

1月港股策略報告

美股回調，殃及港股

- ❖ **美股最長牛市已死？**標普 500 指數及納斯達克指數均由高位回落逾兩成，但從經濟角度看，美股應未步入熊市，較大機會於 2019 年下半年見頂。不過，美股走勢已轉弱，料仍需整固一段時間。估值低的港股之跌幅度可能小於美股，但港股向來較受外圍因素影響，恐怕難逃被美股拖累，易跌難升。
- ❖ **市場避險情緒升溫：**隨着美股急跌，資金流向各種避險資產。美國十年期債息由近期高位 3.26 厘跌至 2.72 厘，跌穿近大半年的上升軌。相信要待債息重上 2.9 厘，才反映市場風險胃納回升，股市方現生機。金價近期急升近一成，“恐慌指數”VIX 高見 36，亦反映避險情緒上升，但或尚未夠恐慌，股市調整底部仍未出現。
- ❖ **中國經濟數據續弱：**12 月官方製造業 PMI 跌至 49.4%，是兩年半來首次跌至收縮區。企業利潤亦反映經濟下行壓力，11 月規模以上工業企業利潤同比下跌 1.8%，是近三年來首次倒退。在貿易戰衝擊及內地經濟下行壓力增加下，料市場將憧憬中央政府推出更多穩增長的政策。
- ❖ **技術分析：恒指國指再尋底。**恒指形成小形“頭肩頂”利空形態，正在頸線爭持，若確認跌穿頸線，量度目標約於 23,800。國指與上證則受制下降通道，正測試前浪底支持。
- ❖ **短期展望：上半月乏方向，下半月見真章。**市場關注的中美談判、英國表決脫歐方案及聯儲局議息均於月中至月底才有結果，相信 1 月上半月觀望氣氛較濃，加上美股短期內料維持波動，傾向繼續調整。
- ❖ **投資策略：高息股及黃金可避險。**港股投資者宜採取審慎策略，暫時以黃金及高息股避險，待下半月不明朗因素逐步消除再調整策略。受惠煤價滑落的內地電力股、租金收入穩定的香港房託、憧憬中央推出更多穩增長政策的工程機械股，均看高一線。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值 (億港元)	2018 年度預測		
				市盈率(倍)	股息率(%)	每股盈利增長
華潤電力	836 HK	15.06	724	10.9	5.9	42.3%
置富產業信託	778 HK	8.99	173	17.5	5.8	0.9%
SPDR 金 ETF	2840 HK	946.5	2,535		不適用	
中國龍工	3339 HK	2.03	87	6.6	8.1	8.8%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 12 月 31 日

蘇沛豐, CFA

電話：(852) 3900 0857

郵件：danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	25,846
52 周高/低位	33,484/24,541
大市 3 個月日均成交	854 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	-2.5%	-4.7%
3 個月	-7.0%	-8.1%
6 個月	-10.7%	-8.6%

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 12 月 3 日 - 2019 年策略報告 - 恒指目標 28600](#)

[18 年 11 月 1 日 - 推算恒指見底水平](#)

[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](#)

市場焦點

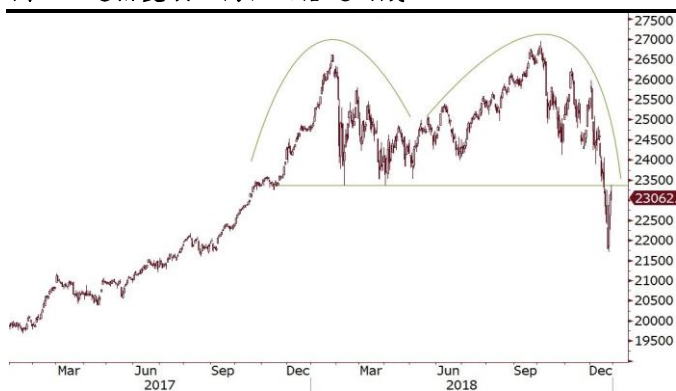
美股最長牛市已死？

美國股市於 2018 年 10 月見頂、12 月急跌，標普 500 指數及納斯達克指數均由高位回落逾兩成，道瓊斯指數亦由高位回落 19.4%，距熊市(其中一種定義為下跌兩成)僅一步之遙。這是否意味美股始於 2009 年 3 月、接近十年的史上最長牛市告終？

從經濟角度，美股應未步入熊市。我們相信美國經濟增速正在見頂，而下行壓力將於 2019 年下半年逐步顯現，但全年 GDP 仍可保 2.5% 的溫和增長，到 2020 年才出現衰退風險。股市往往領先經濟，平均於衰退前約半年見頂，若美國 2020 年衰退，則美股較大機會於 2019 年下半年見頂。

不過，美股走勢已轉弱，料仍需整固一段時間。道瓊斯指數高見 26,952 後回落，形成“雙頂”利空形態（圖 1），12 月跌穿頸綫 23,345，低見 21,712 後反彈，但未能重回頸綫之上，因此反彈暫只視為技術性後抽，雙頂量度目標 19,738。

圖 1：道指雙頂，高位回落近兩成

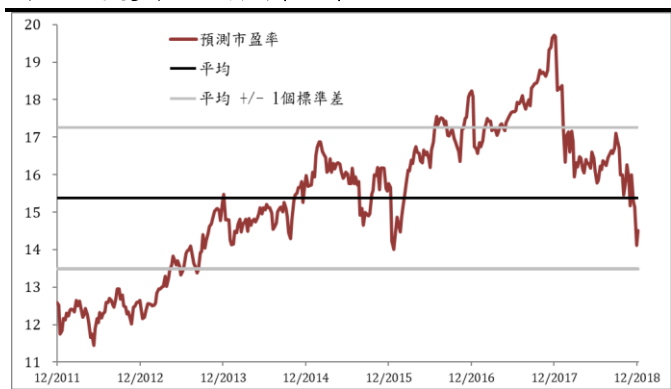


資料來源：彭博、招銀國際研究

香港股市於 12 月之跌幅較美股小，似有較強抗跌力，主要因為港股走勢落後、估值偏低。於近十年的大牛市中，港股遠遠落後美股。於 11 月底時，恒生指數之 2018 年度預測市盈率僅 11.2 倍（圖 3），約相當於七年平均，而當時道瓊斯指數之 2018 年度預測市盈率为 16.0 倍（圖 2），高於七年平均，更遠高於恒指之估值。

若果美股繼續回調，估值低的港股之下跌幅度可能小於美股，但港股向來較受外圍因素影響，恐怕難逃被美股拖累，易跌難升。

圖 2：道瓊斯指數預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 3：恒生指數預測市盈率

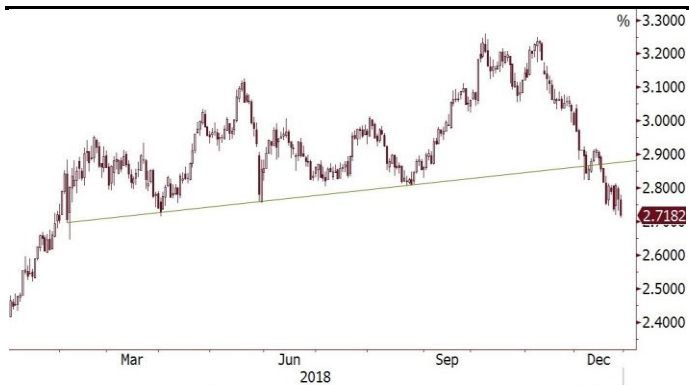


資料來源：彭博、招銀國際研究

市場避險情緒升溫

隨着美股急跌，資金流向各種避險資產。美國十年期債息由近期高位 3.26 厘跌至 2.72 厘，跌穿近大半年的上升軌（圖 4）。相信要待債息重上升軌之上（約 2.9 厘），才反映市場風險胃納回升，股市方現生機。

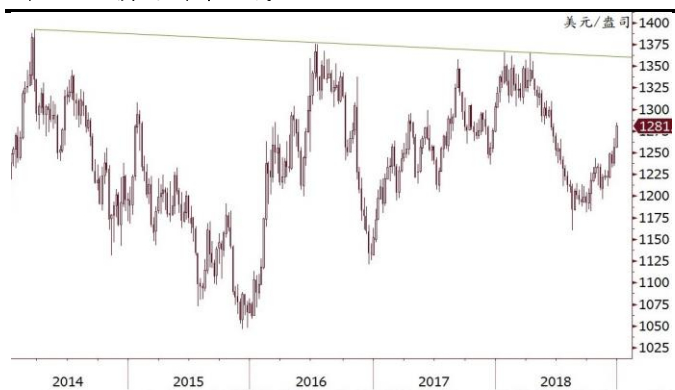
圖 4：美國十年期國債孳息跌穿升軌



資料來源：彭博、招銀國際研究

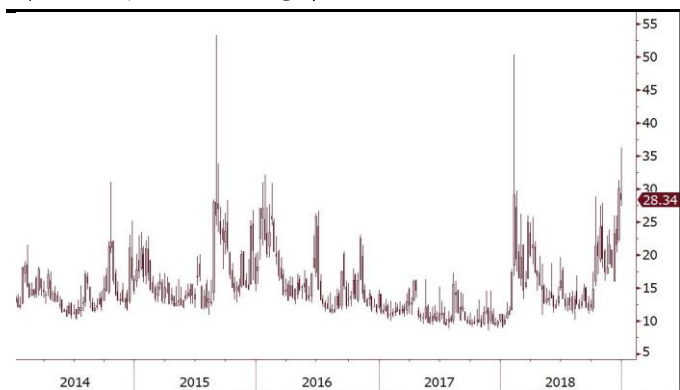
黃金亦發揮避險功能。金價近期急升近一成（圖 5），同期油價急跌、美國通脹預期回落，金價反而上升，正是避險需求所帶動。反映標普 500 指數引伸波幅、俗稱“恐慌指數”的 VIX 則高見 36（圖 6），但仍遠低於 2015 年 8 月及 2018 年 2 月的水平，或顯示市場仍不夠恐慌，調整底部仍未出現。

圖 5：金價近期升一成



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6：“恐慌指數”VIX 急升



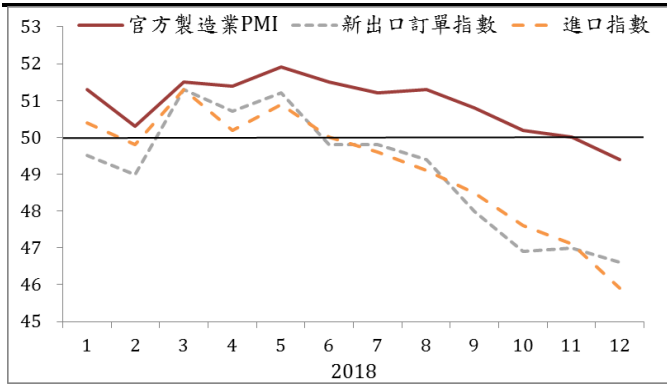
資料來源：彭博、招銀國際研究

中國經濟數據續弱

最新公布的 12 月中國官方製造業採購經理人指數 (PMI)，跌至 49.4%，環比跌 0.6 點，是 2016 年 7 月以來首次跌穿擴張收縮分界綫 50（圖 7）。生產指數為 50.8%，保持在擴張區間，但反映外部需求變化的新出口訂單指數持續下跌至 46.6%。進口指數跌勢更急，跌 1.2 點至 45.9%。從企業規模看，大型企業 PMI 為 50.1%，仍處於擴張區，但中、小型企業 PMI 分別跌至 48.4% 和 48.6%，都處於收縮區。

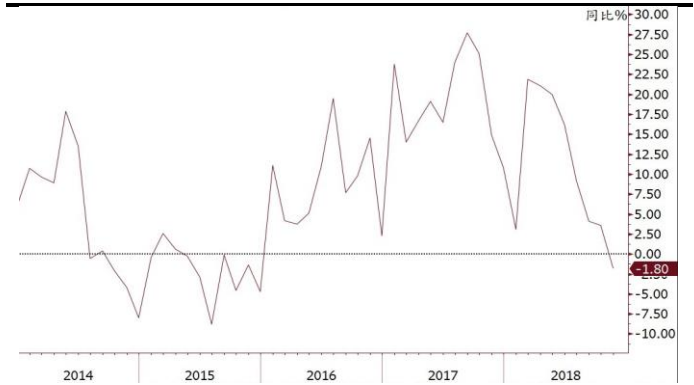
企業利潤亦反映經濟下行壓力。中國 11 月規模以上工業企業利潤同比下跌 1.8%，是 2015 年 12 月以來首次倒退。統計局工業司解讀指，11 月工業利潤下跌，主要是受工業生產銷售增速放緩、工業品出廠價格漲幅回落、成本上升等因素影響。在貿易戰衝擊及內地經濟下行壓力增加下，料市場將憧憬中央政府推出更多穩增長的政策。

圖 7：中國製造業 PMI 跌至 49.4



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8：中國規模以上工業企業利潤同比下跌

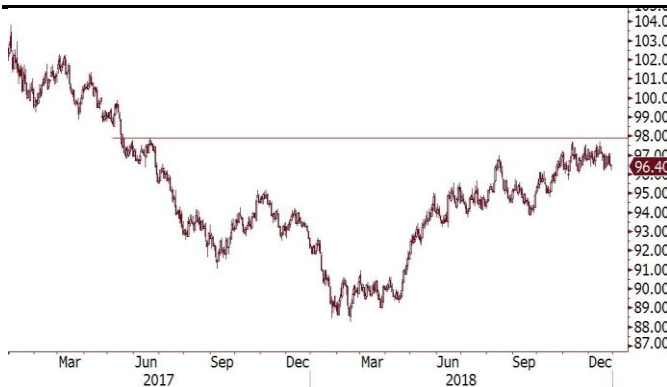


資料來源：彭博、招銀國際研究

加息預期降，美元遇阻力

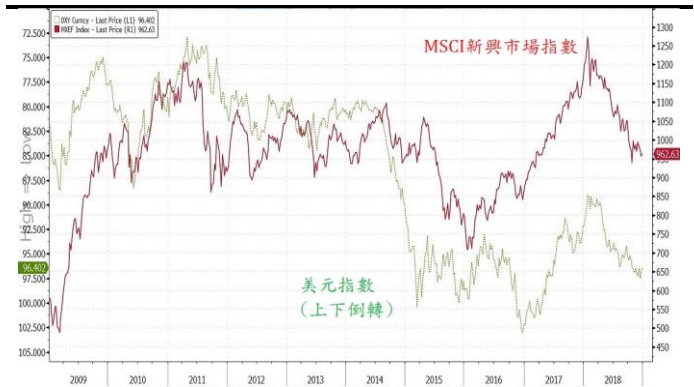
油價近月由高位急跌四成，通脹預期降溫，加上美股回調兩成，以及美國總統特朗普多次批評聯儲局加息，令市場對 2019 年聯儲局加息預期降溫。利率期貨顯示，市場預期今年底聯邦基金利率維持於 2.25-2.50%。加息預期降，美元升勢亦受阻，美元指數似於 98 水平遇阻力（圖 9），這對新興市場稍為利好，因為資金外流壓力有望紓緩（圖 10）。

圖 9：美元指數於 98 遇阻



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 10：美元匯價與新興股市多呈相反走勢



資料來源：彭博、招銀國際研究

觀望中美談判、英國脫歐、美國議息

本月市場將觀望三大因素：

- 中美談判：**中國商務部確認將於 1 月與美國面對面進行貿易磋商。根據美國傳媒，美國政府代表將在 1 月 7 日訪華與北京官員舉行貿易談判。由於特朗普於 12 月 29 日透過電話與習近平對話後，表示雙方協商進展良好，令市場對即將舉行的談判有憧憬。不過，過去大半年的貿易戰反覆多變，於雙方達成實質談判成果前，投資者仍將抱觀望態度。
- 英國脫歐：**英國國會將於 1 月 14 日的一周表決脫歐方案。表決原訂於 12 月進行，但首相文翠珊估計方案不能獲通過而決定押後表決。英國須於本年 3 月 29 日脫離歐盟，進入長達 21 個月的“過渡期”，若果英國國會未能通過脫歐方案，將陷入無協議的“硬脫歐”，對英國經濟造成沉重打擊，勢必損害環球金融市場氣氛。
- 美國議息：**聯儲局公開市場委員會將於 1 月 31 日凌晨公布議息結果。12 月加息後，2018 年合共加息四次，相信 1 月不會加息，但市場將細讀會後聲明及主席鮑威爾於記者會的言論，推測今年利率去向。

技術分析 - 恒指國指再尋底

恒指頭肩頂：恒指經過 10 月底至 12 月初的反彈，再次反覆下跌，並形成小形“頭肩頂”利空形態，正在頸線爭持（圖 11），若確認跌穿頸線，量度目標約於 23,800。

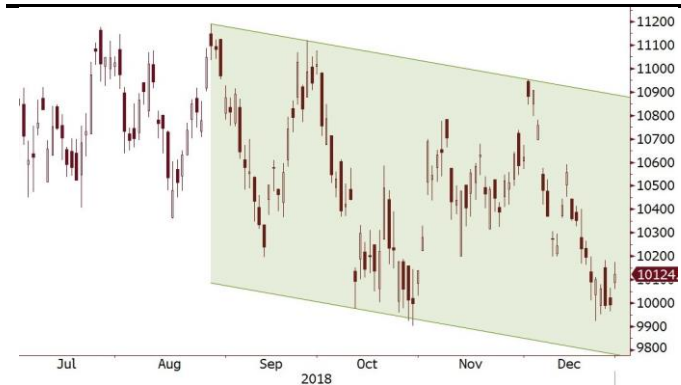
國指、上證測試前浪底：國企指數走勢比恒指更弱，早前反彈受制下降通道，現已接近 10 底之低位（圖 12）。上證綜指走勢亦接近，同樣受制下降通道，正測試前浪底支持（圖 13）。

圖 11：恒指小型“頭肩頂”利空



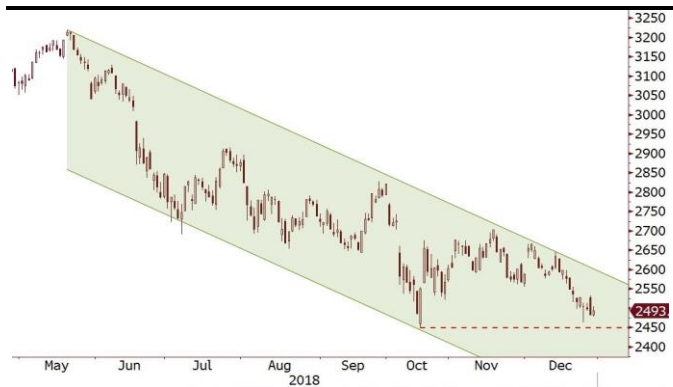
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 12：國指下降通道運行，測試前浪底



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 13：上證綜指下降通道運行，測試前浪底



資料來源：彭博、招銀國際研究

投資策略

上半月乏方向，下半月見真章

市場關注的中美談判、英國表決脫歐方案及聯儲局議息均於月中至月底才有結果，相信 1 月上半月 1 觀望氣氛較濃，加上美股短期內料維持波動，傾向繼續調整，港股投資者宜採取審慎策略，暫時以黃金及高息股避險，待下半月不明朗因素逐步消除再調整策略。

高息股及黃金可避險

內地電力股：雖然內地進入冬季，取暖用的煤炭需求上升，但近期秦皇島動力煤價滑落，10 月中至今下跌 13%，已較一年前回落 23%。煤價今年亦有回落壓力。中國煤炭運銷協會副理事長馮雨表示，受外部經濟環境因素、房地產投資及建設放緩、新能源發電比重提升影響，2019 年煤炭需求增速將放緩，同時煤炭先進產能逐步投產及釋放，煤炭供應將進一步增加。煤價下跌，對火力發電股最有利，利潤率可望提升。**華潤電力(836 HK)**之 2018 上半年營業額同比增長 15%，純利增長 60%。市場估計全年盈利增長 42%。雖然火電股盈利較波動，但公司的派息政策是維持每股派息金額平穩，股息率約 5.9%，於同業中處於領先水平。

香港房產信託：市場避險情緒上升，美國債息顯著回落，高息股吸引力上升。**置富產業信託(778 HK)**是房產信託基金(REIT)，持有 16 個香港的屋苑商場，租戶較多是超市、銀行、餐廳等民生必需，在本港經濟放緩的環境中，防守力較強，性質與領展(823 HK)較接近。置富之股息率 5.74%，遠高於領展之 3.27%，而此 247 點子的息差，接近五年高位，較五年平均之 162 點子高，反映置富現時估值較吸引。

黃金：避險資金流向日圓、黃金等避險，國際金價升至近半年新高，較 8 月份低位反彈近 9%。**SPDR 金 ETF(2840 HK)**是持有實物黃金的交易所買賣基金，價格緊貼金價，不直接受股市氣氛影響。

工程機械股：面對貿易戰的衝擊，內地經濟下行壓力增加，相信中央政府將加大力度支持基建及消費以穩增長。發改委近期密集批復多個交通、民生等基建項目，總投資逾 5,000 億元人民幣。基建投資增速回升，將有利工程設備需求。我們對工程機械業看法樂觀，除了建造活動料持續改善，替換亦將帶來穩定及持續的需求。根據中國工程機械工業協會，全國 25 家主要挖掘機生產商於 1-11 月累計總銷量達 187,393 台，同比增長 48.4%，其中 10 月及 11 月均錄得同比增長，扭轉了 7-9 月的同比跌勢，明顯改善，我們相信主要由於政策加強基建投資。**中國龍工(3339 HK)**主要生產裝載機(佔收入約 50%)、挖掘機(佔收入逾 20%)、叉車、壓路機及零件，上半年核心盈利同比增長 46%。現價相當於 6.6 倍 2018 年預測市盈率，股息率逾 8%。

圖 14：焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2018 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
華潤電力	836 HK	15.06	724	10.9	0.93	8.5	5.9	42.3%
置富產業信託	778 HK	8.99	173	17.5	0.60	4.6	5.8	0.9%
SPDR 金 ETF	2840 HK	946.5	2,535			不適用		
中國龍工	3339 HK	2.03	87	6.6	0.93	14.2	8.1	8.8%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至 2018 年 12 月 31 日

附錄 1：1 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
4	美國	12 月失業率	3.7%	3.7%
	美國	12 月平均時薪(同比)	3.0%	3.1%
	美國	12 月非農就業人口變動	180,000	155,000
10	中國	12 月消費者物價指數(同比)	—	2.2%
	中國	12 月生產者物價指數(同比)	—	2.7%
10-15	中國	12 月 M2 貨幣供應(同比)	—	8.0%
	中國	12 月新增人民幣貸款	—	12,500 億
11	美國	12 月核心消費者物價指數(同比)	—	2.2%
14	中國	12 月出口(美元, 同比)	—	5.4%
	中國	12 月進口(美元, 同比)	—	3.0%
17	美國	聯儲局褐皮書	—	—
21	中國	第四季 GDP(同比)	—	6.5%
	中國	12 月零售銷售(同比)	—	8.1%
	中國	12 月工業生產(同比)	—	5.4%
	中國	1-12 月固定資產投資農村除外(同比)	—	5.9%
23	日本	日本央行議息結果	—	—
24	歐洲	歐洲央行議息結果	—	—
28	中國	12 月工業利潤(同比)	—	-1.8%
30	美國	第四季 GDP 初值(年度化環比)	—	3.4%
31	美國	聯儲局公開市場委員會議息結果	—	—
	中國	1 月官方製造業採購經理人指數	—	49.4

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		48.1%										
滙豐控股	5	9.9%	64.80	15.3	11.5	10.9	0.89	0.13	0.13	6.2%	6.3%	6.3%
友邦保險	1299	9.3%	65.00	16.4	19.9	15.8	2.60	0.29	0.27	1.5%	1.8%	2.0%
建設銀行	939	8.2%	6.46	5.9	5.5	5.1	0.77	0.66	0.60	5.1%	5.5%	5.9%
工商銀行	1398	4.8%	5.59	6.1	5.8	5.4	0.80	0.68	0.62	4.9%	5.2%	5.6%
中國平安	2318	4.6%	69.15	12.5	10.7	9.0	2.10	1.75	1.49	2.5%	3.4%	4.0%
中國銀行	3988	3.2%	3.38	5.1	4.9	4.6	0.59	0.51	0.46	5.9%	6.3%	6.7%
香港交易所	388	3.2%	226.6	38.3	30.2	27.5	7.13	7.11	6.79	2.4%	3.0%	3.3%
中國人壽	2628	1.5%	16.64	12.8	14.6	11.0	1.28	1.08	1.00	2.7%	2.5%	3.3%
恒生銀行	11	1.6%	175.8	16.8	14.5	13.6	2.26	2.14	2.02	3.8%	4.3%	4.6%
中銀香港	2388	1.3%	29.10	9.9	9.7	9.1	1.24	1.18	1.10	4.5%	5.0%	5.3%
交通銀行	3328	0.6%	6.11	5.7	5.6	5.2	0.64	0.53	0.49	5.3%	5.5%	5.9%
資訊科技		11.1%										
騰訊控股	700	10.1%	314.0	36.7	34.1	27.8	8.35	6.80	5.39	0.3%	0.3%	0.4%
瑞聲科技	2018	0.4%	45.5	9.1	11.4	10.0	2.77	2.12	1.84	4.3%	3.6%	3.9%
舜宇光學科技	2382	0.6%	69.6	23.1	22.2	15.7	8.41	5.94	4.38	1.1%	1.2%	1.6%
地產		11.2%										
長實集團	1113	1.8%	57.30	7.0	7.7	8.0	0.68	0.66	0.62	3.0%	3.5%	3.7%
新鴻基地產	16	1.5%	111.6	6.5	9.7	9.2	0.60	0.58	0.56	4.2%	4.5%	4.8%
領展房產基金	823	2.0%	79.30	3.5	29.8	27.3	0.93	0.93	0.92	3.1%	3.4%	3.7%
中國海外發展	688	1.2%	26.90	7.2	7.4	6.1	1.07	0.99	0.88	3.0%	3.5%	4.2%
碧桂園	2007	0.8%	9.53	6.9	5.2	4.0	1.73	1.47	1.17	4.8%	6.5%	8.4%
九龍倉置業	1997	0.7%	46.85	8.3	14.7	14.4	0.66	0.67	0.66	2.0%	4.4%	4.5%
華潤置地	1109	1.0%	30.10	9.2	8.4	7.2	1.49	1.34	1.18	2.8%	3.6%	4.2%
新世界發展	17	0.8%	10.36	4.4	11.2	11.3	0.49	0.49	0.47	4.6%	4.9%	5.1%
恒基地產	12	0.6%	39.00	5.6	11.9	10.7	0.57	0.57	0.56	4.0%	4.5%	4.6%
信和置業	83	0.5%	13.42	6.5	17.6	16.9	0.63	0.61	0.60	3.9%	4.0%	4.1%
恒隆地產	101	0.4%	14.92	8.3	13.9	14.5	0.49	0.48	0.48	5.0%	5.0%	5.1%
電訊		6.0%										
中國移動	941	5.4%	75.35	11.9	11.7	11.6	1.31	1.14	1.06	4.1%	4.1%	4.2%
中國聯通	762	0.6%	8.36	122.9	27.9	16.9	0.73	0.60	0.59	0.7%	1.6%	2.5%
能源		6.1%										
中國海洋石油	883	2.6%	12.10	19.2	8.4	7.6	1.20	1.02	0.94	3.9%	5.6%	6.0%
中國石油化工	386	1.6%	5.59	11.6	7.9	7.9	0.82	0.71	0.68	10.2%	9.7%	9.3%
中國石油股份	857	1.2%	4.88	34.4	12.2	11.0	0.64	0.56	0.54	1.3%	4.7%	4.9%
中國神華	1088	0.7%	17.16	6.3	6.6	6.9	0.92	0.79	0.73	6.0%	6.0%	5.7%
公用		5.5%										
中電控股	2	2.0%	88.50	15.4	15.4	17.4	2.04	1.90	1.82	3.3%	3.4%	3.5%
香港中華煤氣	3	1.8%	16.20	29.9	29.0	27.2	4.05	3.76	3.60	2.0%	2.2%	2.4%
電能實業	6	0.9%	54.50	14.0	14.8	14.8	1.39	1.40	1.38	5.1%	5.1%	5.2%
長江基建集團	1038	0.5%	59.30	14.4	13.9	13.1	1.47	1.34	1.28	4.0%	4.3%	4.5%
華潤電力	836	0.3%	15.06	15.7	11.0	8.8	0.99	0.93	0.88	5.8%	5.9%	6.2%
綜合類		3.8%										
長和	1	2.4%	75.20	8.3	7.6	6.8	0.66	0.62	0.58	3.8%	4.2%	4.6%
中信股份	267	0.8%	12.28	8.0	7.1	6.5	0.64	0.62	0.58	2.9%	3.3%	3.4%
太古股份	19	0.5%	82.70	4.4	16.1	10.0	0.47	0.47	0.47	2.5%	3.1%	3.9%
消費品		5.0%										
吉利汽車	175	0.9%	13.80	10.2	8.0	6.5	2.79	2.12	1.64	2.0%	2.9%	3.7%
石藥集團	1093	0.6%	11.30	25.4	19.4	15.3	4.38	0.50	0.43	10.4%	13.7%	17.5%
申洲國際	2313	0.8%	88.75	31.1	25.0	20.7	5.60	4.46	3.88	1.5%	2.0%	2.5%
蒙牛乳業	2319	0.8%	24.40	41.1	27.3	21.3	3.57	2.91	2.58	0.6%	0.9%	1.2%
中國生物製藥	1177	0.4%	5.16	26.4	19.8	16.8	2.76	3.37	2.79	1.0%	1.4%	1.6%
恒安國際	1044	0.5%	57.00	15.9	15.6	14.4	3.61	3.05	2.81	4.2%	4.3%	4.6%
萬洲國際	288	0.6%	6.03	10.0	10.5	9.5	1.51	1.23	1.14	0.7%	0.6%	0.7%
中國旺旺	151	0.4%	5.48	19.2	17.7	16.5	4.44	3.29	2.96	0.0%	2.9%	3.2%
消費服務		2.4%										
銀河娛樂	27	1.4%	49.80	20.5	16.2	15.2	3.53	3.32	2.88	0.0%	1.8%	1.8%
金沙中國	1928	1.0%	34.30	22.1	17.2	15.8	10.11	1.00	1.00	5.8%	6.0%	6.2%
工業		0.9%										
港鐵公司	66	0.9%	41.20	15.0	24.1	22.0	1.47	1.44	1.41	2.7%	2.8%	2.9%
加權平均				10.6	10.7	9.7	1.25	1.17	1.09	3.9%	3.9%	4.1%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年12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		54.7%										
工商銀行	1398	9.7%	5.59	6.0	5.8	5.4	0.80	0.77	0.70	4.9%	5.2%	5.6%
建設銀行	939	10.2%	6.46	5.5	5.5	5.1	0.77	0.76	0.68	5.1%	5.5%	5.9%
中國平安	2318	9.2%	69.15	10.5	11.0	9.1	2.10	2.00	1.70	2.5%	3.4%	4.0%
中國銀行	3988	6.4%	3.38	5.0	4.9	4.6	0.59	0.58	0.53	5.9%	6.3%	6.7%
中國人壽	2628	2.9%	16.64	11.4	13.9	10.6	1.28	1.23	1.13	2.7%	2.5%	3.3%
招商銀行	3968	2.7%	28.70	8.1	8.0	7.0	1.29	1.23	1.09	3.3%	3.8%	4.4%
農業銀行	1288	2.3%	3.43	4.9	5.0	4.7	0.68	0.66	0.60	5.9%	6.0%	6.4%
中國太保	2601	1.6%	25.35	12.3	11.7	9.3	1.45	1.36	1.24	3.6%	4.2%	5.2%
中國財險	2328	1.3%	8.01	7.9	7.7	6.7	1.13	1.07	0.96	3.2%	3.2%	3.5%
交通銀行	3328	1.3%	6.11	5.6	5.7	5.3	0.64	0.60	0.56	5.3%	5.5%	5.9%
中信銀行	998	1.1%	4.76	4.6	4.7	4.4	0.53	0.51	0.47	6.2%	6.1%	6.5%
民生銀行	1988	0.9%	5.40	4.0	3.7	3.7	0.52	0.48	0.43	3.7%	3.6%	3.8%
海通證券	6837	0.5%	7.50	10.0	11.9	9.6	0.65	0.62	0.59	3.5%	2.5%	3.1%
郵儲銀行	1658	1.0%	4.13	6.1	5.4	4.8	0.77	0.68	0.61	4.1%	4.1%	4.7%
中信証券	6030	0.6%	13.50	13.4	13.2	11.8	0.94	0.92	0.88	3.4%	3.1%	3.4%
新華保險	1336	0.6%	31.10	10.7	10.0	8.6	1.30	1.24	1.11	1.9%	2.8%	3.3%
中國華融	2799	0.3%	1.43	5.3	5.5	3.6	0.41	0.37	0.34	13.5%	4.1%	6.5%
中國人民保險集團	1339	0.6%	3.15	6.7	7.4	6.4	0.81	0.72	0.64	1.4%	1.3%	1.5%
HTSC	6886	0.5%	12.40	8.3	12.7	10.9	0.86	0.84	0.80	0.0%	3.2%	3.4%
中國信達	1359	0.4%	1.90	3.5	3.6	3.2	0.48	0.45	0.41	8.5%	7.1%	8.0%
廣發証券	1776	0.4%	10.62	9.9	11.5	9.6	0.84	0.80	0.75	4.3%	3.0%	3.5%
眾安在綫	6060	0.2%	25.05	虧損	虧損	虧損	1.89	2.02	2.06	0.0%	0.0%	0.0%
能源		10.9%										
中國石油化工股份	386	3.3%	5.59	8.3	7.8	7.8	0.82	0.80	0.78	10.2%	9.7%	9.3%
中國石油股份	857	2.4%	4.88	14.4	12.2	11.0	0.64	0.63	0.62	1.3%	4.7%	4.9%
中國神華	1088	1.4%	17.16	6.6	6.6	6.8	0.92	0.90	0.83	6.0%	6.0%	5.7%
中國海洋石油	883	3.7%	12.10	14.0	8.4	7.7	1.20	1.16	1.07	3.9%	5.6%	6.0%
地產建築		4.8%										
中國交通建設	1800	0.8%	7.40	5.8	5.2	4.7	0.58	0.53	0.48	3.7%	3.7%	4.1%
海螺水泥	914	1.1%	38.00	8.0	6.1	6.5	1.85	1.59	1.39	3.6%	6.8%	6.8%
萬科企業	2202	0.8%	26.60	8.6	7.4	6.2	1.91	1.65	1.41	3.9%	4.8%	5.9%
中國中鐵	390	0.7%	7.13	8.2	8.1	6.9	0.94	0.85	0.77	1.8%	2.1%	2.3%
華潤置地	1109	1.4%	30.10	7.6	8.4	7.2	1.49	1.52	1.35	2.8%	3.6%	4.2%
消費		6.1%										
比亞迪股份	1211	0.8%	49.95	49.0	37.5	27.4	2.37	2.04	1.91	0.3%	0.3%	0.4%
國藥控股	1099	0.9%	32.90	15.3	14.1	12.4	2.20	2.01	1.81	2.0%	2.2%	2.5%
廣汽集團	2238	0.6%	7.81	5.8	5.7	5.1	0.95	0.88	0.79	5.5%	5.6%	6.1%
長城汽車	2333	0.3%	4.49	5.8	6.9	6.6	0.70	0.68	0.62	4.3%	4.5%	4.9%
東風集團股份	489	0.5%	7.10	3.6	3.8	3.8	0.47	0.44	0.40	5.6%	5.0%	5.1%
中國國航	753	0.3%	6.82	11.1	13.7	9.6	0.97	0.95	0.87	1.9%	1.5%	2.3%
石藥集團	1093	0.9%	11.30	21.1	19.3	15.2	4.38	3.96	3.33	1.3%	1.8%	2.2%
申洲國際	2313	1.2%	88.75	28.2	25.0	20.7	5.60	5.08	4.42	1.5%	2.0%	2.5%
恒安國際	1044	0.7%	57.00	15.5	15.6	14.3	3.61	3.48	3.20	4.2%	4.3%	4.6%
公用		2.6%										
華能國際電力股份	902	0.5%	4.98	25.5	20.7	12.1	0.80	0.77	0.75	2.3%	3.2%	5.5%
中廣核電力	1816	0.5%	1.86	9.5	8.8	8.0	1.10	1.03	0.95	4.2%	4.0%	4.4%
中國燃氣	384	0.9%	27.90	20.1	18.2	15.4	4.80	4.08	3.45	1.3%	1.7%	2.0%
粵海投資	270	0.8%	15.14	21.7	19.8	18.5	2.45	2.37	2.29	3.2%	3.6%	4.1%
工業		0.8%										
中國中車	1766	0.8%	7.64	17.3	15.9	13.4	1.51	1.50	1.40	2.2%	2.3%	2.7%
綜合		1.2%										
中信股份	267	1.2%	12.28	8.5	7.1	6.6	0.64	0.62	0.58	2.9%	3.3%	3.4%
資訊科技及電訊		19.1%										
騰訊控股	700	8.2%	314.00	30.5	32.8	27.5	8.35	7.75	6.14	0.3%	0.3%	0.4%
中國移動	941	7.8%	75.35	11.5	11.8	11.7	1.31	1.30	1.21	4.1%	4.1%	4.2%
中國電信	728	1.5%	4.22	15.3	15.0	13.9	0.91	0.90	0.86	2.5%	2.8%	3.0%
中國鐵塔	788	1.5%	1.48	不適用	81.2	40.6	1.32	1.19	1.06	不適用	0.5%	1.4%
加權平均				7.8	8.1	7.4	0.98	0.94	0.86	4.2%	4.2%	4.6%

資料來源：彭博、招銀國際研究；截至2018年12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。