

6月港股策略報告

未擺脫悶局，內需股跑出

❖ **意大利政局未明，但脫歐風險微。**意大利自從3月國會大選以來，一直未能組成政府，兩大政黨得到的席位均不過半數，而他們提名的經濟部長人選，被指是疑歐派而被總統否決。意大利因此或要重新大選，最快於秋季舉行，市場憂慮大選將成為實際上的脫歐公投，意大利國債於5月底被拋售，歐元匯價及環球股市亦受壓。不過，其後五星運動及聯盟黨嘗試再籌組聯合政府，或能避免重新大選，而五星運動黨魁重申不想意大利離開歐元區，市場憂慮降溫。

❖ **美國加息預期降溫。**聯儲局的5月議息會議紀錄顯示，6月份很可能加息，但委員可容忍通脹暫時高於2%目標。根據利率期貨，市場估計今年聯儲局再加息三次（全年共四次）的機率，已由早前40%以上回落至26%。隨着美國加息預期回落，以及意大利政局憂慮可能舒緩，近期大幅反彈的美元匯價亦有可能回落，應有助新興市場回穩。

❖ **原油庫存升，油價或回調。**油價今年強勢，石油輸出國組織的減產行動是原因之一。美國原油庫存正回升，而沙特阿拉伯及俄羅斯考慮增產，油組下月22日在維也納開會，可能會議決逐步放寬減產措施。料油價短期內回調機會較高。

❖ **北水南下減少，6月可望改善。**近兩個月通過“互聯互通”渠道南下港股的資金，明顯較第一季減少，更有多日錄得淨賣出，期內平均每日南下淨買入明顯少於第一季。相反，北上的資金較第一季增加。相信這與A股於6月進入MSCI指數、市場預早部署買A股有關。踏入6月份，基金因應MSCI指數換碼的買賣應已大致完成，互聯互通的資金流向有望逐漸正常化，有助港股表現。

❖ **大型新股凍資，港股成交料低。**智能手機生產商小米即將於香港上市，市場有傳大約於6月中下旬開始招股，集資額約100億美元，是香港近七年來最大型新股。過往大型新股招股期間，由於凍結巨額資金，或多或少影響大市表現。

❖ **投資策略：能源金融股轉弱，內需股跑贏。**加息預期降溫、油價回調，能源股及憧憬加息的金融股走勢料將短期轉弱。中美貿易紛爭持續，估計資金仍將偏好不受影響的內需股，包括教育、物業管理、啤酒、服裝零售、商場收租股。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	2018年預測	
					股息率(%)	每股盈利增長
新華教育	2779 HK	4.05	65	23.9	0.0	44%
中海物業	2669 HK	3.06	101	22.9	1.4	43%
青島啤酒	168 HK	49.70	778	34.9	1.3	24%
IT	999 HK	5.06	61	11.0	4.7	27%
九龍倉置業	1997 HK	60.55	1,838	20.1	3.2	-4%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年5月31日

蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	30,469
52周高/低位	33,484/25,200
大市3個月日均成交	1,144 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	-1.1%	-2.9%
3個月	-1.2%	-3.3%
6個月	+4.4%	+4.4%

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

[18年5月2日 -](#)

[利率趨升，偏重金融股](#)

[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](#)

經濟及市場焦點

回顧 5 月份，港股仍未擺脫近月的上落區間，恒指先升後跌，主要受中美貿易戰、意大利政治風險、北水南下減弱等因素影響。展望 6 月份，市場除了繼續關注貿易戰及意大利政局，還會留意美國議息、A 股正式入 MSCI 後之表現、油價走勢及大型新型集資等等。

意大利政局不明，但脫歐風險微

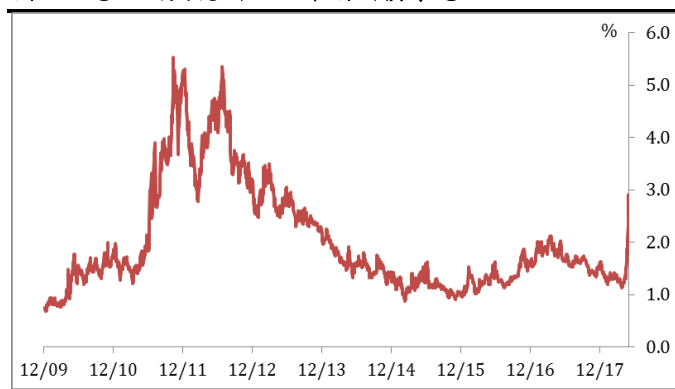
意大利自從 3 月國會大選以來，一直未能組成政府，兩大政黨五星運動及聯盟黨得到的席位均不過半數，而他們提名的經濟部長人選，被指是疑歐派而被總統馬塔雷拉（Sergio Mattarella）否決。馬塔雷拉委任科塔雷利（Carlo Cottarelli）為臨時總理，但兩大政黨指總統違背民意而考慮彈劾。意大利因此或要重新大選，最快於秋季舉行，市場憂慮大選將成為實際上的脫歐公投，意大利國債於 5 月 29 日被拋售，與德國國債之孳息差急升（圖 1），歐元匯價及環球股市亦受壓。不過，其後五星運動及聯盟黨嘗試再籌組聯合政府，或能避免重新大選，而五星運動黨魁重申不想意大利離開歐元區，市場憂慮降溫。

我們認為意大利脫離歐盟的機率甚低。第一，五星運動並無強烈反對歐盟的立場。第二，與公投通過脫歐的英國不同，因為意大利負債甚高，而且於歐元區，一旦脫離歐盟，很可能意味同時脫離歐元區，對意國將造成難以估計的災難，後果遠較英國脫歐嚴重。正因為難以承受惡果，相信政客發起脫歐公投甚至獲選民通過的機率甚微。

政治因素以外，相信市場並不會太擔心意大利出現主權債務違約或金融危機。自從歐洲央行行長德拉吉於 2012 年承諾“全力捍衛歐元”（do whatever it takes to preserve the Euro），市場對歐債危機的憂慮已大致平息，而意大利經濟近年增長雖偏低，但債務並無明顯惡化（圖 2），而且其銀行體系已改善不少，例如主要銀行之資本充足比率比起 2011 年歐洲債務危機高峰時已提升，而銀行壞帳率於近三年顯著回落。

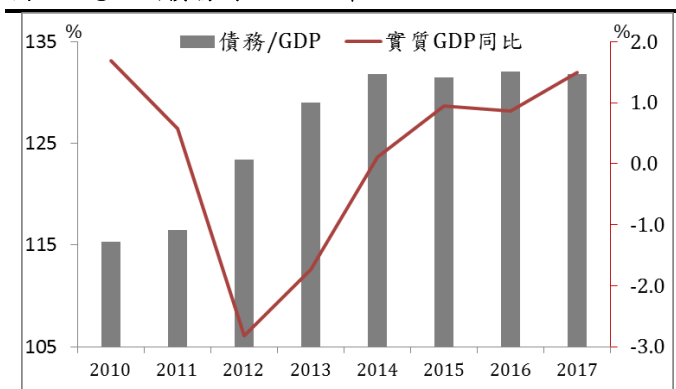
綜合而言，意大利政治前景雖不明朗，但毋須憂慮導致脫離歐盟，歐債危機短期內重燃的風險不大，相信環球股市的震盪不久便會平息。中綫而言，投資者還可能憧憬歐洲央行延長買債計劃，以確保市場穩定。歐洲央行原定於 9 月結束買債計劃。

圖 1：意大利與德國之兩年期國債孳息差距



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 2：意大利債務對 GDP 比率



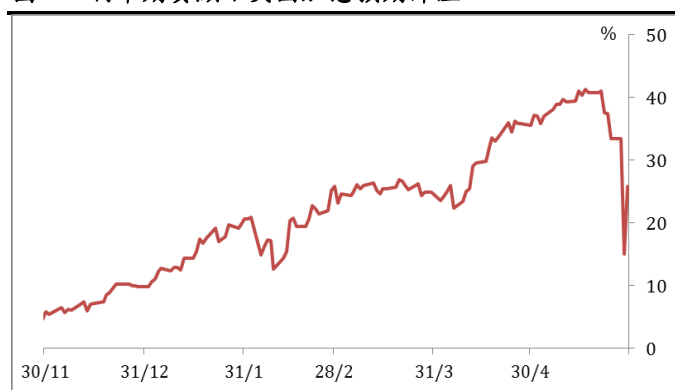
資料來源：彭博、招銀國際研究

美國加息預期降溫

美國聯儲局公開市場委員會將於 6 月 12 至 13 日開會，而其早前公布的 5 月議息會議紀錄顯示，委員對經濟展望樂觀，但容忍通脹暫時高於 2%。紀錄指，局方“很可能即將進一步移除寬鬆政策”，暗示 6 月加息。會議上委員對如何應對通脹作出了詳盡討論，多數委員預料通脹升勢不會太急，“通脹暫時稍高於 2% 將符合局方的對稱通脹目標”。根據利率期貨，市場估計今年聯儲局再加息三次（全年共四次）的機率，於 5 月上旬曾升越 40%，但會議紀錄公布後回落，在意大利政局引發市場動盪後進一步下跌，最新為 26%（圖 3）。

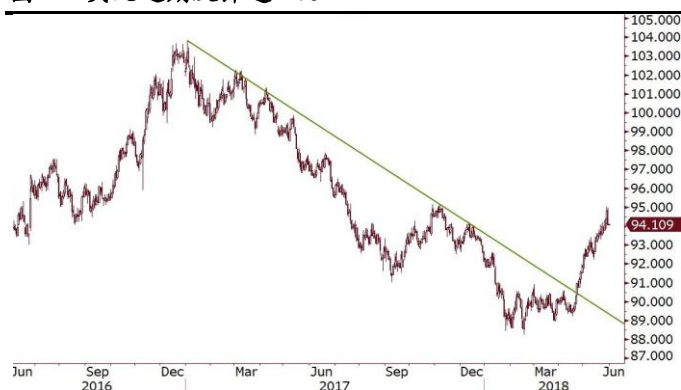
隨着美國加息預期回落，以及意大利政局憂慮可能舒緩，美元匯價亦有可能回落。美匯指數自 4 月中開始大幅反彈，升穿下降軌後升勢更急，由低位累升逾 6%（圖 4），某程度令新興市場受壓。若美元升勢暫歇，應有助新興市場回穩。

圖 3：利率期貨顯示美國加息預期降溫



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 4：美元近期反彈逾 6%



資料來源：彭博、招銀國際研究

原油庫存升，油價或回調

油價今年強勢，石油輸出國組織（OPEC）的減產行動是原因之一。不過，美國原油庫存正回升，而兩大產油國考慮增產，料油價短期內回調機會較高。

原油庫存走勢一般與油價反向。若將每周庫存變動之 50 周均線上下反轉，走勢與紐約期油關係密切，而庫存變化往往稍為領先油價。美國原油庫存自今年 1 月開始見底回升，油價於 5 月下旬開始出現較大回調。若庫存繼續回升，則料油價進一步回落。另外，沙特阿拉伯及俄羅斯之能源官員表示，正商討提高石油產量，以緩和市場對供應短缺的憂慮。油組下月 22 日在維也納開會，可能會議決逐步放寬減產措施。

圖 5：原油庫存變動或預示油價回落



資料來源：彭博、招銀國際研究

中美紛爭，短期難解

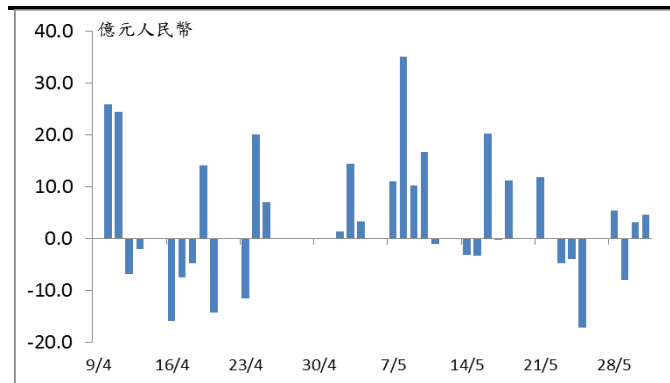
美國白宮於 5 月 29 日公布，將對總值 500 億美元的中國商品徵收 25% 關稅，包括與“中國製造 2025”計劃有關的商品。涵蓋的商品名單將於 6 月 15 日或之前公佈。短期焦點為美國商務部長羅斯於 6 月 2 日至 4 日訪問中國，估計羅斯可能會與中國就消除貨幣和非貨幣貿易壁壘達成更好的協議，要求中國進一步開放市場。

我們認為，儘管中美或可就貿易問題達成臨時協議（包括中美兩國經貿磋商代表團於 5 月 19 日發表聯合聲明），但雙方關係將於一段較長時間內維持緊張，因這是科技和世界經濟地位之爭。相信市場亦已漸漸適應這種緊張局面，股市將繼續受貿易戰的消息影響，但波動性可能會比 3 月下旬爆發貿易戰時減低。

北水南下減少，6 月可望改善

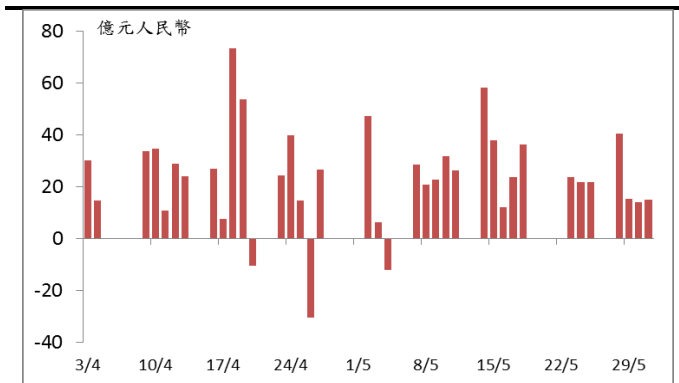
近兩個月通過“互聯互通”渠道南下港股的資金，明顯較第一季減少，更有多日錄得淨賣出（圖 6）。4 月至 5 月，平均每日南下淨買入僅得 3.9 億元人民幣，明顯少於第一季日均之 27.3 億元。相反，北上的資金增加，4 月至 5 月日均北上淨買入 24.3 億元人民幣（圖 7），遠高於同期南下的淨買入金額，亦較第一季北上日均之 9.0 億元高。相信這與 A 股於 6 月正式納入 MSCI 指數、市場預早部署買 A 股有關。踏入 6 月份，基金因應 MSCI 指數換碼的買賣應已大致完成，互聯互通的資金流向有望逐漸正常化，有助港股表現。

圖 6：港股通南下每日資金淨流入



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 7：滬深港通北上每日資金淨流入



資料來源：彭博、招銀國際研究

大型新股凍資，港股成交料低

智能手機生產商小米即將於香港上市，市場有傳大約於 6 月中下旬開始招股，集資額約 100 億美元，是香港近七年來最大型新股。過往大型新股招股期間，由於凍結巨額資金，或多或少影響港股大市表現。

以下為近年於招股期間凍結較大額資金的新股：2010 年 10 月，友邦保險(1299 HK)招股，香港公開發售部份凍結資金約 1,100 億港元，期間恒指下跌，成交亦萎縮，表現明顯較友邦招股前及後疲弱（圖 8）。2015 年 5 月，華泰證券(6886 HK)招股，凍資 4,900 億元，期間恒指於高位徘徊，表現未有明顯受招股影響（圖 9）。2017 年 9 月，眾安在線(6060 HK)招股，凍資 2,300 億元，期間恒指下跌，成交偏低，於眾安上市後回復升勢。同年 10 月，閱文(772 HK)招股，凍資 5,200 億元，期間恒指上升，成交亦不低，未有受招股拖累（圖 10）。

圖 8：2010 年友邦保險招股期間恒指表現



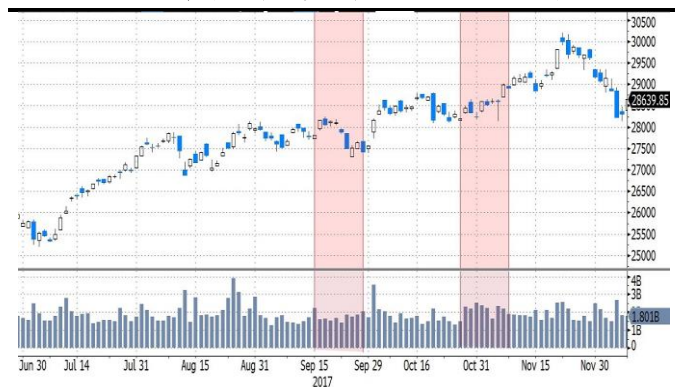
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 9：2015 年華泰證券招股期間恒指表現



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 10：2017 年眾安在線及閱文招股期間恒指表現



資料來源：彭博、招銀國際研究

技術分析

美國科技股跑贏

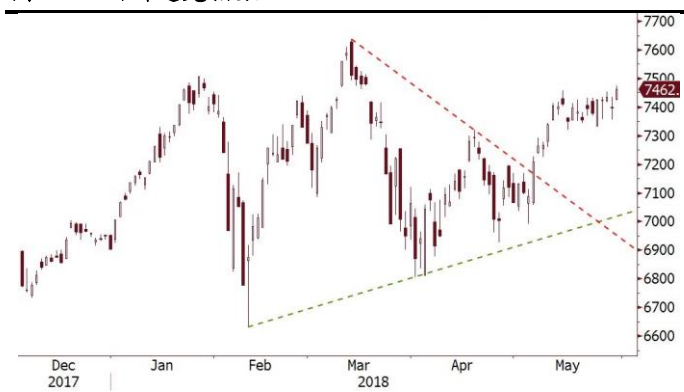
- 美股標普 500 指數於 5 月份升破三角形頂部後，後抽仍守於三角形之上，走勢並未轉弱（圖 11）。納斯達克指數同樣升破三角形，但回調幅度較小，反映科技股較大市更強（圖 12）。

圖 11：標普 500 指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 12：納斯達克指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

新興市場弱勢，上證再試 3,050 支持

- MSCI 新興市場指數於 3 月底失守上升軌後，一直未能重返升軌之上，更形成短期下降軌阻力，走勢疲弱（圖 13）。
- A 股走勢較弱，於 5 月份未見偷步炒作“入摩”，反而再度下試年內低位約 3,050（圖 14）。

圖 13：MSCI 新興市場指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 14：上證綜合指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

恒指後抽，三萬點有支持

- 恒生指數於 5 月上旬升破三角形頂部，但突破後不久便回調，後抽至三萬點附近，初步獲支持，估計於 6 月份仍維持上落局面，於 30,000-32,000 徘徊（圖 15）。

圖 15：恒生指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

投資策略及焦點股份

能源金融股轉弱，內需股跑贏

加息預期降溫、油價回調，能源股及憧憬加息的金融股走勢料將短期轉弱。中美貿易紛爭持續，估計資金仍將偏好最不受影響的內需股，包括教育、物業管理、啤酒、服裝零售、商場收租股。

新華教育(2779 HK)：新華教育是長三角最大的民辦高等教育集團，於安徽省合肥市營運兩所學校，即新華學院（學歷教育大學）和新華學校（中等職業學校），於 17/18 學年有 33,635 名學生。新華的學校畢業就業率高（94%以上）、課程以就業導向、與企業合作的課程成功，及為學生提供國際交流機會。未來增長動力，料來自加學費及擴充學校網絡。去年 9 月，新華學院成為安徽省六間可自由加學費的民辦高等學院之一。我們估計，新華之人均學費於今明兩年複合增長達 12.5%。去年 11 月，公司與安徽醫科大學訂立為期三年的正式協議，共同運營臨床醫學院，新華負責新校區的運營，今年 9 月開學，新華可享於 2018-2019 學年及之後所錄取學生的學費。

中海物業(2669 HK)：內地其中一家最大的物業管理公司，截至 2017 年底，管理的項目逾 600 個，覆蓋 73 個城市，在管面積約 128 百萬平方米。公司去年 12 月完成向系內公司中國海外發展(688 HK)收購另一物業管理公司中信物業，我們相信此收購長遠將有助中海物業拓展業務，在規模競爭中幫助公司迅速增加管理面積。2017 年，原有中海物業和中信物業的毛利率分別為 26.2%和 14.0%，淨利潤率為 11.0%和 1.4%。雖然中信物業本身利潤率較低，並拉低了公司之利潤率，但相信有較大改善空間。估計中海物業今年每股盈利增長 43%，預測市盈率 22.9 倍，比同業綠城服務(2869 HK)之 36 倍低。

青島啤酒(168 HK)：內地啤酒業繼去年 12 月至今年 1 月紛紛加價後，5 月再有加價消息，青島啤酒旗下產品“青島優質”，單款單箱全國加價 2 元人民幣。產品加價料有助提升公司毛利率。另外，啤酒業即將進入夏天旺季，加上今年 6 月至 7 月舉行足球世界盃，有助帶動啤酒銷量。青島啤今年首季啤酒銷量同比增長 1.3%，收入升 3.0%，純利升 15.2%（若扣除非經常項目升 4.0%）。綜合市場估計，全年盈利增速將加快至 26%，相當於預測市盈率 34.9 倍，低於同業華潤啤酒(291 HK)之 47 倍。

I.T(999 HK)：時裝股 I.T 截至 2 月底之 18 年度盈利增長 37%，符合市場預期，主要靠毛利率改善推動盈利，因為存貨水平健康而減少折扣或促銷，以及人民幣走強令採購成本下降。我們估計海外地區銷售在 19 年度將保持 20%以上的快速增長，主要受惠 A Bathing APE 品牌於日本和美國的成功，中國內地業務亦可保持較高增長，而港澳業務去年度銷售雖下跌 4.9%，但截至 2 月份之最新季度明顯改善，管理層對 3 月至 5 月銷售增長的趨勢亦感到正面，我們預計港澳業務本年度之同店銷售會回復增長。本年度預測市盈率 11 倍，遠低於利郎(1234 HK)的 15 倍和江南布衣(3306 HK)的 19 倍，估值吸引。

九龍倉置業(1997 HK)：香港旅遊及零售業於近一年多持續復甦，多個大型商場於今年首季均錄得強勁銷售額增長，包括九倉置業旗下海港城升 37%、時代廣場升 23%，跑贏香港整體零售額的 14%增速。由於九倉置業的商場採用利潤分成制度，租金收入隨商場銷售額增加。另外，匯率因素亦有利，因首季美元匯價疲弱，港元更弱，訪港旅客增加，同時港人外遊減少，有助促進本地消費。第二季零售市道料保持不俗增長，其中五一黃金周期間（4 月 29 日至 5 月 1 日），內地訪港人次同比上升 22.2%。海港城及時代廣場是九倉的主要物業，是遊客最熟悉的香港商場，尤其受惠內地客消費回升。

圖 16：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
新華教育	2779 HK	4.05	65	23.9	2.81	11.6	0.0	44%
中海物業	2669 HK	3.06	101	22.9	8.68	38.0	1.4	43%
青島啤酒	168 HK	49.70	778	34.9	2.98	9.0	1.3	24%
I.T	999 HK	5.06	61	11.0	1.58	15.3	4.7	27%
九龍倉置業	1997 HK	60.55	1,838	20.1	0.87	4.4	3.2	-4%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 5 月 31 日

附錄 1：6 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
1	中國	5 月財新製造業採購經理人指數	51.2	51.1
	美國	5 月失業率	3.9%	3.9%
	美國	5 月平均時薪(同比)	2.6%	2.6%
	美國	5 月非農就業人口變動	190,000	164,000
7	中國	5 月外匯儲備(美元)	—	31,249 億
8	中國	5 月出口(美元, 同比)	—	12.7%
	中國	5 月進口(美元, 同比)	—	21.5%
9	中國	5 月消費者物價指數(同比)	—	1.8%
	中國	5 月生產者物價指數(同比)	—	3.4%
10-15	中國	5 月 M2 貨幣供應(同比)	—	8.3%
	中國	5 月新增人民幣貸款	—	11,800 億
12	美國	5 月核心消費者物價指數(同比)	—	2.1%
14	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
	中國	5 月零售銷售(同比)	—	9.4%
	中國	5 月工業生產(同比)	—	7.0%
	中國	1-5 月固定資產投資農村除外(同比)	—	7.0%
	歐洲	歐洲央行議息結果	—	—
15	日本	日本央行議息結果	—	—
21	英國	英倫銀行議息結果	—	—
31	中國	6 月官方製造業採購經理人指數	—	51.9

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 17：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 18：恒生指數預測股息率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 19：恒生國企指數預測市盈率



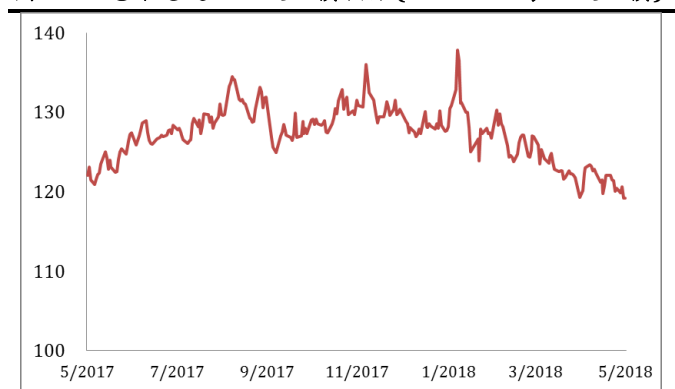
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 20：恒生國企指數預測股息率



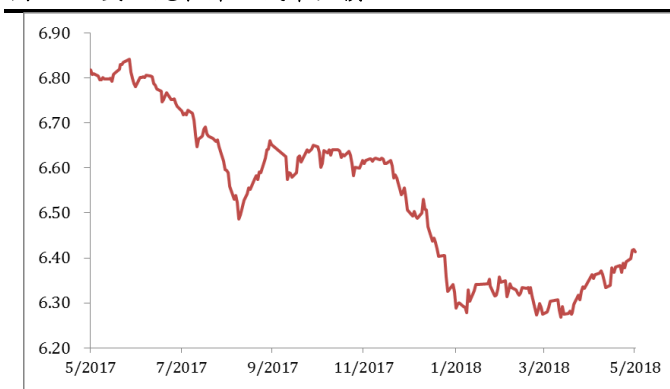
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 21：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 22：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 48.7%												
滙豐控股	5	9.8%	75.95	18.0	13.8	12.8	0.99	1.14	1.11	5.3%	5.3%	5.4%
友邦保險	1299	9.2%	72.00	18.1	19.2	17.1	2.64	2.41	2.19	1.4%	1.6%	1.9%
建設銀行	939	8.0%	7.92	6.7	6.1	5.6	0.92	0.85	0.77	4.5%	4.9%	5.4%
工商銀行	1398	5.1%	6.50	6.6	6.2	5.6	0.91	0.83	0.75	4.5%	4.9%	5.4%
中國平安	2318	4.2%	76.90	12.9	11.5	9.7	2.28	2.08	1.78	2.4%	2.7%	3.2%
中國銀行	3988	3.4%	4.10	5.7	5.4	5.0	0.70	0.64	0.59	5.3%	5.5%	6.0%
香港交易所	388	3.1%	253.8	42.5	32.4	28.2	7.87	7.99	7.56	2.1%	2.8%	3.2%
中國人壽	2628	1.7%	21.90	15.7	12.1	10.6	1.57	1.39	1.26	2.2%	2.9%	3.4%
恒生銀行	11	1.6%	196.3	18.7	17.3	15.6	2.59	2.39	2.26	3.4%	3.8%	4.1%
中銀香港	2388	1.5%	39.45	13.4	12.7	11.6	1.72	1.60	1.48	3.3%	3.8%	4.2%
交通銀行	3328	0.6%	6.21	5.4	5.3	5.0	0.62	0.56	0.52	5.6%	5.7%	6.1%
東亞銀行	23	0.5%	32.55	9.8	16.2	14.7	1.01	0.95	0.92	3.9%	2.8%	3.1%
資訊科技 11.6%												
騰訊控股	700	9.2%	399.2	43.3	36.4	27.7	11.15	9.14	7.12	0.2%	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.9%	118.1	22.1	18.3	14.7	6.71	5.32	4.24	1.8%	2.1%	2.5%
舜宇光學科技	2382	1.2%	159.6	49.2	35.0	25.6	19.07	13.13	9.37	0.5%	0.7%	1.0%
聯想集團	992	0.3%	4.16	-47.0	11.5	8.8	1.81	1.53	1.39	6.4%	4.9%	5.5%
地產 11.2%												
長江實業	1113	1.8%	65.50	8.0	10.4	9.6	0.83	0.76	0.73	2.6%	2.9%	3.2%
新鴻基地產	16	1.7%	126.6	8.8	12.4	11.4	0.70	0.71	0.68	3.2%	3.5%	3.8%
領展房產基金	823	1.6%	69.40	8.4	27.6	26.5	1.03	1.01	0.98	3.3%	3.6%	3.8%
中國海外發展	688	1.1%	26.25	7.1	7.1	6.0	1.08	0.97	0.85	3.0%	3.6%	4.2%
碧桂園	2007	1.2%	15.38	10.5	8.0	5.9	2.85	2.69	2.11	3.2%	4.3%	5.6%
九龍倉置業	1997	0.8%	60.55	10.7	20.2	19.5	0.89	0.87	0.86	1.6%	3.2%	3.4%
華潤置地	1109	0.8%	28.80	8.7	8.2	7.0	1.40	1.24	1.10	3.4%	4.2%	4.9%
新世界發展	17	0.8%	12.04	15.1	16.3	14.0	0.59	0.50	0.48	3.8%	3.9%	4.0%
恒基地產	12	0.7%	51.60	6.8	16.6	13.7	0.70	0.70	0.68	3.3%	3.5%	3.5%
信和置業	83	0.4%	13.58	12.1	16.3	17.9	0.62	0.63	0.63	3.9%	6.9%	4.1%
恒隆地產	101	0.4%	17.80	9.9	16.7	17.2	0.59	0.58	0.57	4.2%	4.2%	4.3%
電訊 5.4%												
中國移動	941	4.5%	70.00	10.2	10.1	9.8	1.19	1.12	1.06	4.8%	4.8%	5.0%
中國聯通	762	0.9%	10.66	145.6	31.0	19.6	0.88	0.83	0.80	0.6%	1.4%	2.2%
能源 6.7%												
中國海洋石油	883	2.5%	13.20	19.5	9.6	9.6	1.27	1.19	1.13	3.8%	5.1%	5.1%
中國石化	386	2.1%	7.67	14.8	10.6	10.6	1.02	1.02	0.99	8.0%	7.3%	7.2%
中國石油	857	1.4%	6.49	42.5	17.7	15.8	0.81	0.79	0.77	1.1%	3.1%	3.3%
中國神華	1088	0.7%	20.50	7.0	7.2	7.4	1.05	1.00	0.92	5.4%	5.4%	5.3%
公用 4.7%												
中電控股	2	1.6%	82.40	14.4	14.8	16.4	1.92	1.78	1.70	3.5%	3.6%	3.7%
香港中華煤氣	3	1.5%	16.96	28.5	29.3	27.6	3.93	3.77	3.58	2.1%	2.2%	2.3%
電能實業	6	0.8%	54.55	14.0	14.8	14.8	1.22	1.26	1.23	5.1%	5.2%	5.3%
長江基建集團	1038	0.4%	59.20	14.4	13.3	12.7	1.44	1.31	1.25	4.0%	4.3%	4.5%
華潤電力	836	0.3%	16.06	16.7	11.2	9.5	1.03	1.00	0.95	5.4%	5.4%	5.4%
綜合類 3.7%												
長和	1	2.5%	88.55	9.7	8.7	8.2	0.79	0.73	0.69	3.2%	3.4%	3.6%
中信股份	267	0.7%	11.66	7.6	7.1	6.2	0.62	0.59	0.55	3.1%	3.2%	3.3%
太古股份	19	0.4%	80.90	4.3	16.1	13.4	0.48	0.47	0.46	2.6%	3.1%	3.7%
消費品 3.9%												
吉利汽車	175	1.3%	22.25	15.3	11.9	9.2	4.72	3.61	2.79	1.3%	1.8%	2.3%
萬洲國際	288	0.7%	8.05	13.3	11.7	10.7	2.02	1.87	1.70	3.4%	3.8%	4.2%
蒙牛乳業	2319	0.8%	28.50	44.6	28.5	22.6	4.04	3.62	3.23	0.5%	0.9%	1.1%
恒安國際	1044	0.6%	74.70	19.4	18.3	16.6	4.56	4.16	3.83	3.4%	3.6%	3.9%
中國旺旺	151	0.5%	7.78	22.5	24.3	22.3	6.09	5.42	4.94	1.9%	2.0%	2.1%
消費服務 3.8%												
銀河娛樂	27	1.7%	69.05	28.4	22.9	20.5	5.36	4.55	3.89	0.0%	1.3%	1.4%
金沙中國	1928	1.2%	46.95	30.1	22.8	19.9	10.64	10.51	9.94	4.2%	4.4%	4.5%
港鐵公司	66	0.8%	44.15	15.8	24.2	23.2	1.59	1.61	1.57	2.5%	2.6%	2.7%
工業 0.3%												
招商局港口	144	0.3%	17.90	9.7	9.5	9.7	0.80	0.74	0.71	4.5%	6.0%	4.4%
加權平均				12.5	11.8	10.7	1.60	0.40	0.37	3.5%	3.5%	3.8%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 5 月 31 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	股價	市盈率			市賬率			股息率		
		比重	(港元)	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%	6.50	6.6	6.2	5.7	0.91	0.83	0.75	4.5%	4.9%	5.4%
建設銀行	939	10.2%	7.92	6.5	6.2	5.6	0.92	0.85	0.77	4.5%	4.9%	5.4%
中國平安	2318	9.3%	76.90	12.1	11.5	9.7	2.28	2.08	1.78	2.4%	2.7%	3.2%
中國銀行	3988	9.7%	4.10	5.9	5.5	5.1	0.70	0.64	0.59	5.3%	5.5%	6.0%
中國人壽	2628	4.8%	21.90	15.7	12.0	10.3	1.57	1.39	1.26	2.2%	2.9%	3.4%
招商銀行	3968	3.9%	32.30	9.1	8.3	7.2	1.44	1.29	1.14	3.2%	3.7%	4.3%
農業銀行	1288	3.5%	4.06	5.6	5.3	4.9	0.78	0.71	0.65	5.4%	5.7%	6.2%
中國太保	2601	2.6%	33.90	17.1	12.6	10.7	1.82	1.61	1.46	2.9%	3.7%	4.4%
中國財險	2328	1.9%	13.82	8.4	7.5	6.8	1.26	1.08	0.96	3.0%	3.3%	3.6%
交通銀行	3328	1.6%	6.21	5.3	5.3	5.0	0.62	0.56	0.52	5.6%	5.7%	6.1%
中信銀行	998	1.6%	5.33	4.9	4.8	4.5	0.57	0.52	0.48	6.0%	5.7%	6.1%
民生銀行	1988	1.3%	7.48	4.5	4.5	4.3	0.59	0.54	0.49	3.4%	3.4%	3.6%
海通證券	6837	1.0%	9.82	10.7	9.9	8.7	0.78	0.73	0.68	2.9%	3.1%	3.5%
郵儲銀行	1658	1.2%	5.25	7.3	6.4	5.6	0.91	0.81	0.72	3.4%	3.4%	3.9%
中信證券	6030	1.1%	19.78	16.7	15.2	13.4	1.29	1.23	1.17	2.5%	2.5%	2.8%
新華保險	1336	0.9%	35.60	16.8	11.1	9.4	1.42	1.26	1.13	1.8%	2.4%	2.9%
中國人民保險集團	1339	0.8%	3.71	7.9	7.2	6.6	0.93	0.79	0.69	1.3%	1.1%	1.2%
華泰證券	6886	0.7%	15.46	9.7	11.2	9.9	1.03	0.95	0.89	0.0%	3.4%	3.8%
中國信達	1359	0.7%	2.84	4.9	4.5	3.9	0.59	0.61	0.55	6.1%	6.4%	7.5%
廣發證券	1776	0.6%	13.24	9.6	9.3	8.3	0.97	0.90	0.83	3.7%	3.7%	4.1%
中國銀河	6881	0.5%	4.91	10.2	9.0	8.3	0.63	0.58	0.55	3.0%	3.3%	3.7%
能源		11.8%										
中國石化	386	5.6%	7.67	14.2	10.5	10.5	1.02	1.02	0.99	8.0%	7.3%	7.2%
中國石油	857	3.5%	6.49	33.6	17.2	15.3	0.81	0.79	0.77	1.1%	3.1%	3.3%
中國神華	1088	1.9%	20.50	7.1	7.2	7.4	1.05	1.00	0.92	5.4%	5.4%	5.3%
中國海洋石油	883	0.9%	13.20	19.6	9.6	9.7	1.27	1.19	1.13	3.8%	5.1%	5.1%
地產建築		5.1%										
中國交建	1800	1.1%	8.42	6.3	5.4	4.7	0.61	0.56	0.51	3.5%	3.7%	4.2%
海螺水泥	914	1.7%	48.10	13.1	9.4	9.2	2.33	1.99	1.74	3.1%	4.5%	4.8%
萬科	2202	1.2%	28.05	9.0	7.2	5.9	1.90	1.62	1.37	3.9%	5.1%	6.3%
中國中鐵	390	0.7%	6.33	7.6	6.7	5.9	0.82	0.72	0.65	2.2%	2.3%	2.7%
華潤置地	1109	0.3%	28.80	8.7	8.2	6.9	1.40	1.24	1.10	3.4%	4.2%	4.9%
消費		5.8%										
比亞迪	1211	1.0%	50.90	35.3	23.0	17.8	2.22	1.87	1.70	0.3%	0.7%	0.9%
國藥控股	1099	1.1%	34.85	14.9	14.5	12.7	2.23	1.93	1.73	2.0%	2.2%	2.4%
廣汽集團	2238	0.9%	13.30	6.4	5.8	5.1	1.14	0.99	0.86	4.9%	5.3%	6.1%
長城汽車	2333	0.7%	7.65	11.2	7.4	6.5	1.16	1.03	0.92	2.7%	4.0%	4.7%
東風集團股份	489	0.7%	8.95	4.5	4.5	4.3	0.58	0.51	0.46	4.8%	4.0%	4.3%
中國國航	753	0.6%	9.09	13.8	11.9	8.9	1.25	1.13	1.02	1.6%	1.8%	2.4%
石藥集團	1093	0.4%	24.55	54.0	41.5	32.9	10.00	8.74	7.70	0.6%	0.8%	1.0%
申洲國際	2313	0.2%	91.80	29.0	24.4	20.5	5.74	4.89	4.31	1.6%	2.0%	2.5%
恒安國際	1044	0.2%	74.70	19.4	18.4	16.8	4.56	4.17	3.83	3.4%	3.6%	3.9%
公用		1.6%										
華能國際	902	0.6%	6.06	45.8	16.8	12.2	0.91	0.88	0.85	2.0%	3.9%	5.4%
中廣核電力	1816	0.7%	2.23	8.7	9.7	8.7	1.26	1.18	1.09	3.7%	3.6%	4.0%
中國燃氣	384	0.2%	32.55	27.5	26.3	21.6	6.77	6.43	5.46	0.8%	1.1%	1.4%
粵海投資	270	0.1%	13.22	15.0	17.4	16.4	2.15	2.06	1.99	3.7%	4.2%	4.7%
工業		1.8%										
中國中車	1766	0.9%	7.01	15.1	13.0	11.3	1.28	1.27	1.19	2.6%	3.3%	3.7%
中車時代電氣	3898	0.7%	39.50	15.7	12.5	11.0	2.09	1.89	1.66	1.4%	1.6%	1.8%
中信股份	267	0.3%	11.66	7.7	7.1	6.4	0.62	0.59	0.55	3.1%	3.2%	3.3%
資訊科技及電訊		5.0%										
騰訊控股	700	1.8%	399.20	38.2	36.8	27.8	11.15	9.14	7.12	0.2%	0.3%	0.4%
中國移動	941	1.7%	70.00	10.2	10.1	9.8	1.19	1.12	1.06	4.8%	4.8%	5.0%
中國電信	728	1.4%	3.66	13.3	11.9	10.6	0.74	0.71	0.67	3.1%	3.4%	3.8%
加權平均				9.6	7.8	7.1	1.04	1.90	1.74	3.7%	4.2%	4.6%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年5月31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。

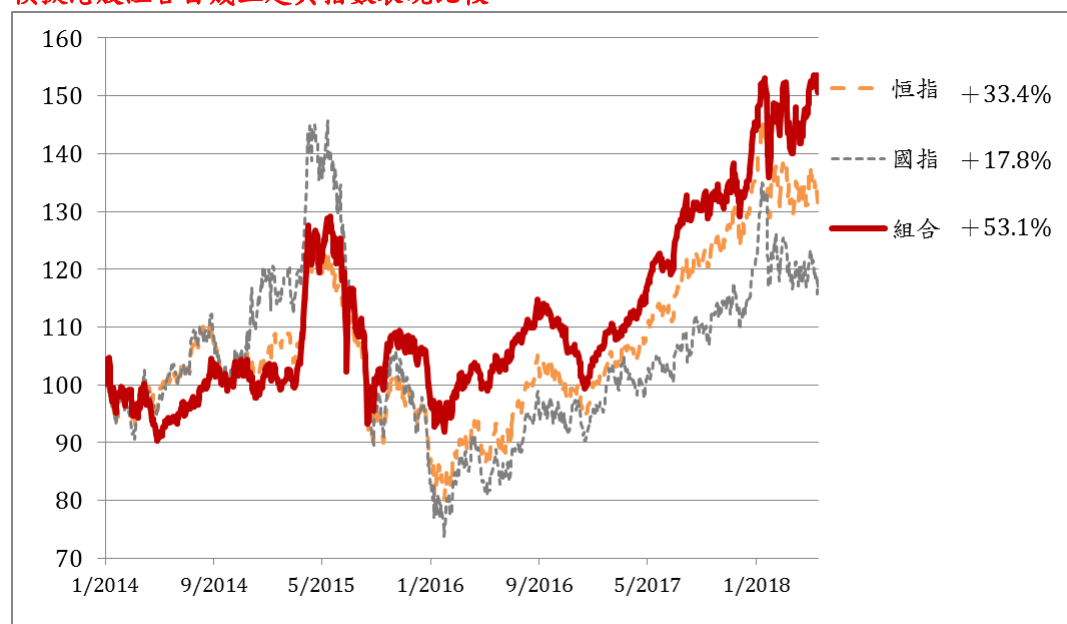
「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標 0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

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。

			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	
股份	代號	行業								
長綫 (55.5%)	騰訊控股	700	科網	36.8	27.8	0.2	113.9	399.2	253.1%	12.1%
	領展房產基金	823	房產基金	27.9	26.2	3.4	46.04	69.40	61.5%	9.1%
	新華保險	1336	保險	11.1	9.4	1.8	35.32	35.60	3.2%	4.3%
	友邦保險	1299	保險	19.3	17.1	1.4	47.00	72.00	55.1%	7.4%
	長實地產	1113	地產	10.4	9.4	2.6	52.83	65.50	29.4%	5.4%
	匯豐控股	5	金融	13.4	12.7	5.3	74.92	75.95	4.6%	6.0%
	中國銀行	3988	銀行	5.5	5.1	5.3	3.84	4.10	12.2%	5.1%
	香港交易所	388	金融	32.8	28.8	2.1	208.0	253.8	23.4%	6.3%
短綫 (31.2%)	新天綠色能源	956	新能源	6.9	6.1	4.6	2.13	2.75	28.9%	7.4%
	睿見教育	6068	教育	33.8	25.9	1.1	4.80	6.87	44.6%	6.6%
	中海物業	2669	物業管理	24.9	20.7	1.0	2.20	3.06	38.9%	6.4%
	神威藥業	2877	醫藥	19.1	15.7	0.8	8.49	17.08	101.3%	4.8%
	大家樂	341	餐飲	24.2	21.4	4.0	19.88	20.20	1.6%	6.0%
現金 (13.3%)										13.3%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)									53.1%	
組合整體回報 (2018年度)									11.6%	

數據來源：彭博、招銀國際證券（截至2018年5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 2018 年 5 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。