

8月港股策略报告

板块轮动，新不如旧

- ❖ **贸易战：没有新消息就是好消息。**近日中美双方均无进一步行动，虽然未有再作谈判以寻求和解，但幸好中国暂无再作报复，美国亦没再加码出招。近一个半月港股及人民币的弱势，相信已反映了已公布的关税措施，只要短期内没有新的坏消息，相关的忧虑可望缓和，股市及汇率有条件回稳。
- ❖ **人民币再贬空间不大。**我们的首席经济学家指出：美元指数年内大概率冲高回落。只要美元指数不突破上一轮的高点，而我国的经济增速不低于 6.5%，人民币兑美元汇率年内不会‘破七’。
- ❖ **价值型股份/旧经济股跑赢，有几个原因：**1) 憧憬美国联储局持续加息、香港于 9 月开始加息，有助银行股净利差扩阔；2) 香港上市的旧经济股纷纷对上半年业绩发盈喜，包括内险、内房、机械、石油、金属等；3) 憧憬中国货币政策放宽、财政刺激增加，因为监管机构公布了较具弹性的“资管新规”，以及国务院常务会议提出较积极的财政政策。估计短期内旧经济股仍会跑赢新经济股（科网、手机设备、医药等）。板块轮动何时出现逆转，短期关键是腾讯（700 HK）将于 8 月 15 日公布的中期业绩，能否令市场重拾信心。
- ❖ **技术分析：死亡交叉常误鸣。**恒指刚刚出现所谓“死亡交叉”，即 50 天移动平均线跌穿 250 天移动平均线。翻查过去二十年数据，恒指共出现十次死亡交叉，其中五次于其后半年下跌。若看较短期表现，恒指于交叉后一个月及三个月，分别仅有两次下跌。可见死亡交叉短线往往反而是相反指标，因为当 50 天线跌穿 250 天线，指数已累积不小跌幅，已届或接近超卖水平，估值亦可能已偏低，短期反弹机会反而较大。
- ❖ **恒指半年度检讨，关注港股通新贵。**恒生指数公司将于 8 月 10 日收市后公布恒指系列季度及半年度检讨结果。此次检讨涉及港股通合资格股份变动。过往获纳入港股通的股份，部份获追捧，股价大涨，尤其是市值较小（100 亿港元左右，仅符合深港通要求，未符合沪港通要求）、属于新兴行业、盈利增长强劲者。
- ❖ **焦点股：旧经济股 + 深港通新贵。**预料旧经济股跑赢新经济股的情况至少持续至 8 月中，短期部署宜偏重估值低同时具备催化剂的旧经济股。基建股市盈率仅约 6 倍，估值具防守力，憧憬下半年基建投放加大。香港银行股憧憬第三季加息。相对而言，水泥股、基本金属股、内房股虽亦属旧经济股，但估值率不高。水泥虽受多个利好因素支持，但股价贴近高位，估值已不便宜。基本金属价格对贸易战风险较为敏感，盈利能见度低。内房则持续受调控政策影响。另外，预期获纳入深港通的一众股份，可选盈利前景较佳者，偷步买入。

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
中国铁建	1186 HK	9.47	1,550	6.3	2.6	13%
三一国际	631 HK	2.81	85	12.9	1.2	138%
中银香港	2388 HK	38.00	4,018	12.3	3.9	5%
雅生活服务	3319 HK	14.46	193	23.0	1.7	45%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 7 月 31 日

苏沛丰, CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

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

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 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](#)

[18 年 2 月 7 日 -](#)
[港股短期仍波动 今年目标维持 35000](#)

市场焦点

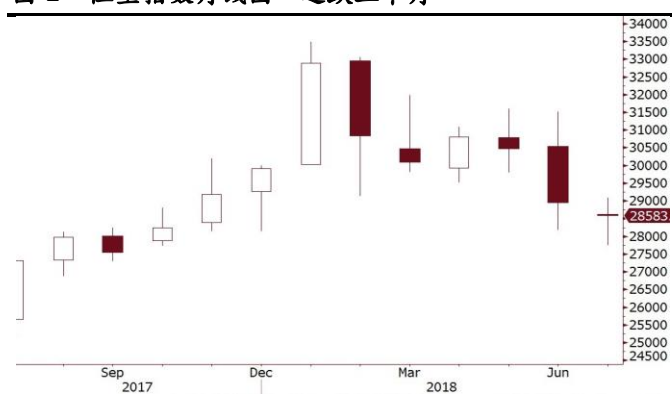
港股连跌三个月，“五穷六绝”后，“七翻身”落空，恒指 7 月再跌 372 点，5、6、7 月累计跌 2,225 点或 7.2%（图 1）。同时，人民币兑美元急速贬值、科技股遭抛售、港股成交低迷、恒指出现“死亡交叉”（50 天线跌穿 250 天线），市场一片悲观。以下检视贸易战、中国政策、汇率、港股估值、技术分析、板块轮动等因素，并预览恒指半年度检讨，寻找港股通新贵的投资机会。

贸易战 - 没有新消息就是好消息

港股近期的弱势，始于 6 月 15 日美国政府宣布将对原产于中国的 500 亿美元商品加征 25% 的进口关税，中国政府随即宣布对美国商品实施对等的关税，而美国随即研究进一步对 2,000 亿美元之中国货品加征 10% 关税，并警告如果中方再宣布报复性关税，美方将再对额外 2,000 亿美元之中国货品加征关税。贸易战升温，不单令环球经济及企业利润增添下行压力，亦间接令人民币汇价受压，兑美元至今急速贬值逾 5%（图 2）。

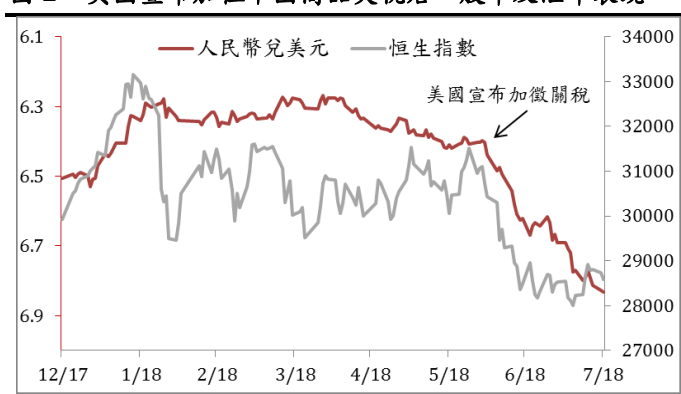
近日中美双方均无进一步行动，虽然未有再作谈判以寻求和解（彭博于 7 月 31 日报道，中国副总理刘鹤与美国财长努钦的代表正商讨再展开谈判），但幸好中国暂无再作报复，美国亦没再加码出招。近一个半月港股及人民币的弱势，相信已反映了已公布的关税措施，只要短期内没有新的坏消息，相关的忧虑可望缓和，股市及汇率有条件回稳。

图 1：恒生指数月线图 - 连跌三个月



资料来源：彭博

图 2：美国宣布加征中国商品关税后，股市及汇率表现



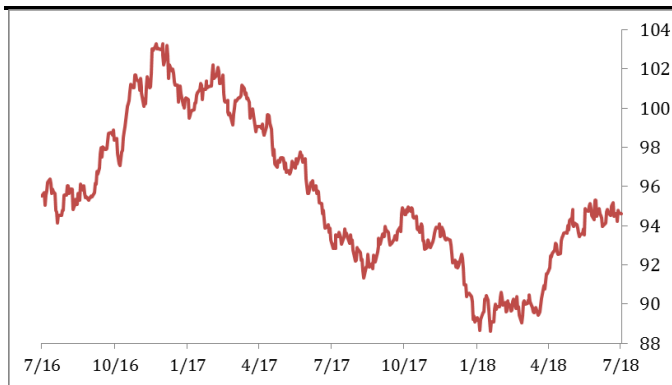
资料来源：彭博、招银国际研究

人民币 - 再贬空间不大

我们的首席经济学家指出：“美元指数年内大概率冲高回落。只要美元指数不突破上一轮的高点（约 98），而我国的经济增速不低于 6.5%，人民币兑美元汇率年内不会‘破七’。”（详见[《首席观点 - 人民币汇率向何处去》](#)）。

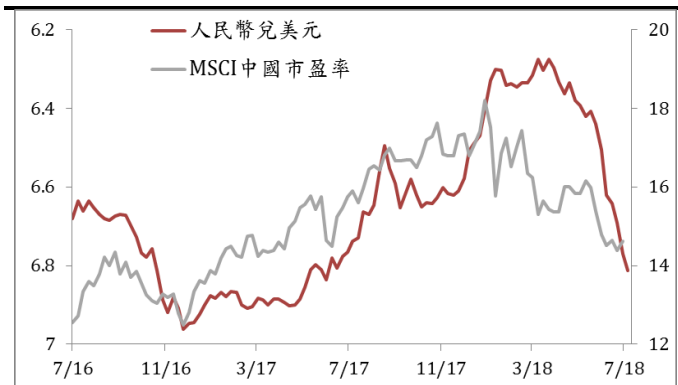
人民币汇率升跌，与中国股票之估值往往呈负相关性（图 4），因为中资股大部份资产及盈利为人民币，对投资于中资股的香港及外国投资者而言，人民币贬值直接拖低回报。若人民币汇率如我们预期再贬空间不多，相信中资股的估值再下调空间亦不多。

图 3：美元指数近期于 95 徘徊



资料来源：彭博、招银国际研究

图 4：人民币汇率与中资股市盈率相关性高



资料来源：彭博、招银国际研究

中国经济政策 - 下半年边际放宽

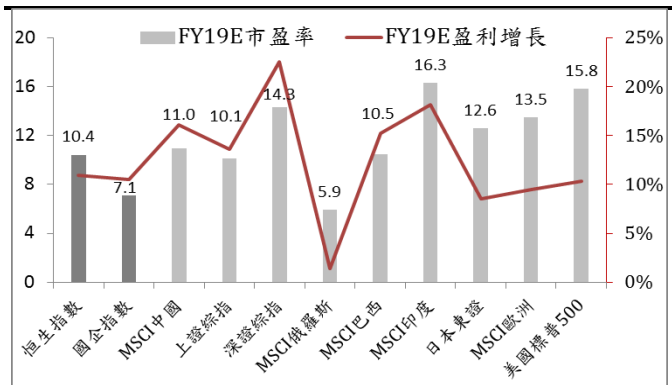
7 月 25 日召开的国务院常务会议，对当前经济运行的困境提出了应对之策和正确部署。我们的经济师对经济政策前瞻：财政政策可望更加积极，狭义财政减税，广义财政在对地方政府隐性债务进行摸底和排查的基础上，可能会通过规范的渠道让银行对地方政府融资平台提供新增融资；金融政策结构性放松，除了继续定向降准之外，资管新规细则可能较预期更为宽松。如果贸易摩擦加剧导致稳增长压力加大，监管部门可能会出台政策鼓励银行支持重点领域和薄弱环节，使社会融资规模增速重新回到 10% 以上的区间（详见[《首席观点 - 中国经济的困境》](#)）。

估值 - H 股过份低残

港股较年初高位已大幅回调（恒指跌 15%，国指跌 21%），估值相当低，于环球主要股市之中，仅高于俄罗斯（图 5）。H 股尤其低残，明年预测市盈率仅得 7.1 倍。假如企业盈利处于或即将进入下跌周期，如此估值可能合理，但目前企业盈利仍在增长，市场预期恒指及国指明年底盈利均有约 10% 增长。

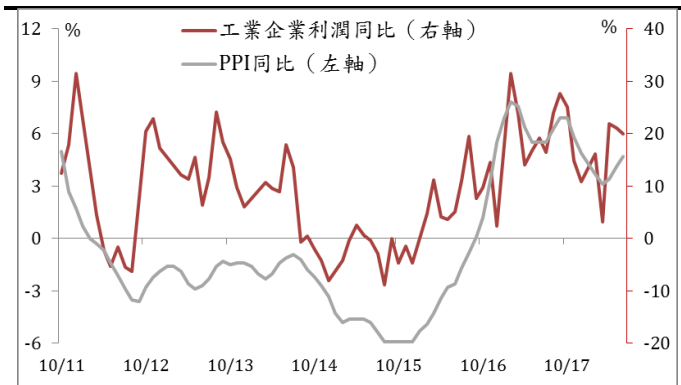
事实上，今年上半年全国规模以上工业企业利润同比增长 17.2%，其中 6 月份利润增长 20%。历史数据显示，生产者价格指数（PPI）之变动与工业利润相关性高（图 6），而且 PPI 往往略为领先。上半年，PPI 同比上涨 3.9%，一季度涨幅逐月回落，二季度涨幅逐渐扩大，涨幅在 3.1%-4.7% 之间，总体稳中有涨，应该预示下半年工业利润保持稳健增长。

图 5：全球主要股市估值及盈利增速



资料来源：彭博、招银国际研究

图 6：中国 PPI 维持温和增长，料有利企业盈利



资料来源：彭博、招银国际研究

板块轮动 - 新不如旧

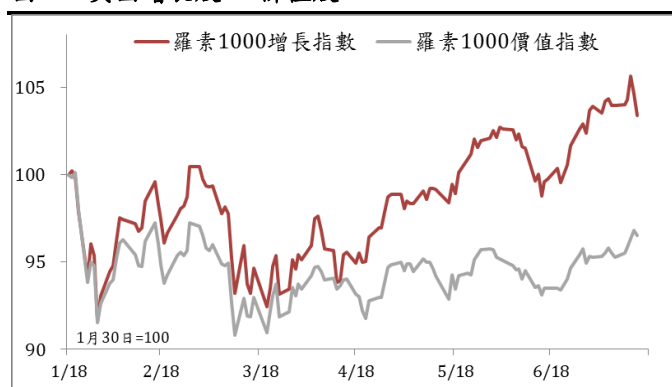
最近美国、中国内地及香港股市均出现板块轮动，科技股为首的增长型股份受压，金融、资源等价值型股份跑赢（图7 - 图9）。美国的科技股受压的触发点是 Facebook (FB US)、Twitter (TWTR US)等季度业绩令人失望，香港上市的科技股气氛亦受打击。

价值型股份/旧经济股跑赢，则有几个原因：1) 憧憬美国联储局持续加息、香港于9月开始加息，有助银行股净利差扩阔；2) 香港上市的旧经济股纷纷对上半年业绩发盈喜，包括内险、内房、机械、石油、金属等；3) 憧憬中国货币政策放宽、财政刺激增加，因为监管机构公布了较具弹性的“资管新规”，以及国务院常务会议提出较积极的财政政策。

以基建股为例，近十年中国经济转型，固定资产投资增速持续放缓，中交建(1800 HK)等基建股之估值亦一直被下调（图10）。“积极财政政策要更加积极”，虽不代表会如金融海啸后般大举放水搞基建，但市场应会憧憬基建投资略为回升，虽不至于即时提振基建股之盈利，但相信有助估值温和向上修正。

基于上述因素，以及市场气氛偏向审慎，普遍估值较高的增长型股份仍有估值下修的压力，估计短期内旧经济股仍会跑赢新经济股（科网、手机设备、医药等）。板块轮动何时出现逆转，短期关键是腾讯(700 HK)将于8月15日公布的中期业绩，能否令市场对公司以至整个科技板块重拾信心。另外，预料苹果(AAPL US)将于9月发布三款新 iPhone，手机设备股或会于发布前后获市场重新关注。

图7：美国增长股 vs 价值股



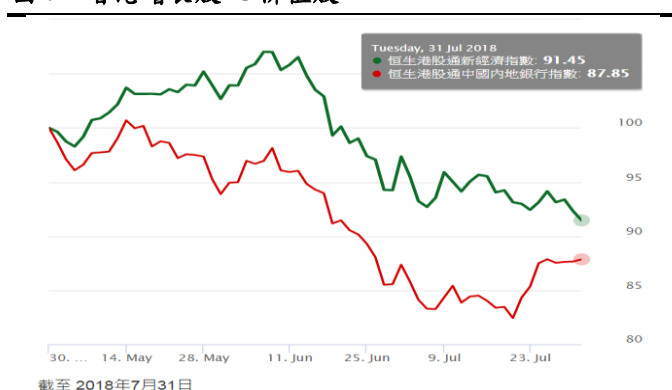
资料来源：彭博、招银国际研究

图8：中国增长股 vs 价值股



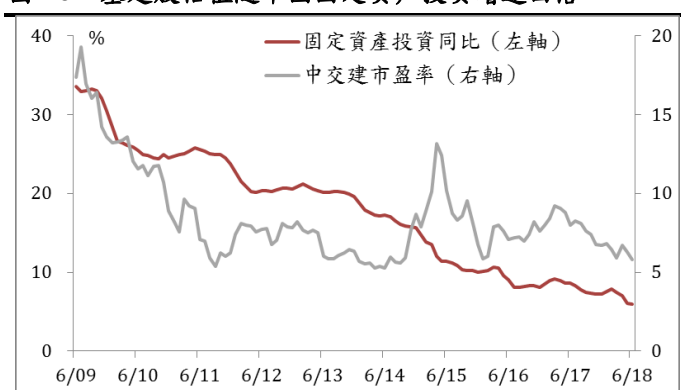
资料来源：彭博、招银国际研究

图9：香港增长股 vs 价值股



资料来源：恒指公司、招银国际研究

图10：基建股估值随中国固定资产投资增速回落



资料来源：彭博、招银国际研究

技术分析 - 死亡交叉常误鸣

恒指刚刚于 7 月 31 日出现所谓“死亡交叉”，即 50 天移动平均线跌穿 250 天移动平均线（图 11）。有人视之为后市将进一步下跌、甚至确认熊市的指标。

我们翻查过去二十年数据，恒指共出现十次死亡交叉（图 12），其中五次（50%机率）于其后半年下跌。若看较短期表现，恒指于出现死亡交叉后一个月及三个月，分别仅有两次下跌（20%机率）。可见死亡交叉对中线（半年）表现并无预测作用，短线（一至三个月）则往往反而是相反指标 - 死亡交叉后升多跌少，因为当 50 天线跌穿 250 天线，指数已累积不小跌幅，已届或接近超卖水平，估值亦可能已偏低，短期反弹机会反而较大，除非出现重大负面因素，例如 2011 年的欧债危机。

图 11：恒生指数出现“死亡交叉”



资料来源：彭博、招银国际研究

图 12：近廿年恒指“死亡交叉”后之表现

死亡交叉日期	其后一个月表现	其后三个月表现	其后六个月表现
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%

资料来源：彭博、招银国际研究

恒指半年度检讨，关注港股通新贵

恒生指数公司将于 8 月 10 日（星期五）收市后公布恒生指数系列季度及半年度检讨结果，变动将于 9 月 7 日（星期五）收市后生效。此次检讨除了可能变动恒指成份股外，亦涉及港股通合资格股份变动。过往获纳入港股通的股份，部份获追捧，股价大涨，尤其是市值较小（100 亿港元左右，仅符合深港通要求，未符合沪港通要求）、属于新兴行业、盈利增长强劲者。

深港通下的合资格港股，要求是市值 50 亿港元以上（过去 12 个月平均月底市值）的恒生综合小型股指数的成份股，再加沪港通合资格港股。以下是部份预料获纳入深港通的股份。其中三一国际(631 HK)、华谊腾讯娱乐(419 HK)、李氏大药厂(950 HK)本身是恒生综合小型股指数成份股，原本未符合市值要求，现已符合。其余股份均尚未是恒生综合指数成份股。。以下是部份预料获纳入深港通的股份：

图 13：部份有机会晋身“深港通”的港股

名称	代码	市值（港元）*
三一国际	631 HK	59 亿
华谊腾讯娱乐	419 HK	54 亿
李氏大药厂	950 HK	53 亿
平安好医生	1833 HK	511 亿
碧桂园服务	6098 HK	252 亿
希玛眼科	3309 HK	101 亿
雅生活服务	3319 HK	55 亿
同仁堂国药	3613 HK	105 亿
维信金科	2003 HK	91 亿
有才天下猎聘	6100 HK	161 亿
中国新华教育	2779 HK	55 亿
汇付天下	1806 HK	85 亿
恒大健康	708 HK	290 亿
天伦燃气	1600 HK	57 亿

资料来源：彭博、招银国际研究 *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于 50 亿港元，料将被剔出港股通：京能清洁能源(579 HK)、中远海运国际(517 HK)、超盈国际(2111 HK)、百富环球(327 HK)、数字王国(547 HK)、超威动力(951 HK)。

投资策略及焦点股份

旧经济股 + 深港通新贵

预料旧经济股跑赢新经济股的情况至少持续至 8 月中，短期部署宜偏重估值低同时具备催化剂的旧经济股。基建股市盈率仅约 6 倍，估值具防守力，憧憬下半年基建投放加大。香港银行股憧憬第三季加息。相对而言，水泥股、基本金属股、内房股虽亦属旧经济股，但值博率不高。水泥虽受多个利好因素支持，但股价贴近高位，估值已不便宜。基本金属价格对贸易战风险较为敏感，盈利能见度低。内房则持续受调控政策影响。另外，预期获纳入深港通的一众股份，可选盈利前景较佳者，偷步买入。

中国铁建(1186 HK)：国务院总理常务会议后，市场憧憬更积极的财政政策，尤其是基建投放增加，而基建股原本估值甚为低残，有望进一步获向上重估。中铁建今年首季经常性净利润同比增长 16.0%，高于中交建(1800 HK)之 9.6%，略低于中国中铁(390 HK)之 19.5%；中铁建首季新签合同金额同比增长 7.0%，低于中交建及中铁之 21%，但中铁建于第二季之新签合同金额增长加快，上半年累计增速升至 10.4%。估值方面，中铁建之今年预测市盈率 6.3 倍，与中交建相若，低于中铁之 7.6 倍。

三一国际(631 HK)：主要生产煤炭机械及港口机械，两类产品约各占公司一半收入。经过多年的疲弱表现，终于在 2017 年扭亏为盈，录得纯利 2.3 亿元人民币，主要由于煤机板块复苏，特别是掘进机收入大升 115%。公司今年首季业绩确认强劲复苏持续：纯利升 140%，并预计上半年盈利大增。煤炭机械业务同时受惠客户盈利改善及替换需求。港口机械则受惠全球航运业复苏及物流运输集装箱化比例提升。日前美国重型机械生产商 Caterpillar(CAT US)公布了第二季业绩，管理层透露，中国的建筑需求依然强劲，未看到受贸易纠纷影响而放缓，反映中国机械业前景良好。三一为恒生综合小型股指数成份股，并已达到深港通之平均市值 50 亿港元的要求，相信可于 9 月成为深港通合格股份，吸引内地资金。

中银香港(2388 HK)：美国联储局主席鲍威尔 7 月中出席国会听证会，重申继续渐进加息，市场对今年总共加息四次（下半年两次）的预期机率已升至七成。之前美国加息七次共 1.75 厘，香港银行都未跟加，但最近半年，一个月香港银行同业拆息（HIBOR）由 0.7% 急升至约 1.7%，加上银行体系结余减少，银行加息压力增加，估计 9 月份跟随美国加息的机会甚高，有助银行息差扩阔。虽然加一两次息不会立刻令盈利大升，但应有助提升股份估值。港银以大型银行较佳，因为 HIBOR 大幅上升，有利资金充裕的大银行之净息差。中银香港(2388 HK)是香港三大发钞行之一，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。同业恒生银行(11 HK)股价创新高，中银却远远落后，有机会补涨。

雅生活服务(3319 HK)：物业服务业受惠城镇化水平上升、人均可支配收入不断提高、近年内房销售强劲，其中由雅居乐(3383 HK)分拆的物业管理公司雅生活是后起之秀，有两大开发商支持，以“雅居乐物业”和“绿地物业”两个品牌经营，截止 17 年底，已在全国 69 个城市布局，管理面积达 7,834 万平方米。公司去年 6 月收购绿地控股旗下的绿地物业，目前绿地持有雅生活 15% 的股权。大股东雅居乐及绿地均同意每年向雅生活交付相当面积的物业项目，并将在增值服务上与雅生活合作，包括一手房的代理销售。雅生活已发盈喜，估计截至 6 月底之上半年盈利按年大升 1.5 倍以上，主要由于管理面积增加及多元化增值服务收入上升。我们预计公司未来三年每股盈利年均复合增长 41%，为同业之中最高，18 年预测市盈率约 23 倍，较行业平均低。另外，估计雅生活可于 9 月成为深港通合格股份。

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
中国铁建	1186 HK	9.47	1,550	6.3	0.68	11.6	2.6	13%
三一国际	631 HK	2.81	85	12.9	1.11	8.8	1.2	138%
中银香港	2388 HK	38.00	4,018	12.3	1.54	13.0	3.9	5%
雅生活服务	3319 HK	14.46	193	23.0	3.76	13.3	1.7	45%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 7 月 31 日

附录 1：8 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	中国	7 月财新制造业采购经理人指数	50.9	51.0
	美国	7 月 ISM 制造业指数	59.3	60.2
2	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—
	英国	英伦银行议息结果	—	—
3	美国	7 月失业率	3.9%	4.0%
	美国	7 月平均时薪(同比)	2.7%	2.7%
	美国	7 月非农就业人口变动	190,000	213,000
8	中国	7 月外汇储备(美元)	—	31,121 亿
	中国	7 月出口(美元, 同比)	—	14.2%
	中国	7 月进口(美元, 同比)	—	11.2%
9	中国	7 月消费者物价指数(同比)	—	1.9%
	中国	7 月生产者物价指数(同比)	—	4.7%
10-15	中国	7 月 M2 货币供应(同比)	—	8.0%
	中国	7 月新增人民币贷款	—	18,400 亿
10	美国	7 月核心消费者物价指数(同比)	2.3%	2.3%
14	中国	7 月零售销售(同比)	—	9.0%
	中国	7 月工业生产(同比)	—	6.0%
	中国	1-7 月固定资产投资农村除外(同比)	—	6.0%
23	美国	联储局公开市场委员会 8 月会议纪录	—	—
31	中国	8 月官方制造业采购经理人指数	—	51.2

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		48.0%										
汇丰控股	5	10.1%	74.60	17.6	13.5	12.4	0.97	1.12	1.09	5.4%	5.4%	5.4%
友邦保险	1299	9.1%	68.50	17.2	18.9	16.2	2.51	2.29	2.09	1.5%	1.7%	2.0%
建设银行	939	7.5%	7.11	6.4	5.9	5.3	0.88	0.82	0.74	4.7%	5.1%	5.6%
工商银行	1398	4.7%	5.81	6.3	6.0	5.6	0.86	0.79	0.72	4.8%	5.1%	5.6%
中国平安	2318	4.2%	72.80	13.0	11.7	9.8	2.31	2.10	1.78	2.4%	2.7%	3.2%
中国银行	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%
中国人寿	2628	1.6%	19.58	14.9	11.6	9.9	1.50	1.34	1.22	2.3%	3.0%	3.6%
恒生银行	11	1.8%	213.6	20.4	18.7	16.9	2.82	2.61	2.47	3.1%	3.5%	3.8%
中银香港	2388	1.5%	38.00	12.9	12.4	11.2	1.66	1.54	1.43	3.4%	3.9%	4.4%
交通银行	3328	0.5%	5.66	5.2	5.1	4.9	0.61	0.55	0.51	5.8%	5.8%	6.2%
东亚银行	23	0.5%	31.20	9.4	15.8	14.2	0.96	0.90	0.87	4.1%	3.0%	3.3%
资讯科技		11.5%										
腾讯控股	700	9.6%	355.2	41.1	35.1	26.5	10.58	8.79	6.84	0.2%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.8%	100.0	20.0	17.1	13.9	6.06	4.85	3.93	2.0%	2.2%	2.7%
舜宇光学科技	2382	1.1%	129.5	42.6	30.9	22.4	16.51	11.42	8.14	0.6%	0.8%	1.1%
地产		11.3%										
长实集团	1113	1.7%	60.05	7.4	8.8	8.4	0.76	0.70	0.66	2.8%	3.2%	3.5%
新鸿基地产	16	1.8%	123.0	8.5	12.0	10.9	0.68	0.69	0.66	3.3%	3.6%	3.9%
领展房产基金	823	1.8%	77.80	3.5	29.5	26.9	0.94	0.95	0.93	3.2%	3.5%	3.8%
中国海外发展	688	1.0%	24.65	6.6	6.7	5.6	1.02	0.91	0.80	3.2%	3.8%	4.5%
碧桂园	2007	1.0%	12.16	8.8	6.7	5.1	2.40	2.13	1.68	3.8%	5.0%	6.5%
九龙仓置业	1997	0.8%	57.15	10.1	18.8	18.2	0.84	0.82	0.81	1.7%	3.4%	3.6%
华润置地	1109	0.9%	28.70	8.6	8.1	6.9	1.39	1.24	1.09	3.4%	4.3%	5.0%
新世界发展	17	0.8%	11.18	14.1	15.4	12.8	0.55	0.50	0.49	4.1%	4.3%	4.4%
恒基地产	12	0.6%	43.75	6.3	15.6	12.6	0.66	0.65	0.64	3.6%	3.8%	4.0%
信和置业	83	0.4%	13.48	12.0	16.3	17.9	0.62	0.63	0.62	3.9%	7.3%	4.1%
恒隆地产	101	0.4%	16.50	9.1	15.5	16.3	0.54	0.54	0.53	4.5%	4.6%	4.6%
电讯		5.6%										
中国移动	941	4.7%	70.80	11.0	11.0	10.7	1.28	1.21	1.14	4.4%	4.4%	4.6%
中国联通	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%										
中国海洋石油	883	2.5%	13.12	20.7	9.4	9.1	1.34	1.26	1.19	3.6%	5.3%	5.4%
中国石化	386	2.1%	7.57	15.6	10.3	10.1	1.07	1.07	1.03	7.6%	7.1%	7.2%
中国石油	857	1.4%	5.99	41.8	15.9	13.9	0.79	0.78	0.76	1.1%	3.2%	3.6%
中国神华	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%										
中电控股	2	1.9%	89.65	15.6	15.9	17.7	2.08	1.98	1.89	3.2%	3.3%	3.4%
香港中华煤气	3	1.6%	16.02	29.6	30.2	28.6	4.08	3.90	3.73	2.0%	2.1%	2.3%
电能实业	6	0.9%	55.55	14.3	15.0	15.0	1.42	1.43	1.40	5.0%	5.0%	5.1%
长江基建集团	1038	0.4%	58.25	14.2	13.5	12.8	1.45	1.32	1.26	4.1%	4.4%	4.6%
华润电力	836	0.3%	15.14	15.8	10.4	8.6	0.97	0.93	0.88	5.8%	5.8%	5.9%
综合类		3.7%										
长和	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%
消费品		4.0%										
吉利汽车	175	1.1%	17.90	13.2	10.1	7.8	4.05	3.07	2.36	1.5%	2.2%	3.0%
石药集团	1093	1.1%	20.50	25.1	18.9	14.8	8.35	0.92	0.80	5.7%	7.5%	9.6%
万洲国际	288	0.6%	6.30	10.4	9.8	8.9	1.58	10.06	9.24	0.6%	0.7%	0.7%
蒙牛乳业	2319	0.7%	24.30	40.6	26.4	20.6	3.67	3.29	2.94	0.6%	0.9%	1.2%
恒安国际	1044	0.6%	69.85	19.3	18.7	17.1	4.55	4.14	3.81	3.5%	3.5%	3.8%
中国旺旺	151	0.5%	6.49	22.6	20.2	18.6	4.85	4.50	4.05	0.0%	2.7%	2.9%
消费服务		3.5%										
银河娱乐	27	1.7%	63.05	25.9	20.4	18.3	4.90	4.17	3.55	0.0%	1.4%	1.6%
金沙中国	1928	1.1%	40.40	25.9	19.2	17.1	11.88	8.95	8.58	4.9%	5.1%	5.4%
港铁公司	66	0.7%	44.00	16.0	25.7	22.5	1.59	1.55	1.51	2.5%	2.6%	2.7%
工业		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%
加权平均				14.2	14.5	13.6	4.83	0.37	0.35	3.8%	3.6%	3.9%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 7 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	63.0%											
工商银行	1398	9.0%	5.81	6.2	5.9	5.4	0.86	0.79	0.72	4.8%	5.1%	5.6%
建设银行	939	9.1%	7.11	6.3	5.9	5.4	0.88	0.82	0.74	4.7%	5.1%	5.6%
中国平安	2318	9.2%	72.80	12.3	11.7	9.8	2.31	2.10	1.78	2.4%	2.7%	3.2%
中国银行	3988	8.8%	3.68	5.6	5.3	4.9	0.67	0.62	0.56	5.5%	5.9%	6.4%
中国人寿	2628	4.4%	19.58	15.0	11.4	9.7	1.50	1.34	1.22	2.3%	3.0%	3.6%
招商银行	3968	3.6%	30.65	9.2	8.4	7.4	1.46	1.31	1.16	3.1%	3.6%	4.2%
农业银行	1288	3.1%	3.80	5.6	5.4	5.0	0.78	0.71	0.65	5.4%	5.6%	6.2%
中国太保	2601	2.4%	30.60	16.4	12.1	10.1	1.75	1.56	1.40	3.0%	3.8%	4.6%
中国财险	2328	1.8%	8.85	8.6	7.5	6.9	1.29	1.12	0.99	2.9%	3.2%	3.5%
交通银行	3328	1.5%	5.66	5.1	5.2	4.9	0.61	0.55	0.51	5.8%	5.8%	6.2%
中信银行	998	1.4%	5.03	4.9	4.8	4.4	0.58	0.53	0.49	6.0%	5.8%	6.2%
民生银行	1988	1.2%	5.81	4.4	4.3	4.1	0.59	0.53	0.48	3.5%	3.6%	3.7%
海通证券	6837	0.8%	7.92	9.2	8.6	7.5	0.67	0.63	0.59	3.3%	3.7%	4.1%
邮储银行	1658	1.4%	5.26	7.8	6.8	5.9	0.97	0.88	0.78	3.2%	3.4%	3.8%
中信证券	6030	0.9%	15.66	14.1	12.7	11.3	1.09	1.04	0.99	2.9%	2.9%	3.3%
新华保险	1336	0.9%	36.10	18.2	11.6	10.0	1.54	1.36	1.22	1.7%	2.3%	2.7%
中国华融	2799	0.6%	2.00	3.1	3.0	2.7	0.53	0.46	0.41	9.7%	9.0%	8.3%
中国人民保险集团	1339	0.8%	3.50	8.0	7.2	6.7	0.94	0.81	0.71	1.3%	1.2%	1.3%
华泰证券	6886	0.6%	12.34	8.3	9.8	8.5	0.88	0.81	0.76	#VALUE!	4.0%	4.5%
中国信达	1359	0.6%	2.20	4.1	3.7	3.2	0.49	0.50	0.46	7.4%	7.4%	8.7%
广发证券	1776	0.5%	10.98	8.5	8.3	7.3	0.86	0.80	0.74	4.2%	4.1%	4.6%
中国银河	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%											
中国石化	386	5.7%	7.57	15.0	10.2	10.1	1.07	1.07	1.03	7.6%	7.1%	7.2%
中国石油	857	3.7%	5.99	33.0	15.8	13.9	0.79	0.78	0.76	1.1%	3.2%	3.6%
中国神华	1088	1.8%	17.70	6.5	6.8	6.9	0.96	0.92	0.85	5.9%	6.2%	6.0%
中国海洋石油	883	1.8%	13.12	20.8	9.3	9.1	1.34	1.26	1.19	3.6%	5.3%	5.4%
地产建筑	5.4%											
中国交建	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%
万科	2202	1.0%	25.05	8.6	6.9	5.6	1.81	1.54	1.31	4.1%	5.2%	6.4%
中国中铁	390	0.8%	6.81	8.8	7.7	6.8	0.95	0.83	0.75	1.9%	2.0%	2.3%
华润置地	1109	0.6%	28.70	8.6	8.1	6.9	1.39	1.24	1.09	3.4%	4.3%	5.0%
消费	5.9%											
比亚迪	1211	0.8%	44.40	32.8	24.1	18.4	2.06	1.75	1.61	0.4%	0.6%	0.8%
国药控股	1099	1.2%	33.20	15.1	14.6	13.0	2.27	1.97	1.77	2.0%	2.1%	2.4%
广汽集团	2238	0.6%	7.36	5.3	4.8	4.3	0.94	0.80	0.71	5.9%	6.3%	7.0%
长城汽车	2333	0.5%	5.63	8.8	6.0	5.5	0.91	0.81	0.73	3.5%	5.0%	5.6%
东风集团股份	489	0.6%	7.87	4.2	4.2	4.1	0.55	0.48	0.43	5.1%	4.3%	4.6%
中国国航	753	0.4%	7.22	11.7	12.0	8.5	1.06	0.98	0.89	1.8%	1.7%	2.5%
石药集团	1093	0.8%	20.50	45.1	34.4	27.0	8.35	7.20	6.32	0.7%	1.0%	1.2%
申洲国际	2313	0.6%	96.25	32.5	27.3	22.7	6.42	5.46	4.79	1.4%	1.9%	2.4%
恒安国际	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%											
华能国际	902	0.7%	5.89	26.7	17.4	12.3	0.94	0.88	0.85	2.0%	4.0%	5.7%
中广核电力	1816	0.7%	2.08	8.7	9.6	8.6	1.25	1.17	1.07	3.8%	3.6%	4.0%
中国燃气	384	0.4%	31.80	25.9	20.5	17.2	5.55	4.72	3.97	1.1%	1.5%	1.8%
粤海投资	270	0.3%	13.52	15.3	17.7	16.7	2.20	2.08	2.02	3.6%	4.1%	4.6%
工业	1.4%											
中国中车	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%
资讯科技及电讯	8.6%											
腾讯控股	700	3.8%	355.20	36.2	34.8	26.4	10.58	8.79	6.84	0.2%	0.3%	0.4%
中国移动	941	3.4%	70.80	11.0	10.9	10.7	1.28	1.21	1.14	4.4%	4.4%	4.6%
中国电信	728	1.4%	3.71	14.3	12.9	11.5	0.80	0.76	0.73	2.8%	3.2%	3.5%
加权平均				9.6	7.8	7.1	1.04	2.52	2.30	4.2%	4.2%	4.7%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2018 年 7 月 31 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。

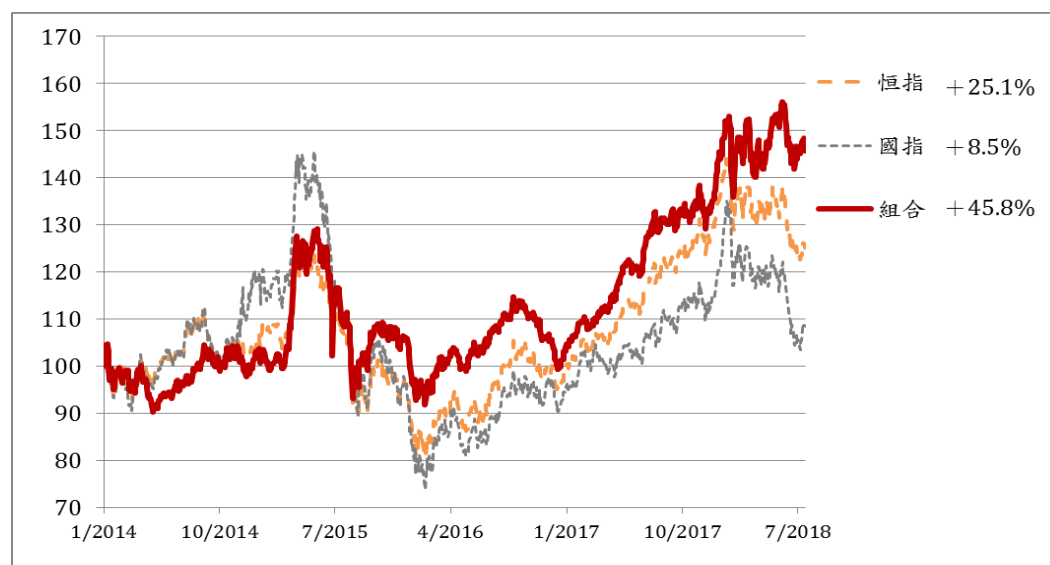
「短线」部份占模拟投资组合的比重较小（目标 0%至 50%），主要投资预期短期内较具上升动力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、传闻、技术指标等等所影响。此部分可能波动性较高，亦未必适合中长线投资。

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
长线 (54.9%)	腾讯控股	700	科网	34.8	26.5	0.2	113.9	355.2	214.5%	11.3%
	领展房产基金	823	房产基金	29.0	26.1	3.2	46.04	77.80	82.6%	10.7%
	中国人寿	2628	保险	11.4	9.7	2.5	22.84	19.58	-12.1%	4.5%
	友邦保险	1299	保险	18.7	16.2	1.5	47.00	68.50	47.6%	7.4%
	瑞声科技	2018	科技	17.1	13.9	2.1	131.9	100.0	-24.2%	4.1%
	汇丰控股	5	银行	13.2	12.4	5.3	74.92	74.60	2.8%	6.2%
	中国银行	3988	银行	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%
短线 (39.6%)	新天绿色能源	956	新能源	6.7	5.9	5.0	2.13	2.51	23.6%	7.1%
	睿见教育	6068	教育	37.6	28.6	1.1	4.80	6.99	47.1%	7.1%
	中海物业	2669	物业管理	23.2	19.2	1.1	2.20	2.78	26.9%	6.1%
	神威药业	2877	医药	11.8	9.7	1.3	8.49	9.88	19.5%	2.9%
	大家乐	341	餐饮	22.0	20.7	4.1	19.88	19.78	0.0%	6.2%
	三一国际	631	机械	12.9	10.9	0.0	2.99	2.81	-3.7%	5.0%
	波司登	3998	服装	不适用	不适用	4.2	0.92	1.18	28.3%	5.2%
现金 (5.5%)										5.5%
组合整体回报 (由2014年1月13日成立起计)									45.8%	
组合整体回报 (2018年度)									6.3%	

数据来源：彭博、招银国际证券 (截至2018年7月31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 7 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，且不承担任何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。