

9月港股策略報告

八連升後料整固，候低吸納大型股

- ❖ **朝鮮局勢緊張，或再拖累股市。**估計朝鮮及美國均不願開戰，但假如朝鮮再發射飛彈，難保不會誤中日本或南韓，觸發戰爭。有統計指美股於戰爭期間皆有正回報，但開戰初期往往受壓，出現大約 10-20% 的跌幅，而且今次萬一開戰，很可能是核戰，難以估計傷亡及經濟損失。
- ❖ **聯儲局即將縮表，留意美元反彈風險。**美國聯儲局將於 9 月 21 日凌晨公布議息結果，有可能宣布啟動“縮表”。初期縮表的規模不大，相信不至於引起市場劇烈波動，況且一旦市場急劇惡化，聯儲局可隨時調整縮表進度。對港股而言，較大風險反而來自美元匯價。今年美匯指數已下跌 9%，縮表可能會觸發美元反彈，造成新興市場資金外流。
- ❖ **美國債務上限，影響不及上次。**美國國會若未能於 9 月通過提高債務上限，政府將不能發新債以支付到期的舊債，技術上出現違約。美國於 2011 年 8 月便未能及時提高上限，被調低信貸評級，該期間美股合共急挫 17%，但不久便收復失地，至今更上升一倍。既有先例可循，假如今次國會重蹈覆轍，料雖會觸發環球股市下挫，但相信跌幅不及 2011 年那次，更可能是趁低吸納的機會。
- ❖ **中國經濟下半年續企穩。**港股今年跑贏主要海外市場，其中一個動力來自中國經濟表現勝預期。經濟增長下半年料放緩，但企穩態勢不變。而下半年至今之經濟數據仍然不俗，例如 8 月製造業 PMI 勝預期，進出口增速亦超預期。隨著全球經濟回暖，我們預計下半年出口將繼續維持增長。
- ❖ **技術分析：恒指升近阻力兼頂背馳。**恒指現時逼近兩條上升通道之頂部約 28,500，短期阻力頗大。8 月底恒指與 RSI 出現“頂背馳”利空訊號，但 MACD 出現“雙牛”利好訊號，此組亦牛亦熊的矛盾訊號，是今年第四次出現，估計今次仍需一兩周時間整固，才有力再上衝。
- ❖ **投資策略：**港股中期業績普遍不俗，但業績期剛過，暫時缺乏新催化劑，於 9 月上半月可能藉地緣政治局勢、聯儲局縮表、美國債務上限等憂慮而回調。縮表及債務上限，料僅會對市場造成短暫心理影響，下半月應已消化大部份風險，港股屆時可望重回升軌。今年以來，大型股整體上跑贏小型股，預料恒指健康回調後將再展升浪，而領導大市向上的仍會是大型股。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	2017年預測 股息率(%)	每股盈利增長
中國銀行	3988 HK	4.12	14,021	5.9	5.1	8%
中國人壽	2628 HK	25.10	9,098	27.6	1.3	18%
中信証券	6030 HK	17.36	2,523	17.5	1.7	-4%
雅居樂	3383 HK	9.38	367	7.9	5.4	73%
IGG	799 HK	12.26	166	11.1	4.5	160%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2017 年 8 月 31 日

蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指數 27,970
 52 周高/低位 28,128/21,489
 大市 3 個月日均成交 873 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	+2.4%	+4.3%
3 個月	+9.0%	+6.5%
6 個月	+17.8%	+9.7%

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 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](#)

[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](#)

經濟及市場焦點

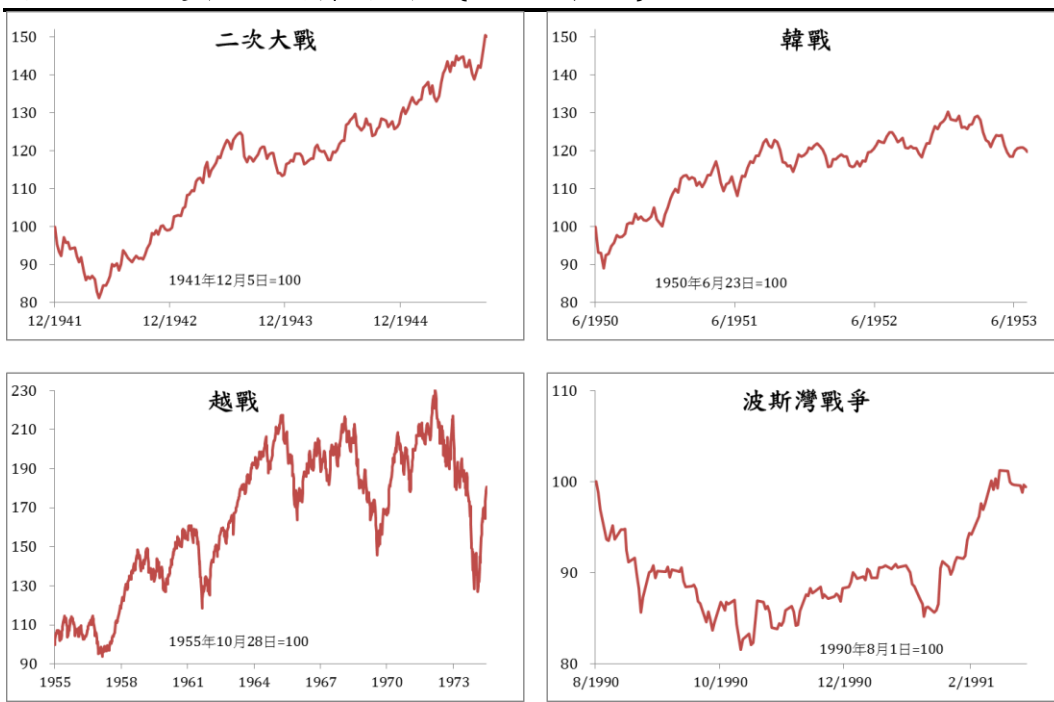
港股今年連升八個月，恒生指數累計上漲 27%，於 9 月份能否延續升勢，將視乎多個外圍因素。隨著港股中期業績期過去，市場焦點將轉移至朝鮮半島局勢、歐美的貨幣政策及政治風險。

朝鮮半島戰雲密布

朝鮮與美國關係緊張，於 8 月中曾拖累環球股市下挫，香港恒生指數一度回調千點，其後市場憂慮降溫。8 月底朝鮮發射一枚彈道飛彈，穿越日本北海道上空，落在太平洋海域，這次市場反應相對平靜。估計朝鮮及美國均不願開戰，但假如朝鮮再發射飛彈，難保不會誤中日本或南韓，觸發戰爭。

雖然有統計指，美股於第二次世界大戰、韓戰、越戰、波斯灣戰爭期間，皆有正回報，甚至平均跑贏和平時期，但投資者絕不能忽視朝鮮半島戰爭的風險。首先，美股於戰爭期間雖然上升，但開戰初期往往受壓，出現大約 10-20% 的跌幅（圖 1），只有越戰的初期能靠穩。第二，今次萬一開戰，恐怕非同小可，因很可能是核戰，難以估計傷亡及經濟損失，而且亞太區自越戰後的四十多年來，基本上一直太平，戰爭難免令市場恐慌，尤其是朝鮮半島與中國接壤，對中港股市影響尤甚。

圖 1：美國道瓊斯指數於戰爭期間表現(以 100 為基數)



資料來源：彭博、招銀國際研究

美國聯儲局即將縮表，留意美元反彈風險

美國聯儲局公開市場委員會將於香港時間 9 月 21 日凌晨公布議息結果，有可能宣布啟動“縮表”，通過減少再投資債券，縮減其資產負債表，從市場逐漸抽走資金。2008 年金融海嘯後，聯儲局先後啟動三輪“量化寬鬆”（QE）買債（主要是美國國債及按揭抵押證券）計劃，向市場注資，直至 2014 年 10 月完結，其後一直將到期的債券再投資，維持資產規模。即將啟動的縮表，等於是 QE 的逆向操作，是史無前例的抽資行動。

根據聯儲局今年 6 月的聲明，縮表將循序漸進，於首三個月，每月最多縮減 100 億美元，其後三個月增至每月最多 200 億美元，再其後三個月增至每月最多 300 億美元，再其後三個月增至每月最多 400 億美元，然後增至每月最多 500 億美元。對比起 QE2 之每月買債 750 億美元，及 QE3 之每月買債 850 億美元，初期縮表的規模不大，相信不至於引起市場劇烈波動，況且一旦市場急劇惡化，聯儲局可隨時調整縮表進度。

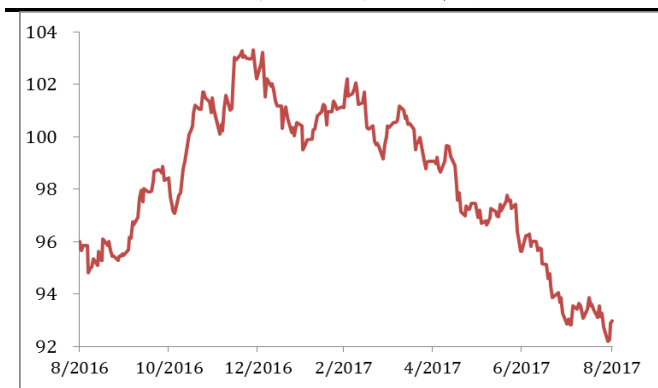
對港股而言，較大風險反而來自美元匯價。今年美匯指數已下跌 9%（圖 2），縮表可能會觸發美元反彈，造成新興市場資金外流。

美國債務上限，影響不及上次

美國另一風險來自將於 10 月觸及的債務上限，若國會未能於 9 月通過提高債務上限，政府將不能發新債以支付到期的舊債，技術上出現違約。美國於 2011 年 8 月便未能及時提高上限，被評級機構標準普爾於 8 月 5 日首次調低信貸評級至 AA+，結果美股（標普 500 指數）於 8 月 8 日大跌 6.7%，加上之前半個月已受此風險困擾，美股合共急挫 17%（圖 3）。

事後回望，當年的危機只帶來短期波動，市場不久便收復失地。六年過去，美股現已較當日上升一倍。既有先例可循，假如今次國會重蹈覆轍，料雖會觸發環球股市下挫，但相信跌幅不及 2011 年那次，更可能是趁低吸納的機會。

圖 2：美匯指數若反彈，恐拖累新興市場



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 3：標普 500 指數於 2011 年受債務上限困擾急挫



資料來源：彭博、招銀國際研究

德國大選料無黑天鵝

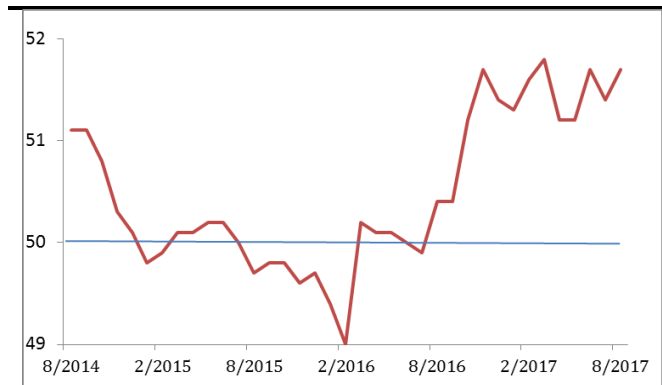
德國將於 9 月 24 日舉行國會大選，將決定現任總理默克爾夫人能否第四次當選總理。過去兩年，歐洲收容大量中東難民，並發生多宗恐怖襲擊，引發部份歐洲市民之反移民情緒，右翼政客支持率上升。主張收容難民的默克爾夫人之支持率則一度下跌。但由英國公投脫歐、特朗普上任美國總統後民望低落，到法國右翼總統候選人勒龐落敗，右翼思潮似有降溫跡象，立場中間偏右的默克爾夫人民望回升，民意調查顯示連任機會甚高。若默克爾夫人連任，絕對有利歐盟維持完整，減低再有成員國發起脫歐的風險，有利金融市場穩定。

中國經濟下半年續企穩

港股今年跑贏主要海外市場，其中一個動力來自中國經濟表現勝預期。中國實際 GDP 上半年增長 6.9%，顯示出意外的韌勁，主要體現在房地產投資較為堅挺、消費增長維持穩健，以及進出口的復蘇，而金融系統降槓杆、防風險初顯成效，也將為實體經濟的復蘇注入新活力。

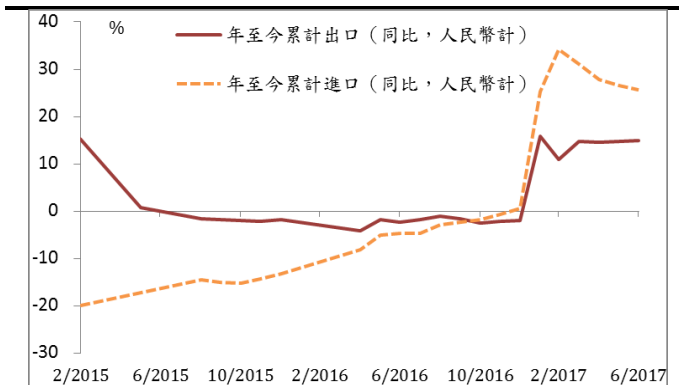
我們的經濟師估計，中國實際 GDP 全年增長 6.8%，意味下半年增長放緩，這是由於基建投資放緩、高基數等因素，但企穩態勢不變。下半年至今，中國之經濟數據仍然不俗，其中 8 月份製造業採購經理指數（PMI）升至 51.7（圖 4），勝市場預期之 51.3。進出口增速亦超預期。隨著全球經濟回暖，全球貿易總量告別長達兩年的倒退。中國上半年累計出口及累計進口（以人民幣計）增速分別達到 15% 及 25.7%（圖 5），遠勝過去兩年。我們預計下半年出口將繼續維持增長。

圖 4：中國製造業 PMI 顯示經濟穩步擴張



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 5：中國上半年進出口勝預期



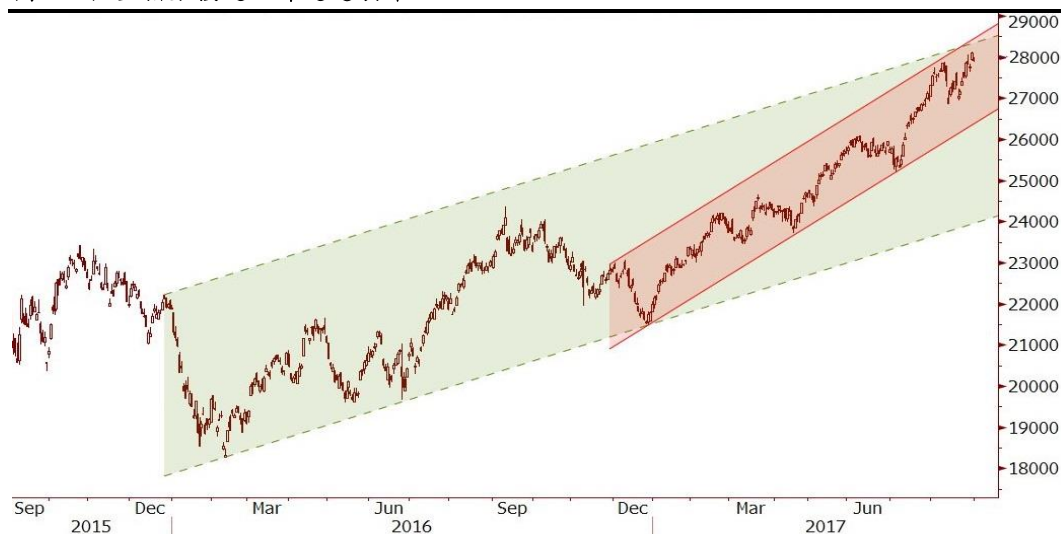
資料來源：彭博、招銀國際研究

技術分析

恒指升近阻力兼頂背馳

- 恒指自 2016 年初於 18,279 見底後，沿上升通道運行，然後於同年底低見 21,489 後回升，形成另一更陡斜的上升通道。現時兩條上升通道之頂部匯集於 28,500 附近，形成頗大短期阻力（圖 6）。

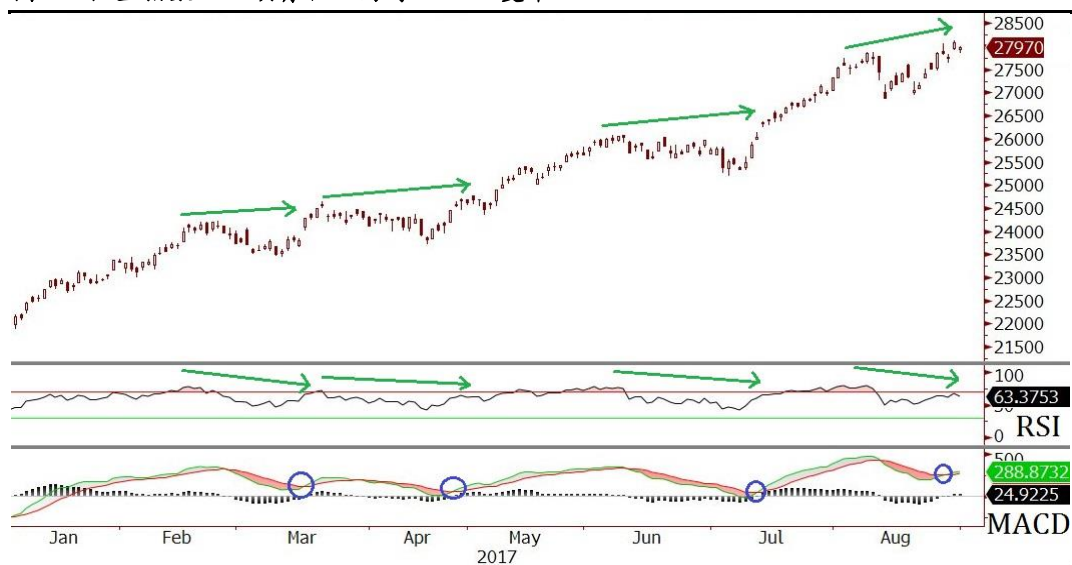
圖 6：恒生指數接近上升通道頂部



資料來源：彭博、招銀國際研究

- 參考輔助指標 14 天 RSI（相對強弱指數），8 月份與恒指出現“頂背馳”利空訊號，但 MACD 於 8 月 29 日出現“雙牛”利好訊號（MACD 綫於 0 以上升穿訊號綫）。此組亦牛亦熊的矛盾訊號，是今年第四次出現，對上三次是 3 月 17 日、4 月 26 日及 7 月 13 日（圖 7）。巧合的是，該三次出現矛盾訊號前，恒指均已由高位回調數周，幅度分別為 -3.2%、-3.8% 及 -3.4%。發出訊號後，3 月那次恒指未能向上突破，再度陷入調整，4 月及 7 月那兩次則成功突破，分別再升 6.2% 及 6.1% 才短期見頂。今次 RSI 背馳兼 MACD 雙牛後，能否繼續向上？若論發出訊號前的回調，8 月中回落 3.6%，已滿足回調要求，但回調僅三日，時間未必足夠，意味或仍需一兩周時間整固，才有力再上衝。

圖 7：恒生指數 RSI 頂背馳，同時 MACD 雙牛

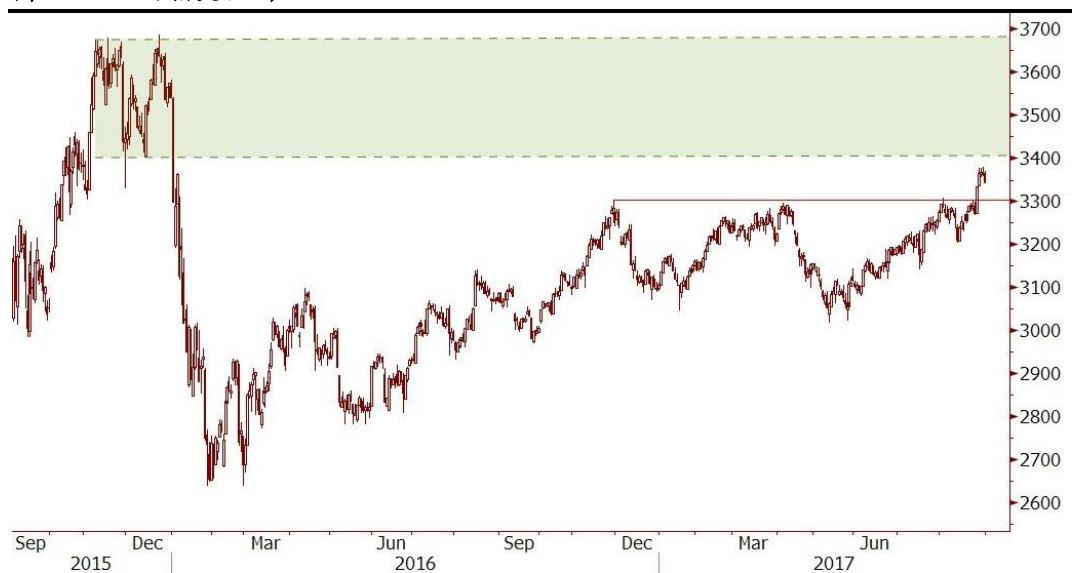


資料來源：彭博、招銀國際研究

上證突破 3,300

- 上證綜指今年累升 8.3%，遠不及恒指之 27%及國指之 20%升幅，但自 5 月份起走勢已轉強，並於 8 月下旬突破 3,300 的重要阻力，料下一步將挑戰 2015 年底之反彈區間 3,400-3,680（圖 8）。

圖 8：上證綜指突破 3,300

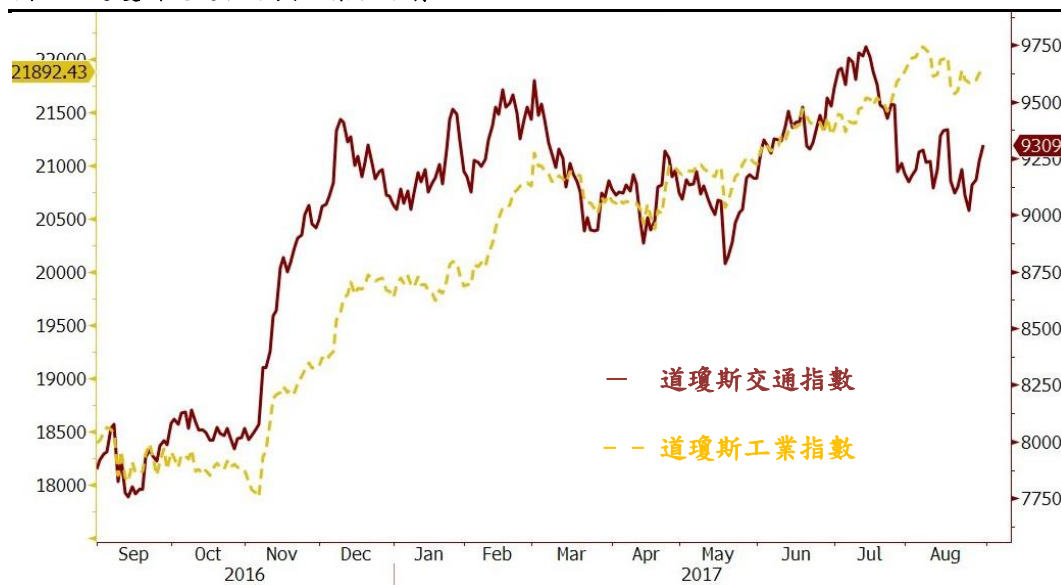


資料來源：彭博、招銀國際研究

道瓊斯交通指數弱勢

- 美股走勢有隱憂。雖然道瓊斯工業指數於 7 月初起再度創新高，但道瓊斯交通指數背馳而下跌（圖 9）。根據道氏理論，工業指數及交通指數背馳，未能確認大市升勢。另一方面，交通指數被視為經濟周期的領先指標，其弱勢令人憂慮美國經濟前景轉弱。

圖 9：道瓊斯交通指數與工業指數背馳



資料來源：彭博、招銀國際研究

投資策略及焦點股份

9 月恒指料先低後高

港股中期業績普遍不俗，反映上半年內地經濟增速回升。業績期剛剛過去，短期內可能仍有分析員調高中資股之盈利預測，但除此之外，港股暫時缺乏新的催化劑。技術走勢上，恒指亦已升近阻力位，於 9 月上半月有可能藉地緣政治局勢、聯儲局縮表、美國債務上限等憂慮而回調。縮表及債務上限，料僅會對市場造成短暫心理影響，下半月應已消化大部份風險，港股屆時可望重回升軌。

較難預計的是朝鮮半島局勢，開戰的機會不高，但一旦開戰，環球避險情緒將急升，資金自由進出的港股料會急挫。正所謂“炮火聲中入市”，只要中國不被捲入戰團，投資者可把握機會趁低吸納中港股票，至於入市的時間及水平，很視乎戰局發展，假如核彈對日本及南韓造成嚴重損傷，入市策略宜較保守，若美國迅速控制戰局，則不妨較進取地買入。唯須避開旅遊、航空、航運等較受戰爭打擊的行業。另外，汽車股亦不宜沾手，因中日合資品牌料受拖累，零部件供應亦可能受阻。

今年以來，大型股整體上跑贏小型股，預料恒指健康回調後將再展升浪，而領導大市向上的仍會是大型股，因此可優先吸納以下板塊。

焦點板塊

- **內銀**：中國大型銀行的淨利息收入正在回升，受惠市場流動性收緊和人民幣貸款需求復蘇。**中國銀行(3988 HK)**上半年純利同比增長 11.5%，於國有銀行之中最高，淨手續費和佣金收入亦錄得增長。2017 年及 2018 年之預測市帳率僅 0.73 倍和 0.67 倍，估值明顯落後同業平均水平。詳情請參閱 8 月 31 日發布的中國銀行 [〈研究報告〉](#)。
- **內險**：今年以來，A 股上升 8.3%，H 股更升 20%，加上內地資金略為緊張，市場利率趨升，均有利內險之投資收益。**中國人壽(2628 HK)**上半年原保費收入同比增長 18.3%，投資收益增長 11.5%，淨利潤增長 17.8%，新業務價值增長 31.7%。國壽近期推進“科技國壽”戰略，例如與百度共同設立百度基金，並已推出 100 多項 APP，涵蓋營銷、服務及運營各方面。數字化、多渠道的業務布局初見成效，料有助業務進步，例如增加銷售渠道、降低營運成本等。詳情請參閱 8 月 28 日發布的中國人壽 [〈研究報告〉](#)。
- **內地券商**：A 股於 1-5 月表現低迷，其後漸入佳境，近日上證綜指更突破 3,300 的重要阻力，滬深兩市成交亦漸漸回升，利好券商股之盈利前景。**中信證券(6030 HK)**身為行業龍頭之一，股權融資和資產管理業務是兩個傳統強項，基於其龐大的業務規模，相信其建立起來的業務壁壘很難被同業超越。詳情請參閱 8 月 30 日發布的中信證券 [〈研究報告〉](#)。
- **內房**：內地樓市進入“金九銀十”銷售旺季。發展商中期業績及上半年銷售進度普遍強勁，多家發展商上調全年銷售目標。**雅居樂(3383 HK)**上半年盈利大增 208%，並將今年銷售目標由 600 億元人民幣上調至 650 億元，而首 7 個月合約銷售增長 41% 至 451 億元，已完成新目標的 69.4%。公司亦計劃分拆物業管理業務“雅生活”於港交所上市。詳情請參閱 8 月 29 日發布的雅居樂 [〈研究報告〉](#)。
- **科網**：最近市場焦點於中資金融股等舊經濟股，科網股跑輸，但相信投資者仍喜愛盈利增長強、周期性低的科網板塊。隨著板塊輪動，科網股稍後可望再獲追捧。手遊公司 **IGG(799 HK)**上半年盈利大增 205%，公司總流水上升至 3.05 億（美元，下同），月流水從 2016 年 1 月的 2,160 萬增至 2017 年 6 月 5,510 萬，且預計全年流水達 6.77 億，主要受益於王牌遊戲<王國紀元>的持續強勁增長。下半年<王國紀元>之流水增長仍看好。預計 IGG 全年盈利增長 160%，17 年預測市盈率僅 11.1 倍。詳情請參閱 8 月 29 日發布的 IGG [〈研究報告〉](#)。

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
中國銀行	3988 HK	4.12	14,021	5.9	0.73	12.1	5.1	8%
中國人壽	2628 HK	25.10	9,098	27.6	1.93	8.1	1.3	18%
中信証券	6030 HK	17.36	2,523	17.5	1.19	6.9	1.7	-4%
雅居樂	3383 HK	9.38	367	7.9	0.84	10.5	5.4	73%
IGG	799 HK	12.26	166	11.1	7.20	77.7	4.5	160%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2017 年 8 月 31 日

附錄 1：9 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
1	美國	8 月失業率	4.3%	4.3%
	美國	8 月非農就業人口變動	180,000	209,000
	美國	8 月 ISM 製造業指數	56.5	56.3
7	中國	8 月外匯儲備(美元)	—	30,807 億
	歐洲	歐洲央行議息結果	—	—
8	中國	8 月出口(美元, 年比)	5.1%	7.2%
	中國	8 月進口(美元, 年比)	10.0%	11.0%
9	中國	8 月消費者物價指數(年比)	1.6%	1.4%
	中國	8 月生產者物價指數(年比)	5.4%	5.5%
10-15	中國	8 月 M2 貨幣供應(年比)	9.1%	9.2%
	中國	8 月新增人民幣貸款	9,500 億	8,255 億
14	中國	1-8 月固定資產投資(農村除外, 年比)	—	8.3%
	中國	8 月工業生產(年比)	—	6.4%
	中國	8 月零售銷售(年比)	—	10.4%
	英國	英倫銀行議息結果	—	—
21	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
	日本	日本央行議息結果	—	—
24	歐洲	德國國會大選	—	—
29	中國	9 月財新製造業採購經理人指數	—	51.6
30	中國	9 月官方製造業採購經理人指數	—	51.7

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



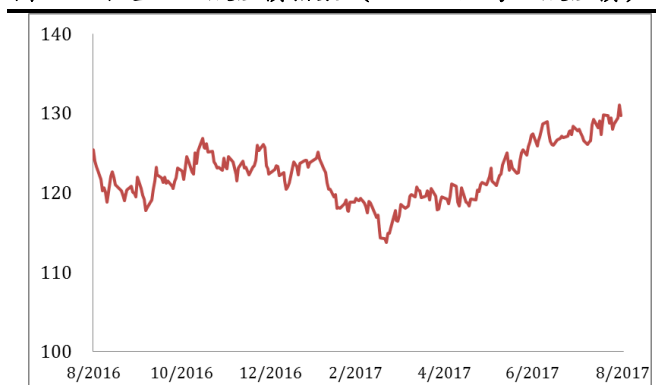
資料來源：彭博、招銀國際研究

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
金融		47.7%										
滙豐控股	5	10.0%	76.00	78.8	14.8	13.4	1.05	1.20	1.20	5.3%	5.3%	5.3%
建設銀行	939	8.2%	6.86	6.3	6.1	5.7	0.90	0.84	0.76	4.8%	5.0%	5.2%
友邦保險	1299	8.4%	60.05	22.3	18.7	17.6	2.42	2.38	2.19	1.4%	1.7%	2.0%
工商銀行	1398	4.7%	5.86	6.3	6.3	6.0	0.91	0.84	0.76	4.7%	4.8%	5.0%
中國銀行	3988	3.6%	4.12	6.2	6.0	5.7	0.76	0.71	0.65	4.8%	5.0%	5.3%
中國平安	2318	3.5%	62.15	15.4	13.4	11.5	2.25	2.14	1.88	1.4%	1.7%	2.1%
香港交易所	388	2.9%	213.60	45.6	37.4	33.2	7.55	7.74	7.43	2.0%	2.4%	2.7%
中國人壽	2628	2.1%	25.10	31.3	24.0	19.2	1.94	1.85	1.72	1.1%	1.5%	1.8%
中銀香港	2388	1.7%	39.85	7.6	14.4	13.2	1.77	1.73	1.61	2.9%	3.6%	3.7%
恒生銀行	11	1.6%	180.00	21.2	18.3	17.1	2.50	2.39	2.28	3.4%	3.7%	4.0%
交通銀行	3328	0.6%	5.98	5.6	5.6	5.4	0.58	0.61	0.55	5.4%	5.3%	5.5%
東亞銀行	23	0.6%	35.85	26.2	15.1	18.3	1.13	1.13	1.09	1.6%	3.0%	2.4%
資訊科技		11.4%										
騰訊控股	700	10.0%	329.00	64.1	41.8	32.4	12.26	11.06	8.41	0.2%	0.3%	0.3%
瑞聲科技	2018	1.0%	142.70	36.5	27.2	21.6	11.05	8.19	6.46	0.9%	1.1%	1.4%
聯想集團	992	0.4%	4.28	11.3	10.3	7.9	1.94	1.58	1.45	6.2%	3.8%	4.6%
地產		10.8%										
長實地產	1113	2.1%	68.70	13.1	12.5	11.0	0.92	0.93	0.88	2.2%	2.5%	2.7%
新鴻基地產	16	1.9%	130.60	11.6	14.6	13.1	0.79	0.78	0.75	2.9%	3.1%	3.3%
領展房產基金	823	1.6%	64.60	8.1	26.7	24.8	1.03	1.03	1.02	3.5%	3.8%	4.0%
中國海外發展	688	1.1%	27.35	8.1	8.6	7.5	1.23	1.19	1.07	2.8%	3.2%	3.6%
九龍倉集團	4	1.0%	74.55	10.6	15.7	15.2	0.70	0.69	0.67	2.9%	3.1%	3.3%
華潤置地	1109	0.7%	24.45	8.7	9.0	7.7	1.39	1.28	1.14	2.9%	3.2%	3.8%
新世界發展	17	0.7%	10.70	12.1	14.8	13.9	0.58	0.56	0.47	4.1%	4.1%	4.1%
恒基地產	12	0.7%	48.50	8.9	13.9	15.4	0.70	0.71	0.69	2.9%	3.4%	3.5%
信和置業	83	0.5%	13.54	11.5	16.1	17.4	0.67	0.64	0.63	3.9%	3.9%	3.9%
恆隆地產	101	0.5%	19.04	13.8	15.5	17.4	0.66	0.66	0.65	3.9%	4.0%	4.0%
電訊		7.1%										
中國移動	941	6.3%	83.00	13.2	12.5	11.7	1.41	1.42	1.34	3.4%	5.9%	4.2%
中國聯通	762	0.8%	11.40	368.4	47.6	22.7	1.00	0.99	0.95	0.0%	0.9%	1.5%
能源		5.8%										
中國石化	386	1.8%	5.99	13.1	11.8	11.2	0.85	0.84	0.81	4.9%	5.1%	5.4%
中國海洋石油	883	1.8%	9.36	553.4	12.9	11.4	0.92	0.89	0.86	3.9%	4.4%	4.6%
中國石油	857	1.2%	5.00	98.2	26.8	20.4	0.64	0.64	0.63	1.4%	2.2%	2.3%
中國神華	1088	0.8%	20.15	13.6	8.8	9.4	1.19	1.10	1.03	2.7%	4.2%	4.4%
崑崙能源	135	0.3%	7.58	91.5	11.3	10.6	1.35	1.59	1.46	0.8%	1.9%	2.0%
公用		5.5%										
中電控股	2	1.8%	82.65	16.1	16.3	15.8	2.06	1.99	1.86	3.4%	3.5%	3.6%
香港中華煤氣	3	1.5%	14.80	27.8	27.6	26.3	3.66	3.41	3.31	2.1%	2.4%	2.5%
電能實業	6	1.3%	69.00	22.9	19.7	18.9	1.36	1.43	1.41	3.9%	3.9%	4.1%
長江基建集團	1038	0.6%	70.90	18.4	17.8	16.6	1.90	1.75	1.64	3.2%	3.4%	3.6%
華潤電力	836	0.3%	14.36	8.8	12.4	8.8	0.99	0.98	0.93	6.1%	6.1%	6.2%
綜合類		4.5%										
長和	1	3.2%	102.40	12.0	11.5	10.5	0.97	0.90	0.84	2.6%	2.8%	3.0%
中信股份	267	0.8%	12.02	8.0	6.8	7.1	0.67	0.68	0.64	2.7%	2.9%	3.3%
太古股份公司	19	0.5%	79.65	11.9	18.0	15.7	0.51	0.54	0.53	2.6%	2.7%	3.2%
消費品		3.5%										
吉利汽車	175	1.2%	19.24	28.4	16.4	12.5	5.17	4.45	3.41	0.6%	1.2%	1.8%
萬洲國際	288	0.8%	8.18	14.8	13.8	12.6	2.30	2.19	2.01	3.2%	3.2%	3.6%
蒙牛乳業	2319	0.5%	18.28	-80.6	24.5	20.2	2.79	2.63	2.40	0.6%	0.9%	1.3%
恒安國際	1044	0.5%	65.40	18.5	17.7	16.7	4.35	4.13	3.80	3.5%	3.7%	3.9%
中國旺旺	151	0.4%	5.18	15.5	17.4	17.0	4.26	0.61	0.54	18.6%	2.2%	2.4%
消費服務		3.3%										
銀河娛樂	27	1.3%	49.10	33.4	25.2	22.9	4.17	4.12	3.64	0.0%	1.2%	1.3%
金沙中國	1928	1.0%	35.05	29.5	23.6	21.0	10.02	7.89	8.56	5.7%	5.8%	5.9%
港鐵公司	66	0.9%	45.75	26.8	27.9	28.5	1.77	1.92	1.88	2.3%	6.5%	2.5%
國泰航空	293	0.1%	11.62	-79.5	-26.3	64.8	0.86	0.85	0.82	0.4%	0.1%	0.5%
工業		0.4%										
招商局港口	144	0.4%	25.60	14.8	16.1	15.6	1.15	1.10	1.05	3.4%	3.2%	3.1%
加權平均				14.7	12.9	11.9	1.43	1.32	1.24	3.3%	3.2%	3.4%

資料來源：彭博、招銀國際研究

*成份股比重以9月4日恒指季度檢討生效日計，同日萬洲(288)獲納入恒指

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
金融		73.4%										
工商銀行	1398	10.3%	5.86	6.3	6.3	6.0	0.91	0.84	0.76	4.7%	4.8%	5.0%
中國銀行	3988	9.8%	4.12	5.9	6.1	5.7	0.76	0.71	0.65	4.8%	5.0%	5.3%
建設銀行	939	9.8%	6.86	6.1	6.1	5.7	0.90	0.84	0.76	4.8%	5.0%	5.2%
中國平安	2318	10.9%	62.15	14.3	13.5	11.5	2.25	2.14	1.88	1.4%	1.7%	2.1%
中國人壽	2628	6.2%	25.10	28.7	23.4	19.3	1.94	1.85	1.72	1.1%	1.5%	1.8%
農業銀行	1288	3.2%	3.68	5.6	5.3	5.0	0.79	0.73	0.66	5.5%	5.6%	6.1%
招商銀行	3968	3.8%	29.50	9.5	9.2	8.2	1.50	1.39	1.23	3.0%	3.3%	3.7%
中國太保	2601	2.9%	36.85	22.7	20.0	16.5	2.14	2.00	1.85	2.3%	2.5%	2.9%
中國財險	2328	2.2%	14.70	9.5	8.8	8.1	1.44	1.35	1.18	2.5%	2.7%	2.9%
民生銀行	1988	1.6%	7.81	5.0	5.0	4.9	0.68	0.64	0.58	4.3%	4.2%	4.1%
交通銀行	3328	1.7%	5.98	5.7	5.6	5.5	0.58	0.61	0.55	5.4%	5.3%	5.5%
中信銀行	998	1.6%	5.17	5.1	5.1	4.9	0.61	0.56	0.51	4.9%	5.1%	5.3%
海通證券	6837	1.4%	13.12	16.3	14.3	12.2	1.13	1.08	1.02	2.0%	2.2%	2.6%
中信證券	6030	1.2%	17.36	17.5	15.5	13.5	1.24	1.19	1.11	2.4%	2.2%	2.5%
新華保險	1336	1.3%	50.10	27.2	21.9	16.6	2.14	2.06	1.87	1.1%	1.3%	1.7%
中國郵政儲蓄銀行	1658	0.9%	4.72	7.2	7.2	6.4	0.93	0.84	0.75	1.9%	2.4%	2.7%
中國信達	1359	0.9%	2.91	5.6	5.2	4.6	0.66	0.68	0.61	5.2%	5.5%	6.0%
廣發證券	1776	0.9%	16.70	13.0	12.2	10.7	1.33	1.26	1.18	2.5%	2.7%	3.1%
中國銀河	6881	0.8%	7.09	11.6	11.1	9.7	0.97	0.92	0.86	2.8%	2.7%	3.1%
華泰證券	6886	0.9%	17.42	16.5	15.1	13.0	1.25	1.20	1.12	3.4%	2.9%	3.3%
中國人民保險集團	1339	0.9%	3.69	8.6	8.0	7.5	0.99	0.93	0.83	1.1%	0.8%	0.9%
能源		10.9%										
中國石化	386	5.1%	5.99	11.4	11.8	11.2	0.85	0.84	0.81	4.9%	5.1%	5.4%
中國石油	857	3.5%	5.00	37.8	26.7	20.5	0.64	0.64	0.63	1.4%	2.2%	2.3%
中國神華	1088	2.3%	20.15	8.4	8.7	9.4	1.19	1.10	1.03	2.7%	4.2%	4.4%
地產建築		5.3%										
中國交建	1800	1.5%	10.42	8.0	7.5	6.7	0.85	0.82	0.75	2.2%	2.6%	3.0%
海螺水泥	914	1.2%	29.20	10.9	10.4	10.3	1.63	1.52	1.38	2.0%	3.2%	3.1%
萬科	2202	1.0%	23.45	9.5	8.4	7.1	1.94	1.67	1.45	4.0%	4.9%	5.9%
中國中鐵	390	0.8%	6.26	8.8	8.9	7.9	0.89	0.83	0.76	1.7%	1.9%	2.1%
中國鐵建	1186	0.7%	10.26	8.0	7.6	6.9	0.87	0.81	0.74	1.8%	2.1%	2.3%
消費		4.8%										
國藥控股	1099	1.4%	35.35	16.9	15.8	13.9	2.51	2.12	1.88	1.7%	1.9%	2.2%
比亞迪	1211	1.0%	46.60	24.5	22.1	16.5	2.20	1.92	1.75	1.4%	1.0%	1.3%
長城汽車	2333	1.0%	9.82	9.4	9.7	8.0	1.63	1.50	1.33	4.2%	3.2%	3.8%
東風集團股份	489	0.9%	10.16	5.4	5.6	5.4	0.72	0.68	0.61	2.7%	2.9%	3.0%
中國國航	753	0.5%	6.96	11.2	10.2	9.4	1.05	1.01	0.93	2.0%	1.8%	2.1%
公用		2.1%										
中廣核電力	1816	0.8%	2.16	8.5	9.6	9.1	1.38	1.30	1.18	2.8%	3.3%	3.5%
華能國際	902	0.7%	5.12	24.8	20.9	9.9	0.80	0.81	0.76	6.7%	2.5%	5.3%
龍源電力	916	0.6%	5.86	11.2	10.0	8.5	1.00	0.91	0.84	1.7%	2.0%	2.4%
工業		1.7%										
中國中車	1766	1.0%	7.06	16.2	14.3	12.5	1.42	1.44	1.34	3.7%	2.6%	3.0%
中車時代電氣	3898	0.7%	40.95	14.8	13.3	11.9	2.48	2.21	1.94	1.3%	1.5%	1.7%
電訊		1.8%										
中國電信	728	1.8%	4.02	14.9	13.8	12.4	0.86	0.84	0.80	2.8%	2.9%	3.2%
加權平均				9.3	8.8	8.1	1.05	0.99	0.91	3.7%	3.5%	3.8%

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
資訊科技		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	工業	
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	金融		*濰柴動力	2338 HK
天鵲互動	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
電訊		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	基本消費		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
非必需消費		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	健康護理		地產		*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	公用	
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	資源		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		

上述名單由 9 月 4 日起生效

* 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	4.66	600876 SH	26.29	-85.0
浙江世寶	1057 HK	2.96	002703 SZ	11.41	-78.1
山東墨龍	568 HK	1.36	002490 SZ	5.04	-77.2
天津創業環保	1065 HK	4.96	600874 SH	17.88	-76.6
京城機電	187 HK	2.56	600860 SH	7.36	-70.7
東北電氣	42 HK	2.05	000585 SZ	5.26	-67.1
南京熊貓電子	553 HK	4.38	600775 SH	10.45	-64.6
第一拖拉機	38 HK	3.65	601038 SH	8.64	-64.4
中石化油服	1033 HK	1.36	600871 SH	3.20	-64.2
上海電氣	2727 HK	3.55	601727 SH	8.28	-63.8
新華文軒	811 HK	6.42	601811 SH	14.73	-63.2
安徽皖通高速公路	995 HK	5.92	600012 SH	13.02	-61.6
大連港	2880 HK	1.40	601880 SH	3.00	-60.6
山東新華製藥	719 HK	7.31	000756 SZ	15.65	-60.6
中遠海發	2866 HK	1.89	601866 SH	4.04	-60.5
中船防務	317 HK	13.32	600685 SH	27.72	-59.5
東方證券	3958 HK	8.26	600958 SH	16.81	-58.6
中國中冶	1618 HK	2.57	601618 SH	5.07	-57.2
北京北辰實業	588 HK	3.18	601588 SH	6.01	-55.4
大唐發電	991 HK	2.57	601991 SH	4.83	-55.1
洛陽鉬業	3993 HK	4.25	603993 SH	7.53	-52.4
中海油田服務	2883 HK	6.42	601808 SH	11.25	-51.9
金隅	2009 HK	4.03	601992 SH	6.93	-50.9
兗州煤業	1171 HK	7.86	600188 SH	13.49	-50.9
中煤能源	1898 HK	3.94	601898 SH	6.57	-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	29.20	600585 SH	23.48	4.9
江蘇寧滬高速公路	177 HK	12.00	600377 SH	9.99	1.3

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。

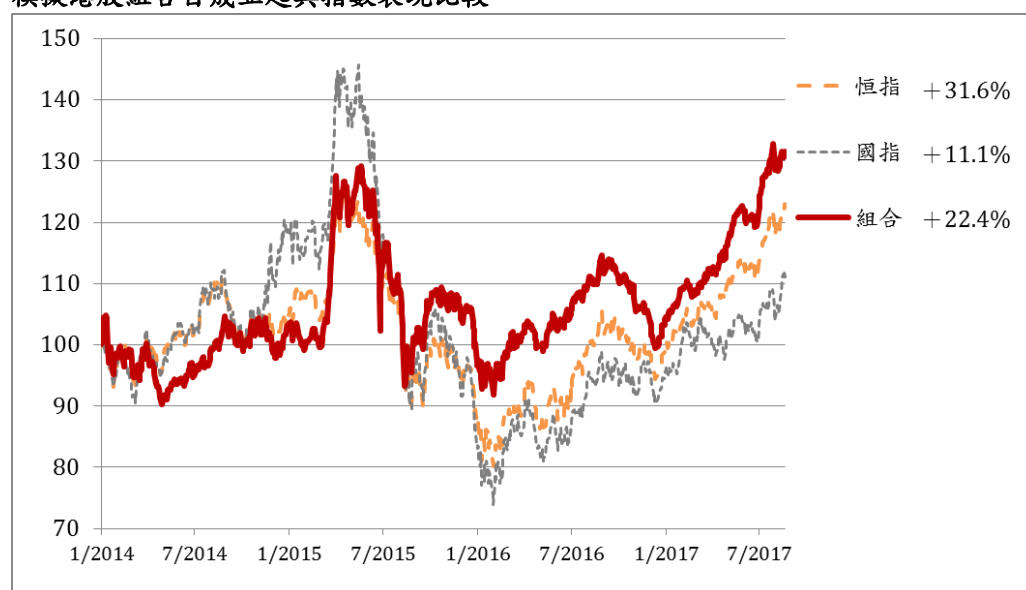
「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標 0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

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。

			本年度	下年度	股息率	買入價	收市價	總回報		
			預測市盈率	預測市盈率	(%)	(港元)	(港元)	(連股息)	占組合比重	
長綫 (61%)	騰訊控股	700	科網	42.2	32.7	0.2	113.9	329.0	190.7%	13.5%
	領展房產基金	823	房產基金	26.7	24.6	3.5	46.04	64.60	48.5%	9.8%
	香港電訊-SS	6823	電訊	15.3	14.7	6.2	9.87	10.10	14.7%	7.3%
	新華保險	1336	保險	22.1	16.6	1.1	35.32	50.10	44.3%	7.0%
	華潤置地	1109	地產	9.0	7.7	2.9	21.89	24.45	16.0%	6.5%
	友邦保險	1299	保險	18.2	17.3	1.5	47.00	60.05	29.7%	7.1%
	海爾電器	1169	家電	15.0	13.1	0.8	15.95	20.80	31.5%	3.3%
	長實地產	1113	地產	12.8	11.1	2.3	52.83	68.70	32.2%	6.5%
短綫 (29.7%)	中信建投證券	6066	券商	7.6	6.5	2.9	7.10	7.16	3.8%	5.4%
	中國銀行	3988	銀行	6.0	5.7	4.7	3.84	4.12	12.7%	5.9%
	綠葉製藥	2186	醫藥	10.6	9.4	1.9	4.33	3.96	-8.6%	5.2%
	中國建材	3323	建築	8.7	9.2	1.0	4.73	4.92	4.0%	6.2%
	滙豐控股	5	金融	14.8	13.8	5.2	74.92	76.00	1.4%	7.0%
現金 (9.3%)										9.3%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)									31.6%	
組合整體回報 (2017年度)									29.9%	

數據來源：彭博、招銀國際證券（截至2017年9月1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 8 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。