

11月港股策略報告

推算恒指見底水平

- ❖ **美國中期選舉：**美國將於11月6日舉行中期選舉，市場共識是民主黨重奪眾議院控制權，共和黨繼續控制參議院。假如結果 1) 一如市場共識：相信市場反應不大，美股可能因為政治不明朗因素消除而溫和上升；2) 共和黨繼續同時控制參議院及眾議院：市場短期反應料偏向正面，因為特朗普將面對較少施政阻力；3) 民主黨同時控制參議院及眾議院：市場短期反應料偏向負面，因特朗普政府淪為“跛腳鴨”，施政阻力增加。
- ❖ **貿易戰及中國經濟：**中國10月官方製造業PMI跌至50.2%，環比跌0.6點，漸反映貿易戰影響。目前市場觀望11月底的G20峯會期間，習近平與特朗普是否會進行貿易談判。若談判沒成果，有傳美國將對所有剩餘的中國進口商品加徵關稅。就算沒有新關稅，美國已宣佈將於明年1月開始對價值2,000億美元的中國進口商品關稅稅率由10%調升至25%，勢將進一步影響中國經濟。
- ❖ **港股季度業績：**中資股已大致發布了第三季業績，整體平平無奇，11月市場將關注科技股騰訊(700 HK)及瑞聲(2018 HK)業績。市場對恒指今明兩年盈利預測已由年內高位分別下調7.7%及8.9%，其中科技股被下調幅度較大，若果第三季業績再令人失望，則恒指盈利預測仍有下調風險。
- ❖ **美股持續回落？**美國股市正身處史上最長牛市，但指數失守上升軌及200天線的重要支持，走勢不妙。若果美股繼續回調，港股難免被牽連。
- ❖ **恒指估值離底不遠。**目前恒指2019年預測盈利已由2月份高位下調8.9%。假設累計下調幅度相當於2015-2016年時之20%，恒指才見底，則盈利仍有12%的下調風險，意味目前市場預測所反映的9.4倍2019年預測市盈率，可能因調低盈利預測而變成10.6倍。若恒指一如近年幾次跌市般於大約9.5倍預測市盈率見底，則恒指可能跌多10%至大約22,500，才完成熊市。
- ❖ **技術分析：恒指短期支持24,000。**按黃金比率推算，若恒指回調升幅之61.8%，下一級目標於24,087。參考RSI，於10月份與恒指出現“底背馳”，初步有條件反彈，但料需出現更可靠的“三底背馳”，才是更明確的短期見底訊號。假如恒指下試24,000，而RSI沒再跌至最近低位31或以下，則“三底背馳”成立，可望出現較強勁反彈。
- ❖ **短期展望：11月料先跌後反彈。**在貿易戰陰霾下，港股仍面對盈利預測下調的風險，但從估值、下跌幅度及時間幾方面分析，估計恒指已離底不遠，由現水平計的潛在跌幅約10%。而由於恒指已連跌六個月，近期一直接近超賣水平，隨時醞釀短線反彈。估計恒指於11月首先下試24,000支持，然後迎來較大幅度的反彈，之後於兩三個月內跌至約22,500完成熊市。
- ❖ **投資策略：趁反彈減持科技股。**板塊配置操作方面，由於科網、手機設備等行業仍面對較大的盈利預測下調風險，宜把握技術性反彈的機會減持，換至估值低、防守力較強的板塊如內銀、內險、機械、基建等。

蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

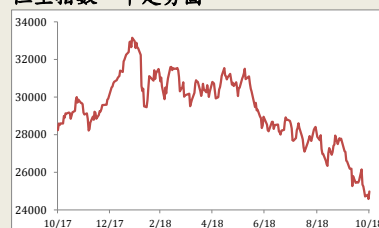
恒生指數	24,980
52周高/低位	33,484/24,541
大市3個月日均成交	933億港元

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	-10.1%	-8.0%
3個月	-12.6%	-8.0%
6個月	-18.9%	-17.8%

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10月2日 -](#)[黎明前的黑暗](#)[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](#)

市場焦點

恒指連跌六個月，史上最長

恒生指數於 10 月份大跌 10.1%，連跌六個月，月線圖出現“六連陰”（圖 1），累計跌 18.9%，平了恒指史上最長跌浪紀錄，上次連跌六個月發生於 1982 年。

圖 1：恒指月線圖



資料來源：彭博、招銀國際研究

中國證監會主席劉士余日前表示，“現在股市(A 股)的感覺像是在冬天”，“既然冬天已經來了，春天也就不遠了”。我們以下歸納目前港股面對的主要風險，並從盈利及估值角度，估算恒指可能於甚麼水平見底。

風險一：美國中期選舉

美國將於 11 月 6 日舉行中期選舉，改選眾議院全部席位，及參議院三份一席位。目前市場共識，是民主黨可從共和黨手上重奪眾議院控制權。根據網頁 FiveThirtyEight.com 預測，共和黨繼續控制參議院的機會達 85%，民主黨重奪眾議院的機會則達 86%。選舉可能出現以下三個結果：

- 1) **一如市場共識**：相信市場反應不大，美國股市可能因為政治不明朗因素消除而溫和上升。部份人認為，總統特朗普針對中國的貿易戰，只是爭取選票的伎倆，中期選舉後對華態度或會軟化，但我們認為對此不宜抱期望；
- 2) **共和黨繼續同時控制參議院及眾議院**：市場短期反應料偏向正面，因為特朗普將面對較少施政阻力，更容易推動更多財政刺激，但市場同時可能憂慮美國對中國的態度更為強硬；
- 3) **民主黨同時控制參議院及眾議院**：市場短期反應料偏向負面，因特朗普政府淪為“跛腳鴨”，施政阻力增加，尤其是財政刺激及金融業去監管的政策可能受阻，美國經濟放緩的風險加劇。部份人憧憬的貿易政策轉向，則不大可能實現，因為民主黨傳統上更有貿易保護主義傾向，而且總統有制定貿易政策的權利和否決權，國會不太可能阻止總統的貿易決定。

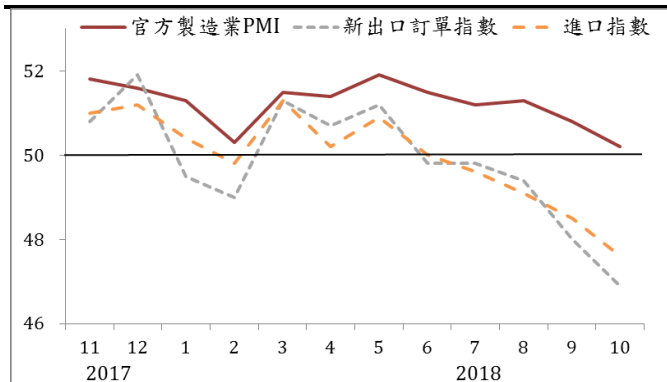
風險二：貿易戰及中國經濟

最新公布的 10 月中國官方製造業採購經理人指數(PMI)，跌至 50.2%，環比跌 0.6 點，逼近擴張收縮分界線 50。反映外部需求變化的新出口訂單指數跌 1.1 點至 46.9%（圖 2）。從企業規模看，大型企業 PMI 下跌 0.5 點至 51.6%，中、小型企業 PMI 分別跌 1.0 點及 0.6 點至 47.7%和 49.8%，都處於收縮區。

自從美國於 6 月宣佈對中國貨品加徵關稅，中國 PMI 跌勢明顯。目前市場觀望 11 月 30 日至 12 月 1 日於阿根廷舉行的 G20 峯會期間，中國國家主席習近平與特朗普是否會如傳媒報道進行貿易談判。最近有傳若屆時未能達成協議，美國將準備在 12 月初宣佈對所有剩

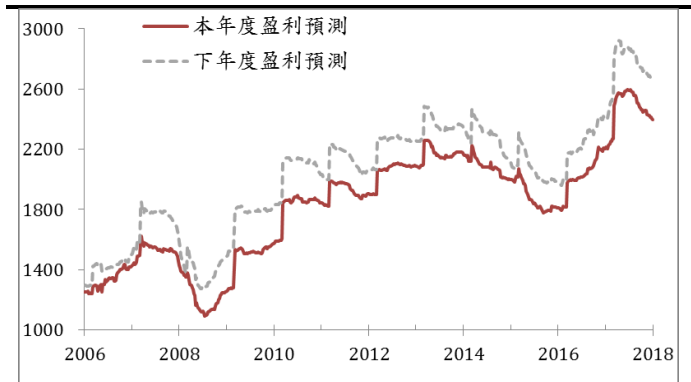
餘的中國進口商品加徵關稅。就算沒有新關稅，美國已宣佈將於明年1月開始對價值2,000億美元的中國進口商品關稅稅率由10%調升至25%，勢將進一步影響中國經濟。

圖2：中國製造業PMI跌至50.2



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖3：恒指本年度及下年度盈利預測



資料來源：中國國家統計局、招銀國際研究

風險三：業績

中資股已大致發布了第三季業績，包括內銀、內險、石油、煤炭等舊經濟股，整體平平無奇，其中內銀業績穩健，季度盈利同比增速較上半年加快，內險及資源股則較參差。11月市場將關注新經濟股業績，焦點於騰訊(700 HK)及瑞聲(2018 HK)分別於14日及8日公布的季績。市場對恒指今明兩年盈利預測已由年內高位分別下調7.7%及8.9% (圖3)，其中科技股被下調幅度較大，若果第三季業績再令人失望，則恒指盈利預測仍有下調風險。

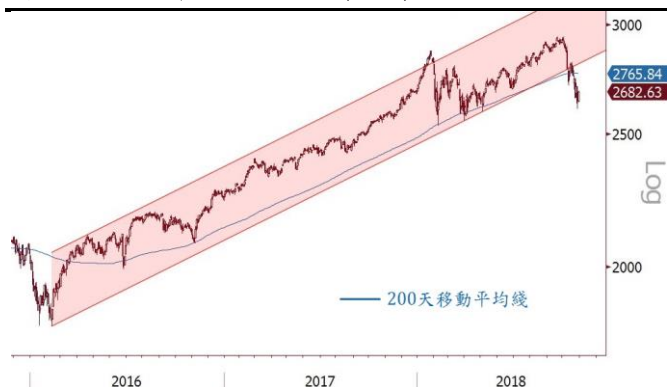
風險四：美股持續回落？

美國股市正身處史上最長牛市，由2009年金融海嘯後至今未中斷，但於10月份顯著回調，標普500指數及納斯達克指數於對數圖(log)上，都失守上升軌及200天移動平均線的重要支持(圖4、5)，一度反彈但未能重返上升軌之上，技術走勢不妙。

基本因素方面，美股正面對經濟增速見頂(衰退風險則可能到2019年底才浮現)、聯儲局持續加息、企業盈利增長放緩、估值偏高等風險。老牛或未死，小休恐難免。

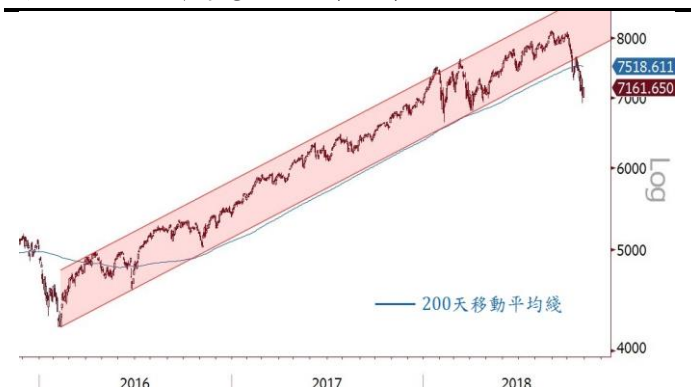
美股此輪接近十年的牛市，港股大幅跑輸，很多時未能跟隨美股上漲，但當美股顯著回調，港股則往往跟跌。若果美股繼續回調，港股難免被牽連。

圖4：美國標普500指數跌穿支持



資料來源：彭博、招銀國際研究，截至10月30日

圖5：美國納斯達克指數跌穿支持

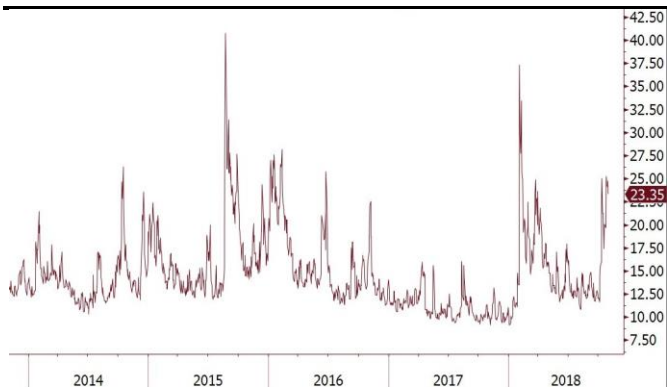


資料來源：彭博、招銀國際研究，截至10月30日

那麼美股幾時完成調整？其中一個指標是俗稱“恐慌指數”的VIX。美股大幅下挫時，VIX一般會急升，近一個月便由12升至現時23，比起近年兩次美股急跌時(2015年8月及2018年2月)之VIX水平達36以上，仍有一段距離，或反映市場未夠恐慌(圖6)。

除了美股回調拖累港股，美元近期的強勢亦構成風險。美滙指數正挑戰重要阻力 98，同時該水平是“頭肩底”形態的頸線，若果升穿，料展開更大升浪（圖 7）。強美元一般不利新興市場，令資金外流壓力加劇。

圖 6：“恐慌指數” VIX 或未見頂



資料來源：彭博、招銀國際研究，截至 10 月 30 日

圖 7：美滙指數升逼近關鍵水平



資料來源：彭博、招銀國際研究

恒指估值離底不遠

根據彭博數據，2015 年 1 月至 2016 年 2 月港股見底的期間，恒指 2016 年預測盈利被下調了 20%；2008 年 1 月至 2009 年 3 月港股見底的期間，恒指 2009 年預測盈利更被大削 37%（圖 3）。目前沒有重演 2008 年環球金融危機的跡象，港股盈利下調的幅度可能較接近 2015-2016 年那次。目前恒指 2019 年預測盈利已由 2 月份高位下調 8.9%。假設累計下調 20%，恒指才見底，則盈利仍有 12% 的下調風險，意味目前市場預測所反映的 9.4 倍 2019 年預測市盈率，可能因調低盈利預測而變成 10.6 倍。若恒指一如近年幾次跌市般於大約 9.5 倍預測市盈率見底（圖 8），則恒指可能跌多 10% 至大約 22,500，才完成熊市。

若果以 2018 年估值推算，目前預測市盈率 10.4 倍，若同樣跌至 9.5 倍見底，加上約 2-3% 的盈利預測下調（已近年底，下調幅度有限），恒指潛在跌幅亦大約是 10%，同樣指向約 22,500 見底。

圖 8：恒指預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際研究

過去十年，恒生指數經歷的三次熊市，歷時約 9.5-12 個月，跌幅 35%-67%（圖 9）。今天的回調始於本年 1 月高位 33,484，於 10 月底低見 24,541，回調已歷時 9 個月，若跌至 22,500，等於由高位下跌 33%。估計恒指於未來三個月內於 22,500 附近見底。

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10月	9個月	33,484 - 24,541	27%
15年4月-16年2月	9.5個月	28,589 - 18,279	36%
10年11月-11年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

技術分析 - 恒指短期支持 24,000

港股此輪牛市始於 2016 年初，恒指於 18,279 起步，至今年 1 月於 33,484 見頂。按黃金比率推算，現已回調了升幅逾半，若回調升幅之 61.8%，下一級目標於 24,087（圖 10）。

參考相對強弱指數(RSI)，於 10 月份與恒指出現“底背馳”（圖 11），初步有條件反彈，但料需出現更可靠的“三底背馳”，才是更明確的短期見底訊號。假如恒指下試 24,000，而 RSI 沒再跌至最近低位 31 或以下，則“三底背馳”成立，可望出現較強勁反彈。

圖 10：恒指黃金比率回調目標 24,087



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 11：恒指初現 RSI 底背馳



資料來源：彭博、招銀國際研究

投資策略

恒指 11 月料先跌後反彈

在貿易戰陰霾下，港股仍面對盈利預測下調的風險，但從估值、下跌幅度及時間幾方面分析，估計恒指已離底不遠，由現水平計的潛在跌幅約 10%。而由於恒指已連跌六個月，近期一直接近超賣水平，隨時醞釀短綫反彈。估計恒指於 11 月首先下試 24,000 支持，然後迎來較大幅的反彈，之後於兩三個月內跌至約 22,500 完成熊市。

板塊配置操作方面，由於科網、手機設備等行業仍面對較大的盈利預測下調風險，宜把握技術性反彈的機會減持，換至估值低、防守力較強的板塊如內銀、內險、機械、基建等。

下頁簡述招銀國際各分析員的行業觀點（圖 12）。

圖 12：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	央行偏寬鬆的貨幣政策降低了同業資金成本，但也限制了貸款定價的上行空間。同時，存款競爭日趨激烈給存款成本帶來了上升壓力。這將放緩銀行息差的擴張速度。我們認為在中美貿易摩擦不斷升級的情況下，資產質量有潛在惡化的可能性。因此，股價的走勢將很大程度上取決於資產質量指標的變化。我們仍看好經營穩健且資本實力強的國有大型銀行，首選農行(1288 HK)及建行(939 HK)。
中國保險	優於大市	三季度壽險公司承保端和投資端仍承受壓力。受到股市波動拖累，股票投資收益表現不佳。承保端，首年期交保費增速並未延續二季度的強勢反彈，料受到宏觀經濟和居民可支配收入放緩的影響，但壽險隊伍普遍保持較好姿態，四季度個險首年期交保費和新業務價值有望實現同比正增長。
中國設備及機械	優於大市	經過三季度的疲弱銷售後，我們預期在基建增速將趨穩下，四季度重卡銷售有機會回升，我們同時看好明年的銷售量保持在 100 萬輛的高水平，主要由於政策繼續支持加速淘汰老舊車輛。工程機械方面，估值在 10 月份回落幅度遠大於行業放緩的速度，我們認為反應過度，短期內有估值修復的機會。
中國風電	優於大市	市場忽略了行業基本面向好的趨勢。前九個月風電運營商的發電量同比增長 12.7%-24.3%，同時新能源補貼回收速度明顯加快。展望四季度，進入大風季節，我們預期風電運營商維持良好態勢，同時限電情況改善有望繼續釋放風電項目的增量發電潛力。目前行業 2019 年平均預測市盈率僅 5.0 倍，而我們預期主要風電運營商仍能夠維持雙位數盈利增長。將行業前景由同步大市上調至優於大市。
中國房地產	同步大市	市場情緒自 9 月開始轉淡，房價也下跌。雖然市場在前八個月平穩增長，我們認為房地產市場從 9 月份開始，壓力慢慢顯現。我們估計 2018 年全國房地產銷售額將增長 7.2%至 143,390 億元，但銷售面積將下滑 0.8%至 16.80 億平米。我們也擔心部份小型房地產公司未能完成全年銷售目標，對公司帶來壓力。
中國醫藥	同步大市	板塊氣氛仍受帶量採購降價影響，長期看藥企未來將削減仿製藥利潤空間，業務重心將轉移至創新藥。細分板塊裡我們看好中藥板塊，行業負面政策較少，受到仿製藥拖累整體估值為 18 年 11.2 倍市盈率，從新基藥目錄調整來看國家對中藥仍是扶持。看好中國中藥(570 HK)、神威藥業(2877 HK)和康臣藥業(1681 HK)。
中國非必需消費	同步大市	今年中秋落在 9 月，所以環比消費增長較 7-8 月有輕微反彈，但觀察到今年黃金周熱度比往年低，所以展望 10 月以至四季度，我們維持審慎，預計在經濟景氣度下行、負財富效應、去年冷冬高基數的因素影響下，消費增長會繼續放緩。目前行業估值已經偏低，僅 15 倍預測市盈率，低於七年平均 18 倍的 1.5 個標準差。
中國必需消費	同步大市	行業目前平均估值為 21 倍 2018 年預測市盈率，仍高於對上一次經濟增速放緩時的估值底部。從目前部份已公佈的第三季業績看到，收入增速放慢，利潤率受原材料及成本上漲影響而下跌，關注人民幣貶值會否對原材料成本帶來負面影響。
中國教育	同步大市	自今年 8 月《民促法》送審稿出臺以來，整體教育板塊情緒受挫，估值已下調 30%。然而我們注意到最近政府不斷釋放敦促政策落地的積極信號。我們看好行業剛需、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。高教板塊受政策實質影響較小，待政策明朗後，期待整體高教板塊信心回升，股價反彈。
中國互聯網	同步大市	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	內外部因素造成的經濟下行憂慮持續，股指連續下挫，激化市場對券商股權質押風險的恐慌情緒。但 10 月底監管機構發聲，紓解股質風險，有助穩定市場情緒。券商 H 股估值已接近歷史底部，業績受市場環境不利影響已反映，仍需觀望一系列穩經濟穩市場政策出台後的落地效果，若能夠鞏固及重塑市場信心，則將為券商帶來向上重估機會。我們依然看好業務結構均衡、兼具海外佈局的龍頭券商。
中國科技行業	落後大市	我們對行業短期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。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	行業在 531 政策之後，產業鏈價格傳導趨於穩定。我們認為四季度及 2019 年行業仍存在較大不確定性。預料四季度將出台新的光伏項目標杆上網電價，將在目前基礎上明顯的削減。此外，市場目前焦點於中國 2019 年的新增裝機需求，若政策鬆綁，則新增裝機需求難有起色，傳導至產業鏈價格仍將有走弱可能。

資料來源：招銀國際研究

附錄 1：11 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	英國	英倫銀行議息結果	—	—
2	美國	10 月失業率	3.7%	3.7%
	美國	10 月平均時薪(同比)	0.2%	0.3%
	美國	10 月非農就業人口變動	200,000	134,000
6	美國	國會中期選舉	—	—
8	中國	10 月出口(美元, 同比)	—	14.5%
	中國	10 月進口(美元, 同比)	—	14.3%
9	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
	中國	10 月消費者物價指數(同比)	—	2.5%
	中國	10 月生產者物價指數(同比)	—	3.6%
10-15	中國	10 月 M2 貨幣供應(同比)	—	8.3%
	中國	10 月新增人民幣貸款	—	13,800 億
14	美國	10 月核心消費者物價指數(同比)	—	2.2%
	中國	10 月零售銷售(同比)	—	9.2%
	中國	10 月工業生產(同比)	—	5.8%
	中國	1-10 月固定資產投資農村除外(同比)	—	5.4%
21	美國	10 月耐用品訂單	—	—
30	美國	聯儲局公開市場委員會 11 月會議紀錄	—	—
	中國	11 月官方製造業採購經理人指數	—	50.2

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
金融		48.4%										
滙豐控股	5	10.3%	64.40	15.2	11.4	10.8	0.88	0.13	0.12	6.2%	6.2%	6.2%
友邦保險	1299	8.7%	59.35	14.9	17.7	14.3	2.37	0.26	0.24	1.7%	2.0%	2.2%
建設銀行	939	8.2%	6.22	5.7	5.4	4.9	0.75	0.66	0.59	5.3%	5.7%	6.2%
工商銀行	1398	4.8%	5.30	5.9	5.5	5.1	0.77	0.66	0.60	5.1%	5.5%	5.9%
中國平安	2318	5.0%	73.85	13.5	11.7	9.8	2.27	1.95	1.64	2.3%	2.7%	3.2%
中國銀行	3988	3.2%	3.34	5.1	4.9	4.6	0.59	0.51	0.47	5.9%	6.3%	6.8%
香港交易所	388	3.0%	208.0	35.1	27.9	24.6	6.38	6.48	6.17	2.6%	3.2%	3.6%
中國人壽	2628	1.4%	15.62	12.2	13.4	10.0	1.22	1.03	0.95	2.9%	2.8%	3.7%
恒生銀行	11	1.7%	183.6	17.5	14.8	13.7	2.36	2.23	2.10	3.6%	4.1%	4.5%
中銀香港	2388	1.3%	29.30	10.0	9.6	8.9	1.25	1.19	1.11	4.4%	5.1%	5.5%
交通銀行	3328	0.6%	5.88	5.5	5.5	5.1	0.62	0.53	0.49	5.5%	5.6%	6.0%
資訊科技		10.0%										
騰訊控股	700	8.9%	267.0	31.6	29.3	22.4	7.66	6.04	4.73	0.3%	0.4%	0.5%
瑞聲科技	2018	0.5%	59.7	12.2	12.9	10.6	3.68	2.76	2.31	3.2%	3.1%	3.6%
舜宇光學科技	2382	0.6%	68.0	22.9	21.4	15.1	8.32	5.92	4.39	1.1%	1.2%	1.7%
地產		10.7%										
長實集團	1113	1.6%	50.90	6.2	6.8	7.1	0.60	0.58	0.55	3.3%	3.9%	4.1%
新鴻基地產	16	1.6%	101.9	5.9	9.0	8.5	0.55	0.53	0.51	4.6%	4.9%	5.2%
領展房產基金	823	1.8%	69.50	3.1	26.3	23.9	0.84	0.84	0.82	3.6%	3.9%	4.2%
中國海外發展	688	1.1%	24.55	6.6	6.8	5.6	0.97	0.90	0.80	3.3%	3.9%	4.6%
碧桂園	2007	0.8%	8.39	6.2	4.6	3.6	1.55	1.31	1.03	5.4%	7.4%	9.6%
九龍倉置業	1997	0.7%	48.55	8.6	15.3	14.9	0.69	0.70	0.68	2.0%	4.2%	4.4%
華潤置地	1109	0.9%	26.60	8.2	7.5	6.4	1.33	1.18	1.05	3.2%	4.0%	4.7%
新世界發展	17	0.7%	9.94	4.3	10.8	10.8	0.47	0.47	0.45	4.8%	5.1%	5.3%
恒基地產	12	0.6%	36.50	5.3	12.8	10.1	0.53	0.53	0.52	4.3%	4.8%	4.9%
信和置業	83	0.4%	12.30	5.8	16.1	15.3	0.58	0.56	0.55	4.3%	4.4%	4.4%
恒隆地產	101	0.4%	14.20	7.9	13.4	14.0	0.46	0.46	0.46	5.3%	5.3%	5.3%
電訊		6.1%										
中國移動	941	5.5%	73.30	11.7	11.5	11.4	1.29	1.14	1.08	4.2%	4.2%	4.3%
中國聯通	762	0.6%	8.14	121.2	27.4	16.3	0.72	0.60	0.58	0.7%	1.6%	2.4%
能源		7.1%										
中國海洋石油	883	2.9%	13.46	21.7	9.3	8.0	1.35	1.16	1.07	3.4%	5.0%	5.6%
中國石油化工	386	2.0%	6.36	13.4	8.5	8.5	0.95	0.82	0.79	8.8%	9.1%	9.1%
中國石油股份	857	1.5%	5.74	41.0	15.0	12.9	0.77	0.67	0.65	1.1%	3.6%	4.1%
中國神華	1088	0.7%	17.76	6.6	6.9	7.1	0.98	0.83	0.77	5.8%	6.1%	5.8%
公用		5.4%										
中電控股	2	2.0%	87.90	15.3	15.3	17.1	2.03	1.89	1.80	3.3%	3.4%	3.5%
香港中華煤氣	3	1.7%	14.96	27.6	26.8	25.2	3.74	3.47	3.32	2.1%	2.4%	2.6%
電能實業	6	0.9%	52.35	13.4	14.1	14.2	1.34	1.34	1.32	5.3%	5.4%	5.5%
長江基建集團	1038	0.5%	57.30	14.0	13.4	12.8	1.42	1.29	1.24	4.2%	4.4%	4.6%
華潤電力	836	0.3%	13.78	14.3	9.8	7.8	0.90	0.85	0.80	6.3%	6.4%	6.7%
綜合類		3.9%										
長和	1	2.6%	78.95	8.7	7.9	7.1	0.69	0.65	0.61	3.6%	4.0%	4.3%
中信股份	267	0.8%	11.76	7.7	6.9	6.3	0.61	0.59	0.56	3.1%	3.4%	3.6%
太古股份	19	0.5%	81.35	4.3	16.0	9.2	0.46	0.47	0.46	2.6%	3.1%	3.9%
消費品		5.5%										
吉利汽車	175	1.0%	15.00	11.3	8.5	6.7	3.07	2.35	1.80	1.8%	2.7%	3.5%
石藥集團	1093	0.8%	16.54	37.2	28.1	22.0	6.41	0.73	0.61	7.1%	9.4%	12.2%
中洲國際	2313	0.8%	86.60	30.8	24.7	20.5	5.54	4.48	3.90	1.5%	2.1%	2.5%
蒙牛乳業	2319	0.8%	23.10	39.4	26.0	20.2	3.43	2.83	2.50	0.6%	0.9%	1.2%
中國生物製藥	1177	0.6%	7.03	36.4	27.1	22.0	3.89	4.60	3.77	0.7%	0.9%	1.1%
恒安國際	1044	0.5%	62.10	17.6	16.6	15.3	3.98	3.35	3.09	3.8%	4.0%	4.3%
萬洲國際	288	0.6%	5.49	9.1	9.4	8.6	1.37	1.14	1.05	0.7%	0.7%	0.8%
中國旺旺	151	0.4%	5.60	19.9	17.9	16.5	4.28	3.46	3.11	0.0%	3.1%	3.3%
消費服務		2.1%										
銀河娛樂	27	1.2%	42.40	17.4	13.8	12.8	3.01	2.82	2.43	0.0%	2.1%	2.2%
金沙中國	1928	0.9%	30.90	19.9	15.2	13.8	9.09	0.89	0.88	6.4%	6.8%	7.0%
工業		0.7%										
港鐵公司	66	0.7%	38.00	13.9	22.2	20.3	1.36	1.33	1.30	2.9%	3.0%	3.1%
加權平均				10.3	10.4	9.4	1.22	1.14	1.06	4.0%	4.0%	4.3%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年10月31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
金融		60.0%										
工商銀行	1398	9.8%	5.30	5.7	5.6	5.1	0.77	0.74	0.67	5.1%	5.5%	5.9%
建設銀行	939	9.6%	6.22	5.4	5.3	4.9	0.75	0.74	0.67	5.3%	5.7%	6.2%
中國平安	2318	10.3%	73.85	11.4	11.9	9.9	2.27	2.20	1.84	2.3%	2.7%	3.2%
中國銀行	3988	7.3%	3.34	5.1	4.9	4.6	0.59	0.58	0.53	5.9%	6.3%	6.8%
中國人壽	2628	3.2%	15.62	10.9	12.8	9.7	1.22	1.16	1.06	2.9%	2.8%	3.7%
招商銀行	3968	3.2%	30.20	8.7	8.5	7.4	1.38	1.32	1.16	3.1%	3.6%	4.1%
農業銀行	1288	2.6%	3.44	5.0	5.0	4.7	0.69	0.67	0.61	5.8%	5.9%	6.4%
中國太保	2601	2.1%	29.20	14.4	13.0	10.3	1.69	1.57	1.43	3.1%	3.6%	4.5%
中國財險	2328	1.4%	7.60	7.6	7.1	6.2	1.09	1.03	0.92	3.3%	3.4%	3.8%
交通銀行	3328	1.4%	5.88	5.5	5.5	5.2	0.62	0.59	0.55	5.5%	5.6%	6.0%
中信銀行	998	1.3%	4.85	4.7	4.8	4.5	0.54	0.52	0.48	6.1%	5.9%	6.4%
民生銀行	1988	1.1%	5.78	4.4	4.1	4.0	0.56	0.52	0.46	3.4%	3.4%	3.6%
海通證券	6837	0.7%	7.89	10.6	11.5	9.5	0.69	0.66	0.62	3.3%	2.6%	3.2%
郵儲銀行	1658	1.2%	4.68	7.1	6.2	5.5	0.88	0.79	0.70	3.5%	3.5%	4.2%
中信証券	6030	0.7%	13.80	13.8	13.0	11.6	0.97	0.95	0.90	3.3%	3.1%	3.5%
新華保險	1336	0.8%	36.65	12.8	11.7	10.1	1.55	1.48	1.32	1.6%	2.4%	2.8%
中國華融	2799	0.4%	1.42	5.3	4.7	3.3	0.41	0.37	0.34	13.4%	5.9%	8.0%
中國人民保險集團	1339	0.7%	3.20	6.9	7.0	6.3	0.83	0.80	0.71	1.4%	1.4%	1.6%
HTSC	6886	0.6%	12.60	8.5	12.7	10.4	0.89	0.84	0.79	0.0%	3.1%	3.4%
中國信達	1359	0.5%	1.92	3.6	3.7	3.3	0.50	0.45	0.42	8.3%	7.1%	8.1%
廣發証券	1776	0.4%	10.14	9.6	10.4	8.8	0.82	0.77	0.73	4.4%	3.2%	3.8%
中國銀行	6881	0.4%	3.94	11.2	11.3	9.2	0.55	0.51	0.49	3.4%	2.5%	3.0%
眾安在綫	6060	0.3%	26.05	虧損	虧損	虧損	1.99	2.12	2.17	0.0%	0.0%	0.0%
能源		12.6%										
中國石油化工股份	386	4.5%	6.36	9.4	8.5	8.5	0.95	0.92	0.89	8.8%	9.1%	9.1%
中國石油股份	857	3.3%	5.74	17.2	14.8	12.8	0.77	0.75	0.73	1.1%	3.6%	4.1%
中國神華	1088	1.7%	17.76	7.0	6.9	7.1	0.98	0.94	0.87	5.8%	6.1%	5.8%
中國海洋石油	883	3.1%	13.46	15.8	9.3	8.1	1.35	1.31	1.21	3.4%	5.0%	5.6%
地產建築		4.9%										
中國交通建設	1800	0.9%	7.17	5.7	5.0	4.5	0.57	0.52	0.47	3.8%	3.9%	4.3%
海螺水泥	914	1.4%	40.50	8.6	6.9	6.8	2.00	1.75	1.50	3.3%	6.1%	6.3%
萬科企業	2202	0.9%	24.15	7.9	6.8	5.6	1.76	1.52	1.29	4.2%	5.3%	6.5%
中國中鐵	390	0.8%	7.00	8.2	7.6	6.7	0.93	0.86	0.78	1.8%	2.0%	2.3%
華潤置地	1109	1.0%	26.60	6.8	7.4	6.4	1.33	1.33	1.18	3.2%	4.0%	4.7%
消費		6.4%										
比亞迪股份	1211	0.9%	50.80	50.5	36.1	27.4	2.44	2.10	1.95	0.3%	0.3%	0.4%
國藥控股	1099	1.2%	37.80	17.9	16.5	14.5	2.56	2.29	2.06	1.7%	1.9%	2.2%
廣汽集團	2238	0.6%	7.93	5.9	5.7	5.1	0.98	0.90	0.81	5.4%	5.5%	6.0%
長城汽車	2333	0.4%	4.64	6.0	6.8	6.5	0.74	0.70	0.65	4.1%	4.4%	4.8%
東風集團股份	489	0.6%	7.72	3.9	4.1	4.0	0.52	0.48	0.44	5.1%	4.4%	4.6%
中國國航	753	0.4%	6.31	10.4	12.7	8.7	0.91	0.89	0.82	2.0%	1.7%	2.5%
石藥集團	1093	0.9%	16.54	30.9	27.9	21.8	6.41	5.74	4.80	0.9%	1.2%	1.6%
申洲國際	2313	0.8%	86.60	27.9	24.7	20.5	5.54	5.04	4.38	1.5%	2.1%	2.5%
恒安國際	1044	0.6%	62.10	17.1	16.7	15.6	3.98	3.77	3.47	3.8%	4.0%	4.3%
公用		2.1%										
華能國際電力股份	902	0.5%	4.37	22.6	16.2	10.0	0.71	0.68	0.66	2.6%	4.3%	7.0%
中廣核電力	1816	0.5%	1.80	9.4	8.6	7.7	1.07	1.01	0.93	4.2%	4.0%	4.5%
中國燃氣	384	0.6%	24.80	20.2	16.0	13.5	4.33	3.59	3.02	1.4%	1.9%	2.3%
粵海投資	270	0.5%	14.00	20.0	18.4	17.2	2.27	2.16	2.08	3.5%	3.9%	4.4%
工業		0.8%										
中國中車	1766	0.8%	6.88	15.8	14.5	12.2	1.38	1.34	1.25	2.5%	2.5%	3.0%
綜合		0.9%										
中信股份	267	0.9%	11.76	8.1	6.8	6.3	0.61	0.59	0.56	3.1%	3.4%	3.6%
資訊科技及電訊		12.3%										
騰訊控股	700	5.1%	267.00	28.0	28.3	22.2	7.66	6.79	5.31	0.3%	0.4%	0.5%
中國移動	941	5.9%	73.30	11.4	11.6	11.5	1.29	1.28	1.21	4.2%	4.2%	4.3%
中國電信	728	1.3%	3.70	13.4	13.2	12.2	0.80	0.79	0.76	2.8%	3.1%	3.3%
加權平均				7.6	7.8	7.1	0.99	0.95	0.87	4.4%	4.3%	4.7%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年10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。