

2017 年下半年策略報告

 恒指最牛目標 31,000

摘要

- ❖ **港股連升七月，未見非理性亢奮。**恒生指數今年連升七個月，累漲 24%，但市場一直缺乏“牛氣”，成交額偏低，今年大市日均成交額 768 億港元，僅比去年全年日均多 16%，反映投資者態度仍審慎，未見非理性亢奮。
- ❖ **盈利上升周期，估值仍可提升。**2015 年 4 月底，恒指高見 28,589，預測市盈率高見 15 倍（撇除一次性特殊收益）。市場預料 2017 年恒指盈利同比增長 11.1%，扭轉之前兩年下跌弱勢，而且上半年內地經濟復甦勝預期，今年以來市場傾向上調恒指盈利預測。目前恒指之 2017 年預測市盈率 13.1 倍，於盈利增長周期中，可望獲較高估值。
- ❖ **最樂觀目標：恒指 31,000 點，國指 13,000 點。**若恒指及國指之預測市盈率向上重估至 2015 年高位，目標分別為 31,000 點及 13,000 點，較現水平潛在升幅分別為 13% 及 20%。此為我們對恒指於今年下半年最樂觀的目標，需要多個利好因素配合，包括：1) 中國經濟暫不顯著放緩；2) 中國貨幣政策較上半年稍為寬鬆；3) 美國退市步伐較緩慢；4) 美元匯價暫時不大幅反彈；5) 美國國會順利提高債務上限；6) 德國 9 月份大選沒爆出“黑天鵝”；7) 地緣政治局勢穩定。
- ❖ **急升後恐步入熊市。**就算港股能升抵上述樂觀目標，恐怕難以維持於高水平較長時間，並很可能標誌牛市終結，步入熊市。風險包括：1) 恒指估值將處於近年最高水平；2) 內地經濟下半年逐漸放緩，周期性股份盈利增長減慢；3) 新興市場難持續跑贏成熟市場；4) 美元再跌空間不多，新興市場強勢恐難持續。
- ❖ **美元再跌空間不大，新興市場強勢恐難持續。**今年新興市場表現強勁，一大原因是美元匯價回落，令新興市場的憂慮減少，獲資金流入。不過，我們的經濟師預期，下半年美元指數將於 95~102 的區間波動，意味美元已接近見底，匯率因素難再推升新興股市。
- ❖ **港股焦點板塊：滙控、內險、內銀、港交所及券商、石油。**今年港股升勢集中於一線大型股份，小型股普遍跑輸。預料短期內焦點仍在大型股，直至市場進入亢奮階段，小型股才會獲炒作，因此目前應集中關注大型股份。
- ❖ **短期留意深港通新增港股。**短期亦可關注“深港通”概念股。“恒生指數公司”將於 8 月 16 日宣佈半年度恒生指數系列檢討結果。深港通之合資格港股，為市值 50 億港元以上的“恒生綜合小型股指數”成份股，我們列出部份有機會晉身合資格名單的股份。

丁安華，首席經濟學家

電話：(86) 755 8319 5106

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

蘇沛豐，CFA，策略師

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	27,324
52 周高/低位	27,324/21,489
大市 3 個月日均成交	806 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	+6.1%	+4.5%
3 個月	+11.0%	+5.9%
6 個月	+17.0%	+10.4%

資料來源：彭博

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

過往市場策略報告

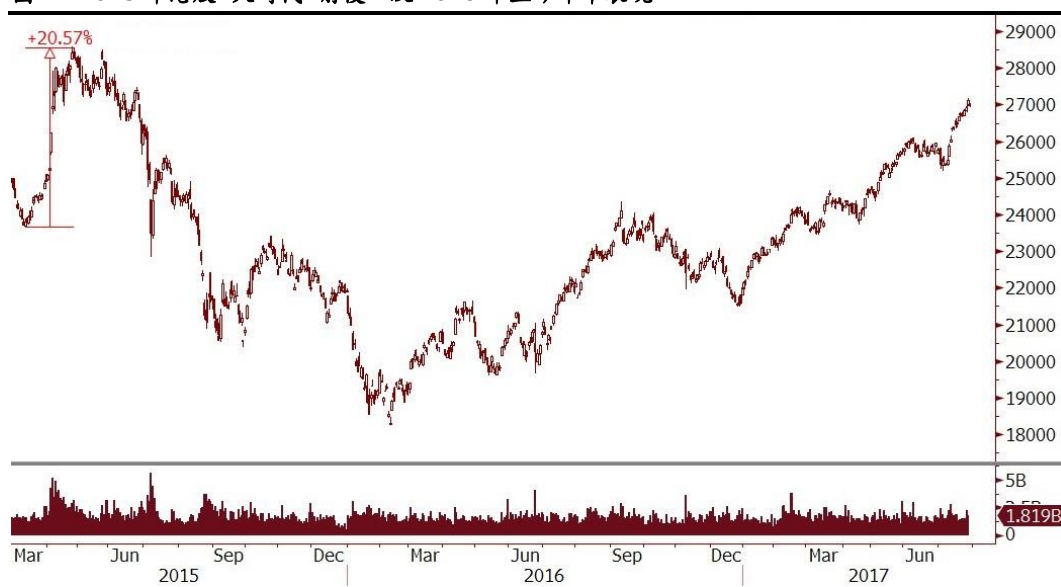
[17 年 7 月 3 日 -](#)[舊經濟股轉強，捕捉盈喜板塊](#)[17 年 6 月 1 日 -](#)[恒指目標上調至 26,500](#)[17 年 5 月 2 日 -](#)[預期溫和回調，防守板塊看俏](#)[17 年 4 月 3 日 -](#)[4 月港股先低後高，低吸績優股](#)[17 年 3 月 1 日 -](#)[港股面臨調整，轉投高息及國策股](#)[17 年 2 月 1 日 -](#)[聚焦盈喜股，選資源及新能源](#)

恒指最樂觀目標 31,000

今年以來，港股氣勢如虹，恒生指數連升七個月，累漲 24%，逐漸逼近 2015 年高位 28,589。2015 年 3 月底，市場憧憬內地公募基金入市，恒指忽然急升，一個月暴漲 20%，大市單日成交額曾突破 2,000 億港元，被稱為“大時代”（圖 1）。近期漸多投資者稱現時市況為“大時代 2.0”，究竟下半年來可否重演 2015 年的升市，甚至有更強表現？

2015 年 4 月底，恒指高見 28,589，相當於該年度預測市盈率 13.5 倍（圖 2），但若按 2015 年經調整盈利（撇除長和(1 HK)重組及恒生銀行(11 HK)出售資產等特殊收益）計算，市盈率高見 15 倍。當時港股盈利處於下降周期，難以支持如此偏高的市盈率，結果恒指維持於高位僅個多月，往後大半年最多跌 36%。

圖 1：2015 年港股“大時代”前後，及 2016 年至今牛市表現



資料來源：彭博、招銀國際研究

盈利上升周期，估值仍可提升

市場預料 2017 年恒指盈利同比增長 11.1%，扭轉之前兩年下跌弱勢，而且上半年內地經濟復甦勝預期，今年以來市場傾向上調恒指盈利預測。盈利增長周期中，可望獲較高估值。

港股本輪牛市始於 2016 年 2 月，恒指由 18,279 起步，至今歷時近一年半，累升 9,045 點或 49%，但市場一直缺乏“牛氣”，成交額偏低，例如今年大市日均成交額 768 億港元，僅比去年全年日均 664 億元多 16%，反映投資者態度仍審慎，未見非理性亢奮。

假若恒指升破 2015 年“大時代”高位 28,589，相信市場氣氛將更趨熱烈，散戶參與程度上升，大市成交額激增，造就牛市最後一輪升浪。目前恒指之 2017 年預測市盈率 13.1 倍，若重估至 2015 年高位 15 倍（經調整盈利），目標 31,000 點，較現水平潛在升幅 13%。此為我們對恒指於今年下半年最樂觀的目標，需要多個利好因素配合，包括：1) 中國經濟暫不顯著放緩；2) 中國貨幣政策較上半年稍為寬鬆；3) 美國退市步伐較緩慢；4) 美元匯價暫時不大幅反彈；5) 美國國會順利提高債務上限；6) 德國 9 月份大選沒爆出“黑天鵝”；7) 地緣政治局勢穩定。

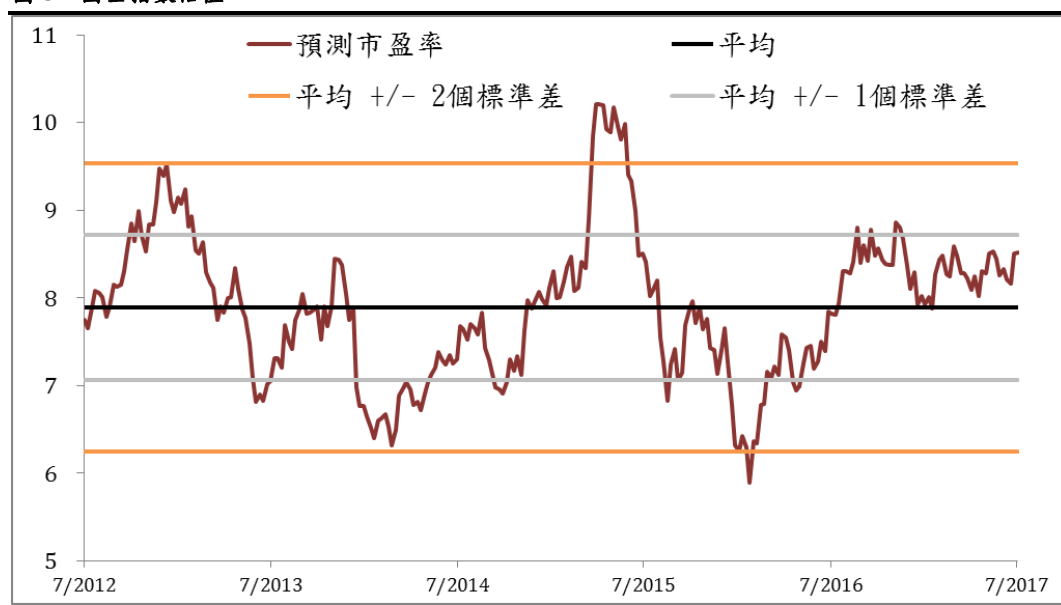
圖 2：恒生指數估值（盈利未經調整）



資料來源：彭博、招銀國際研究

國企指數 2015 年高位相當於該年度預測市盈率 10.2 倍（圖 3）。目前國指之 17 年預測市盈率 8.5 倍，若重估至 10.2 倍，目標 13,000 點，較現水平潛在升幅 20%。

圖 3：國企指數估值



資料來源：彭博、招銀國際研究

技術分析

恒指挑戰上升通道頂

恒指於 2008 年金融海嘯低見 10,676，其後於大形上升通道運行，2015 年第二季於通道頂遇阻，2016 年初跌至通道底回升。此輪牛市升浪，短期關鍵阻力於 2015 年高位 28,589，若升穿則可上試通道頂部約 31,500。

圖 4：恒生指數周線圖（2008-2017）



資料來源：彭博、招銀國際研究

急升後恐步入熊市

不過，就算港股能升抵上述樂觀目標，恐怕難以維持於高水平較長時間，並很可能標誌牛市終結，步入熊市。風險包括：1) 恒指估值將處於近年最高水平；2) 內地經濟下半年逐漸放緩，周期性股份盈利增長減慢；3) 新興市場難持續跑贏成熟市場；4) 美元再跌空間不多，新興市場強勢恐難持續。以下解釋第 3、4 點。

新興股市及港股之折讓已大幅收窄

2013 年 6 月，時任美國聯儲局主席伯南克提出退市計劃，削減每月買債金額，觸發環球市場波動，於其後的兩年半，新興市場資金顯著流走，流向美國為首的成熟市場，成熟股市相對新興股市之估值溢價因而大幅拉闊（圖 5）。今年以來，MSCI 新興市場指數上升 23%，跑贏 MSCI 世界指數之 12% 升幅，成熟股市之溢價已收窄至 39%，十分接近最近三年之低位 37%。由於美、加已進入加息周期，歐元區及英國亦正討論縮減買債規模或加息，料資金仍傾向流向成熟市場，新興股市之折讓難以再大幅收窄。

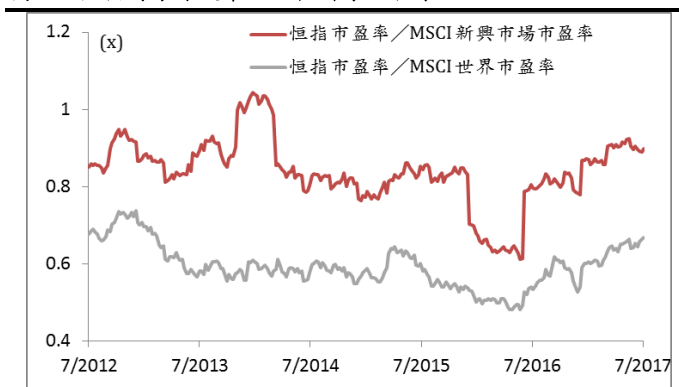
港股於過去一年半大升近五成後，相對成熟股市及新興股市之市盈率折讓，亦已大幅收窄，且升越最近五年平均（圖 6），估計難以再大幅跑贏海外市場。

圖 5：成熟市場對新興市場之溢價已收窄



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6：恒指對環球股市之估值折讓已收窄



資料來源：彭博、招銀國際研究

美元再跌空間不大，新興市場強勢恐難持續

今年新興市場表現強勁，一大原因是美元匯價回落，令向來困擾新興市場的債務和當地貨幣貶值等憂慮減少，資金流向估值較低的新興市場。圖 7 顯示，美元匯價與新興股市有強烈的反向關係。不過，我們的經濟師預期，下半年美元指數將於 95~102 的區間波動，意味美元已接近見底，匯率因素難再推升新興股市。

圖 7：美元匯價與新興股市走勢逆向



資料來源：彭博、招銀國際研究

港股焦點板塊

今年以來，港股升勢集中於一線大型股份，小型股普遍跑輸。預料短期內焦點仍在大型股，直至市場氣氛變得十分樂觀，進入亢奮階段，小型股才會獲投機資金炒作，因此目前應集中關注大型股份。

- **滙豐控股(5 HK)：**美國處於加息周期，歐元區及英國亦正研究退市，利好國際銀行股之淨息差。滙控去年 8 月開始分別進行了兩輪合共 35 億美元回購，有助股價向上。剛剛公布了新一輪 20 億美元的回購，計劃於今年下半年完成。股息率逾 5 厘，仍具吸引力及不俗防守力。
- **內險股：**今年 H 股表現回勇，A 股自年中開始亦反覆回升，整體表現較 2016 年理想，有利內險之股權投資收益。定息投資方面，亦受惠內地市場利率趨升。若港股及 A 股稍後進一步上升，相信市場亦會追捧投資收益因而上升的內險股。
- **內銀股：**內銀股之估值近五年一直低迷，因為壞帳上升，以及市場擔憂影子銀行等表外貸款潛藏龐大壞帳。但今年中國政府嚴控表外融資擴張，漸見成效，表外融資縮減，融資需求逐漸回歸到表內信貸上。這有助舒緩市場對內銀壞帳的憂慮，內銀股之估值可望逐漸提升。
- **港交所(388 HK)及券商股：**牛市若進入最後上升階段，成交必定大增，港交所與券商最直接受惠。
- **石油股：**兩隻藍籌股中石油(857 HK)及中海油(883 HK)今年股價大落後，逆市下跌。去年盈利基數極低，今年盈利幾可肯定大幅回升。美元匯價由年初高位顯著回落，但油價仍落後，稍後或可進一步反彈。

深港通新增合資格港股

短期而言，亦可關注“深港通”概念股。“恒生指數公司”將於 8 月 16 日(星期三)宣佈半年度恒生指數系列檢討結果，並於 9 月 1 日收盤後生效。深港通之合資格港股，為市值 50 億港元以上的“恒生綜合小型股指數”成份股，是次指數檢討之市值是按 2016 年 7 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日之月底平均市值計算。

下表列出部份有機會晉身深港通合資格港股。左欄為本身是“恒生綜合小型股指數”成份股，但之前市值不足 50 億港元，而現時市值已升越 50 億港元的股份。右欄是現時並非“恒生綜合小型股指數”成份股，但應已合符資格獲納入指數的股份。

圖 8：部份有機會晉身“深港通”的港股

名稱	代碼	市值*	名稱	代碼	市值*
中電光谷	798 HK	63.3 億	金地商置	535 HK	80.2 億
慧聰網	2280 HK	60.1 億	陽光房地產	435 HK	77.9 億
香港國際建投	687 HK	58.5 億	時代地產	1233 HK	72.9 億
路勁基建	1098 HK	58.5 億	朗廷	1270 HK	65.2 億
麗新發展	488 HK	54.7 億	金斯瑞生物科技	1548 HK	55.4 億
太平洋航運	2343 HK	53.5 億	丘鈦科技	1478 HK	50.0 億
中國奧園	3883 HK	53.4 億			
北京燃氣藍天	6828 HK	52.9 億			
雅迪控股	1585 HK	51.6 億			
長飛光纖光纜	6869 HK	50.9 億			
熊貓綠能	686 HK	50.6 億			

資料來源：彭博、招銀國際研究

*2016 年 7 月至 2017 年 6 月之月底平均市值（港元）

另外，以下股份料將從深港通合資格港股名單之中剔除：

仁天科技(885 HK)、中國金融國際(721 HK)。

附錄 1：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
金融		48.7%										
滙豐控股	5	10.9%	78.45	81.6	15.9	14.7	1.13	1.26	1.26	5.1%	5.1%	5.1%
建設銀行	939	8.1%	6.50	6.0	5.9	5.6	0.87	0.81	0.74	5.0%	5.1%	5.4%
友邦保險	1299	8.6%	61.55	22.9	19.9	18.5	2.48	2.48	2.28	1.4%	1.7%	2.0%
工商銀行	1398	4.7%	5.47	6.0	6.0	5.8	0.86	0.80	0.73	5.0%	5.0%	5.2%
中國銀行	3988	3.5%	3.85	5.9	5.9	5.5	0.72	0.68	0.63	5.1%	5.2%	5.5%
中國平安	2318	3.5%	57.95	14.6	13.3	11.7	2.22	2.07	1.80	1.5%	1.5%	1.8%
香港交易所	388	3.0%	222.80	47.6	39.7	35.5	8.01	8.11	7.80	1.9%	2.3%	2.5%
中國人壽	2628	2.1%	24.75	31.5	23.5	19.2	1.98	1.84	1.71	1.1%	1.5%	1.8%
中銀香港	2388	1.6%	38.45	7.3	14.5	13.2	1.81	1.69	1.58	3.0%	3.6%	3.7%
恒生銀行	11	1.5%	170.00	20.0	18.3	16.9	2.43	2.31	2.19	3.6%	3.8%	4.1%
交通銀行	3328	0.6%	5.79	5.5	5.6	5.4	0.57	0.60	0.55	5.4%	5.3%	5.5%
東亞銀行	23	0.6%	33.45	24.5	22.9	18.9	1.15	1.08	1.04	1.7%	2.8%	2.4%
資訊科技		12.2%										
騰訊控股	700	11.0%	313.40	62.4	43.0	33.2	13.17	11.12	8.55	0.2%	0.3%	0.3%
瑞聲科技	2018	0.9%	105.10	27.5	20.8	17.2	8.14	6.24	5.01	1.2%	1.5%	1.9%
聯想集團	992	0.4%	4.84	12.8	9.5	8.5	2.14	1.78	1.61	5.5%	4.4%	5.2%
地產		10.5%										
長實地產	1113	1.9%	63.25	12.0	12.1	11.1	0.90	0.86	0.82	2.4%	2.6%	2.9%
新鴻基地產	16	1.8%	121.00	10.7	13.6	12.5	0.73	0.72	0.70	3.2%	3.3%	3.5%
領展房產基金	823	1.6%	63.50	7.9	26.2	24.4	1.02	1.02	1.02	3.6%	3.8%	4.1%
中國海外發展	688	1.2%	26.50	7.8	8.4	7.5	1.31	1.16	1.04	2.9%	3.1%	3.5%
九龍倉集團	4	0.9%	66.45	9.4	14.2	13.6	0.64	0.61	0.60	3.2%	3.3%	3.5%
華潤置地	1109	0.8%	25.10	8.9	9.1	7.8	1.49	1.31	1.16	2.8%	3.2%	3.7%
新世界發展	17	0.7%	10.56	12.0	14.2	13.2	0.57	0.55	0.46	4.2%	4.1%	4.2%
恆基地產	12	0.6%	45.20	8.3	14.9	15.2	0.69	0.66	0.65	3.1%	3.3%	3.3%
信和置業	83	0.4%	12.90	11.5	15.7	15.9	0.64	0.63	0.62	4.0%	4.0%	4.0%
恆隆地產	101	0.5%	19.46	14.1	15.8	17.9	0.67	0.68	0.67	3.9%	3.9%	3.9%
電訊		6.7%										
中國移動	941	5.9%	83.75	13.6	12.8	12.0	1.51	1.41	1.33	3.3%	3.6%	3.9%
中國聯通	762	0.8%	11.34	374.3	47.3	24.3	1.02	1.00	0.96	0.0%	0.7%	1.5%
能源		5.8%										
中國石化	386	1.7%	5.93	13.3	12.0	10.8	0.85	0.84	0.82	4.9%	5.0%	5.3%
中國海洋石油	883	1.8%	8.74	527.7	15.2	11.1	0.88	0.87	0.85	4.1%	4.2%	4.6%
中國石油	857	1.2%	5.03	100.9	25.1	17.4	0.66	0.66	0.65	1.4%	1.6%	2.3%
中國神華	1088	0.8%	19.46	13.4	9.8	10.6	1.01	1.09	1.03	2.7%	4.2%	3.9%
昆侖能源	135	0.3%	7.79	95.4	12.5	11.4	1.54	1.42	1.29	0.9%	2.0%	2.2%
公用		5.4%										
中電控股	2	1.8%	83.25	16.2	16.3	15.8	2.15	2.00	1.87	3.4%	3.5%	3.6%
香港中華煤氣	3	1.4%	14.78	27.7	27.5	26.2	3.83	3.43	3.33	2.2%	2.4%	2.5%
電能實業	6	1.2%	77.40	25.7	22.2	21.2	1.53	1.58	1.55	3.5%	3.6%	3.7%
長江基建集團	1038	0.6%	72.85	18.9	18.3	17.0	1.95	1.80	1.69	3.1%	3.3%	3.5%
華潤電力	836	0.3%	14.90	9.1	11.9	9.1	1.04	1.01	0.96	5.9%	5.8%	5.9%
綜合類		4.5%										
長和	1	3.2%	102.90	12.0	11.2	10.5	1.01	0.89	0.84	2.6%	2.8%	3.0%
中信股份	267	0.8%	11.88	7.9	7.7	7.0	0.72	0.67	0.63	2.8%	3.1%	3.6%
太古股份公司	19	0.4%	77.90	11.6	15.9	15.0	0.52	0.53	0.52	2.7%	3.5%	3.7%
消費品		2.5%										
吉利汽車	175	1.1%	18.06	27.2	16.7	13.1	5.60	4.46	3.50	0.7%	1.2%	1.7%
蒙牛乳業	2319	0.5%	15.22	-68.5	20.4	17.1	2.47	2.23	2.03	0.7%	1.2%	1.4%
恆安國際	1044	0.5%	59.60	17.2	17.4	16.4	4.20	3.92	3.63	3.8%	3.9%	4.1%
中國旺旺	151	0.4%	5.28	16.2	17.4	17.3	4.64	0.61	0.54	18.2%	2.4%	2.5%
消費服務		3.2%										
銀河娛樂	27	1.3%	48.35	32.9	25.1	22.9	4.46	4.06	3.59	0.0%	1.1%	1.3%
金沙中國	1928	1.0%	36.25	30.6	24.3	21.7	7.48	8.07	8.84	5.5%	5.6%	5.7%
港鐵公司	66	0.8%	45.15	26.4	29.1	27.9	1.78	1.86	1.81	2.4%	6.8%	2.5%
國泰航空	293	0.1%	12.24	-83.7	-39.4	80.9	0.87	0.89	0.87	0.4%	0.2%	0.5%
工業		0.4%										
招商局港口	144	0.4%	24.55	14.2	15.5	15.0	0.98	1.04	1.00	3.5%	3.2%	3.2%
加權平均				14.5	13.1	12.0	1.40	1.31	1.23	3.3%	3.2%	3.4%

資料來源：彭博、招銀國際研究

附錄 2：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
金融		72.7%										
工商銀行	1398	10.0%	5.47	6.1	6.0	5.8	0.86	0.80	0.73	5.0%	5.0%	5.2%
中國銀行	3988	9.6%	3.85	6.0	5.9	5.5	0.72	0.68	0.63	5.1%	5.2%	5.5%
建設銀行	939	9.7%	6.50	6.0	5.9	5.6	0.87	0.81	0.74	5.0%	5.1%	5.4%
中國平安	2318	10.5%	57.95	13.6	13.3	11.6	2.22	2.07	1.80	1.5%	1.5%	1.8%
中國人壽	2628	6.4%	24.75	31.9	23.1	19.3	1.98	1.84	1.71	1.1%	1.5%	1.8%
農業銀行	1288	3.3%	3.65	5.7	5.4	5.1	0.80	0.74	0.67	5.4%	5.6%	6.0%
招商銀行	3968	3.5%	25.70	8.8	8.2	7.4	1.33	1.23	1.10	3.3%	3.7%	4.1%
中國太保	2601	2.8%	34.50	22.3	18.9	16.3	2.04	1.91	1.77	2.4%	2.8%	3.1%
中國財險	2328	2.3%	14.56	10.3	9.1	8.4	1.56	1.37	1.21	2.5%	2.6%	2.8%
民生銀行	1988	1.7%	7.86	5.1	5.2	5.0	0.71	0.66	0.59	4.1%	3.9%	4.0%
交通銀行	3328	1.8%	5.79	5.5	5.6	5.4	0.57	0.60	0.55	5.4%	5.3%	5.5%
中信銀行	998	1.7%	5.07	5.1	5.1	4.8	0.61	0.57	0.51	4.9%	5.0%	5.3%
海通證券	6837	1.4%	12.46	15.4	13.5	11.6	1.12	1.05	0.98	2.0%	2.4%	2.8%
中信證券	6030	1.1%	15.86	14.9	13.4	11.7	1.14	1.09	1.02	2.6%	2.4%	2.8%
新華保險	1336	1.4%	50.45	27.4	21.4	17.2	2.29	2.11	1.90	1.1%	1.2%	1.5%
中國郵政儲蓄銀行	1658	0.9%	4.56	7.1	7.1	6.2	0.92	0.83	0.74	1.9%	2.5%	2.8%
中國信達	1359	1.0%	3.25	6.6	5.9	5.1	0.73	0.74	0.67	4.6%	4.9%	5.5%
廣發證券	1776	0.9%	15.76	12.9	11.6	10.0	1.32	1.21	1.13	2.6%	2.9%	3.4%
中國銀河	6881	0.8%	6.89	10.9	10.9	9.5	0.98	0.91	0.85	2.8%	2.8%	3.2%
華泰證券	6886	0.9%	15.70	15.3	13.4	11.6	1.12	1.10	1.03	3.7%	3.2%	3.6%
中國人民保險集團	1339	0.9%	3.64	9.4	8.4	7.8	1.05	0.94	0.84	1.1%	0.8%	0.8%
能源		11.2%										
中國石化	386	5.3%	5.93	10.9	11.9	10.9	0.85	0.84	0.82	4.9%	5.0%	5.3%
中國石油	857	3.7%	5.03	28.6	25.2	18.0	0.66	0.66	0.65	1.4%	1.6%	2.3%
中國神華	1088	2.3%	19.46	10.1	9.7	10.6	1.01	1.09	1.03	2.7%	4.2%	3.9%
地產建築		5.5%										
中國交建	1800	1.6%	10.42	8.4	7.6	6.7	0.91	0.84	0.77	2.2%	2.6%	2.9%
海螺水泥	914	1.2%	28.90	15.4	11.1	11.2	1.73	1.55	1.42	2.0%	2.7%	2.8%
萬科	2202	1.1%	23.05	10.4	8.6	7.4	1.93	1.68	1.48	4.0%	4.8%	5.6%
中國中鐵	390	0.9%	6.22	10.4	9.1	8.2	0.96	0.84	0.77	1.6%	1.8%	2.0%
中國鐵建	1186	0.7%	10.32	8.6	7.8	7.1	0.92	0.85	0.77	1.8%	2.1%	2.2%
消費		4.9%										
國藥控股	1099	1.4%	32.75	16.8	14.8	13.1	2.45	2.05	1.81	1.8%	2.0%	2.3%
比亞迪	1211	1.1%	48.70	23.2	22.8	17.6	2.37	2.04	1.85	1.3%	0.9%	1.2%
長城汽車	2333	1.1%	10.02	7.5	8.8	7.9	1.67	1.49	1.32	4.1%	3.6%	3.8%
東風集團股份	489	0.9%	9.57	5.3	5.5	5.3	0.73	0.65	0.59	2.8%	2.8%	2.9%
中國國航	753	0.5%	7.06	11.0	10.5	9.6	1.16	1.02	0.95	2.0%	1.8%	2.0%
公用		2.2%										
中廣核電力	1816	0.8%	2.14	11.5	10.2	9.2	1.48	1.31	1.18	2.8%	3.1%	3.4%
華能國際	902	0.8%	5.51	8.4	16.8	9.6	0.84	0.89	0.84	6.1%	2.8%	5.4%
龍源電力	916	0.6%	5.72	11.6	9.8	8.3	1.04	0.90	0.83	1.7%	2.1%	2.5%
工業		1.7%										
中國中車	1766	1.1%	6.98	14.4	13.7	12.1	1.56	1.44	1.34	3.7%	2.8%	3.2%
中車時代電氣	3898	0.7%	37.20	13.4	11.8	10.6	2.31	2.04	1.77	1.4%	1.6%	1.9%
電訊		1.7%										
中國電信	728	1.7%	3.72	14.7	12.9	11.6	0.82	0.79	0.76	2.9%	3.1%	3.4%
加權平均				8.9	8.5	7.9	1.03	0.97	0.89	3.7%	3.5%	3.8%

資料來源：彭博、招銀國際研究

附錄 3：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
科技		天虹紡織	2678 HK	金融		天能動力	819 HK
數字王國	547 HK	冠城鐘錶珠寶	256 HK	紅星美凱龍	1528 HK	超威動力	951 HK
仁天科技	885 HK	TCL 多媒體	1070 HK	遠東發展	35 HK	*金風科技	2208 HK
金蝶國際	268 HK	和諧汽車	3836 HK	英皇國際	163 HK	中國龍工	3339 HK
百富環球	327 HK	正通汽車	1728 HK	綠景中國地產	95 HK	中國飛機租賃	1848 HK
中國軟件國際	354 HK	大昌行	1828 HK	重慶銀行	1963 HK	紛美包裝	468 HK
天鵝互動	1980 HK	佐丹奴	709 HK	禹洲地產	1628 HK	偉祿集團	1196 HK
IGG	799 HK	波司登	3998 HK	融信中國	3301 HK	*中聯重科	1157 HK
通訊		中國利郎	1234 HK	上實城市開發	563 HK	*中集集團	2039 HK
中信國際電訊	1883 HK	超盈國際	2111 HK	中信建投證券	6066 HK	*東北電氣	42 HK
香港寬頻	1310 HK	361 度	1361 HK	綠城服務	2869 HK	*山東墨龍	568 HK
華誼騰訊娛樂	419 HK	*浙江世寶	1057 HK	寶龍地產	1238 HK	*東江環保	895 HK
*中興通訊	763 HK	*比亞迪	1211 HK	新城發展	1030 HK	運輸	
資源		*濰柴動力	2338 HK	國銀租賃	1606 HK	越秀交通基建	1052 HK
中國金屬利用	1636 HK	*海信科龍	921 HK	中駿置業	1966 HK	深高速	548 HK
阜豐集團	546 HK	基本消費		綠地香港	337 HK	中國外運	598 HK
招金礦業	1818 HK	福壽園	1448 HK	民眾金融科技	279 HK	天津港發展	3382 HK
*晨鳴紙業	1812 HK	環球醫療金融	2666 HK	五龍動力	378 HK	中遠海發	2866 HK
*鞍鋼股份	347 HK	華潤鳳凰醫療	1515 HK	中國金融國際	721 HK	中遠海能	1138 HK
中信資源	1205 HK	同仁堂科技	1666 HK	花樣年	1777 HK	中外運航運	368 HK
西部水泥	2233 HK	楓葉教育	1317 HK	中國海外宏洋	81 HK	公用	
盈德氣體	2168 HK	匯源果汁	1886 HK	招商局置地	978 HK	粵豐環保	1381 HK
首鋼資源	639 HK	石四藥	2005 HK	彩生活	1778 HK	京能清潔能源	579 HK
非必需消費		西藏水資源	1115 HK	佳源國際	2768 HK	協鑫新能源	451 HK
寶勝國際	3813 HK	長江生命科技	775 HK	*廣發證券	1776 HK	中國水務	855 HK
星美控股	198 HK	微創醫療	853 HK	*萬科	2202 HK	中國電力新能源	735 HK
周生生	116 HK	中糧肉食	1610 HK	工業		中廣核新能源	1811 HK
德永佳	321 HK	先健科技	1302 HK	通達集團	698 HK		
特步國際	1368 HK	聯邦製藥	3933 HK	五龍電動車	729 HK		
中國動向	3818 HK	*麗珠集團	1513 HK	齊合環保	976 HK		
李寧	2331 HK	*山東新華製藥	719 HK	偉能集團	1608 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 4：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	4.31	600876 SH	18.07	-79.4
浙江世寶	1057 HK	3.57	002703 SZ	12.39	-75.2
天津創業環保	1065 HK	5.02	600874 SH	17.40	-75.1
山東墨龍	568 HK	1.41	002490 SZ	4.85	-75.0
京城機電	187 HK	2.00	600860 SH	6.49	-73.4
東北電氣	42 HK	2.00	000585 SZ	5.37	-67.9
中石化油服	1033 HK	1.21	600871 SH	3.22	-67.6
第一拖拉機	38 HK	3.72	601038 SH	8.98	-64.3
南京熊貓電子	553 HK	4.54	600775 SH	10.17	-61.5
新華文軒	811 HK	6.50	601811 SH	14.50	-61.4
安徽皖通高速公路	995 HK	5.90	600012 SH	12.89	-60.6
上海電氣	2727 HK	3.63	601727 SH	7.72	-59.5
中遠海發	2866 HK	1.85	601866 SH	3.90	-59.1
大連港	2880 HK	1.43	601880 SH	2.99	-58.8
山東新華製藥	719 HK	7.08	000756 SZ	14.51	-58.0
東方證券	3958 HK	8.15	600958 SH	16.38	-57.1
中船防務	317 HK	13.46	600685 SH	25.99	-55.4
中國中冶	1618 HK	2.69	601618 SH	5.14	-54.9
兗州煤業	1171 HK	7.69	600188 SH	14.26	-53.5
北京北辰實業	588 HK	3.17	601588 SH	5.81	-53.0
重慶鋼鐵	1053 HK	1.20	601005 SH	2.15	-51.9
大唐發電	991 HK	2.66	601991 SH	4.60	-50.2
金風科技	2208 HK	8.89	002202 SZ	15.23	-49.7
中海油田服務	2883 HK	6.66	601808 SH	11.38	-49.6
洛陽鉬業	3993 HK	4.25	603993 SH	7.23	-49.4

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	28.90	600585 SH	24.27	2.6
江蘇寧滬高速公路	177 HK	11.34	600377 SH	9.63	1.5

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 5：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。

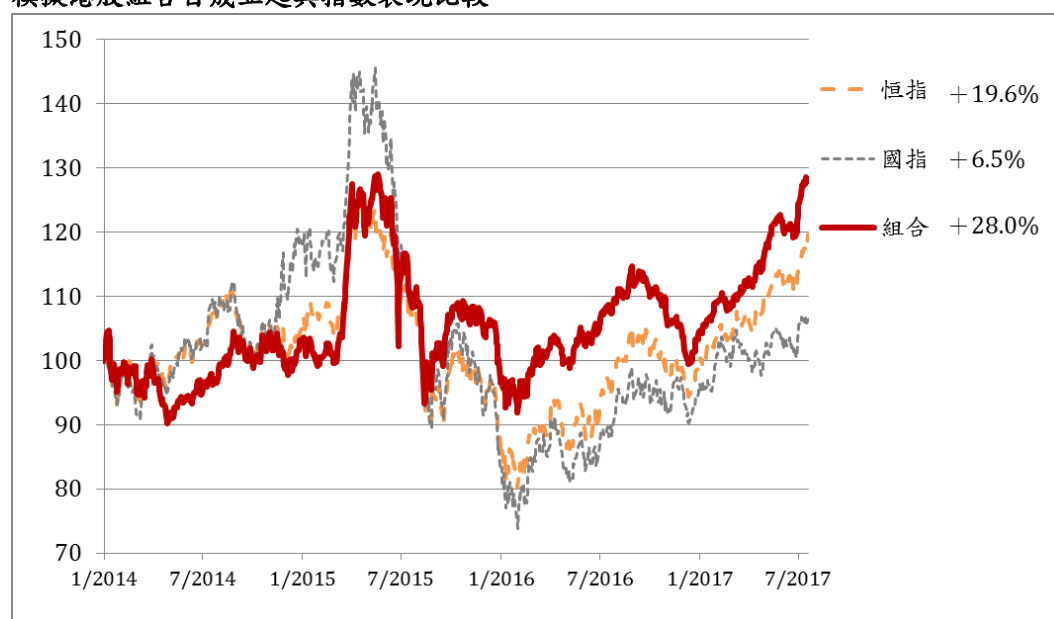
「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標 0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

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。

組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)											
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
長線 (64.3%)	騰訊控股	700	科網	41.9	32.2	0.2	113.9	304.8	169.5%	12.9%	
	領展房產基金	823	房產基金	26.4	24.4	3.6	46.04	63.90	47.0%	10.0%	
	香港電訊-SS	6823	電訊	15.1	14.6	6.1	9.87	10.18	14.7%	7.5%	
	新華保險	1336	保險	21.1	16.9	1.1	35.32	49.60	42.9%	7.1%	
	華潤置地	1109	地產	9.1	7.8	2.8	21.89	25.00	18.5%	6.9%	
	友邦保險	1299	保險	19.5	17.8	1.5	47.00	59.50	28.0%	7.3%	
	海爾電器	1169	家電	15.3	13.4	0.8	15.95	20.25	28.0%	6.5%	
	長實地產	1113	地產	12.4	11.3	3.7	52.83	62.80	21.1%	6.1%	
短線 (26.8%)	莎莎國際	178	零售	19.5	16.3	4.4	3.11	2.94	-5.5%	4.1%	
	中信建投證券	6066	券商	7.6	6.5	3.0	7.10	6.96	0.9%	5.3%	
	中國銀行	3988	銀行	5.8	5.4	5.1	3.84	3.79	4.1%	5.6%	
	中國海洋石油	883	能源	15.6	11.8	4.0	8.55	8.72	2.0%	5.7%	
	綠葉製藥	2186	醫藥	11.8	10.4	0.9	4.33	4.37	0.9%	5.9%	
現金 (9%)										9.0%	
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)										28.0%	
組合整體回報 (2017年度)										26.4%	

數據來源：彭博、招銀國際證券（截至2017年7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 7 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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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責任。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。