

11 月港股策略报告

利率上升风险，带来吸纳机会

- ❖ **十九大引领中国发展进入新时代。**中共十九大会议在 10 月 18 日至 24 日召开，总书记习近平发表工作报告，部份重点包括建设现代化经济体系，加快发展先进制造业，产业迈向全球价值链中高端，深化供给侧改革，深化国企改革，保障和改善民生，建设美丽中国、健康中国，健全金融监管体系，确保不发生系统性金融风险等等。
- ❖ **利率趋升，股市添压。**港股较受中国、美国及香港的因素影响，而近期此三地都出现利率向上的趋势，香港银行同业拆息、美国国债孳息、中国国债孳息，若升势持续，将令今年上涨近三成的港股面临回调压力，尤其是对利率较敏感的地产股及高息股。另外，美元汇价亦正反弹，对新兴市股带来风险。
- ❖ **新兴市场货币率先回落。**新兴股市今年跑赢成熟股市，在美元及利率回升时，或面临较大回调压力。最近一年，新兴市场股汇走势亦步亦趋，但新兴市场货币已率先下跌，由 9 月初起回调约 4.5%，或是新兴市股市回调的先兆。
- ❖ **港股成交渐增，唯未见亢奋。**随着恒生指数上涨，香港股市日均成交节节上升，由去年第四季之 648 亿港元，到今年第四季至今升至 952 亿元，升幅达 47%，超过同期恒指涨幅，反映投资者入市意欲上升，气氛日益乐观，却未到亢奋阶段（2015 年 4 月恒指见顶，当月日均成交达 1,981 亿元）。
- ❖ **技术分析：恒指沿上升通道攀升。**恒指今年 8 月逼近两年来的上升通道顶部，升势放缓，29,000 有初步阻力。恒指今年于另一条更斜的上升通道运行，只要守住通道底部约 27,700，便可延续升势。另外，今年曾有三度较深回调，都于 50 天平均线获支持，现时 50 天线于 28,000，料亦有颇强支持。
- ❖ **投资策略：**港股短期虽面对利率上升及美元反弹风险，或会出现健康调整，但受几个主要利好因素支持，包括中国经济增速超预期，企业盈利持续获上调，及估值不高，料恒指可再创今年新高，可把握回调机会，吸纳受惠利率上升及国策支持的板块，包括内险、医药、铁路基建。

焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	市盈率(倍)	2017 年预测 股息率(%)	每股盈利增长
中国人寿	2628 HK	25.80	9,616	20.9	1.7	59%
中国太保	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%
上海医药	2607 HK	20.15	720	12.9	2.4	11%
中国中药	570 HK	4.47	198	14.2	2.3	23%
中车时代电气	3898 HK	45.65	537	15.8	1.2	0%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2017 年 10 月 31 日

苏沛丰, CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指数 28,246
52 周高/低位 28,799/21,489
大市 3 个月日均成交 961 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	+2.5%	+5.5%
3 个月	+3.4%	+6.3%
6 个月	+14.7%	+12.6%

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

[17 年 10 月 3 日 -](#)

[波幅加剧，牛市未完，候低吸纳](#)

[17 年 9 月 1 日 -](#)

[八连升后料整固，候低吸纳大型股](#)

[17 年 8 月 1 日 -](#)

[恒指最牛目标 31,000](#)

[17 年 7 月 3 日 -](#)

[旧经济股转强，捕捉盈喜板块](#)

[17 年 6 月 1 日 -](#)

[恒指目标上调至 26,500](#)

[17 年 5 月 2 日 -](#)

[预期温和回调，防守板块看俏](#)

经济及市场焦点

中共十九大经济政策重点

中国共产党第十九次全国代表大会于 2017 年 10 月 18 日至 24 日在北京召开，总书记习近平发表长达三万字的工作报告。投资者较需关注的一些重点，简要摘录如下：

- **中国面临的主要困难和挑战：**发展质量和效益还不高，创新能力不够强，实体经济水平有待提高，生态环境保护任重道远；民生领域还有不少短板，脱贫攻坚任务艰巨，城乡区域发展和收入分配差距依然较大，群众在就业、教育、医疗、居住、养老等方面面临不少难题。
- **贯彻新发展理念，建设现代化经济体系：**我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。**加快建设制造强国，加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链、人力资本服务等领域培育新增长点、形成新动能。支持传统产业优化升级，加快发展现代服务业，瞄准国际标准提高水平。促进我国产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群。加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设。**
- **深化供给侧结构性改革：**以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系。**坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡。**
- **加快完善社会主义市场经济体制：**深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。推动形成全面开放新格局。要以“一带一路”建设为重点。
- **保障和改善民生：**在幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶上不断取得新进展。**建设平安中国，加强和创新社会治理，维护社会和谐稳定，确保国家长治久安、人民安居乐业。优先发展教育事业。加快教育现代化。支持和规范社会力量兴办教育。加强社会保障体系建设。全面实施全民参保计划。完善城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险制度，尽快实现养老保险全国统筹。完善统一的城乡居民基本医疗保险制度和大病保险制度。**
- **健康中国战略：**完善国民健康政策，为人民群众提供全方位全周期健康服务。深化医药卫生体制改革，全面建立中国特色基本医疗卫生制度、医疗保障制度和优质高效的医疗卫生服务体系，健全现代医院管理制度。加强基层医疗卫生服务体系和全科医生队伍建设。全面取消以药养医，健全药品供应保障制度。坚持预防为主，深入开展爱国卫生运动，倡导健康文明生活方式，预防控制重大疾病。实施食品安全战略，让人们吃得放心。**坚持中西医并重，传承发展中医药事业。支持社会办医，发展健康产业。**
- **建设美丽中国：**建设生态文明，推进资源全面节约和循环利用，坚持节约资源和保护环境的基本国策。着力解决突出环境问题，持续实施污染防治行动，提高污染排放标准。实施重要生态系统保护和修复重大工程。
- **健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。**

综合而言，经济发展目标日益重视质素而非单纯的高速，鼓励产业升级、消费升级；供给侧改革、一带一路政策将延续；较以往更重视民生保障、医疗服务、保护环境。不过，上述皆为长远发展纲领，短期内未有具体政策公布，难起立竿见影之效。

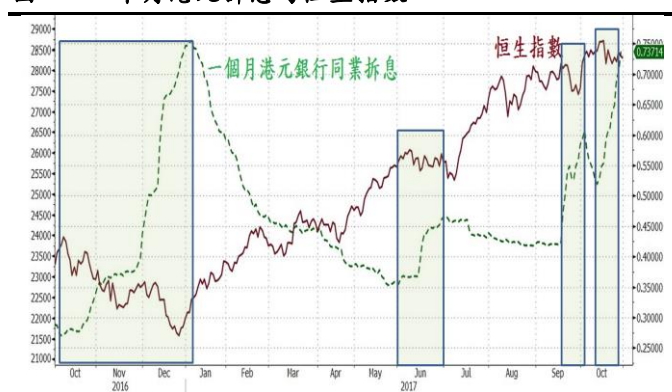
利率趋升，股市添压

港股较受中国、美国及香港的因素影响，而近期此三地都出现利率向上的趋势，若升势持续，将令今年上升近三成的港股面临回调压力。

过去数周，香港银行同业拆息（HIBOR）大幅上升，一个月拆息由 0.52% 升至 0.77%，而过去一年，每当拆息上升，恒指往往受压（图 1 绿色区域）。今次港元拆息上升，某程度受大型新股招股令市场资金紧张，亦因美国联储局已进入加息周期，合共已加息四次共一厘，但香港银行未跟随加息，港美拆息之差距扩阔，在联系汇率制度下，港元拆息有上升压力。

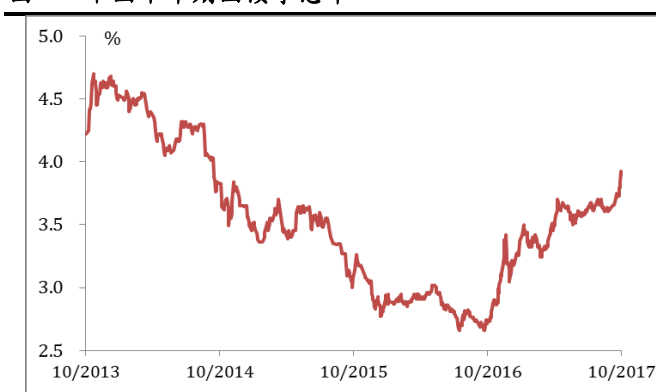
中国国债孳息率过去一年反复上升，由 2.68% 升至 3.89%，创三年新高，近期升势尤急（图 2）。债息急升，令部份投资者担心反映市场资金紧张、金融去杠杆加快、货币政策偏紧。

图 1：一个月港元拆息与恒生指数



资料来源：彭博、招银国际研究

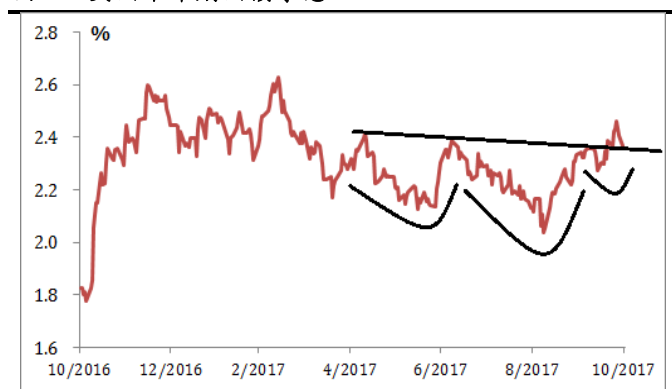
图 2：中国十年期国债孳息率



资料来源：彭博、招银国际研究

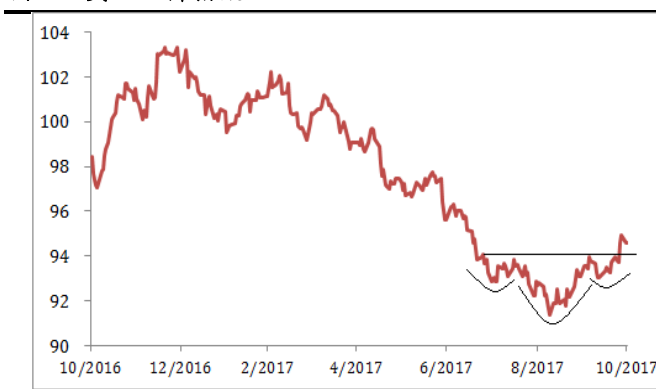
美国十年期国债孳息率由 9 月初之 2.1% 以下，升至 2.4% 附近，升破 6 月份以来的“头肩底”颈线（图 3），再向上机会较大，对利率敏感的地产股及高息股有压力。另外，美元汇价反弹，美元指数年初于 103 以上见顶，9 月初于 91.4 见底，现已反弹至 94.6，亦升穿“头肩底”颈线（图 4）。美元上升时，新兴市场通常受压。短期内有两大因素影响美国债息及美元汇价，第一是联储局下任主席人选，总统特朗普料于本周内公布，大热门是现任联储局理事鲍威尔（Jerome Powell）。鲍威尔自 2012 年进入联储局理事会，议息时一直没投反对票，因此市场相信他会延续耶伦渐进加息的偏宽松货币政策，债息及美汇或回落。若果经济学者泰勒（John Taylor）获提名，市场将视为较鹰派，加息步伐或加快，料将推升债息及美元。第二个因素，是美国税务改革进度，据报美国国会草拟分阶段减企业税，而非即时调低税率，白宫官员随即表明反对分阶段。若税改不顺利，不利美国经济前景，美元及债息升势料放缓。

图 3：美国十年期国债孳息



资料来源：彭博、招银国际研究

图 4：美元汇价指数



资料来源：彭博、招银国际研究

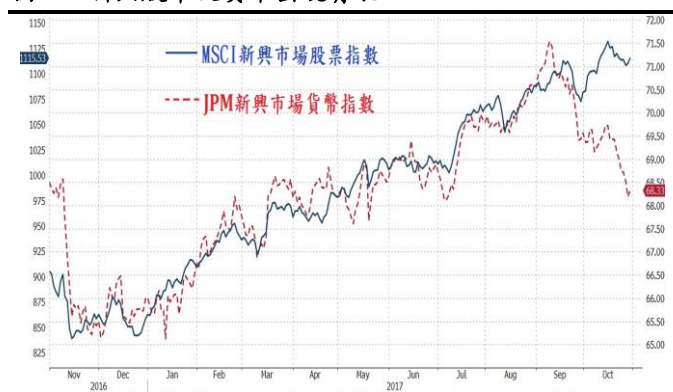
新兴市场货币率先回落

新兴股市今年跑赢成熟股市，在美元及利率回升时，或面临较大回调压力。新兴市场货币已率先下跌，由 9 月初起回调约 4.5%，但股市仍相对处于高位。过去一年，新兴市场股汇走势亦步亦趋（图 5），近两个月的背驰较罕见，汇率先跌，是否股市回调的先兆？

港股成交渐增

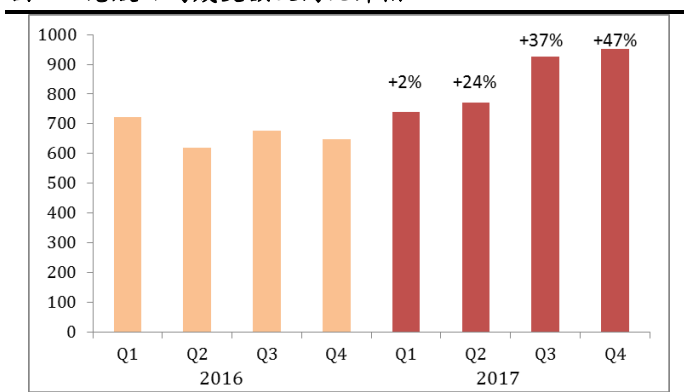
随着恒生指数上涨，香港股市日均成交额节节上升（图 6），由去年第四季之 648 亿港元，到今年第四季至今升至 952 亿港元，升幅达 47%，超过同期恒指涨幅，反映投资者入市意欲上升，气氛日益乐观，却未到亢奋阶段（2015 年 4 月恒指见顶，当月日均成交达 1,981 亿港元）。每季同比计，升幅逐季上升，可预期**港交所(388 HK)**之季度盈利亦随之增速加快。

图 5：新兴股市及货币出现背驰



资料来源：彭博、招银国际研究

图 6：港股日均成交额及同比升幅



资料来源：彭博、招银国际研究

技术分析

恒指沿上升通道攀升

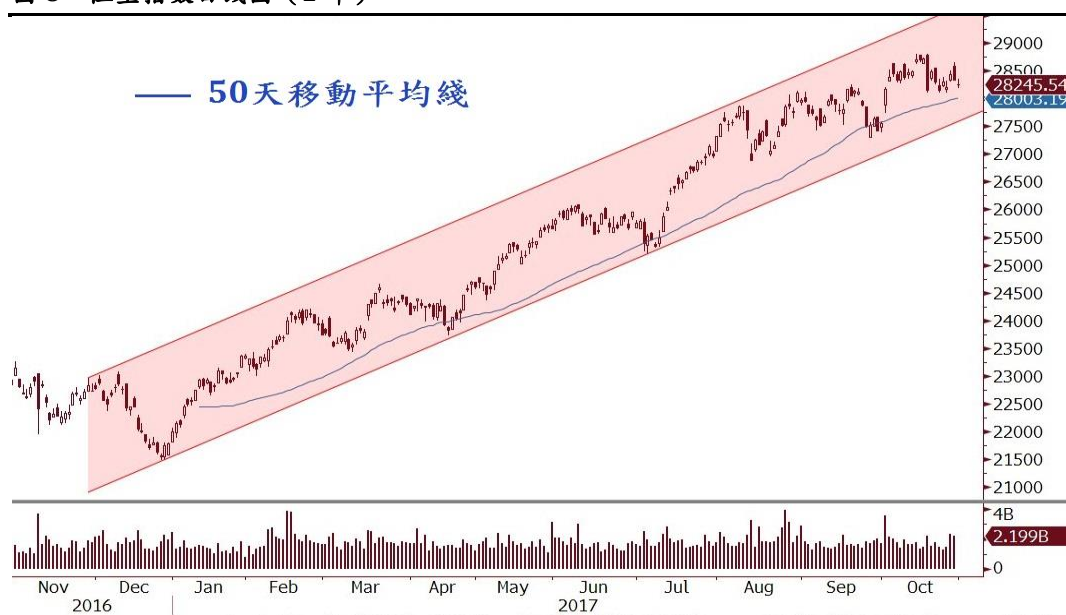
- 恒生指数 2016 年初于 18,279 见底后，于上升通道运行，今年 8 月逼近通道顶部，渐见阻力，升势放缓。通道顶部目前约于 29,000（图 7）。
- 恒指今年于另一条更斜的上升通道运行，只要守住通道底部约 27,700，便可延续升势。另外，今年曾有三度较深回调，都于 50 天平均线获支持，现时 50 天线于 28,000，料亦有颇强支持（图 8）。

图 7：恒生指数日线图（2 年）



资料来源：彭博、招银国际研究

图 8：恒生指数日线图（1 年）



资料来源：彭博、招银国际研究

上证升至阻力区

- 上证综指今年落后恒生指数及国企指数，下半年已见升势加快，但近日升至 2015 年底之反弹区间底部 3,400 渐见阻力，料需稍作整固，年底前应可重回该密集区 3,400-3,680。

图 9：上证综指上试 2015 年底阻力区



资料来源：彭博、招银国际研究

投资策略及焦点股份

恒指仍反复趋升，选受惠利率上升板块

恒指今年已累升 28%，估计仍可再创今年新高，因受几个主要利好因素支持，包括 1) 中国经济增速超预期，2) 企业盈利持续获上调（恒指今年盈利预测较一年前上调约 9%），3) 估值不高（今年预测市盈率：恒指 13.0 倍，国指 8.8 倍），仍低于其他主要市场。

短期而言，上述的利率上升及美元反弹风险，或令恒指出现健康调整，可把握回调机会，吸纳受惠利率上升及国策支持的板块。

焦点板块

- **内险：**中国国债孳息今年大幅上升，中长线可提高保险公司之投资收益。**中国人寿 (2628 HK)** 过去两年股价大幅跑输同业（国寿下跌逾一成，其他几家寿险为主的股份上升一成多至五成多），估值亦大幅落后（国寿股价对内涵值约 0.9 倍，同业平均 1.5 倍），主要由于业绩令人失望。不过，国寿今年第三季业绩有惊喜，投资表现亮眼，保费结构优化，利润重回正增长通道，估值可望向上重估。我们亦看好**中国太保 (2601 HK)**，由于其寿险业务稳健增长及财险业务承保利润持续改善。新一届管理层推出“转型 2.0”，专注保险主业，增强公司竞争力。详情请参阅 10 月 30 日发布的中国人寿[<研究报告>](#)，及 8 月 30 日发布的中国太保[<研究报告>](#)。
- **港交所：**港股日均成交节节上升，升幅更胜恒指，但**港交所 (388 HK)** 今年股价落后恒指。随着市场气氛日益乐观，料港股成交将进一步上升。第四季至今，港股日均成交较去年第四季大升 47%，港交所之第四季业绩值得憧憬。
- **医药：**十九大提出“健康中国战略：完善国民健康政策，为人民群众提供全方位全周期健康服务”，长远有利医药行业发展。十九大亦强调“坚持中西医并重，传承发展中医药事业”，有利中药龙头企业**中国中药 (570 HK)**。整体而言，制药股今年股价累积颇大升幅，估值不低，相比之下，分销商之估值较吸引，其中**上海医药 (2607 HK)** 之预测市盈率仅约 12 倍，低于同业**国药 (1099 HK)** 之 16 倍及**华润医药 (3320 HK)** 之 18 倍。详情请参阅 10 月 24 日发布的中国中药[<研究报告>](#)。
- **铁路基建：**十九大提出要加快建设制造强国，加快发展先进制造业，产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群，以“一带一路”建设为重点。铁路基建业可望受惠此政策方向。**中车时代电气 (3898 HK)** 第三季纯利同比下跌 35%，逊市场预期，主要由于动车组收入同比大跌 59%，但中线前景料改善，其中一个利好因素是 9 月底之库存较 6 月底增加 64% 至 46 亿元人民币，管理层指库存大部份是已完成产品，正待交货，意味收入将上升。另外，我们预期动车组收入明年复苏。可候股价回调吸纳。

图 10：焦点股份

公司	代码	收市价(港元)	市值(亿港元)	本年度预测				
				市盈率(倍)	市帐率(倍)	股本回报率(%)	股息率(%)	每股盈利增长
中国人寿	2628 HK	25.80	9,616	20.9	1.91	9.0	1.7	59%
中国太保	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%
上海医药	2607 HK	20.15	720	12.9	1.35	10.7	2.4	11%
中国中药	570 HK	4.47	198	14.2	1.31	9.4	2.3	23%
中车时代电气	3898 HK	45.65	537	15.8	2.53	17.1	1.2	0%

资料来源：彭博、招银国际研究；截至 2017 年 10 月 31 日

附录 1：11 月份重点经济数据及事件

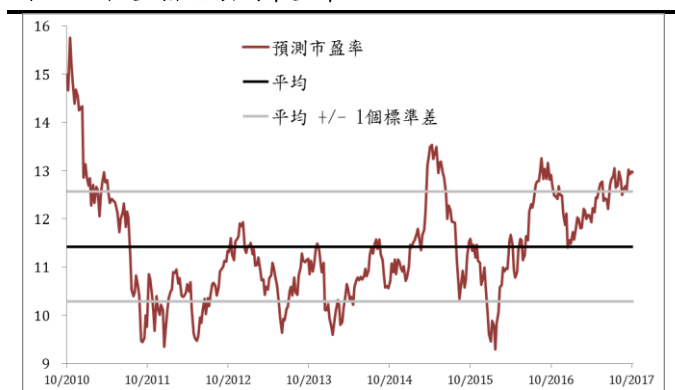
日期	国家	数据/事件	市场预期	上次数字
2	英国	英伦银行议息结果	—	—
	美国	联储局公开市场委员会会议息结果	—	—
3	美国	10 月失业率	4.2%	4.2%
	美国	10 月非农就业人口变动	310,000	-33,000
7	中国	10 月外汇储备(美元)	31,250 亿	31,085 亿
8	中国	10 月出口(美元, 年比)	7.0%	8.1%
	中国	10 月进口(美元, 年比)	18.0%	18.7%
9	中国	10 月消费者物价指数(年比)	1.8%	1.6%
	中国	10 月生产者物价指数(年比)	6.6%	6.9%
10-15	中国	10 月 M2 货币供应(年比)	9.2%	9.2%
	中国	10 月新增人民币贷款	7,500 亿	12,700 亿
15	美国	10 月核心消费者物价指数(年比)	—	1.7%
14	中国	1-10 月固定资产投资(农村除外, 年比)	7.3%	7.5%
	中国	10 月工业生产(年比)	6.2%	6.6%
	中国	10 月零售销售(年比)	10.5%	10.3%
22	美国	10 月耐用品订单	—	—
23	美国	联储局公开市场委员会会议纪录	—	—
29	美国	第三季 GDP 修订值(年度化季比)	—	3.0%
30	中国	11 月官方制造业采购经理人指数	—	51.6
	美国	联储局褐皮书	—	—

资料来源：彭博

注：以上为香港时间

附录 2：市场估值及重要指标

图 11：恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际研究

图 12：恒生指数预测股息率



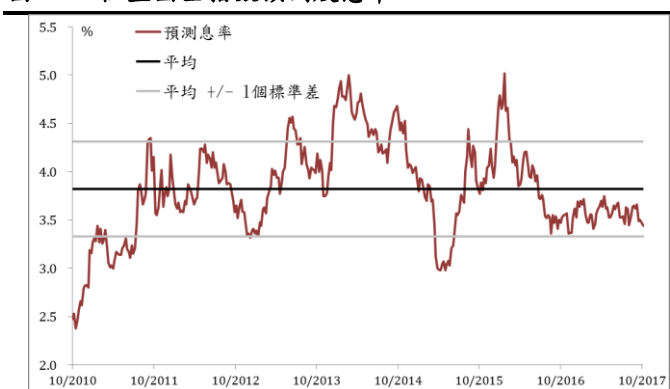
资料来源：彭博、招银国际研究

图 13：恒生国企指数预测市盈率



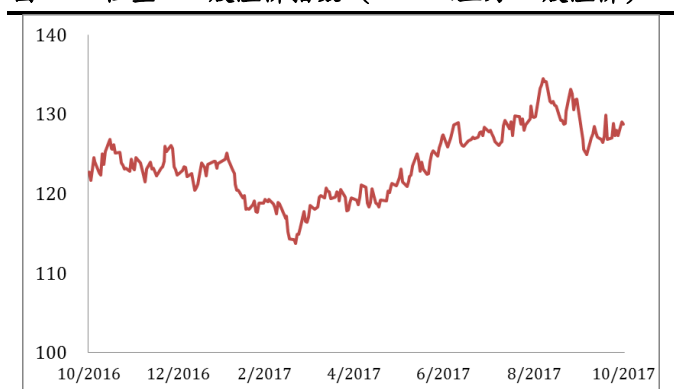
资料来源：彭博、招银国际研究

图 14：恒生国企指数预测股息率



资料来源：彭博、招银国际研究

图 15：恒生 AH 股溢价指数（100 以上为 A 股溢价）



资料来源：彭博、招银国际研究

图 16：美元兑在岸人民币汇价



资料来源：彭博、招银国际研究

附录 3：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 48.5%												
汇丰控股	5	10.0%	76.20	78.9	14.9	13.5	1.02	1.17	1.17	5.2%	5.2%	5.3%
建设银行	939	8.4%	6.96	6.4	6.1	5.7	0.88	0.86	0.78	4.7%	4.9%	5.2%
友邦保险	1299	8.0%	58.70	21.8	17.6	17.0	2.37	2.32	2.14	1.5%	1.7%	2.0%
工商银行	1398	5.2%	6.19	6.7	6.6	6.2	0.94	0.89	0.81	4.5%	4.5%	4.7%
中国银行	3988	3.6%	3.89	5.9	5.7	5.3	0.70	0.68	0.62	5.1%	5.3%	5.7%
中国平安	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%
中国人寿	2628	2.1%	25.80	32.4	21.2	18.3	2.01	1.91	1.76	1.1%	1.7%	2.0%
中银香港	2388	1.6%	37.15	7.1	12.6	12.1	1.65	1.62	1.50	3.1%	3.8%	4.0%
恒生银行	11	1.6%	184.70	21.8	18.8	17.5	2.56	2.46	2.34	3.3%	3.6%	3.9%
交通银行	3328	0.6%	5.88	5.5	5.5	5.3	0.62	0.60	0.55	5.4%	5.3%	5.7%
东亚银行	23	0.6%	34.20	25.4	14.4	17.8	1.08	1.08	1.04	1.6%	3.4%	2.6%
资讯科技 12.2%												
腾讯控股	700	10.7%	349.80	68.7	44.3	34.9	13.12	11.89	8.95	0.2%	0.2%	0.3%
瑞声科技	2018	1.2%	142.80	36.8	27.3	21.6	9.94	8.27	6.49	0.9%	1.1%	1.5%
联想集团	992	0.4%	4.52	12.0	12.1	8.7	2.06	1.69	1.55	5.9%	3.6%	4.3%
地产 10.4%												
长江实业	1113	1.8%	64.15	12.2	11.6	10.3	0.86	0.86	0.82	2.4%	2.6%	2.9%
新鸿基地产	16	1.9%	127.60	8.8	12.7	11.6	0.74	0.71	0.69	3.2%	3.4%	3.7%
领展房产基金	823	1.6%	65.55	8.1	26.8	24.9	1.05	1.02	1.01	3.5%	3.7%	4.0%
中国海外发展	688	1.1%	25.30	7.5	7.9	6.9	1.14	1.10	0.98	3.0%	3.4%	3.9%
九龙仓集团	4	1.0%	70.95	10.0	14.9	14.4	0.66	0.65	0.64	3.0%	3.3%	3.4%
华润置地	1109	0.7%	23.25	8.3	8.5	7.3	1.32	1.23	1.09	3.0%	3.4%	4.0%
新世界发展	17	0.8%	11.62	14.2	15.1	13.3	0.60	0.50	0.49	4.0%	4.0%	4.0%
恒基地产	12	0.7%	50.85	9.3	14.3	15.6	0.74	0.75	0.73	2.8%	3.3%	3.3%
信和置业	83	0.5%	13.44	11.4	13.5	17.0	0.66	0.62	0.61	3.9%	4.0%	4.0%
恒隆地产	101	0.4%	17.92	13.0	14.5	16.4	0.62	0.62	0.62	4.2%	4.2%	4.2%
电讯 6.2%												
中国移动	941	5.4%	78.35	12.5	11.9	11.2	1.34	1.36	1.29	3.6%	8.2%	4.4%
中国联通	762	0.8%	11.08	360.7	47.6	22.9	0.97	0.96	0.94	0.0%	0.9%	1.4%
能源 5.9%												
中国石化	386	1.6%	5.73	12.6	11.2	10.9	0.82	0.81	0.78	5.1%	5.2%	5.6%
中国海洋石油	883	2.1%	10.62	632.4	13.4	12.1	1.05	1.02	0.98	3.4%	4.2%	4.4%
中国石油	857	1.2%	5.09	100.7	28.9	20.4	0.66	0.66	0.65	1.4%	2.7%	2.5%
中国神华	1088	0.7%	18.64	12.6	7.3	8.2	1.06	1.02	0.95	2.9%	5.3%	4.9%
昆仑能源	135	0.3%	7.23	87.9	11.3	10.4	1.30	1.52	1.39	0.9%	1.9%	2.3%
公用 4.9%												
中电控股	2	1.7%	79.35	15.5	15.6	15.1	1.97	1.91	1.79	3.5%	3.6%	3.8%
香港中华煤气	3	1.4%	14.78	27.7	27.6	26.2	3.65	3.43	3.30	2.2%	2.4%	2.5%
电能实业	6	1.0%	67.60	22.5	19.3	18.5	1.33	1.40	1.38	4.0%	5.7%	4.2%
长江基建	1038	0.5%	67.90	17.6	17.0	15.8	1.82	1.64	1.57	3.3%	3.5%	3.7%
华润电力	836	0.3%	15.00	9.2	14.7	9.3	1.03	1.03	0.98	5.8%	5.9%	5.8%
综合类 4.2%												
长和	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	19	0.4%	77.05	11.4	19.0	15.5	0.49	0.52	0.51	2.7%	2.8%	3.3%
消费品 3.9%												
吉利汽车	175	1.4%	24.15	36.0	20.4	15.1	6.54	5.67	4.30	0.5%	1.0%	1.4%
万洲国际	288	0.8%	7.90	14.3	13.5	12.5	2.18	2.18	1.99	3.3%	3.4%	3.7%
蒙牛乳业	2319	0.7%	21.60	-95.9	29.6	22.1	3.33	3.20	2.90	0.5%	0.8%	1.2%
恒安国际	1044	0.6%	76.90	21.9	20.8	19.5	5.16	4.88	4.49	3.0%	3.1%	3.3%
中国旺旺	151	0.4%	6.38	19.3	21.5	20.8	5.29	0.75	0.67	15.0%	1.8%	2.0%
消费服务 3.4%												
银河娱乐	27	1.4%	53.10	36.4	25.4	23.0	4.51	4.42	3.88	0.0%	1.1%	1.3%
金沙中国	1928	1.0%	36.75	31.1	24.9	21.9	10.54	8.50	9.22	5.4%	5.5%	5.6%
港铁公司	66	0.9%	45.20	26.5	27.6	28.2	1.75	1.89	1.85	2.4%	6.8%	2.5%
国泰航空	293	0.1%	13.34	-91.3	-25.3	74.5	0.99	0.99	0.96	0.4%	0.1%	0.4%
工业 0.3%												
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%
加权平均				14.8	13.0	11.9	1.46	1.34	1.25	3.3%	3.2%	3.4%

资料来源：彭博、招银国际研究

附录 4：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		71.8%										
工商银行	1398	10.1%	5.80	6.3	6.2	5.9	0.91	0.84	0.76	4.7%	4.8%	5.0%
中国银行	3988	9.7%	3.85	5.6	5.6	5.2	0.71	0.67	0.62	5.1%	5.4%	5.7%
建设银行	939	9.6%	6.48	5.8	5.7	5.4	0.86	0.80	0.72	5.0%	5.3%	5.6%
中国平安	2318	9.9%	59.95	13.8	13.0	11.0	2.19	2.03	1.79	1.5%	1.9%	2.2%
中国人寿	2628	6.1%	23.25	26.7	22.2	18.2	1.81	1.75	1.62	1.2%	1.6%	1.9%
农业银行	1288	3.4%	3.50	5.3	5.1	4.8	0.76	0.71	0.64	5.7%	5.9%	6.2%
招商银行	3968	3.8%	27.45	8.9	8.5	7.6	1.40	1.30	1.16	3.2%	3.5%	4.0%
中国太保	2601	2.8%	33.65	20.8	18.3	15.2	1.97	1.86	1.69	2.4%	2.7%	3.2%
中国财险	2328	2.2%	13.78	8.9	8.2	7.6	1.36	1.27	1.11	2.6%	2.9%	3.2%
民生银行	1988	1.5%	7.16	4.6	4.7	4.5	0.63	0.59	0.54	4.6%	4.4%	4.4%
交通银行	3328	1.7%	5.70	5.3	5.4	5.2	0.62	0.58	0.53	5.6%	5.5%	5.7%
中信银行	998	1.7%	4.96	4.9	4.9	4.7	0.58	0.55	0.50	5.1%	5.1%	5.4%
海通证券	6837	1.4%	12.62	15.8	13.9	12.1	1.10	1.05	0.99	2.0%	2.3%	2.7%
中信证券	6030	1.2%	17.18	17.4	15.6	13.6	1.23	1.19	1.11	2.4%	2.1%	2.5%
新华保险	1336	1.2%	44.15	24.1	19.2	14.6	1.90	1.81	1.64	1.3%	1.4%	1.8%
邮政储蓄银行	1658	0.9%	4.49	6.9	6.9	6.1	0.89	0.80	0.72	1.9%	2.4%	2.7%
中国信达	1359	0.9%	2.88	5.6	5.2	4.6	0.65	0.68	0.61	5.2%	5.4%	6.0%
广发证券	1776	1.0%	16.98	13.3	12.4	10.9	1.36	1.29	1.21	2.4%	2.7%	3.1%
中国银河	6881	0.8%	6.85	11.3	10.7	9.6	0.94	0.90	0.84	2.8%	2.8%	3.1%
华泰证券	6886	1.0%	17.30	16.5	15.2	13.1	1.25	1.21	1.12	3.4%	2.8%	3.2%
中国人民保险	1339	0.9%	3.49	8.1	7.6	7.2	0.95	0.90	0.80	1.1%	0.9%	0.9%
能源		11.1%										
中国石化	386	5.2%	5.85	11.1	11.5	11.0	0.84	0.82	0.80	5.0%	5.2%	5.5%
中国石油	857	3.7%	4.95	37.7	30.0	21.3	0.64	0.64	0.63	1.4%	2.5%	2.4%
中国神华	1088	2.2%	18.36	7.7	7.9	8.5	1.09	1.00	0.94	2.9%	5.0%	4.7%
地产建筑		5.6%										
中国交建	1800	1.5%	9.75	7.5	7.0	6.3	0.80	0.78	0.71	2.3%	2.8%	3.1%
海螺水泥	914	1.3%	31.15	11.7	10.9	10.7	1.75	1.63	1.48	1.9%	3.2%	3.2%
万科	2202	1.2%	25.70	10.5	9.2	7.7	2.14	1.85	1.60	3.6%	4.5%	5.3%
中国中铁	390	0.9%	6.46	9.1	8.8	7.8	0.92	0.86	0.79	1.6%	1.9%	2.1%
中国铁建	1186	0.7%	9.90	7.8	7.3	6.6	0.84	0.79	0.72	1.9%	2.2%	2.4%
消费		5.6%										
国药控股	1099	1.4%	34.40	16.5	15.6	13.8	2.46	2.09	1.85	1.7%	2.0%	2.2%
比亚迪	1211	1.6%	72.45	38.4	35.3	24.9	3.44	3.01	2.73	0.9%	0.6%	0.8%
长城汽车	2333	1.0%	9.60	9.2	9.9	7.9	1.60	1.49	1.32	4.3%	3.1%	3.7%
东风集团	489	1.0%	10.32	5.5	5.6	5.4	0.74	0.69	0.62	2.6%	2.8%	3.0%
中国国航	753	0.5%	6.49	10.5	9.3	8.7	0.99	0.93	0.86	2.2%	2.1%	2.3%
公用		2.2%										
中广核电力	1816	0.8%	2.16	8.5	9.7	9.1	1.39	1.31	1.19	2.8%	3.3%	3.4%
华能国际	902	0.7%	4.83	23.5	24.6	9.3	0.76	0.78	0.73	7.0%	2.2%	5.6%
龙源电力	916	0.6%	5.82	11.2	10.1	8.6	1.00	0.91	0.84	1.7%	2.0%	2.7%
工业		1.9%										
中国中车	1766	1.1%	6.94	16.0	14.3	12.4	1.41	1.44	1.34	3.7%	2.7%	3.0%
中车时代电气	3898	0.8%	43.75	15.9	14.4	12.8	2.66	2.41	2.10	1.2%	1.3%	1.5%
电讯		1.8%										
中国电信	728	1.8%	4.00	14.9	13.7	12.3	0.86	0.84	0.81	2.7%	3.0%	3.3%
加权平均				9.0	8.4	7.7	1.02	0.97	0.88	3.7%	3.5%	3.8%

资料来源：彭博、招银国际研究

附录 5：深港通合资格港股（撇除沪港通之港股）

名称	代码	名称	代码	名称	代码	名称	代码
资讯科技		德永佳集团	321 HK	中化化肥	297 HK	彩生活	1778 HK
长飞光纤光缆	6869 HK	大昌行集团	1828 HK	招金矿业	1818 HK	中国奥园	3883 HK
IGG	799 HK	中国利郎	1234 HK	纷美包装	468 HK	工业	
丘钛科技	1478 HK	*海信科龙	921 HK	西部水泥	2233 HK	*中集集团	2039 HK
*中兴通讯	763 HK	361 度	1361 HK	*鞍钢股份	347 HK	民银资本	1141 HK
中国软件国际	354 HK	和谐汽车	3836 HK	*晨鸣纸业	1812 HK	香港国际建投	687 HK
金蝶国际	268 HK	雅迪控股	1585 HK	金融		*潍柴动力	2338 HK
天鸽互动	1980 HK	民生教育	1569 HK	*广发证券	1776 HK	绿城服务	2869 HK
慧联网	2280 HK	超威动力	951 HK	重庆银行	1963 HK	中国龙工	3339 HK
百富环球	327 HK	华谊腾讯娱乐	419 HK	中信建投证券	6066 HK	越秀交通基建	1052 HK
仁天科技	885 HK	*浙江世宝	1057 HK	民众金融科技	279 HK	中国外运	598 HK
电讯		宇华教育	6169 HK	五龙动力	378 HK	天津港发展	3382 HK
中信国际电讯	1883 HK	基本消费		国银租赁	1606 HK	中外运航运	368 HK
香港宽频	1310 HK	西藏水资源	1115 HK	交银国际	3329 HK	五龙电动车	729 HK
非必需消费		汇源果汁	1886 HK	中国金融国际	721 HK	太平洋航运	2343 HK
*比亚迪	1211 HK	中粮肉食	1610 HK	中国天然气	931 HK	中国飞机租赁	1848 HK
正通汽车	1728 HK	健康护理		地产		*金风科技	2208 HK
李宁	2331 HK	环球医疗金融	2666 HK	*万科	2202 HK	*中联重科	1157 HK
周生生	116 HK	石四药集团	2005 HK	禹洲地产	1628 HK	伟禄集团	1196 HK
福寿园	1448 HK	微创医疗	853 HK	新城发展	1030 HK	*东江环保	895 HK
星美控股	198 HK	联邦制药	3933 HK	宝龙地产	1238 HK	*东北电气	42 HK
天虹纺织	2678 HK	*丽珠集团	1513 HK	佳兆业集团	1638 HK	公用	
枫叶教育	1317 HK	先健科技	1302 HK	中骏置业	1966 HK	北京燃气蓝天	6828 HK
恒腾网络	136 HK	同仁堂科技	1666 HK	绿景中国地产	95 HK	光大绿色环保	1257 HK
中国动向	3818 HK	金斯瑞生物科技	1548 HK	融信中国	3301 HK	粤丰环保	1381 HK
宝胜国际	3813 HK	长江生命科技	775 HK	佳源国际	2768 HK	熊猫绿能	686 HK
冠城钟表珠宝	256 HK	华瀚健康	587 HK	远东发展	35 HK	协鑫新能源	451 HK
天能动力	819 HK	*山东新华制药	719 HK	中国海外宏洋	81 HK	中国水务	855 HK
超盈国际	2111 HK	神威药业	2877 HK	英皇国际	163 HK	中国电力清洁能源	735 HK
波司登	3998 HK	资源		红星美凯龙	1528 HK	京能清洁能源	579 HK
数字王国	547 HK	阜丰集团	546 HK	上实城市开发	563 HK	中广核新能源	1811 HK
佐丹奴国际	709 HK	中国东方	581 HK	招商局置地	978 HK		
都市丽人	2298 HK	首钢资源	639 HK	绿地香港	337 HK		
特步国际	1368 HK	中国金属利用	1636 HK	花样年	1777 HK		

*其 A 股于深圳上市

资料来源：深交所、彭博、招银国际研究

附录 6：A/H 股差价

H 股较 A 股折让最大的 25 只股份

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 折让(%)
洛阳玻璃	1108 HK	4.58	600876 SH	22.17	-82.4
山东墨龙	568 HK	1.38	002490 SZ	4.95	-76.3
京城机电	187 HK	2.23	600860 SH	7.17	-73.6
浙江世宝	1057 HK	3.34	002703 SZ	10.61	-73.2
天津创业环保	1065 HK	4.97	600874 SH	15.52	-72.8
东北电气	42 HK	1.90	000585 SZ	5.26	-69.3
上海电气	2727 HK	3.54	601727 SH	8.97	-66.5
中远海发	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
大连港	2880 HK	1.36	601880 SH	2.97	-61.1
第一拖拉机	38 HK	3.81	601038 SH	8.25	-60.8
新华文轩	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
中船防务	317 HK	13.30	600685 SH	26.66	-57.6
北京北辰实业	588 HK	2.90	601588 SH	5.81	-57.6
南京熊猫电子	553 HK	5.07	600775 SH	10.04	-57.1
中国中冶	1618 HK	2.58	601618 SH	5.10	-57.0
东方证券	3958 HK	7.96	600958 SH	15.23	-55.6
山东新华制药	719 HK	9.29	000756 SZ	17.30	-54.4
中国东方航空	670 HK	3.96	600115 SH	6.89	-51.2
大唐发电	991 HK	2.63	601991 SH	4.38	-49.0
海信科龙	921 HK	9.78	000921 SZ	16.19	-48.7
中煤能源	1898 HK	3.57	601898 SH	5.90	-48.6
中海油田服务	2883 HK	6.91	601808 SH	11.40	-48.5
中国石油	857 HK	5.09	601857 SH	8.27	-47.7

资料来源：彭博、招银国际研究

*A 股代码后的最后 2 位英文字母 SZ 代表深圳买卖的 A 股、SH 代表上海买卖的 A 股。

H 股较 A 股溢价的股份

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 溢价(%)
安徽海螺水泥	914 HK	33.35	600585 SH	26.12	8.5
江苏宁沪高速公路	177 HK	11.96	600377 SH	10.07	0.9

资料来源：彭博、招银国际研究

*A 股代码后的最后 2 位英文字母 SZ 代表深圳买卖的 A 股、SH 代表上海买卖的 A 股。

附录 7：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 (51.7%)	腾讯控股	700	科网	44.6	34.9	0.2	113.93	349.80	209.0%	14.5%
	领展房产基金	823	房产基金	27.0	24.9	3.5	46.04	65.55	50.5%	10.0%
	新华保险	1336	保险	21.0	16.1	1.1	35.32	48.75	40.5%	6.8%
	友邦保险	1299	保险	17.7	17.0	1.5	47.00	58.70	26.8%	7.0%
	长实地产	1113	地产	11.8	10.3	2.4	52.83	64.15	24.4%	6.2%
	汇丰控股	5	金融	14.8	13.9	5.2	74.92	76.20	1.7%	7.1%
短线 (40%)	中信建投证券	6066	券商	8.8	7.5	2.9	7.10	7.15	3.6%	5.4%
	中国银行	3988	银行	5.6	5.3	5.0	3.84	3.89	6.7%	5.6%
	IGG	799	科网	10.1	8.1	2.0	12.31	10.46	-12.2%	5.1%
	锦江酒店	2006	消费服务	20.8	18.4	3.3	2.63	2.81	6.8%	6.4%
	中国海外宏洋	81	地产	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%
	信义光能	968	新能源	8.3	7.5	5.2	2.83	2.70	-4.7%	5.8%
现金 (8.3%)										8.3%
组合整体回报 (由 2014 年 1 月 13 日成立起计)									30.5%	
组合整体回报 (2017 年度)									28.9%	

数据来源：彭博、招银国际证券（截至 2017 年 10 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 2017 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。