近期受政策影响，股价已回调 20%-30%，估值回落至 17 倍 19 年预测市盈率，下行空间有限。展望第四季，看好行业刚需、可预见性强、丰厚股息等特色，股价表现将取决于《民促法》送审稿后的进一步政策出台，若政策明朗化，将有助板块估值重塑。细分赛道投资主线：高教>K12 线下培训>K12 学校举办者。
中国互联网	同步大市	目前板块平均估值已回落至 17 倍 19 年预测市盈率。展望第四季，我们认为政策监管将持续，个股业绩分化较为严重。细分赛道重申年初观点：首选电商，其次泛文娱，源于政策导向“投资让位于消费”、数据货币化下电商强劲内生增长动力，而泛文娱面临监管收紧、抖音分流抢时风险。
中国证券	同步大市	下半年依面临较严峻的挑战：大市成交、两融余额持续收缩，股权融资市场依然疲弱，自营业务依然承压。目前行业估值处于五年低位，大型券商平均 18 年预测市账率 0.8 倍，安全边际较高，但短期没有明显向上催化剂。预期下半年业绩分化，优势继续向龙头聚集，业务结构均衡、投资及风控能力较强且具备海外经营实力的公司，对现下不利的市场情况更具备抵御性。
中国科技行业	落后大市	中期业绩后行业的盈利预测调整最近虽已回稳，但我们对第四季的基本面保持谨慎看法，主要由于 1) iPhone 出货量弱于预期，新机型售价过高及 iOS 12 更新减低换机需求，2) 国产手机品牌于第四季缺少旗舰机型发布，3) 整体出货量放慢导致产业链利润率持续受压，及 4) 宏观因素如中美贸易战和国内经济下行。我们建议维持较低的行业配置，同时可关注个别子板块的机会，如内容升级(多镜头/AI/5G)、份额提升、非手机业务(车载/智能家居/IoT)。
中国太阳能	落后大市	市场对行业情绪依旧疲弱，我们认为光伏制造端下半年将因销售价格下跌带来明显的毛利和净利下滑；光伏项目运营商则继续面临补贴资金拖欠带来现金流压力，同时由于没有新项目开工导致利息资本化减少，利息费用将在下半年明显释放，拖累盈利表现。

资料来源：招银国际研究

附录 1：10 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
5	美国	9 月失业率	3.8%	3.9%
	美国	9 月平均时薪(同比)	2.8%	2.9%
	美国	9 月非农就业人口变动	184,000	201,000
10	香港	行政长官施政报告	—	—
10-15	中国	9 月 M2 货币供应(同比)	—	8.2%
	中国	9 月新增人民币贷款	—	12,800 亿
11	美国	9 月核心消费者物价指数(同比)	2.2%	2.2%
12	中国	9 月出口(美元, 同比)	—	9.8%
	中国	9 月进口(美元, 同比)	—	19.9%
14	中国	9 月零售销售(同比)	—	9.0%
	中国	9 月工业生产(同比)	—	6.1%
	中国	1-9 月固定资产投资农村除外(同比)	—	5.3%
16	中国	9 月消费者物价指数(同比)	—	2.3%
	中国	9 月生产者物价指数(同比)	—	4.1%
18	美国	联储局公开市场委员会 9 月会议纪要	—	—
19	中国	第三季 GDP(同比)	—	6.7%
25	欧洲	欧洲央行议息结果	—	—
	美国	联储局褐皮书	—	—
26	美国	第三季 GDP(同比)	—	4.2%
31	日本	日本央行议息结果	—	—
	中国	10 月官方制造业采购经理人指数	—	50.8

资料来源：彭博

注：以上为香港时间

附录 2：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		48.4%										
汇丰控股	5	9.6%	69.20	16.3	12.6	11.8	1.08	0.14	0.13	5.8%	5.8%	5.8%
友邦保险	1299	9.4%	69.90	17.6	20.5	16.9	2.80	0.31	0.28	1.4%	1.7%	1.9%
建设银行	939	8.2%	6.84	6.2	5.8	5.3	0.85	0.70	0.63	4.8%	5.2%	5.7%
工商银行	1398	4.7%	5.72	6.3	5.9	5.4	0.85	0.69	0.63	4.8%	5.1%	5.6%
中国平安	2318	4.9%	79.50	14.3	12.6	10.5	2.47	2.03	1.71	2.2%	2.5%	3.0%
中国银行	3988	3.1%	3.48	5.2	5.0	4.6	0.63	0.52	0.47	5.8%	6.1%	6.6%
香港交易所	388	3.0%	224.0	37.8	30.0	26.5	6.87	6.98	6.64	2.4%	3.0%	3.4%
中国人寿	2628	1.5%	17.78	13.7	11.1	9.2	1.36	1.12	1.01	2.6%	3.3%	3.9%
恒生银行	11	1.8%	212.6	20.3	17.2	15.8	2.73	2.59	2.43	3.2%	3.5%	3.8%
中银香港	2388	1.5%	37.20	12.7	11.9	11.0	1.59	1.51	1.40	3.5%	4.1%	4.5%
交通银行	3328	0.6%	5.87	5.4	5.4	5.1	0.63	0.51	0.47	5.5%	5.7%	6.1%
资讯科技		10.1%										
腾讯控股	700	8.7%	323.2	37.8	33.6	26.6	9.14	7.20	5.67	0.3%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.7%	81.3	16.4	15.9	13.0	4.95	3.58	2.94	2.4%	2.5%	2.9%
舜宇光学科技	2382	0.7%	90.3	30.0	27.5	19.2	10.90	7.62	5.58	0.8%	1.0%	1.3%
地产		10.7%										
长实集团	1113	1.7%	58.75	7.2	8.1	8.2	0.70	0.67	0.63	2.9%	3.3%	3.6%
新鸿基地产	16	1.7%	114.0	6.6	10.1	9.5	0.61	0.59	0.57	4.1%	4.4%	4.7%
领展房产基金	823	1.8%	77.05	3.4	28.9	26.2	0.93	0.93	0.91	3.2%	3.5%	3.9%
中国海外发展	688	1.0%	24.50	6.6	6.7	5.6	0.97	0.90	0.80	3.3%	3.8%	4.6%
碧桂园	2007	0.8%	9.87	7.2	5.4	4.1	1.79	1.52	1.19	4.6%	6.4%	8.0%
九龙仓置业	1997	0.7%	50.50	8.9	15.9	15.5	0.71	0.72	0.71	1.9%	4.0%	4.2%
华润置地	1109	0.8%	27.40	8.4	7.6	6.5	1.60	1.21	1.07	3.1%	3.9%	4.6%
新世界发展	17	0.7%	10.68	4.6	11.6	11.6	0.50	0.50	0.48	4.5%	4.8%	4.9%
恒基地产	12	0.6%	39.35	5.7	13.5	10.9	0.57	0.58	0.56	4.0%	4.4%	4.5%
信和置业	83	0.4%	13.42	6.3	17.6	16.7	0.63	0.61	0.60	3.9%	4.0%	4.0%
恒隆地产	101	0.3%	15.30	8.5	13.9	14.8	0.50	0.50	0.49	4.9%	4.9%	5.0%
电讯		5.9%										
中国移动	941	5.3%	77.15	12.1	12.0	11.8	1.34	1.17	1.10	4.0%	4.0%	4.1%
中国联通	762	0.6%	9.22	135.4	30.6	17.6	0.80	0.68	0.65	0.6%	1.3%	2.1%
能源		7.5%										
中国海洋石油	883	3.1%	15.50	24.6	10.9	9.7	1.53	1.31	1.22	3.0%	4.4%	4.7%
中国石化	386	2.2%	7.84	16.3	10.4	10.4	1.16	0.98	0.95	7.3%	7.5%	7.5%
中国石油	857	1.5%	6.34	44.7	17.4	15.0	0.84	0.72	0.70	1.0%	3.2%	3.5%
中国神华	1088	0.7%	17.88	6.5	6.9	7.1	1.00	0.82	0.76	5.8%	6.1%	5.9%
公用		5.1%										
中电控股	2	1.9%	91.65	16.0	15.9	17.8	2.11	1.98	1.89	3.2%	3.3%	3.4%
香港中华煤气	3	1.6%	15.54	28.7	27.8	26.1	3.89	3.61	3.45	2.0%	2.3%	2.5%
电能实业	6	0.8%	54.50	14.0	14.7	14.6	1.39	1.40	1.38	5.1%	5.1%	5.2%
长江基建集团	1038	0.5%	62.00	15.1	14.6	13.7	1.54	1.40	1.34	3.8%	4.1%	4.3%
华润电力	836	0.3%	13.84	14.4	9.7	7.8	0.91	0.85	0.80	6.3%	6.4%	6.7%
综合类		3.9%										
长和	1	2.7%	90.20	9.9	9.0	8.2	0.79	0.74	0.70	3.2%	3.5%	3.8%
中信股份	267	0.8%	11.66	7.6	6.8	6.0	0.61	0.59	0.55	3.1%	3.4%	3.6%
太古股份	19	0.5%	85.75	4.6	17.0	9.8	0.48	0.50	0.49	2.4%	2.9%	3.7%
消费品		5.4%										
吉利汽车	175	0.9%	15.60	11.6	8.7	6.9	3.15	2.35	1.81	1.8%	2.6%	3.4%
石药集团	1093	0.8%	16.62	37.5	28.2	22.0	6.44	0.74	0.61	7.1%	9.4%	12.1%
申洲国际	2313	0.8%	100.40	35.2	28.3	23.5	6.33	5.05	4.38	1.3%	1.8%	2.2%
蒙牛乳业	2319	0.8%	26.05	43.8	29.1	22.5	3.81	3.14	2.78	0.5%	0.8%	1.1%
中国生物制药	1177	0.6%	7.30	37.3	27.9	22.5	3.99	4.53	3.72	0.7%	0.9%	1.0%
恒安国际	1044	0.6%	72.20	20.1	19.0	17.5	4.57	3.78	3.48	3.3%	3.5%	3.8%
万洲国际	288	0.5%	5.51	9.1	9.0	8.2	1.38	1.13	1.04	0.7%	0.7%	0.8%
中国旺旺	151	0.4%	6.59	23.1	20.6	19.0	4.97	3.95	3.55	0.0%	2.7%	2.9%
消费服务		2.3%										
银河娱乐	27	1.3%	49.65	20.4	15.8	14.4	3.52	3.28	2.81	0.0%	1.8%	2.0%
金沙中国	1928	1.0%	35.45	22.8	17.1	15.2	10.45	1.01	0.98	5.6%	6.0%	6.2%
工业		0.7%										
港铁公司	66	0.7%	41.20	14.9	24.0	21.9	1.47	1.44	1.41	2.7%	2.8%	2.9%
加权平均				11.4	11.4	10.3	1.35	1.26	1.17	3.6%	3.6%	3.9%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2018年9月30日

附录 3：恒生国企指数成份股估值

恒生国企指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率			市账率			股息率		
				去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测
金融		59.9%										
工商银行	1398	8.7%	5.72	6.1	5.9	5.4	0.85	0.79	0.72	4.8%	5.1%	5.6%
建设银行	939	9.6%	6.84	6.0	5.8	5.3	0.85	0.80	0.72	4.8%	5.2%	5.7%
中国平安	2318	11.0%	79.50	12.1	12.5	10.4	2.47	2.31	1.95	2.2%	2.5%	3.0%
中国银行	3988	7.3%	3.48	5.3	5.1	4.7	0.63	0.59	0.54	5.8%	6.1%	6.6%
中国人寿	2628	3.5%	17.78	12.2	11.0	9.1	1.36	1.27	1.16	2.6%	3.3%	3.9%
招商银行	3968	3.3%	31.80	9.3	8.8	7.7	1.51	1.37	1.21	3.0%	3.5%	4.0%
农业银行	1288	2.8%	3.84	5.6	5.5	5.2	0.74	0.73	0.67	5.3%	5.4%	5.8%
中国太保	2601	2.1%	30.20	14.6	12.5	7.9	1.73	1.59	1.44	3.0%	3.7%	4.6%
中国财险	2328	1.7%	9.24	9.1	8.2	7.3	1.31	1.22	1.09	2.8%	3.1%	3.4%
交通银行	3328	1.3%	5.87	5.5	5.5	5.1	0.63	0.58	0.54	5.5%	5.7%	6.1%
中信银行	998	1.3%	5.01	4.9	4.9	4.5	0.57	0.54	0.49	5.9%	5.9%	6.3%
民生银行	1988	1.0%	5.81	3.7	4.1	4.0	0.48	0.51	0.46	3.4%	3.5%	3.6%
海通证券	6837	0.6%	7.12	9.5	9.6	8.1	0.61	0.58	0.55	3.7%	3.1%	3.7%
邮储银行	1658	1.2%	4.93	7.3	6.4	5.6	0.91	0.82	0.73	3.4%	3.4%	4.1%
中信证券	6030	0.7%	13.92	12.4	12.5	11.0	0.99	0.93	0.88	3.3%	3.2%	3.6%
新华保险	1336	0.8%	37.55	12.9	11.5	9.9	1.56	1.47	1.31	1.6%	2.4%	2.8%
中国华融	2799	0.4%	1.44	5.3	4.0	3.0	0.41	0.37	0.34	13.4%	7.6%	9.8%
中国人民保险集团	1339	0.7%	3.52	7.5	7.4	6.8	0.90	0.87	0.77	1.3%	1.3%	1.6%
华泰证券	6886	0.5%	11.22	7.5	11.1	9.2	0.78	0.73	0.69	0.0%	3.6%	3.9%
中国信达	1359	0.5%	1.98	3.7	3.5	3.1	0.50	0.45	0.42	8.2%	7.3%	8.5%
广发证券	1776	0.4%	10.04	9.3	10.0	8.5	0.80	0.75	0.70	4.5%	3.3%	4.0%
中国银河	6881	0.3%	3.65	10.2	9.7	8.2	0.50	0.49	0.47	3.7%	2.9%	3.5%
众安在线	6060	0.3%	31.95	亏损	亏损	#N/A/N/A	2.41	2.42	2.45	0.0%	0.0%	0.0%
能源		13.5%										
中国石化	386	5.3%	7.84	12.7	10.4	10.3	1.16	1.12	1.08	7.3%	7.5%	7.5%
中国石油	857	3.5%	6.34	26.2	17.3	15.1	0.84	0.82	0.80	1.0%	3.2%	3.5%
中国神华	1088	1.6%	17.88	6.8	6.9	7.1	1.00	0.93	0.87	5.8%	6.1%	5.9%
中国海洋石油	883	3.2%	15.50	17.9	10.8	9.8	1.53	1.49	1.39	3.0%	4.4%	4.7%
地产建筑		5.0%										
中国交建	1800	0.9%	8.00	6.3	5.5	4.9	0.63	0.57	0.52	3.4%	3.6%	4.1%
海螺水泥	914	1.5%	47.25	9.9	8.4	8.3	2.30	2.02	1.75	2.9%	5.0%	5.3%
万科	2202	0.9%	25.90	8.4	7.2	5.9	1.86	1.61	1.36	4.0%	4.9%	6.1%
中国中铁	390	0.8%	7.76	9.0	8.3	7.4	1.02	0.94	0.85	1.7%	1.9%	2.1%
华润置地	1109	0.9%	27.40	7.5	7.6	6.5	1.60	1.37	1.22	3.1%	3.9%	4.6%
消费		6.4%										
比亚迪	1211	0.9%	56.20	54.5	35.7	27.7	2.67	2.30	2.14	0.3%	0.3%	0.4%
国药控股	1099	1.2%	38.30	17.9	16.9	14.9	2.56	2.29	2.07	1.7%	1.9%	2.1%
广汽集团	2238	0.7%	8.67	6.4	6.0	5.4	1.06	0.96	0.86	5.0%	5.2%	5.7%
长城汽车	2333	0.4%	4.99	6.4	5.9	5.7	0.78	0.73	0.66	3.9%	5.2%	5.6%
东风集团股份	489	0.6%	8.06	4.0	4.2	4.1	0.54	0.50	0.45	4.9%	4.3%	4.5%
中国国航	753	0.4%	7.56	12.3	14.5	9.6	1.08	1.04	0.95	1.7%	1.5%	2.3%
石药集团	1093	0.8%	16.62	31.1	27.9	21.8	6.44	5.77	4.81	0.9%	1.2%	1.5%
申洲国际	2313	0.9%	100.40	31.9	28.3	23.4	6.33	5.75	5.00	1.3%	1.8%	2.2%
恒安国际	1044	0.6%	72.20	19.6	19.2	17.6	4.57	4.31	3.96	3.3%	3.5%	3.8%
公用		2.0%										
华能国际	902	0.5%	5.15	26.3	15.9	10.6	0.83	0.78	0.75	2.2%	4.4%	6.8%
中广核电力	1816	0.5%	1.86	9.5	8.8	7.8	1.10	1.03	0.95	4.2%	4.0%	4.5%
中国燃气	384	0.4%	22.15	18.1	14.1	12.0	3.87	3.23	2.72	1.6%	2.1%	2.6%
粤海投资	270	0.5%	13.90	19.9	18.2	17.1	2.25	2.14	2.07	3.5%	4.0%	4.4%
工业		0.8%										
中国中车	1766	0.8%	7.15	16.2	14.6	12.4	1.41	1.37	1.28	2.4%	2.8%	3.3%
工业		0.8%										
中信股份	267	0.8%	11.66	8.0	6.8	6.1	0.61	0.59	0.55	3.1%	3.4%	3.6%
资讯科技及电讯		11.6%										
腾讯控股	700	4.8%	323.20	33.4	33.3	25.9	9.14	8.21	6.46	0.3%	0.3%	0.4%
中国移动	941	5.4%	77.15	11.8	12.0	11.9	1.34	1.33	1.26	4.0%	4.0%	4.1%
中国电信	728	1.3%	3.89	13.9	13.7	12.6	0.83	0.82	0.79	2.7%	3.0%	3.3%
加权平均				8.3	8.3	7.5	1.08	1.01	0.93	4.0%	4.1%	4.5%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 9 月 30 日

附录 4：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。

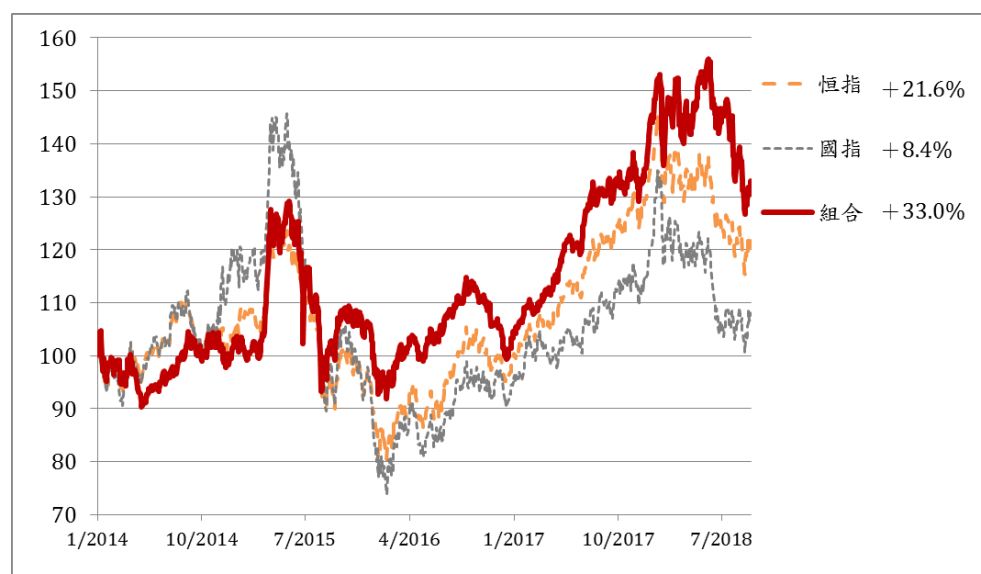
「短线」部份占模拟投资组合的比重较小（目标 0%至 50%），主要投资预期短期内较具上升动力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、传闻、技术指标等等所影响。此部分可能波动性较高，亦未必适合中长线投资。

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
長綫 (56.9%)	騰訊控股	700	科网	33.3	25.9	0.3	113.9	323.2	186.4%	11.3%
	領展房产基金	823	房产基金	28.7	25.9	3.2	46.04	77.05	80.9%	11.6%
	中国人寿	2628	保險	11.0	9.1	2.8	22.84	17.78	-20.0%	4.5%
	友邦保險	1299	保險	20.8	16.8	1.5	47.00	69.90	51.2%	8.2%
	瑞声科技	2018	科技	16.0	12.9	2.6	131.9	81.3	-38.1%	3.6%
	汇丰控股	5	銀行	12.3	11.6	5.8	74.92	69.20	-2.3%	6.3%
	中国银行	3988	銀行	5.1	4.7	6.0	3.84	3.48	1.6%	4.9%
	香港交易所	388	金融	29.8	26.5	2.9	208.0	224.0	10.8%	6.4%
短綫 (36.4%)	新天綠色能源	956	新能源	5.7	4.9	5.8	2.13	2.18	8.1%	6.7%
	睿見教育	6068	教育	23.4	17.8	1.9	4.80	4.13	-12.5%	4.6%
	中海物業	2669	物業管理	18.8	15.4	1.6	2.20	2.25	3.8%	5.4%
	神威藥業	2877	医药	13.0	10.6	2.4	8.49	10.70	29.2%	3.5%
	大家乐	341	餐飲	19.9	18.7	4.5	19.88	17.90	-5.0%	6.1%
	三一国际	631	机械	11.6	9.0	0.0	2.99	2.71	-7.1%	5.3%
	安踏體育	2020	服装	22.3	17.8	2.4	39.24	37.55	-3.0%	4.8%
現金 (6.7%)										6.7%
組合整体回报 (由2014年1月13日成立起计)									33.0%	
組合整体回报 (2018年度)									-3.0%	

数据来源：彭博、招银国际证券 (截至2018年9月28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9月28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之分析员，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。

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。