

## 10月港股策略報告

### 黎明前的黑暗

- ❖ **貿易戰對中國經濟影響浮現。**中美貿易戰已持續困擾市場半年，對中國經濟的影響亦逐漸浮現。9月份中國官方及財新製造業PMI雙雙下跌，均連跌四個月。細看分類指數，官方PMI中的新出口訂單指數和進口指數已分別連續四個月及三個月處於50以下收縮區，可見進出口景氣度繼續下滑。
- ❖ **美元美息反彈，新興市場未脫弱勢。**美國維持漸進加息，美國債息及美元匯價近期反彈。脫歐陰霾持續籠罩英國及歐元區，英鎊以至歐元或趨向波動，而美元短期可能進一步反彈，恐怕新興市場暫難擺脫弱勢。不過，我們認為美元只是短期反彈，美匯指數年內難以升穿98。新興市場於年底前仍有反彈機會。
- ❖ **中期選舉年，美股10月表現佳。**美股於四年一度中期選舉年的平均表現，是總統任期四年之中最差。不過，中期選舉年的弱勢，一般集中於4月至9月份，到選前一個月即10月份已開始轉強，強勢延續至年底。
- ❖ **港股10月波動，但年底偏強。**港股過往10月份的表現相當波動，幾次出現股災，例如1987、1997、2008年10月都暴跌。不過，回顧過往30年平均月度回報，10月其實是恒指最佳月份，平均上升3.36%。按季度看，第四季明顯是恒指最佳季度，平均上升5.94%。
- ❖ **技術分析：恒指反彈遇阻力。**恒指過去三個月於下降通道運行，於9月下旬的反彈未能升穿通道頂。若看三年表現，恒指跌穿上升軌後，反彈亦未能重回升軌之上。相對港股，A股走勢較佳，上證綜指出現RSI底背馳見底訊號。
- ❖ **投資策略：恒指或於本月見底。**港股目前受中美貿易戰、中國經濟放緩、香港加息等風險困擾，短期未許樂觀，恒指或要再下試26,000。維持過去兩個月的看法：避開估值高的增長股，較看好估值低、防守力較強、憧憬內地政策支持之舊經濟股。綜合上述因素，包括美元反彈空間不大、港股歷來於第四季表現偏強、恒指已大致滿足回調所需時間，恒指有望於本月內見底，潛在利好催化劑為內地政府推出具體的穩增長政策。

#### 焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	本年度預測股息率(%)	每股盈利增長
領展房產基金	823 HK	77.05	1,627	28.7	3.5	7.7%
濰柴動力	2338 HK	9.70	778	9.3	4.9	8.0%
中國通號	3969 HK	5.54	487	11.1	3.3	15%
中國太平	966 HK	27.45	987	10.3	0.7	62%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年9月30日

#### 蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：[danielso@cmbi.com.hk](mailto:danielso@cmbi.com.hk)

恒生指數	27,789
52周高/低位	33,484/26,220
大市3個月日均成交	914 億港元

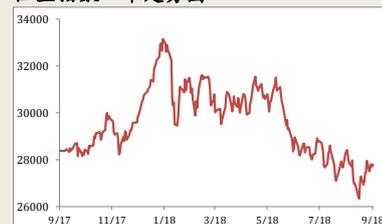
資料來源：彭博

#### 恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1個月	-0.4%	+1.3%
3個月	-4.0%	-0.5%
6個月	-7.7%	-8.2%

資料來源：彭博

#### 恒生指數一年走勢圖



#### 過往市場策略報告

[18年9月4日 - 避險為上，候低買價值股](#)

[18年8月1日 - 板塊輪動，新不如舊](#)

[18年7月6日 - 下半年策略 - 恒指目標下調至32000](#)

[18年6月1日 - 未擺脫悶局，內需股跑出](#)

[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](#)

## 市場焦點

### 貿易戰對中國經濟影響浮現

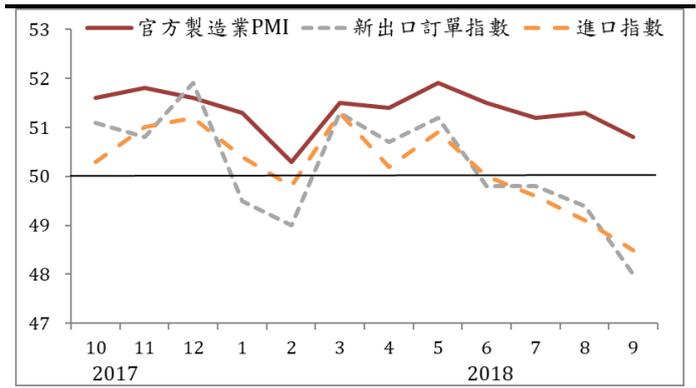
中美貿易戰已持續困擾市場半年，對中國經濟的影響亦逐漸浮現。9月份中國官方製造業採購經理指數(PMI)為50.8，低於8月份的51.3及市場預期的51.2。財新中國製造業PMI亦由8月的50.6降至50.0，創下2017年5月以來最低(圖1)。兩個PMI均連跌四個月。細看分類指數，進出口景氣度繼續下滑，官方PMI中的新出口訂單指數和進口指數為48.0和48.5，分別環比跌1.4和0.6點，其中新出口訂單指數已連續四個月處於50以下收縮區(圖2)。另外，企業原材料採購成本加大，原材料價格上漲快於產品出廠價格，中下游企業利潤恐將受壓。

圖1：中國製造業PMI連跌四個月



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖2：中國PMI進出口相關指數跌勢明顯



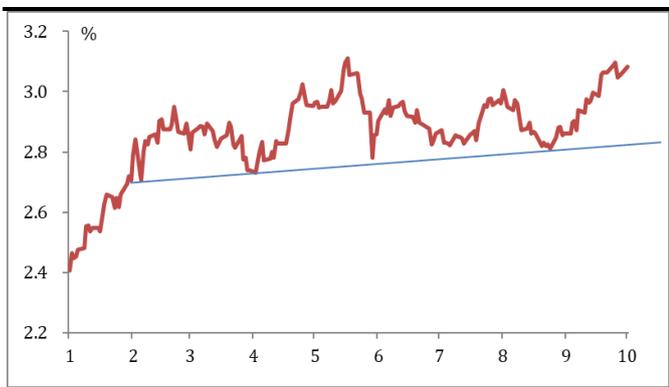
資料來源：中國國家統計局、招銀國際研究

### 美元美息反彈，新興市場未脫弱勢

隨着美國聯儲局維持漸進加息，美國國債孳息今年反覆上升，經過8月初的回調後，最近一個半月大幅反彈(圖3)。債息升，一方面反映聯儲局今年合共加息四次的預期(原本市場預期三次或四次)，另一方面是資金由債市流走的現象，而流出的資金，部份料投向股市，並以美股為主。

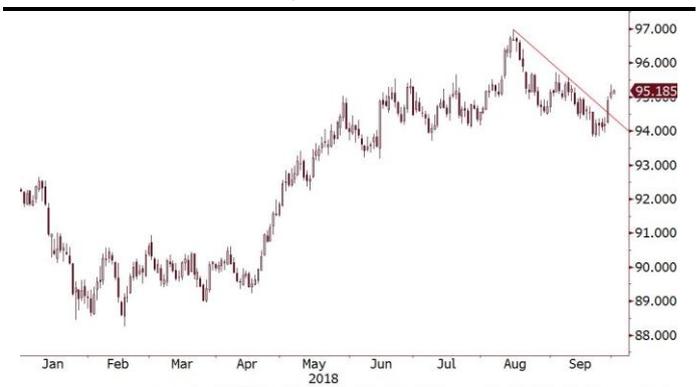
同時，美元匯價亦反彈。美匯指數於9月中曾跌穿“頭肩頂”頸線，但迅即反彈，重回頸線之上，並且升穿短期下降軌(圖4)。脫歐陰霾持續籠罩英國及歐元區，脫歐談判正進入關鍵時期，英鎊以至歐元匯價或趨向波動，而美元短期可能進一步反彈。

圖3：美國十年期債息再升穿3厘



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖4：美元升穿短期下降軌



資料來源：彭博、招銀國際研究

美元今年強勢，是新興市場資金流走、股匯受壓的原因之一。美滙指數自 8 月中一度回落約 3%，新興市場曾回穩，但若果美元短期再反彈，恐怕新興市場暫難擺脫弱勢。

不過，我們認為美元只是短期反彈，美滙指數年內難以升穿 98。新興市場於年底前仍有反彈機會。

圖 5：MSCI 新興市場指數未擺脫弱勢



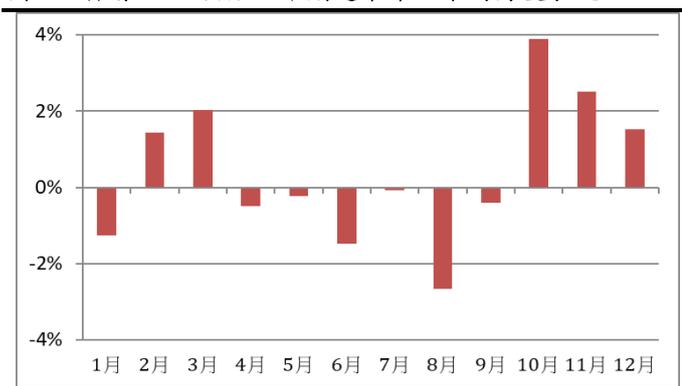
資料來源：彭博、招銀國際研究

### 中期選舉年，美股 10 月表現佳

美國中期選舉將於 11 月 6 日舉行，將決定民主黨能否重奪參議院及/或眾議院之控制權，從而影響總統特朗普於任期餘下兩年的施政能力。若民主黨重奪國會控制權，更有可能以通俄及違反競選法等為由，發起彈劾特朗普。雖然通過彈劾的機會很低(眾議院啟動彈劾程序只需要簡單多數票，但參議院通過需要三分之二多數票)，但一旦發起彈劾，美國政治風險將驟升，並為中美貿易戰、朝鮮去核等問題添上不明朗因素。鑑於特朗普之政策言行向來較難預測，他會否於中期選舉前發表意外的政策或言論以爭取選民支持，是本月重大不明朗因素。

中期選舉四年一度，美股於中期選舉年的平均表現是總統任期四年之中最差，相信主要由於政治不明朗，以及總統傾向將利好經濟的政策留待任期後半才推出以助連任。不過，美股於中期選舉年的弱勢，一般集中於 4 月至 9 月份，到選前一個月即 10 月份已開始轉強，強勢延續至年底(圖 6)。

圖 6：標普 500 指數於中期選舉年之平均月度表現

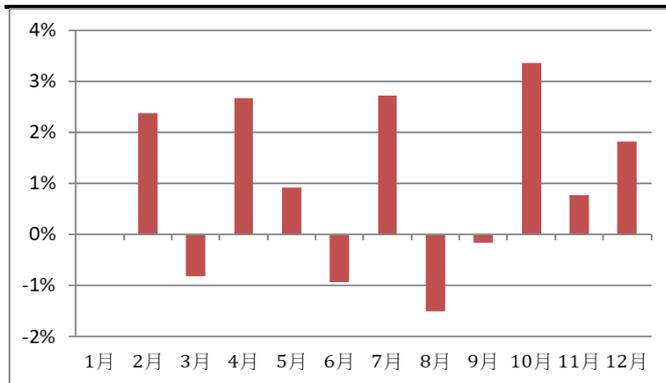


資料來源：彭博、招銀國際研究；1990-2018 年

## 港股 10 月波動，但年底偏強

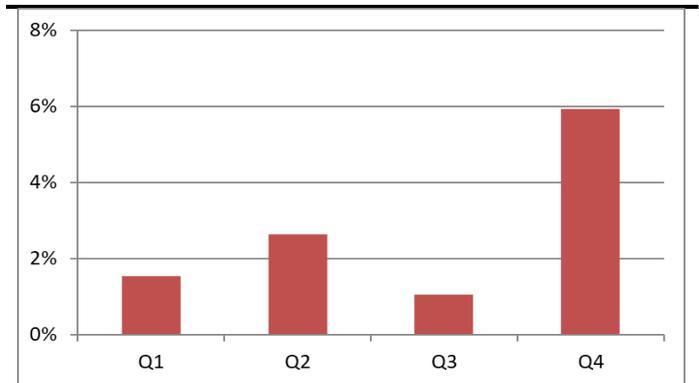
港股方面，過往 10 月份的表現相當波動，投資者印象較深的往往是股災，例如 1987、1997、2008 年 10 月都暴跌。不過，回顧過往 30 年平均月度回報，10 月其實是恒指最佳月份，平均上升 3.36%（圖 7）。按季度看，第四季明顯是恒指最佳季度，平均上升 5.94%（圖 8）。

圖 7：恒指近 30 年之平均月度表現



資料來源：彭博、招銀國際研究；1988-2018 年

圖 8：恒指近 30 年之平均季度表現



資料來源：彭博、招銀國際研究；1988-2018 年

## 恒指調整近尾聲，樓市跌浪剛開始？

過去十年，恒生指數經歷的三次熊市或大型回調，歷時約 9.5-12 個月，跌幅 35%-67%（圖 9）。今次的回調始於本年 1 月高見 33,484 後，若以 9 月份創下的年內低位 26,220 計，歷時 7.5 個月，跌幅 22%。假如回調持續至 10 月底，則回調歷時 9 個月，大致符合往績。今次的跌幅不及過往三次，主要由於今年初見頂時之估值不高，預測市盈率僅約 13 倍（過往三次見頂時介乎 15-21 倍）。

圖 9：恒指回調所需時間

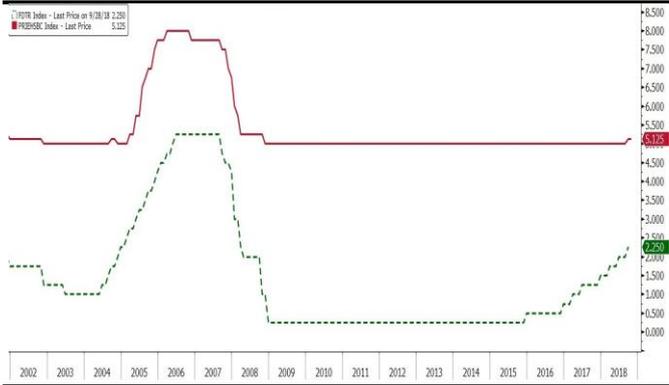
見頂及見底日期	下跌時間	高低位	跌幅 (%)
18 年 1 月 - 18 年 9 月?	7.5 個月?	33,484 - 26,220?	22%?
15 年 4 月 - 16 年 2 月	9.5 個月	28,589 - 18,279	36%
10 年 11 月 - 11 月 10 月	11 個月	24,989 - 16,170	35%
07 年 10 月 - 08 年 10 月	12 個月	31,958 - 10,676	67%

資料來源：彭博、招銀國際研究

香港各大銀行於 9 月 27 日上調最優惠利率 0.125 厘，是 2006 年以來首次加息，亦標誌香港正式跟隨美國進入加息周期。美國於本輪加息周期已加息 8 次共 2 厘，香港現在才加，且幅度溫和，未來有否追加的壓力？相信不會，畢竟香港於 2008 年未有完全跟隨美國減息，現在等美國利率加至 2 厘以上，大約是 2008 年中的水平，港銀才出手（圖 10）。

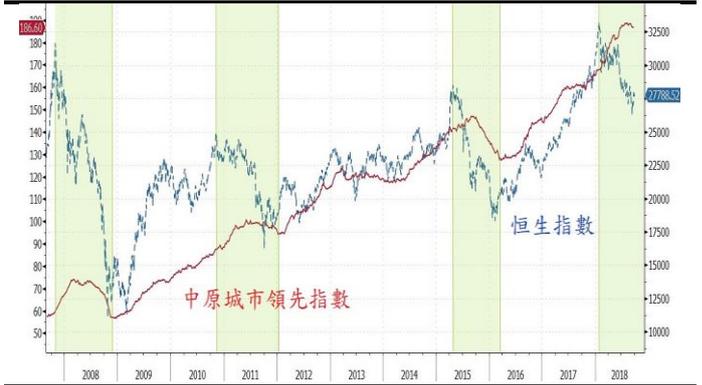
香港加息會否令累積了龐大升幅的香港樓價見頂回落？根據香港差餉物業估價署今年 8 月份本港私樓二手售價指數，連續上升 28 個月後下跌，微跌 0.08%。影響樓市的因素眾多，利率只是其中一個，且市場應已有頗為充份的加息心理準備。港股與港樓則有頗高關連性，往往是股市先見頂，樓市於 3-6 個月後亦見頂（圖 11，綠色區域為股市及樓市回落期）。不過，一旦港股見底回升，港樓價頗快便跟隨見底，一般於兩個月內。

圖 10：香港銀行最優惠利率與美國聯邦基金利率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 11：香港樓價與恒生指數

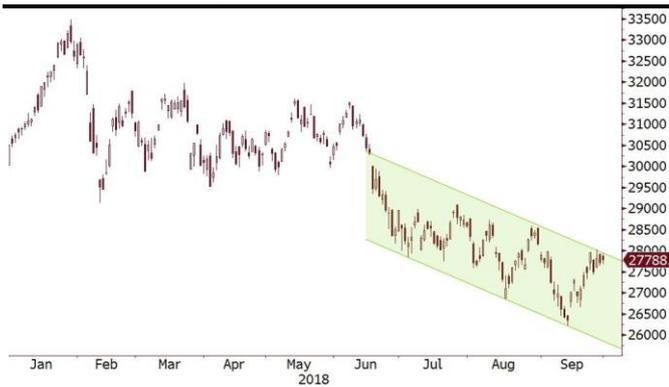


資料來源：彭博、招銀國際研究

**技術分析 - 恒指反彈遇阻力**

恒指過去三個月於下降通道運行（圖 12），於 9 月下旬的反彈未能升穿通道頂。若看三年表現，恒指跌穿上升軌後，反彈亦未能重回升軌之上（圖 13）。

圖 12：恒指於下降通道運行



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 13：恒指尚未重返升軌之上



資料來源：彭博、招銀國際研究

相對港股，A 股走勢較佳，料有較大反彈空間。自 7 月開始，上證綜指與其 14 天相對強弱指數(RSI)出現底背馳（圖 14），為見底訊號。

圖 14：上證綜指 RSI 底背馳



資料來源：彭博、招銀國際研究

## 投資策略及焦點股份

### 恒指或於本月見底

港股目前受中美貿易戰、中國經濟放緩、香港加息等風險困擾，短期未許樂觀，恒指或要再下試 26,000 的支持。維持過去兩個月的看法：避開估值高的增長股，較看好估值低、防守力較強、憧憬內地政策支持的新經濟股。

不過，綜合上述因素，包括美元反彈空間不大、港股歷來於第四季表現偏強、恒指已大致滿足回調所需時間，恒指有望於本月內見底，潛在利好催化劑為內地政府推出具體的穩增長政策。下頁簡述招銀國際各分析員的行業觀點（圖 16）。以下則為本月較看好股份；

**領展房產基金(823 HK)：**在中美貿易戰未有緩解跡象下，避險情緒或回升，資金料再次流向防守股。領展是香港最大的房產基金(REIT)，屬恒指成分股，持有大量本港屋苑商場及停車場，資產組合防守力強。領展上月底公布擬就旗下資產組合進行評估，藉以優化資產組合，並已委聘滙豐及戴德梁行作顧問。資產組合評估可能涉及潛在的資產收購及出售。參考領展過往出售非核心資產及收購新資產，有助釋放資產價值及提升租金回報率，可望繼續通過資產轉換提升股東回報。領展之今年預測股息率約 3.5 厘，低於五年平均之 4.1 厘，但市帳率僅 0.93 倍，低於五年平均之 0.98 倍。

**濰柴動力(2338 HK)：**路透社報導，中國正制定計劃，到 2020 年在華北更換多達 100 萬輛重型柴油卡車。報道指，政府正考慮的方案，包括以使用更高等級的柴油(國家排放標準 5)之現代卡車取代舊卡車，及使用電動卡車或液化天然氣卡車。據我們估計，中國重卡的總體規模約為 600 萬台，其中約 300 萬台是國家排放標準 3，將在未來幾年內被淘汰，意味替換需求強勁。濰柴在中國重卡發動機行業佔 35% 的市場份額，是主要受益者。另外，濰柴董事長及首席執行官譚旭光早前獲委任為中國重汽集團的黨委書記及董事長，我們相信中國重汽集團有機會併入山東重工集團(濰柴動力的最終大股東)。若落實合併，濰柴及中國重汽(3808 HK)將成為同系公司，於重卡的合共市佔率將顯著提升，有利發展。

**中國通號(3969 HK)：**中國經濟下行壓力增加，中央政府推出更多穩增長政策的逼切性上升，其中消費及基建是重點。2018 年全國鐵路固定資產投資原本預算安排 7,320 億元人民幣，是近五年來計劃投資額最低一年。上月初，中國鐵路總公司人士證實，在鐵路機車車輛投資增長和基建潮加速推進的雙重刺激下，2018 年鐵路固定資產投資額將重返 8,000 億元人民幣。另外，銀保監上月下發通知，鼓勵銀行承銷地方債，預料對基建投資有提振作用。鐵路基建相關企業之盈利前景改善。中國通號是全球最大的軌道交通控制系統解決方案供應商，於全球最大鐵路市場中國幾乎壟斷。上半年每股盈利同比增長 14.3%，市場預期全年增幅相若，預測市盈率 11.2 倍。7 月中以來，鐵路建設股中鐵(390 HK)及中鐵建(1186 HK)股價累升約 4 成，而中國通號股價大幅落後，可能由於其業務屬於行業投資周期的中後段，未來有望出現補漲行情。

**中國太平(966 HK)：**上周兩大指數公司 MSCI 及富時羅素，分別公佈將考慮調高 A 股於基準指數比重及首次納入 A 股，利好 A 股市場氣氛，亦間接有利內險股。另外，隨著市場利率逐步上升，料有助內險之固定投資收益。內險業上半年受嚴監管影響，新業務價值普遍同比下跌，但下半年可望回復增長。中國太平上半年淨利潤同比大增 120%，主要由於投資收益增加，期內壽險新業務價值按人民幣計算跌 9.5%，已勝同業平均。展望下半年，公司之新業務價值增長前景樂觀，因為 1) 良好的代理人團隊管理，代理人數自 4 月以來反彈且較 2017 年增長 6.6%；2) 產品供應增強和銷售策略優化；3) 第二季以來首年期交保費重拾較高增速；4) 去年下半年基數較低。

圖 15：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
領展房產基金	823 HK	77.05	1,627	28.7	0.93	4.1	3.5	7.7%
濰柴動力	2338 HK	9.70	778	9.3	1.70	19.6	4.9	8.0%
中國通號	3969 HK	5.54	487	11.1	1.58	14.8	3.3	15%
中國太平	966 HK	27.45	987	10.3	1.35	13.3	0.7	62%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 9 月 30 日

圖 16：招銀國際分析員的行業中短期觀點

行業	評級	評論
中國銀行	優於大市	息差擴張和信貸成本回落令盈利能力改善。資產質量不斷向好及系統性風險逐漸下降令估值重估。目前較低的估值已經基本反映了中美貿易戰和資管新規影響的過度憂慮。四大行具備穩固的資金來源及堅實的資本充足率，在金融去杠杆及強監管下將領跑同業。
中國保險	優於大市	壽險業已度過最壞時期，自二季度以來上市壽險企業新單保費增速等各項指標轉好，下半年新業務價值增速有望峰迴路轉。業務轉型取得成效，長期可持續增長可期。行業洗牌之後，上市壽險公司市場份額提升。固收投資收益增厚或抵消股票市場波動帶來的不利影響，投資收益率有望保持穩定。
中國設備及機械	優於大市	預期在政策支持下基建投資增速回穩，有利工程機械及工程車需求。重卡方面，加快淘汰老舊卡車的政策有利加快重卡更換周期，而山東省政府戰略性整合省內發動機及重卡巨企有機會帶來估值重估。能源裝備方面，密集出台要求加快興建天然氣儲氣設施的政策將為設備製造商帶來增長提速的機會。
中國風電	同步大市	行業製造端受到了平價上網影響，風電運營商對於新建項目態度趨謹慎。由於限電率明顯改善，估計多數風電運營商仍能夠維持雙位數以上較快增速。目前市場關注新能源補貼發放能否改善企業現金流，我們判斷在現金流改善基礎上，風電行業將出現價值重估。
中國房地產	同步大市	1-8月份的銷售金額仍增長14.5%，但去年第4季的基數甚高，再加上政策逐步收緊，料今年第4季的挑戰甚高。
中國醫藥	同步大市	行業估值回落，目前為18年預測市盈率17倍（年初18倍，過去三年平均15倍）。由於試點城市帶量採購即將展開，仿製藥競標降幅及後期全國跟標的不確定性，政策落地前市場觀望。近期中央提高企業研發費用稅前加計扣除比例，利好高研發投入藥企。
中國非必需消費	同步大市	行業的預測市盈率已回落到七年平均減一個標準差，負面因素應已反映不少，但我們對第四季看法較審慎，因為即使中央政府展開了更多提振消費行業的政策，但去年的冷冬令行業銷售基數高，今年同比增長較不確定。對於中央9月份公佈促進消費潛力的意見，我們認為政策落地需時，更多利好應在19年。細分行業中，比較看好大眾化及三線或以下城市銷售佔比更高的品牌。
中國必需消費	同步大市	對上一次中國經濟放緩時，行業表現大致與大市同步。看好具備產品創新及升級能力的公司，長遠可提升收入增長及毛利率，關注原油價格上漲及人民幣貶值會否對毛利率構成壓力。
中國教育	同步大市	近期受政策影響，股價已回調20%-30%，估值回落至17倍19年預測市盈率，下行空間有限。展望第四季，看好行業剛需、可預見性強、豐厚股息等特色，股價表現將取決於《民促法》送審稿後的進一步政策出台，若政策明朗化，將有助板塊估值重塑。細分賽道投資主線：高教>K12線下培訓>K12學校舉辦者。
中國互聯網	同步大市	目前板塊平均估值已回落至17倍19年預測市盈率。展望第四季，我們認為政策監管將持續，個股業績分化較為嚴重。細分賽道重申年初觀點：首選電商，其次泛文娛，源於政策導向“投資讓位於消費”、數據貨幣化下電商強勁內生增長動力，而泛文娛面臨監管收緊、抖音分流搶時風險。
中國證券	同步大市	下半年依面臨較嚴峻的挑戰：大市成交、兩融餘額持續收縮，股權融資市場依然疲弱，自營業務依然承壓。目前行業估值處於五年低位，大型券商平均18年預測市賬率0.8倍，安全邊際較高，但短期沒有明顯向上催化劑。預期下半年業績分化，優勢繼續向龍頭聚集，業務結構均衡、投資及風控能力較強且具備海外經營實力的公司，對現下不利的市場情況更具備抵禦性。
中國科技行業	落後大市	中期業績後行業的盈利預測調整最近雖已回穩，但我們對第四季的基本面保持謹慎看法，主要由於1) iPhone出貨量弱於預期，新機型售價過高及iOS 12更新減低換機需求，2) 國產手機品牌於第四季缺少旗艦機型發佈，3) 整體出貨量放慢導致產業鏈利潤率持續受壓，及4) 宏觀因素如中美貿易戰和國內經濟下行。我們建議維持較低的行業配置，同時可關注個別子板塊的機會，如內容升級(多鏡頭/AI/5G)、份額提升、非手機業務(車載/智慧家居/IoT)。
中國太陽能	落後大市	市場對行業情緒依舊疲弱，我們認為光伏製造端下半年將因銷售價格下跌帶來明顯的毛利和淨利下滑；光伏項目運營商則繼續面臨補貼資金拖欠帶來現金流壓力，同時由於沒有新項目開工導致利息資本化減少，利息費用將在下半年明顯釋放，拖累盈利表現。

資料來源：招銀國際研究

## 附錄 1：10 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
5	美國	9月失業率	3.8%	3.9%
	美國	9月平均時薪(同比)	2.8%	2.9%
	美國	9月非農就業人口變動	184,000	201,000
10	香港	行政長官施政報告	—	—
10-15	中國	9月M2貨幣供應(同比)	—	8.2%
	中國	9月新增人民幣貸款	—	12,800 億
11	美國	9月核心消費者物價指數(同比)	2.2%	2.2%
12	中國	9月出口(美元, 同比)	—	9.8%
	中國	9月進口(美元, 同比)	—	19.9%
14	中國	9月零售銷售(同比)	—	9.0%
	中國	9月工業生產(同比)	—	6.1%
	中國	1-9月固定資產投資農村除外(同比)	—	5.3%
16	中國	9月消費者物價指數(同比)	—	2.3%
	中國	9月生產者物價指數(同比)	—	4.1%
18	美國	聯儲局公開市場委員會9月會議紀錄	—	—
19	中國	第三季GDP(同比)	—	6.7%
25	歐洲	歐洲央行議息結果	—	—
	美國	聯儲局褐皮書	—	—
26	美國	第三季GDP(同比)	—	4.2%
31	日本	日本央行議息結果	—	—
	中國	10月官方製造業採購經理人指數	—	50.8

資料來源：彭博

註：以上為香港時間

## 附錄 2：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
<b>金融</b>		<b>48.4%</b>										
滙豐控股	5	9.6%	69.20	16.3	12.6	11.8	1.08	0.14	0.13	5.8%	5.8%	5.8%
友邦保險	1299	9.4%	69.90	17.6	20.5	16.9	2.80	0.31	0.28	1.4%	1.7%	1.9%
建設銀行	939	8.2%	6.84	6.2	5.8	5.3	0.85	0.70	0.63	4.8%	5.2%	5.7%
工商銀行	1398	4.7%	5.72	6.3	5.9	5.4	0.85	0.69	0.63	4.8%	5.1%	5.6%
中國平安	2318	4.9%	79.50	14.3	12.6	10.5	2.47	2.03	1.71	2.2%	2.5%	3.0%
中國銀行	3988	3.1%	3.48	5.2	5.0	4.6	0.63	0.52	0.47	5.8%	6.1%	6.6%
香港交易所	388	3.0%	224.0	37.8	30.0	26.5	6.87	6.98	6.64	2.4%	3.0%	3.4%
中國人壽	2628	1.5%	17.78	13.7	11.1	9.2	1.36	1.12	1.01	2.6%	3.3%	3.9%
恒生銀行	11	1.8%	212.6	20.3	17.2	15.8	2.73	2.59	2.43	3.2%	3.5%	3.8%
中銀香港	2388	1.5%	37.20	12.7	11.9	11.0	1.59	1.51	1.40	3.5%	4.1%	4.5%
交通銀行	3328	0.6%	5.87	5.4	5.4	5.1	0.63	0.51	0.47	5.5%	5.7%	6.1%
<b>資訊科技</b>		<b>10.1%</b>										
騰訊控股	700	8.7%	323.2	37.8	33.6	26.6	9.14	7.20	5.67	0.3%	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.7%	81.3	16.4	15.9	13.0	4.95	3.58	2.94	2.4%	2.5%	2.9%
舜宇光學科技	2382	0.7%	90.3	30.0	27.5	19.2	10.90	7.62	5.58	0.8%	1.0%	1.3%
<b>地產</b>		<b>10.7%</b>										
長實集團	1113	1.7%	58.75	7.2	8.1	8.2	0.70	0.67	0.63	2.9%	3.3%	3.6%
新鴻基地產	16	1.7%	114.0	6.6	10.1	9.5	0.61	0.59	0.57	4.1%	4.4%	4.7%
領展房地產基金	823	1.8%	77.05	3.4	28.9	26.2	0.93	0.93	0.91	3.2%	3.5%	3.9%
中國海外發展	688	1.0%	24.50	6.6	6.7	5.6	0.97	0.90	0.80	3.3%	3.8%	4.6%
碧桂園	2007	0.8%	9.87	7.2	5.4	4.1	1.79	1.52	1.19	4.6%	6.4%	8.0%
九龍倉置業	1997	0.7%	50.50	8.9	15.9	15.5	0.71	0.72	0.71	1.9%	4.0%	4.2%
華潤置地	1109	0.8%	27.40	8.4	7.6	6.5	1.60	1.21	1.07	3.1%	3.9%	4.6%
新世界發展	17	0.7%	10.68	4.6	11.6	11.6	0.50	0.50	0.48	4.5%	4.8%	4.9%
恒基地產	12	0.6%	39.35	5.7	13.5	10.9	0.57	0.58	0.56	4.0%	4.4%	4.5%
信和置業	83	0.4%	13.42	6.3	17.6	16.7	0.63	0.61	0.60	3.9%	4.0%	4.0%
恒隆地產	101	0.3%	15.30	8.5	13.9	14.8	0.50	0.50	0.49	4.9%	4.9%	5.0%
<b>電訊</b>		<b>5.9%</b>										
中國移動	941	5.3%	77.15	12.1	12.0	11.8	1.34	1.17	1.10	4.0%	4.0%	4.1%
中國聯通	762	0.6%	9.22	135.4	30.6	17.6	0.80	0.68	0.65	0.6%	1.3%	2.1%
<b>能源</b>		<b>7.5%</b>										
中國海洋石油	883	3.1%	15.50	24.6	10.9	9.7	1.53	1.31	1.22	3.0%	4.4%	4.7%
中國石油化工	386	2.2%	7.84	16.3	10.4	10.4	1.16	0.98	0.95	7.3%	7.5%	7.5%
中國石油股份	857	1.5%	6.34	44.7	17.4	15.0	0.84	0.72	0.70	1.0%	3.2%	3.5%
中國神華	1088	0.7%	17.88	6.5	6.9	7.1	1.00	0.82	0.76	5.8%	6.1%	5.9%
<b>公用</b>		<b>5.1%</b>										
中電控股	2	1.9%	91.65	16.0	15.9	17.8	2.11	1.98	1.89	3.2%	3.3%	3.4%
香港中華煤氣	3	1.6%	15.54	28.7	27.8	26.1	3.89	3.61	3.45	2.0%	2.3%	2.5%
電能實業	6	0.8%	54.50	14.0	14.7	14.6	1.39	1.40	1.38	5.1%	5.1%	5.2%
長江基建集團	1038	0.5%	62.00	15.1	14.6	13.7	1.54	1.40	1.34	3.8%	4.1%	4.3%
華潤電力	836	0.3%	13.84	14.4	9.7	7.8	0.91	0.85	0.80	6.3%	6.4%	6.7%
<b>綜合類</b>		<b>3.9%</b>										
長和	1	2.7%	90.20	9.9	9.0	8.2	0.79	0.74	0.70	3.2%	3.5%	3.8%
中信股份	267	0.8%	11.66	7.6	6.8	6.0	0.61	0.59	0.55	3.1%	3.4%	3.6%
太古股份	19	0.5%	85.75	4.6	17.0	9.8	0.48	0.50	0.49	2.4%	2.9%	3.7%
<b>消費品</b>		<b>5.4%</b>										
吉利汽車	175	0.9%	15.60	11.6	8.7	6.9	3.15	2.35	1.81	1.8%	2.6%	3.4%
石藥集團	1093	0.8%	16.62	37.5	28.2	22.0	6.44	0.74	0.61	7.1%	9.4%	12.1%
申洲國際	2313	0.8%	100.40	35.2	28.3	23.5	6.33	5.05	4.38	1.3%	1.8%	2.2%
蒙牛乳業	2319	0.8%	26.05	43.8	29.1	22.5	3.81	3.14	2.78	0.5%	0.8%	1.1%
中國生物製藥	1177	0.6%	7.30	37.3	27.9	22.5	3.99	4.53	3.72	0.7%	0.9%	1.0%
恒安國際	1044	0.6%	72.20	20.1	19.0	17.5	4.57	3.78	3.48	3.3%	3.5%	3.8%
萬洲國際	288	0.5%	5.51	9.1	9.0	8.2	1.38	1.13	1.04	0.7%	0.7%	0.8%
中國旺旺	151	0.4%	6.59	23.1	20.6	19.0	4.97	3.95	3.55	0.0%	2.7%	2.9%
<b>消費服務</b>		<b>2.3%</b>										
銀河娛樂	27	1.3%	49.65	20.4	15.8	14.4	3.52	3.28	2.81	0.0%	1.8%	2.0%
金沙中國	1928	1.0%	35.45	22.8	17.1	15.2	10.45	1.01	0.98	5.6%	6.0%	6.2%
<b>工業</b>		<b>0.7%</b>										
港鐵公司	66	0.7%	41.20	14.9	24.0	21.9	1.47	1.44	1.41	2.7%	2.8%	2.9%
<b>加權平均</b>				11.4	11.4	10.3	1.35	1.26	1.17	3.6%	3.6%	3.9%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年9月30日

## 附錄3：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
<b>金融</b>		<b>59.9%</b>										
工商銀行	1398	8.7%	5.72	6.1	5.9	5.4	0.85	0.79	0.72	4.8%	5.1%	5.6%
建設銀行	939	9.6%	6.84	6.0	5.8	5.3	0.85	0.80	0.72	4.8%	5.2%	5.7%
中國平安	2318	11.0%	79.50	12.1	12.5	10.4	2.47	2.31	1.95	2.2%	2.5%	3.0%
中國銀行	3988	7.3%	3.48	5.3	5.1	4.7	0.63	0.59	0.54	5.8%	6.1%	6.6%
中國人壽	2628	3.5%	17.78	12.2	11.0	9.1	1.36	1.27	1.16	2.6%	3.3%	3.9%
招商銀行	3968	3.3%	31.80	9.3	8.8	7.7	1.51	1.37	1.21	3.0%	3.5%	4.0%
農業銀行	1288	2.8%	3.84	5.6	5.5	5.2	0.74	0.73	0.67	5.3%	5.4%	5.8%
中國太保	2601	2.1%	30.20	14.6	12.5	7.9	1.73	1.59	1.44	3.0%	3.7%	4.6%
中國財險	2328	1.7%	9.24	9.1	8.2	7.3	1.31	1.22	1.09	2.8%	3.1%	3.4%
交通銀行	3328	1.3%	5.87	5.5	5.5	5.1	0.63	0.58	0.54	5.5%	5.7%	6.1%
中信銀行	998	1.3%	5.01	4.9	4.9	4.5	0.57	0.54	0.49	5.9%	5.9%	6.3%
民生銀行	1988	1.0%	5.81	3.7	4.1	4.0	0.48	0.51	0.46	3.4%	3.5%	3.6%
海通證券	6837	0.6%	7.12	9.5	9.6	8.1	0.61	0.58	0.55	3.7%	3.1%	3.7%
郵儲銀行	1658	1.2%	4.93	7.3	6.4	5.6	0.91	0.82	0.73	3.4%	3.4%	4.1%
中信証券	6030	0.7%	13.92	12.4	12.5	11.0	0.99	0.93	0.88	3.3%	3.2%	3.6%
新華保險	1336	0.8%	37.55	12.9	11.5	9.9	1.56	1.47	1.31	1.6%	2.4%	2.8%
中國華融	2799	0.4%	1.44	5.3	4.0	3.0	0.41	0.37	0.34	13.4%	7.6%	9.8%
中國人民保險集團	1339	0.7%	3.52	7.5	7.4	6.8	0.90	0.87	0.77	1.3%	1.3%	1.6%
HTSC	6886	0.5%	11.22	7.5	11.1	9.2	0.78	0.73	0.69	0.0%	3.6%	3.9%
中國信達	1359	0.5%	1.98	3.7	3.5	3.1	0.50	0.45	0.42	8.2%	7.3%	8.5%
廣發証券	1776	0.4%	10.04	9.3	10.0	8.5	0.80	0.75	0.70	4.5%	3.3%	4.0%
中國銀行	6881	0.3%	3.65	10.2	9.7	8.2	0.50	0.49	0.47	3.7%	2.9%	3.5%
眾安在綫	6060	0.3%	31.95	虧損	虧損	虧損	2.41	2.42	2.45	0.0%	0.0%	0.0%
<b>能源</b>		<b>13.5%</b>										
中國石油化工股份	386	5.3%	7.84	12.7	10.4	10.3	1.16	1.12	1.08	7.3%	7.5%	7.5%
中國石油股份	857	3.5%	6.34	26.2	17.3	15.1	0.84	0.82	0.80	1.0%	3.2%	3.5%
中國神華	1088	1.6%	17.88	6.8	6.9	7.1	1.00	0.93	0.87	5.8%	6.1%	5.9%
中國海洋石油	883	3.2%	15.50	17.9	10.8	9.8	1.53	1.49	1.39	3.0%	4.4%	4.7%
<b>地產建築</b>		<b>5.0%</b>										
中國交通建設	1800	0.9%	8.00	6.3	5.5	4.9	0.63	0.57	0.52	3.4%	3.6%	4.1%
海螺水泥	914	1.5%	47.25	9.9	8.4	8.3	2.30	2.02	1.75	2.9%	5.0%	5.3%
萬科企業	2202	0.9%	25.90	8.4	7.2	5.9	1.86	1.61	1.36	4.0%	4.9%	6.1%
中國中鐵	390	0.8%	7.76	9.0	8.3	7.4	1.02	0.94	0.85	1.7%	1.9%	2.1%
華潤置地	1109	0.9%	27.40	7.5	7.6	6.5	1.60	1.37	1.22	3.1%	3.9%	4.6%
<b>消費</b>		<b>6.4%</b>										
比亞迪股份	1211	0.9%	56.20	54.5	35.7	27.7	2.67	2.30	2.14	0.3%	0.3%	0.4%
國藥控股	1099	1.2%	38.30	17.9	16.9	14.9	2.56	2.29	2.07	1.7%	1.9%	2.1%
廣汽集團	2238	0.7%	8.67	6.4	6.0	5.4	1.06	0.96	0.86	5.0%	5.2%	5.7%
長城汽車	2333	0.4%	4.99	6.4	5.9	5.7	0.78	0.73	0.66	3.9%	5.2%	5.6%
東風集團股份	489	0.6%	8.06	4.0	4.2	4.1	0.54	0.50	0.45	4.9%	4.3%	4.5%
中國國航	753	0.4%	7.56	12.3	14.5	9.6	1.08	1.04	0.95	1.7%	1.5%	2.3%
石藥集團	1093	0.8%	16.62	31.1	27.9	21.8	6.44	5.77	4.81	0.9%	1.2%	1.5%
申洲國際	2313	0.9%	100.40	31.9	28.3	23.4	6.33	5.75	5.00	1.3%	1.8%	2.2%
恒安國際	1044	0.6%	72.20	19.6	19.2	17.6	4.57	4.31	3.96	3.3%	3.5%	3.8%
<b>公用</b>		<b>2.0%</b>										
華能國際電力股份	902	0.5%	5.15	26.3	15.9	10.6	0.83	0.78	0.75	2.2%	4.4%	6.8%
中廣核電力	1816	0.5%	1.86	9.5	8.8	7.8	1.10	1.03	0.95	4.2%	4.0%	4.5%
中國燃氣	384	0.4%	22.15	18.1	14.1	12.0	3.87	3.23	2.72	1.6%	2.1%	2.6%
粵海投資	270	0.5%	13.90	19.9	18.2	17.1	2.25	2.14	2.07	3.5%	4.0%	4.4%
<b>工業</b>		<b>0.8%</b>										
中國中車	1766	0.8%	7.15	16.2	14.6	12.4	1.41	1.37	1.28	2.4%	2.8%	3.3%
<b>綜合</b>		<b>0.8%</b>										
中信股份	267	0.8%	11.66	8.0	6.8	6.1	0.61	0.59	0.55	3.1%	3.4%	3.6%
<b>資訊科技及電訊</b>		<b>11.6%</b>										
騰訊控股	700	4.8%	323.20	33.4	33.3	25.9	9.14	8.21	6.46	0.3%	0.3%	0.4%
中國移動	941	5.4%	77.15	11.8	12.0	11.9	1.34	1.33	1.26	4.0%	4.0%	4.1%
中國電信	728	1.3%	3.89	13.9	13.7	12.6	0.83	0.82	0.79	2.7%	3.0%	3.3%
<b>加權平均</b>				<b>8.3</b>	<b>8.3</b>	<b>7.5</b>	<b>1.08</b>	<b>1.01</b>	<b>0.93</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.5%</b>

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年9月30日

## 附錄 4：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。

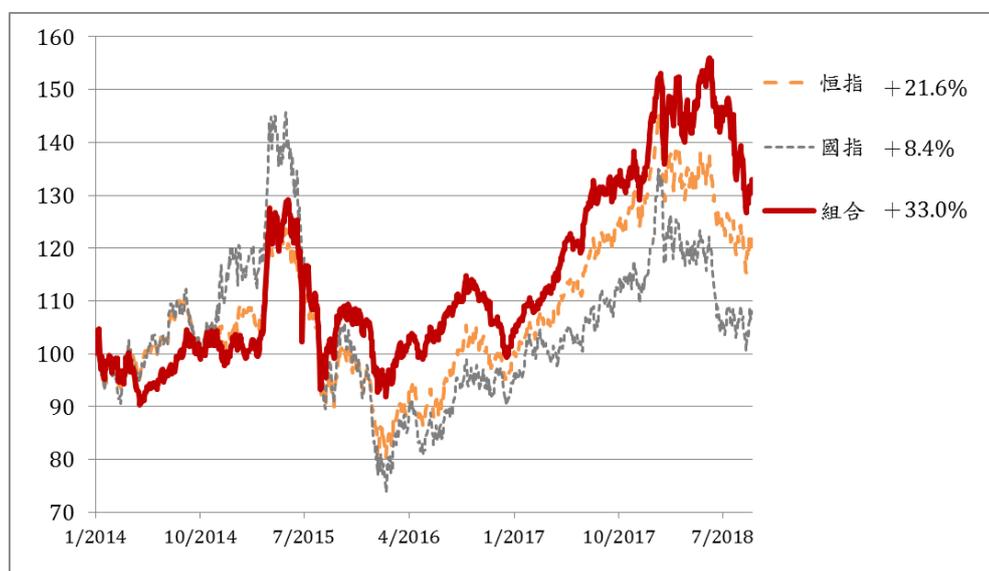
「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標 0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

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)	佔組合比重
騰訊控股	700	科網	33.3	25.9	0.3	113.9	323.2	186.4%	11.3%
領展房產基金	823	房產基金	28.7	25.9	3.2	46.04	77.05	80.9%	11.6%
中國人壽	2628	保險	11.0	9.1	2.8	22.84	17.78	-20.0%	4.5%
友邦保險	1299	保險	20.8	16.8	1.5	47.00	69.90	51.2%	8.2%
瑞聲科技	2018	科技	16.0	12.9	2.6	131.9	81.3	-38.1%	3.6%
滙豐控股	5	銀行	12.3	11.6	5.8	74.92	69.20	-2.3%	6.3%
中國銀行	3988	銀行	5.1	4.7	6.0	3.84	3.48	1.6%	4.9%
香港交易所	388	金融	29.8	26.5	2.9	208.0	224.0	10.8%	6.4%
新天綠色能源	956	新能源	5.7	4.9	5.8	2.13	2.18	8.1%	6.7%
睿見教育	6068	教育	23.4	17.8	1.9	4.80	4.13	-12.5%	4.6%
中海物業	2669	物業管理	18.8	15.4	1.6	2.20	2.25	3.8%	5.4%
神威藥業	2877	醫藥	13.0	10.6	2.4	8.49	10.70	29.2%	3.5%
大家樂	341	餐飲	19.9	18.7	4.5	19.88	17.90	-5.0%	6.1%
三一國際	631	機械	11.6	9.0	0.0	2.99	2.71	-7.1%	5.3%
安踏體育	2020	服裝	22.3	17.8	2.4	39.24	37.55	-3.0%	4.8%
現金									6.7%
組合整體回報(由2014年1月13日成立起計)								<b>33.0%</b>	
組合整體回報(2018年度)								<b>-3.0%</b>	

數據來源：彭博、招銀國際證券(截至2018年9月28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9月28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。