

5月港股策略报告

利率趋升，偏重金融股

- ❖ **美债息升至3厘，美元反弹。**美国十年期国债孳息，最近曾升穿3厘，主要反映通胀及加息预期升温。市场对债息上升的另一忧虑，是孳息曲线趋向平坦，美国十年期孳息与二年期孳息差距收窄至2008年金融海啸以来新低，开始引起衰退忧虑。另外，美国加息预期升温，加上首季经济增长胜预期，美元汇价升穿了近一年之下降轨，不利新兴市场。
- ❖ **中美贸易战变数仍大。**自从美国于3月下旬宣布将对部份中国商品征关税，环球经济及股市蒙上阴影，而4月下旬美国制裁中兴通讯及刑事调查华为，矛头直指中国的科技行业，令中国科技股沽压沉重。美国财长姆钦将于5月初与中国进行贸易对话，若谈判有成果，市场忧虑舒缓，股市不难反弹，但估计贸易战不会就此轻易解决，中港股市（尤其是科技股）料仍会较波动。
- ❖ **中资旧经济股季绩理想。**港股虽于4月份受多个负面因素打击，恒指仍能守住三万点大关，全月更录得升幅，实有赖旧经济股支撑，主要由于利率上升有利金融股，以及首季业绩良好。香港上市的中资股正陆续公布首季业绩，其中银行及资源股业绩较强。
- ❖ **技术分析：恒指三角形待变，国指率先突破。**美股再次考验200天平均线支持；MSCI新兴市场指数跌穿上升轨，走势疲弱；恒生指数1月底见顶后，形成三角形走势，有待突破；国企指数走势与恒指相若，但受惠近期内银及石油股强势，刚刚升穿三角形顶部；A股走势较港股弱，上证综指形成平底三角形。
- ❖ **投资策略：**港股经过4月份的相对平静后，现正处于待变的关键时刻。中美就贸易问题的对话能否取得成果，以及美国债息会否再急升，是短期内主导市场的两大因素。前景未明，策略上不宜太进取，可提高现金水平，等待大市确认方向。不过，港股目前估值偏低，下跌风险不大，不宜空仓，可精选行业，偏重受惠利率上升的金融股，暂避贸易战针对的科技股。
- ❖ **偏重金融石油股。**美国今年继续加息，估计香港银行今年稍后将开始加息，有利扩阔银行之净利差，本港大银行较受惠拆息上升。国际保险股之投资收益亦受惠利率上升。内银股于季绩确认盈利增速加快、坏帐率继续下跌、净利差扩阔。国际油价今年持续上升，创逾三年新高，受环球经济持续增长、石油输出国组织减产、中东局势紧张等因素推动。

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
汇丰控股	5 HK	78.70	15,813	14.0	5.1	3%
宏利金融	945 HK	148.70	2,949	9.4	3.8	16%
中银香港	2388 HK	40.85	4,319	13.2	3.7	5%
建设银行	939 HK	8.32	20,892	6.4	4.7	8.9%
中国石油	857 HK	5.79	16,572	16.1	3.3	143%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2018年4月30日

苏沛丰, CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	30,808
52周高/低位	33,484/24,359
大市3个月日均成交	1,275亿港元

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	+2.4%	+2.8%
3个月	-6.3%	-9.1%
6个月	+9.1%	+7.2%

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](#)[17年12月1日 -](#)[每逢回调吸纳领袖股](#)

经济及市场焦点

环球股市经过去年异常低波幅的上升后，今年波幅明显回升，继 2 月初出现小股灾后，3、4 月均曾急跌，但跌幅已不及 2 月那次，整体波幅逐步回落，近日重现窄幅上落的局面，主要因为市场同时出现好消息及坏消息，好淡双方角力。以下探讨短期内影响股市的几个主要因素，包括通胀、利率、汇率、企业盈利及贸易战。

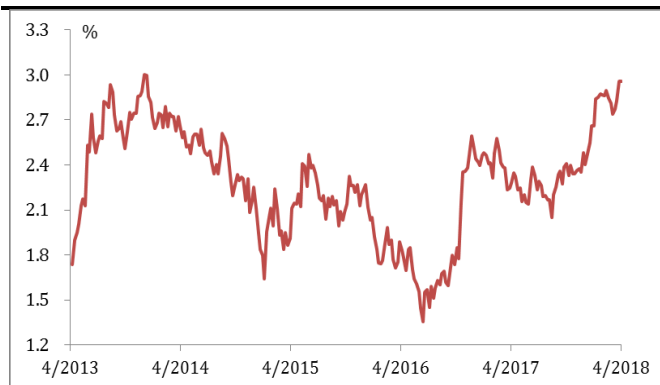
美国债息升至 3 厘

美国十年期国债孳息，最近曾升穿 3 厘（图 1），主要反映通胀及加息预期升温。2 月初的环球小股灾，触发点正是债息急升（升穿 2.8 厘）。现时债息升至心理关口 3 厘，伴随的是市场预期联储局加息步伐加快。利率期货显示，市场预期联储局今年总共加息四次合共 1 厘的机会上升。

债息升，其实未必不利股市。如果债息升是因为经济强劲，债息有序缓升，资金倾向流向股市追求更高回报。但假如债息升是因为通胀过高，或债息升势过急，令企业成本上升甚至出现违约，则股市料受压。

现时较接近哪种情况？大概是介乎两者之间：美国经济增长即将踏入第十年，是史上第二长扩张期，但今年首季 GDP 年度化环比增长仍达 2.3%，未有明显放缓迹象。但另一方面，通胀压力的确日益上升，油价于过去一年多累升约一倍，失业率跌至 4.1%，工资增长加快，而实质工资同比增速一般领先通胀约 9-12 个月（图 2），可预期未来一年通胀继续升温，联储局加息压力增加。

图 1：美国十年期国债孳息曾升穿 3 厘



资料来源：彭博、招银国际研究

图 2：工资增速加快预示通胀升温



资料来源：彭博、招银国际研究

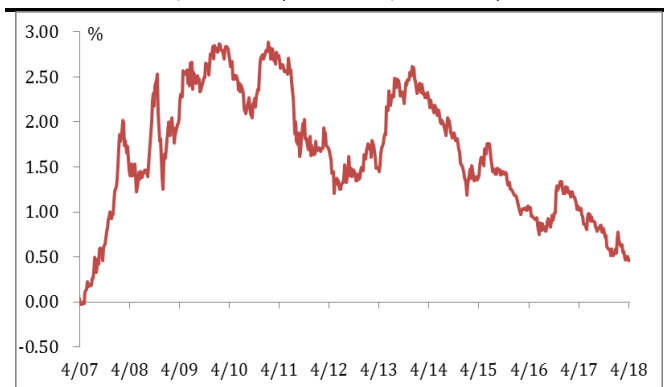
市场对债息上升的另一忧虑，是孳息曲线趋向平坦。随着联储局加息步伐预期加快，美国二年期债息升幅比十年期更大，令十年期孳息与二年期孳息差距收窄至 0.464 个百分点（图 3），创 2008 年金融海啸以来新低。美国出现经济衰退前，孳息曲线往往逆转（二年期孳息高于十年期孳息），因此曲线趋向平坦，已开始引起衰退忧虑。

不过，现时担忧衰退可说之过早，一来十年与二年孳息仍有一段距离，二来若参考最近五次经济衰退，孳息曲线出现逆转的时间差距颇大，平均于衰退前约一年半已出现。

美债长期牛市告终

债息上升对股市的影响，如上所述，有利有弊，却直接反映债市表现。美国国债孳息三十年来反复下跌，形成的长期下降通道，现已被升穿（图 4），可判断为债券牛市已死。

图 3：美国十年期国债孳息减二年期国债孳息



资料来源：彭博、招银国际研究

图 4：美国十年期国债孳息三十年跌势告终

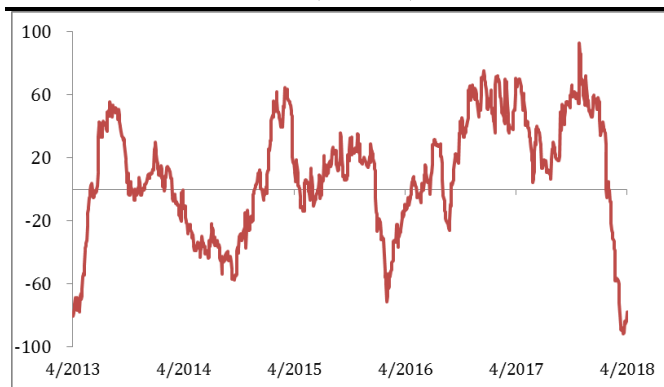


资料来源：彭博、招银国际研究

美元反弹

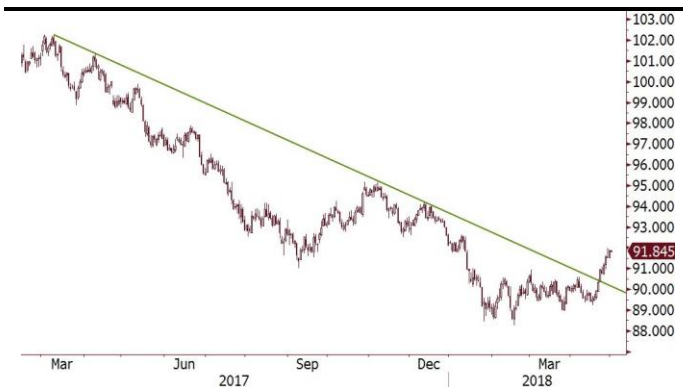
美国首季经济增长胜预期，通胀及加息预期亦升温，但欧元区近月之经济数据逊预期，经济惊喜指数由半年前 90 以上，一度急跌至 90 以下（图 5），反映数据由远胜市场预期变成远逊预期。欧洲央行于 4 月底之议息会议亦未就何时结束买债和加息提供明确方向，欧元汇价受压。此消彼长，美元汇价升穿了近一年之下降轨（图 6），尤其不利新兴市场。

图 5：花旗经济惊喜指数（欧元区）



资料来源：彭博、招银国际研究

图 6：美汇指数反弹



资料来源：彭博、招银国际研究

美股首季盈利强劲，市场忧无以为继

美股正值首季业绩期，业绩相当强劲，但股市竟然原地踏步，主要是投资者对盈利前景看法审慎。根据 Factset，截至 4 月 27 日，标普 500 指数成份股当中，53% 公司已公布业绩，其中 79% 的每股盈利胜市场预期，15% 逊预期。79% 的胜预期比率，是 2008 年第三季有统计以来最高。整体盈利较预期高 9.1%，是 2010 年第四季以来最大幅度惊喜。不过，市场担心首季盈利增长部份来自税务优惠，以及通胀上升将令企业成本增加，未来盈利增长或会放缓。

中美贸易战变数仍大

自从美国于 3 月下旬宣布将对部份中国进口商品开征关税，环球经济及股市蒙上阴影，而 4 月下旬美国制裁中兴通讯(763 HK)，以及刑事调查华为，矛头直指中国的科技行业，令中国科技股沽压沉重。美国财长姆钦将于 5 月初与中国进行贸易对话，若谈判有成果，市场对贸易战忧虑舒缓，股市不难反弹，但估计贸易战不会就此轻易解决，难免继续扰攘一段时间，中港股市（尤其是科技股）料仍会较波动。

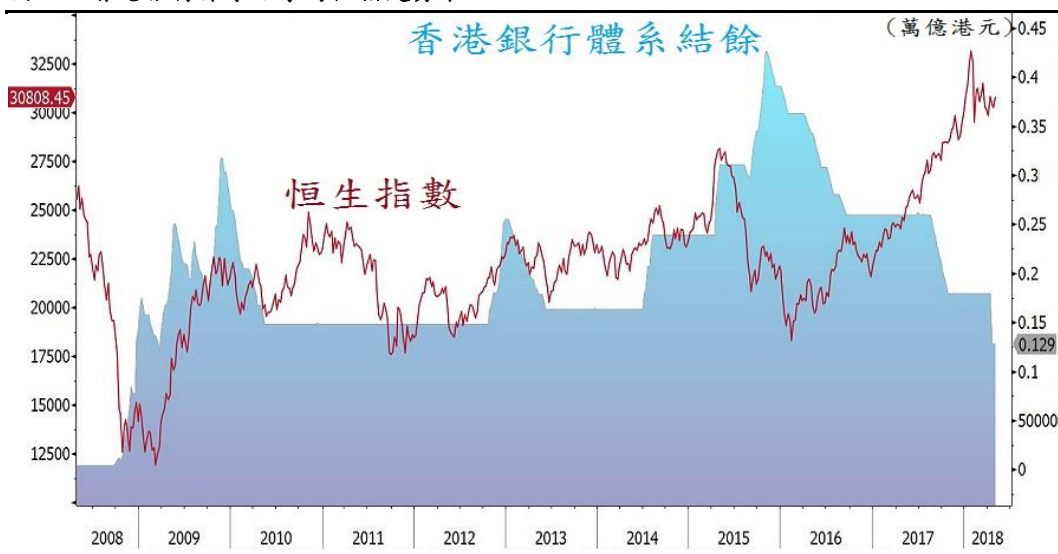
港元弱勢不足為懼

香港實行聯匯制度，美元兌港元維持於 7.75-7.85 的區間。美國於 2015 年 12 月進入加息周期，至今共加息 6 次合共 1.5 厘，但香港的商業銀行一直未有跟隨加息，港元銀行同業拆息（HIBOR）亦較倫敦銀行同業拆息低（LIBOR）。美國利率較香港高，引發沽港元、買美元的套息交易，港元匯價於 4 月中觸及 7.85 的弱方保證，香港金融管理局入市買港元以支持匯價，銀行體系結餘因而減少約 500 億港元，至 1,290 億，引起“資金外流”的忧虑。

其實銀行體系結餘之升跌，受多個因素影響，與港股獲得資金流入或流出無必然關係。例如 2015 年下半年銀行結餘急升，恒指却急跌。相反，2016-2017 年銀行結餘大幅回落近六成，恒指却升逾六成（圖 7）。

聯儲局很可能於 6 月再次加息，若本港銀行仍不跟隨，料港元匯價繼續偏向弱方保證，金管局仍需入市，銀行結餘繼續減少，直至下半年香港銀行開始加息。由於本港利率處於極低水平，就算未來一年加息一厘，利率仍低，相信對經濟及股市影響不大。

圖 7：香港銀行體系結餘與恒指走勢未必一致



資料來源：彭博、招銀國際研究

中資旧经济股季绩理想

港股雖於 4 月份受上述多個負面因素打擊，恒指仍能守住三萬點大關，全月更录得升幅，實有賴“旧经济股”支撐，主要由於利率上升有利金融股，以及首季業績良好。

香港上市的中資股正陸續公布首季業績，其中銀行及資源股業績較強。例如中銀香港(2388 HK)首季淨利差擴闊，減值準備前之經營溢利同比增長 21%；內銀股普遍录得盈利增速加快、淨利差擴闊、不良貸款比率下降；石油、鋼鐵、水泥等資源股盈利大增。

恒指季检，石药成染蓝大热

恒生指數公司將於 5 月 4 日收市后公布季度检讨结果，恒指成份股或会有变动。50 只蓝筹股之中，联想集团(992 HK)之市值（过去 12 个月之月底平均，下同）最低，仅 520 亿港元，而且财务表现较波动，16 年度录得亏损、18 年度中期盈利倒退，较大机会被剔出恒指。

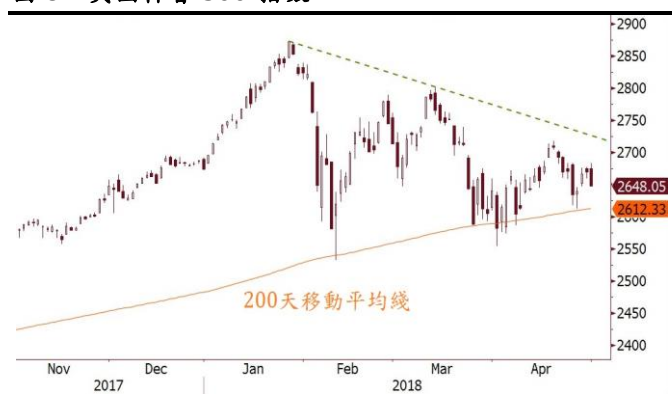
估计石药集团(1093 HK)、中国生物制药(1177 HK)、安踏体育(2020 HK)及申洲国际(2313 HK)均有均机晋身蓝筹股之列，此四股市值接近，介乎 755 亿至 974 亿港元。恒指现时并无医药股或体育服装股，此四股可令恒指的行业更多元化。其中石药之流通市值及日均成交额均高于其他三股，因此“染蓝”呼声最高。

技术分析

美股再试支持，新兴股市失守升轨

- 美股标普 500 指数今年已三度考验 200 天均线支持，近日波幅收窄，方向未明，有待升破下降轨阻力约 2,720，才能确认转强。相反，若失守 200 天线 2,612，就恐怕有更深回调（图 8）。
- MSCI 新兴市场指数过去一年沿上升轨攀升，但于 3 月底失守，4 月一度反弹，却未能重返升轨之上，走势疲弱。须同时升穿短期下降轨及重回上升轨，才确认摆脱弱势（图 9）。

图 8：美国标普 500 指数



资料来源：彭博、招银国际研究

图 9：MSCI 新兴市场指数



资料来源：彭博、招银国际研究

恒指酝酿突破，国指率先转强

- 恒生指数 1 月底见顶后，形成三角形走势，于 4 月最后交易日急升，正挑战三角形顶部阻力，若突破，月内料上试 32,000 关口。下方支持于三角形底部约 29,750，若跌穿，则料下试年内低位 29,129（图 10）。
- 国企指数走势与恒指相若，但受惠近期内银及石油股强势，刚于 4 月最后交易日向上突破，升穿三角形顶部，若企稳其上，料月内上试 12,850-13,000（图 11）。

图 10：恒生指数日线图（6 个月）



资料来源：彭博、招银国际研究

图 11：恒生国企指数日线图（6 个月）



上证处关键支持位

- A 股今年以来走势较港股弱，上证综指形成平底三角形，近两周跌穿 2 月份低位，三度于 3,050 水平获支持。三角形走势已届尾声，突破在即，估计向上机会较高，但 3 月上旬的横行区 3,230-3,330 料有不少阻力（图 12）。

图 12：上证综指周线图（6 个月）



投资策略及焦点股份

港股经过 4 月份的相对平静后，现正处于待变的关键时刻。中美就贸易问题的对话能否取得成果，以及美国债息会否再急升，是短期内主导市场的两大因素。前景未明，策略上不宜太进取，可提高现金水平，等待大市确认方向。不过，港股目前估值偏低，今年恒指预测市盈率 11.9 倍，国指 7.8 倍，下跌风险不大，不宜空仓，可慎选行业，偏重受惠利率上升的金融股，暂避贸易战针对的科技股。另外，权重金融股汇丰控股(5 HK)及友邦保险(1299 HK)将于 5 月 4 日公布首季业绩，可能带动金融股进一步走高。A 股将于 6 月正式获纳入 MSCI 指数，5 月中下旬或会偷步炒作 A 股及中资金融股。

金融股受惠加息

汇丰业务遍布全球，其中亚太区（尤其香港）为近年主要盈利来源。美国今年继续加息，估计香港银行今年稍后将开始加息，有利扩阔银行之净利差。汇丰派息政策稳定，一般不会减少每股派息，现时股息率约 5.1 厘，防守力强。另外，汇丰于 16 年中、17 年初及 17 年中分别推出 25 亿美元、10 亿美元及 20 亿美元的股份回购计划。集团行政总裁早前指出，已完成发行额外一级资本债券，达到监管要求，随时可再推回购，有望支持股价。

中银香港(2388 HK)身为香港大型银行之一，较受惠近月银行同业拆息上升。公司首季净利差扩阔，减值准备前之经营溢利同比增长 21%。母公司中国银行(3988 HK)正陆续将东盟地区资产注入中银香港，去年已完成泰国、印尼、柬埔寨业务的交割，料今年完成菲律宾及越南业务的交割，市场憧憬将再注入新加坡及其他东南亚业务，相信将有助推动中银香港之盈利增长，长远更可把握“一带一路”、人民币国际化及东盟地区的发展机遇。

宏利金融(945 HK)是加拿大最大保险集团。业务偏重于北美洲，较直接受惠美国加息。投资收益受惠利率上升。目前估值不高，本年预测市盈率 9.4 倍，低于五年平均 11.9 倍，预测股息率 3.8 厘，高于五年高均 3.2 厘。

内银估值可获上调

内银股于 3 月底公布的年度业绩，显示行业盈利增速加快、坏帐率继续下跌、净利差扩张，而刚公布的今年首季业绩，进一步确认此几个趋势，有利估值进一步向上重估。今年内地流动性稍为偏紧，加上人行可能调高商业银行存款利率浮动上限，估计小型银行之资金成本上升压力较大，大型银行股如建设银行(939 HK)料跑赢。

石油股受惠高油价

国际油价今年持续上升，创逾三年新高，受环球经济持续增长、石油输出国组织减产、中东局势紧张等因素推动。中国石油(857 HK)今年首季盈利达 102 亿元人民币，同比升 78%，环比升 87%。股价于去年几乎没升跌，远远跑输大市，今年以来亦跑输同业中石化(386 HK)及中海油(883 HK)。

图 13：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
汇丰控股	5 HK	78.70	15,813	14.0	1.19	8.2	5.1	3%
宏利金融	945 HK	148.70	2,949	9.4	1.16	12.4	3.8	16%
中银香港	2388 HK	40.85	4,319	13.2	1.65	13.0	3.7	5%
建设银行	939 HK	8.32	20,892	6.4	0.89	14.3	4.7	8.9%
中国石油	857 HK	5.79	16,572	16.1	0.70	4.3	3.3	143%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 4 月 30 日

附录 1：5 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
2	中国	5 月财新制造业采购经理人指数	50.9	51.0
3	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—
4	香港	恒生指数季度检讨结果	—	—
	美国	4 月失业率	4.0%	4.1%
	美国	4 月平均时薪(同比)	2.7%	2.7%
	美国	4 月非农就业人口变动	191,000	103,000
7	中国	4 月外汇储备(美元)	31,310 亿	31,428 亿
8	中国	4 月出口(美元, 同比)	9.8%	-2.7%
	中国	4 月进口(美元, 同比)	—	14.4%
10	中国	4 月消费者物价指数(同比)	1.9%	2.1%
	中国	4 月生产者物价指数(同比)	3.4%	3.1%
	英国	英伦银行议息结果	—	—
	美国	4 月核心消费者物价指数(同比)	2.2%	2.1%
10-15	中国	4 月 M2 货币供应(同比)	8.5%	8.2%
	中国	4 月新增人民币贷款	—	11,200 亿
15	中国	4 月零售销售(同比)	—	10.1%
	中国	4 月工业生产(同比)	—	6.0%
	中国	1-4 月固定资产投资农村除外(同比)	—	7.5%
24	美国	联储局公开市场委员会 5 月会议纪要	—	—
31	中国	5 月官方制造业采购经理人指数	—	51.4
	美国	联储局褐皮书	—	—

资料来源：彭博

注：以上为香港时间

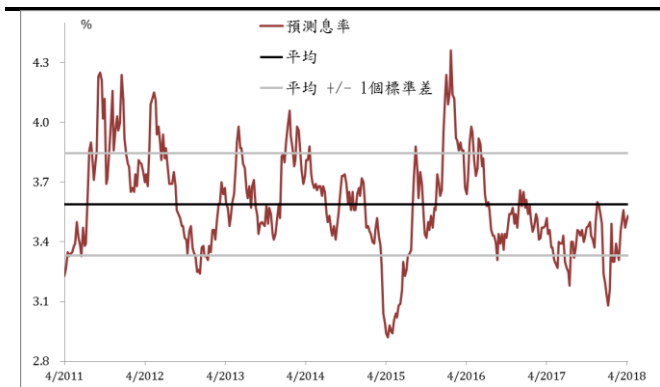
附录 2：市场估值及重要指标

图 14：恒生指数预测市盈率



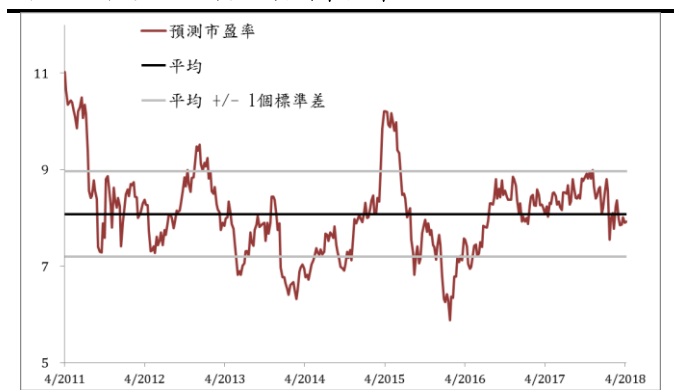
资料来源：彭博、招银国际研究

图 15：恒生指数预测股息率



资料来源：彭博、招银国际研究

图 16：恒生国企指数预测市盈率



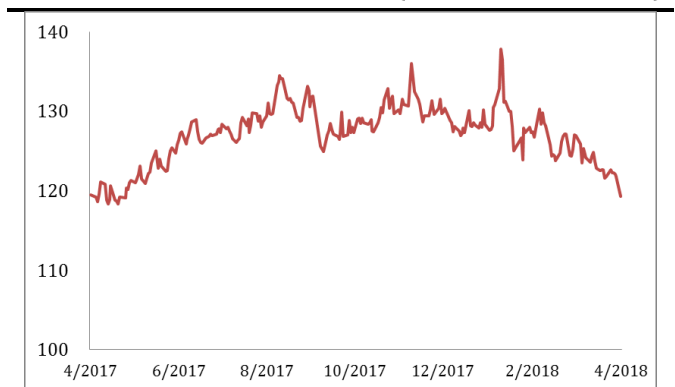
资料来源：彭博、招银国际研究

图 17：恒生国企指数预测股息率



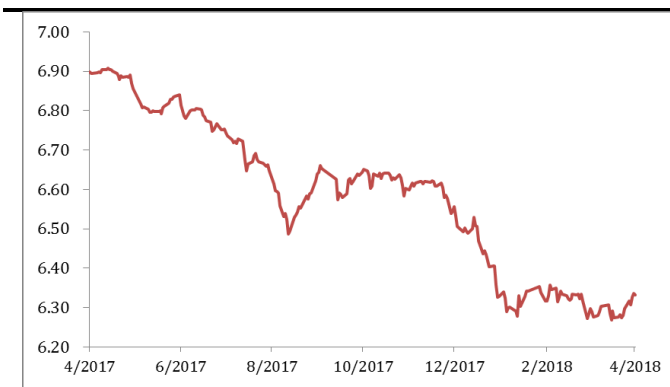
资料来源：彭博、招银国际研究

图 18：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 19：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		49.6%										
汇丰控股	5	10.0%	78.70	18.7	14.0	13.0	1.21	1.19	1.16	5.1%	5.1%	5.2%
友邦保险	1299	8.9%	70.70	17.8	18.8	16.6	2.59	2.39	2.18	1.4%	1.7%	1.9%
建设银行	939	8.3%	8.32	6.9	6.4	5.8	0.95	0.89	0.80	4.3%	4.7%	5.2%
工商银行	1398	5.4%	6.98	7.0	6.6	6.0	0.96	0.88	0.79	4.3%	4.6%	5.0%
中国平安	2318	4.2%	77.55	12.8	11.6	9.8	2.28	2.10	1.81	2.4%	2.6%	3.0%
中国银行	3988	3.6%	4.30	5.9	5.7	5.2	0.73	0.66	0.61	5.1%	5.4%	5.9%
香港交易所	388	3.2%	257.2	43.1	32.8	28.4	8.56	8.13	7.72	2.1%	2.8%	3.2%
中国人寿	2628	1.7%	22.50	15.9	12.6	11.0	1.60	1.44	1.31	2.2%	2.7%	3.2%
恒生银行	11	1.6%	199.6	19.1	17.6	15.8	2.63	2.43	2.30	3.4%	3.7%	4.1%
中银香港	2388	1.6%	40.85	13.9	13.2	11.9	1.78	1.65	1.54	3.2%	3.7%	4.1%
交通银行	3328	0.6%	6.46	5.5	5.4	5.1	0.64	0.58	0.53	5.5%	5.5%	5.9%
东亚银行	23	0.5%	34.60	10.4	17.3	15.6	1.07	1.01	0.97	3.7%	2.7%	2.9%
资讯科技		11.0%										
腾讯控股	700	8.9%	391.0	41.9	35.0	26.7	11.70	8.86	6.85	0.2%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.9%	114.3	21.2	16.1	12.8	6.42	5.01	3.98	1.8%	2.4%	2.9%
舜宇光学科技	2382	1.0%	130.1	39.7	28.3	20.8	15.38	10.54	7.52	0.6%	0.9%	1.2%
联想集团	992	0.3%	3.75	10.7	-39.0	9.8	1.72	1.55	1.44	7.1%	4.8%	5.2%
地产		11.2%										
长江实业	1113	1.8%	68.05	8.4	10.8	10.0	0.86	0.79	0.76	2.5%	2.8%	3.1%
新鸿基地产	16	1.7%	126.8	8.8	12.3	11.4	0.70	0.71	0.68	3.2%	3.5%	3.8%
领展房产基金	823	1.6%	69.60	8.4	27.8	26.6	1.04	1.04	1.02	3.3%	3.6%	3.8%
中国海外发展	688	1.1%	26.55	7.1	7.2	6.1	1.09	0.98	0.86	3.0%	3.5%	4.2%
碧桂园	2007	1.3%	16.22	10.9	8.4	6.2	2.97	2.83	2.22	3.1%	4.1%	5.3%
九龙仓置业	1997	0.7%	59.00	10.4	19.8	19.3	0.86	0.85	0.84	1.6%	3.3%	3.4%
华润置地	1109	0.9%	29.75	9.0	8.5	7.2	1.44	1.28	1.13	3.3%	4.0%	4.8%
新世界发展	17	0.7%	11.60	14.5	15.7	13.5	0.57	0.49	0.47	4.0%	4.1%	4.2%
恒基地产	12	0.6%	50.05	6.6	16.3	13.4	0.68	0.68	0.66	3.4%	3.5%	3.6%
信和置业	83	0.4%	13.58	12.1	16.5	17.8	0.62	0.63	0.63	3.9%	6.7%	4.1%
恒隆地产	101	0.4%	18.64	10.3	17.4	18.1	0.62	0.61	0.61	4.0%	4.0%	4.1%
电讯		5.7%										
中国移动	941	4.8%	75.20	10.9	10.6	10.3	1.26	1.19	1.12	4.5%	4.7%	4.7%
中国联通	762	0.9%	11.18	151.0	32.3	20.5	0.91	0.86	0.83	0.6%	1.3%	2.2%
能源		6.4%										
中国海洋石油	883	2.4%	13.16	19.2	9.8	9.9	1.25	1.18	1.12	3.9%	5.1%	5.1%
中国石化	386	2.0%	7.67	14.6	11.1	11.0	1.01	1.01	0.98	8.1%	7.0%	6.9%
中国石油	857	1.3%	5.79	37.5	16.7	15.9	0.71	0.70	0.69	1.2%	3.3%	3.5%
中国神华	1088	0.7%	19.46	6.5	6.8	7.0	0.98	0.94	0.87	5.8%	5.7%	5.6%
公用		4.6%										
中电控股	2	1.6%	81.50	14.2	14.7	16.5	1.89	1.80	1.72	3.6%	3.7%	3.7%
香港中华煤气	3	1.4%	16.44	27.6	28.4	26.8	3.80	3.66	3.47	2.1%	2.2%	2.4%
电能实业	6	0.8%	58.45	15.0	15.8	16.0	1.31	1.35	1.32	4.8%	4.8%	4.9%
长江基建集团	1038	0.4%	62.10	15.1	14.0	13.3	1.51	1.37	1.31	3.8%	4.1%	4.3%
华润电力	836	0.3%	15.12	15.7	10.5	9.0	0.97	0.94	0.89	5.8%	5.8%	5.8%
综合类		3.8%										
长和	1	2.6%	93.10	10.2	9.2	8.7	0.84	0.77	0.72	3.1%	3.3%	3.5%
中信股份	267	0.7%	12.04	7.9	7.3	6.4	0.64	0.60	0.56	3.0%	3.1%	3.2%
太古股份	19	0.4%	78.00	4.2	15.7	13.0	0.46	0.46	0.45	2.7%	3.2%	3.8%
消费品		3.6%										
吉利汽车	175	1.2%	21.00	14.3	11.1	8.6	4.37	3.36	2.59	1.4%	1.9%	2.6%
万洲国际	288	0.8%	8.19	13.5	11.9	10.9	2.06	1.88	1.70	3.3%	3.7%	4.0%
蒙牛乳业	2319	0.7%	25.50	39.5	24.7	19.6	3.58	3.20	2.86	0.6%	1.0%	1.3%
恒安国际	1044	0.5%	70.00	18.0	16.9	15.4	4.23	3.89	3.58	3.7%	3.9%	4.2%
中国旺旺	151	0.5%	6.97	19.9	22.1	20.6	5.40	5.07	4.58	2.2%	2.3%	2.4%
消费服务		3.7%										
银河娱乐	27	1.7%	69.40	28.5	23.6	21.3	5.39	4.63	3.99	0.0%	1.2%	1.4%
金沙中国	1928	1.2%	45.75	29.4	22.7	19.7	10.37	10.30	9.67	4.4%	4.5%	4.7%
港铁公司	66	0.8%	44.25	15.8	25.1	23.3	1.60	1.61	1.57	2.5%	2.6%	2.7%
工业		0.3%										
招商局港口	144	0.3%	17.66	9.6	9.4	9.6	0.79	0.73	0.70	4.6%	5.8%	4.5%
加权平均				12.5	11.9	10.7	1.62	0.40	0.37	3.4%	3.5%	3.7%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 4 月 30 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%	6.98	7.0	6.6	6.0	0.96	0.88	0.79	4.3%	4.6%	5.0%
建設銀行	939	10.2%	8.32	6.8	6.4	5.8	0.95	0.89	0.80	4.3%	4.7%	5.2%
中國平安	2318	9.3%	77.55	12.1	11.6	9.8	2.28	2.10	1.81	2.4%	2.6%	3.0%
中國銀行	3988	9.7%	4.30	6.1	5.7	5.2	0.73	0.66	0.61	5.1%	5.4%	5.9%
中國人壽	2628	4.8%	22.50	16.0	12.6	10.7	1.60	1.44	1.31	2.2%	2.7%	3.2%
招商銀行	3968	3.9%	34.60	9.6	8.8	7.7	1.52	1.37	1.21	3.0%	3.5%	4.0%
農業銀行	1288	3.5%	4.46	6.1	5.8	5.4	0.85	0.77	0.70	5.0%	5.3%	5.8%
中國太保	2601	2.6%	34.95	17.4	12.8	10.9	1.86	1.67	1.52	2.8%	3.6%	4.3%
中國財險	2328	1.9%	14.18	8.6	7.4	6.8	1.27	1.10	0.97	3.0%	3.3%	3.6%
交通銀行	3328	1.6%	6.46	5.4	5.5	5.1	0.64	0.58	0.53	5.5%	5.5%	5.9%
中信銀行	998	1.6%	5.66	5.1	5.0	4.7	0.60	0.54	0.50	5.7%	5.3%	5.7%
民生銀行	1988	1.3%	7.40	4.4	4.3	4.1	0.58	0.53	0.48	4.8%	3.8%	4.0%
海通證券	6837	1.0%	10.80	11.6	10.3	9.0	0.85	0.79	0.74	2.6%	3.0%	3.5%
郵儲銀行	1658	1.2%	5.42	7.4	6.8	6.0	0.93	0.82	0.74	3.4%	3.2%	3.6%
中信證券	6030	1.1%	19.36	16.2	14.6	12.6	1.25	1.19	1.13	2.6%	2.5%	2.8%
新華保險	1336	0.9%	36.95	17.3	11.4	9.7	1.46	1.30	1.18	1.7%	2.2%	2.5%
中國人民保險集團	1339	0.8%	3.73	7.9	7.0	6.5	0.93	0.79	0.69	1.3%	1.1%	1.3%
華泰證券	6886	0.7%	16.02	10.0	11.6	9.9	1.06	0.96	0.90	3.9%	3.3%	3.8%
中國信達	1359	0.7%	2.82	4.8	4.4	3.9	0.58	0.57	0.52	6.2%	6.5%	7.6%
廣發證券	1776	0.6%	13.94	10.0	9.2	8.1	1.01	0.94	0.87	3.6%	3.8%	4.3%
中國銀河	6881	0.5%	5.20	10.6	9.1	8.4	0.66	0.63	0.59	2.9%	3.4%	3.7%
能源		11.8%										
中國石化	386	5.6%	7.67	14.1	10.9	10.8	1.01	1.01	0.98	8.1%	7.0%	6.9%
中國石油	857	3.5%	5.79	29.6	16.1	15.2	0.71	0.70	0.69	1.2%	3.3%	3.5%
中國神華	1088	1.9%	19.46	6.6	6.8	7.0	0.98	0.94	0.87	5.8%	5.7%	5.6%
中國海洋石油	883	0.9%	13.16	19.4	9.7	10.0	1.25	1.18	1.12	3.9%	5.1%	5.1%
地產建築		5.1%										
中國交建	1800	1.1%	9.10	6.7	5.8	5.0	0.66	0.60	0.55	3.3%	3.4%	3.9%
海螺水泥	914	1.7%	49.40	13.3	10.0	9.9	2.37	2.05	1.82	3.0%	4.2%	4.4%
萬科	2202	1.2%	32.70	10.4	8.3	6.8	2.20	1.87	1.58	3.4%	4.4%	5.4%
中國中鐵	390	0.7%	6.31	7.5	6.8	5.9	0.81	0.72	0.66	2.2%	2.3%	2.6%
華潤置地	1109	0.3%	29.75	9.0	8.5	7.2	1.44	1.28	1.13	3.3%	4.0%	4.8%
消費		5.8%										
比亞迪	1211	1.0%	55.15	37.2	22.3	17.5	2.37	1.98	1.80	0.3%	0.8%	1.0%
國藥控股	1099	1.1%	33.10	14.0	13.2	11.6	2.10	1.81	1.69	2.1%	2.3%	2.7%
廣汽集團	2238	0.9%	14.50	6.9	6.2	5.5	1.23	1.08	0.94	4.5%	4.9%	5.6%
長城汽車	2333	0.7%	8.23	12.0	7.9	7.0	1.23	1.10	0.98	2.6%	3.8%	4.4%
東風集團股份	489	0.7%	8.73	4.3	4.4	4.2	0.56	0.50	0.45	3.5%	4.4%	4.7%
中國國航	753	0.6%	10.48	15.7	13.1	10.2	1.43	1.29	1.15	1.4%	1.6%	2.1%
石藥集團	1093	0.4%	20.20	44.4	34.9	27.9	8.23	7.36	6.52	0.7%	1.0%	1.2%
申洲國際	2313	0.2%	86.20	27.0	22.7	19.0	5.33	4.52	3.99	1.7%	2.2%	2.7%
恒安國際	1044	0.2%	70.00	17.9	16.7	15.3	4.23	3.89	3.58	3.7%	3.9%	4.2%
公用		1.6%										
華能國際	902	0.6%	5.22	39.0	14.3	10.4	0.78	0.74	0.72	2.4%	4.4%	6.2%
中廣核電力	1816	0.7%	2.15	8.3	9.2	8.3	1.20	1.12	1.03	3.9%	3.7%	4.2%
中國燃氣	384	0.2%	28.00	23.7	22.7	18.8	5.82	5.61	4.66	0.9%	1.3%	1.6%
粵海投資	270	0.1%	12.22	13.8	16.1	15.4	1.99	1.94	1.89	4.0%	4.6%	5.0%
工業		1.8%										
中國中車	1766	0.9%	6.98	14.9	12.9	11.2	1.26	1.24	1.16	6.4%	3.2%	3.7%
中車時代電氣	3898	0.7%	41.85	16.4	13.2	11.6	2.19	1.99	1.74	1.3%	1.5%	1.7%
中信股份	267	0.3%	12.04	8.0	7.3	6.6	0.64	0.60	0.56	3.0%	3.1%	3.2%
資訊科技及電訊		5.0%										
騰訊控股	700	1.8%	391.00	41.5	35.1	26.6	11.70	8.86	6.85	0.2%	0.3%	0.4%
中國移動	941	1.7%	75.20	10.9	10.7	10.4	1.26	1.19	1.12	4.5%	4.7%	4.7%
中國電信	728	1.4%	3.84	13.8	12.2	11.0	0.77	0.73	0.70	3.0%	3.4%	3.7%
加權平均				9.6	7.8	7.1	1.06	1.96	1.80	3.4%	4.0%	4.4%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 4 月 30 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。

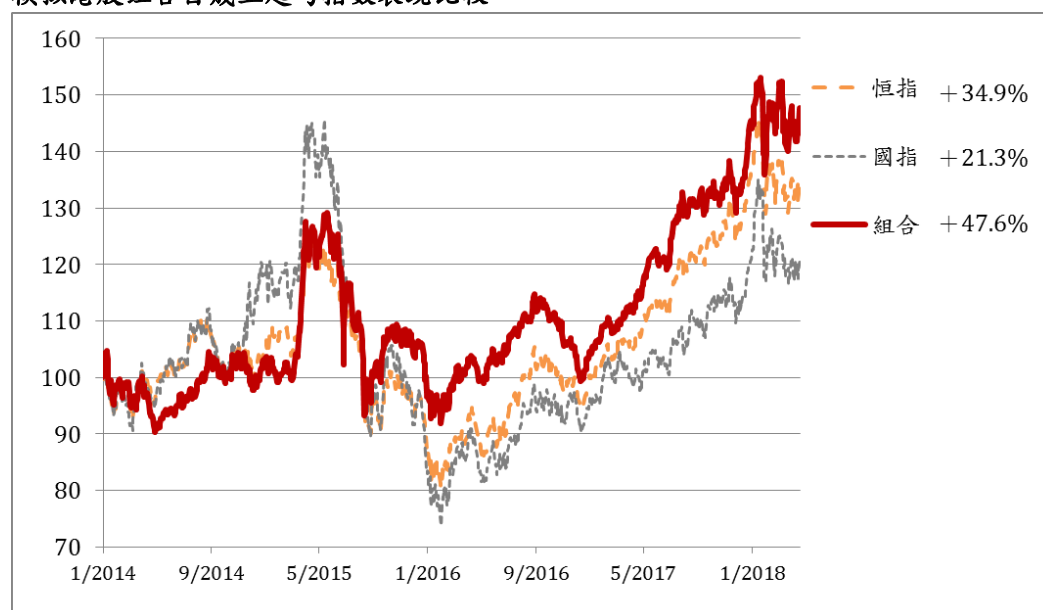
「短线」部份占模拟投资组合的比重较小（目标 0%至 50%），主要投资预期短期内较具上升动力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、传闻、技术指标等等所影响。此部分可能波动性较高，亦未必适合中长线投资。

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 (51.6%)	腾讯控股	700 科网	35.2	26.6	0.2	113.9	391.0	245.2%	12.3%
	领展房产基金	823 房产基金	28.1	26.6	3.4	46.04	69.60	62.0%	9.4%
	新华保险	1336 保险	11.4	9.7	1.7	35.32	36.95	7.1%	4.6%
	友邦保险	1299 保险	19.2	17.0	1.4	47.00	70.70	52.3%	7.5%
	长实地产	1113 地产	10.9	9.8	2.5	52.83	68.05	31.8%	5.8%
	汇丰控股	5 金融	14.0	13.2	5.1	74.92	78.70	6.1%	6.5%
	中国银行	3988 银行	5.7	5.3	5.1	3.84	4.30	17.4%	5.5%
短线 (46.2%)	锦江酒店	2006 消费服务	21.0	16.2	3.0	2.63	3.27	24.2%	6.6%
	中国海外宏洋	81 地产	5.2	4.0	1.7	4.77	3.45	-27.7%	5.4%
	香港交易所	388 金融	32.8	28.7	2.1	208.0	257.2	23.7%	6.6%
	新天绿色能源	956 新能源	7.1	6.1	4.8	2.13	2.64	23.8%	7.3%
	睿见教育	6068 教育	28.3	21.6	1.4	4.80	5.66	18.6%	5.6%
	中海物业	2669 物业管理	19.3	16.0	1.3	2.20	2.37	7.6%	5.1%
	神威药业	2877 医药	17.9	14.7	0.8	8.49	16.18	90.6%	9.5%
现金 (2.3%)									2.3%
组合整体回报 (由2014年1月13日成立起计)								47.6%	
组合整体回报 (2018年度)								7.6%	

数据来源：彭博、招银国际证券 (截至2018年4月30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4月30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責任。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。