

11月港股策略报告

推算恒指见底水平

- ❖ **美国中期选举：**美国将于11月6日举行中期选举，市场共识是民主党重夺众议院控制权，共和党继续控制参议院。假如结果 1) 一如市场共识：相信市场反应不大，美股可能因为政治不明朗因素消除而温和上升；2) 共和党继续同时控制参议院及众议院：市场短期反应料偏向正面，因为特朗普将面对较少施政阻力；3) 民主党同时控制参议院及众议院：市场短期反应料偏向负面，因特朗普政府沦为“跛脚鸭”，施政阻力增加。
- ❖ **贸易战及中国经济：**中国10月官方制造业PMI跌至50.2%，环比跌0.6点，渐反映贸易战影响。目前市场观望11月底的G20峰会期间，习近平与特朗普是否会进行贸易谈判。若谈判没成果，有传美国将对所有剩余的中国进口商品加征关税。就算没有新关税，美国已宣布将于明年1月开始对价值2,000亿美元的中国进口商品关税税率由10%调升至25%，势将进一步影响中国经济。
- ❖ **港股季度业绩：**中资股已大致发布了第三季业绩，整体平平无奇，11月市场将关注科技股腾讯(700 HK)及瑞声(2018 HK)业绩。市场对恒指今明两年盈利预测已由年内高位分别下调7.7%及8.9%，其中科技股被下调幅度较大，若果第三季业绩再令人失望，则恒指盈利预测仍有下调风险。
- ❖ **美股持续回落？**美国股市正身处史上最长牛市，但指数失守上升轨及200天线的重要支持，走势不妙。若果美股继续回调，港股难免被牵连。
- ❖ **恒指估值离底不远。**目前恒指2019年预测盈利已由2月份高位下调8.9%。假设累计下调幅度相当于2015-2016年时之20%，恒指才见底，则盈利仍有12%的下调风险，意味目前市场预测所反映的9.4倍2019年预测市盈率，可能因调低盈利预测而变成10.6倍。若恒指一如近年几次跌市般于大约9.5倍预测市盈率见底，则恒指可能跌多10%至大约22,500，才完成熊市。
- ❖ **技术分析：恒指短期支持24,000。**按黄金比率推算，若恒指回调升幅之61.8%，下一级目标于24,087。参考RSI，于10月份与恒指出现“底背驰”，初步有条件反弹，但料需出现更可靠的“三底背驰”，才是更明确的短期见底讯号。假如恒指下试24,000，而RSI没再跌至最近低位31或以下，则“三底背驰”成立，可望出现较强劲反弹。
- ❖ **短期展望：11月料先跌后反弹。**在贸易战阴霾下，港股仍面对盈利预测下调的风险，但从估值、下跌幅度及时间几方面分析，估计恒指已离底不远，由现水平计的潜在跌幅约10%。而由于恒指已连跌六个月，近期一直接近超卖水平，随时酝酿短线反弹。估计恒指于11月首先下试24,000支持，然后迎来自较大幅的反弹，之后于两三个月内跌至约22,500完成熊市。
- ❖ **投资策略：趁反弹减持科技股。**板块配置操作方面，由于科网、手机设备等行业仍面对较大的盈利预测下调风险，宜把握技术性反弹的机会减持，换至估值低、防守力较强的板块如内银、内险、机械、基建等。

苏沛丰, CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	24,980
52周高/低位	33,484/24,541
大市3个月日均成交	933亿港元

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	-10.1%	-8.0%
3个月	-12.6%	-8.0%
6个月	-18.9%	-17.8%

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10月2日 - 黎明前的黑暗](#)

[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](#)

市场焦点

恒指连跌六个月，史上最长

恒生指数于 10 月份大跌 10.1%，连跌六个月，月线图出现“六连阴”（图 1），累计跌 18.9%，平了恒指史上最长跌浪纪录，上次连跌六个月发生于 1982 年。

图 1：恒指月线图



资料来源：彭博、招银国际研究

中国证监会主席刘士余日前表示，“现在股市(A 股)的感觉像是在冬天”，“既然冬天已经来了，春天也就不远了”。我们以下归纳目前港股面对的主要风险，并从盈利及估值角度，估算恒指可能于甚么水平见底。

风险一：美国中期选举

美国将于 11 月 6 日举行中期选举，改选众议院全部席位，及参议院三份一席位。目前市场共识，是民主党可从共和党手上重夺众议院控制权。根据网页 FiveThirtyEight.com 预测，共和党继续控制参议院的机会达 85%，民主党重夺众议院的机会则达 86%。选举可能出现以下三个结果：

- 1) **一如市场共识**：相信市场反应不大，美国股市可能因为政治不明朗因素消除而温和上升。部份人认为，总统特朗普针对中国的贸易战，只是争取选票的伎俩，中期选举后对华态度或会软化，但我们认为对此不宜抱期望；
- 2) **共和党继续同时控制参议院及众议院**：市场短期反应料偏向正面，因为特朗普将面对较少施政阻力，更容易推动更多财政刺激，但市场同时可能忧虑美国对中国的态度更为强硬；
- 3) **民主党同时控制参议院及众议院**：市场短期反应料偏向负面，因特朗普政府沦为“跛脚鸭”，施政阻力增加，尤其是财政刺激及金融业去监管的政策可能受阻，美国经济放缓的风险加剧。部份人憧憬的贸易政策转向，则不大可能实现，因为民主党传统上更有贸易保护主义倾向，而且总统有制定贸易政策的权利和否决权，国会不太可能阻止总统的贸易决定。

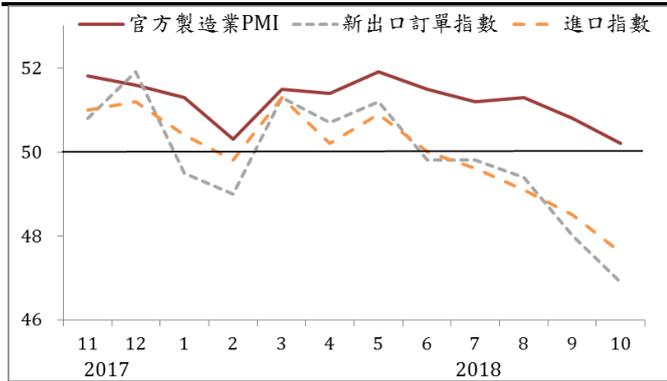
风险二：贸易战及中国经济

最新公布的 10 月中国官方制造业采购经理人指数(PMI)，跌至 50.2%，环比跌 0.6 点，逼近扩张收缩分界线 50。反映外部需求变化的新出口订单指数跌 1.1 点至 46.9%（图 2）。从企业规模看，大型企业 PMI 下跌 0.5 点至 51.6%，中、小型企业 PMI 分别跌 1.0 点及 0.6 点至 47.7%和 49.8%，都处于收缩区。

自从美国于 6 月宣布对中国货品加征关税，中国 PMI 跌势明显。目前市场观望 11 月 30 日至 12 月 1 日于阿根廷举行的 G20 峰会期间，中国国家主席习近平与特朗普是否会如传媒报道进行贸易谈判。最近有传若届时未能达成协议，美国将准备在 12 月初宣布对所有剩

余的中国进口商品加征关税。就算没有新关税，美国已宣布将于明年1月开始对价值2,000亿美元的中国进口商品关税税率由10%调升至25%，势将进一步影响中国经济。

图2：中国制造业 PMI 跌至 50.2



资料来源：彭博、招银国际研究

图3：恒指本年度及下年度盈利预测



资料来源：中国国家统计局、招银国际研究

风险三：业绩

中资股已大致发布了第三季业绩，包括内银、内险、石油、煤炭等旧经济股，整体平平无奇，其中内银业绩稳健，季度盈利同比增速较上半年加快，内险及资源股则较参差。11月市场将关注新经济股业绩，焦点于腾讯(700 HK)及瑞声(2018 HK)分别于14日及8日公布的季绩。市场对恒指今明两年盈利预测已由年内高位分别下调7.7%及8.9% (图3)，其中科技股被下调幅度较大，若果第三季业绩再令人失望，则恒指盈利预测仍有下调风险。

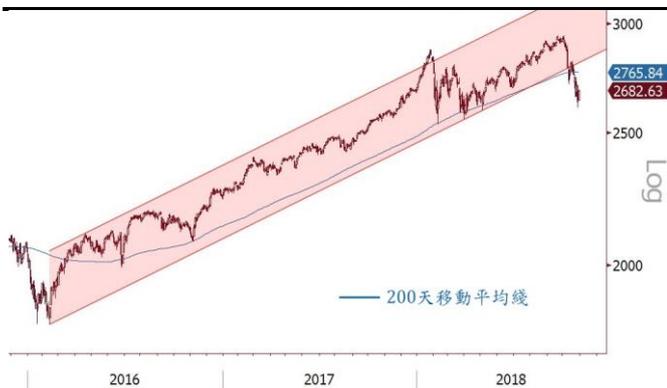
风险四：美股持续回落？

美国股市正身处史上最长牛市，由2009年金融海啸后至今未中断，但于10月份显著回调，标普500指数及纳斯达克指数于对数图(log)上，都失守上升轨及200天移动平均线的重要支持(图4、5)，一度反弹但未能重返上升轨之上，技术走势不妙。

基本因素方面，美股正面对经济增速见顶(衰退风险则可能到2019年底才浮现)、联储局持续加息、企业盈利增长放缓、估值偏高等风险。老牛或未死，小休恐难免。

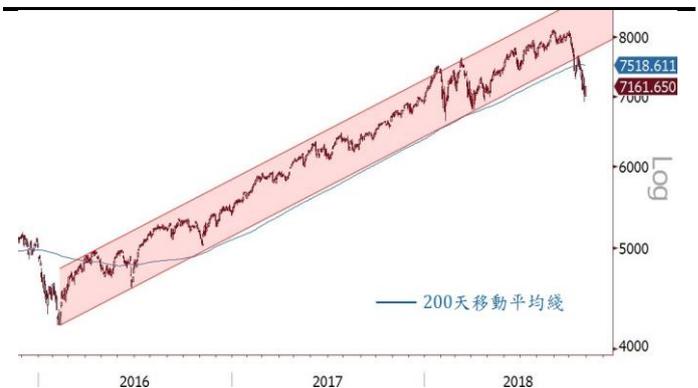
美股此轮接近十年的牛市，港股大幅跑输，很多时未能跟随美股上涨，但当美股显著回调，港股则往往跟跌。若果美股继续回调，港股难免被牵连。

图4：美国标普500指数跌穿支持



资料来源：彭博、招银国际研究，截至10月30日

图5：美国纳斯达克指数跌穿支持

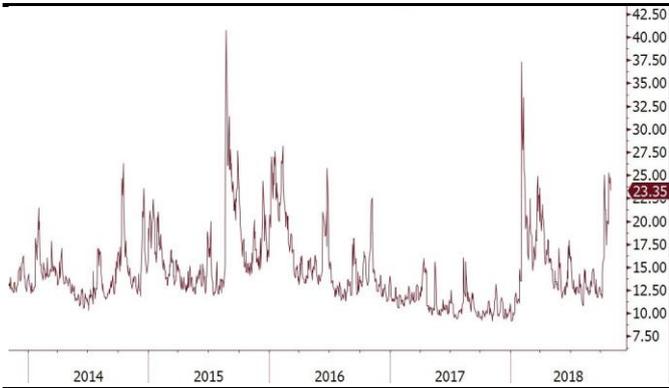


资料来源：彭博、招银国际研究，截至10月30日

那么美股几时完成调整？其中一个指标是俗称“恐慌指数”的VIX。美股大幅下挫时，VIX一般会急升，近一个月便由12升至现时23，比起近年两次美股急跌时(2015年8月及2018年2月)之VIX水平达36以上，仍有一段距离，或反映市场未够恐慌(图6)。

除了美股回调拖累港股，美元近期的强势亦构成风险。美汇指数正挑战重要阻力 98，同时该水平是“头肩底”形态的颈线，若果升穿，料展开更大升浪（图 7）。强美元一般不利新兴市场，令资金外流压力加剧。

图 6：“恐慌指数” VIX 或未见顶



资料来源：彭博、招银国际研究，截至 10 月 30 日

图 7：美汇指数升逼近关键水平



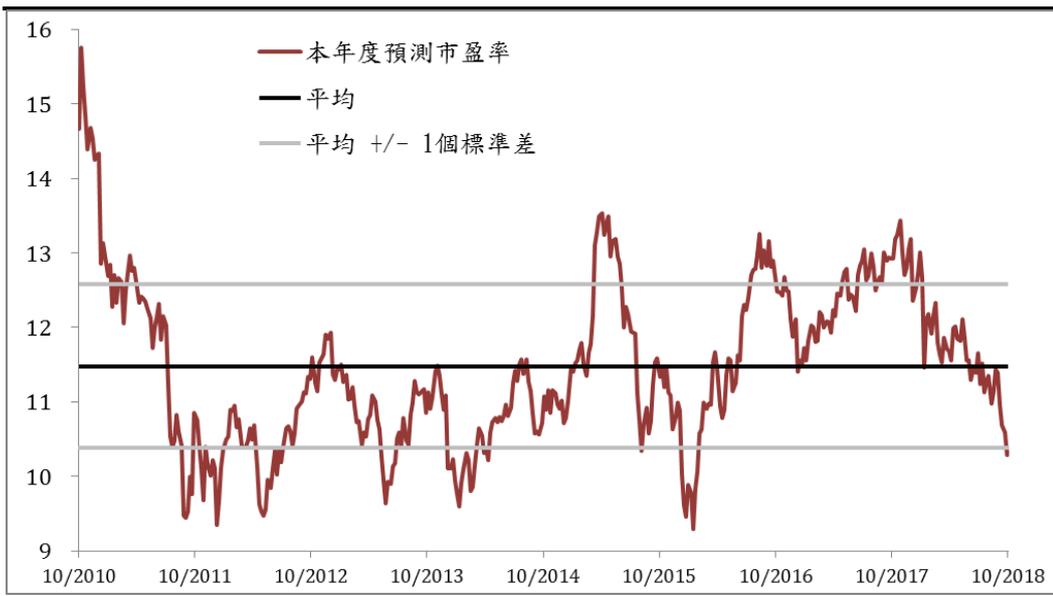
资料来源：彭博、招银国际研究

恒指估值离底不远

根据彭博数据，2015 年 1 月至 2016 年 2 月港股见底的期间，恒指 2016 年预测盈利被下调了 20%；2008 年 1 月至 2009 年 3 月港股见底的期间，恒指 2009 年预测盈利更被大削 37%（图 3）。目前没有重演 2008 年环球金融危机的迹象，港股盈利下调的幅度可能较接近 2015-2016 年那次。目前恒指 2019 年预测盈利已由 2 月份高位下调 8.9%。假设累计下调 20%，恒指才见底，则盈利仍有 12% 的下调风险，意味目前市场预测所反映的 9.4 倍 2019 年预测市盈率，可能因调低盈利预测而变成 10.6 倍。若恒指一如近年几次跌市般于大约 9.5 倍预测市盈率见底（图 8），则恒指可能跌多 10% 至大约 22,500，才完成熊市。

若果以 2018 年估值推算，目前预测市盈率 10.4 倍，若同样跌至 9.5 倍见底，加上约 2-3% 的盈利预测下调（已近年底，下调幅度有限），恒指潜在跌幅亦大约是 10%，同样指向约 22,500 见底。

图 8：恒指预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际研究

过去十年，恒生指数经历的三次熊市，历时约 9.5-12 个月，跌幅 35%-67%（图 9）。今次的回调始于本年 1 月高位 33,484，于 10 月底低见 24,541，回调已历时 9 个月，若跌至 22,500，等于由高位下跌 33%。估计恒指于未来三个月内于 22,500 附近见底。

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10月	9个月	33,484 - 24,541	27%
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

技术分析 - 恒指短期支持 24,000

港股此轮牛市始于 2016 年初，恒指于 18,279 起步，至今年 1 月于 33,484 见顶。按黄金比率推算，现已回调了升幅逾半，若回调升幅之 61.8%，下一级目标于 24,087（图 10）。

参考相对强弱指数(RSI)，于 10 月份与恒指出现“底背驰”（图 11），初步有条件反弹，但料需出现更可靠的“三底背驰”，才是更明确的短期见底讯号。假如恒指下试 24,000，而 RSI 没再跌至最近低位 31 或以下，则“三底背驰”成立，可望出现较强劲反弹。

图 10：恒指黄金比率回调目标 24,087



资料来源：彭博、招银国际研究

图 11：恒指初现 RSI 底背驰



资料来源：彭博、招银国际研究

投资策略

恒指 11 月料先跌后反弹

在贸易战阴霾下，港股仍面对盈利预测下调的风险，但从估值、下跌幅度及时间几方面分析，估计恒指已离底不远，由现水平计的潜在跌幅约 10%。而由于恒指已连跌六个月，近期一直接近超卖水平，随时酝酿短线反弹。估计恒指于 11 月首先下试 24,000 支持，然后迎来较大幅的反弹，之后于两三个月内跌至约 22,500 完成熊市。

板块配置操作方面，由于科网、手机设备等行业仍面对较大的盈利预测下调风险，宜把握技术性反弹的机会减持，换至估值低、防守力较强的板块如内银、内险、机械、基建等。

下页简述招银国际各分析员的行业观点（图 12）。

图 12：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	央行偏宽松的货币政策降低了同业资金成本，但也限制了贷款定价的上行空间。同时，存款竞争日趋激烈给存款成本带来了上升压力。这将放缓银行息差的扩张速度。我们认为在中美贸易摩擦不断升级的情况下，资产质量有潜在恶化的可能性。因此，股价的走势将很大程度上取决于资产质量指标的变化。我们仍看好经营稳健且资本实力强的国有大型银行，首选农行(1288 HK)及建行(939 HK)。
中国保险	优于大市	三季度寿险公司承保端和投资端仍承受压力。受到股市波动拖累，股票投资收益表现不佳。承保端，首年期交保费增速并未延续二季度的强势反弹，料受到宏观经济和居民可支配收入放缓的影响，但寿险队伍普遍保持较好姿态，四季度个险首年期交保费和新业务价值有望实现同比正增长。
中国设备及机械	优于大市	经过三季度的疲弱销售后，我们预期在基建增速将趋稳下，四季度重卡销售有机会回升，我们同时看好明年的销售量保持在 100 万辆的高水平，主要由于政策继续支持加速淘汰老旧车辆。工程机械方面，估值在 10 月份回落幅度远大于行业放缓的速度，我们认为反应过度，短期内有估值修复的机会。
中国风电	优于大市	市场忽略了行业基本面向好的趋势。前九个月风电运营商的发电量同比增长 12.7%-24.3%，同时新能源补贴回收速度明显加快。展望四季度，进入大风季节，我们预期风电运营商维持良好态势，同时限电情况改善有望继续释放风电项目的增量发电潜力。目前行业 2019 年平均预测市盈率仅 5.0 倍，而我们预期主要风电运营商仍能够维持两位数盈利增长。将行业前景由同步大市上调至优于大市。
中国房地产	同步大市	市场情绪自 9 月开始转淡，房价也下跌。虽然市场在前八个月平稳增长，我们认为房地产市场从 9 月份开始，压力慢慢显现。我们估计 2018 年全国房地产销售额将增长 7.2%至 143,390 亿元，但销售面积将下滑 0.8%至 16.80 亿平米。我们也担心部份小型房地产公司未能完成全年销售目标，对公司带来压力。
中国医药	同步大市	板块气氛仍受带量采购降价影响，长期看药企未来将削减仿制药利润空间，业务重心将转移至创新药。细分板块里我们看好中药板块，行业负面政策较少，受到仿制药拖累整体估值为 18 年 11.2 倍市盈率，从新基药目录调整来看国家对中药仍是扶持。看好中国中药(570 HK)、神威药业(2877 HK)和康臣药业(1681 HK)。
中国非必需消费	同步大市	今年中秋落在 9 月，所以环比消费增长较 7-8 月有轻微反弹，但观察到今年黄金周热度比往年低，所以展望 10 月以至四季度，我们维持审慎，预计在经济景气度下行、负财富效应、去年冷冬高基数的因素影响下，消费增长会继续放缓。目前行业估值已经偏低，仅 15 倍预测市盈率，低于七年平均 18 倍的 1.5 个标准差。
中国必需消费	同步大市	行业目前平均估值为 21 倍 2018 年预测市盈率，仍高于对上一次经济增速放缓时的估值底部。从目前部份已公布的第三季业绩看到，收入增速放慢，利润率受原材料及成本上涨影响而下跌，关注人民币贬值会否对原材料成本带来负面影响。
中国教育	同步大市	自今年 8 月《民促法》送审稿出台以来，整体教育板块情绪受挫，估值已下调 30%。然而我们注意到最近政府不断释放敦促政策落地的积极信号。我们看好行业刚需、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。高教板块受政策实质影响较小，待政策明朗后，期待整体高教板块信心回升，股价反弹。
中国互联网	同步大市	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	内外部因素造成的经济下行忧虑持续，股指连续下挫，激化市场对券商股权质押风险的恐慌情绪。但 10 月底监管机构发声，纾解股质风险，有助稳定市场情绪。券商 H 股估值已接近历史底部，业绩受市场环境不利影响已反映，仍需观望一系列稳经济稳市场政策出台后的落地效果，若能够巩固及重塑市场信心，则将为券商带来向上重估机会。我们依然看好业务结构均衡、兼具海外布局的龙头券商。
中国科技行业	落后大市	我们对行业短期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。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/智慧家居/IoT)。
中国太阳能	落后大市	行业在 531 政策之后，产业链价格传导趋于稳定。我们认为四季度及 2019 年行业仍存在较大不确定性。预料四季度将出台新的光伏项目标杆上网电价，将在目前基础上有明显的削减。此外，市场目前焦点于中国 2019 年的新增装机需求，若政策松绑，则新增装机需求难有起色，传导至产业链价格仍将有走弱可能。

资料来源：招银国际研究

附录 1：11 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	英国	英伦银行议息结果	—	—
2	美国	10 月失业率	3.7%	3.7%
	美国	10 月平均时薪(同比)	0.2%	0.3%
	美国	10 月非农就业人口变动	200,000	134,000
6	美国	国会中期选举	—	—
8	中国	10 月出口(美元, 同比)	—	14.5%
	中国	10 月进口(美元, 同比)	—	14.3%
9	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—
	中国	10 月消费者物价指数(同比)	—	2.5%
	中国	10 月生产者物价指数(同比)	—	3.6%
10-15	中国	10 月 M2 货币供应(同比)	—	8.3%
	中国	10 月新增人民币贷款	—	13,800 亿
14	美国	10 月核心消费者物价指数(同比)	—	2.2%
	中国	10 月零售销售(同比)	—	9.2%
	中国	10 月工业生产(同比)	—	5.8%
	中国	1-10 月固定资产投资农村除外(同比)	—	5.4%
21	美国	10 月耐用品订单	—	—
30	美国	联储局公开市场委员会 11 月会议纪录	—	—
	中国	11 月官方制造业采购经理人指数	—	50.2

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	10.3%	64.40	15.2	11.4	10.8	0.88	0.13	0.12	6.2%	6.2%	6.2%
友邦保险	1299	8.7%	59.35	14.9	17.7	14.3	2.37	0.26	0.24	1.7%	2.0%	2.2%
建设银行	939	8.2%	6.22	5.7	5.4	4.9	0.75	0.66	0.59	5.3%	5.7%	6.2%
工商银行	1398	4.8%	5.30	5.9	5.5	5.1	0.77	0.66	0.60	5.1%	5.5%	5.9%
中国平安	2318	5.0%	73.85	13.5	11.7	9.8	2.27	1.95	1.64	2.3%	2.7%	3.2%
中国银行	3988	3.2%	3.34	5.1	4.9	4.6	0.59	0.51	0.47	5.9%	6.3%	6.8%
香港交易所	388	3.0%	208.0	35.1	27.9	24.6	6.38	6.48	6.17	2.6%	3.2%	3.6%
中国人寿	2628	1.4%	15.62	12.2	13.4	10.0	1.22	1.03	0.95	2.9%	2.8%	3.7%
恒生银行	11	1.7%	183.6	17.5	14.8	13.7	2.36	2.23	2.10	3.6%	4.1%	4.5%
中银香港	2388	1.3%	29.30	10.0	9.6	8.9	1.25	1.19	1.11	4.4%	5.1%	5.5%
交通银行	3328	0.6%	5.88	5.5	5.5	5.1	0.62	0.53	0.49	5.5%	5.6%	6.0%
资讯科技		10.0%										
腾讯控股	700	8.9%	267.0	31.6	29.3	22.4	7.66	6.04	4.73	0.3%	0.4%	0.5%
瑞声科技	2018	0.5%	59.7	12.2	12.9	10.6	3.68	2.76	2.31	3.2%	3.1%	3.6%
舜宇光学科技	2382	0.6%	68.0	22.9	21.4	15.1	8.32	5.92	4.39	1.1%	1.2%	1.7%
地产		10.7%										
长实集团	1113	1.6%	50.90	6.2	6.8	7.1	0.60	0.58	0.55	3.3%	3.9%	4.1%
新鸿基地产	16	1.6%	101.9	5.9	9.0	8.5	0.55	0.53	0.51	4.6%	4.9%	5.2%
领展房产基金	823	1.8%	69.50	3.1	26.3	23.9	0.84	0.84	0.82	3.6%	3.9%	4.2%
中国海外发展	688	1.1%	24.55	6.6	6.8	5.6	0.97	0.90	0.80	3.3%	3.9%	4.6%
碧桂园	2007	0.8%	8.39	6.2	4.6	3.6	1.55	1.31	1.03	5.4%	7.4%	9.6%
九龙仓置业	1997	0.7%	48.55	8.6	15.3	14.9	0.69	0.70	0.68	2.0%	4.2%	4.4%
华润置地	1109	0.9%	26.60	8.2	7.5	6.4	1.33	1.18	1.05	3.2%	4.0%	4.7%
新世界发展	17	0.7%	9.94	4.3	10.8	10.8	0.47	0.47	0.45	4.8%	5.1%	5.3%
恒基地产	12	0.6%	36.50	5.3	12.8	10.1	0.53	0.53	0.52	4.3%	4.8%	4.9%
信和置业	83	0.4%	12.30	5.8	16.1	15.3	0.58	0.56	0.55	4.3%	4.4%	4.4%
恒隆地产	101	0.4%	14.20	7.9	13.4	14.0	0.46	0.46	0.46	5.3%	5.3%	5.3%
电讯		6.1%										
中国移动	941	5.5%	73.30	11.7	11.5	11.4	1.29	1.14	1.08	4.2%	4.2%	4.3%
中国联通	762	0.6%	8.14	121.2	27.4	16.3	0.72	0.60	0.58	0.7%	1.6%	2.4%
能源		7.1%										
中国海洋石油	883	2.9%	13.46	21.7	9.3	8.0	1.35	1.16	1.07	3.4%	5.0%	5.6%
中国石化	386	2.0%	6.36	13.4	8.5	8.5	0.95	0.82	0.79	8.8%	9.1%	9.1%
中国石油	857	1.5%	5.74	41.0	15.0	12.9	0.77	0.67	0.65	1.1%	3.6%	4.1%
中国神华	1088	0.7%	17.76	6.6	6.9	7.1	0.98	0.83	0.77	5.8%	6.1%	5.8%
公用		5.4%										
中电控股	2	2.0%	87.90	15.3	15.3	17.1	2.03	1.89	1.80	3.3%	3.4%	3.5%
香港中华煤气	3	1.7%	14.96	27.6	26.8	25.2	3.74	3.47	3.32	2.1%	2.4%	2.6%
电能实业	6	0.9%	52.35	13.4	14.1	14.2	1.34	1.34	1.32	5.3%	5.4%	5.5%
长江基建集团	1038	0.5%	57.30	14.0	13.4	12.8	1.42	1.29	1.24	4.2%	4.4%	4.6%
华润电力	836	0.3%	13.78	14.3	9.8	7.8	0.90	0.85	0.80	6.3%	6.4%	6.7%
综合类		3.9%										
长和	1	2.6%	78.95	8.7	7.9	7.1	0.69	0.65	0.61	3.6%	4.0%	4.3%
中信股份	267	0.8%	11.76	7.7	6.9	6.3	0.61	0.59	0.56	3.1%	3.4%	3.6%
太古股份	19	0.5%	81.35	4.3	16.0	9.2	0.46	0.47	0.46	2.6%	3.1%	3.9%
消费品		5.5%										
吉利汽车	175	1.0%	15.00	11.3	8.5	6.7	3.07	2.35	1.80	1.8%	2.7%	3.5%
石药集团	1093	0.8%	16.54	37.2	28.1	22.0	6.41	0.73	0.61	7.1%	9.4%	12.2%
申洲国际	2313	0.8%	86.60	30.8	24.7	20.5	5.54	4.48	3.90	1.5%	2.1%	2.5%
蒙牛乳业	2319	0.8%	23.10	39.4	26.0	20.2	3.43	2.83	2.50	0.6%	0.9%	1.2%
中国生物制药	1177	0.6%	7.03	36.4	27.1	22.0	3.89	4.60	3.77	0.7%	0.9%	1.1%
恒安国际	1044	0.5%	62.10	17.6	16.6	15.3	3.98	3.35	3.09	3.8%	4.0%	4.3%
万洲国际	288	0.6%	5.49	9.1	9.4	8.6	1.37	1.14	1.05	0.7%	0.7%	0.8%
中国旺旺	151	0.4%	5.60	19.9	17.9	16.5	4.28	3.46	3.11	0.0%	3.1%	3.3%
消费服务		2.1%										
银河娱乐	27	1.2%	42.40	17.4	13.8	12.8	3.01	2.82	2.43	0.0%	2.1%	2.2%
金沙中国	1928	0.9%	30.90	19.9	15.2	13.8	9.09	0.89	0.88	6.4%	6.8%	7.0%
工业		0.7%										
港铁公司	66	0.7%	38.00	13.9	22.2	20.3	1.36	1.33	1.30	2.9%	3.0%	3.1%
加权平均				10.3	10.4	9.4	1.22	1.14	1.06	4.0%	4.0%	4.3%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2018年10月31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		60.0%										
工商银行	1398	9.8%	5.30	5.7	5.6	5.1	0.77	0.74	0.67	5.1%	5.5%	5.9%
建设银行	939	9.6%	6.22	5.4	5.3	4.9	0.75	0.74	0.67	5.3%	5.7%	6.2%
中国平安	2318	10.3%	73.85	11.4	11.9	9.9	2.27	2.20	1.84	2.3%	2.7%	3.2%
中国银行	3988	7.3%	3.34	5.1	4.9	4.6	0.59	0.58	0.53	5.9%	6.3%	6.8%
中国人寿	2628	3.2%	15.62	10.9	12.8	9.7	1.22	1.16	1.06	2.9%	2.8%	3.7%
招商银行	3968	3.2%	30.20	8.7	8.5	7.4	1.38	1.32	1.16	3.1%	3.6%	4.1%
农业银行	1288	2.6%	3.44	5.0	5.0	4.7	0.69	0.67	0.61	5.8%	5.9%	6.4%
中国太保	2601	2.1%	29.20	14.4	13.0	10.3	1.69	1.57	1.43	3.1%	3.6%	4.5%
中国财险	2328	1.4%	7.60	7.6	7.1	6.2	1.09	1.03	0.92	3.3%	3.4%	3.8%
交通银行	3328	1.4%	5.88	5.5	5.5	5.2	0.62	0.59	0.55	5.5%	5.6%	6.0%
中信银行	998	1.3%	4.85	4.7	4.8	4.5	0.54	0.52	0.48	6.1%	5.9%	6.4%
民生银行	1988	1.1%	5.78	4.4	4.1	4.0	0.56	0.52	0.46	3.4%	3.4%	3.6%
海通证券	6837	0.7%	7.89	10.6	11.5	9.5	0.69	0.66	0.62	3.3%	2.6%	3.2%
邮储银行	1658	1.2%	4.68	7.1	6.2	5.5	0.88	0.79	0.70	3.5%	3.5%	4.2%
中信证券	6030	0.7%	13.80	13.8	13.0	11.6	0.97	0.95	0.90	3.3%	3.1%	3.5%
新华保险	1336	0.8%	36.65	12.8	11.7	10.1	1.55	1.48	1.32	1.6%	2.4%	2.8%
中国华融	2799	0.4%	1.42	5.3	4.7	3.3	0.41	0.37	0.34	13.4%	5.9%	8.0%
中国人民保险集团	1339	0.7%	3.20	6.9	7.0	6.3	0.83	0.80	0.71	1.4%	1.4%	1.6%
华泰证券	6886	0.6%	12.60	8.5	12.7	10.4	0.89	0.84	0.79	0.0%	3.1%	3.4%
中国信达	1359	0.5%	1.92	3.6	3.7	3.3	0.50	0.45	0.42	8.3%	7.1%	8.1%
广发证券	1776	0.4%	10.14	9.6	10.4	8.8	0.82	0.77	0.73	4.4%	3.2%	3.8%
中国银河	6881	0.4%	3.94	11.2	11.3	9.2	0.55	0.51	0.49	3.4%	2.5%	3.0%
众安在线	6060	0.3%	26.05	亏损	亏损	#N/A/N/A	1.99	2.12	2.17	0.0%	0.0%	0.0%
能源		12.6%										
中国石化	386	4.5%	6.36	9.4	8.5	8.5	0.95	0.92	0.89	8.8%	9.1%	9.1%
中国石油	857	3.3%	5.74	17.2	14.8	12.8	0.77	0.75	0.73	1.1%	3.6%	4.1%
中国神华	1088	1.7%	17.76	7.0	6.9	7.1	0.98	0.94	0.87	5.8%	6.1%	5.8%
中国海洋石油	883	3.1%	13.46	15.8	9.3	8.1	1.35	1.31	1.21	3.4%	5.0%	5.6%
地产建筑		4.9%										
中国交建	1800	0.9%	7.17	5.7	5.0	4.5	0.57	0.52	0.47	3.8%	3.9%	4.3%
海螺水泥	914	1.4%	40.50	8.6	6.9	6.8	2.00	1.75	1.50	3.3%	6.1%	6.3%
万科	2202	0.9%	24.15	7.9	6.8	5.6	1.76	1.52	1.29	4.2%	5.3%	6.5%
中国中铁	390	0.8%	7.00	8.2	7.6	6.7	0.93	0.86	0.78	1.8%	2.0%	2.3%
华润置地	1109	1.0%	26.60	6.8	7.4	6.4	1.33	1.33	1.18	3.2%	4.0%	4.7%
消费		6.4%										
比亚迪	1211	0.9%	50.80	50.5	36.1	27.4	2.44	2.10	1.95	0.3%	0.3%	0.4%
国药控股	1099	1.2%	37.80	17.9	16.5	14.5	2.56	2.29	2.06	1.7%	1.9%	2.2%
广汽集团	2238	0.6%	7.93	5.9	5.7	5.1	0.98	0.90	0.81	5.4%	5.5%	6.0%
长城汽车	2333	0.4%	4.64	6.0	6.8	6.5	0.74	0.70	0.65	4.1%	4.4%	4.8%
东风集团股份	489	0.6%	7.72	3.9	4.1	4.0	0.52	0.48	0.44	5.1%	4.4%	4.6%
中国国航	753	0.4%	6.31	10.4	12.7	8.7	0.91	0.89	0.82	2.0%	1.7%	2.5%
石药集团	1093	0.9%	16.54	30.9	27.9	21.8	6.41	5.74	4.80	0.9%	1.2%	1.6%
申洲国际	2313	0.8%	86.60	27.9	24.7	20.5	5.54	5.04	4.38	1.5%	2.1%	2.5%
恒安国际	1044	0.6%	62.10	17.1	16.7	15.6	3.98	3.77	3.47	3.8%	4.0%	4.3%
公用		2.1%										
华能国际	902	0.5%	4.37	22.6	16.2	10.0	0.71	0.68	0.66	2.6%	4.3%	7.0%
中广核电力	1816	0.5%	1.80	9.4	8.6	7.7	1.07	1.01	0.93	4.2%	4.0%	4.5%
中国燃气	384	0.6%	24.80	20.2	16.0	13.5	4.33	3.59	3.02	1.4%	1.9%	2.3%
粤海投资	270	0.5%	14.00	20.0	18.4	17.2	2.27	2.16	2.08	3.5%	3.9%	4.4%
工业		0.8%										
中国中车	1766	0.8%	6.88	15.8	14.5	12.2	1.38	1.34	1.25	2.5%	2.5%	3.0%
工业		0.9%										
中信股份	267	0.9%	11.76	8.1	6.8	6.3	0.61	0.59	0.56	3.1%	3.4%	3.6%
资讯科技及电讯		12.3%										
腾讯控股	700	5.1%	267.00	28.0	28.3	22.2	7.66	6.79	5.31	0.3%	0.4%	0.5%
中国移动	941	5.9%	73.30	11.4	11.6	11.5	1.29	1.28	1.21	4.2%	4.2%	4.3%
中国电信	728	1.3%	3.70	13.4	13.2	12.2	0.80	0.79	0.76	2.8%	3.1%	3.3%
加权平均				7.6	7.8	7.1	0.99	0.95	0.87	4.4%	4.3%	4.7%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2018年10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于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，请与我们联系。

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。