

# 11月港股策略報告

## 利率上升風險，帶來吸納機會

- ❖ **十九大引領中國發展進入新時代。**中共十九大會議在10月18日至24日召開，總書記習近平發表工作報告，部份重點包括建設現代化經濟體系，加快發展先進製造業，產業邁向全球價值鏈中高端，深化供給側改革，深化國企改革，保障和改善民生，建設美麗中國、健康中國，健全金融監管體系，確保不發生系統性金融風險等等。
- ❖ **利率趨升，股市添壓。**港股較受中國、美國及香港的因素影響，而近期此三地都出現利率向上的趨勢，香港銀行同業拆息、美國國債孳息、中國國債孳息，若升勢持續，將令今年上漲近三成的港股面臨回調壓力，尤其是對利率較敏感的地產股及高息股。另外，美元匯價亦正反彈，對新興市股帶來風險。
- ❖ **新興市場貨幣率先回落。**新興股市今年跑贏成熟股市，在美元及利率回升時，或面臨較大回調壓力。最近一年，新興市場股匯走勢亦步亦趨，但新興市場貨幣已率先下跌，由9月初起回調約4.5%，或是新興市股市回調的先兆。
- ❖ **港股成交漸增，唯未見亢奮。**隨著恒生指數上漲，香港股市日均成交節節上升，由去年第四季之648億港元，到今年第四季至今升至952億元，升幅達47%，超過同期恒指漲幅，反映投資者入市意欲上升，氣氛日益樂觀，卻未到亢奮階段（2015年4月恒指見頂，當日日均成交達1,981億元）。
- ❖ **技術分析：恒指沿上升通道攀升。**恒指今年8月逼近兩年來的上升通道頂部，升勢放緩，29,000有初步阻力。恒指今年於另一條更斜的上升通道運行，只要守住通道底部約27,700，便可延續升勢。另外，今年曾有三次較深回調，都於50天平均線獲支持，現時50天線於28,000，料亦有頗強支持。
- ❖ **投資策略：**港股短期雖面對利率上升及美元反彈風險，或會出現健康調整，但受幾個主要利好因素支持，包括中國經濟增速勝預期，企業盈利持續獲上調，及估值不高，料恒指可再創今年新高，可把握回調機會，吸納受惠利率上升及國策支持的板塊，包括內險、醫藥、鐵路基建。

### 焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2017年預測		
				市盈率(倍)	股息率(%)	每股盈利增長
中國人壽	2628 HK	25.80	9,616	20.9	1.7	59%
中國太保	2601 HK	38.45	4,233	20.5	2.4	20%
香港交易所	388 HK	217.2	2,693	37.6	2.4	21%
上海醫藥	2607 HK	20.15	720	12.9	2.4	11%
中國中藥	570 HK	4.47	198	14.2	2.3	23%
中車時代電氣	3898 HK	45.65	537	15.8	1.2	0%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2017年10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	28,246
52周高/低位	28,799/21,489
大市3個月日均成交	961億港元

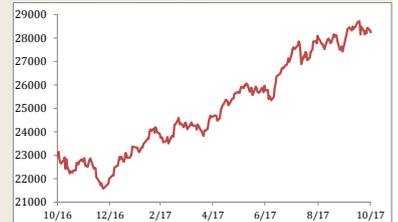
資料來源：彭博

### 恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1個月	+2.5%	+5.5%
3個月	+3.4%	+6.3%
6個月	+14.7%	+12.6%

資料來源：彭博

### 恒生指數一年走勢圖



### 過往市場策略報告

[17年10月3日 -](#)

[波幅加劇，牛市未完，候低吸納](#)

[17年9月1日 -](#)

[八連升後料整固，候低吸納大型股](#)

[17年8月1日 -](#)

[恒指最牛目標31,000](#)

[17年7月3日 -](#)

[舊經濟股轉強，捕捉盈喜板塊](#)

[17年6月1日 -](#)

[恒指目標上調至26,500](#)

[17年5月2日 -](#)

[預期溫和回調，防守板塊看俏](#)

## 經濟及市場焦點

### 中共十九大經濟政策重點

中國共產黨第十九次全國代表大會於2017年10月18日至24日在北京召開，總書記習近平發表長達三萬字的工作報告。投資者較需關注的一些重點，簡要摘錄如下：

- **中國面臨的主要困難和挑戰：**發展質量和效益還不高，創新能力不夠強，實體經濟水平有待提高，生態環境保護任重道遠；民生領域還有不少短板，脫貧攻堅任務艱鉅，城鄉區域發展和收入分配差距依然較大，群眾在就業、教育、醫療、居住、養老等方面面臨不少難題。
- **貫徹新發展理念，建設現代化經濟體系：**我國經濟已由高速增長階段轉向高質量發展階段，正處在轉變發展方式、優化經濟結構、轉換增長動力的攻關期。**加快建設製造強國，加快發展先進製造業，推動互聯網、大數據、人工智能和實體經濟深度融合，在中高端消費、創新引領、綠色低碳、共享經濟、現代供應鏈、人力資本服務等領域培育新增長點、形成新動能。支持傳統產業優化升級，加快發展現代服務業，瞄準國際標準提高水平。促進我國產業邁向全球價值鏈中高端，培育若干世界級先進製造業集群。**加強水利、鐵路、公路、水運、航空、管道、電網、信息、物流等基礎設施網絡建設。
- **深化供給側結構性改革：**以供給側結構性改革為主線，推動經濟發展質量變革、效率變革、動力變革，提高全要素生產率，著力加快建設實體經濟、科技創新、現代金融、人力資源協同發展的產業體系。**堅持去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板，優化存量資源配置，擴大優質增量供給，實現供需動態平衡。**
- **加快完善社會主義市場經濟體制：**深化國有企業改革，發展混合所有制經濟，培育具有全球競爭力的世界一流企業。推動形成全面開放新格局。要以“一帶一路”建設為重點。
- **保障和改善民生：**在幼有所育、學有所教、勞有所得、病有所醫、老有所養、住有所居、弱有所扶上不斷取得新進展。**建設平安中國，加強和創新社會治理，維護社會和諧穩定，確保國家長治久安、人民安居樂業。優先發展教育事業。加快教育現代化。支持和規範社會力量興辦教育。加強社會保障體系建設。全面實施全民參保計劃。完善城鎮職工基本養老保險和城鄉居民基本養老保險制度，盡快實現養老保險全國統籌。完善統一的城鄉居民基本醫療保險制度和大病保險制度。**
- **健康中國戰略：**完善國民健康政策，為人民群眾提供全方位全週期健康服務。深化醫藥衛生體制改革，全面建立中國特色基本醫療衛生制度、醫療保障制度和優質高效的醫療衛生服務體系，**健全現代醫院管理制度。**加強基層醫療衛生服務體系和全科醫生隊伍建設。全面取消以藥養醫，**健全藥品供應保障制度。**堅持預防為主，深入開展愛國衛生運動，**倡導健康文明生活方式，預防控制重大疾病。實施食品安全戰略，讓人民吃得放心。堅持中西醫並重，傳承發展中醫藥事業。支持社會辦醫，發展健康產業。**
- **建設美麗中國：**建設生態文明，推進資源全面節約和循環利用，**堅持節約資源和保護環境的基本國策。**著力解決突出環境問題，持續實施污染防治行動，**提高污染排放標準。**實施重要生態系統保護和修復重大工程。
- **健全金融監管體系，守住不發生系統性金融風險的底線。**

綜合而言，經濟發展目標日益重視質素而非單純的高速，鼓勵產業升級、消費升級；供給側改革、一帶一路政策將延續；較以往更重視民生保障、醫療服務、保護環境。不過，上述皆為長遠發展綱領，短期內未有具體政策公布，難起立竿見影之效。

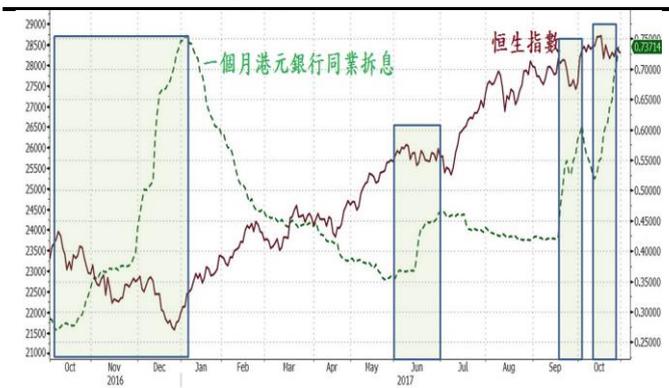
## 利率趨升，股市添壓

港股較受中國、美國及香港的因素影響，而近期此三地都出現利率向上的趨勢，若升勢持續，將令今年上升近三成的港股面臨回調壓力。

過去數周，香港銀行同業拆息（HIBOR）大幅上升，一個月拆息由 0.52% 升至 0.77%，而過去一年，每當拆息上升，恒指往往受壓（圖 1 綠色區域）。今次港元拆息上升，某程度受大型新股招股令市場資金緊張，亦因美國聯儲局已進入加息周期，合共已加息四次共一厘，但香港銀行未跟隨加息，港美拆息之差距擴闊，在聯繫匯率制度下，港元拆息有上升壓力。

中國國債孳息率過去一年反覆上升，由 2.68% 升至 3.89%，創三年新高，近期升勢尤急（圖 2）。債息急升，令部份投資者擔心反映市場資金緊張、金融去槓桿加快、貨幣政策偏緊。

圖 1：一個月港元拆息與恒生指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

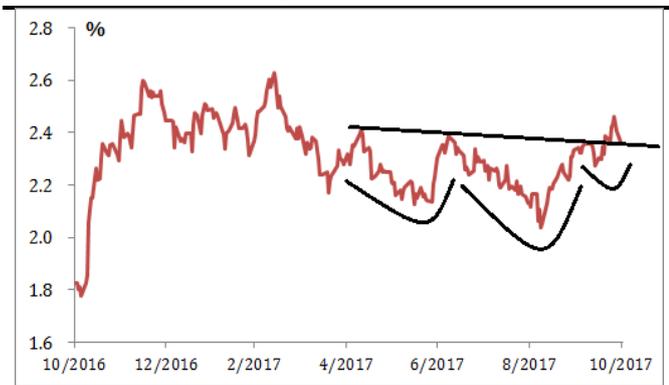
圖 2：中國十年期國債孳息率



資料來源：彭博、招銀國際研究

美國十年期國債孳息率由 9 月初之 2.1% 以下，升至 2.4% 附近，升破 6 月份以來的“頭肩底”頸綫（圖 3），再向上機會較大，對利率敏感的地產股及高息股有壓力。另外，美元匯價反彈，美元指數年初於 103 以上見頂，9 月初於 91.4 見底，現已反彈至 94.6，亦升穿“頭肩底”頸綫（圖 4）。美元上升時，新興市場通常受壓。短期內有兩大因素影響美國債息及美元匯價，第一是聯儲局下任主席人選，總統特朗普料於本周內公佈，大熱門是現任聯儲局理事鮑威爾（Jerome Powell）。鮑威爾自 2012 年進入聯儲局理事會，議息時一直沒投反對票，因此市場相信他會延續耶倫漸進加息的偏寬鬆貨幣政策，債息及美匯或回落。若果經濟學者泰勒（John Taylor）獲提名，市場將視為較鷹派，加息步伐或加快，料將推升債息及美元。第二個因素，是美國稅務改革進度，據報美國國會草擬分階段減企業稅，而非即時調低稅率，白宮官員隨即表明反對分階段。若稅改不順利，不利美國經濟前景，美元及債息升勢料放緩。

圖 3：美國十年期國債孳息



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 4：美元匯價指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

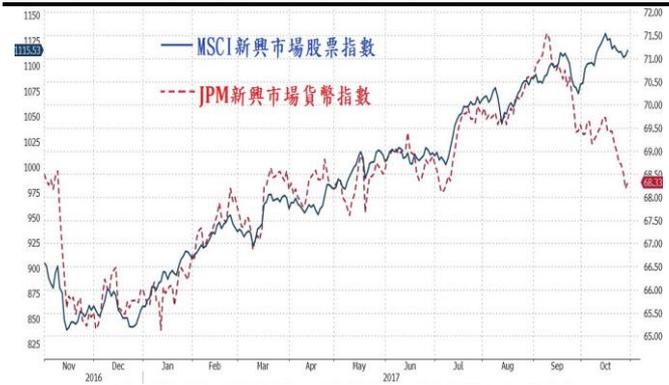
## 新興市場貨幣率先回落

新興股市今年跑贏成熟股市，在美元及利率回升時，或面臨較大回調壓力。新興市場貨幣已率先下跌，由9月初起回調約4.5%，但股市仍相對處於高位。過去一年，新興市場股匯走勢亦步亦趨（圖5），近兩個月的背馳較罕見，匯率先跌，是否股市回調的先兆？

## 港股成交漸增

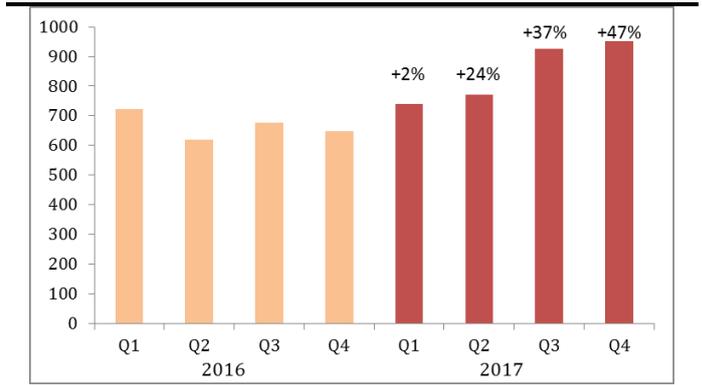
隨著恒生指數上漲，香港股市日均成交節節上升（圖6），由去年第四季之648億元，到今年第四季至今升至952億元，升幅達47%，超過同期恒指漲幅，反映投資者入市意欲上升，氣氛日益樂觀，卻未到亢奮階段（2015年4月恒指見頂，當月日均成交達1,981億元）。每季同比計，升幅逐季上升，可預期港交所(388 HK)之季度盈利亦隨之增速加快。

圖5：新興股市及貨幣出現背馳



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖6：港股日均成交額及同比升幅



資料來源：彭博、招銀國際研究

## 技術分析

### 恒指沿上升通道攀升

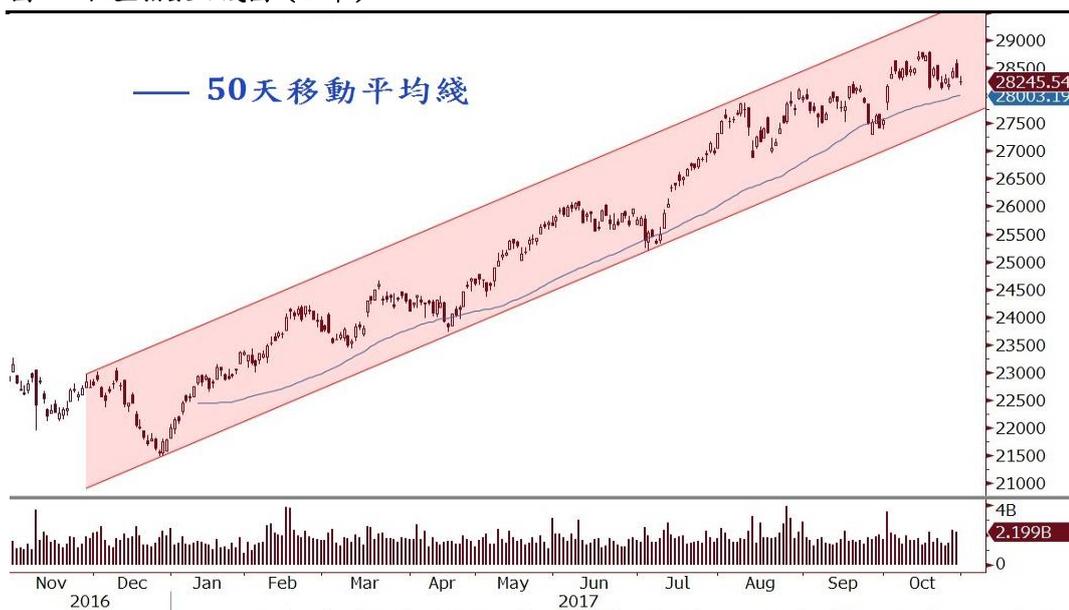
- 恒生指數 2016 年初於 18,279 見底後，於上升通道運行，今年 8 月逼近通道頂部，漸見阻力，升勢放緩。通道頂部目前約於 29,000（圖 7）。
- 恒指今年於另一條更斜的上升通道運行，只要守住通道底部約 27,700，便可延續升勢。另外，今年曾有三次較深回調，都於 50 天平均綫獲支持，現時 50 天綫於 28,000，料亦有頗強支持（圖 8）。

圖 7：恒生指數日綫圖（2 年）



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8：恒生指數日綫圖（1 年）



資料來源：彭博、招銀國際研究

## 上證升至阻力區

- 上證綜指今年落後恒生指數及國企指數，下半年已見升勢加快，但近日升至 2015 年底之反彈區間底部 3,400 漸見阻力，料需稍作整固，年底前應可重回該密集區 3,400-3,680。

圖 9：上證綜指上試 2015 年底阻力區



資料來源：彭博、招銀國際研究

## 投資策略及焦點股份

### 恒指仍反覆趨升，選受惠利率上升板塊

恒指今年已累升 28%，估計仍可再創今年新高，因受幾個主要利好因素支持，包括 1) 中國經濟增速勝預期，2) 企業盈利持續獲上調（恒指今年盈利預測較一年前上調約 9%），3) 估值不高（今年預測市盈率：恒指 13.0 倍，國指 8.8 倍），仍低於其他主要市場。

短期而言，上述的利率上升及美元反彈風險，或令恒指出現健康調整，可把握回調機會，吸納受惠利率上升及國策支持的板塊。

### 焦點板塊

- **內險**：中國國債孳息今年大幅上升，中長線可提高保險公司之投資收益。**中國人壽 (2628 HK)** 過去兩年股價大幅跑輸同業（國壽下跌逾一成，其他幾家壽險為主的股份上升一成多至五成多），估值亦大幅落後（國壽股價對內涵值約 0.9 倍，同業平均 1.5 倍），主要由於業績令人失望。不過，國壽今年第三季業績有驚喜，投資表現亮眼，保費結構優化，利潤重回正增長通道，估值可望向上重估。我們亦看好**中國太保 (2601 HK)**，由於其壽險業務穩健增長及財險業務承保利潤持續改善。新一屆管理層推出“轉型 2.0”，專注保險主業，增強公司競爭力。詳情請參閱 10 月 30 日發布的中國人壽[<研究報告>](#)，及 8 月 30 日發布的中國太保[<研究報告>](#)。
- **港交所**：港股日均成交節節上升，升幅更勝恒指，但**港交所 (388 HK)** 今年股價落後恒指。隨著市場氣氛日益樂觀，料港股成交將進一步上升。第四季至今，港股日均成交較去年第四季大升 47%，港交所之第四季業績值得憧憬。
- **醫藥**：十九大提出“健康中國戰略：完善國民健康政策，為人民群眾提供全方位全週期健康服務”，長遠有利醫藥行業發展。十九大亦強調“堅持中西醫並重，傳承發展中醫藥事業”，有利中藥龍頭企業**中國中藥 (570 HK)**。整體而言，製藥股今年股價累積頗大升幅，估值不低，相比之下，分銷商之估值較吸引，其中**上海醫藥 (2607 HK)** 之預測市盈率僅約 12 倍，低於同業**國藥 (1099 HK)** 之 16 倍及**華潤醫藥 (3320 HK)** 之 18 倍。詳情請參閱 10 月 24 日發布的中國中藥[<研究報告>](#)。
- **鐵路基建**：十九大提出要加快建設製造強國，加快發展先進製造業，產業邁向全球價值鏈中高端，培育若干世界級先進製造業集群，以“一帶一路”建設為重點。鐵路基建業可望受惠此政策方向。**中車時代電氣 (3898 HK)** 第三季純利同比下跌 35%，遜市場預期，主要由於動車組收入同比大跌 59%，但中線前景料改善，其中一個利好因素是 9 月底之庫存較 6 月底增加 64% 至 46 億元人民幣，管理層指庫存大部份是已完成產品，正待交貨，意味收入將上升。另外，我們預期動車組收入明年復甦。可候股價回調吸納。

圖 10：焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	本年度預測				
				市盈率(倍)	市帳率(倍)	股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國人壽	2628 HK	25.80	9,616	20.9	1.91	9.0	1.7	59%
中國太保	2601 HK	38.45	4,233	20.5	2.11	10.6	2.4	20%
香港交易所	388 HK	217.2	2,693	37.6	7.88	21.3	2.4	21%
上海醫藥	2607 HK	20.15	720	12.9	1.35	10.7	2.4	11%
中國中藥	570 HK	4.47	198	14.2	1.31	9.4	2.3	23%
中車時代電氣	3898 HK	45.65	537	15.8	2.53	17.1	1.2	0%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2017 年 10 月 31 日

## 附錄 1：11 月份重點經濟數據及事件

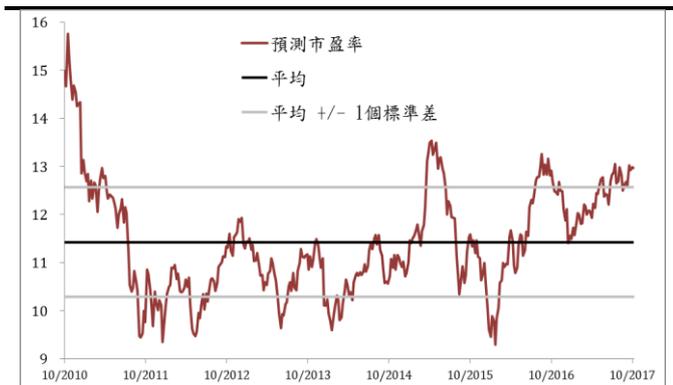
日期	國家	數據/事件	市場預期	上次數字
2	英國	英倫銀行議息結果	—	—
	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
3	美國	10月失業率	4.2%	4.2%
	美國	10月非農就業人口變動	310,000	-33,000
7	中國	10月外匯儲備(美元)	31,250 億	31,085 億
8	中國	10月出口(美元,年比)	7.0%	8.1%
	中國	10月進口(美元,年比)	18.0%	18.7%
9	中國	10月消費者物價指數(年比)	1.8%	1.6%
	中國	10月生產者物價指數(年比)	6.6%	6.9%
10-15	中國	10月M2貨幣供應(年比)	9.2%	9.2%
	中國	10月新增人民幣貸款	7,500 億	12,700 億
15	美國	10月核心消費者物價指數(年比)	—	1.7%
14	中國	1-10月固定資產投資(農村除外,年比)	7.3%	7.5%
	中國	10月工業生產(年比)	6.2%	6.6%
	中國	10月零售銷售(年比)	10.5%	10.3%
22	美國	10月耐用品訂單	—	—
23	美國	聯儲局公開市場委員會會議紀錄	—	—
29	美國	第三季GDP修訂值(年度化季比)	—	3.0%
30	中國	11月官方製造業採購經理人指數	—	—
	美國	聯儲局褐皮書	—	—

資料來源：彭博

註：以上為香港時間

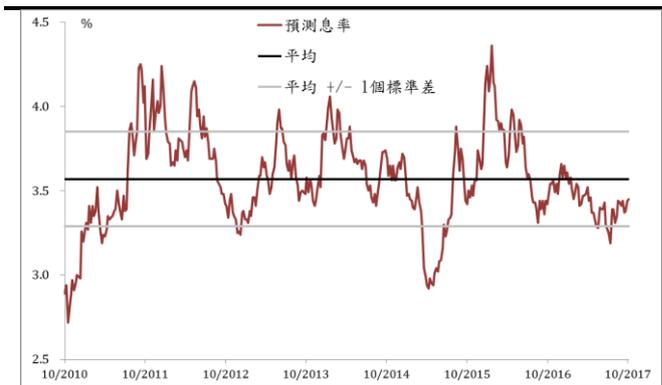
## 附錄 2：市場估值及重要指標

圖 11：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 12：恒生指數預測股息率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 13：恒生國企指數預測市盈率



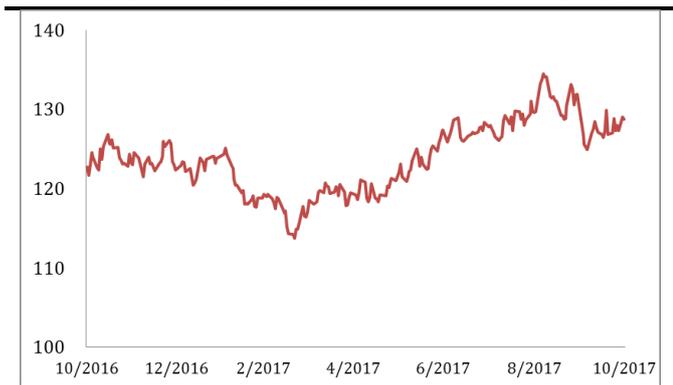
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 14：恒生國企指數預測股息率



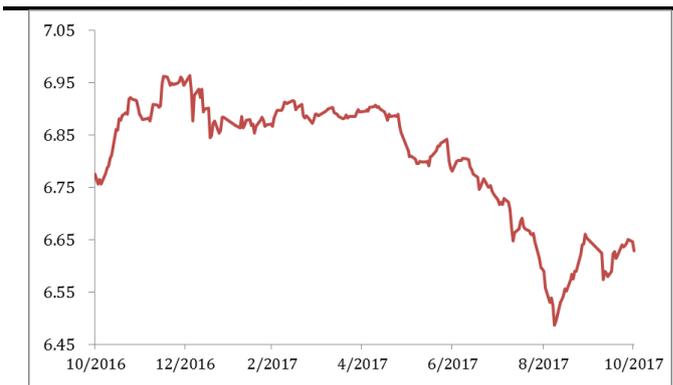
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 15：恒生 AH 股溢價指數（100 以上為 A 股溢價）



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 16：美元兌在岸人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際研究

### 附錄 3：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
<b>金融</b>		<b>48.5%</b>										
滙豐控股	5	10.0%	76.20	78.9	14.9	13.5	1.02	1.17	1.17	5.2%	5.2%	5.3%
建設銀行	939	8.4%	6.96	6.4	6.1	5.7	0.88	0.86	0.78	4.7%	4.9%	5.2%
友邦保險	1299	8.0%	58.70	21.8	17.6	17.0	2.37	2.32	2.14	1.5%	1.7%	2.0%
工商銀行	1398	5.2%	6.19	6.7	6.6	6.2	0.94	0.89	0.81	4.5%	4.5%	4.7%
中國銀行	3988	3.6%	3.89	5.9	5.7	5.3	0.70	0.68	0.62	5.1%	5.3%	5.7%
中國平安	2318	4.0%	68.50	17.1	14.4	12.4	2.37	2.34	2.06	1.3%	1.7%	2.0%
香港交易所	388	2.9%	217.20	46.7	38.3	33.6	7.66	7.88	7.58	2.0%	2.4%	2.7%
中國人壽	2628	2.1%	25.80	32.4	21.2	18.3	2.01	1.91	1.76	1.1%	1.7%	2.0%
中銀香港	2388	1.6%	37.15	7.1	12.6	12.1	1.65	1.62	1.50	3.1%	3.8%	4.0%
恒生銀行	11	1.6%	184.70	21.8	18.8	17.5	2.56	2.46	2.34	3.3%	3.6%	3.9%
交通銀行	3328	0.6%	5.88	5.5	5.5	5.3	0.62	0.60	0.55	5.4%	5.3%	5.7%
東亞銀行	23	0.6%	34.20	25.4	14.4	17.8	1.08	1.08	1.04	1.6%	3.4%	2.6%
<b>資訊科技</b>		<b>12.2%</b>										
騰訊控股	700	10.7%	349.80	68.7	44.3	34.9	13.12	11.89	8.95	0.2%	0.2%	0.3%
瑞聲科技	2018	1.2%	142.80	36.8	27.3	21.6	9.94	8.27	6.49	0.9%	1.1%	1.5%
聯想集團	992	0.4%	4.52	12.0	12.1	8.7	2.06	1.69	1.55	5.9%	3.6%	4.3%
<b>地產</b>		<b>10.4%</b>										
長江實業	1113	1.8%	64.15	12.2	11.6	10.3	0.86	0.86	0.82	2.4%	2.6%	2.9%
新鴻基地產	16	1.9%	127.60	8.8	12.7	11.6	0.74	0.71	0.69	3.2%	3.4%	3.7%
領展房產基金	823	1.6%	65.55	8.1	26.8	24.9	1.05	1.02	1.01	3.5%	3.7%	4.0%
中國海外發展	688	1.1%	25.30	7.5	7.9	6.9	1.14	1.10	0.98	3.0%	3.4%	3.9%
九龍倉集團	4	1.0%	70.95	10.0	14.9	14.4	0.66	0.65	0.64	3.0%	3.3%	3.4%
華潤置地	1109	0.7%	23.25	8.3	8.5	7.3	1.32	1.23	1.09	3.0%	3.4%	4.0%
新世界發展	17	0.8%	11.62	14.2	15.1	13.3	0.60	0.50	0.49	4.0%	4.0%	4.0%
恆基地產	12	0.7%	50.85	9.3	14.3	15.6	0.74	0.75	0.73	2.8%	3.3%	3.3%
信和置業	83	0.5%	13.44	11.4	13.5	17.0	0.66	0.62	0.61	3.9%	4.0%	4.0%
恆隆地產	101	0.4%	17.92	13.0	14.5	16.4	0.62	0.62	0.62	4.2%	4.2%	4.2%
<b>電訊</b>		<b>6.2%</b>										
中國移動	941	5.4%	78.35	12.5	11.9	11.2	1.34	1.36	1.29	3.6%	8.2%	4.4%
中國聯通	762	0.8%	11.08	360.7	47.6	22.9	0.97	0.96	0.94	0.0%	0.9%	1.4%
<b>能源</b>		<b>5.9%</b>										
中國石化	386	1.6%	5.73	12.6	11.2	10.9	0.82	0.81	0.78	5.1%	5.2%	5.6%
中國海洋石油	883	2.1%	10.62	632.4	13.4	12.1	1.05	1.02	0.98	3.4%	4.2%	4.4%
中國石油	857	1.2%	5.09	100.7	28.9	20.4	0.66	0.66	0.65	1.4%	2.7%	2.5%
中國神華	1088	0.7%	18.64	12.6	7.3	8.2	1.06	1.02	0.95	2.9%	5.3%	4.9%
崑崙能源	135	0.3%	7.23	87.9	11.3	10.4	1.30	1.52	1.39	0.9%	1.9%	2.3%
<b>公用</b>		<b>4.9%</b>										
中電控股	2	1.7%	79.35	15.5	15.6	15.1	1.97	1.91	1.79	3.5%	3.6%	3.8%
香港中華煤氣	3	1.4%	14.78	27.7	27.6	26.2	3.65	3.43	3.30	2.2%	2.4%	2.5%
電能實業	6	1.0%	67.60	22.5	19.3	18.5	1.33	1.40	1.38	4.0%	5.7%	4.2%
長江基建集團	1038	0.5%	67.90	17.6	17.0	15.8	1.82	1.64	1.57	3.3%	3.5%	3.7%
華潤電力	836	0.3%	15.00	9.2	14.7	9.3	1.03	1.03	0.98	5.8%	5.9%	5.8%
<b>綜合類</b>		<b>4.2%</b>										
長和	1	3.0%	99.05	11.6	11.1	10.1	0.94	0.87	0.81	2.7%	2.9%	3.1%
中信股份	267	0.7%	11.42	7.6	6.4	6.8	0.64	0.64	0.60	2.9%	3.1%	3.5%
太古股份公司	19	0.4%	77.05	11.4	19.0	15.5	0.49	0.52	0.51	2.7%	2.8%	3.3%
<b>消費品</b>		<b>3.9%</b>										
吉利汽車	175	1.4%	24.15	36.0	20.4	15.1	6.54	5.67	4.30	0.5%	1.0%	1.4%
萬洲國際	288	0.8%	7.90	14.3	13.5	12.5	2.18	2.18	1.99	3.3%	3.4%	3.7%
蒙牛乳業	2319	0.7%	21.60	-95.9	29.6	22.1	3.33	3.20	2.90	0.5%	0.8%	1.2%
恒安國際	1044	0.6%	76.90	21.9	20.8	19.5	5.16	4.88	4.49	3.0%	3.1%	3.3%
中國旺旺	151	0.4%	6.38	19.3	21.5	20.8	5.29	0.75	0.67	15.0%	1.8%	2.0%
<b>消費服務</b>		<b>3.4%</b>										
銀河娛樂	27	1.4%	53.10	36.4	25.4	23.0	4.51	4.42	3.88	0.0%	1.1%	1.3%
金沙中國	1928	1.0%	36.75	31.1	24.9	21.9	10.54	8.50	9.22	5.4%	5.5%	5.6%
港鐵公司	66	0.9%	45.20	26.5	27.6	28.2	1.75	1.89	1.85	2.4%	6.8%	2.5%
國泰航空	293	0.1%	13.34	-91.3	-25.3	74.5	0.99	0.99	0.96	0.4%	0.1%	0.4%
<b>工業</b>		<b>0.3%</b>										
招商局港口	144	0.3%	24.40	14.1	14.9	14.9	1.09	1.10	1.05	3.6%	7.0%	3.1%
<b>加權平均</b>				<b>14.8</b>	<b>13.0</b>	<b>11.9</b>	<b>1.46</b>	<b>1.34</b>	<b>1.25</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.4%</b>

資料來源：彭博、招銀國際研究

## 附錄 4：恒生國企指數成份股估值

恒生國企指數	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
<b>金融</b>		<b>73.1%</b>										
工商銀行	1398	10.4%	6.19	6.6	6.6	6.2	0.94	0.89	0.81	4.5%	4.5%	4.7%
中國銀行	3988	9.6%	3.89	5.6	5.6	5.3	0.70	0.68	0.62	5.1%	5.3%	5.7%
建設銀行	939	9.7%	6.96	6.2	6.2	5.7	0.88	0.86	0.78	4.7%	4.9%	5.2%
中國平安	2318	10.6%	68.50	14.2	14.5	12.3	2.37	2.34	2.06	1.3%	1.7%	2.0%
中國人壽	2628	6.3%	25.80	29.7	20.9	18.2	2.01	1.91	1.76	1.1%	1.7%	2.0%
農業銀行	1288	3.4%	3.67	5.4	5.3	5.0	0.76	0.74	0.67	5.5%	5.7%	6.0%
招商銀行	3968	3.9%	29.75	9.3	9.2	8.2	1.46	1.41	1.25	2.9%	3.2%	3.6%
中國太保	2601	3.0%	38.45	23.8	20.5	16.8	2.25	2.11	1.91	2.1%	2.4%	2.9%
中國財險	2328	2.3%	15.46	10.0	9.1	8.5	1.53	1.41	1.24	2.4%	2.6%	2.9%
民生銀行	1988	1.5%	7.55	3.0	4.9	4.7	0.66	0.62	0.56	4.4%	4.2%	4.2%
交通銀行	3328	1.7%	5.88	5.4	5.5	5.3	0.62	0.60	0.55	5.4%	5.3%	5.7%
中信銀行	998	1.6%	5.02	5.0	5.0	4.8	0.58	0.55	0.50	5.0%	5.0%	5.2%
海通證券	6837	1.3%	12.34	15.5	14.0	12.0	1.07	1.03	0.96	2.1%	2.3%	2.7%
中信證券	6030	1.2%	17.32	17.4	16.2	14.0	1.24	1.19	1.12	2.4%	2.0%	2.4%
新華保險	1336	1.3%	48.75	26.6	21.0	16.1	2.09	1.99	1.80	1.2%	1.3%	1.7%
中國郵政儲蓄銀行	1658	0.9%	4.71	7.3	7.2	6.4	0.94	0.84	0.75	1.8%	2.3%	2.6%
中國信達	1359	0.9%	3.03	5.9	5.5	4.8	0.69	0.71	0.64	5.0%	5.2%	5.7%
廣發證券	1776	0.9%	16.62	13.0	12.3	10.8	1.33	1.26	1.18	2.5%	2.7%	3.2%
中國銀河	6881	0.8%	6.80	11.2	11.1	9.9	0.93	0.89	0.83	2.9%	2.7%	3.0%
華泰證券	6886	0.9%	16.84	16.6	15.1	12.9	1.19	1.17	1.09	3.5%	2.9%	3.2%
中國人民保險集團	1339	0.9%	3.71	8.7	8.1	7.6	1.01	0.95	0.85	1.1%	1.0%	0.9%
<b>能源</b>		<b>10.5%</b>										
中國石化	386	4.8%	5.73	10.7	11.1	10.9	0.82	0.81	0.78	5.1%	5.2%	5.6%
中國石油	857	3.5%	5.09	32.9	28.8	20.6	0.66	0.66	0.65	1.4%	2.7%	2.5%
中國神華	1088	2.1%	18.64	7.0	7.3	8.2	1.06	1.02	0.95	2.9%	5.3%	4.9%
<b>地產建築</b>		<b>5.4%</b>										
中國交建	1800	1.4%	9.47	7.3	6.9	6.1	0.78	0.75	0.69	2.4%	2.8%	3.2%
海螺水泥	914	1.4%	33.35	12.6	11.3	11.1	1.87	1.74	1.57	1.8%	3.0%	3.1%
萬科	2202	1.2%	27.75	11.3	9.8	8.1	2.31	1.98	1.71	3.4%	4.2%	5.0%
中國中鐵	390	0.8%	6.27	8.8	8.4	7.5	0.90	0.83	0.75	1.7%	2.0%	2.2%
中國鐵建	1186	0.6%	9.79	7.7	7.2	6.5	0.83	0.78	0.71	1.9%	2.2%	2.4%
<b>消費</b>		<b>5.2%</b>										
國藥控股	1099	1.4%	34.90	16.8	16.0	14.1	2.49	2.24	1.99	1.7%	1.9%	2.1%
比亞迪	1211	1.4%	68.35	40.3	34.0	23.3	3.16	2.93	2.65	0.9%	0.6%	0.8%
長城汽車	2333	1.0%	9.83	9.4	12.6	9.0	1.64	1.49	1.33	4.2%	2.6%	3.3%
東風集團股份	489	0.9%	10.70	5.7	5.8	5.6	0.77	0.71	0.64	2.5%	2.7%	2.9%
中國國航	753	0.5%	7.43	12.0	10.6	10.1	1.13	1.06	0.98	1.9%	1.9%	2.0%
<b>公用</b>		<b>2.1%</b>										
中廣核電力	1816	0.8%	2.29	9.0	10.1	9.7	1.47	1.39	1.27	2.6%	3.1%	3.2%
華能國際	902	0.7%	5.22	25.5	29.6	10.1	0.82	0.84	0.79	6.5%	1.8%	5.2%
龍源電力	916	0.6%	5.78	11.1	10.1	8.5	0.99	0.91	0.84	1.7%	2.0%	2.4%
<b>工業</b>		<b>1.9%</b>										
中國中車	1766	1.1%	7.69	17.7	15.8	13.7	1.56	1.59	1.48	3.4%	2.4%	2.7%
中車時代電氣	3898	0.8%	45.65	18.1	15.8	13.7	2.72	2.53	2.20	1.2%	1.2%	1.5%
<b>電訊</b>		<b>1.7%</b>										
中國電信	728	1.7%	3.91	14.6	13.3	11.9	0.84	0.82	0.79	2.8%	3.1%	3.3%
<b>加權平均</b>				<b>9.2</b>	<b>8.8</b>	<b>8.1</b>	<b>1.06</b>	<b>1.02</b>	<b>0.93</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.8%</b>

資料來源：彭博、招銀國際研究

## 附錄 5：深港通合資格港股（撇除滬港通之港股）

名稱	代碼	名稱	代碼	名稱	代碼	名稱	代碼
<b>資訊科技</b>		德永佳集團	321 HK	中化化肥	297 HK	彩生活	1778 HK
長飛光纖光纜	6869 HK	大昌行集團	1828 HK	招金礦業	1818 HK	中國奧園	3883 HK
IGG	799 HK	中國利郎	1234 HK	紛美包裝	468 HK	<b>工業</b>	
丘鈦科技	1478 HK	*海信科龍	921 HK	西部水泥	2233 HK	*中集集團	2039 HK
*中興通訊	763 HK	361 度	1361 HK	*鞍鋼股份	347 HK	民銀資本	1141 HK
中國軟件國際	354 HK	和諧汽車	3836 HK	*晨鳴紙業	1812 HK	香港國際建投	687 HK
金蝶國際	268 HK	雅迪控股	1585 HK	<b>金融</b>		*濰柴動力	2338 HK
天鴿互動	1980 HK	民生教育	1569 HK	*廣發證券	1776 HK	綠城服務	2869 HK
慧聰網	2280 HK	超威動力	951 HK	重慶銀行	1963 HK	中國龍工	3339 HK
百富環球	327 HK	華誼騰訊娛樂	419 HK	中信建投證券	6066 HK	越秀交通基建	1052 HK
仁天科技	885 HK	*浙江世寶	1057 HK	民眾金融科技	279 HK	中國外運	598 HK
<b>電訊</b>		宇華教育	6169 HK	五龍動力	378 HK	天津港發展	3382 HK
中信國際電訊	1883 HK	<b>基本消費</b>		國銀租賃	1606 HK	中外運航運	368 HK
香港寬頻	1310 HK	西藏水資源	1115 HK	交銀國際	3329 HK	五龍電動車	729 HK
<b>非必需消費</b>		匯源果汁	1886 HK	中國金融國際	721 HK	太平洋航運	2343 HK
*比亞迪	1211 HK	中糧肉食	1610 HK	中國天然氣	931 HK	中國飛機租賃	1848 HK
正通汽車	1728 HK	<b>健康護理</b>		<b>地產</b>		*金風科技	2208 HK
李寧	2331 HK	環球醫療金融	2666 HK	*萬科	2202 HK	*中聯重科	1157 HK
周生生	116 HK	石四藥集團	2005 HK	禹洲地產	1628 HK	偉祿集團	1196 HK
福壽園	1448 HK	微創醫療	853 HK	新城發展	1030 HK	*東江環保	895 HK
星美控股	198 HK	聯邦製藥	3933 HK	寶龍地產	1238 HK	*東北電氣	42 HK
天虹紡織	2678 HK	*麗珠集團	1513 HK	佳兆業集團	1638 HK	<b>公用</b>	
楓葉教育	1317 HK	先健科技	1302 HK	中駿置業	1966 HK	北京燃氣藍天	6828 HK
恒騰網絡	136 HK	同仁堂科技	1666 HK	綠景中國地產	95 HK	光大綠色環保	1257 HK
中國動向	3818 HK	金斯瑞生物科技	1548 HK	融信中國	3301 HK	粵豐環保	1381 HK
寶勝國際	3813 HK	長江生命科技	775 HK	佳源國際	2768 HK	熊貓綠能	686 HK
冠城鐘錶珠寶	256 HK	華瀚健康	587 HK	遠東發展	35 HK	協鑫新能源	451 HK
天能動力	819 HK	*山東新華製藥	719 HK	中國海外宏洋	81 HK	中國水務	855 HK
超盈國際	2111 HK	神威藥業	2877 HK	英皇國際	163 HK	中國電力清潔能源	735 HK
波司登	3998 HK	<b>資源</b>		紅星美凱龍	1528 HK	京能清潔能源	579 HK
數字王國	547 HK	阜豐集團	546 HK	上實城市開發	563 HK	中廣核新能源	1811 HK
佐丹奴國際	709 HK	中國東方	581 HK	招商局置地	978 HK		
都市麗人	2298 HK	首鋼資源	639 HK	綠地香港	337 HK		
特步國際	1368 HK	中國金屬利用	1636 HK	花樣年	1777 HK		

\*其 A 股於深圳上市

資料來源：深交所、彭博、招銀國際研究

## 附錄 6：A/H 股差價

### H 股較 A 股折讓最大的 25 隻股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 折讓(%)
洛陽玻璃	1108 HK	4.58	600876 SH	22.17	-82.4
山東墨龍	568 HK	1.38	002490 SZ	4.95	-76.3
京城機電	187 HK	2.23	600860 SH	7.17	-73.6
浙江世寶	1057 HK	3.34	002703 SZ	10.61	-73.2
天津創業環保	1065 HK	4.97	600874 SH	15.52	-72.8
東北電氣	42 HK	1.90	000585 SZ	5.26	-69.3
上海電氣	2727 HK	3.54	601727 SH	8.97	-66.5
中遠海發	2866 HK	1.75	601866 SH	3.93	-62.2
中石化油服	1033 HK	1.34	600871 SH	3.00	-62.0
大連港	2880 HK	1.36	601880 SH	2.97	-61.1
第一拖拉機	38 HK	3.81	601038 SH	8.25	-60.8
新華文軒	811 HK	6.77	601811 SH	14.65	-60.7
安徽皖通高速公路	995 HK	6.26	600012 SH	12.94	-58.9
中船防務	317 HK	13.30	600685 SH	26.66	-57.6
北京北辰實業	588 HK	2.90	601588 SH	5.81	-57.6
南京熊貓電子	553 HK	5.07	600775 SH	10.04	-57.1
中國中冶	1618 HK	2.58	601618 SH	5.10	-57.0
東方證券	3958 HK	7.96	600958 SH	15.23	-55.6
山東新華製藥	719 HK	9.29	000756 SZ	17.30	-54.4
中國東方航空	670 HK	3.96	600115 SH	6.89	-51.2
大唐發電	991 HK	2.63	601991 SH	4.38	-49.0
海信科龍	921 HK	9.78	000921 SZ	16.19	-48.7
中煤能源	1898 HK	3.57	601898 SH	5.90	-48.6
中海油田服務	2883 HK	6.91	601808 SH	11.40	-48.5
中國石油	857 HK	5.09	601857 SH	8.27	-47.7

資料來源：彭博、招銀國際研究

\*A 股代碼後的最後 2 位英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

### H 股較 A 股溢價的股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 溢價(%)
安徽海螺水泥	914 HK	33.35	600585 SH	26.12	8.5
江蘇寧滬高速公路	177 HK	11.96	600377 SH	10.07	0.9

資料來源：彭博、招銀國際研究

\*A 股代碼後的最後 2 位英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

## 附錄 7：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。

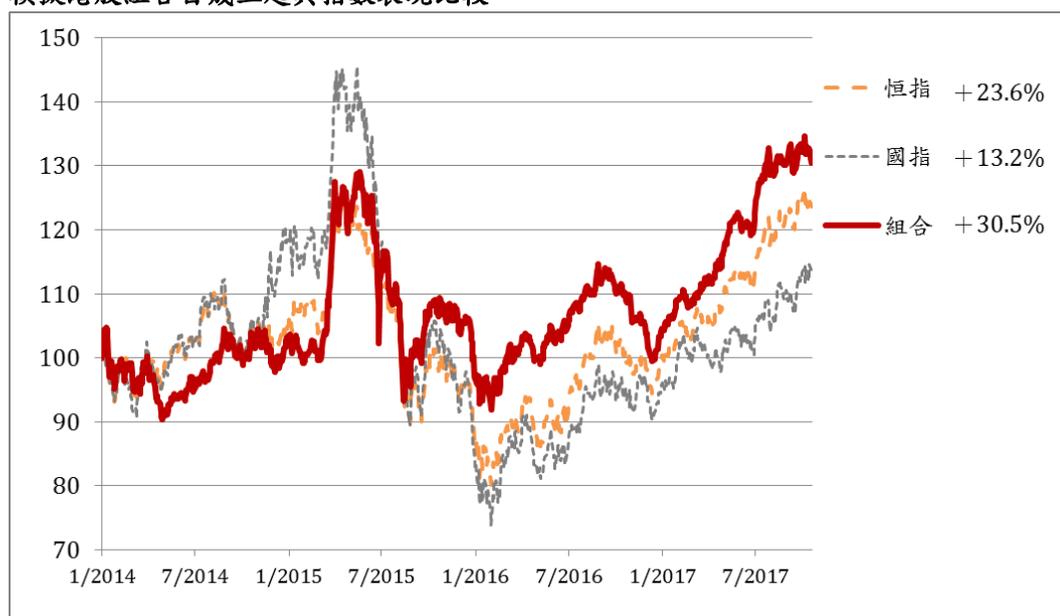
「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標 0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

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
騰訊控股	700	科網	44.6	34.9	0.2	113.93	349.80	209.0%	14.5%
領展房產基金	823	房產基金	27.0	24.9	3.5	46.04	65.55	50.5%	10.0%
新華保險	1336	保險	21.0	16.1	1.1	35.32	48.75	40.5%	6.8%
友邦保險	1299	保險	17.7	17.0	1.5	47.00	58.70	26.8%	7.0%
長實地產	1113	地產	11.8	10.3	2.4	52.83	64.15	24.4%	6.2%
滙豐控股	5	金融	14.8	13.9	5.2	74.92	76.20	1.7%	7.1%
中信建投證券	6066	券商	8.8	7.5	2.9	7.10	7.15	3.6%	5.4%
中國銀行	3988	銀行	5.6	5.3	5.0	3.84	3.89	6.7%	5.6%
IGG	799	科網	10.1	8.1	2.0	12.31	10.46	-12.2%	5.1%
錦江酒店	2006	消費服務	20.8	18.4	3.3	2.63	2.81	6.8%	6.4%
中國海外宏洋	81	地產	6.8	5.2	0.2	5.12	4.57	-10.7%	5.4%
香港交易所	388	金融	37.6	33.3	2.1	208.0	217.2	4.4%	6.3%
信義光能	968	新能源	8.3	7.5	5.2	2.83	2.70	-4.7%	5.8%
現金 (8.3%)									8.3%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)								<b>30.5%</b>	
組合整體回報 (2017年度)								<b>28.9%</b>	

數據來源：彭博、招銀國際證券（截至2017年10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 2017 年 10 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责任。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。