

## 8月港股策略報告

### 板塊輪動，新不如舊

- ❖ **貿易戰：沒有新消息就是好消息。**近日中美雙方均無進一步行動，雖然未有再作談判以尋求和解，但幸好中國暫無再作報復，美國亦沒再加碼出招。近一個半月港股及人民幣的弱勢，相信已反映了已公布的關稅措施，只要短期內沒有新的壞消息，相關的憂慮可望緩和，股市及匯率有條件回穩。
- ❖ **人民幣再貶空間不大。**我們的首席經濟學家指出：美元指數年內大概率衝高回落。只要美元指數不突破上一輪的高點，而我國的經濟增速不低於 6.5%，人民幣兌美元匯率年內不會‘破七’。
- ❖ **價值型股份/舊經濟股跑贏，有幾個原因：**1) 憧憬美國聯儲局持續加息、香港於 9 月開始加息，有助銀行股淨利差擴闊；2) 香港上市的舊經濟股紛紛對上半年業績發盈喜，包括內險、內房、機械、石油、金屬等；3) 憧憬中國貨幣政策放寬、財政刺激增加，因為監管機構公布了較具彈性的“資管新規”，以及國務院常務會議提出較積極的財政政策。估計短期內舊經濟股仍會跑贏新經濟股（科網、手機設備、醫藥等）。板塊輪動何時出現逆轉，短期關鍵是騰訊（700 HK）將於 8 月 15 日公布的中期業績，能否令市場重拾信心。
- ❖ **技術分析：死亡交叉常誤鳴。**恒指剛剛出現所謂“死亡交叉”，即 50 天移動平均線跌穿 250 天移動平均線。翻查過去二十年數據，恒指共出現十次死亡交叉，其中五次於其後半年下跌。若看較短期表現，恒指於交叉後一個月及三個月，分別僅有兩次下跌。可見死亡交叉短線往往反而是相反指標，因為當 50 天線跌穿 250 天線，指數已累積不小跌幅，已屆或接近超賣水平，估值亦可能已偏低，短期反彈機會反而較大。
- ❖ **恒指半年度檢討，關注港股通新貴。**恒生指數公司將於 8 月 10 日收市後公佈恒指系列季度及半年度檢討結果。此次檢討涉及港股通合資格股份變動。過往獲納入港股通的股份，部份獲追捧，股價大漲，尤其是市值較小（100 億港元左右，僅符合深港通要求，未符合滬港通要求）、屬於新興行業、盈利增長強勁者。
- ❖ **焦點股：舊經濟股 + 深港通新貴。**預料舊經濟股跑贏新經濟股的情況至少持續至 8 月中，短期部署宜偏重估值低同時具備催化劑的舊經濟股。基建股市盈率僅約 6 倍，估值具防守力，憧憬下半年基建投放加大。香港銀行股憧憬第三季加息。相對而言，水泥股、基本金屬股、內房股雖亦屬舊經濟股，但估值率不高。水泥雖受多個利好因素支持，但股價貼近高位，估值已不便宜。基本金屬價格對貿易戰風險較為敏感，盈利能見度低。內房則持續受調控政策影響。另外，預期獲納入深港通的一眾股份，可選盈利前景較佳者，偷步買入。

#### 焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	2018年預測 股息率(%)	每股盈利增長
中國鐵建	1186 HK	9.47	1,550	6.3	2.6	13%
三一國際	631 HK	2.81	85	12.9	1.2	138%
中銀香港	2388 HK	38.00	4,018	12.3	3.9	5%
雅生活服務	3319 HK	14.46	193	23.0	1.7	45%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 7 月 31 日

蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：[danielso@cmbi.com.hk](mailto:danielso@cmbi.com.hk)

恒生指數	28,583
52 周高/低位	33,484/26,864
大市 3 個月日均成交	999 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	-1.3%	-0.4%
3 個月	-7.2%	-10.6%
6 個月	-13.1%	-18.7%

資料來源：彭博

#### 恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

#### 過往市場策略報告

[18年7月6日 - 下半年策略 - 恒指目標下調至 32000](#)

[18年6月1日 - 恒指目標下調至 32000](#)

[18年5月2日 - 利率趨升，偏重金融股](#)

[18年4月3日 - 聚焦貿易戰，短期宜避險](#)

[18年3月20日 - 2018中國“兩會”特別策略報告](#)

[18年3月1日 - 調整持續，牛市未完](#)

[18年2月7日 - 港股短期仍波動 今年目標維持 35000](#)

## 市場焦點

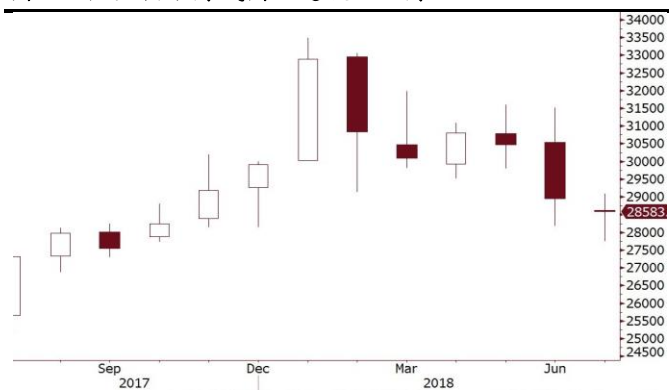
港股連跌三個月，“五窮六絕”後，“七翻身”落空，恒指 7 月再跌 372 點，5、6、7 月累計跌 2,225 點或 7.2%（圖 1）。同時，人民幣兌美元急速貶值、科技股遭拋售、港股成交低迷、恒指出現“死亡交叉”（50 天綫跌穿 250 天綫），市場一片悲觀。以下檢視貿易戰、中國政策、匯率、港股估值、技術分析、板塊輪動等因素，並預覽恒指半年度檢討，尋找港股通新貴的投資機會。

### 貿易戰 - 沒有新消息就是好消息

港股近期的弱勢，始於 6 月 15 日美國政府宣佈將對原產於中國的 500 億美元商品加徵 25% 的進口關稅，中國政府隨即宣布對美國商品實施對等的關稅，而美國隨即研究進一步對 2,000 億美元之中國貨品加徵 10% 關稅，並警告如果中方再宣布報復性關稅，美方將再對額外 2,000 億美元之中國貨品加徵關稅。貿易戰升溫，不單令環球經濟及企業利潤增添下行壓力，亦間接令人民幣匯價受壓，兌美元至今急速貶值逾 5%（圖 2）。

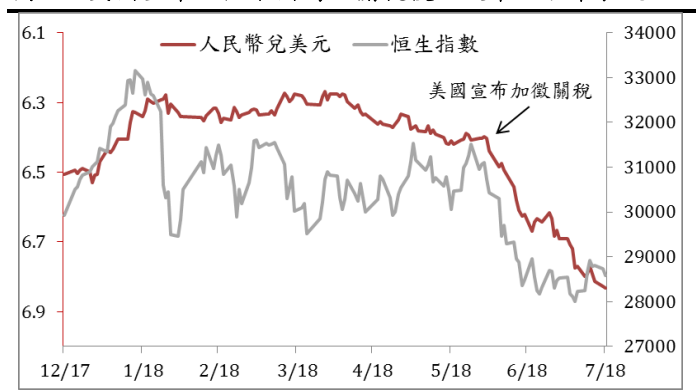
近日中美雙方均無進一步行動，雖然未有再作談判以尋求和解（彭博於 7 月 31 日報道，中國副總理劉鶴與美國財長努欽的代表正商討再展開談判），但幸好中國暫無再作報復，美國亦沒再加碼出招。近一個半月港股及人民幣的弱勢，相信已反映了已公布的關稅措施，只要短期內沒有新的壞消息，相關的憂慮可望緩和，股市及匯率有條件回穩。

圖 1：恒生指數月綫圖 - 連跌三個月



資料來源：彭博

圖 2：美國宣布加徵中國商品關稅後，股市及匯率表現



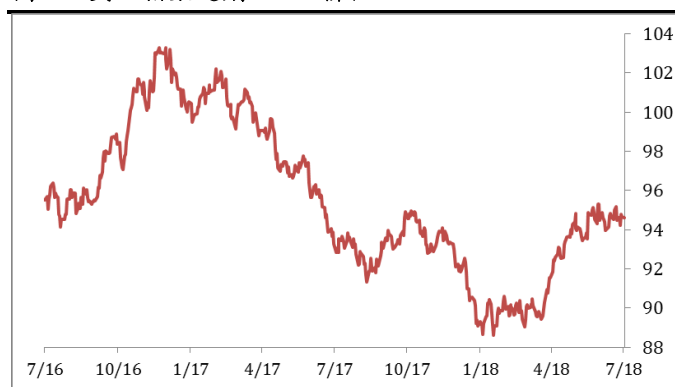
資料來源：彭博、招銀國際研究

### 人民幣 - 再貶空間不大

我們的首席經濟學家指出：“美元指數年內大概率衝高回落。只要美元指數不突破上一輪的高點（約 98），而我國的經濟增速不低於 6.5%，人民幣兌美元匯率年內不會‘破七’。”（詳見 [〈首席觀點 - 人民幣匯率向何處去〉](#)）。

人民幣匯率升跌，與中國股票之估值往往呈負相關性（圖 4），因為中資股大部份資產及盈利為人民幣，對投資於中資股的香港及外國投資者而言，人民幣貶值直接拖低回報。若人民幣匯率如我們預期再貶空間不多，相信中資股的估值再下調空間亦不多。

圖 3：美元指數近期於 95 徘徊



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 4：人民幣匯率與中資股市盈率相關性高



資料來源：彭博、招銀國際研究

## 中國經濟政策 - 下半年邊際放寬

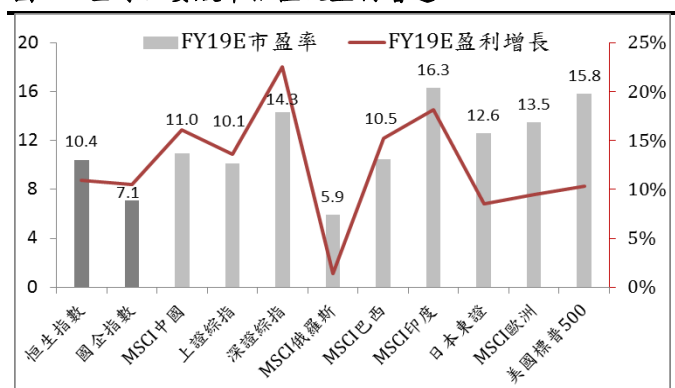
7月25日召開的國務院常務會議，對當前經濟運行的困境提出了應對之策和正確部署。我們的經濟師對經濟政策前瞻：財政政策可望更加積極，狹義財政減稅，廣義財政在對地方政府隱形債務進行摸底和排查的基礎上，可能會通過規範的渠道讓銀行對地方政府融資平台提供新增融資；金融政策結構性放鬆，除了繼續定向降準之外，資管新規細則可能較預期更為寬鬆。如果貿易摩擦加劇導致穩增長壓力加大，監管部門可能會出台政策鼓勵銀行支持重點領域和薄弱環節，使社會融資規模增速重新回到10%以上的區間（詳見[〈首席觀點 - 中國經濟的困境〉](#)）。

## 估值 - H股過份低殘

港股較年初高位已大幅回調（恒指跌15%，國指跌21%），估值相當低，於環球主要股市之中，僅高於俄羅斯（圖5）。H股尤其低殘，明年預測市盈率僅得7.1倍。假如企業盈利處於或即將進入下跌周期，如此估值可能合理，但目前企業盈利仍在增長，市場預期恒指及國指明年盈利均有約10%增長。

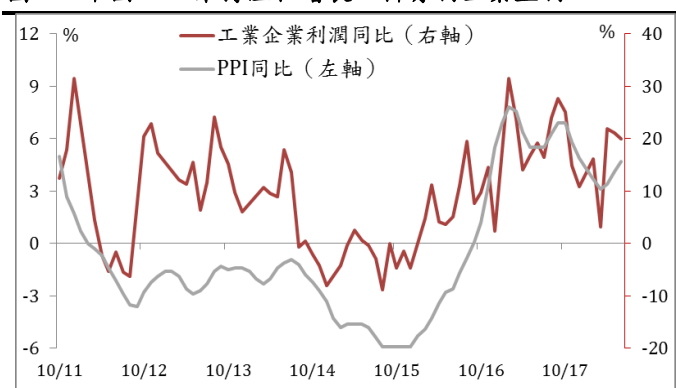
事實上，今年上半年全國規模以上工業企業利潤同比增長17.2%，其中6月份利潤增長20%。歷史數據顯示，生產者價格指數（PPI）之變動與工業利潤相關性高（圖6），而且PPI往往略為領先。上半年，PPI同比上漲3.9%，一季度漲幅逐月回落，二季度漲幅逐漸擴大，漲幅在3.1%-4.7%之間，總體穩中有漲，應該預示下半年工業利潤保持穩健增長。

圖 5：全球主要股市估值及盈利增速



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6：中國 PPI 維持溫和增長，料有利企業盈利



資料來源：彭博、招銀國際研究

## 板塊輪動 - 新不如舊

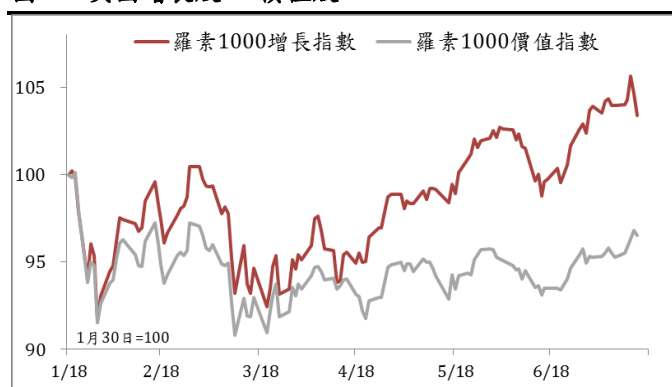
最近美國、中國內地及香港股市均出現板塊輪動，科技股為首的增長型股份受壓，金融、資源等價值型股份跑贏（圖7 - 圖9）。美國的科技股受壓的觸發點是 Facebook (FB US)、Twitter (TWTR US)等季度業績令人失望，香港上市的科技股氣氛亦受打擊。

價值型股份/舊經濟股跑贏，則有幾個原因：1) 憧憬美國聯儲局持續加息、香港於9月開始加息，有助銀行股淨利差擴闊；2) 香港上市的舊經濟股紛紛對上半年業績發盈喜，包括內險、內房、機械、石油、金屬等；3) 憧憬中國貨幣政策放寬、財政刺激增加，因為監管機構公布了較具彈性的“資管新規”，以及國務院常務會議提出較積極的財政政策。

以基建股為例，近十年中國經濟轉型，固定資產投資增速持續放緩，中交建(1800 HK)等基建股之估值亦一直被下調（圖10）。“積極財政政策要更加積極”，雖不代表會如金融海嘯後般大舉放水搞基建，但市場應會憧憬基建投資略為回升，雖不至於即時提振基建股之盈利，但相信有助估值溫和向上修正。

基於上述因素，以及市場氣氛偏向審慎，普遍估值較高的增長型股份仍有估值下修的壓力，估計短期內舊經濟股仍會跑贏新經濟股（科網、手機設備、醫藥等）。板塊輪動何時出現逆轉，短期關鍵是騰訊(700 HK)將於8月15日公布的中期業績，能否令市場對公司以至整個科技板塊重拾信心。另外，預料蘋果(AAPL US)將於9月發布三款新 iPhone，手機設備股或會於發布前後獲市場重新關注。

圖7：美國增長股 vs 價值股



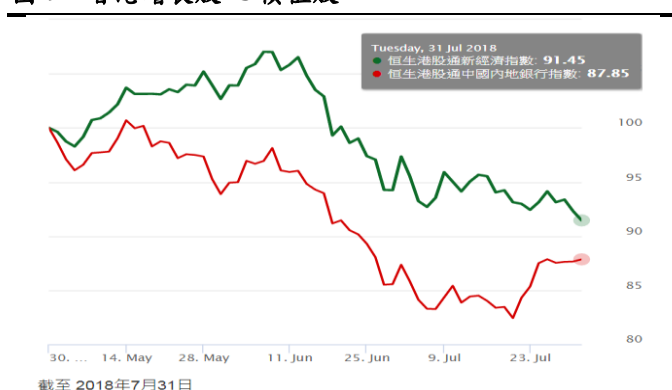
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖8：中國增長股 vs 價值股



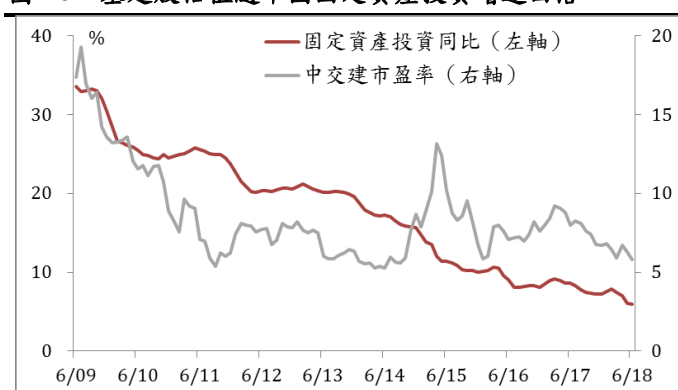
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖9：香港增長股 vs 價值股



資料來源：恒指公司、招銀國際研究

圖10：基建股估值隨中國固定資產投資增速回落



資料來源：彭博、招銀國際研究



## 技術分析 - 死亡交叉常誤鳴

恒指剛剛於 7 月 31 日出現所謂“死亡交叉”，即 50 天移動平均線跌穿 250 天移動平均線（圖 11）。有人視之為後市將進一步下跌、甚至確認熊市的指標。

我們翻查過去二十年數據，恒指共出現十次死亡交叉（圖 12），其中五次（50%機率）於其後半年下跌。若看較短期表現，恒指於出現死亡交叉後一個月及三個月，分別僅有兩次下跌（20%機率）。可見死亡交叉對中線（半年）表現並無預測作用，短線（一至三個月）則往往反而是相反指標 - 死亡交叉後升多跌少，因為當 50 天線跌穿 250 天線，指數已累積不小跌幅，已屆或接近超賣水平，估值亦可能已偏低，短期反彈機會反而較大，除非出現重大負面因素，例如 2011 年的歐債危機。

圖 11：恒生指數出現“死亡交叉”



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 12：近廿年恒指“死亡交叉”後之表現

死亡交叉日期	其後一個月表現	其後三個月表現	其後六個月表現
2015 年 8 月 26 日	0.5%	6.7%	-8.1%
2014 年 3 月 14 日	7.0%	8.3%	14.2%
2013 年 7 月 22 日	2.2%	8.9%	7.8%
2012 年 6 月 4 日	8.4%	6.8%	19.9%
2011 年 7 月 11 日	-12.3%	-18.8%	-14.3%
2010 年 6 月 7 日	2.5%	10.4%	20.9%
2008 年 3 月 19 日	10.7%	4.3%	-11.6%
2004 年 6 月 29 日	0.6%	6.9%	17.7%
2002 年 7 月 24 日	2.7%	-1.9%	-5.1%
2000 年 10 月 30 日	-5.5%	7.4%	-9.6%
平均	1.7%	3.9%	3.2%

資料來源：彭博、招銀國際研究

## 恒指半年度檢討，關注港股通新貴

恒生指數公司將於 8 月 10 日（星期五）收市後公佈恒生指數系列季度及半年度檢討結果，變動將於 9 月 7 日（星期五）收市後生效。此次檢討除了可能變動恒指成份股外，亦涉及港股通合資格股份變動。過往獲納入港股通的股份，部份獲追捧，股價大漲，尤其是市值較小（100 億港元左右，僅符合深港通要求，未符合滬港通要求）、屬於新興行業、盈利增長強勁者。

深港通下的合資格港股，要求是市值 50 億港元以上（過去 12 個月平均月底市值）的恒生綜合小型股指數的成份股，再加滬港通合資格港股。以下是部份預料獲納入深港通的股份。其中三一國際(631 HK)、華誼騰訊娛樂(419 HK)、李氏大藥廠(950 HK)本身是恒生綜合小型股指數成份股，原本未符合市值要求，現已符合。其餘股份均尚未是恒生綜合指數成份股。以下是部份預料獲納入深港通的股份：

圖 13：部份有機會晉身“深港通”的港股

名稱	代碼	市值（港元）*
三一國際	631 HK	59 億
華誼騰訊娛樂	419 HK	54 億
李氏大藥廠	950 HK	53 億
平安好醫生	1833 HK	511 億
碧桂園服務	6098 HK	252 億
希瑪眼科	3309 HK	101 億
雅生活服務	3319 HK	55 億
同仁堂國藥	3613 HK	105 億
維信金科	2003 HK	91 億
有才天下獵聘	6100 HK	161 億
中國新華教育	2779 HK	55 億
匯付天下	1806 HK	85 億
恒大健康	708 HK	290 億
天倫燃氣	1600 HK	57 億

資料來源：彭博、招銀國際研究 \*17 年 7 月至 18 年 6 月之月底平均

另外，以下股份因平均市值跌至低於 50 億港元，料將被剔出港股通：京能清潔能源(579 HK)、中遠海運國際(517 HK)、超盈國際(2111 HK)、百富環球(327 HK)、數字王國(547 HK)、超威動力(951 HK)。

## 投資策略及焦點股份

### 舊經濟股 + 深港通新貴

預料舊經濟股跑贏新經濟股的情況至少持續至 8 月中，短期部署宜偏重估值低同時具備催化劑的舊經濟股。基建股市盈率僅約 6 倍，估值具防守力，憧憬下半年基建投放加大。香港銀行股憧憬第三季加息。相對而言，水泥股、基本金屬股、內房股雖亦屬舊經濟股，但值博率不高。水泥雖受多個利好因素支持，但股價貼近高位，估值已不便宜。基本金屬價格對貿易戰風險較為敏感，盈利能見度低。內房則持續受調控政策影響。另外，預期獲納入深港通的一眾股份，可選盈利前景較佳者，偷步買入。

**中國鐵建(1186 HK)：**國務院總理常務會議後，市場憧憬更積極的財政政策，尤其是基建投放增加，而基建股原本估值甚為低殘，有望進一步獲向上重估。中鐵建今年首季經常性淨利潤同比增長 16.0%，高於中交建(1800 HK)之 9.6%，略低於中國中鐵(390 HK)之 19.5%；中鐵建首季新簽合同金額同比增長 7.0%，低於中交建及中鐵之 21%，但中鐵建於第二季之新簽合同金額增長加快，上半年累計增速升至 10.4%。估值方面，中鐵建之今年預測市盈率 6.3 倍，與中交建相若，低於中鐵之 7.6 倍。

**三一國際(631 HK)：**主要生產煤炭機械及港口機械，兩類產品約各佔公司一半收入。經過多年的疲弱表現，終於在 2017 年扭虧為盈，錄得純利 2.3 億元人民幣，主要由於煤機板塊復甦，特別是掘進機收入大升 115%。公司今年首季業績確認強勁復甦持續：純利升 140%，並預計上半年盈利大增。煤炭機械業務同時受惠客戶盈利改善及替換需求。港口機械則受惠全球航運業復甦及物流運輸集裝化比例提升。日前美國重型機械生產商 Caterpillar(CAT US)公布了第二季業績，管理層透露，中國的建築需求依然強勁，未看到受貿易糾紛影響而放緩，反映中國機械業前景良好。三一為恒生綜合小型股指數成份股，並已達到深港通之平均市值 50 億港元的要求，相信可於 9 月成為深港通合資格股份，吸引內地資金。

**中銀香港(2388 HK)：**美國聯儲局主席鮑威爾 7 月中出席國會聽證會，重申繼續漸進加息，市場對今年總共加息四次（下半年兩次）的預期機率已升至七成。之前美國加息七次共 1.75 厘，香港銀行都未跟加，但最近半年，一個月香港銀行同業拆息（HIBOR）由 0.7% 急升至約 1.7%，加上銀行體系結餘減少，銀行加息壓力增加，估計 9 月份跟隨美國加息的機會甚高，有助銀行息差擴闊。雖然加一兩次息不會立刻令盈利大升，但應有助提升股份估值。港銀以大型銀行較佳，因為 HIBOR 大幅上升，有利資金充裕的大銀行之淨息差。中銀香港(2388 HK)是香港三大發鈔行之一，近年積極向母公司收購東南亞業務，捕捉一帶一路沿綫國家發展機遇，料可推動盈利增長。同業恒生銀行(11 HK)股價創新高，中銀卻遠遠落後，有機會補漲。

**雅生活服務(3319 HK)：**物業服務業受惠城鎮化水平上升、人均可支配收入不斷提高、近年內房銷售強勁，其中由雅居樂(3383 HK)分拆的物業管理公司雅生活是後起之秀，有兩大開發商支持，以“雅居樂物業”和“綠地物業”兩個品牌經營，截止 17 年底，已在全國 69 個城市布局，管理面積達 7,834 萬平方米。公司去年 6 月收購綠地控股旗下的綠地物業，目前綠地持有雅生活 15% 的股權。大股東雅居樂及綠地均同意每年向雅生活交付相當面積的物業項目，並將在增值服務上與雅生活合作，包括一手房的代理銷售。雅生活已發盈喜，估計截至 6 月底之上半年盈利按年大升 1.5 倍以上，主要由於管理面積增加及多元化增值服務收入上升。我們預計公司未來三年每股盈利年均複合增長 41%，為同業之中最高，18 年預測市盈率約 23 倍，較行業平均低。另外，估計雅生活可於 9 月成為深港通合資格股份。

圖 14：焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)	2018 年預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國鐵建	1186 HK	9.47	1,550	6.3	0.68	11.6	2.6	13%
三一國際	631 HK	2.81	85	12.9	1.11	8.8	1.2	138%
中銀香港	2388 HK	38.00	4,018	12.3	1.54	13.0	3.9	5%
雅生活服務	3319 HK	14.46	193	23.0	3.76	13.3	1.7	45%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 7 月 31 日

## 附錄 1：8 月份重點經濟數據及事件

日期	地區	數據/事件	市場預期	上次數字
1	中國	7 月財新製造業採購經理人指數	50.9	51.0
	美國	7 月 ISM 製造業指數	59.3	60.2
2	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
	英國	英倫銀行議息結果	—	—
3	美國	7 月失業率	3.9%	4.0%
	美國	7 月平均時薪(同比)	2.7%	2.7%
	美國	7 月非農就業人口變動	190,000	213,000
8	中國	7 月外匯儲備(美元)	—	31,121 億
	中國	7 月出口(美元, 同比)	—	14.2%
	中國	7 月進口(美元, 同比)	—	11.2%
9	中國	7 月消費者物價指數(同比)	—	1.9%
	中國	7 月生產者物價指數(同比)	—	4.7%
10-15	中國	7 月 M2 貨幣供應(同比)	—	8.0%
	中國	7 月新增人民幣貸款	—	18,400 億
10	美國	7 月核心消費者物價指數(同比)	2.3%	2.3%
14	中國	7 月零售銷售(同比)	—	9.0%
	中國	7 月工業生產(同比)	—	6.0%
	中國	1-7 月固定資產投資農村除外(同比)	—	6.0%
23	美國	聯儲局公開市場委員會 8 月會議紀錄	—	—
31	中國	8 月官方製造業採購經理人指數	—	51.2

資料來源：彭博

註：以上為香港時間



## 附錄 2：恒生指數成份股估值

恒生指數	代碼	佔指數 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 48.0%												
滙豐控股	5	10.1%	74.60	17.6	13.5	12.4	0.97	1.12	1.09	5.4%	5.4%	5.4%
友邦保險	1299	9.1%	68.50	17.2	18.9	16.2	2.51	2.29	2.09	1.5%	1.7%	2.0%
建設銀行	939	7.5%	7.11	6.4	5.9	5.3	0.88	0.82	0.74	4.7%	5.1%	5.6%
工商銀行	1398	4.7%	5.81	6.3	6.0	5.6	0.86	0.79	0.72	4.8%	5.1%	5.6%
中國平安	2318	4.2%	72.80	13.0	11.7	9.8	2.31	2.10	1.78	2.4%	2.7%	3.2%
中國銀行	3988	3.2%	3.68	5.5	5.3	4.9	0.67	0.62	0.56	5.5%	5.9%	6.4%
香港交易所	388	3.1%	231.6	39.0	30.0	26.1	7.18	7.30	6.93	2.3%	3.0%	3.5%
中國人壽	2628	1.6%	19.58	14.9	11.6	9.9	1.50	1.34	1.22	2.3%	3.0%	3.6%
恒生銀行	11	1.8%	213.6	20.4	18.7	16.9	2.82	2.61	2.47	3.1%	3.5%	3.8%
中銀香港	2388	1.5%	38.00	12.9	12.4	11.2	1.66	1.54	1.43	3.4%	3.9%	4.4%
交通銀行	3328	0.5%	5.66	5.2	5.1	4.9	0.61	0.55	0.51	5.8%	5.8%	6.2%
東亞銀行	23	0.5%	31.20	9.4	15.8	14.2	0.96	0.90	0.87	4.1%	3.0%	3.3%
資訊科技 11.5%												
騰訊控股	700	9.6%	355.2	41.1	35.1	26.5	10.58	8.79	6.84	0.2%	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.8%	100.0	20.0	17.1	13.9	6.06	4.85	3.93	2.0%	2.2%	2.7%
舜宇光學科技	2382	1.1%	129.5	42.6	30.9	22.4	16.51	11.42	8.14	0.6%	0.8%	1.1%
地產 11.3%												
長實集團	1113	1.7%	60.05	7.4	8.8	8.4	0.76	0.70	0.66	2.8%	3.2%	3.5%
新鴻基地產	16	1.8%	123.0	8.5	12.0	10.9	0.68	0.69	0.66	3.3%	3.6%	3.9%
領展房產基金	823	1.8%	77.80	3.5	29.5	26.9	0.94	0.95	0.93	3.2%	3.5%	3.8%
中國海外發展	688	1.0%	24.65	6.6	6.7	5.6	1.02	0.91	0.80	3.2%	3.8%	4.5%
碧桂園	2007	1.0%	12.16	8.8	6.7	5.1	2.40	2.13	1.68	3.8%	5.0%	6.5%
九龍倉置業	1997	0.8%	57.15	10.1	18.8	18.2	0.84	0.82	0.81	1.7%	3.4%	3.6%
華潤置地	1109	0.9%	28.70	8.6	8.1	6.9	1.39	1.24	1.09	3.4%	4.3%	5.0%
新世界發展	17	0.8%	11.18	14.1	15.4	12.8	0.55	0.50	0.49	4.1%	4.3%	4.4%
恒基地產	12	0.6%	43.75	6.3	15.6	12.6	0.66	0.65	0.64	3.6%	3.8%	4.0%
信和置業	83	0.4%	13.48	12.0	16.3	17.9	0.62	0.63	0.62	3.9%	7.3%	4.1%
恒隆地產	101	0.4%	16.50	9.1	15.5	16.3	0.54	0.54	0.53	4.5%	4.6%	4.6%
電訊 5.6%												
中國移動	941	4.7%	70.80	11.0	11.0	10.7	1.28	1.21	1.14	4.4%	4.4%	4.6%
中國聯通	762	0.8%	9.67	140.8	30.4	19.0	0.85	0.80	0.77	0.6%	1.4%	2.2%
能源 6.7%												
中國海洋石油	883	2.5%	13.12	20.7	9.4	9.1	1.34	1.26	1.19	3.6%	5.3%	5.4%
中國石油化工	386	2.1%	7.57	15.6	10.3	10.1	1.07	1.07	1.03	7.6%	7.1%	7.2%
中國石油股份	857	1.4%	5.99	41.8	15.9	13.9	0.79	0.78	0.76	1.1%	3.2%	3.6%
中國神華	1088	0.7%	17.70	6.4	6.7	6.8	0.96	0.92	0.85	5.9%	6.2%	6.0%
公用 5.1%												
中電控股	2	1.9%	89.65	15.6	15.9	17.7	2.08	1.98	1.89	3.2%	3.3%	3.4%
香港中華煤氣	3	1.6%	16.02	29.6	30.2	28.6	4.08	3.90	3.73	2.0%	2.1%	2.3%
電能實業	6	0.9%	55.55	14.3	15.0	15.0	1.42	1.43	1.40	5.0%	5.0%	5.1%
長江基建集團	1038	0.4%	58.25	14.2	13.5	12.8	1.45	1.32	1.26	4.1%	4.4%	4.6%
華潤電力	836	0.3%	15.14	15.8	10.4	8.6	0.97	0.93	0.88	5.8%	5.8%	5.9%
綜合類 3.7%												
長和	1	2.5%	85.30	9.4	8.4	7.9	0.77	0.71	0.67	3.3%	3.6%	3.9%
中信股份	267	0.7%	11.08	7.2	6.7	5.9	0.59	0.56	0.52	3.2%	3.4%	3.5%
太古股份	19	0.5%	85.10	4.6	17.5	14.0	0.51	0.49	0.48	2.5%	2.9%	3.6%
消費品 4.5%												
吉利汽車	175	1.1%	17.90	13.2	10.1	7.8	4.05	3.07	2.36	1.5%	2.2%	3.0%
石藥集團	1093	1.1%	20.50	25.1	18.9	14.8	8.35	0.92	0.80	5.7%	7.5%	9.6%
萬洲國際	288	0.6%	6.30	10.4	9.8	8.9	1.58	10.06	9.24	0.6%	0.7%	0.7%
蒙牛乳業	2319	0.7%	24.30	40.6	26.4	20.6	3.67	3.29	2.94	0.6%	0.9%	1.2%
恒安國際	1044	0.6%	69.85	19.3	18.7	17.1	4.55	4.14	3.81	3.5%	3.5%	3.8%
中國旺旺	151	0.5%	6.49	22.6	20.2	18.6	4.85	4.50	4.05	0.0%	2.7%	2.9%
消費服務 3.5%												
銀河娛樂	27	1.7%	63.05	25.9	20.4	18.3	4.90	4.17	3.55	0.0%	1.4%	1.6%
金沙中國	1928	1.1%	40.40	25.9	19.2	17.1	11.88	8.95	8.58	4.9%	5.1%	5.4%
港鐵公司	66	0.7%	44.00	16.0	25.7	22.5	1.59	1.55	1.51	2.5%	2.6%	2.7%
工業 0.2%												
招商局港口	144	0.2%	16.24	9.0	7.7	8.7	0.72	0.68	0.65	5.0%	6.6%	4.7%
加權平均				14.2	14.5	13.6	4.83	0.37	0.35	3.8%	3.6%	3.9%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 7 月 31 日

## 附錄3：恒生國企指數成份股估值

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		63.0%										
工商銀行	1398	9.0%	5.81	6.2	5.9	5.4	0.86	0.79	0.72	4.8%	5.1%	5.6%
建設銀行	939	9.1%	7.11	6.3	5.9	5.4	0.88	0.82	0.74	4.7%	5.1%	5.6%
中國平安	2318	9.2%	72.80	12.3	11.7	9.8	2.31	2.10	1.78	2.4%	2.7%	3.2%
中國銀行	3988	8.8%	3.68	5.6	5.3	4.9	0.67	0.62	0.56	5.5%	5.9%	6.4%
中國人壽	2628	4.4%	19.58	15.0	11.4	9.7	1.50	1.34	1.22	2.3%	3.0%	3.6%
招商銀行	3968	3.6%	30.65	9.2	8.4	7.4	1.46	1.31	1.16	3.1%	3.6%	4.2%
農業銀行	1288	3.1%	3.80	5.6	5.4	5.0	0.78	0.71	0.65	5.4%	5.6%	6.2%
中國太保	2601	2.4%	30.60	16.4	12.1	10.1	1.75	1.56	1.40	3.0%	3.8%	4.6%
中國財險	2328	1.8%	8.85	8.6	7.5	6.9	1.29	1.12	0.99	2.9%	3.2%	3.5%
交通銀行	3328	1.5%	5.66	5.1	5.2	4.9	0.61	0.55	0.51	5.8%	5.8%	6.2%
中信銀行	998	1.4%	5.03	4.9	4.8	4.4	0.58	0.53	0.49	6.0%	5.8%	6.2%
民生銀行	1988	1.2%	5.81	4.4	4.3	4.1	0.59	0.53	0.48	3.5%	3.6%	3.7%
海通證券	6837	0.8%	7.92	9.2	8.6	7.5	0.67	0.63	0.59	3.3%	3.7%	4.1%
郵儲銀行	1658	1.4%	5.26	7.8	6.8	5.9	0.97	0.88	0.78	3.2%	3.4%	3.8%
中信証券	6030	0.9%	15.66	14.1	12.7	11.3	1.09	1.04	0.99	2.9%	2.9%	3.3%
新華保險	1336	0.9%	36.10	18.2	11.6	10.0	1.54	1.36	1.22	1.7%	2.3%	2.7%
中國華融	2799	0.6%	2.00	3.1	3.0	2.7	0.53	0.46	0.41	9.7%	9.0%	8.3%
中國人民保險集團	1339	0.8%	3.50	8.0	7.2	6.7	0.94	0.81	0.71	1.3%	1.2%	1.3%
HTSC	6886	0.6%	12.34	8.3	9.8	8.5	0.88	0.81	0.76	#VALUE!	4.0%	4.5%
中國信達	1359	0.6%	2.20	4.1	3.7	3.2	0.49	0.50	0.46	7.4%	7.4%	8.7%
廣發証券	1776	0.5%	10.98	8.5	8.3	7.3	0.86	0.80	0.74	4.2%	4.1%	4.6%
中國銀河	6881	0.4%	4.06	9.0	7.8	7.2	0.56	0.51	0.48	3.4%	3.8%	4.2%
能源		13.1%										
中國石油化工股份	386	5.7%	7.57	15.0	10.2	10.1	1.07	1.07	1.03	7.6%	7.1%	7.2%
中國石油股份	857	3.7%	5.99	33.0	15.8	13.9	0.79	0.78	0.76	1.1%	3.2%	3.6%
中國神華	1088	1.8%	17.70	6.5	6.8	6.9	0.96	0.92	0.85	5.9%	6.2%	6.0%
中國海洋石油	883	1.8%	13.12	20.8	9.3	9.1	1.34	1.26	1.19	3.6%	5.3%	5.4%
地產建築		5.4%										
中國交通建設	1800	1.1%	8.67	6.9	5.9	5.2	0.67	0.62	0.56	3.2%	3.3%	3.8%
海螺水泥	914	1.9%	50.25	14.6	10.0	9.8	2.60	2.18	1.91	2.7%	4.2%	4.4%
萬科企業	2202	1.0%	25.05	8.6	6.9	5.6	1.81	1.54	1.31	4.1%	5.2%	6.4%
中國中鐵	390	0.8%	6.81	8.8	7.7	6.8	0.95	0.83	0.75	1.9%	2.0%	2.3%
華潤置地	1109	0.6%	28.70	8.6	8.1	6.9	1.39	1.24	1.09	3.4%	4.3%	5.0%
消費		5.9%										
比亞迪股份	1211	0.8%	44.40	32.8	24.1	18.4	2.06	1.75	1.61	0.4%	0.6%	0.8%
國藥控股	1099	1.2%	33.20	15.1	14.6	13.0	2.27	1.97	1.77	2.0%	2.1%	2.4%
廣汽集團	2238	0.6%	7.36	5.3	4.8	4.3	0.94	0.80	0.71	5.9%	6.3%	7.0%
長城汽車	2333	0.5%	5.63	8.8	6.0	5.5	0.91	0.81	0.73	3.5%	5.0%	5.6%
東風集團股份	489	0.6%	7.87	4.2	4.2	4.1	0.55	0.48	0.43	5.1%	4.3%	4.6%
中國國航	753	0.4%	7.22	11.7	12.0	8.5	1.06	0.98	0.89	1.8%	1.7%	2.5%
石藥集團	1093	0.8%	20.50	45.1	34.4	27.0	8.35	7.20	6.32	0.7%	1.0%	1.2%
申洲國際	2313	0.6%	96.25	32.5	27.3	22.7	6.42	5.46	4.79	1.4%	1.9%	2.4%
恒安國際	1044	0.4%	69.85	19.3	18.8	17.2	4.55	4.14	3.81	3.5%	3.5%	3.8%
公用		2.1%										
華能國際電力股份	902	0.7%	5.89	26.7	17.4	12.3	0.94	0.88	0.85	2.0%	4.0%	5.7%
中廣核電力	1816	0.7%	2.08	8.7	9.6	8.6	1.25	1.17	1.07	3.8%	3.6%	4.0%
中國燃氣	384	0.4%	31.80	25.9	20.5	17.2	5.55	4.72	3.97	1.1%	1.5%	1.8%
粵海投資	270	0.3%	13.52	15.3	17.7	16.7	2.20	2.08	2.02	3.6%	4.1%	4.6%
工業		1.4%										
中國中車	1766	0.9%	6.88	15.8	13.7	12.1	1.34	1.33	1.25	2.5%	3.1%	3.5%
中信股份	267	0.5%	11.08	7.3	6.7	6.1	0.59	0.56	0.52	3.2%	3.4%	3.5%
資訊科技及電訊		8.6%										
騰訊控股	700	3.8%	355.20	36.2	34.8	26.4	10.58	8.79	6.84	0.2%	0.3%	0.4%
中國移動	941	3.4%	70.80	11.0	10.9	10.7	1.28	1.21	1.14	4.4%	4.4%	4.6%
中國電信	728	1.4%	3.71	14.3	12.9	11.5	0.80	0.76	0.73	2.8%	3.2%	3.5%
加權平均				9.6	7.8	7.1	1.04	2.52	2.30	4.2%	4.2%	4.7%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年7月31日

## 附錄 4：招銀國際模擬港股投資組合

招銀國際證券於 2014 年 1 月 13 日成立模擬港股投資組合。每個交易日收市後，上載至招銀國際公司網頁，客戶登入帳戶便可參閱。

模擬組合的選股準則，結合基本分析及技術分析，股份分為「長線」及「短線」部分：

「長線」部份為核心持股，佔模擬投資組合較大比重（目標 50%至 70%），主要投資基本因素良好及/或估值偏低之股票。預期買賣頻率較低。

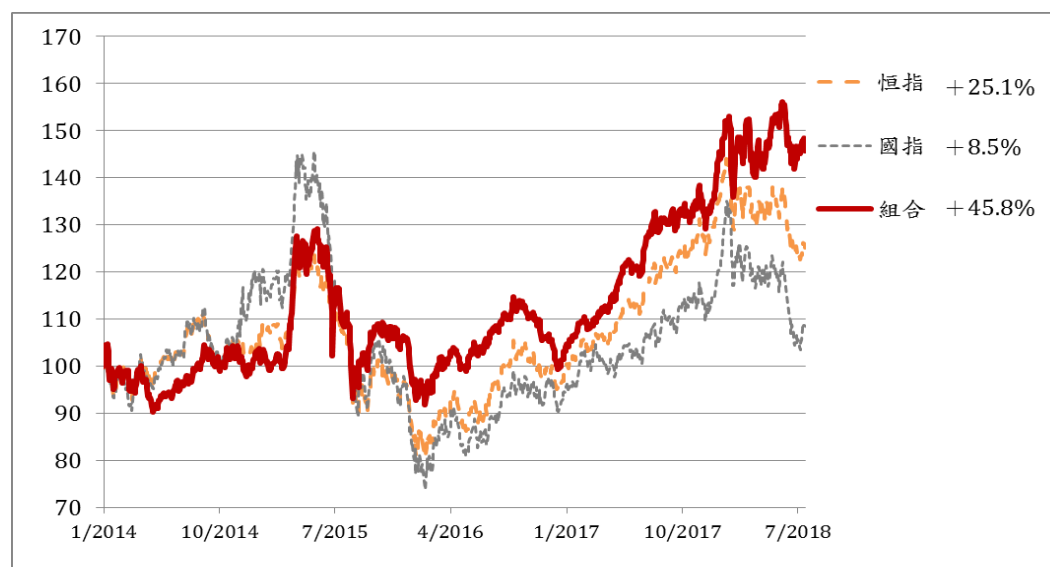
「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標 0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

模擬組合進行每宗買賣前，會於前一個交易日收市後預告，讓客戶可預先參考。如有需要，組合亦會列出個別持股之目標價及止蝕價。

	股份	代號	行業	本年度 預測市盈率	下年度 預測市盈率	股息率 (%)	買入價 (港元)	收市價 (港元)	總回報 (連股息)	佔組合比重
長線 (54.9%)	騰訊控股	700	科網	34.8	26.5	0.2	113.9	355.2	214.5%	11.3%
	領展房產基金	823	房產基金	29.0	26.1	3.2	46.04	77.80	82.6%	10.7%
	中國人壽	2628	保險	11.4	9.7	2.5	22.84	19.58	-12.1%	4.5%
	友邦保險	1299	保險	18.7	16.2	1.5	47.00	68.50	47.6%	7.4%
	瑞聲科技	2018	科技	17.1	13.9	2.1	131.9	100.0	-24.2%	4.1%
	滙豐控股	5	銀行	13.2	12.4	5.3	74.92	74.60	2.8%	6.2%
	中國銀行	3988	銀行	5.3	4.9	5.6	3.84	3.68	6.8%	4.8%
	香港交易所	388	金融	30.2	26.4	2.3	208.0	231.6	12.7%	6.0%
短線 (39.6%)	新天綠色能源	956	新能源	6.7	5.9	5.0	2.13	2.51	23.6%	7.1%
	睿見教育	6068	教育	37.6	28.6	1.1	4.80	6.99	47.1%	7.1%
	中海物業	2669	物業管理	23.2	19.2	1.1	2.20	2.78	26.9%	6.1%
	神威藥業	2877	醫藥	11.8	9.7	1.3	8.49	9.88	19.5%	2.9%
	大家樂	341	餐飲	22.0	20.7	4.1	19.88	19.78	0.0%	6.2%
	三一國際	631	機械	12.9	10.9	0.0	2.99	2.81	-3.7%	5.0%
	波司登	3998	服裝	不適用	不適用	4.2	0.92	1.18	28.3%	5.2%
現金 (5.5%)										5.5%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)									45.8%	
組合整體回報 (2018年度)									6.3%	

數據來源：彭博、招銀國際證券（截至2018年7月31日）

### 模擬港股組合自成立起與指數表現比較



資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 7 月 31 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責任。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。