

9月港股策略报告

避险为上，候低买价值股

- ❖ **港股中期业绩大致符合预期。**恒指成分股上半年盈利增长 12.2%，较市场预期高 0.7%。业绩期后，市场对恒指今年每股盈利预测下调了 0.6%。按行业分类，业绩表现较参差，科技股普遍令人失望，盈利预测被下调幅度较大，能源及公用股之盈利预测则获较大幅度上调。
- ❖ **中美贸易战即将升温。**上月中美进行的副部长级谈判无功而还，反而短期内贸易战升级的机率颇大，美国或即将对中国 2,000 亿美元商品加征 25% 关税。贸易战至今，对中国经济虽未见有严重影响，但贸易相关的数据已正在转弱，中国官方制造业 PMI 今年以来大致保持稳定于 50 以上的扩张区域，但新出口订单和进口分类指数已连跌四个月，皆处于收缩区域。
- ❖ **新兴市场风险蔓延至亚洲。**今年以来美元反弹，新兴市场货币受压，近半年土耳其及阿根廷货币急贬逾四成，印尼货币近期亦出现较大贬值压力，兑美元创下廿年新低，开始令人忧虑新兴市场危机蔓延至亚洲。不过，东南亚国家财政实力较廿年前金融风暴时已大幅提升，亚洲出现广泛货币贬值及资产价格大跌的风险不大。
- ❖ **美债息回落，资金似避险。**近日美国经济数据略逊预期，美元汇价回落，或有助舒缓新兴市场货币贬值及资金流走。美股虽接连创历史新高，但美国债息过去一个月反复下跌，似有资金流向债市避险，与股市的乐观情绪并不一致。孳息曲线则趋向平坦，十年与两年孳息差距收窄至 0.23 厘，是 2007 年以来最小，或正反映部份市场人士对经济的忧虑。
- ❖ **技术分析：美股现疲态，新兴股市待破降轨。**美股今年以来反复破顶，标普 500 指数及纳斯达克指数齐创新高，但目前均于“上升楔形”顶部遇阻。与美股相反，MSCI 新兴市场指数一直受制下降轨，在升穿降轨前，不宜试图抄底。恒指现处于短期下降通道，但似正营造小形“头肩底”见底形态。
- ❖ **香港料随美国加息。**美国联储局很可能于 9 月 26 日再加息四分一厘，将会是此轮加息周期的第 8 次。香港银行一直未跟随加息，但近期港元再跌至弱方保证水平 7.85，银行体系结余跌至 2008 年金融海啸后最低，同时港元拆息上升，反映资金渐趋紧张，估计港银颇大机会于本月联储局加息后，上调最优惠利率。若港银加息四分一厘，应已获市场充份预期，假如上调超过四分一厘，则市场会担心港息补涨，加息步伐太快恐令经济、楼市及股市下行压力增加。
- ❖ **投资策略：暂避高估值增长股，候低买银行保险机械股。**目前港股气氛偏弱，避险情绪较高，高估值的增长股短期内仍有盈利预测及估值下调的风险，宜暂避。价值股短期内虽亦受市场气氛影响，但低估值、高股息为它们提供较强防守力，可候低分段吸纳内银、内险、香港银行、机械等行业，憧憬内地推出稳增长政策及香港加息推动股价向上。

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)	股息率(%)	每股盈利增长
建设银行	939 HK	6.93	17,421	5.8	5.2	5.8%
中国平安	2318 HK	75.85	13,470	11.9	2.6	11%
中银香港	2388 HK	38.35	4,055	12.2	4.0	16%
中国重汽	3808 HK	13.28	367	7.9	6.9	43%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 9 月 3 日

苏沛丰, CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	27,713
52 周高/低位	33,484/26,871
大市 3 个月日均成交	958 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	+0.1%	+1.1%
3 个月	-9.1%	-10.0%
6 个月	-9.4%	-11.4%

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 - 恒指目标下调至 32000](#)

[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](#)

[18年3月1日 - 调整持续，牛市未完](#)

市场焦点

港股连跌四个月，5-8月恒生指数累计跌2,920点或9.5%，8月份低见26,871，较1月份历史高位33,484回落19.7%，离技术性熊市（由高位下跌20%）仅一步之遥。8月份的业绩期未有带来惊喜，展望9月份，市场关注中美贸易战升级、新兴市场危机、美国及香港加息等负面因素，估计短期仍倾向低位整固。同时，一支独秀的美国股市出现一些转弱的警号。另一方面，美元汇价反弹遇阻，可能为新兴市场带来喘息机会。

港股中期业绩回顾

港股的中期业绩期刚完结，大致符合市场预期。根据彭博数据，恒指成分股上半年盈利增长12.2%，较市场预期高0.7%；恒生国企指数成分股上半年盈利增长10.6%，较市场预期低0.9%。

业绩期后，市场对恒指及国指的盈利预测变动不大。根据彭博及我们的统计，截至8月31日，对比一个月前，市场对恒指今年每股盈利预测仅下调了0.6%，对国指今年每股盈利预测上调了0.2%。

按行业分类，业绩表现较参差，科技股普遍令人失望，盈利预测被下调幅度较大，能源及公用股之盈利预测则获较大幅度上调。

图1：恒指成份股盈利预测变化

名称	代码	本年度盈利预测变化(%)*	名称	代码	本年度盈利预测变化(%)*
金融		-1.1%	电讯		0.0%
汇丰控股	5	-6.3%	中国移动	941	0.2%
友邦保险	1299	-2.5%	中国联通	762	-2.6%
建设银行	939	-1.8%	能源		2.2%
工商银行	1398	0.7%	中海油	883	2.9%
中国平安	2318	2.5%	中石化	386	3.7%
中国银行	3988	1.4%	中石油	857	-0.7%
香港交易所	388	-2.4%	中国神华	1088	-0.3%
中国人寿	2628	-2.6%	公用		1.5%
恒生银行	11	7.1%	中电控股	2	1.5%
中银香港	2388	1.5%	香港中华煤气	3	6.5%
交通银行	3328	-1.9%	电能实业	6	0.1%
东亚银行	23	10.2%	长江基建	1038	-1.5%
资讯科技		-5.1%	华润电力	836	-2.0%
腾讯控股	700	-2.6%	综合类		0.0%
瑞声科技	2018	-9.8%	长和	1	-1.3%
舜宇光学科技	2382	-16.7%	中信股份	267	3.8%
地产		0.3%	太古股份	19	-1.5%
长实集团	1113	-0.6%	消费品		-0.3%
新鸿基地产	16	-0.6%	吉利汽车	175	2.2%
领展房产基金	823	-0.3%	石药集团	1093	-0.4%
中国海外发展	688	-0.5%	万洲国际	288	-4.1%
碧桂园	2007	2.8%	蒙牛乳业	2319	-2.5%
九龙仓置业	1997	4.2%	恒安国际	1044	1.1%
华润置地	1109	-1.1%	中国旺旺	151	0.1%
新世界发展	17	5.3%	消费服务		0.9%
恒基地产	12	0.1%	银河娱乐	27	2.1%
信和置业	83	-8.0%	金沙中国	1928	-0.9%
恒隆地产	101	0.4%	运输		-12.0%
			港铁公司	66	0.3%
			招商局港口	144	-23.3%

资料来源：彭博、招银国际研究

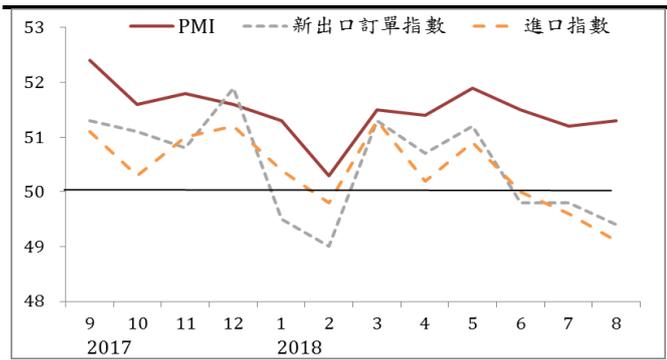
*18年8月31日与7月31日之比较

中美贸易战未有解决迹象

中美贸易战仍是内地及香港股市目前最大的风险。尽管贸易战已胶着半年有余，但目前并未看到双方达成和解或朝实质性解决问题方向前进的迹象，上月双方进行的副部长级谈判又无功而还，反而短期内贸易战升级的机率颇大。美国对中国 2,000 亿美元商品加征 25% 关税的公众意见咨询将在 9 月 6 日结束，市场观望会否立刻实施。中国此前宣布，若美国落实上述关税，中方将对美国约 600 亿美元商品加征 5% 至 25% 的关税以回应。

贸易战至今，对中国经济虽未见有严重影响，但贸易相关的数据已正在转弱。8 月份中国官方制造业采购经理指数(PMI)环比升 0.1 点至 51.3，高于市场预期之 51.0，今年以来大致保持稳定于 50 以上的扩张区域。不过，新出口订单和进口分类指数于 8 月份分别环比下降 0.4 和 0.5 个百分点至 49.4 和 49.1，皆处于收缩区域，且已连续四个月下滑（图 2）。

图 2：中国 PMI 贸易相关指数连跌四个月

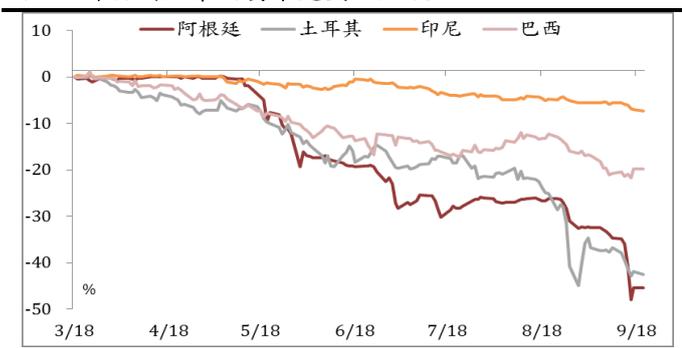


资料来源：中国国家统计局、招银国际研究

新兴货币急贬潮扩散至亚洲？

去年美元汇价指数下跌 10%，今年以来反弹 3.2%，新兴市场货币则受压。个别经济、财政及政治较脆弱的国家如土耳其及阿根廷，其货币自 5 月起急跌，于 6、7 月略为稳定后，8 月份再次急跌。过去半年，土耳其里拉及阿根廷披索兑美元都已贬值逾四成。印尼货币近期亦出现较大贬值压力，兑美元创近廿年新低（图 3），开始令人忧虑新兴市场危机蔓延至亚洲。印尼有较高的经常帐赤字，是亚洲较脆弱的国家，但其货币本年至今兑美元贬值 7.3%，幅度未算严重，而且东南亚国家廿年前惨遭金融风暴打击后，痛定思痛，至今财政实力已普遍大幅提升，亚洲出现广泛货币贬值及资产价格大跌的风险不大。

图 3：部份新兴市场货币兑美元大跌



资料来源：彭博、招银国际研究

从另一角度看，新兴市场之风险已有相当大程度反映于市场。图 4 显示摩根大通新兴市场债券指数孳息与美国十年期国债孳息之差距，已由年初 300 基点之下，升至近 400 基点，虽未达 2015-2016 年高位 450-520 基点，但相对强弱指数(RSI)正出现“顶背驰”。过去两次出现顶背驰，随后息差均回落，反映新兴市场风险降温。新兴股市一般与上述的债券息差走势相反，当息差回落，加上美元升势暂歇（下一节说明），新兴股市有望出现反弹。

图4：新兴市场债券与美国国债孳息顶背驰

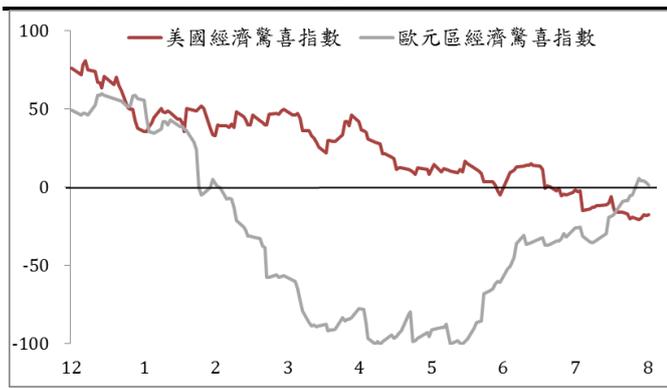


资料来源：彭博、招银国际研究

美国经济、汇价、债息

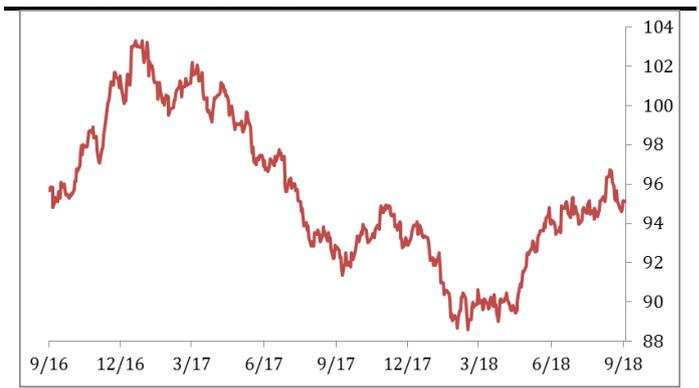
今年美元兑主要货币反弹，建基于美国联储局持续加息及美国经济数据强劲。不过，根据花旗经济惊喜指数（反映数据胜市场预期之比例），美国经济数据的惊喜度反复下跌，近期已跌至负数，反映数据逊预期，市场对联储局提高加息步伐的忧虑降温。相反，欧元区经济惊喜指数自5月中回升，最近升至正数（图5），市场对欧洲央行逐步退出量化宽松的预期上升。此消彼长，美元指数近期回落（图6），或有助舒缓新兴市场货币贬值及资金流走。

图5：美国与欧元区经济惊喜指数背驰



资料来源：彭博、招银国际研究

图6：美元指数近期回落

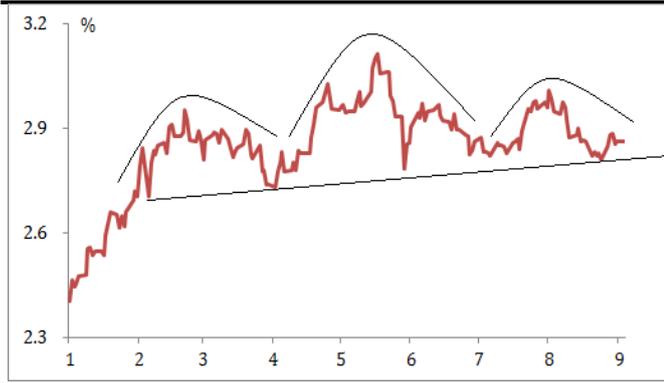


资料来源：彭博、招银国际研究

美股虽接连创历史新高，但美国债息过去一个月反复下跌，似有资金流向债市避险，与股市的乐观情绪并不一致。美国十年期国债孳息似正营造“头肩顶”（图7），若稍后跌穿颈线约2.8%，可能触发更大跌浪，并引发资金从股票等风险资产流走。

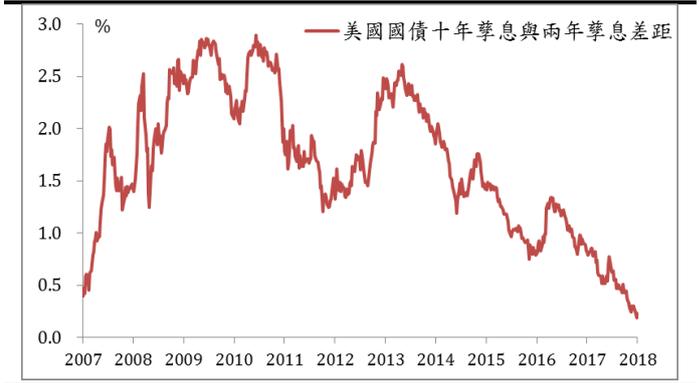
随着美国联储局持续加息，美国短期国债孳息上升，但同时中长期孳息回落，令孳息曲线趋向平坦（图8），十年与两年孳息差距收窄至0.23厘，是2007年以来最小。孳息曲线虽仍未逆转，而我们亦认为美国2020年前经济衰退的风险不高，但孳息曲线趋平，或正反映部份市场人士对经济的忧虑。

图 7：美国十年期国债孳息头肩顶？



资料来源：彭博、招银国际研究

图 8：美国孳息曲线趋向平坦



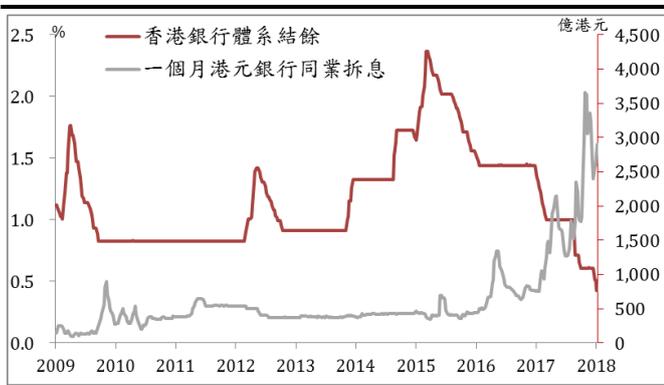
资料来源：彭博、招银国际研究

港元弱、拆息升，银行即将加息

美国联储局公开市场委员会将于 9 月 25-26 日议息，极大机会加息四分一厘，将会是此轮加息周期的第 8 次，累计加息 2 厘。香港实行联系汇率制度，与美元挂钩，但由于近年香港银行体系资金充裕，香港商业银行于此轮加息周期中一直未跟随加息。今年 4 月，港元兑美元跌至弱方保证水平 7.85，香港金融管理局多番入市捍卫汇率，银行体系结余累计减少逾千亿港元，现已跌至 764 亿港元，为 2008 年金融海啸后美国推行量化宽松以来最低。同时，港元银行同业拆息上升（图 9），反映银行资金渐趋紧张，加息压力日益上升。估计香港银行颇大机会于本月联储局加息后，上调最优惠利率，标志香港正式进入加息周期。

若果香港银行跟随美国加息四分一厘，应已获市场充份预期，短期对股市影响不大。但假如上调超过四分一厘，则市场会担心港息补涨，加息步伐太快恐令经济、楼市及股市下行压力增加。

图 9：香港银行体系结余下跌、拆息上升



资料来源：彭博、招银国际研究

技术分析 - 美股现疲态，新兴股市待破降轨

美股今年以来反复破顶，标普 500 指数及纳斯达克指数齐创新高。但图表上，标指及纳指均升至阻力。过去半年，标指以“上升楔形”上涨，上周升穿楔形顶部，但未能企稳其上（图 10）。纳指今年以来同样以“上升楔形”形态上涨，上周升至楔形顶部，未能突破（图 11）。

较乐观的情况，是美股继续沿楔形顶部攀升，但升势难免放缓。较差的情况，是回调至楔形底部，较现水平约有 3-4% 的回调空间。最差的情况，是跌穿楔形底部，确认见顶。

图 10：美国标普 500 指数上升楔形



资料来源：彭博、招银国际研究

图 11：美国纳斯达克指数上升楔形



资料来源：彭博、招银国际研究

与美股相反，新兴市场股票今年反复下跌，MSCI 新兴市场指数一直受制下降轨（图 12），在升穿降轨之前，对整体新兴股市只宜观望，不宜过早试图抄底。

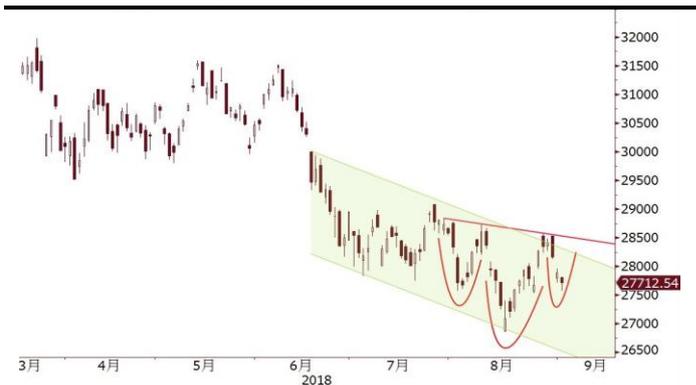
香港股市年初创历史新高后，与新兴市场一样反复下跌，恒指现处于短期下降通道，但似正营造小形“头肩底”见底形态（图 13），若升破颈线 28,500，量度目标 30,000，但若头肩底形态不成立，继续沿下降通道运行，则可能再创今年新低，下一级重大支持于 26,000。

图 12：MSCI 新兴市场指数挑战下降轨



资料来源：彭博、招银国际研究

图 13：恒生指数营造头肩底？



资料来源：彭博、招银国际研究

投资策略及焦点股份

继续避开高估值增长股

目前港股气氛偏弱，中期业绩未能带来惊喜及提振，市场焦点转移至贸易战、新兴市场走资、利率上升等风险，加上美股现疲态，若一直强势的美股回调，估计港股亦将受拖累。不过，从美国经济数据、美国债息、美元汇价可见，美国加息的步伐未虞加快，美元汇价升势似暂告终，或有助新兴市场回稳。

市场避险情绪较高，增长股经过 8 月份的回调后，估值虽已回落至较合理水平，但短期内仍有盈利预测及估值下调的风险，宜暂避。我们维持上月新经济股跑输旧经济股的看法，待市场出现明确见底讯号后才考虑买入增长股。

候低吸纳价值股

估值低的价值股，短期内虽亦受市场气氛影响，或仍有下行压力，但低估值、高股息为它们提供较强防守力，可候低分段吸纳内银、内险、香港银行、机械等行业，憧憬内地推出稳增长政策及香港加息推动股价向上。

建设银行(939 HK)：建行上半年纯利同比增长 6.3%，占我们全年盈利预测的 57%。强劲手续费收入增长拉动第二季拨备前盈利同比增长 9.9%。不良贷款率环比下降 1 个基点至 1.48%，拨备覆盖率环比提升 3.7 个百分点至 193.2%。建行一直保持着行业内最严格的不良贷款认定，在资产质量趋稳的前提下，充分的拨备将为建行未来盈利增速的持续回升释放空间。截至 6 月底，建行的核心一级资本充足率为 13.08%，继续保持行业最高水准。我们认为建行将能保持至少 30%派息比率，而未来三年内无需寻求外部的资本补充。详情请参阅 8 月 29 日发布的[<研究报告>](#)。

中国平安(2318 HK)：上半年内地寿险公司受到新政策影响，业绩欠佳，新业务价值受压。但平安上半年业绩胜同业，其中利润及内含价值分别同比增长 33.8%及较去年底增长 12.4%。寿险新业务价值第二季同比增长 9.9%，扭转了第一季下滑 7.5%的趋势。我们认为，平安将在下半年实现更强劲的新业务价值增长。平安在金融科技和健康科技的投资进入收成期，上半年业务利润同比大增 9 倍至 42 亿元人民币。详情请参阅 8 月 23 日发布的[<研究报告>](#)。

中银香港(2388 HK)：估计香港银行 9 月份跟随美国加息的机会颇高，有助银行息差扩阔。上半年港银未加息，但盈利已普遍录得双位数百分比增长，中银香港盈利增长 18%。由于银行同业拆息(HIBOR)已大幅上升，有利资金充裕的大银行如中银之净息差。中银香港近年积极向母公司收购东南亚业务，捕捉一带一路沿线国家发展机遇，料可推动盈利增长。

中国重汽(3808 HK)：重汽上半年纯利同比上升 69%，重卡销售同比增长 25%，显著高于行业平均的 15%，显示市场份额持续上升。发动机及重卡的分部利润率均上升。上周末，现任山东重工集团党委书记及董事长、潍柴动力(2338 HK)董事长及首席执行官谭旭光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，长远会为重汽带来机会，令重汽和潍柴于发动机及重卡的合并市占率成为市场第一，并有助重汽更有效地运用手上 100 亿元人民币的净现金，例如进行并购，特别是谭旭光在海外收购方面有良好的执行能力和纪录。详情请参阅 9 月 3 日发布的[<研究报告>](#)。

图 14：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
建设银行	939 HK	6.93	17,421	5.8	0.80	14.2	5.2	5.8%
中国平安	2318 HK	75.85	13,470	11.9	2.18	19.6	2.6	11%
中银香港	2388 HK	38.35	4,055	12.2	1.56	13.2	4.0	16%
中国重汽	3808 HK	13.28	367	7.9	1.25	16.6	6.9	43%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 9 月 3 日

附录 1：9 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
4	美国	8月ISM制造业指数	57.6	58.1
7	美国	8月失业率	3.8%	3.9%
	美国	8月平均时薪(同比)	2.7%	2.7%
	美国	8月非农就业人口变动	193,000	157,000
8	中国	8月出口(美元, 同比)	10.3%	12.2%
	中国	8月进口(美元, 同比)	18.5%	27.3%
10	中国	8月消费者物价指数(同比)	2.1%	2.1%
	中国	8月生产者物价指数(同比)	4.0%	4.6%
10-15	中国	8月M2货币供应(同比)	8.4%	8.5%
	中国	8月新增人民币贷款	13,000 亿	14,500 亿
13	欧洲	欧洲央行议息结果	—	—
	英国	英伦银行议息结果	—	—
	美国	8月核心消费者物价指数(同比)	—	2.4%
14	中国	8月零售销售(同比)	8.8%	8.8%
	中国	8月工业生产(同比)	6.2%	6.0%
	中国	1-8月固定资产投资农村除外(同比)	5.7%	5.5%
19	日本	日本央行议息结果	—	—
27	美国	联储局公开市场委员会议息结果	—	—
28	美国	8月核心个人消费开支(同比)	—	2.0%
30	中国	9月官方制造业采购经理人指数	—	51.3

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		48.0%										
汇丰控股	5	9.6%	68.35	16.1	13.2	11.6	1.06	0.13	0.13	5.9%	5.9%	5.9%
友邦保险	1299	9.3%	67.65	17.0	19.2	16.1	2.70	0.30	0.27	1.5%	1.7%	2.0%
建设银行	939	7.6%	6.93	6.2	5.8	5.3	0.85	0.69	0.63	4.8%	5.2%	5.8%
工商银行	1398	4.9%	5.77	6.2	5.9	5.4	0.85	0.68	0.62	4.8%	5.1%	5.6%
中国平安	2318	4.5%	75.85	13.5	11.9	9.9	2.33	1.90	1.60	2.3%	2.6%	3.1%
中国银行	3988	3.2%	3.52	5.2	5.0	4.6	0.63	0.51	0.47	5.8%	6.1%	6.6%
香港交易所	388	3.0%	222.0	37.4	29.5	26.0	6.81	6.89	6.55	2.4%	3.0%	3.4%
中国人寿	2628	1.5%	17.76	13.5	10.8	9.0	1.35	1.08	0.99	2.6%	3.4%	4.1%
恒生银行	11	1.8%	210.4	20.1	17.2	15.9	2.71	2.57	2.42	3.2%	3.6%	3.9%
中银香港	2388	1.6%	38.35	13.1	12.3	11.1	1.63	1.56	1.45	3.4%	4.0%	4.4%
交通银行	3328	0.6%	5.66	5.2	5.2	4.9	0.60	0.48	0.44	5.8%	6.0%	6.4%
东亚银行	23	0.5%	29.20	8.8	13.4	12.7	0.89	0.85	0.82	4.4%	3.5%	3.6%
资讯科技		10.5%										
腾讯控股	700	9.0%	332.8	38.5	33.8	26.1	9.34	7.24	5.68	0.2%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.7%	86.3	17.2	16.4	13.3	5.20	3.72	3.06	2.3%	2.4%	2.8%
舜宇光学科技	2382	0.8%	98.3	32.3	28.1	19.8	11.74	8.10	5.93	0.8%	0.9%	1.2%
地产		11.1%										
长实集团	1113	1.6%	55.50	6.8	8.2	7.9	0.66	0.63	0.60	3.1%	3.5%	3.8%
新鸿基地产	16	1.7%	115.8	8.0	11.3	10.3	0.64	0.65	0.62	3.5%	3.9%	4.2%
领展房产基金	823	1.9%	78.15	3.5	29.4	26.7	0.94	0.95	0.93	3.2%	3.5%	3.8%
中国海外发展	688	1.1%	24.65	6.6	6.7	5.6	0.98	0.90	0.80	3.2%	3.8%	4.5%
碧桂园	2007	1.0%	11.40	8.2	6.1	4.7	2.05	1.75	1.37	4.0%	5.5%	7.1%
九龙仓置业	1997	0.7%	51.55	9.1	16.3	15.8	0.73	0.74	0.73	1.8%	4.0%	4.1%
华润置地	1109	0.8%	26.75	8.1	7.6	6.5	1.24	1.18	1.04	3.1%	3.8%	4.5%
新世界发展	17	0.7%	10.44	13.2	13.6	11.7	0.51	0.46	0.45	4.4%	4.6%	4.7%
恒基地产	12	0.6%	41.10	5.9	14.7	11.5	0.60	0.61	0.59	3.8%	4.2%	4.3%
信和置业	83	0.4%	13.10	6.2	17.2	15.9	0.62	0.60	0.59	4.0%	4.1%	4.1%
恒隆地产	101	0.4%	15.60	8.6	14.6	15.4	0.51	0.51	0.50	4.8%	4.8%	4.9%
电讯		6.0%										
中国移动	941	5.2%	74.65	11.6	11.5	11.3	1.29	1.11	1.05	4.2%	4.2%	4.4%
中国联通	762	0.8%	9.05	131.6	29.3	16.9	0.78	0.64	0.62	0.7%	1.4%	2.3%
能源		7.1%										
中国海洋石油	883	2.8%	13.84	21.8	9.6	8.9	1.36	1.15	1.08	3.4%	5.0%	5.3%
中国石化	386	2.2%	7.69	15.8	10.0	9.9	1.12	0.95	0.91	7.5%	7.4%	7.4%
中国石油	857	1.4%	5.72	39.9	15.3	13.4	0.75	0.65	0.63	1.1%	3.5%	4.0%
中国神华	1088	0.7%	17.24	6.2	6.5	6.7	0.95	0.77	0.72	6.1%	6.4%	6.2%
公用		5.3%										
中电控股	2	2.0%	92.70	16.2	16.2	18.2	2.14	1.99	1.90	3.1%	3.2%	3.3%
香港中华煤气	3	1.7%	16.10	29.7	28.5	26.7	4.03	3.76	3.60	2.0%	2.3%	2.4%
电能实业	6	0.9%	55.10	14.1	14.8	14.9	1.41	1.41	1.39	5.1%	5.1%	5.2%
长江基建集团	1038	0.4%	58.05	14.1	13.7	12.9	1.44	1.31	1.26	4.1%	4.4%	4.6%
华润电力	836	0.3%	14.06	14.6	9.9	7.9	0.92	0.86	0.82	6.2%	6.3%	6.6%
综合类		4.0%										
长和	1	2.7%	88.55	9.7	8.9	8.2	0.78	0.73	0.69	3.2%	3.5%	3.8%
中信股份	267	0.7%	11.18	7.3	6.5	5.7	0.58	0.56	0.53	3.2%	3.6%	3.8%
太古股份	19	0.5%	89.45	4.7	18.4	10.3	0.50	0.52	0.51	2.3%	2.8%	3.6%
消费品		3.9%										
吉利汽车	175	1.0%	15.94	11.7	8.8	6.9	3.19	2.35	1.81	1.7%	2.6%	3.4%
石药集团	1093	1.0%	19.60	24.0	18.1	14.2	7.59	0.87	0.76	6.0%	8.0%	10.3%
万洲国际	288	0.6%	6.08	10.0	9.8	8.9	1.52	1.23	1.12	0.7%	0.6%	0.8%
蒙牛乳业	2319	0.7%	22.80	38.0	25.4	19.6	3.30	2.69	2.42	0.6%	0.9%	1.2%
恒安国际	1044	0.6%	71.35	19.7	18.8	17.4	4.47	3.67	3.38	3.4%	3.6%	3.8%
中国旺旺	151	0.5%	6.45	22.4	20.0	18.4	4.81	3.80	3.41	0.0%	2.8%	3.0%
消费服务		2.6%										
银河娱乐	27	1.6%	57.20	23.5	18.1	16.3	4.06	3.78	3.22	0.0%	1.6%	1.8%
金沙中国	1928	1.0%	37.35	24.0	17.9	15.8	10.98	1.06	1.03	5.3%	5.7%	5.9%
工业		0.9%										
港铁公司	66	0.7%	40.30	14.6	23.5	21.5	1.44	1.41	1.38	2.8%	2.9%	3.0%
招商局港口	144	0.2%	15.52	8.6	9.4	8.2	0.67	0.65	0.62	5.2%	7.1%	4.9%
加权平均				11.4	11.3	10.1	1.32	1.24	1.15	3.6%	3.7%	4.0%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2018年9月3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		62.8%										
工商银行	1398	9.1%	5.77	6.1	5.9	5.4	0.85	0.79	0.72	4.8%	5.1%	5.6%
建设银行	939	9.0%	6.93	6.0	5.8	5.3	0.85	0.80	0.72	4.8%	5.2%	5.8%
中国平安	2318	9.7%	75.85	11.4	11.9	9.9	2.33	2.18	1.84	2.3%	2.6%	3.1%
中国银行	3988	8.5%	3.52	5.3	5.0	4.7	0.63	0.59	0.54	5.8%	6.1%	6.6%
中国人寿	2628	4.0%	17.76	12.1	10.7	8.8	1.35	1.25	1.14	2.6%	3.4%	4.1%
招商银行	3968	3.6%	30.10	8.7	8.2	7.2	1.41	1.29	1.14	3.2%	3.7%	4.2%
农业银行	1288	3.2%	3.81	5.5	5.4	5.0	0.72	0.72	0.65	5.4%	5.5%	6.0%
中国太保	2601	2.3%	29.05	13.9	11.4	7.3	1.65	1.52	1.37	3.2%	3.9%	4.9%
中国财险	2328	1.9%	8.83	8.6	7.7	7.1	1.24	1.15	1.03	2.9%	3.3%	3.5%
交通银行	3328	1.5%	5.66	5.3	5.2	4.9	0.60	0.55	0.51	5.8%	6.0%	6.4%
中信银行	998	1.4%	4.87	4.7	4.7	4.3	0.55	0.51	0.47	6.2%	6.0%	6.5%
民生银行	1988	1.2%	5.66	3.5	4.0	4.0	0.46	0.50	0.45	3.6%	3.8%	3.8%
海通证券	6837	0.7%	6.85	9.0	8.2	7.1	0.59	0.55	0.52	3.9%	3.7%	4.3%
邮储银行	1658	1.3%	4.68	6.9	6.0	5.2	0.86	0.77	0.68	3.6%	3.9%	4.4%
中信证券	6030	0.8%	13.96	12.3	11.8	10.4	0.98	0.94	0.88	3.3%	3.3%	3.7%
新华保险	1336	0.9%	35.30	12.0	10.7	9.3	1.45	1.36	1.21	1.7%	2.6%	3.0%
中国华融	2799	0.5%	1.58	5.7	2.6	2.3	0.45	0.37	0.32	12.3%	9.5%	10.5%
中国人民保险集团	1339	0.8%	3.35	7.1	7.0	6.3	0.85	0.82	0.71	1.4%	1.3%	1.5%
华泰证券	6886	0.6%	11.34	7.5	9.8	8.6	0.78	0.75	0.70	0.0%	4.0%	4.3%
中国信达	1359	0.5%	2.03	3.7	3.5	3.1	0.51	0.46	0.43	8.1%	7.5%	8.8%
广发证券	1776	0.5%	9.68	8.9	8.4	7.1	0.76	0.71	0.66	4.8%	3.8%	4.5%
中国银河	6881	0.4%	3.78	10.4	7.9	7.1	0.52	0.50	0.48	3.7%	3.7%	4.2%
众安在线	6060	0.4%	34.00	亏损	亏损	268.5	2.53	2.57	2.45	0.0%	0.0%	0.1%
能源		13.4%										
中国石化	386	6.0%	7.69	12.3	10.0	10.0	1.12	1.09	1.05	7.5%	7.4%	7.4%
中国石油	857	3.7%	5.72	23.4	15.3	13.5	0.75	0.74	0.73	1.1%	3.5%	4.0%
中国神华	1088	1.8%	17.24	6.5	6.5	6.7	0.95	0.89	0.83	6.1%	6.4%	6.2%
中国海洋石油	883	2.0%	13.84	15.8	9.6	9.0	1.36	1.32	1.24	3.4%	5.0%	5.3%
地产建筑		5.3%										
中国交建	1800	1.0%	7.71	6.0	5.2	4.6	0.60	0.55	0.50	3.6%	3.7%	4.2%
海螺水泥	914	1.8%	48.40	10.1	8.6	8.5	2.32	2.06	1.80	2.9%	4.9%	5.1%
万科	2202	1.0%	26.05	8.4	7.2	5.9	1.85	1.60	1.36	4.0%	5.0%	6.2%
中国中铁	390	0.8%	6.70	7.7	7.4	6.5	0.87	0.81	0.73	1.9%	2.1%	2.4%
华润置地	1109	0.6%	26.75	6.7	7.6	6.4	1.24	1.36	1.20	3.1%	3.8%	4.5%
消费		6.4%										
比亚迪	1211	0.9%	46.15	44.3	28.1	21.8	2.17	1.86	1.73	0.4%	0.4%	0.5%
国药控股	1099	1.4%	39.10	18.0	16.9	15.0	2.59	2.32	2.09	1.7%	1.8%	2.1%
广汽集团	2238	0.7%	8.00	5.8	5.5	5.0	0.97	0.89	0.79	5.4%	5.7%	6.1%
长城汽车	2333	0.4%	4.51	5.7	5.0	4.6	0.70	0.65	0.58	4.3%	6.0%	6.6%
东风集团股份	489	0.7%	8.37	4.2	4.4	4.3	0.55	0.51	0.46	4.8%	4.2%	4.4%
中国国航	753	0.4%	7.13	11.6	12.5	8.6	1.01	0.97	0.89	1.9%	1.7%	2.5%
石药集团	1093	0.7%	19.60	36.7	33.0	25.9	7.59	6.85	5.96	0.8%	1.0%	1.3%
申洲国际	2313	0.6%	102.50	32.3	28.6	23.8	6.02	5.81	5.04	1.3%	1.8%	2.1%
恒安国际	1044	0.4%	71.35	19.2	18.9	17.5	4.47	4.23	3.89	3.4%	3.6%	3.8%
公用		1.9%										
华能国际	902	0.6%	5.05	25.6	15.3	10.5	0.81	0.76	0.74	2.3%	4.5%	6.8%
中广核电力	1816	0.6%	1.83	9.3	8.6	7.6	1.07	1.01	0.93	4.3%	4.2%	4.6%
中国燃气	384	0.3%	24.50	20.0	15.6	13.3	4.28	3.62	3.05	1.4%	1.9%	2.3%
粤海投资	270	0.3%	14.00	20.0	18.4	17.2	2.27	2.16	2.09	3.5%	4.0%	4.4%
工业		0.9%										
中国中车	1766	0.9%	6.47	14.5	13.1	11.2	1.33	1.24	1.16	2.7%	3.2%	3.7%
工业		0.5%										
中信股份	267	0.5%	11.18	7.7	6.5	5.9	0.58	0.56	0.53	3.2%	3.6%	3.8%
资讯科技及电讯		8.7%										
腾讯控股	700	3.5%	332.80	34.1	33.6	26.1	9.34	8.33	6.54	0.2%	0.3%	0.4%
中国移动	941	3.7%	74.65	11.3	11.5	11.3	1.29	1.28	1.21	4.2%	4.2%	4.4%
中国电信	728	1.5%	3.74	13.3	13.0	11.9	0.79	0.77	0.73	2.8%	3.2%	3.4%
加权平均				7.9	7.7	7.0	1.00	0.94	0.86	4.2%	4.3%	4.7%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至2018年9月3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。

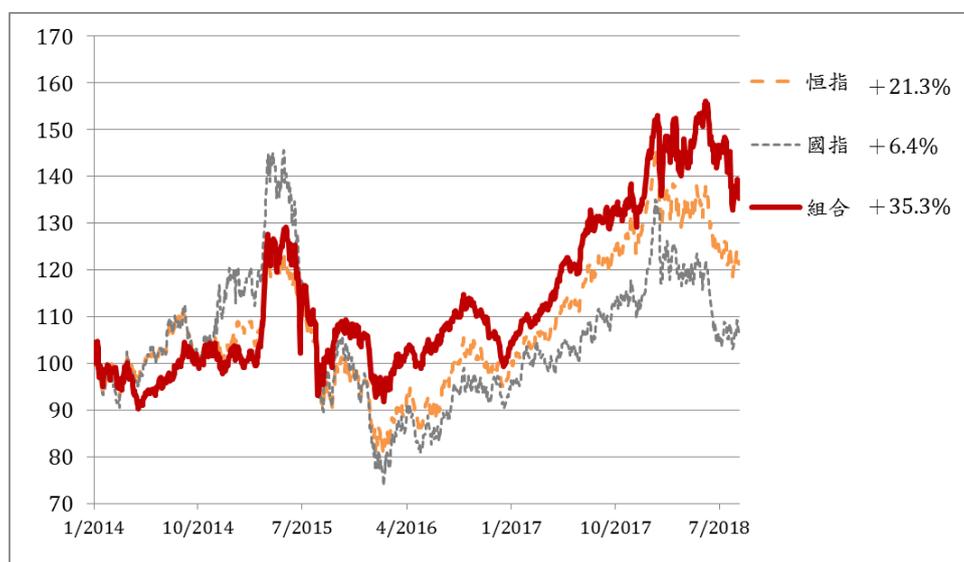
「短线」部份占模拟投资组合的比重较小（目标 0%至 50%），主要投资预期短期内较具上升动力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、传闻、技术指标等等所影响。此部分可能波动性较高，亦未必适合中长线投资。

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
腾讯控股	700	科网	33.6	26.1	0.3	113.9	332.8	194.8%	11.4%
领展房产基金	823	房产基金	29.1	26.2	3.2	46.04	78.15	83.3%	11.5%
中国人寿	2628	保险	10.7	8.8	2.8	22.84	17.76	-20.1%	4.4%
友邦保险	1299	保险	19.3	16.0	1.5	47.00	67.65	45.8%	7.8%
瑞声科技	2018	科技	16.5	13.3	2.4	131.9	86.3	-34.6%	3.8%
汇丰控股	5	银行	12.1	11.4	5.8	74.92	68.35	-3.4%	6.1%
中国银行	3988	银行	5.0	4.7	5.9	3.84	3.52	2.7%	4.9%
香港交易所	388	金融	29.4	26.0	2.9	208.0	222.0	9.9%	6.2%
新天绿色能源	956	新能源	5.9	5.1	5.6	2.13	2.26	11.9%	6.8%
睿见教育	6068	教育	24.8	18.8	1.8	4.80	4.42	-6.4%	4.8%
中海物业	2669	物业管理	19.6	16.1	1.5	2.20	2.37	8.3%	5.6%
神威药业	2877	医药	12.8	10.5	2.4	8.49	10.74	29.6%	3.4%
大家乐	341	餐饮	21.5	20.2	4.2	19.88	19.34	-2.3%	6.5%
三一国际	631	机械	11.3	8.8	0.0	2.99	2.67	-8.4%	5.1%
安踏體育	2020	服装	24.5	19.8	2.2	39.24	41.50	7.0%	5.3%
現金									6.1%
组合整体回报 (由2014年1月13日成立起计)								35.3%	
组合整体回报 (2018年度)								-1.4%	

数据来源：彭博、招银国际证券 (截至2018年9月3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3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。