

5月港股策略報告

利率趨升，偏重金融股

- ❖ **美債息升至3厘，美元反彈。**美國十年期國債孳息，最近曾升穿3厘，主要反映通脹及加息預期升溫。市場對債息上升的另一憂慮，是孳息曲線趨向平坦，美國十年期孳息與二年期孳息差距收窄至2008年金融海嘯以來新低，開始引起衰退憂慮。另外，美國加息預期升溫，加上首季經濟增長勝預期，美元匯價升穿了近一年之下降軌，不利新興市場。
- ❖ **中美貿易戰變數仍大。**自從美國於3月下旬宣布將對部份中國商品徵關稅，環球經濟及股市蒙上陰影，而4月下旬美國制裁中興通訊及刑事調查華為，矛頭直指中國的科技行業，令中國科技股沽壓沉重。美國財長姆欽將於5月初與中國進行貿易對話，若談判有成果，市場憂慮舒緩，股市不難反彈，但估計貿易戰不會就此輕易解決，中港股市（尤其是科技股）料仍會較波動。
- ❖ **中資舊經濟股季績理想。**港股雖於4月份受多個負面因素打擊，恒指仍能守住三萬點大關，全月更錄得升幅，實有賴舊經濟股支撐，主要由於利率上升有利金融股，以及首季業績良好。香港上市的中資股正陸續公布首季業績，其中銀行及資源股業績較強。
- ❖ **技術分析：恒指三角形待變，國指率先突破。**美股再次考驗200天平均線支持；MSCI新興市場指數跌穿上升軌，走勢疲弱；恒生指數1月底見頂後，形成三角形走勢，有待突破；國企指數走勢與恒指相若，但受惠近期內銀及石油股強勢，剛剛升穿三角形頂部；A股走勢較港股弱，上證綜指形成平底三角形。
- ❖ **投資策略：港股經過4月份的相對平靜後，現正處於待變的關鍵時刻。**中美就貿易問題的對話能否取得成果，以及美國債息會否再急升，是短期內主導市場的兩大因素。前景未明，策略上不宜太進取，可提高現金水平，等待大市確認方向。不過，港股目前估值偏低，下跌風險不大，不宜空倉，可慎選行業，偏重受惠利率上升的金融股，暫避貿易戰針對的科技股。
- ❖ **偏重金融石油股。**美國今年繼續加息，估計香港銀行今年稍後將開始加息，有利擴闊銀行之淨利差，本港大銀行較受惠拆息上升。國際保險股之投資收益亦受惠利率上升。內銀股於季績確認盈利增速加快、壞帳率繼續下跌、淨利差擴闊。國際油價今年持續上升，創逾三年新高，受環球經濟持續增長、石油輸出國組織減產、中東局勢緊張等因素推動。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2018年預測		
				市盈率(倍)	股息率(%)	每股盈利增長
滙豐控股	5 HK	78.70	15,813	14.0	5.1	3%
宏利金融	945 HK	148.70	2,949	9.4	3.8	16%
中銀香港	2388 HK	40.85	4,319	13.2	3.7	5%
建設銀行	939 HK	8.32	20,892	6.4	4.7	8.9%
中國石油	857 HK	5.79	16,572	16.1	3.3	143%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年4月30日

蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	30,808
52周高/低位	33,484/24,359
大市3個月日均成交	1,275 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%	+2.8%
3個月	-6.3%	-9.1%
6個月	+9.1%	+7.2%

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

[18年4月3日 -](#)

[聚焦貿易戰，短期宜避險](#)

[18年3月20日 -](#)

[2018中國“兩會”特別策略報告](#)

[18年3月1日 -](#)

[調整持續，牛市未完](#)

[18年2月7日 -](#)

[港股短期仍波動 今年目標維持35000](#)

[18年2月1日 -](#)

[候低買藍籌，捧指數新貴](#)

[18年1月2日 -](#)

[把握中期調整機會增持](#)

[17年12月1日 -](#)

[每逢回調吸納領袖股](#)

經濟及市場焦點

環球股市經過去年異常低波幅的上升後，今年波幅明顯回升，繼2月初出現小股災後，3、4月均曾急跌，但跌幅已不及2月那次，整體波幅逐步回落，近日重現窄幅上落的局面，主要因為市場同時出現好消息及壞消息，好淡雙方角力。以下探討短期內影響股市的幾個主要因素，包括通脹、利率、匯率、企業盈利及貿易戰。

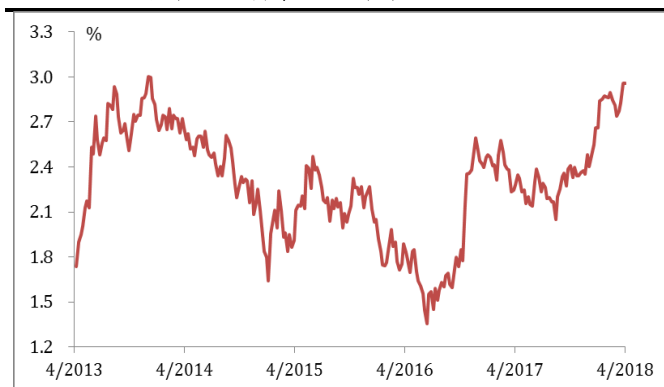
美國債息升至3厘

美國十年期國債孳息，最近曾升穿3厘（圖1），主要反映通脹及加息預期升溫。2月初的環球小股災，觸發點正是債息急升（升穿2.8厘）。現時債息升至心理關口3厘，伴隨的是市場預期聯儲局加息步伐加快。利率期貨顯示，市場預期聯儲局今年總共加息四次合共1厘的機會上升。

債息升，其實未必不利股市。如果債息升是因為經濟強勁，債息有序緩升，資金傾向流向股市追求更高回報。但假如債息升是因為通脹過高，或債息升勢過急，令企業成本上升甚至出現違約，則股市料受壓。

現時較接近哪種情況？大概是介乎兩者之間：美國經濟增長即將踏入第十年，是史上第二長擴張期，但今年首季GDP年度化環比增長仍達2.3%，未有明顯放緩跡象。但另一方面，通脹壓力的確日益上升，油價於過去一年多累升約一倍，失業率跌至4.1%，工資增長加快，而實質工資同比增速一般領先通脹約9-12個月（圖2），可預期未來一年通脹繼續升溫，聯儲局加息壓力增加。

圖1：美國十年期國債孳息曾升穿3厘



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖2：工資增速加快預示通脹升溫



資料來源：彭博、招銀國際研究

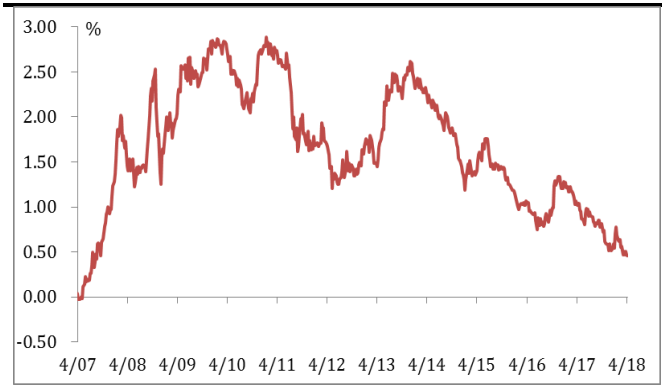
市場對債息上升的另一憂慮，是孳息曲綫趨向平坦。隨着聯儲局加息步伐預期加快，美國二年期債息升幅比十年期更大，令十年期孳息與二年期孳息差距收窄至0.464個百分點（圖3），創2008年金融海嘯以來新低。美國出現經濟衰退前，孳息曲綫往往逆轉（二年期孳息高於十年期孳息），因此曲綫趨向平坦，已開始引起衰退憂慮。

不過，現時擔憂衰退可說之過早，一來十年與二年期孳息仍有一段距離，二來若參考最近五次經濟衰退，孳息曲綫出現逆轉的時間差距頗大，平均於衰退前約一年半已出現。

美債長期牛市告終

債息上升對股市的影響，如上所述，有利有弊，卻直接反映債市表現。美國國債孳息三十年來反覆下跌，形成的長期下降通道，現已被升穿（圖4），可判斷為債券牛市已死。

圖 3：美國十年期國債孳息減二年期國債孳息



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 4：美國十年期國債孳息三十年跌勢告終

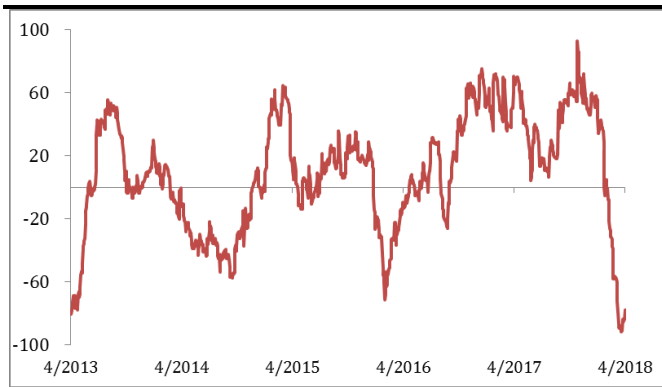


資料來源：彭博、招銀國際研究

美元反彈

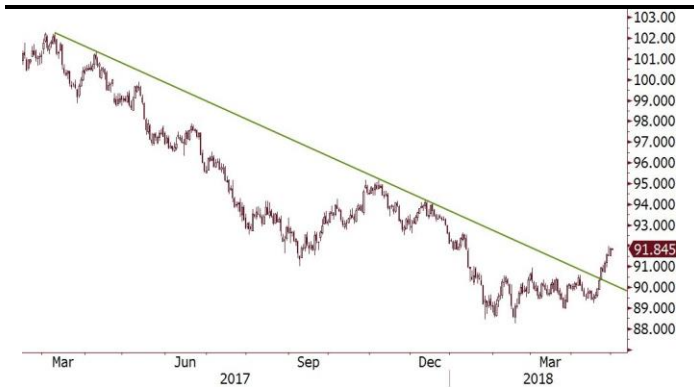
美國首季經濟增長勝預期，通脹及加息預期亦升溫，但歐元區近月之經濟數據遜預期，經濟驚喜指數由半年前 90 以上，一度急跌至 90 以下（圖 5），反映數據由遠勝市場預期變成遠遜預期。歐洲央行於 4 月底之議息會議亦未就何時結束買債和加息提供明確方向，歐元匯價受壓。此消彼長，美元匯價升穿了近一年之下降軌（圖 6），尤其不利新興市場。

圖 5：花旗經濟驚喜指數（歐元區）



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6：美匯指數反彈



資料來源：彭博、招銀國際研究

美股首季盈利強勁，市場憂無以為繼

美股正值首季業績期，業績相當強勁，但股市竟然原地踏步，主要是投資者對盈利前景看法審慎。根據 Factset，截至 4 月 27 日，標普 500 指數成份股當中，53% 公司已公布業績，其中 79% 的每股盈利勝市場預期，15% 遜預期。79% 的勝預期比率，是 2008 年第三季有統計以來最高。整體盈利較預期高 9.1%，是 2010 年第四季以來最大幅度驚喜。不過，市場擔心首季盈利增長部份來自稅務優惠，以及通脹上升將令企業成本增加，未來盈利增長或會放緩。

中美貿易戰變數仍大

自從美國於 3 月下旬宣布將對部份中國進口商品開徵關稅，環球經濟及股市蒙上陰影，而 4 月下旬美國制裁中興通訊(763 HK)，以及刑事調查華為，矛頭直指中國的科技行業，令中國科技股沽壓沉重。美國財長姆欽將於 5 月初與中國進行貿易對話，若談判有成果，市場對貿易戰憂慮舒緩，股市不難反彈，但估計貿易戰不會就此輕易解決，難免繼續擾攘一段時間，中港股市（尤其是科技股）料仍會較波動。

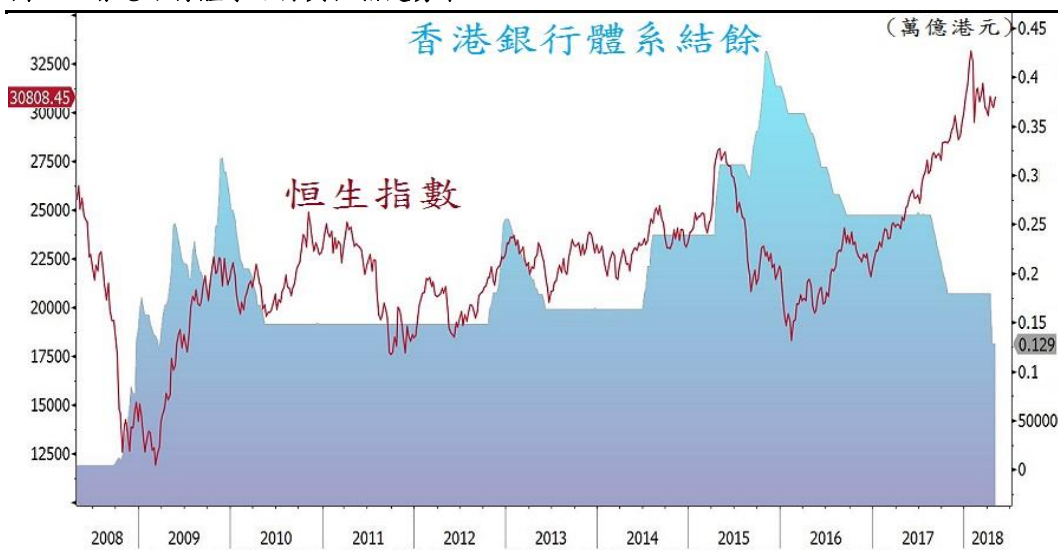
港元弱勢不足為懼

香港實行聯繫匯率制度，美元兌港元維持於 7.75-7.85 的區間。美國於 2015 年 12 月進入加息周期，至今共加息 6 次合共 1.5 厘，但香港的商業銀行一直未有跟隨加息，港元銀行同業拆息（HIBOR）亦較倫敦銀行同業拆息低（LIBOR）。美國利率較香港高，引發沽港元、買美元的套息交易，港元匯價於 4 月中觸及 7.85 的弱方保證，香港金融管理局入市買港元以支持匯價，銀行體系結餘因而減少約 500 億港元，至 1,290 億，引起“資金外流”的憂慮。

其實銀行體系結餘之升跌，受多個因素影響，與港股獲得資金流入或流出無必然關係。例如 2015 年下半年銀行結餘急升，恒指卻急跌。相反，2016-2017 年銀行結餘大幅回落近六成，恒指卻升逾六成（圖 7）。

聯儲局很可能於 6 月再次加息，若本港銀行仍不跟隨，料港元匯價繼續偏向弱方保證，金管局仍需入市，銀行結餘繼續減少，直至下半年香港銀行開始加息。由於本港利率處於極低水平，就算未來一年加息一厘，利率仍低，相信對經濟及股市影響不大。

圖 7：香港銀行體系結餘與恒指走勢未必一致



資料來源：彭博、招銀國際研究

中資舊經濟股季績理想

港股雖於 4 月份受上述多個負面因素打擊，恒指仍能守住三萬點大關，全月更錄得升幅，實有賴“舊經濟股”支撐，主要由於利率上升有利金融股，以及首季業績良好。

香港上市的中資股正陸續公布首季業績，其中銀行及資源股業績較強。例如中銀香港(2388 HK)首季淨利差擴闊，減值準備前之經營溢利同比增長 21%；內銀股普遍錄得盈利增速加快、淨利差擴闊、不良貸款比率下降；石油、鋼鐵、水泥等資源股盈利大增。

恒指季檢，石藥成染藍大熱

恒生指數公司將於 5 月 4 日收市後公布季度檢討結果，恒指成份股或會有變動。50 隻藍籌股之中，聯想集團(992 HK)之市值（過去 12 個月之月底平均，下同）最低，僅 520 億港元，而且財務表現較波動，16 年度錄得虧損、18 年度中期盈利倒退，較大機會被剔出恒指。

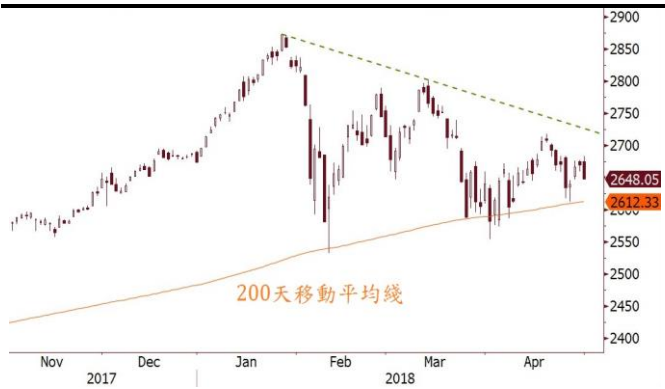
估計石藥集團(1093 HK)、中國生物製藥(1177 HK)、安踏體育(2020 HK)及申洲國際(2313 HK)均有均機晉身藍籌股之列，此四股市值接近，介乎 755 億至 974 億港元。恒指現時並無醫藥股或體育服裝股，此四股可令恒指的行業更多元化。其中石藥之流通市值及日均成交額均高於其他三股，因此“染藍”呼聲最高。

技術分析

美股再試支持，新興股市失守升軌

- 美股標普 500 指數今年已三度考驗 200 天平均線支持，近日波幅收窄，方向未明，有待升破下降軌阻力約 2,720，才能確認轉強。相反，若失守 200 天線 2,612，就恐怕有更深回調（圖 8）。
- MSCI 新興市場指數過去一年沿上升軌攀升，但於 3 月底失守，4 月一度反彈，卻未能重返升軌之上，走勢疲弱。須同時升穿短期下降軌及重回上升軌，才確認擺脫弱勢（圖 9）。

圖 8：美國標普 500 指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 9：MSCI 新興市場指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

恒指醞釀突破，國指率先轉強

- 恒生指數 1 月底見頂後，形成三角形走勢，於 4 月最後交易日急升，正挑戰三角形頂部阻力，若突破，月內料上試 32,000 關口。下方支持於三角形底部約 29,750，若跌穿，則料下試年內低位 29,129（圖 10）。
- 國企指數走勢與恒指相若，但受惠近期內銀及石油股強勢，剛於 4 月最後交易日向上突破，升穿三角形頂部，若企穩其上，料月內上試 12,850-13,000（圖 11）。

圖 10：恒生指數日線圖（6 個月）



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 11：恒生國企指數日線圖（6 個月）

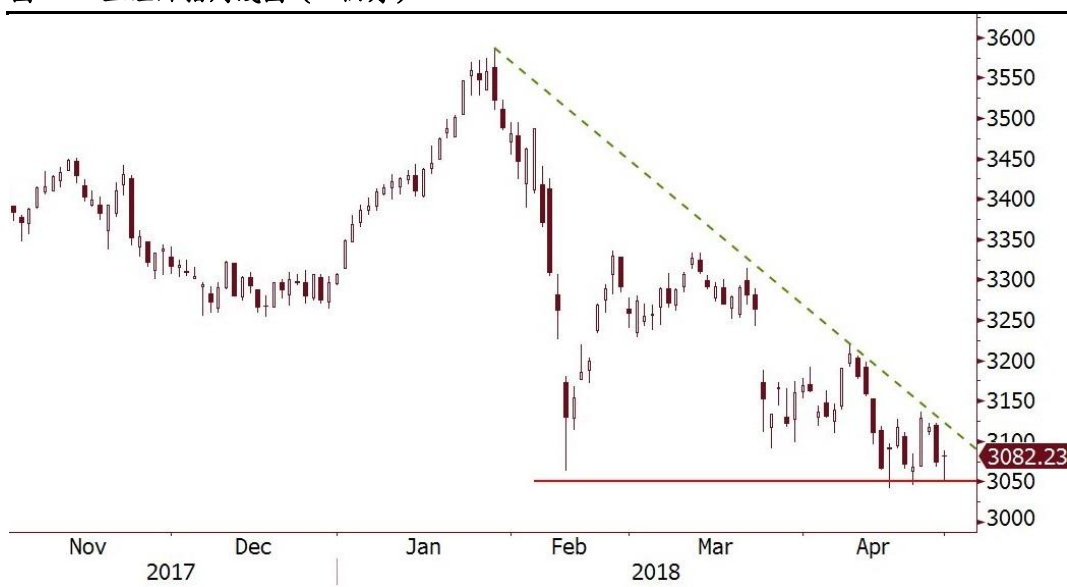


資料來源：彭博、招銀國際研究

上證處關鍵支持位

- A 股今年以來走勢較港股弱，上證綜指形成平底三角形，近兩周跌穿 2 月份低位，三度於 3,050 水平獲支持。三角形走勢已屆尾聲，突破在即，估計向上機會較高，但 3 月上旬的橫行區 3,230-3,330 料有不少阻力（圖 12）。

圖 12：上證綜指周線圖（6 個月）



資料來源：彭博、招銀國際研究

投資策略及焦點股份

港股經過 4 月份的相對平靜後，現正處於待變的關鍵時刻。中美就貿易問題的對話能否取得成果，以及美國債息會否再急升，是短期內主導市場的兩大因素。前景未明，策略上不宜太進取，可提高現金水平，等待大市確認方向。不過，港股目前估值偏低，今年恒指預測市盈率 11.9 倍，國指 7.8 倍，下跌風險不大，不宜空倉，可慎選行業，偏重受惠利率上升的金融股，暫避貿易戰針對的科技股。另外，權重金融股滙豐控股(5 HK)及友邦保險(1299 HK)將於 5 月 4 日公布首季業績，可能帶動金融股進一步走高。A 股將於 6 月正式獲納入 MSCI 指數，5 月中下旬或會偷步炒作 A 股及中資金融股。

金融股受惠加息

滙豐業務遍布全球，其中亞太區（尤其香港）為近年主要盈利來源。美國今年繼續加息，估計香港銀行今年稍後將開始加息，有利擴闊銀行之淨利差。滙豐派息政策穩定，一般不會減少每股派息，現時股息率約 5.1 厘，防守力強。另外，滙豐於 16 年中、17 年初及 17 年中分別推出 25 億美元、10 億美元及 20 億美元的股份回購計劃。集團行政總裁早前指出，已完成發行額外一級資本債券，達到監管要求，隨時可再推回購，有望支持股價。

中銀香港(2388 HK) 身為香港大型銀行之一，較受惠近月銀行同業拆息上升。公司首季淨利差擴闊，減值準備前之經營溢利同比增長 21%。母公司中國銀行(3988 HK)正陸續將東盟地區資產注入中銀香港，去年已完成泰國、印尼、柬埔寨業務的交割，料今年完成菲律賓及越南業務的交割，市場憧憬將再注入新加坡及其他東南亞業務，相信將有助推動中銀香港之盈利增長，長遠更可把握“一帶一路”、人民幣國際化及東盟地區的發展機遇。

宏利金融(945 HK) 是加拿大最大保險集團。業務偏重於北美洲，較直接受惠美國加息。投資收益受惠利率上升。目前估值不高，本年預測市盈率 9.4 倍，低於五年平均 11.9 倍，預測股息率 3.8 厘，高於五年高均 3.2 厘。

內銀估值可獲上調

內銀股於 3 月底公布的年度業績，顯示行業盈利增速加快、壞帳率繼續下跌、淨利差擴張，而剛公布的今年首季業績，進一步確認此幾個趨勢，有利估值進一步向上重估。今年內地流動性稍為偏緊，加上人行可能調高商業銀行存款利率浮動上限，估計小型銀行之資金成本上升壓力較大，大型銀行股如建設銀行(939 HK)料跑贏。

石油股受惠高油價

國際油價今年持續上升，創逾三年新高，受環球經濟持續增長、石油輸出國組織減產、中東局勢緊張等因素推動。中國石油(857 HK)今年首季盈利達 102 億元人民幣，同比升 78%，環比升 87%。股價於去年幾乎沒升跌，遠遠跑輸大市，今年以來亦跑輸同業中石化(386 HK)及中海油(883 HK)。

圖 13：焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2018 年預測				
				市盈率(倍)	市帳率(倍)	股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
滙豐控股	5 HK	78.70	15,813	14.0	1.19	8.2	5.1	3%
宏利金融	945 HK	148.70	2,949	9.4	1.16	12.4	3.8	16%
中銀香港	2388 HK	40.85	4,319	13.2	1.65	13.0	3.7	5%
建設銀行	939 HK	8.32	20,892	6.4	0.89	14.3	4.7	8.9%
中國石油	857 HK	5.79	16,572	16.1	0.70	4.3	3.3	143%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 4 月 30 日

附錄 1：5 月份重點經濟數據及事件

日期	地區	數據/事件	市場預期	上次數字
2	中國	5月財新製造業採購經理人指數	50.9	51.0
3	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
4	香港	恒生指數季度檢討結果	—	—
	美國	4月失業率	4.0%	4.1%
	美國	4月平均時薪(同比)	2.7%	2.7%
	美國	4月非農就業人口變動	191,000	103,000
7	中國	4月外匯儲備(美元)	31,310 億	31,428 億
8	中國	4月出口(美元, 同比)	9.8%	-2.7%
	中國	4月進口(美元, 同比)	—	14.4%
10	中國	4月消費者物價指數(同比)	1.9%	2.1%
	中國	4月生產者物價指數(同比)	3.4%	3.1%
	英國	英倫銀行議息結果	—	—
	美國	4月核心消費者物價指數(同比)	2.2%	2.1%
10-15	中國	4月M2貨幣供應(同比)	8.5%	8.2%
	中國	4月新增人民幣貸款	—	11,200 億
15	中國	4月零售銷售(同比)	—	10.1%
	中國	4月工業生產(同比)	—	6.0%
	中國	1-4月固定資產投資農村除外(同比)	—	7.5%
24	美國	聯儲局公開市場委員會5月會議紀錄	—	—
31	中國	5月官方製造業採購經理人指數	—	51.4
	美國	聯儲局褐皮書	—	—

資料來源：彭博

註：以上為香港時間

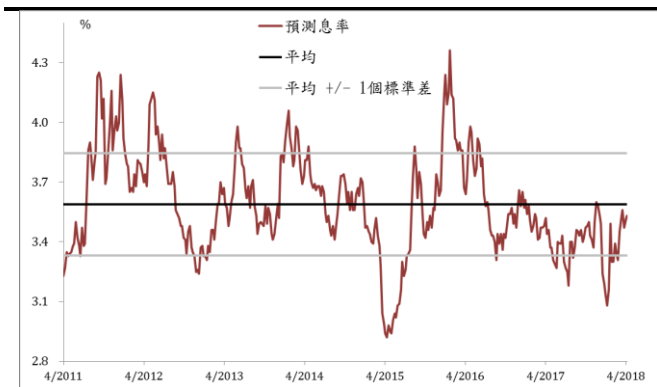
附錄 2：市場估值及重要指標

圖 14：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 15：恒生指數預測股息率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 16：恒生國企指數預測市盈率



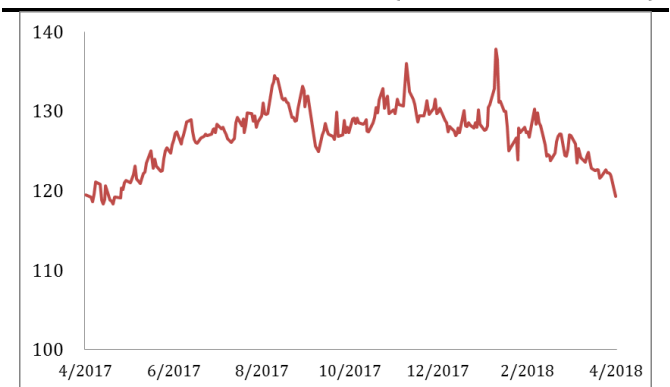
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 17：恒生國企指數預測股息率



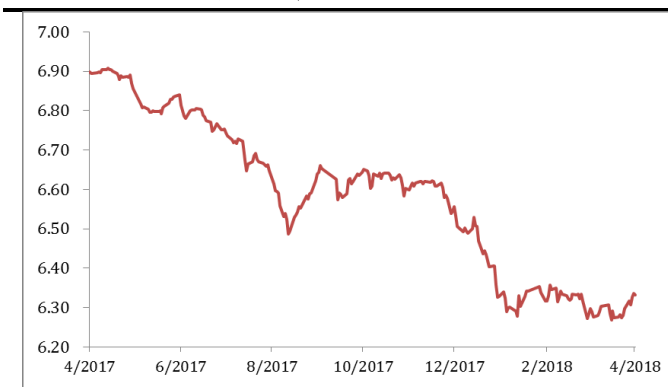
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 18：滬深港通 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 19：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		49.6%										
滙豐控股	5	10.0%	78.70	18.7	14.0	13.0	1.21	1.19	1.16	5.1%	5.1%	5.2%
友邦保險	1299	8.9%	70.70	17.8	18.8	16.6	2.59	2.39	2.18	1.4%	1.7%	1.9%
建設銀行	939	8.3%	8.32	6.9	6.4	5.8	0.95	0.89	0.80	4.3%	4.7%	5.2%
工商銀行	1398	5.4%	6.98	7.0	6.6	6.0	0.96	0.88	0.79	4.3%	4.6%	5.0%
中國平安	2318	4.2%	77.55	12.8	11.6	9.8	2.28	2.10	1.81	2.4%	2.6%	3.0%
中國銀行	3988	3.6%	4.30	5.9	5.7	5.2	0.73	0.66	0.61	5.1%	5.4%	5.9%
香港交易所	388	3.2%	257.2	43.1	32.8	28.4	8.56	8.13	7.72	2.1%	2.8%	3.2%
中國人壽	2628	1.7%	22.50	15.9	12.6	11.0	1.60	1.44	1.31	2.2%	2.7%	3.2%
恒生銀行	11	1.6%	199.6	19.1	17.6	15.8	2.63	2.43	2.30	3.4%	3.7%	4.1%
中銀香港	2388	1.6%	40.85	13.9	13.2	11.9	1.78	1.65	1.54	3.2%	3.7%	4.1%
交通銀行	3328	0.6%	6.46	5.5	5.4	5.1	0.64	0.58	0.53	5.5%	5.5%	5.9%
東亞銀行	23	0.5%	34.60	10.4	17.3	15.6	1.07	1.01	0.97	3.7%	2.7%	2.9%
資訊科技		11.0%										
騰訊控股	700	8.9%	391.0	41.9	35.0	26.7	11.70	8.86	6.85	0.2%	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.9%	114.3	21.2	16.1	12.8	6.42	5.01	3.98	1.8%	2.4%	2.9%
舜宇光學科技	2382	1.0%	130.1	39.7	28.3	20.8	15.38	10.54	7.52	0.6%	0.9%	1.2%
聯想集團	992	0.3%	3.75	10.7	-39.0	9.8	1.72	1.55	1.44	7.1%	4.8%	5.2%
地產		11.2%										
長江實業	1113	1.8%	68.05	8.4	10.8	10.0	0.86	0.79	0.76	2.5%	2.8%	3.1%
新鴻基地產	16	1.7%	126.8	8.8	12.3	11.4	0.70	0.71	0.68	3.2%	3.5%	3.8%
領展房地產基金	823	1.6%	69.60	8.4	27.8	26.6	1.04	1.04	1.02	3.3%	3.6%	3.8%
中國海外發展	688	1.1%	26.55	7.1	7.2	6.1	1.09	0.98	0.86	3.0%	3.5%	4.2%
碧桂園	2007	1.3%	16.22	10.9	8.4	6.2	2.97	2.83	2.22	3.1%	4.1%	5.3%
九龍倉置業	1997	0.7%	59.00	10.4	19.8	19.3	0.86	0.85	0.84	1.6%	3.3%	3.4%
華潤置地	1109	0.9%	29.75	9.0	8.5	7.2	1.44	1.28	1.13	3.3%	4.0%	4.8%
新世界發展	17	0.7%	11.60	14.5	15.7	13.5	0.57	0.49	0.47	4.0%	4.1%	4.2%
恒基地產	12	0.6%	50.05	6.6	16.3	13.4	0.68	0.68	0.66	3.4%	3.5%	3.6%
信和置業	83	0.4%	13.58	12.1	16.5	17.8	0.62	0.63	0.63	3.9%	6.7%	4.1%
恒隆地產	101	0.4%	18.64	10.3	17.4	18.1	0.62	0.61	0.61	4.0%	4.0%	4.1%
電訊		5.7%										
中國移動	941	4.8%	75.20	10.9	10.6	10.3	1.26	1.19	1.12	4.5%	4.7%	4.7%
中國聯通	762	0.9%	11.18	151.0	32.3	20.5	0.91	0.86	0.83	0.6%	1.3%	2.2%
能源		6.4%										
中國海洋石油	883	2.4%	13.16	19.2	9.8	9.9	1.25	1.18	1.12	3.9%	5.1%	5.1%
中國石化	386	2.0%	7.67	14.6	11.1	11.0	1.01	1.01	0.98	8.1%	7.0%	6.9%
中國石油	857	1.3%	5.79	37.5	16.7	15.9	0.71	0.70	0.69	1.2%	3.3%	3.5%
中國神華	1088	0.7%	19.46	6.5	6.8	7.0	0.98	0.94	0.87	5.8%	5.7%	5.6%
公用		4.6%										
中電控股	2	1.6%	81.50	14.2	14.7	16.5	1.89	1.80	1.72	3.6%	3.7%	3.7%
香港中華煤氣	3	1.4%	16.44	27.6	28.4	26.8	3.80	3.66	3.47	2.1%	2.2%	2.4%
電能實業	6	0.8%	58.45	15.0	15.8	16.0	1.31	1.35	1.32	4.8%	4.8%	4.9%
長江基建集團	1038	0.4%	62.10	15.1	14.0	13.3	1.51	1.37	1.31	3.8%	4.1%	4.3%
華潤電力	836	0.3%	15.12	15.7	10.5	9.0	0.97	0.94	0.89	5.8%	5.8%	5.8%
綜合類		3.8%										
長和	1	2.6%	93.10	10.2	9.2	8.7	0.84	0.77	0.72	3.1%	3.3%	3.5%
中信股份	267	0.7%	12.04	7.9	7.3	6.4	0.64	0.60	0.56	3.0%	3.1%	3.2%
太古股份	19	0.4%	78.00	4.2	15.7	13.0	0.46	0.46	0.45	2.7%	3.2%	3.8%
消費品		3.6%										
吉利汽車	175	1.2%	21.00	14.3	11.1	8.6	4.37	3.36	2.59	1.4%	1.9%	2.6%
萬洲國際	288	0.8%	8.19	13.5	11.9	10.9	2.06	1.88	1.70	3.3%	3.7%	4.0%
蒙牛乳業	2319	0.7%	25.50	39.5	24.7	19.6	3.58	3.20	2.86	0.6%	1.0%	1.3%
恒安國際	1044	0.5%	70.00	18.0	16.9	15.4	4.23	3.89	3.58	3.7%	3.9%	4.2%
中國旺旺	151	0.5%	6.97	19.9	22.1	20.6	5.40	5.07	4.58	2.2%	2.3%	2.4%
消費服務		3.7%										
銀河娛樂	27	1.7%	69.40	28.5	23.6	21.3	5.39	4.63	3.99	0.0%	1.2%	1.4%
金沙中國	1928	1.2%	45.75	29.4	22.7	19.7	10.37	10.30	9.67	4.4%	4.5%	4.7%
港鐵公司	66	0.8%	44.25	15.8	25.1	23.3	1.60	1.61	1.57	2.5%	2.6%	2.7%
工業		0.3%										
招商局港口	144	0.3%	17.66	9.6	9.4	9.6	0.79	0.73	0.70	4.6%	5.8%	4.5%
加權平均				12.5	11.9	10.7	1.62	0.40	0.37	3.4%	3.5%	3.7%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年4月30日

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		68.3%										
工商銀行	1398	10.4%	6.98	7.0	6.6	6.0	0.96	0.88	0.79	4.3%	4.6%	5.0%
建設銀行	939	10.2%	8.32	6.8	6.4	5.8	0.95	0.89	0.80	4.3%	4.7%	5.2%
中國平安	2318	9.3%	77.55	12.1	11.6	9.8	2.28	2.10	1.81	2.4%	2.6%	3.0%
中國銀行	3988	9.7%	4.30	6.1	5.7	5.2	0.73	0.66	0.61	5.1%	5.4%	5.9%
中國人壽	2628	4.8%	22.50	16.0	12.6	10.7	1.60	1.44	1.31	2.2%	2.7%	3.2%
招商銀行	3968	3.9%	34.60	9.6	8.8	7.7	1.52	1.37	1.21	3.0%	3.5%	4.0%
農業銀行	1288	3.5%	4.46	6.1	5.8	5.4	0.85	0.77	0.70	5.0%	5.3%	5.8%
中國太保	2601	2.6%	34.95	17.4	12.8	10.9	1.86	1.67	1.52	2.8%	3.6%	4.3%
中國財險	2328	1.9%	14.18	8.6	7.4	6.8	1.27	1.10	0.97	3.0%	3.3%	3.6%
交通銀行	3328	1.6%	6.46	5.4	5.5	5.1	0.64	0.58	0.53	5.5%	5.5%	5.9%
中信銀行	998	1.6%	5.66	5.1	5.0	4.7	0.60	0.54	0.50	5.7%	5.3%	5.7%
民生銀行	1988	1.3%	7.40	4.4	4.3	4.1	0.58	0.53	0.48	4.8%	3.8%	4.0%
海通證券	6837	1.0%	10.80	11.6	10.3	9.0	0.85	0.79	0.74	2.6%	3.0%	3.5%
郵儲銀行	1658	1.2%	5.42	7.4	6.8	6.0	0.93	0.82	0.74	3.4%	3.2%	3.6%
中信證券	6030	1.1%	19.36	16.2	14.6	12.6	1.25	1.19	1.13	2.6%	2.5%	2.8%
新華保險	1336	0.9%	36.95	17.3	11.4	9.7	1.46	1.30	1.18	1.7%	2.2%	2.5%
中國人民保險集團	1339	0.8%	3.73	7.9	7.0	6.5	0.93	0.79	0.69	1.3%	1.1%	1.3%
華泰證券	6886	0.7%	16.02	10.0	11.6	9.9	1.06	0.96	0.90	3.9%	3.3%	3.8%
中國信達	1359	0.7%	2.82	4.8	4.4	3.9	0.58	0.57	0.52	6.2%	6.5%	7.6%
廣發證券	1776	0.6%	13.94	10.0	9.2	8.1	1.01	0.94	0.87	3.6%	3.8%	4.3%
中國銀河	6881	0.5%	5.20	10.6	9.1	8.4	0.66	0.63	0.59	2.9%	3.4%	3.7%
能源		11.8%										
中國石化	386	5.6%	7.67	14.1	10.9	10.8	1.01	1.01	0.98	8.1%	7.0%	6.9%
中國石油	857	3.5%	5.79	29.6	16.1	15.2	0.71	0.70	0.69	1.2%	3.3%	3.5%
中國神華	1088	1.9%	19.46	6.6	6.8	7.0	0.98	0.94	0.87	5.8%	5.7%	5.6%
中國海洋石油	883	0.9%	13.16	19.4	9.7	10.0	1.25	1.18	1.12	3.9%	5.1%	5.1%
地產建築		5.1%										
中國交建	1800	1.1%	9.10	6.7	5.8	5.0	0.66	0.60	0.55	3.3%	3.4%	3.9%
海螺水泥	914	1.7%	49.40	13.3	10.0	9.9	2.37	2.05	1.82	3.0%	4.2%	4.4%
萬科	2202	1.2%	32.70	10.4	8.3	6.8	2.20	1.87	1.58	3.4%	4.4%	5.4%
中國中鐵	390	0.7%	6.31	7.5	6.8	5.9	0.81	0.72	0.66	2.2%	2.3%	2.6%
華潤置地	1109	0.3%	29.75	9.0	8.5	7.2	1.44	1.28	1.13	3.3%	4.0%	4.8%
消費		5.8%										
比亞迪	1211	1.0%	55.15	37.2	22.3	17.5	2.37	1.98	1.80	0.3%	0.8%	1.0%
國藥控股	1099	1.1%	33.10	14.0	13.2	11.6	2.10	1.81	1.69	2.1%	2.3%	2.7%
廣汽集團	2238	0.9%	14.50	6.9	6.2	5.5	1.23	1.08	0.94	4.5%	4.9%	5.6%
長城汽車	2333	0.7%	8.23	12.0	7.9	7.0	1.23	1.10	0.98	2.6%	3.8%	4.4%
東風集團股份	489	0.7%	8.73	4.3	4.4	4.2	0.56	0.50	0.45	3.5%	4.4%	4.7%
中國國航	753	0.6%	10.48	15.7	13.1	10.2	1.43	1.29	1.15	1.4%	1.6%	2.1%
石藥集團	1093	0.4%	20.20	44.4	34.9	27.9	8.23	7.36	6.52	0.7%	1.0%	1.2%
申洲國際	2313	0.2%	86.20	27.0	22.7	19.0	5.33	4.52	3.99	1.7%	2.2%	2.7%
恒安國際	1044	0.2%	70.00	17.9	16.7	15.3	4.23	3.89	3.58	3.7%	3.9%	4.2%
公用		1.6%										
華能國際	902	0.6%	5.22	39.0	14.3	10.4	0.78	0.74	0.72	2.4%	4.4%	6.2%
中廣核電力	1816	0.7%	2.15	8.3	9.2	8.3	1.20	1.12	1.03	3.9%	3.7%	4.2%
中國燃氣	384	0.2%	28.00	23.7	22.7	18.8	5.82	5.61	4.66	0.9%	1.3%	1.6%
粵海投資	270	0.1%	12.22	13.8	16.1	15.4	1.99	1.94	1.89	4.0%	4.6%	5.0%
工業		1.8%										
中國中車	1766	0.9%	6.98	14.9	12.9	11.2	1.26	1.24	1.16	6.4%	3.2%	3.7%
中車時代電氣	3898	0.7%	41.85	16.4	13.2	11.6	2.19	1.99	1.74	1.3%	1.5%	1.7%
中信股份	267	0.3%	12.04	8.0	7.3	6.6	0.64	0.60	0.56	3.0%	3.1%	3.2%
資訊科技及電訊		5.0%										
騰訊控股	700	1.8%	391.00	41.5	35.1	26.6	11.70	8.86	6.85	0.2%	0.3%	0.4%
中國移動	941	1.7%	75.20	10.9	10.7	10.4	1.26	1.19	1.12	4.5%	4.7%	4.7%
中國電信	728	1.4%	3.84	13.8	12.2	11.0	0.77	0.73	0.70	3.0%	3.4%	3.7%
加權平均				9.6	7.8	7.1	1.06	1.96	1.80	3.4%	4.0%	4.4%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年4月30日

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。

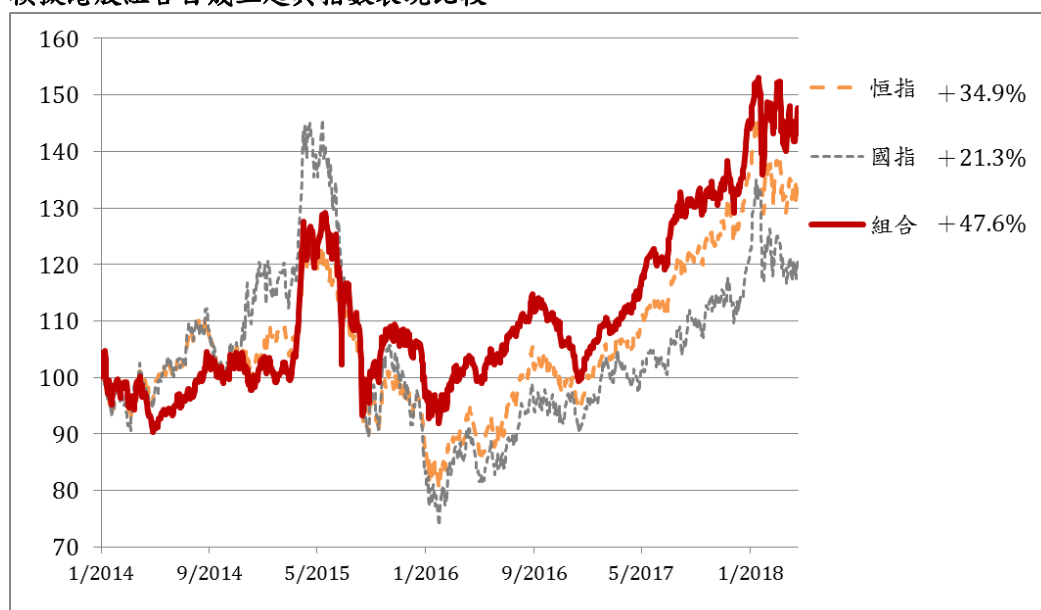
「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標 0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

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。

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)	占組合比重
騰訊控股	700	科網	35.2	26.6	0.2	113.9	391.0	245.2%	12.3%
領展房產基金	823	房產基金	28.1	26.6	3.4	46.04	69.60	62.0%	9.4%
新華保險	1336	保險	11.4	9.7	1.7	35.32	36.95	7.1%	4.6%
友邦保險	1299	保險	19.2	17.0	1.4	47.00	70.70	52.3%	7.5%
長實地產	1113	地產	10.9	9.8	2.5	52.83	68.05	31.8%	5.8%
匯豐控股	5	金融	14.0	13.2	5.1	74.92	78.70	6.1%	6.5%
中國銀行	3988	銀行	5.7	5.3	5.1	3.84	4.30	17.4%	5.5%
錦江酒店	2006	消費服務	21.0	16.2	3.0	2.63	3.27	24.2%	6.6%
中國海外宏洋	81	地產	5.2	4.0	1.7	4.77	3.45	-27.7%	5.4%
香港交易所	388	金融	32.8	28.7	2.1	208.0	257.2	23.7%	6.6%
新天綠色能源	956	新能源	7.1	6.1	4.8	2.13	2.64	23.8%	7.3%
睿見教育	6068	教育	28.3	21.6	1.4	4.80	5.66	18.6%	5.6%
中海物業	2669	物業管理	19.3	16.0	1.3	2.20	2.37	7.6%	5.1%
神威藥業	2877	醫藥	17.9	14.7	0.8	8.49	16.18	90.6%	9.5%
現金 (2.3%)									2.3%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)								47.6%	
組合整體回報 (2018年度)								7.6%	

數據來源：彭博、招銀國際證券 (截至2018年4月30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2018年4月30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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

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责任。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。