

匯聚全球財富 招銀國際襄助



目錄

序	4
宏觀與策略	5
2014 年市場及投資策略回顧	6
模擬投資組合	9
2015 年經濟及市場展望	10
2015 年投資策略 – 循三大概念選優勝股份	17
2015 年首選股份	21
行業分析	28
中國房地產板塊 - 優於大市	29
中國社會消費品板塊 - 優於大市	31
中國 TMT 板塊 - 優於大市	35
中國物流業 - 優於大市	39
行業首選股份	43
天鵝互動(1980 HK)	44
達芙妮(210 HK)	45
碧桂園(2007 HK)	46
招銀國際覆蓋公司報告	47
SOHO 中國(410 HK)	48
合景泰富(1813 HK)	49
華潤置地(1109 HK)	50
億達中國(3639 HK)	51
龍湖地產(960 HK)	52
利信達(738 HK)	53
金鷹商貿集團(3308 HK)	54
華地國際(1700 HK)	55
寶信汽車集團(1293 HK)	56
中國擎天軟件(1297 HK)	57

中國通信服務(552 HK).....	58
中興通訊(763 HK).....	59
舜宇光學(2382 HK).....	60
過往公司拜訪.....	61
Dynam(6889 HK).....	62
億和控股(838 HK).....	63
博大綠澤(1253 HK).....	64
昂納光通信(877 HK).....	65
越秀房托(405 HK).....	66
光匯石油(933 HK).....	67
中國水務集團(855 HK).....	68
聯合光伏(686 HK).....	69
附錄 1：大差價 A/H 股.....	70
附錄 2：恒指及國指估值表.....	72

序：

韜光養晦三十載 厚積薄發數盛世

2014 年的十一黃金周，當中國普天同慶建國 65 周年時，它已悄然成為全球 GDP 第一的大國。*

或許中國並非期盼著這項世界第一大經濟體的殊榮，但肯定的是，它兼帶著莫大的國際責任。「中國的世紀元年」的提早到來，卻也給予中國在國際舞臺上更大的話語權。

2014 年見證了中國牽頭的亞洲基礎設施投資銀行的成立，獲得積極反響，踴躍支援。這是中國朝經濟發展及創新機制的一個新舉措，也是與亞洲共謀發展，實現共贏的願望。

「要想富，先修路」孕育了「一帶一路」的建設構思。若說亞投任重道遠，那中國絲綢之路將是貫穿歐亞經濟版圖的起點，是牽動世界邁向合作共贏的里程碑。

當中國邁向「兩個一百年」的奮鬥目標時，我們也將拭目一個新大國的姿態，一個寬宏度量所帶來的契機！

*（按國際貨幣基金組織 IMF 的購買力平價 PPP 計法，中國的 2014 年經濟規模已超越了美國。）

曾輝
機構銷售部主管

2014年12月1日

宏觀與策略

2014 年市場及投資策略回顧

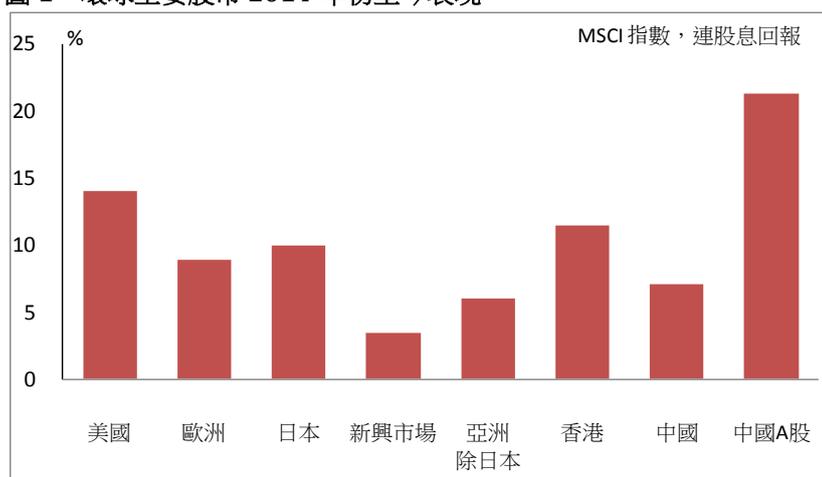
蘇沛豐 – danielso@cmbi.com.hk

央行印鈔支援環球股市，中國減息帶動中港跑贏

回顧 2014 年，環球股市普遍上升，繼續受各主要央行的寬鬆貨幣政策支持。美國經濟一枝獨秀，持續復蘇，第二、三季 GDP 環比年度化分別增長 4.6% 及 3.5%，為十年來最佳，反觀歐元區瀕臨衰退，第二、三季 GDP 環比增長僅得 0.1% 及 0.2%。日本更受 4 月份上調消費稅拖累，第二季 GDP 環比收縮 1.9%，第三季收縮 0.4%，陷入衰退。中國經濟亦放緩，第三季同比增速跌至 7.3%，創五年半新低。隨著美國經濟重回正軌，聯儲局年內逐步減少 QE3（第三輪量化寬鬆）的規模，並於 10 月底宣佈結束 QE3，但利率維持於 0% 至 0.25%，保持市場資金充裕。歐洲及日本則反其道而行，加大寬鬆。歐央行則於年中減息，並於 10 月推出買債計畫。日本央行於 10 月底加大量寬規模。經濟及貨幣政策的分歧，推動美元升值，美匯指數年內上升 9.3%。

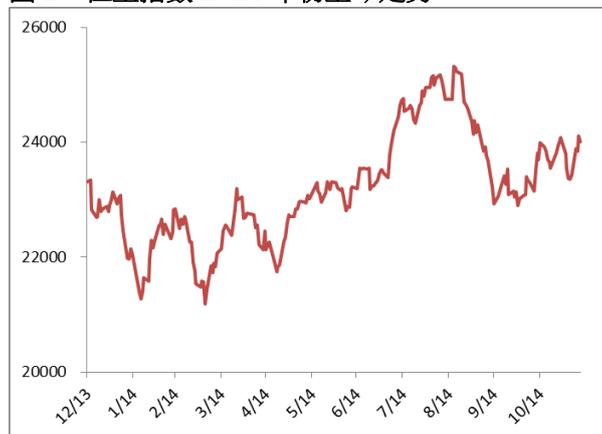
香港股市上升逾一成，跑贏亞洲及新興市場。內地 A 股升幅更逾兩成，擺脫過往幾年「熊霸全球」的弱勢。中國人民銀行於 11 月 21 日宣佈下調基準貸款利率 0.4 厘，減息時間較市場預期早，幅度較預期大，推動中港股市升勢加劇，尤其是對利率較敏感的週期性股份如地產、保險、電力及資源等。

圖 1：環球主要股市 2014 年初至今表現



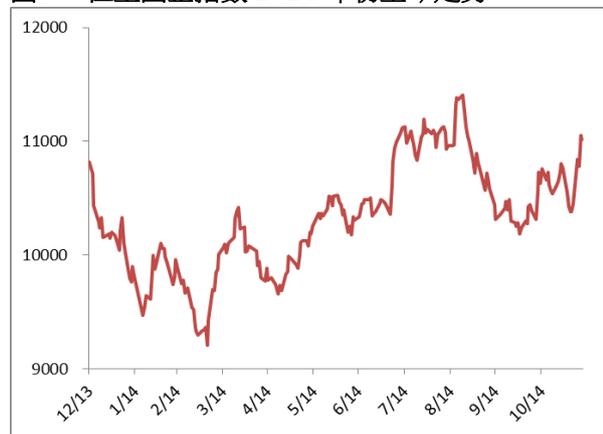
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 2：恒生指數 2014 年初至今走勢



資料來源：彭博

圖 3：恒生國企指數 2014 年初至今走勢



資料來源：彭博

圖 4：恒生指數 2014 年初至今事件圖



資料來源：彭博、招銀國際證券

滬港通 — A/H 股折讓收窄

中國國務院總理李克強於 4 月 10 日宣佈，將推出「滬港通」（滬港股票市場交易互聯互通機制），內地機構投資者及證券帳戶額不低於 50 萬元人民幣的個人投資者，可透過上海交易所買賣於香港交易所上市的 266 只合資格股份，包括恒指綜合大型股指數成份股、恒指綜合中型股指數成份股、同時有 A 股及 H 股之公司。此「港股通」部份，初期總額度為 2,500 億元人民幣，每日上限 105 億元人民幣。另一方面，香港及國際投資者可透過港交所買賣於上交所上市的 568 只合資格股份。

滬港通已於 11 月 17 日開通，由計畫宣佈以來的 7 個多月，同時有 A 股與 H 股的公司之 AH 股差價已率先收窄。流通市值加權的恒生 AH 股溢價指數，由宣佈滬港通前之 93.9（A 股較 H 股折讓 6.1%），升至 103（A 股較 H 股溢價 3.0%）。折讓最大的 15 只 H 股，由宣佈滬港通前平均折讓 63%（即 A 股溢價 170%），到現時收窄至 58%；折讓最大的 15 只 A 股，由原先折讓 19%，到現時收窄至 9%。

圖 5：恒生 AH 股溢價指數



資料來源：彭博

行業表現 — 香港地產、基建、內險、電力股領漲

本年至今，恒生指數 50 成份股之中，以最明顯受惠滬港通的港交所（388 HK）表現最好，升 30%。去年升勢凌厲的科網股騰訊（700 HK）延續強勢。香港地產股恒基地產（12 HK）、長江實業（1 HK）及新鴻基地產（16 HK）則受惠樓價再創新高及美國債息下跌。相反，去年贏家澳門博彩股今年淪為輸家，銀河娛樂（27 HK）及金沙中國（1928 HK）下挫逾 20%。油價下挫，拖累中國海洋石油（883 HK）及昆侖能源（135 HK）。

國企指數成份股方面，基建股中國中鐵（390 HK）及中國交通建設（1800 HK）造好，因下半年內地加快推出鐵路基建項目，加上國家主席習近平提及「絲綢之路經濟帶」和「21 世紀海上絲綢之路」（合稱「一帶一路」）。內險股中國財險（2328 HK）及新華保險（1336 HK）升逾三成，憧憬 A 股上升帶動投資收益。電力股華能國際（902 HK）受惠煤價疲弱及母公司注資，以及減息舒緩財務開支。相反，油價疲弱拖累中海油田服務（2883 HK）瀉近四成。

圖 6：2014 年初至今恒指最強及最弱 10 股

恒指表現最強 10 股	股價變動 (%)
香港交易所 (388 HK)	30.5
恒基地產 (12 HK)	29.0
騰訊 (700 HK)	26.5
華潤電力 (836 HK)	23.2
信和置業 (83 HK)	20.9
電能實業 (6 HK)	18.8
中國移動 (941 HK)	18.1
長江實業 (1 HK)	17.1
新鴻基地產 (16 HK)	15.9
友邦保險 (1299 HK)	15.6

恒指表現最弱 10 股	股價變動 (%)
昆侖能源 (135 HK)	-36.6
華潤創業 (291 HK)	-35.5
金沙中國 (1928 HK)	-26.0
銀河娛樂 (27 HK)	-22.9
康師傅控股 (322 HK)	-17.5
中國海洋石油 (883 HK)	-16.8
蒙牛乳業 (2319 HK)	-14.1
中國神華 (1088 HK)	-10.8
恒安國際 (1044 HK)	-8.6
中國旺旺 (151 HK)	-8.4

資料來源：彭博

圖 7：2014 年初至今國指最強及最弱 10 股

國指表現最強 10 股	股價變動 (%)
中國中鐵 (390 HK)	39.0
中國財險 (2328 HK)	37.2
新華保險 (1336 HK)	35.4
國藥控股 (1099 HK)	29.7
華能國際 (902 HK)	28.7
中信銀行 (998 HK)	25.9
比亞迪 (1211 HK)	25.3
中國交通建設 (1800 HK)	22.6
海通證券 (6837 HK)	20.1
中國電信 (728 HK)	19.4

國指表現最弱 10 股	股價變動 (%)
中海油田服務 (2883 HK)	-39.3
山東威高 (1066 HK)	-34.8
中國信達 (1359 HK)	-16.3
青島啤酒 (168 HK)	-16.2
龍源電力 (916 HK)	-15.5
廣汽集團 (2238 HK)	-13.9
長城汽車 (2333 HK)	-11.4
海螺水泥 (914 HK)	-11.0
中國神華 (1088 HK)	-10.8
中國建材 (3323 HK)	-10.2

資料來源：彭博

模擬投資組合

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「中長線」及「短線」部分：

「中長線」部份為核心持股，占模擬投資組合較大比重（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」部份占模擬投資組合的比重較小（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。

中長線股份的簡介，請參閱第23頁。

圖8：模擬港股投資組合

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	
中銀香港	2388	銀行	11.8	10.7	3.7	23.40	27.40	18.8%	8.1%	
中興通訊	763	電訊設備	18.7	15.6	0.2	15.44	18.56	22.6%	6.9%	
北控水務	371	水務	28.1	21.8	1.1	5.00	5.33	7.2%	7.5%	
中長線 (53.4%)	深圳國際	152	物流	9.8	10.2	3.2	9.11	11.64	27.7%	8.0%
	錦江酒店	2006	酒店	17.6	16.4	2.0	2.56	2.89	12.8%	7.9%
	上海醫藥	2607	醫藥	15.7	13.6	1.8	17.28	18.48	7.0%	8.0%
	中國鐵建	1186	鐵路基建	7.6	7.0	1.8	7.56	8.91	17.9%	6.9%
	維達國際	3331	消費品	23.1	19.3	1.2	11.71	11.84	1.1%	6.1%
	中國電信	728	電訊	16.2	14.7	2.6	4.94	4.70	-4.8%	5.8%
短線 (29.4%)	珠江船務	560	物流	9.2	8.0	3.3	2.12	2.25	6.1%	6.5%
	中國通信服務	552	電訊設備	8.3	7.3	4.3	3.85	3.78	-1.8%	6.0%
	看通集團	1059	軟件服務	不適用	不適用	2.3	0.085	0.087	2.4%	4.9%
現金 (17.2%)									17.2%	
組合整體 (於2014年1月13日成立)								2.9%		

資料來源：彭博、招銀國際證券

2015年經濟及市場展望

蘇沛豐 – danielso@cmbi.com.hk

中國經濟增長目標料下調至 7%，再減息半厘

中國今年 GDP 增速放緩至 7.5% 左右，預料明年 3 月總理李克強發表《政府工作報告》時，會將 2015 年增長目標下調至 7% 左右。經濟的三頭馬車之中，投資面臨最大風險，因房地產市場處於調整期，固定資產投資減慢，而產能過剩及污染的行業如鋼鐵、鋁、煤將繼續受政策遏抑。出口方面，美國經濟復蘇帶來的利好，或會被歐元區及日本經濟疲弱及貨幣貶值所抵銷。消費繼續獲國策推動，以循序達致經濟轉型，但加強社會保障以鼓勵消費的效果需時見效，短期反而可能因房價下滑造成負財富效應，限制了消費增速。

進入減息週期，明年料減息半厘

今年通脹溫和，1-10 月平均，全國居民消費價格指數(CPI)同比上漲 2.1%，遠低於全年目標上限 3.5%，而同期工業生產者出廠價格(PPI)同比下降 1.7%，已連續 32 個月下跌，近月跌勢更加劇(圖 10)。隨著經濟進一步放緩，房價升勢受控，預料 2015 年通脹仍然溫和，人民銀行有條件放寬貨幣政策。

人行已出乎意料地於 11 月 21 日宣佈減息，為 2012 年 7 月以來首次調整利率。雖然減息呼聲本已日益增加，但大部份市場人士原預期人行明年才行動。是次為非對稱減息，一年期貸款基準利率下調 0.4 個百分點至 5.6%，一年期存款基準利率下調 0.25 個百分點至 2.75% (圖 9)。同時結合推進利率市場化改革，將存款利率浮動區間的上限由存款基準利率的 1.1 倍調整為 1.2 倍。換言之，若以上限計算，一年期存款利率維持於 3.3 厘不變。多家中小型銀行已立刻上調存款利率至新上限以爭取客戶存款。

按照官方說法，是次減息主要目的是緩解企業(尤其是小微企業)融資成本高，從而穩增長、促就業、惠民生。除此之外，我們估計人行沒有明言的減息原因，其一是第四季經濟狀況較預期惡劣，減息有助防範樓市急速惡化及銀行壞帳飆升，其二是中國最大交易夥伴為歐盟，今年人民幣兌歐元升值 8.9%，恐有損中國出口，減息有助減輕人民幣升值壓力。存款利率方面，下調幅度較小及調高上限，用意是保障人民之利息收益，維持消費能力。至於為何不先採用較溫和的下調銀行存款準備金比率，而直接減息，相信是由於降準未必能惠及小微企業，因銀行傾向將資金貸予還款能力較高的國企及大企業。

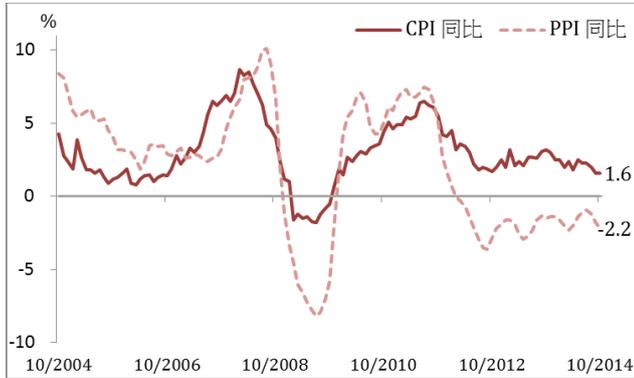
圖 9：中國人民銀行基準利率變動

	調整後利率 (%)		
	2014年11月22日起	調整前利率 (%)	變幅 (%)
活期存款	0.35	0.35	0.00
定期存款			
3個月	2.35	2.60	-0.25
6個月	2.55	2.80	-0.25
1年	2.75	3.00	-0.25
2年	3.35	3.75	-0.40
3年	4.00	4.25	-0.25
貸款			
1年或以下	5.60	6.00	-0.40
1年至5年	6.00	6.40	-0.40
5年以上	6.15	6.55	-0.40

資料來源：人民銀行

雖然人行強調，此次減息仍屬中性操作，並不代表貨幣政策取向發生變化，但我們認為此言論只為避免令人感覺貨幣政策違背中央「調結構」的大方向，因總理李克強一直強調「強改革」，毋需「強刺激」。然而，我們相信中國已進入減息週期，預期人行明年會溫和地減息及下調銀行存款準備金比率，料將減息兩次（貨款利率每次減 0.25 厘，存款利率減幅較小），及降準三次（每次 50 點子）。另外，「微刺激」式財政及貨幣政策料間歇地出臺，估計傾向採取定向投放於國策支持的行業，如消費、醫療、環保、三農等。

圖 10：中國 CPI 與 PPI



資料來源：彭博

圖 11：中國基準貸款利率及銀行存准率

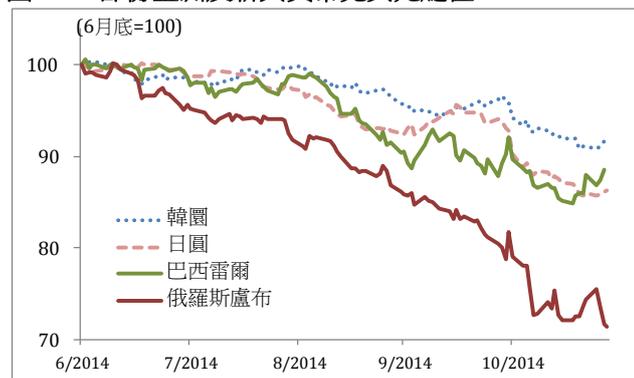


資料來源：彭博

人民幣匯價將雙向波動

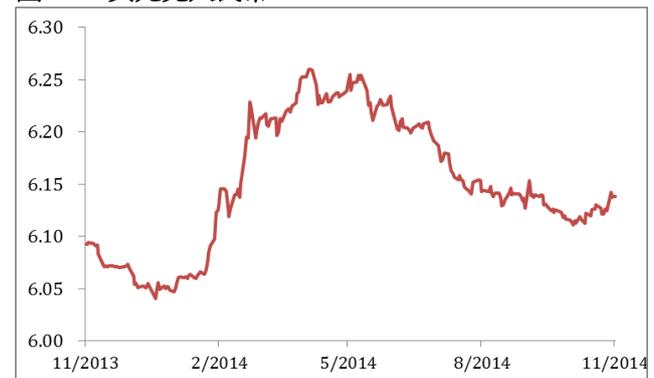
人民幣匯價方面，2014 年 2 月至 5 月期間，兌美元一度貶值 3.5%，其後逐漸回升，但 11 月底人民銀行減息，令人民幣再度轉弱，年內貶值 1.4%（圖 13），顯示人民幣並非單向升值，而是雙向波動。近期不少鄰近國家及新興市場貨幣急速貶值，如日圓、韓圓、俄羅斯盧布、巴西雷爾（圖 12），或增添人民幣貶值壓力，加上人民銀行料將減息及降準，估計人民幣兌美元於 2015 年亦會雙向波動，全年升值不足 1%。

圖 12：部份亞洲及新興貨幣兌美元貶值



資料來源：彭博

圖 13：美元兌人民幣



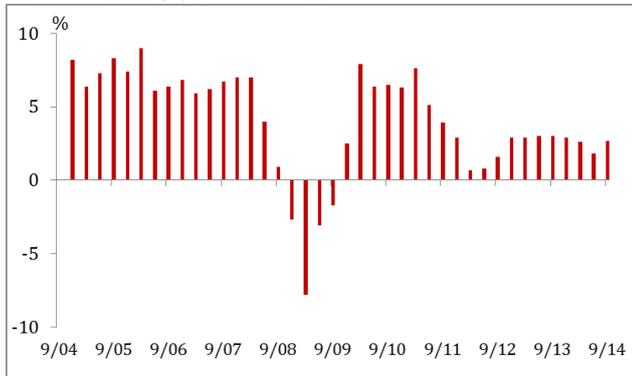
資料來源：彭博

香港經濟增長預測約 2%

香港經濟於 2013 年實質增長 2.9%，但 2014 年受累內地客消費急跌、旅遊服務輸出下跌，及投資開支回落，首兩季同比增速分別放緩至 2.6% 及 1.8%，第三季回升至 2.7%（圖 14）。政府經濟顧問於 8 月預測，全年經濟增長 2-3%。但 9 月底開始的「佔領中環」仍未結束，規模遠較預期大，時間遠較預期長，雖未顯著影響香港經濟支柱金融及地產業，但已打擊旅遊、酒店、餐飲及零售業，尤其是被佔領的地區。估計 2014 全年經濟增長同比放緩。

展望 2015 年，我們估計香港 GDP 實質增長約 2%。貢獻 GDP 六成至七成的私人消費開支，料仍有溫和增長，因為本港 10 月分失業率僅為 3.3%（圖 15），而即使於「占中」啟動後，企業招聘意欲仍樂觀，失業率可望保持偏低，支持私人消費輕微增長，抵銷內地客減少消費的影響。貢獻 GDP 兩成至三成的固定資本開支之中，私人樓宇建造活動料溫和增長，因近年特區政府致力增加土地供應，未來 3-4 年可提供的私人單位數目達 7.4 萬夥，創歷史新高。政府基建開支料平穩，基建專案如港珠澳大橋、南港島線鐵路等正進行。

圖 14：香港季度 GDP 同比



資料來源：彭博

圖 15：香港失業率



資料來源：彭博

美國通脹預期仍低，或明年底加息

美國已結束量化寬鬆 (QE)，貨幣政策焦點轉移至何時加息。聯儲局重視的就業市場已穩步復蘇，失業率已跌至 5.8%，但部份跌幅是由於勞工參與率跌至三十多年新低，反映長期失業致放棄求職者眾，另外，薪金增速亦緩慢。加息的關鍵，為通脹何時升至聯儲局的目標 2%。通脹指標 — 核心個人消費開支指數按年變幅 — 僅為 1.48%，雖然該指標已扣除能源價格，但近半年油價急跌 30%，難免會傳導至其他物價，更添通脹下行壓力（圖 16）。

油價續疲弱，通脹難反彈

油價的弱勢，由供應、需求及政治因素共同造成。美國近年葉岩油氣供應大增，能源進口大減，需求則隨中國為首的新興市場經濟放緩，而美國為制裁俄羅斯，可能刻意增加石油供應，推低油價打擊俄經濟。此等因素料不會於短期內逆轉，尤其是供應及需求，估計油價難以大幅回升，令美國通脹仍難以達到聯儲局目標水準。

美國 5 年期通脹掛鈎債券 (TIPS) 反映的通脹預期亦節節下滑，由今年 6 月的 2.1%，跌至現時 1.5%。各項資料顯示，聯儲局毋須急於加息，估計明年上半年會觀望經濟表現，到下半年才開始加息。利率期貨顯示，市場預料聯儲局最大機會于明年 9 月或 10 月開始加息。

圖 16：油價與美國通脹



資料來源：彭博

日本加碼量寬，歐元區稍後或跟隨

日本央行於 10 月 31 日議息後，意外地宣佈將加碼擴大貨幣基礎，由原先每年增加 60 萬億至 70 萬億日圓，擴大至 80 萬億日圓。央行行長黑田東彥表示，現時是日本走出通縮的關鍵時刻，有必要時將毫不猶豫再行動，及認為政策有進一步放鬆空間。

歐洲央行亦有可能加碼寬鬆。過去兩年美國及日本央行大舉買債，資產急增，作風保守的歐央行之資產反而減少（圖 17）。歐元區有通縮風險，歐央行於 10 月終宣佈啟動購買債券，並計畫將央行資產推升至 2012 年初之規模，即由現時約 2 萬億歐元增至約 3 萬億，但計畫沒包括購買國債。估計稍後歐央行有機會加碼寬鬆，或將主權債券列入購買範圍。

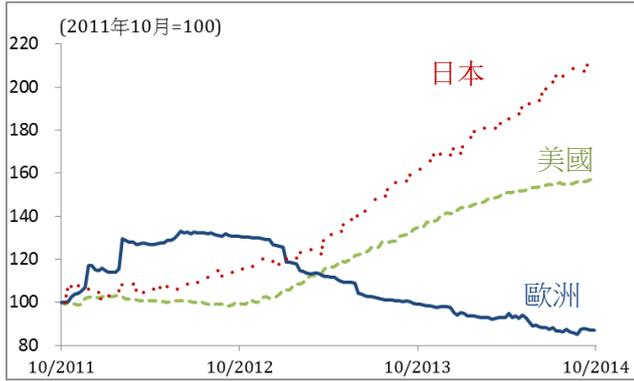
市場遊資有增無減，繼續支撐股市

聯儲局雖結束買債，但其持有的債券到期時會再投資，意味其逾 4 萬億美元的資產規模不會縮減。而日本央行已接力增加量寬。另外，日本政府退休金投資基金(GPIF)宣佈，將日本股票投資目標比重從 12%上調至 25%，及將外國股票投資比重從 12%上調至 25%。截至 6 月底，該投資基金資產逾 11,000 億美元，其中 17%為日本股票，16%為外國股票，修訂投資比重意味將有約 900 億美元流向日本股市，及約 1,000 億美元流向環球股市。

股票仍較債券吸引

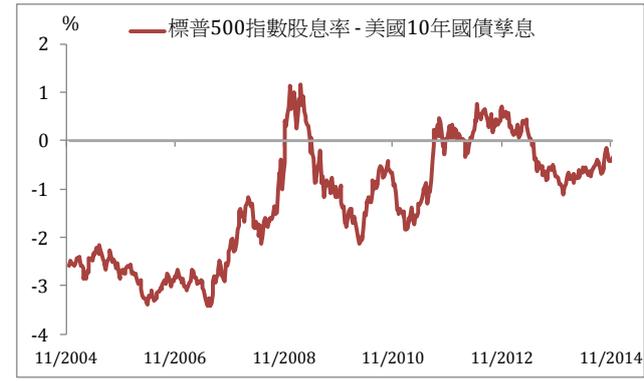
環球市場資金有增無減，問題是會流向哪種資產。環球債息低迷，股票仍較債券吸引。若比較息率，可見債券偏貴。金融海嘯前，10 年期國庫債券孳息率長期高於標普 500 股息率，因為股票具資本增長潛力，投資者可接受較低股息率。現時債息僅較股息高 0.34 厘（圖 18）。歐洲及日本的債息則更低，股息率甚至高於債息率。

圖 17：美、歐、日央行資產規模



資料來源：彭博

圖 18：美國股票與債券息差

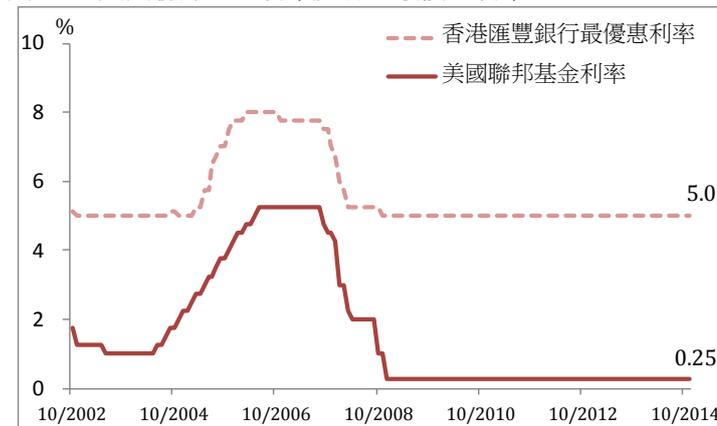


資料來源：彭博

香港可能較美國遲加息

香港實行聯繫匯率，利率方向跟隨美元，但不會百分百同步，例如 2004 年中，美國進入加息週期，但香港銀行最優惠利率約于 3 季後才上調，部份原因是美國利率由 2002 年底 1.75% 減至 1.0% 期間，香港最優惠利率只減了 0.125%。於最近一次減息週期，美國利率由 2007 年中 5.25%，到 2008 年底減至 0%-0.25%，香港並無跟足，僅由 7.75% 減至 5.0%（圖 19）。若明年美國開始加息，初期香港亦未必跟隨。

圖 19：美國聯邦基金利率及香港最優惠利率



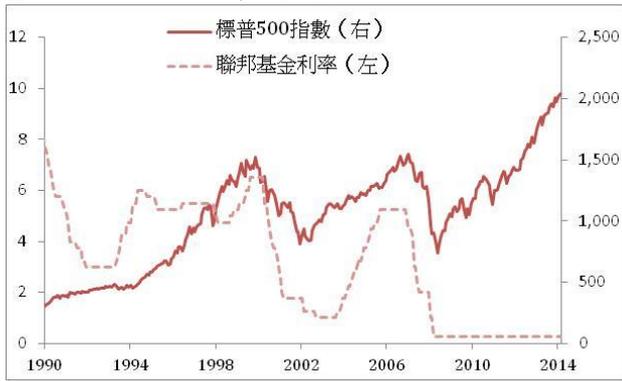
資料來源：彭博

加息反映經濟復蘇，初期股市往往造好

投資者常憂慮加息，但如果加息原因並非通脹飆升，而是經濟增長，未必有損股市，尤其是加息週期初段至中段，經濟增速尚未受利率上升拖慢，企業盈利亦隨經濟增長而上升。最近三次美國加息週期（1994-1995 年、1999-2000 年、2004-2006 年），期間美股皆上漲（圖 20）。

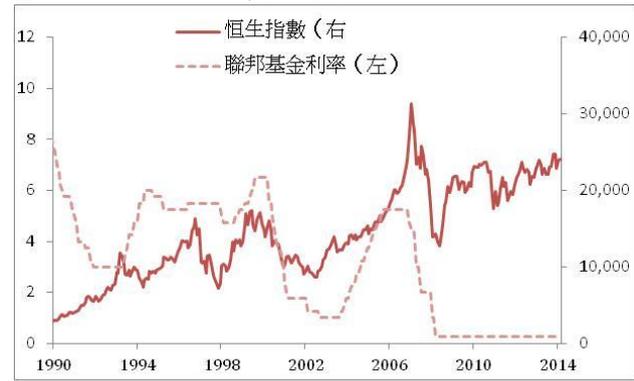
港股於 1999-2000 年及 2004-2006 年兩次加息週期亦上漲，恒指均由約 12,000 升至 16,000，僅於 1994-1995 年那次下跌，恒指約由 11,000 下挫至 8,000（圖 21），但 1994 年初時恒指市盈率高達 20 倍，加上內地推行宏觀調控，刺破了港股泡沫，加息反而並非跌市主要原因。現時恒指市盈率僅約 11 倍，而中國明年料稍為放寬貨幣政策，預料美國溫和的加息步伐不會打擊港股。

圖 20：聯邦基金利率與美股



資料來源：彭博

圖 21：聯邦基金利率與港股



資料來源：彭博

美元上升為主要風險

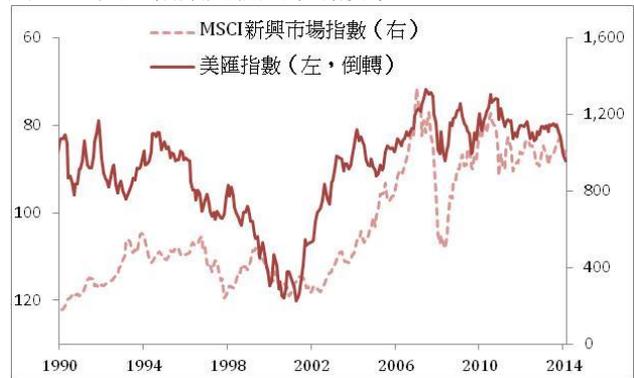
美國正逐步退出超寬鬆貨幣政策，但歐洲及日本加大寬鬆，貨幣供應此消彼長。加上美國近年葉岩油及葉岩氣產量急增，石油入口大減，貿易赤字改善，亦造就美元匯價上漲。參考過去兩次美元大週期，升浪皆達 6 年多，下跌及整固期則長達 9-10 年（圖 22）。此輪美元升浪始於 2011 年，強勢或持續至 2017 年。過往美元上升期間，資金往往回流至美國，新興市場所受打擊尤其明顯（圖 23，圖中美匯指數倒轉顯示，可見美元升值時新興股市多數疲弱），甚至令部份財赤及貿赤高企的國家出現危機。若果來年美元急升，或會再次於新興亞洲股市帶來恐慌，造成連鎖效應，拖累資金自由進出的港股市場。

圖 22：美匯指數過去兩次升浪長達 6 年



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 23：美匯指數與新興市場股票



資料來源：彭博

提防歐元區及日本債務風險

歐元區瀕臨再衰退，甚至可能陷入通縮，若經濟惡化，及歐洲央行的救市措施力度不足，主權債務危機或重燃。由 2009 年底開始，歐元區多番受主權債務危機困擾，近兩年危機暫時沉寂，卻不表示問題已解決，希臘、葡萄牙、西班牙、義大利等國依舊債臺高築。若陷入通縮，債務的實質價值會因而增加，加上稅收很可能因經濟衰退而減少，或令市場再度擔憂該等國家之償付能力。

日本原訂於 2015 年 10 月將消費稅由 8% 加至 10%，但鑒於經濟表現及通脹仍未如理想，首相安倍晉三欲延遲至 2017 年 4 月才加稅，並宣佈解散國會重選，以爭取民意支持。若真的延後加稅，或有利日本經濟，卻不利環球金融市場。日本政府債務相當於 GDP 的 240%，加上人口老化將引致的龐大醫療開支及退休福利，實有必要增加政府稅收。若暫緩

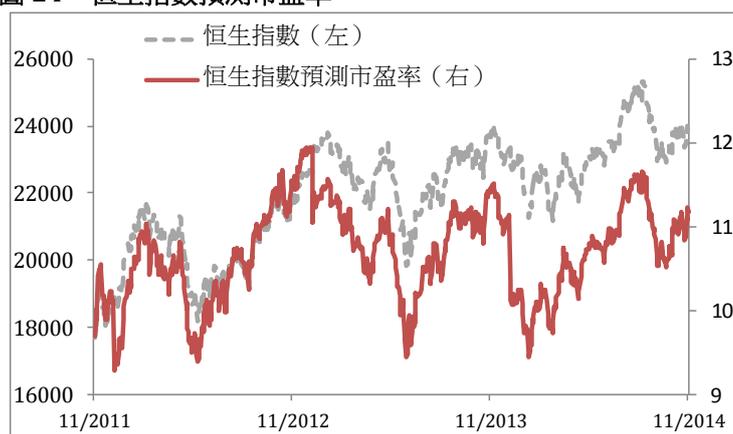
加稅，恐怕會被視為缺乏財政紀律，打擊債券投資者信心，或令日本國債被拋售，孳息急升，令本已沉重的利息開支百上加斤，甚至引起環球金融市場動盪。

恒指估值維持偏低水平，料於 22,000-27,000 區間上落

過去 3 年，恒指之預測市盈率大多於 9.4 倍至 11.6 倍之間（圖 24），料明年估值維持於此區間上落，而恒指每股盈利料溫和增長 7.3%（圖 25），意味恒指波動區間位於 22,000 至 27,000。利好方面，歐洲及日本央行接力加碼放寬銀根，人民銀行則料將減息及降準，市場資金保持充裕，而內地推行國企改革可望令資源、電力、保險等國企股估值溫和上調。利淡方面，內地經濟增速進一步放緩，以及資金可能從新興市場回流美國的憂慮，將限制港股估值上調幅度。另外，占恒指比重約 15% 的內銀股，將繼續受資產質素惡化困擾，市盈率難以從現時約 5 倍的水平大幅向上重估，直至中央政府能化解地方政府債及影子銀行的風險。

港股成交方面，本年至今主機板日均成交 661 億港元，明年料可達 700 億至 800 億港元，原因包括 1) 雖然滬港通初期交投低迷，但當兩地投資者逐漸認識對方市場，交投應逐漸上升；2) 恒生指數上升，推升市值；3) 新股上市推升整體市值。

圖 24：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博

圖 25：恒生指數盈利預測

	2013實際	2014預測	2015預測
每股盈利(點)	2315	2149	2306
變動		-7.2%	7.3%
每股股息(點)	905	853	910
變動		-5.8%	6.7%
每股賬面值(點)	17790	18118	19559
變動		1.8%	8.0%
市盈率	10.4	11.2	10.4
孳息率	3.8%	3.6%	3.8%
市賬率	1.35	1.32	1.23

資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 26：恒生國企指數盈利預測

	2013實際	2014預測	2015預測
每股盈利(點)	1446	1465	1577
變動		1.3%	7.6%
每股股息(點)	440	471	510
變動		7.1%	8.2%
每股賬面值(點)	9544	9878	11000
變動		3.5%	11.4%
市盈率	7.6	7.5	7.0
孳息率	4.0%	4.3%	4.6%
市賬率	1.15	1.12	1.00

資料來源：彭博、招銀國際證券

2015年投資策略 — 循三大概念選優勝股份

由2012年至2014年，港股一直缺乏方向，恒生指數每年高低波幅都約為4,000-5,000點。窄幅波動之中，總算反復溫和上揚，預料2015年大市走勢仍與過去三年相近，波動區間位於22,000至27,000，較現水平有12.6%潛在升幅，爭取更高回報的關鍵為選股。

港股日益受中國政策及企業影響，尤其是滬港通已實行，港股更沾上內地市場特色。我們循內地金融政策、貨幣政策及資本輸出戰略的三大方向，選出下列概念板塊及股份。

中國減息受惠股

中國人民銀行於11月21日宣佈減息，比市場預期為早。我們相信中國已進入減息週期，預期人行明年會溫和地減息及下調銀行存款準備金比率，料將減息兩次（貸款利率每次減0.25厘，存款利率減幅較小），及降準三次（每次50點子）。減息將從幾方面利好中港股市。第一，企業財務成本下降，有助盈利，並有望增加投資，對整體經濟有支持。第二，市場對債務風險及房地產市場下滑的憂慮將減低。第三，由於內地缺乏投資管道，市民財產主要于房地產、股市、理財產品及銀行存款，存款利率下調，意味無風險利率下降，將驅使部份銀行存款流出，股市相對吸引力增加，可望吸引資金流入。

資源、地產、電力及部份高負債的股份，料將最受惠減息（圖27），其中資源及內房的行業需求因減息而上升，而資源、電力及其他高負債企業，則因利息開支下降而得益。唯須注意負債宜以人民幣為主，若以外幣如美元為主，如內地航空股，則受惠程度較小。

另一方面，內地銀行股雖亦可能受惠減息，因壞帳風險下降，但由於是次減息不對稱（貸款利率減幅大於存款利率減幅），明年亦可能繼續不對稱減息，以保障人民的存款收益，及推進利率市場化，內銀的淨利差勢將收窄。減息所帶動的貸款量增長，未必足以彌補淨利差下跌的負面影響。

圖 27：受惠內地減息的板塊及股份

板塊	原因	部份相關股份
資源	對經濟週期較敏感，憧憬經濟增速回升時往往跑贏大市，且部份公司負債較高，減息可減輕財務負擔	鞍鋼（347 HK）、馬鋼（323 HK）、中國鋁業（2600 HK）、江西銅業（358 HK）、中國建材（3323 HK）、中材股份（1893 HK）、山水水泥（691 HK）
內房	發展商融資成本下降；房貸利率下跌提升需求及負擔能力	碧桂園（2007 HK）、中國海外（688 HK）、華潤置地（1109 HK）、世茂房地產（813 HK）
電力	電力企業普遍負債高，減息可減輕財務負擔	華電國際（1071 HK）、大唐發電（991 HK）、中國電力（2380 HK）、華潤電力（836 HK）、華能新能源（958 HK）、龍源電力（916 HK）
其他高負債股*	人民幣負債較高的企業，利率開支將隨減息下降	中國交通建設（1800 HK）、中國中鐵（390 HK）、中國中冶（1618 HK）、中國高速傳動（658 HK）、聯邦製藥（3933 HK）、中升控股（881 HK）、天虹紡織（2678 HK）、盈德氣體（2168 HK）

資料來源：彭博、招銀國際證券

*列出的高負債股之淨債務對股本比率均逾100%

對於招銀國際證券覆蓋的的行業而言，減息有何影響，分析如下：

內房銷售料改善

房地產公司未能因節省利息開支而即時受惠，香港上市的房地產公司較多採用定息的外幣債券來融資，所以中國銀行減息不會影響外幣債券的利息支出；另外，若房地產公司利用國內銀行的建築貸款，因為利息開支會被資本化，成為房屋的成本，要在房屋銷售及交付予買家才可確認，所以新建房屋減少的利息開支可能在未來 1-2 年後才反映出來。

雖然銀行減息並未會即時在房地產商的資產負債表及利率表中反映出來，但在即時現金流的利息支出可節省。最重要的是房屋新買家可節省利息支出，可刺激意欲購買房屋，可以說明房地產商的銷售速度，降低庫存，改善財務狀況。

內地百貨股利息支出降

內地百貨商場的經營者可以受惠於這次減息。百貨商場經營者在修建新商場以及翻新舊商場的過程中，無疑會給公司的資本開支帶來壓力，銀行貸款則是內地百貨商場經營者最常用的融資管道。銀行貸款利息的降低將在一定程度上減輕百貨公司的利息支出，緩解現金流壓力。

軟件業不受減息影響

軟件行業對是次減息反應料為中性。軟件業者普遍負債偏低，融資管道多為創投基金的風險投資，較少銀行願意貸款予軟件發展商。銀行貸款利息的降低對軟件行業的影響非常輕微。

「一帶一路」概念股

中國國家主席習近平於今年 9 月及 10 月，先後倡議發展「絲綢之路經濟帶」及「21 世紀海上絲綢之路」，並宣佈中國將出資 400 億美元成立絲路基金，為「一帶一路」沿線國家之基建、資源開發、產業合作、金融合作等專案提供融資。此「一帶一路」概念，其實早於 3 月已由總理李克強於政府工作報告提出，現由習主席重申，令市場更加關注其帶來的投資機遇。

「一帶一路」標誌著中國「走出去」的戰略，向東南亞、中亞、西亞、非洲、拉丁美洲等發展中地區發展基建。中國經濟經歷多年高速發展後，近年漸漸放緩，多個行業出現產能過剩問題，「一帶一路」的發展正好為中國的基建相關行業消化過剩產能，並為有關企業帶來海外訂單的機會。

圖 28：「一帶一路」概念股

板塊	原因	部份相關股份
基建	基建企業料將接獲更多海外訂單	中國中鐵(390 HK)、中國鐵建(1186 HK)、 中國交通建設(1800 HK)
核電設備	中國政府積極推動核電企業「走出去」	上海電氣(2727 HK)、東方電氣(1072 HK)、 哈爾濱電氣(1133 HK)
其他新能源	中國政府積極推動能源企業「走出去」	聯合光伏(686 HK)、保利協鑫能源(3800 HK)、 順風清潔能源(1165 HK)、興業太陽能(750 HK)、 金風科技(2208 HK)、中國高速傳動(658 HK)
機械工程	工程企業料將接獲更多海外訂單	中國機械工程(1829 HK)、中國中冶(1618 HK)
鋼鐵	鐵路基建增加鋼鐵需求	馬鋼(323 HK)、鞍鋼(347 HK)、 重慶鋼鐵(1053 HK)

資料來源：招銀國際證券

來年的另一焦點為「十三五規劃」，關乎 2016 年到 2020 年中國的社會及經濟發展，料於 2015 年 10 月由全國人大審議建議草案。草案出臺前，往往有不少有關內容的傳聞及報導，投資者或會偷步炒作受惠行業股份。重點關注的議題包括經濟轉型升級、擴大消費、戰略性新興產業、企業「走出去」、健康保障、環境治理等。

滬港通受惠股

滬港通已於 11 月 17 日開通，內地機構及個人投資者可透過上海交易所買賣於港交所上市的 266 只合資格股份，香港及國際投資者可透過港交所買賣於上交所上市的 568 只合資格股份。以下幾類在港上市的股份，可望受惠滬港通：

交易所及券商 – 港交所(388 HK)將與上交所分享因「滬港交易通」產生的交易費用收入，及因「滬港結算通」產生的結算費收入。雖然滬港通初期交投低迷，但當兩地投資者逐漸認識對方市場，交投應逐漸上升。內地及香港券商為客戶買對方市場股票，帶來額外佣金收入。不過，香港券商紛紛推出「滬股通」免佣金優惠搶客，優惠期約 6 至 12 個月至，短期內難以帶動收入及盈利。

H 股較上海 A 股價格大幅折讓的公司 – 可炒作折讓收窄，唯須注意不少大折讓股份的基本因素低劣，而且就算折讓收窄，亦不一定是 H 股升，可以是 A 股跌。滬港通現僅為試點計畫，未來料會逐步擴大額度，有助 A/H 股差價漸趨同價。

內地投資者熟悉、但只在港上市的公司 – 內地電訊、科網、博彩、知名消費品牌、香港地產、國際金融等板塊。

新興產業 – 從 A 股市場各板塊的估值及股價表現，可見內地投資者不喜歡金融、資源、基建等大國企為主的傳統行業，偏好新能源、資訊科技、生物科技等有國策支持的「戰略性新興產業」，尤其是中小型股份。香港市場亦有不少內地新經濟股，如醫療及新能源等。

圖 29：受惠「滬港通」的港股板塊及股份

板塊	原因	部份相關股份
交易所及券商	收入隨滬港股市成交額上升	港交所(388 HK)、中信證券(6030 HK)、海通證券(6837 HK)、中國銀河(6881 HK)*、中州證券(1375 HK)*、海通國際(665 HK)*、國泰君安(1788 HK)*、申銀萬國(218 HK)*
內地稀缺股，如電訊、科網、博彩、香港地產、國際金融	內地投資者熟悉、但 A 股市場缺乏的板塊	中移動(941 HK)、騰訊(700 HK)、金山軟件(3888 HK)、聯想(992 HK)、金沙中國(1928 HK)、銀河娛樂(27 HK)、長江實業(1 HK)、和記黃埔(13 HK)、滙豐(5 HK)、友邦保險(1299 HK)
知名消費品牌	內地投資者熟悉、但 A 股市場缺乏的股份	恒安(1044 HK)、康師傅(322 HK)、旺旺(151 HK)、蒙牛乳業(2319 HK)、安踏體育(2020 HK)、莎莎(178 HK)
基本因素較佳的大折讓 H 股	A/H 差價可望逐步收窄	大連港(2880 HK)、洛陽鉬業(3993 HK)、中海集運(2866 HK)、四川成渝高速公路(107 HK)、上海電氣(2727 HK)、東方電氣(1072 HK)、中海油田服務(2883 HK)

資料來源：招銀國際證券

*並非合資格「滬股通」股份

2015 年首選股份

天鵝互動 (1980 HK) — 領先的「多對多」即時社交視頻平臺

以總用戶消費計，天鵝是中國最大的即時視頻社交平臺，並為「多對多」視頻社交模式的先行者和領導者。以總用戶消費計，天鵝在中國即時視頻社交的市場份額在 2013 年達到 33.9%。公司的兩個主要「多對多」社區平臺包括 9158 視頻和新浪 SHOW，另外天鵝還經營六個其它社區，各偏重於不同的內容和地區。天鵝唯一的「一對多」社交視頻平臺為新浪 Showcase。

移動用戶的增長大大拉動了天鵝即時社交平臺的活躍用戶成長。我們預計 PC 端即時社交平臺的用戶增速將會放慢，而移動端的強勁用戶增長勢頭將持續到 15 年，成為即時社交平臺成長的關鍵驅動力。

達芙妮(210 HK) — 期望 2015 年下半年盈利能力改善

達芙妮旗下的兩個核心品牌達芙妮和鞋櫃都是主要針對中國內地大眾鞋類市場的女鞋品牌。公司旗下還擁有針對中高端女鞋市場的品牌，包括 Aee 和 Aerosoles 等。公司過去一年不斷整合旗下店鋪資源、清理存貨同時也不斷提升品牌的市場形象。公司現時店鋪資源的整理已基本接近尾聲，我們認為公司的盈利能力在 2015 年將得到改善。

雖然達芙妮的兩個核心品牌都是針對大眾市場的女鞋品牌，但是公司最近推出的明星系列鞋類產品則主要是針對中高端的女鞋市場。我們認為公司明星系列產品的推出有助於提高品牌市場形象同時貢獻較高的毛利率。

碧桂園(2007 HK) — 具成本優勢

碧桂園主席楊國強擁有豐富的建築經驗，碧桂園建屋成本較低，因此公司集中在地價相對便宜的三/四線城市開發專案。2014 年 1-10 月份合同銷售金額及面積分別上升 15.3%至 919 億元及 15.4%至 1,381 萬平方米，公司截至 10 月底已完成今年銷售目標 1280 億元的 71.8%。碧桂園是國內房地產商第一家投資海外地產項目的公司，這些海外項目可為公司帶來長遠的增長，並可分散風險。公司成功以供股方法籌資 31.5 億港元，可強化財務狀況，我們預計 2014 年底的淨負債比率降至 52.7%。

華能新能源(958 HK) — 減息舒緩債務，憧憬「十三五」規劃

內地電力企業普遍負債沉重，華能新能源的淨負債對股本比率高達 216%，比大部份同業更高，且大部份為人民幣銀行借款。人民銀行於 11 月下調貸款利率 0.4 厘，可舒緩電企的財政壓力。我們預料人民銀行未來一年再減息半厘，將進一步降低電企的利息開支。

華能新能源主要從事風力發電，並有發展太陽能業務。比起燃煤發電，風電、太陽能等非石化能源獲國策支持，增長潛力遠遠較佳。2015 年中央政府將草擬及審議「十三五」規劃，預料新能源發展將是重點之一。2014 年上半年，全國風況普遍不佳，令風電股業績普遍遜預期，華能新能源之風電發電量同比下降 2%，盈利微升 2%。短期的風力資源多寡難以預測，但相信不會長期低迷。風電場接駁上電網的比例日益上升，將逐步減低「棄風限電」的問題，當風資源回升至正常水平，將推動風電股盈利增長。

中國中鐵(390 HK) – 基建企業走出去

中國政府鼓勵基建服務及設備公司「走出去」，今年多次對外推介中國的鐵路建造業務，已協議或有機會由中方參與建造當地鐵路的國家包括英國、捷克、尼日利亞、泰國、秘魯、巴西等，最近印度籌建造價約 2,000 億元人民幣的全球第二長高鐵線，正與中國研究合作建造。中國發起的「一帶一路」規劃，將為中國的鐵路基建公司帶來龐大海外發展機會。

國內業務方面，近幾年鐵路建設增速放緩，但今年下半年有回升之勢，國家發改委頻頻批復鐵路投資項目。中國鐵路總公司(前身為鐵道部)債臺高築，人民銀行減息可望稍減其財政壓力，鐵路投資亦有望加大及加快。專注於鐵路建造業務的公司僅得中國中鐵(390 HK)及中鐵建(1186 HK)，中鐵之淨負債對股本比率較高，達 135%，較受惠人行減息。

海豐國際(1308 HK) – 專注亞洲航運，受惠自貿協定及海上絲路

海豐國際於亞洲從事集裝箱航運服務，及陸上貨運物流服務。截至 6 月底，經營 66 艘船舶(約一半自有)及 53 條貿易航線，航線覆蓋中國、日本、韓國、臺灣、香港、越南、泰國、菲律賓、柬埔寨及印尼主要港口，同時於中國及東南亞多國發展陸上物流業務。中國主張發展「21 世紀海上絲綢之路」，勢將加強中國與東南亞國家的貿易量。

東北亞方面，中國與韓國於 11 月簽署了自由貿易協定綱要，料可於 2015 年實施，今後 20 年雙邊貿易的 17 類商品當中，九成將實現零關稅。中日韓自由貿易協定第六輪工作談判亦於 11 月底於日本舉行。自貿協定實施後，料可促進中日韓雙方貿易。

惠理集團(806 HK) – 中港基金互認明年或推行

惠理為唯一於香港上市的基金管理公司，旗下基金主要投資于大中華及亞洲股市，收入主要來自基金之管理費及表現費。基金公司的盈利，相對股市表現有杠杆效果，一來當香港股市向上，港股基金一般會獲得資金流入，加上所持股份價格上升，帶動管理資產(AUM)上升，從而推升管理費收入，二來股市向好增加了收取表現費的機會，因為基金單位價格須升越「高水位」(high-water mark)才可收取表現費。惠理過往的股價表現，亦反映此杠杆特性，當恒生指數出現上漲行情，惠理股價的升幅平均約為恒指升幅之兩倍。我們預計明年恒指有逾一成上升空間，惠理可望有逾兩成升幅。

另一潛在催化劑為中港基金互認政策，現雖未有推行時間表，但有傳將在「滬港通」後推出，有機會於 2015 年落實，屆時合資格的本港基金將可以在中國銷售，有助壯大本港基金之管理資產。

圖 30：2015 年首選股份

公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	市值 (億港元)	市盈率 (倍)	市帳率 (倍)	下年度預測		
							股本回報率 (%)	股息率 (%)	每股盈利 增長(%)
天鵝互動	1980	4.29	6.15	54.2	12.6	2.90	23.0	2.1	N.A.
達芙妮	210	3.49	5.0	57.6	12.6	1.14	9.1	2.4	85%
碧桂園	2007	3.24	4.72	659.4	4.6	0.8	17.9	7.8	3%
華能新能源	958	2.82	3.55	254.6	11.9	1.23	10.8	1.7	45%
中國中鐵	390	5.62	6.8	1,334.6	8.2	0.90	11.4	1.9	10%
海豐國際	1308	4.29	5.45	111.0	8.6	1.56	18.2	4.9	28%
惠理集團	806	6.09	7.5	111.8	18.2	3.35	20.2	2.5	11%

資料來源：彭博、招銀國際證券預測

模擬投資組合之中長線股份

中銀香港 (2388 HK) – 人民幣國際化最大得益港銀

中銀香港為香港人民幣業務的唯一清算行。滬港通實施，人民幣日漸國際化，結算需求與日俱增，中銀香港為最受惠的本地銀行。香港於 11 月撤銷每日兌換 2 萬元人民幣上限，有助銀行發展更多人民幣投資產品，拓展有關非利息收入。比起受影子銀行及地方政府債務風險困擾的內地銀行，中銀香港的壞帳風險遠較低。淨息差前景料較穩定，不會受內地不對稱減息拖累，反而有望於美國開始加息後逐步擴闊。

中興通訊 (763 HK) – 4G 需求持續推動增長

中興通訊主要為運營商生產及安裝電信基礎網路。中興並生產及設計智慧手機、平板電腦及其周邊設備。受惠於 FDD-LTE 及 TD-LTE 的 4G 網路在中國的建設加速，運營商資本支出大幅成長，為下游設備商如中興通訊提供機遇。不論是基站主設備、天線設備及優化設備都將有強勁需求。4G 網路的大規模建設期將令電信設備商受益，也使整個通信產業迎來新一輪的發展高峰期。中興在 TD-LTE 和 FDD-LTE 兩種制式都有技術優勢，將持續從國內運營商的 4G 建設中獲益。另外，中國政府傾向使用國產電信產品，運營商因而青睞國內設備廠商，捨棄外資。這也給予中興機會進一步搶佔市場份額。

北控水務 (371 HK) – 國策推動污水處理業務

北控水務為北控集團之水務旗艦，主要於內地建造及營運自來水廠、污水處理廠及再生水處理廠，並推進「走出去」戰略，涉足馬來西亞、印尼、臺灣、葡萄牙等海外市場。中國污染嚴重，國策重視防治水污染，國務院、發改委、水利部、住建部等今年多次表示要加快推進水利工程建設、促進污水再生利用。水污染防治措施「水十條」料即將出臺，估計涉及總投資額逾 2 萬億元人民幣。北控水務過往多次向母公司收購資產及並購同業，料未來續有注資及並購機會，推動盈利增長。

深圳國際 (152 HK) – 佈置全國綜合物流港網路

深圳國際主要從事物流基礎設施的投資、建設與經營，並提供物流增值服務。公司致力於拓展「深國際城市綜合物流港」商業模式，近一兩年與十多個中國主要物流節點城市建立了專案投資合作意向，計畫在未來三至五年，在全國新設 15 個城市綜合物流港，十年內達至 30 個，佈置出全國網路。城市綜合物流港較傳統倉儲項目設有更多配套，可與生產商、電商和金融企業等合作。物流港的股本回報率約 12%，比一般倉儲項目的 7%至 8%高。另外，公司於深圳前海灣擁有物流園區，可受惠前海區的發展。

錦江酒店 (2006 HK) – 體現混合所有制改革

錦江酒店是中國規模最大的酒店服務供應商之一，主要以酒店管理與投資，並從事各檔次的酒店及餐廳營運等業務，業務遍佈全國 24 省，其中尤以國內兩大中心為據點，即上海及北京，皆處於市中心黃金地段。自“上海國企改革”方案發佈後，其中以混合所有制改革最為能體現在錦江酒店/集團上 - 旗下已經擁有多家上市公司，並具有提高國際競爭力的優勢，進行海外並購和投資。現今，錦江酒店的兩家子公司都於上海上市，即錦江股份 ‘A/B’ (600754 CH) 與錦旅 ‘B’ (900929 CH)。酒店母公司為錦江國際集團，直屬上海市國資委所監管，或是國企改革受惠企業之一。

錦江酒店也於 2014 年中期，公佈業績多賺兩倍，現估值具吸引力。自 11 月初，上海錦江國際宣佈了與美國 Starwood 資本簽署協議，收購後者的盧浮 (Louvre) 酒店，並提請錦江酒店 (2006 HK) 及錦江股份 (600754 CH) 考慮參與。

上海醫藥 (2607 HK) — 領先的醫藥研發及分銷公司

上海醫藥於內地從事藥物研製及分銷，於此兩個市場均處於行業前列位置，製藥及分銷分別貢獻約四成及六成利潤。於分銷藥品方面，公司偏重于直接向醫院及其他醫療機構銷售，毛利率比起分銷予其他分銷商高。分銷市場以華東及華北為主，並以並購擴大市場佈局。母公司為上海實業集團，具備國企改革概念。

圖 31：招銀國際覆蓋公司資料

板塊	公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)
地產	華潤置地	1109	19.6	26.27	買入	114,292
	SOHO中國	410	5.87	8.07	買入	30,521
	力高地產	1622	3.63	3.46	持有	5,808
	億達中國	3639	2.6	3.55	買入	6,718
	中海宏洋	81	4	7.63	買入	9,129
	合景泰富	1813	6.05	8.95	買入	17,825
	碧桂園	2007	3.24	4.72	買入	65,940
	融創	1918	7.21	7.03	持有	24,365
	雅居樂	3383	4.57	4.02	持有	17,901
	世茂	813	18.56	18.65	買入	64,451
龍湖	960	10.44	14.42	買入	56,814	
科技	中興	763	18.56	21.00	買入	67,245
	TCL通訊	2618	7.54	7.84	持有	9,196
	舜宇光學	2382	13.70	12.65	買入	15,029
	中通服	552	3.78	4.8	買入	26,180
	天鴿	1980	4.29	6.15	買入	5,417
	擎天軟件	1297	3.81	3.69	買入	3,933
	神州數碼	861	7.22	7.74	持有	7,897
消費	達芙妮	210	3.49	5.00	買入	5,756
	利信達	738	3.69	4.34	買入	2,368
	波司登	3998	1.18	1.01	賣出	9,449
	九興	1836	21.35	19.1	持有	16,960
	華地國際	1700	2.96	3.7	買入	7,284
	金鷹	3308	9.44	12.3	買入	16,860
汽車	寶信汽車	1293	5.29	7.2	買入	13,528
機械	中石化煉化工程	2386	6.8	9.61	持有	30,110

資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 32：招銀國際覆蓋公司估值表

板塊	公司	代碼	年結月	市盈率			孳息率			市賬率		
				FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
地產	華潤置地	1109	Dec	7.8	8.1	9.4	2.2%	2.7%	2.6%	1.3	1.2	1.1
	SOHO中國	410	Dec	3.1	5.7	18.9	5.4%	5.4%	5.4%	0.7	0.6	0.6
	力高地產	1622	Dec	8.6	8.1	8.3	1.7%	2.5%	2.5%	0.4	0.6	0.5
	億達中國	3639	Dec	N.A.	3.8	3.5	0.0%	5.8%	5.8%	N.A.	0.6	0.5
	中海宏洋	81	Dec	2.9	3.5	2.9	2.8%	2.5%	3.5%	0.8	0.7	0.5
	合景泰富	1813	Dec	5.0	4.1	3.4	6.1%	6.3%	7.3%	0.8	0.7	0.6
	碧桂園	2007	Dec	5.5	4.7	4.6	6.6%	6.6%	7.8%	1.1	0.9	0.8
	融創	1918	Dec	5.9	4.6	3.5	3.4%	3.5%	4.9%	1.4	1.1	0.9
	雅居樂	3383	Dec	2.6	2.3	2.3	10.4%	10.4%	10.9%	0.4	0.4	0.3
	世茂	813	Dec	6.9	5.2	4.8	4.4%	5.4%	6.7%	1.2	1.0	0.9
科技	龍湖	960	Dec	5.6	5.5	5.5	2.8%	2.8%	3.6%	1.2	1.0	0.9
	中興	763	Dec	N.A.	19.1	14.3	0.2%	1.6%	2.1%	2.1	1.9	1.7
	TCL通訊	2618	Dec	N.A.	9.8	9.6	1.4%	3.6%	3.6%	2.9	2.4	2.1
	舜宇光學	2382	Dec	24.4	18.0	14.3	1.2%	1.7%	2.1%	3.8	4.1	3.4
	中通服	552	Dec	9.2	8.8	8.0	4.3%	3.4%	3.8%	0.9	0.9	0.8
	天鵝	1980	Dec	N.A.	N.A.	13.3	0.0%	0.0%	1.9%	N.A.	N.A.	3.0
	擎天軟件	1297	Dec	26.4	22.8	18.0	1.4%	1.3%	1.7%	4.3	4.3	3.7
消費	神州數碼	861	Dec	27.6	9.9	8.7	2.5%	3.0%	3.4%	1.0	1.0	0.9
	達芙妮	210	Dec	17.5	23.3	12.6	2.3%	1.6%	2.4%	1.1	1.1	1.1
	利信達	738	Feb	8.2	9.4	8.7	7.3%	4.9%	5.3%	1.6	1.5	1.4
	波司登	3998	Mar	10.8	9.8	9.1	3.8%	4.2%	5.4%	1.0	1.0	1.0
	九興	1836	Dec	17.8	17.1	14.6	4.4%	4.7%	4.9%	2.0	0.2	0.2
汽車	華地國際	1700	Dec	8.0	8.5	7.4	6.3%	5.4%	6.1%	1.2	1.2	1.1
	金鷹	3308	Dec	11.4	12.4	9.7	2.7%	2.4%	3.1%	2.7	2.3	1.8
汽車	寶信汽車	1293	Dec	10.7	8.8	6.5	2.8%	3.4%	4.6%	2.3	1.9	1.5
機械	中石化煉化工程	2386	Dec	6.2	6.7	5.9	6.0%	5.7%	6.3%	1.1	1.0	0.9
平均				10.8	9.7	8.9	3.5%	3.8%	4.5%	1.6	1.4	1.3

資料來源: 彭博、招銀國際證券預測

圖 33：招銀國際覆蓋公司股價表現

板塊	公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	絕對回報			相對回報		
						1M	3M	6M	1M	3M	6M
地產	華潤置地	1109	19.6	26.27	買入	10.5	9.9	25.8	8.5	12.9	21.9
	SOHO中國	410	5.87	8.07	買入	7.3	-7.7	-7.1	5.3	-4.7	-11.1
	力高地產	1622	3.63	3.46	持有	6.5	6.8	4.9	4.5	9.8	1.0
	億達中國	3639	2.6	3.55	買入	-1.9	4.8	不適用	-3.9	7.9	不適用
	中海宏洋	81	4	7.63	買入	-1.2	-17.0	-12.9	-3.2	-14.0	-16.8
	合景泰富	1813	6.05	8.95	買入	14.4	5.0	25.5	12.4	8.1	21.6
	碧桂園	2007	3.24	4.72	買入	8.0	-4.4	0.9	6.0	-1.4	-3.1
	融創	1918	7.21	7.03	持有	15.5	21.6	85.8	13.6	24.6	81.9
	雅居樂	3383	4.57	4.02	持有	10.1	-25.0	-24.3	8.1	-22.0	-28.2
	世茂	813	18.56	18.65	買入	15.1	11.3	22.0	13.2	14.3	18.1
龍湖	960	10.44	14.42	買入	22.5	3.4	9.2	20.5	6.4	5.3	
科技	中興	763	18.56	21.00	買入	2.8	7.2	23.7	0.8	10.2	19.8
	TCL通訊	2618	7.54	7.84	持有	3.7	-17.6	-9.0	1.7	-14.5	-13.0
	舜宇光學	2382	13.70	12.65	買入	4.1	32.8	37.3	2.1	35.8	33.3
	中通服	552	3.78	4.8	買入	5.6	0.3	1.6	3.6	3.3	-2.3
	天鵝	1980	4.29	6.15	買入	-10.1	-18.4	不適用	-12.0	-15.4	不適用
	擎天軟件	1297	3.81	3.69	買入	43.2	53.0	47.7	41.2	56.1	43.7
神州數碼	861	7.22	7.74	持有	-1.5	-6.0	4.8	-3.5	-2.9	0.8	
消費	達芙妮	210	3.49	5.00	買入	-8.4	-11.0	12.6	-10.4	-7.9	8.6
	利信達	738	3.69	4.34	買入	-4.4	1.1	-1.2	-6.4	4.1	-5.1
	波司登	3998	1.18	1.01	賣出	0.0	-6.3	-3.3	-2.0	-3.3	-7.2
	九興	1836	21.35	19.1	持有	-2.5	0.0	4.4	-4.5	3.0	0.5
	華地國際	1700	2.96	3.7	買入	-0.7	-1.7	-4.8	-2.7	1.4	-8.8
金鷹	3308	9.44	12.3	買入	-1.4	-0.1	1.5	-3.3	2.9	-2.4	
汽車	寶信汽車	1293	5.29	7.2	買入	-9.6	-9.4	-11.2	-11.6	-6.4	-15.2
機械	中石化煉化工程	2386	6.8	9.61	持有	-11.5	-23.2	-23.3	-13.4	-20.1	-27.3

資料來源: 彭博、招銀國際證券

行業分析

中國房地產板塊 - 優於大市

中國社會消費品板塊 - 優於大市

中國 TMT 板塊 - 優於大市

中國物流板塊 - 優於大市

中國房地產板塊 - 優於大市

文幹森 - samsonman@cmbi.com.hk

房屋政策在第三季開始放鬆

房屋銷售疲弱，除了令建築工程減慢外，更令賣地減少。2014 年 1-10 月的土地出售面積只增加 1.2%至 2.7 億平方米，地方政府的收入也因此下降，令地方財政出現困境，最終中央政府考慮推出支持房屋政策以改善狀況。

七月開始放寬限購

自 7 月開始，多個城市放寬限購令，容許購置第二套或第三套房。目前除一線城市北上廣深及三亞外，所有二三線城市已解除限購令，相信三亞未來也會解除限購令。

解除限購令主要是鼓勵改善型需求，一些中戶型約 130 平方米的單位銷售在解除限購令後也見造好，估計未來房屋銷售會由剛需及改善型需求所帶動。

十月銀行鼓勵多做房貸

在九月底，人民銀行要求中國四大銀行放寬房貸政策。經過十一長假期後，各家銀行新的房貸政策出臺，雖未能跟過去出現房貸打 7 折的情況，但現在房貸息率是下浮。而且銀行放寬首套房的定義，料可刺激更多換房的需求。

房貸放寬後，我們看見十月份的房屋銷售受到刺激。不過未來市況向好會否持續，主要看銀行的寬鬆房貸政策會否持續。因為銀行的存款成本較高，在考慮風險及回報下，銀行會否在未來繼續支持樓市仍待觀察。

未來關鍵在去庫存

中國房地產市場庫存較多，未來銷售能否消化庫存將至為重要。我們認為未來銷售將會競爭激烈，大家為求減庫存，只好減價應戰或提供更多優惠。我們估計中國房市未來六個月的情况是價跌量升。

2015 年料會反彈

政策開始放寬，刺激銷售

2014 年 10 月份，銀行放寬房貸，房屋銷售開始回暖。此外，中國人民銀行在 2014 年 11 月末宣佈銀行減息，料可刺激更多需求，可加快銷售。我們相信此情況在 2015 年能持續下去。中國經濟料能在 2015 年維持約 7%增長，除城市化加速需求外，銀行願意提供房貸可支援剛需及改善型需求，所以我們預期房屋銷售在 2015 年仍可持續向好。

不過我們認為高庫存量不可能在短時間內解決，房企為求消化庫存，雖然在銷售暢旺的時間，我們預計發展商仍會克制，未來不會調高房價，希望改善現金流，然後能將負債率降低。

銀行減息比預期為早

中國人民銀行在宣佈銀行減息是較市場預期為早，而且減息幅度頗大，一年期貸款利率下降 0.4 個百分點至 5.6%；一年期存款利率下降 0.25 個百分點至 2.75%。我們相信房地產公司未能因節省利息開支而即時大幅受惠，香港上市的房地產公司較多利用定息的外幣債券來融資，所以中國銀行減息不會影響外幣債券的利息支出；另外，若房地產公司利用國內銀行的建築貸款，因為利息開支會被資本化，成為房屋的成本，要在房屋銷售及交付予買家才可確認，所以新建房屋減少的利息開支可能在未來 1-2 年後才反映出來。

雖然銀行減息並未會即時在房地產商的資產負債表及利率表中反映出來，但在即時現金流的利息支出可節省。最重要的是房屋新買家可節省利息支出，刺激購買房屋意欲，可以說明房地產商的銷售速度，降低庫存，改善財務狀況。

利潤持續受壓，部份公司盈利可能倒退

我們相信毛利率下跌的情況在 2015 年更普遍，主要是受房價下跌的影響或售樓有補貼，預期大部份發展商的 2015 年毛利率在 25-30%。

除了邊際利潤減少外，部份的房企可能因銷售欠佳而令交付量減少，最終可能有部份的發展商的 2015 年盈利會出現倒退。

估值便宜，有機重估

雖然內房公司面對盈利下行的風險，但因為銷售恢復，料市場對內房公司的信心將會重來。目前內房公司的估值偏低，2015 年平均市盈率為 6.1 倍，或較資產淨值平均折讓 58%，我們估計在房屋銷售造好後，市場會對內房股恢復信心，板塊會被重估，所以我們給予中國房地產板塊「優於大市」的評級。

更多的股本融資

如果內房股的估值可以上升，我們相信更多的內房公司會進行股本融資。在 2014 年，碧桂園及雅居樂已進行供股計畫。碧桂園以每股 2.5 港元每 15 股供 1 股，集資 31.8 億港元；雅居樂以每股 3.8 港元每 8 股供 1 股，集資 16.5 億港元。

內房公司需要進行股本融資的最主要的原因為高負債，因為在 2014 年銷售欠理想，所以影響了房地產公司的現金流。如果房地產公司負債過高，可能影響其融資管道，而最直接的方法令淨負債比率下跌的方法是增加股東權益，發行股票集資一方面可增加股東權益，另一方面可減少淨負債。我們估計未來最有機會以股本融資來集資的公司包括恒大、保利、綠地、綠城、龍光(3380 HK)、佳兆業(1638 HK)、旭輝(884 HK)等。

中國社會消費品板塊 - 優於大市

張淳鑫 - zhangchunxin@cmbi.com.hk

2014 中國社會消費品市場回顧

2014年1-10月份,中國社會消費品零售總額累計達到213,118億元,同比增長12.0%。其中,城市消費品零售總額達到183,886億元,同比增長11.8%;農村消費品零售總額達到29,232億元,同比增長13.0%。我們預期2014全年的消費品零售總額為263,678億元,消費品零售總額增速將按年下降0.6個百分點12.5%。同時,我們認為2015年社會消費品零售總額將按年增長13.2%至298,483億元。

圖 34: 中國社會消費品零售總額



來源: 中國國家統計局, 招銀國際預測

圖 35: 城市消費品零售總額



來源: 中國國家統計局, 招銀國際預測

圖 36: 縣及縣以下消費品零售總額



來源: 中國國家統計局, 招銀國際預測

部署推進消費擴大和升級 促進經濟提質增效

推進消費擴大和升級以及促進經濟提質增效這一方針在2014年10月29日由國務院總理李克強主持召開國務院常務會議中首次被提出。其中,6大消費領域在會議中被列為重點推進的領域,一是擴大移動互聯網、物聯網等資訊消費以及加快健康醫療、企業監管等大資料應用;二是促進綠色消費,推廣節能產品;三是穩定住房消費,加強保障房建設,放寬提取公積金支付房租條件;四是升級旅遊休閒消費;五是提升教育文體消費,完善民辦

學校收費政策，擴大中外合作辦學；六是鼓勵養老健康家政消費，探索建立產業基金等發展養老服務。

毫無疑問，消費市場的不斷繁榮是促進經濟增長的重要動力，同時也是中國內地發展的巨大潛力所在。中國當前正處於經濟結構調整的重要時期，通過不斷拉動內需來促進消費品市場的增長，有助於減輕固定資產投資以及出口放緩對中國經濟的影響。

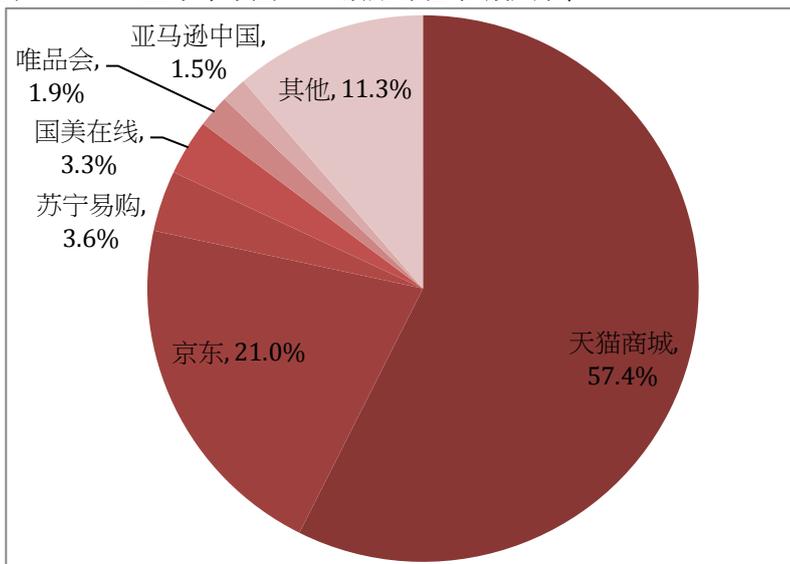
近年來，中國居民的消費結構也在不斷的發生變化，從傳統的滿足基本生活的消費領域逐漸轉變為發展性和享受性消費。培育新興消費熱點對於刺激消費、促進國民經濟持續高速發展顯得尤為重要。其中，互聯網消費則是近年來的熱點消費領域。

互聯網消費的蓬勃發展以及增長前景

截止 2014 上半年，根據中國電子商務研究中心的資料顯示，中國網路零售市場交易規模達到 10,856 億元，同比增長 43.9%。同期，中國網路零售交易市場規模占到社會消費品零售總額的 8.7%，按年上升 1.9 個百分點。

截止 2014 上半年，根據中國電子商務研究中心的資料顯示，天貓商城在 B2C 網路零售市場佔有率高達 57.4%，緊隨其後的是同期 B2C 市場佔有率為 21.0%的京東商城。

圖 37: 2014 上半年中國 B2C 網路零售市場佔有率

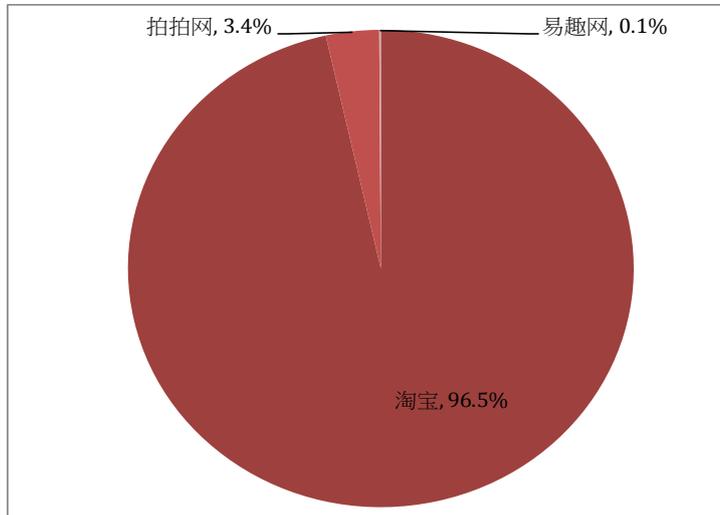


來源：《2013 年度中國網路零售市場資料監測報告》

我們認為天貓商城將繼續在中國 B2C 零售交易市場的佔有領先地位。天貓商城在 2014 年“雙十一”網購節的單日成交額達到 571 億元人民幣，較去年同日激增了 63%。其中，無限成交（手機及平板網購）占總交易額的 42.6%達到 243 億元，較去年增長了 15%。參與 2014 天貓商城“雙十一”購物活動的品牌也由去年的 2 萬個增加至今年的 2.7 萬個。我們認為電商在中國仍然有很大的發展空間，充分利用電子商務這個銷售平臺也成為許多品牌未來的發展的策略之一。

截止 2013 年底，根據中國電子商務研究中心的資料顯示，淘寶在 C2C 網路零售市場佔有率則高達 96.5%，基本壟斷了中國內地全部的 C2C 零售交易市場。排名第 2 和第 3 的分別是拍拍網和易趣網。毫無疑問，阿裡巴巴旗下的淘寶商城在中國 C2C 銷售市場將持續領先。

圖 38: 2013 年 C2C 網路零售市場佔有率



來源：《2013 年度中國網路零售市場資料監測報告》

雖然中國的網路零售交易市場的規模在不斷的擴大，但是由於激烈的競爭，實際運營的個人網店數量在 2013 年則按年下降 17.8% 至 1,122 萬家。中國網購用戶也在 2013 年同比增長 26.3% 至 3.12 億人。

網路購物給消費者帶來了極大的便利，解決了日常生活中購物的地域性限制同時也給消費者提供更多元化的商品供其選擇。與此同時，網路購物所包含的問題，諸如物流、消費者收到貨品後的滿意度以及銀行卡網路資訊安全等問題也對網路購物的不斷發展帶來一定的挑戰。但是，我們仍然認為中國的網路零售交易在未來仍然具有很大的發展空間。

除此而外，2013 年中國海外代購市場交易規模也按年大幅增長 58.8% 至 767 億元。據中國電子商務研究中心的資料顯示，高達 32% 的中國受訪者表示他們有過網上海外代購的經歷。與中國現時網路零售市場的主流商品針對的客戶階層不同，我們認為海外代購主要是針對高端至奢侈端的商品。隨著中國居民生活層次的不斷提高，消費結構的不斷升級以及對日常用品安全性重視程度的提高，越來越多的居民開始熟悉很多還未打開中國市場的海外品牌，其中以化妝品以及日常生活用品為主。但是，海外代購的商品進入中國會面臨進口稅的繳納，中國內地相對較高的進口稅會迫使居民一定程度上優先選擇國內可以買到的品牌。

傳統消費行業仍具發展空間

傳統百貨行業以及服裝鞋帽公司在過去 2-3 年都面臨著激烈的市場競爭。競爭主要來自網上消費、海外代購消費以及新晉的品牌。

在過去幾年，傳統百貨商場經營者都面臨人流不斷減少以及政府打擊貪汙腐敗的影響，銷售收入增速放緩同時盈利能力受到削弱。現時百貨商場的經營者不僅經營傳統的百貨業務，同時更加注重打造一體化購物中心，在商場內注入生活、娛樂文化以及高端生活超市等功能。一體化購物中心的打造能更好的滿足客戶需求，延長客戶的逗留時間同時增強自身競爭力。多家大型百貨商場經營者也在積極為其線上業務的開展做準備，採取向客戶推薦自己獨有的手機應用程式等措施來鞏固客戶的忠誠度，同時也可以提高貴賓銷售的占比。我們認為金鷹商貿（3308 HK）將受惠於一體化購物中心的打造。

中國人民銀行近日宣佈將一年期貸款利率下降 0.4 個百分點至 5.6%。我們認為內地百貨商場的經營者可以受惠於這次減息。百貨商場經營者在修建新商場以及翻新舊商場的過程中毫無疑問會給公司的資本開支帶來更大的壓力，銀行貸款則是內地百貨商場經營者最常用的融資管道。銀行貸款利息的降低將在一定程度上減輕百貨公司的利息支出，緩解現金流壓力。

除了傳統百貨行業，服裝鞋帽經營者在過去幾年也經歷了銷售收入增長放緩以及盈利能力減弱的過程。由於服裝鞋帽行業入門門檻較低，這一行業還不停受到新晉品牌的挑戰。許多服裝鞋帽經營者過去幾年通過不斷整合旗下品牌資源以控制成本、升級公司 IT 系統以及與電商更緊密的合作來加強自身市場競爭力。我們預測達芙妮（210 HK）在 2014 年底將完成品牌資源和店鋪資源的整合，同時在 2015 年將會完成庫存的清理。我們預計達芙妮的銷售收入及盈利能力都將相應的改善。

中國 TMT 板塊 - 優於大市

張萌 - michaelcheung@cmbi.com.hk

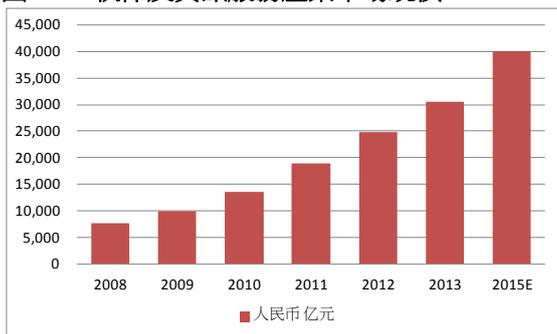
軟件行業 - 受惠國產化

受惠於中國經濟從低端製造業向服務業轉型，軟件及資訊服務行業迎來了發展機遇期，並已成為中國其中一個高速增長的行業。據工信部的資料，2008-2013 年軟件及資訊服務行業的市場規模複合增長率達 32.2%，遠高於同期的 GDP 增速。2013 年行業市場規模達人民幣 30,587 億元，同比上升 23.4%。為促進軟件行業的發展，中國政府出臺了一系列利好政策，包括推動智慧城市的建設以及扶持物聯網、雲計算等技術的發展。據工信部發佈的《軟件和資訊技術服務業「十二五」發展規劃》，預期到 2015 年，中國軟件及資訊服務行業的市場規模將達到人民幣 40,000 億元。

工信部將軟件及資訊服務產業劃分為六大部門，其中軟件產品產業占最大份額。2013 年軟件產品收入達 9,877 億元，占總軟件及資訊服務市場的 32.3%，占比比 2012 年上升 1.9 個百分點，代表增速快於行業平均。另外 IT 諮詢服務以及資料處理及運營服務也錄得比行業平均更快的增速。

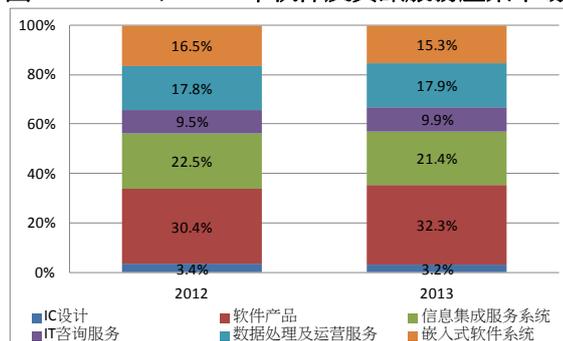
我們認為中國政府將在「十二五」期間貫徹推動政府部門的資訊化進程，而民企業也將在未來加大對軟件及資訊服務的投入以提升效率以及簡省人手。我們對軟件行業的長期前景持樂觀態度。

圖 39：軟件及資訊服務產業市場規模



資料來源：工信部

圖 40：2012, 2013 年軟件及資訊服務產業市場劃分



資料來源：工信部

保證資訊安全為重中之重

網路資訊包括金融、軍工、能源、通信及航空信息事關國家的經濟發展穩定與社會安全。在斯諾登的“棱鏡門”事件後，世界各國包括中國皆對本國的網路資訊系統的潛在安全隱患表示擔憂。中國在不同的戰略領域，尤其是金融、軍工及能源領域，過去十分倚重進口通信設備及軟件。可以預期未來國家對資訊安全的重視將進一步提高，這也將對中國資訊產業產生深遠影響。

逐步轉向國產化

為應對資訊安全的需求以及減低對進口資訊設備及應用軟件的依賴，中國正致力於加強資訊安全領域的自主研發工作。2014 年 2 月份中央網路和安全資訊化小組成立以加強網路安全。而政府部已禁用 Win8 系統，部分銀行也已棄用 IBM Server，在顯示資訊產業正在減低對入口資訊產品的依賴並逐步轉向國產化。設備供應商如華為、中興(763 HK)的產品早已進入國際市場，擁有較高的競爭力，預期將在這一波資訊設備國產化中受惠。另一方面，我們預期政府機關在作業系統及應用軟件方面的國產化也將加速。本土應用軟件產業和國

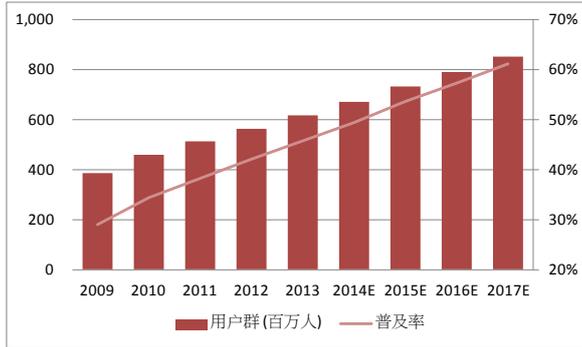
外同業相比還有在地化、低成本的優勢。預期擎天軟件(1297 HK)、浪潮國際(596 HK)、中國軟件(354 HK)等標的將受惠於信息國產化的大潮。

互聯網行業 - 線上社交平臺興起

中國目前已擁世界上最大的互聯網用戶群。據艾瑞諮詢的報告，中國在 2013 年的互聯網用戶總數已達 6.2 億人，普及率達 45.8%。預期互聯網使用人數將在 2017 年達 8.5 億人，普及率預期可升至 61.1%。

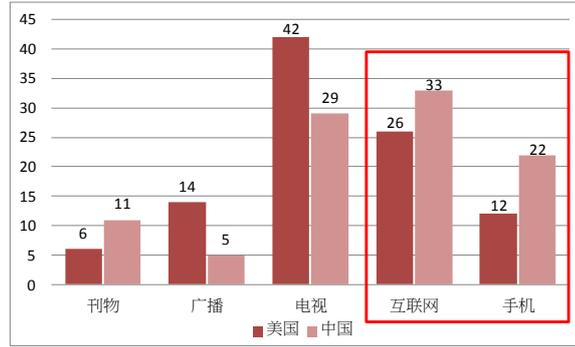
美國使用者依然較接受傳統媒體如電視及電臺廣播。相對於美國，中國用戶會願意花更多的時間在互聯網及手機等新媒體上。據 Kleiner Perkins Caufield Byers 的報告，在 2012 年中國用戶願意花費 55% 的總媒體使用時間在互聯網及手機上，而美國用戶僅為 38%。

圖 41：中國互聯網用戶群(左軸)及普及率(右軸)



資料來源：艾瑞諮詢

圖 42：2012 年用戶花費在媒體的時間的百分比

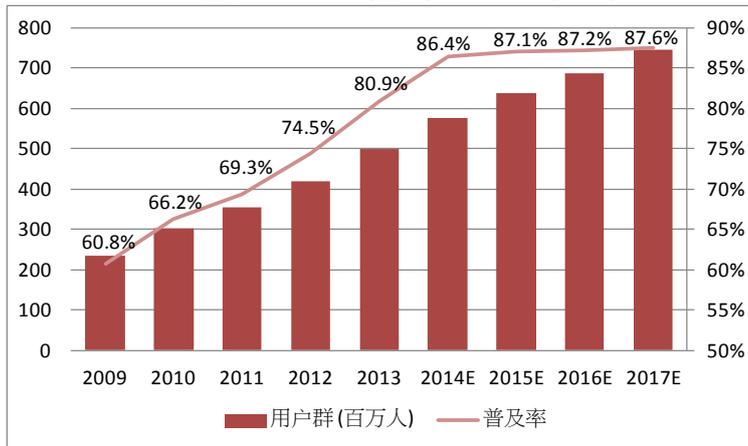


資料來源：Kleiner Perkins Caufield Byers

手機互聯網市場

隨著 3G 及 WIFI 網路的逐步完善，智慧手機在中國迅速普及，手機互聯網使用者數目在過去五年大幅增長。據艾瑞諮詢的報告，中國手機互聯網用戶人數由 2009 年的 2.3 億增長至 2013 年的 5.0 億。同期的手機互聯網普及率由 60.8% 升至 80.9%。受運營商大力推動 4G 手機普及化影響，4G 手機價格大降，艾瑞諮詢預期 2014 年手機互聯網的普及率將會大幅攀升至 86.4%，之後普及率預期將維持在高位。

圖 43：中國手機互聯網用戶群(左軸)及普及率(右軸)

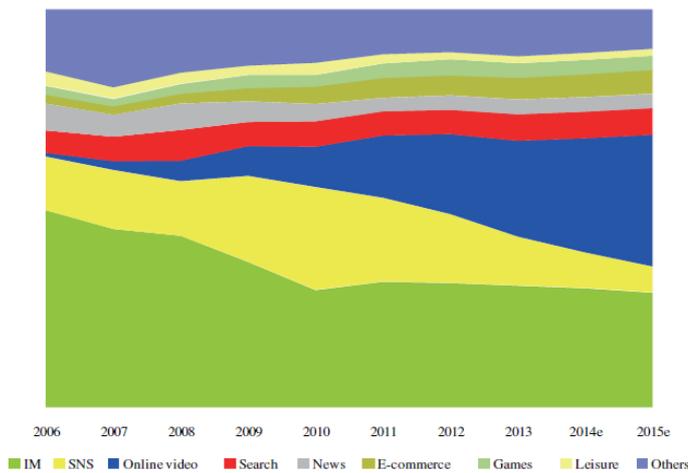


資料來源：艾瑞諮詢

用於線上視頻的時間大幅增長

隨著快速的城鎮化進程、“寬頻中國”政策的落實，互聯網網速在近年有了實質的飛躍，這對中國用戶的上網習慣也產生了深遠影響。最明顯的改變是花在觀看線上視頻的時間大幅增加。而智慧手機的興起則令用戶可以更有效的利用碎片時間，從而拉高了用戶的互聯網使用時間。艾瑞諮詢指出，中國互聯網用戶平均每天花費在互聯網的時約為 5.5 小時，其中花在電腦用戶端約 4.5 小時，至於移動設備則占約 1 小時。互聯網的主要活動則為即時通訊、線上視頻及線上社交。於 2013 年 7 月，中國互聯網用戶花費在上述三類網路活動的時間占總瀏覽時間的 66.9%。而於 2013 年 12 月，中國使用手機觀賞線上視頻的手機互聯網用戶已占總手機互聯網用戶的 52.3%。

圖 44：中國互聯網用戶用於不同互聯網活動的時間比

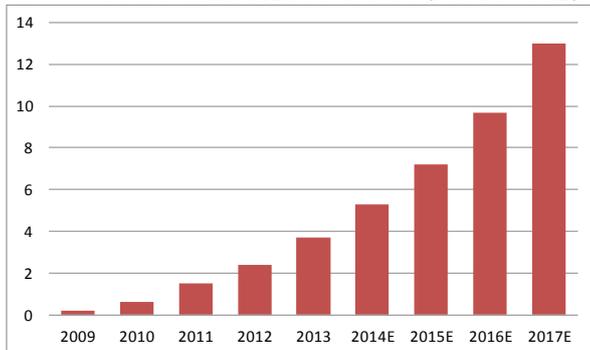


資料來源：艾瑞諮詢

即時線上社交媒體的興起

即時線上社交社區讓使用者可以通過視頻及音訊與朋友或共同愛好者進行網路即時互動，可以同時滿足年輕人對社交網路及線上視頻的需求。該等網上社區對普遍缺乏線下社交活動的 3、4 線城市裡的年輕人以及大城市裡的外來人口極具吸引力。隨著近年城鎮化快速發展以及互聯網網速的推進，線上社交媒體借勢興起。據艾瑞諮詢的報告，即時社交視頻社區的使用者人數近年急劇攀升，用戶人數由 2009 年約 8 百萬人增加至 2013 年約 1.4 億人，複合年增長率達到 104.5%。艾瑞諮詢預期用戶人數將於 2017 年增加至 4.1 億人，2014-17 年的複合年增長率為 31.1%。至於即時社交視頻市場規模也由 2009 年的人民幣 2 億元攀升至 2013 年的 37 億元，預期 2017 年市場規模更可擴大至人民幣 130 億元

圖 45：中國即時社交視頻市場規模 (人民幣十億)



資料來源：艾瑞諮詢

線上社交平臺貨幣化能力強勁

相較其他社交網路，即時線上社交平臺的特色在於貨幣化能力強勁。社交網路多依靠廣告收入。即時線上社交平臺則因有主播提供內容，收益多來自使用者購買虛擬禮品以送予主播，提供線上社交平臺的公司現金流表現多數較為強勁。

看好即時社交視頻平臺開發商

在即時社交視頻市場主要的參與者包括歡聚時代(YY US)、天鵝互動(1980 HK)、呱呱及六間房。在上市公司的標的中，天鵝互動主力經營「多對多」模式社交社區，而歡聚時代則專注於「一對多」模式。所謂「多對多」模式社交社區是指多個主持及用戶可同時在同一個聊天室裡發佈即時視頻串流及互動，而「一對多」模式則只允許一名主播在聊天室裡發佈即時視頻串流。我們較看好「多對多」模式，因其可讓主播們和用戶充分互動。作為「多對多」模式即時社交視頻平臺的市場領導者，我們也看好天鵝互動的前景。

人民銀行減息對軟件行業影響輕微

中國人民銀行近日宣佈將一年期貸款利率下降 0.4 個百分點至 5.6%。我們認為軟件行業對該次減息反應中性。軟件業者普遍負債偏低，融資管道多為創投基金的風險投資，較少銀行願意貸款予軟件發展商。銀行貸款利息的降低對軟件行業的影響非常輕微。

中國物流板塊 - 優於大市

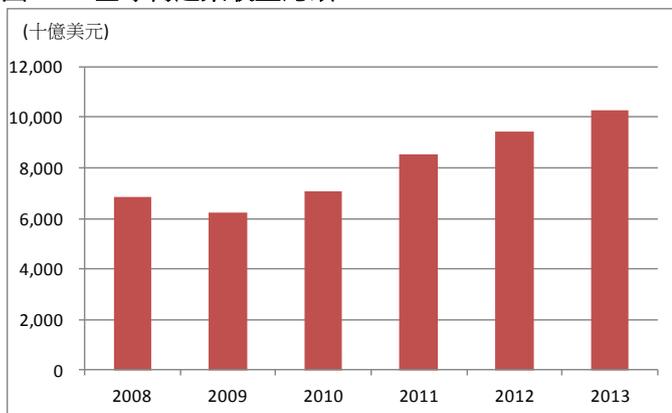
文幹森 - samsonman@cmbi.com.hk

全球物流業增長由中國帶動

全球物流業的收益總額從 2008 年的 68,683 億美元增加至 2013 年的 102,788 億美元，年複合增長率為 8.4%。在 2009 年，因為全球金融危機出現，全球物流業的收益總額出現下跌，但自 2010 年之後逐漸回升。全球物流業以陸路運輸為主，占 2013 年收益總額的 75.0%。中國物流業的收益總額從 2008 年的 7,859 億美元增加至 2013 年的 16,641 億美元，年複合增長率為 16.2%，快速增長的原因除了是傳統的商業業務外，蓬勃的電子商務零售對中國的物流業發展貢獻較多。

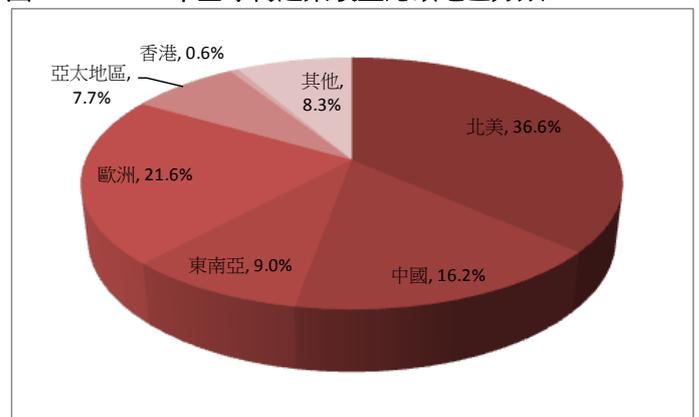
地區分類方面，北美占全球物流業 2013 年收益總額的 36.6%，跟隨分別為歐洲及中國，分別占 2013 年收益總額的 21.6% 及 16.2%。

圖 46：全球物運業收益總額



資料來源: 易普索報告

圖 47：2013 年全球物運業收益總額地區分類



資料來源: 易普索報告

中國為世界重要的採購及製造中心

中國強勁的進出口業務令中國貨運代理業保持增長。貨運代理商受益於中國與外國擴大貿易往來而提升服務。此外，全球供應鏈網路應對外國客戶的需求而作出調整，中國成為全世界的最重要採購及製造中心。

中國貨運代理業收益總金額從 2008 年的 2,453 億美元增加至 2013 年的 5,148 億美元，年複合增長率為 16.0%，中國貨運代理業增長主要來自中國快速的經濟增長，並使中國與其他國家的貿易增加。2008-13 年，中國的貿易總額的年複合增長率為 10.2%。

中國的貿易額受歐洲及美國經濟復蘇刺激而受益，料可帶動中國貨運代理服務的需求。另外，中國的消費品及電子商務的增長也成為未來帶動中國內陸貨運業務的推動力。

中國物流業競爭趨勢

於 2011 年 3 月出臺的中國「十二五」規劃包括以下可支援協力廠商物流市場增長的目標：

- 加快社會化、專業化、資訊化的現代化物流系統的建設，積極發展協力廠商物流，優先整合及使用物流資源，支援物流基礎設施及連接，提升物流效率及降低物流成本；
- 推動農產品、散裝礦產品、主要工業領域及就物流發展而言屬重要的其他領域的發展；
- 優化區域配送系統的發展，支援物流園區及其他物流集聚區的有序發展；及
- 推動現代化物流管理的發展，提升物流精細化及標準化。

在美國、香港、日本、新加坡等發展國家及地區，交通基礎設施品質相對接近，可使貨物在整個國家及地區內高效運輸。相反，中國城市與農村交通基礎設施的品質差距較大，因此物流管理較為複雜及成本較高。

若交通基礎設施不足，運輸成本會較高。並因為交貨週期較長，故工廠需要儲存較多的存貨以應付客戶需要，令倉儲及存貨成本增加。

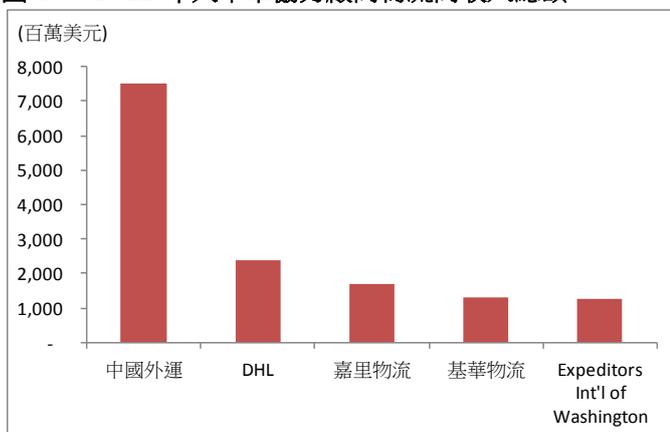
因為中國的公路及鐵路運輸有政府的支持及改善，中國整體物流成本將會降低，由目前占國內生產總值的 18% 可降至發達國家的 8.5-9.0% 的水準。此外，交通基礎設施的改善將提高已擁有龐大國內配送網路的大型協力廠商物流公司的生產力。因為縮短運輸時間及使用其他運輸模式，協力廠商物流公司節省營運成本及降低發送週期。最後在供應鏈的效率改善後，運輸成本及時間可以降低，消費者可大大受惠。

根據 Armstrong & Associates, Inc. 在 2013 年 12 月編寫的「全球協力廠商物流市場資訊報告」（簡稱為 Armstrong 報告），中國估計有超過 10,000 家協力廠商物流公司營運，其中許多為中小型協力廠商物流公司，只在一個省份經營。隨著更多的跨省業務，預期更多的並購活動出現，協力廠商物流市場將進一步整合。

大中華占亞太地區協力廠商物流收入的一半以上。根據 Armstrong 報告，在大中華市場中，中國外運是 2012 年最大的服務供應商，收入總額達 75.2 億美元，DHL 及嘉裡物流為第二及第三位，2012 年收入分別達 23.7 億美元及 16.9 億美元。

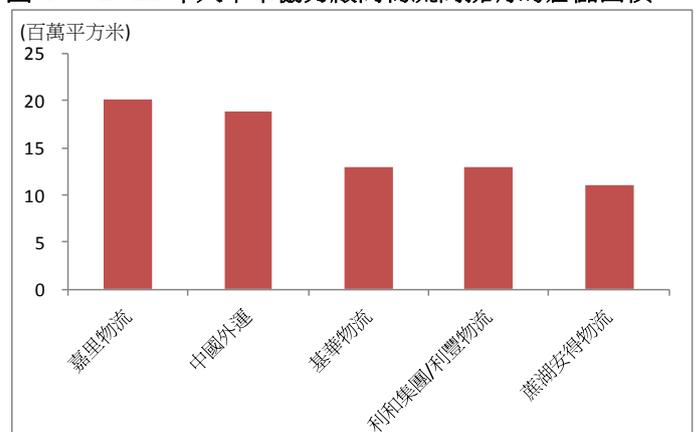
Armstrong 報告並指出，中國外運(598 HK)、DHL 及嘉裡物流(636 HK)在中國境內擁有強大的國際運輸及國內配送能力。此外，Armstrong 報告以貨倉樓面面積計算，嘉裡物流是總部設在香港的最大國際協力廠商物流服務供應商。

圖 48：2012 年大中華協力廠商物流商收入總額



資料來源: Armstrong 報告

圖 49：2012 年大中華協力廠商物流商擁有的倉儲面積



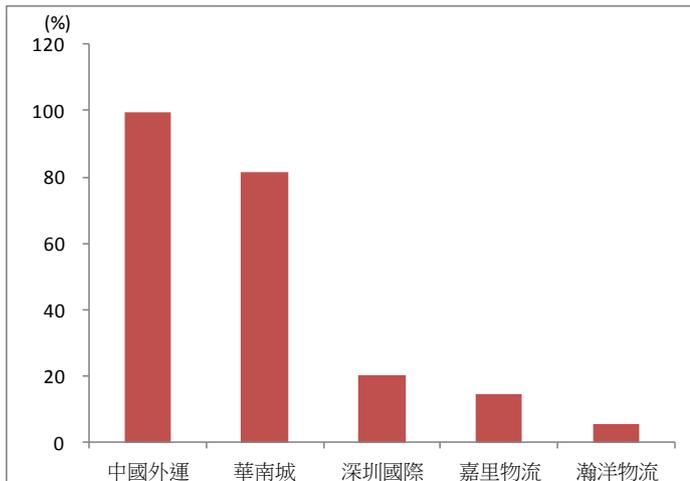
資料來源: Armstrong 報告

物流股表現參差

物流運輸股在 2014 年表現參差，表現最好的為中國外運，股價年初至今上升 99.7%，華南城(1668 HK)股價上升 81.4%。

中國外運在 2014 年初通過業務重組，將虧損的海運業務出售，開拓倉庫及其他物流設施，提高公司的盈利能力。華南城受惠於騰訊(700 HK)入股，聯手發展購物平臺，發展電子商務所需的配套服務。

圖 50：2014 年初至今物流運輸股表現



資料來源: 彭博

蓬勃的電子商務支援物流業增長

中國的持續經濟增長有利物流業的穩定增長，更加上中國政府的鼓勵消費令物流業的需求上升。展望未來，電子商務可刺激物流業務快速發展，憑藉創新的供應鏈科技，充份把握電子商務的迅速增長機遇，推動綜合物流業務加快增長。

大型物流公司更有優勢

因為規模優勢，我們相信大型的物流公司在競爭上或提供服務上比小型公司占優，在地域覆蓋、電子科技應用及規模效應均比小型公司優勝。

嘉裡物流 (636 HK)

業務不單覆蓋中港，嘉裡物流更伸展至亞洲及世界各地，在亞洲、澳洲、歐洲、南美及北美的 35 個國家設有 400 個服務點。公司自設物流中心、倉庫、港口碼頭及鐵路運輸站。隨著亞洲區中產階層的消费持續上升，嘉裡物流預期業務可保持增長。公司在亞太區擁有領先物泡供應商的地位，可繼續實現增長。

深圳國際(152 HK)

深圳國際在 2014 年末進行股本融資，籌集 19.0 億港元，為公司未來建設物流業務作準備。深圳國際在 2014 年 10 月及 11 月在長沙及江西購入物流用地，之前已在國內 5 個城市購入土地，預期公司在未來 3-5 年於國內建設 15 個綜合物流港，建設全國物流網路。公司疏與前海片區政府部門商討前海專案土地工作。

中國外運 (598 HK)

中國外運在 2014 年 7 月完成出售海運業務予母公司後，公司再與母公司訂立框架收購協定，收購擁有貨運代理、船務代理、集裝箱租賃、倉儲及報關業務之公司的權益。預期在 2016 年前將中西部網路資產注入，以擴展全國物流網路。此外，公司也會留意收購一些集團外具盈利的物流公司。

華南城 (1668 HK)

華南城在 2014 年 1 月出售部份股權予騰訊後便被市場注意，目前騰訊持有華南城 11.6% 權益。公司定下 2015 年財政年度(年結日：3 月止)的合約銷售目標 180-200 億元，並希望 3 年

內能達成年租金收入 15-20 億港元。華南城希望強化「實體+網路」服務平臺，及與騰訊合作，為華南城的商戶提供更多線上線下的增值服務。

圖 51：物流公司估值表

公司	代碼	股價 (港元)	市值 (百萬港元)	市盈率		市賬率 13A
				14E	15E	
嘉里物流	636 HK	12.6	21,306	20.2	18.5	1.5
深圳國際	152 HK	11.64	22,021	9.8	10.2	1.4
中國外運	598 HK	5.85	26,948	16.8	14.0	1.7
瀚洋物流	1803 HK	1.35	1,080	22.1	19.3	3.6
華南城	1668 HK	3.99	31,948	8.2	6.3	1.4
先達國際	6123 HK	2.13	884	9.7	7.9	N.A.

資料來源：彭博

行業首選股份

軟件 - 天鵝互動 (1980 HK)

零售 - 達芙妮 (210 HK)

房地產 - 碧桂園 (2007 HK)

天鵝互動 (1980 HK)

三季度業績亮麗，增長動能持續

三季度業績亮麗。天鵝公佈 14 財年第三季度業績。因月度活躍用戶(MAU)和月度付費用戶(MPU)升幅理想，營收同比增長 23.9%至人民幣 1.73 億。14 財年第三季度營收需付 6%的增值稅。如果我們剔除了營改增的影響，三季度收入則同比提高 31.4%。因為“多對多”即時社交視頻平臺的日益普及，三季度即時社交平臺的 MAU 和 MPU 同比分別增長了 23.1%和 30.9%，由 13 財年第三季度的 1,170 萬和 25.6 萬用戶增加至 14 財年第三季度的 1,440 萬和 33.5 萬用戶。受營改增影響，三季度毛利率環比上升 1.7 個百分點到 88.5%。公司三季度淨利潤達人民幣 0.21 億，去年同期錄得淨虧損人民幣 0.30 億。三季度經調整可轉換優先股非現金公允價值虧損後的淨利潤則為人民幣 0.71 億，同比增長 44.4%。三季度調整後的淨利潤率則同比上升 5.9 個百分點至 41.4%。

移動端將成為即時社交平臺成長的催化劑。移動用戶的增長大大拉動了天鵝即時社交平臺的 MAU 成長。三季度手機即時社交平臺 MAU 同比增長 137%至 140 萬用戶。移動端 MAU 占總即時社交平臺 MAU 的 10.0%，比去年同期的 5.2%顯著增加。我們預計 PC 端即時社交平臺的用戶增速將會放慢，而移動端的強勁用戶增長勢頭將持續到 15 年，成為即時社交平臺成長的關鍵驅動力。然而，手機社交平臺的 ARPU 值比 PC 端來的低。這導致三季度即時社交平臺 ARPU 值同比下降 10.6%至人民幣 161 元。隨著移動端的用戶比例不斷增加，我們預期未來即時社交平臺的 ARPU 值將持續受壓。

15 年將推出 6 至 8 款手機遊戲。公司在 9 月份推出了旗下的第二款遊戲“江山美人”，三季度手機遊戲 MAU 也環比上升 8.2%至 34.5 萬。“江山美人”是一個嵌入即時視頻社交的 PC 端 RPG 遊戲。天鵝將充分利用其在即時社交平臺的技術優勢，並專注於開發嵌入互動社交視頻功能的遊戲。公司在 15 年將推出 6 至 8 款自主開發或協力廠商開發的手機遊戲。其中數款遊戲將嵌入即時視頻功能。公司並沒有計畫於 15 年推出任何 PC 端的遊戲。

因移動端 MAU 增長勢頭強勁，我們分別調高 14 和 15 財年調整後的淨利潤率預測達 3.1%和 4.5%至人民幣 2.67 億和 3.37 億。我們維持以 18 倍 15 財年預測市盈率為公司估值，目標價為 6.15 港元，代表著 43.4%的上升潛力。我們維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	456	548	715	932	1,152
調整後淨利潤 (港幣百萬元)	158	206	267	337	415
調整後每股收益 (港幣)	N.A.	N.A.	N.A.	0.27	0.33
調整後每股收益變動 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	23.2
市盈率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	12.6	10.2
市帳率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	2.9	2.4
股息率 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	2.1	2.8
調整後權益收益率 (%)	37.0	44.4	21.3	23.0	23.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價	HK\$6.15
向上/向下	+43.4%
當前價格	HK\$4.29

張萌, CFA
 (852) 3900 0856
 michaelcheung@cmbi.com.hk

軟件

市值(百萬港元)	5,417
3 個月平均值(百萬港元)	9.2
52 周高/低(港元)	6.31/3.93
發行股數(百萬港元)	1,263

資料來源：彭博

股權結構

傅政軍	24.2%
新浪香港	23.8%
IDG-Accel	15.8%
流動股本	22.6%

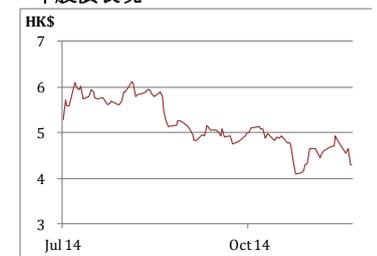
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-9.9%	-11.7%
3 個月	-16.0%	-13.4%
6 個月	NA	NA

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：普華永道

網址：www.tiange.com

公司概況：天鵝是中國最大的即時視頻社交平臺。公司的兩個主要“多對多”社區平臺包括 9158 視頻和新浪 SHOW，另外天鵝還經營六個其它社區，各偏重於不同的內容和地區。天鵝唯一的“一對多”社交視頻平臺為新浪 Showcase。

達芙妮 (210 HK)

期望 2015 下半年盈利能力得到改善

2014 天貓商城“雙十一”女鞋銷售單店第一。達芙妮官方旗艦店在 2014 天貓商城“雙十一”購物節當天的銷售位居女鞋銷售單店第一。雖然網路銷售有助於清理存貨以及促進銷售收入的增長，但是網路銷售的優異表現毫無疑問會給實體店的銷售帶來一定的負面影響。除此之外，部分常規價格為人民幣 499 元每雙的冬季靴子在天貓“雙十一”購物節當天的價格低至人民幣 299 元每雙，較大力度的折扣毫無疑問會對盈利帶來負面影響。我們預測公司 2014 全年的毛利率、經營利潤率和淨利率分別為 53.0%、3.4%和 2.3%，按年下降 2.9 個百分點、1.6 個百分點和 0.9 個百分點。我們預測公司盈利能力的下降主要是由於 2014 存貨清理力度較大同時公司也面臨較大的經營費用壓力。我們預測公司的存貨清理行動將會持續至 2015 上半年。

2014 三季度同店銷售按年有所增長。2014 年一至三季度，公司核心品牌的同店銷售按年倒退 1.8%，核心品牌店鋪數為 6,311 間。然而，2014 第三季度核心品牌的同店銷售卻按年錄得 6.3%的增長。我們認為第三季度同店銷售的改善主要是受到去年同期基數較低且公司持續大規模的清理存貨的影響。公司在 2013 以及 2014 上半年不斷整合旗下品牌的店鋪資源，關閉持續虧損的店鋪及不斷提高現有店鋪的經營效率。我們認為公司旗下品牌店鋪資源的整合將在 2014 年底完成。我們預測 2014 全年公司的核心品牌店鋪總數將實現淨增長 100 間。我們同時預測 2014 下半年的同店銷售增長為 4%。

預計公司業務在 2015 下半年將有好轉。雖受到存貨清理的影響，我們認為 2014 下半年至 2015 上半年公司的銷售收入將會有一定的增長。然而存貨清理卻也會相應地減弱公司的盈利能力。公司現階段在不斷加大投入以提高產品市場形象、帶動銷售收入的增長同時提高公司未來的盈利能力。我們預計 2015 下半年公司的盈利能力以及旗下店鋪的經營效率都會有比較明顯的改善。除此而外，我們預測 2015 年的毛利率和淨利率分別為 55.0%和 4.5%，分別按年上升 2 個百分點和 2.2 個百分點。

維持買入評級。我們預測公司 2014、2015 和 2016 財年的淨利潤分別為港幣 2.5 億、5.3 億和 9.0 億。公司目前的股價相當於 2015 財年和 2016 財年每股預測盈利的 12.6 倍和 7.4 倍。我們維持達芙妮「買入」評級。目標價為港幣 5.0 元，相當於 2015 財年 18.0 倍的市盈率，同時也是公司過去 4 年的平均市盈率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY 12	FY 13	FY 14E	FY 15E	FY 16E
營業額 (港幣百萬元)	10,529	10,447	10,770	11,702	12,811
淨利潤 (港幣百萬元)	956	329	248	528	900
每股收益 (港幣)	0.581	0.200	0.150	0.278	0.474
每股收益變動 (%)	1.86	(65.62)	(24.68)	84.93	70.53
市盈率 (x)	6.01	17.48	23.21	12.55	7.36
市帳率 (x)	1.19	1.14	1.09	1.14	1.04
股息率 (%)	5.2	2.3	1.6	2.4	6.3
權益收益率 (%)	19.8	6.5	4.7	9.1	14.1
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司及招銀國際研究部

買入

目標價	HK\$5.0
向上/向下	+43.3%
當前價格	HK\$3.49

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

零售

市值 (港幣百萬)	5,756
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	15.38
52 周高/低 (港幣)	4.64/2.64
發行股數 (百萬股)	1,649.1

來源：彭博

股權結構

Lucky Earn Intl Ltd	24.47%
Premier China, Ltd	18.23%
流動股本	49.1%

資料來源：聯交所

股價表現

	絕對	相對
1 月	-8.9%	-10.8%
3 月	-13.3%	-10.6%
6 月	12.7%	8.0%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

審計：普華永道

網址：www.daphne.com.cn

公司概況：達芙妮的核心品牌達芙妮和鞋櫃主要是針對中國內地大眾女鞋市場的品牌。公司同時擁有 Aee 和 Aerosoles 等針對中高端女鞋市場的品牌。

碧桂園(2007 HK)

具成本優勢

低建築成本。碧桂園主席楊國強自 1986 年便從事建築業務，通過豐富的經驗，碧桂園建屋成本較低，因此公司集中在地價相對便宜的三/四線城市開發專案。至 2014 年 6 月底，平均的土地成本為每平方米 1,022 元(人民幣·下同)，相等於 2014 年上半年的平均銷售價格的 15.4%。所以，碧桂園相對於其他房地產商具價格優勢。

2014 年 1-10 月份合同銷售增長 15%至 919 億元。2014 年 1-10 月份合同銷售金額及面積分別上升 15.3%至 919 億元及 15.4%至 1,381 萬平方米，公司截至 10 月底已完成今年銷售目標 1280 億元的 71.8%。對公司而言，能否達成全年銷售目標，我們相信會有一定的難度，但我們對其 2014 年銷售能超越 2013 年銷售金額 1,060 億元仍具信心。

海外投資只占整體資產 10%。碧桂園是國內房地產商第一家投資海外地產項目的公司，公司在 2012 年及 2014 年開拓在馬來西亞及澳大利亞的房地產業務，我們相信來自馬來西亞的銷售是公司 2013 年銷售額突飛猛進的其中一個原因。雖然在 2014 年 1-9 月的海外銷售只占總合同銷售金額的 1%，這些海外項目可為公司帶來長遠的增長，並可分散風險。

2014 年 1-9 月購入 1620 萬平方米的土地。碧桂園在 2014 年 1-9 月以 143.5 億元購入 1620 萬平方米的應占權益土地儲備，其中 31%為新進入城市，平均的土地成本為每平方米 885 元。截至 2014 年 9 月底，應占權益土地儲備為 7970 萬平方米。

吸引的估值。我們維持碧桂園的盈利預測不變，我們預期 2014-16 年的盈利分別為 103 億元、113 億元及 134 億元。公司成功以供股方法籌資 31.5 億港元，可強化財務狀況，我們預計 2014 年底的淨負債比率降至 52.7%。我們引入 2015 年底的每股資產淨值為 6.74 港元，目標價為 4.72 港元，目標價與每股資產淨值折讓為 30%，評級維持為買入。

財務資料

(截至 12 月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬元人民幣)	41,891	62,682	71,451	82,502	97,585
淨利潤 (百萬元人民幣)	6,853	8,514	10,228	11,281	13,389
每股收益 (人民幣)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股收益變動 (%)	8.7	22.6	15.8	2.6	18.7
市盈率(x)	6.7	5.5	4.7	4.6	3.9
市帳率(x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	5.4	6.6	6.6	7.8	9.4
權益收益率 (%)	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
淨財務杠杆率 (%)	51.1	63.7	52.7	52.5	50.2

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$4.72
 向上/向下 +45.7%
 當前價格 HK\$3.24

文幹森, CFA
 (852) 3900 0853
 samsonman@cmbi.com.hk

房地產

市值(百萬港元)	65,940
3 個月平均值(百萬港元)	124
52 周高/低(港元)	5.06/2.78
發行股數(百萬港元)	20,352

資料來源：彭博

股權結構

楊惠妍	59.5%
流動股本	26.8%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	5.7%	3.5%
3 個月	-6.5%	-3.6%
6 個月	-0.1%	-4.2%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：普華永道

網址：
www.countrygarden.com.cn

公司概況：碧桂園以“快速開發、快速銷售”的營運模式著稱，為保證“快速”，碧桂園不僅擁有超過 1500 名設計人員，還擁有建築、綠化、行銷、物業管理等專業團隊。

招銀國際覆蓋公司報告

- 房地產 - SOHO 中國 (410 HK)
- 房地產 - 合景泰富 (1813 HK)
- 房地產 - 華潤置地(1109 HK)
- 房地產 - 億達中國(3639 HK)
- 房地產 - 龍湖地產(960 HK)
- 零售 - 利信達(738 HK)
- 零售 - 金鷹商貿集團(3308 HK)
- 零售 - 華地國際(1700 HK)
- 汽車 - 寶信汽車集團(1293 HK)
- 軟件 - 中國擎天軟件(1297 HK)
- 電信設備 - 中國通信服務(552 HK)
- 電信設備 - 中興通訊(763 HK)
- 科技 - 舜宇光學(2382 HK)

SOHO 中國 (410 HK)

出售非核心資產

出售 Sky SOHO 部份樓面。SOHO 中國在週一宣佈出售了約 10 萬平方米樓面面積的 Sky SOHO 給 Ctrip.com (CTRP US)，作價 30.5 億元(人民幣·下同)。Sky SOHO 的建築竣工及交付時間為 2014 年第 4 季，即表示公司能在今年確認是項收入。Sky SOHO 的土地平均成本及建築成本分別為每平方米 7,189 元及每平方米 9,668 元，我們考慮資本化利息及稅金後的總成本為每平方米 20,000 元，因此 Sky SOHO 的毛利率為 34.3%。

優化了資產負債表。在出售了 Sky SOHO 予 Ctrip.com 後，SOHO 中國的資產負債表更加健康，我們估計至 2014 年底的淨負債比率降至 6.4%及屆時公司手持現金 188 億元，有利日後擴展。

出售 Sky SOHO 的均價低於我們預期。在我們原本的財務模型中，我們假設 Sky SOHO 的均價為每平方米 40,000 元，這次出售的均價較我們預期為低，但仍有 34%的毛利率。我們有一點失望，但因財務狀況優化而感安心，這可幫助公司在疲弱的房地產市場中進行收購。

改善了盈利鴻溝。在今年 2 月出售 SOHO 海倫廣場及 SOHO 靜安廣場，以及剛出售的 Sky SOHO 後，我們給予 SOHO 中國 2014 年核心盈利預測有所上調。我們相信公司仍會繼續尋找機會出售包括虹口 SOHO 凡非核心物業，所以 2014 年核心盈利預測仍有上調空間。

因銷售均價低於預期而下調目標價。因為出售了部份的 Sky SOHO，我們分別上調 2014 年及 2015 年盈利預測 27.5%至 43.0 億元及 2.1%至 12.8 億元。不過因為 Sky SOHO 的銷售均價低於預期，我們下降 2014 年每股資產淨值預測由 14.07 港元至 13.45 港元，因此目標價為 8.07 港元，相等於與每股資產淨值折讓 40%。上升空間 37.5%，評級維持為買入

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬元人民幣)	15,305	14,621	11,216	2,411	1,371
淨利潤 (百萬元人民幣)	10,585	7,388	4,299	1,276	1,080
每股收益 (人民幣)	2.051	1.492	0.817	0.245	0.208
每股收益變動 (%)	173	(27)	(45)	(70)	(15)
市盈率(x)	2.3	3.1	5.7	19.1	22.6
市帳率(x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
權益收益率 (%)	34.5	19.7	10.5	2.9	2.3
淨財務杠杆率 (%)	2.5	16.7	6.4	5.3	9.1

來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

買入

目標價	HK\$8.07
向上/向下	+37.5%
當前價格	HK\$5.87

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

房地產

市值(百萬港元)	30,521
3 個月平均值(百萬港元)	17.5
52 周高/低(港元)	714/5.42
發行股數 (百萬港元)	5,200

資料來源: 彭博

股權結構

張欣	62.9%
流動股本	32.9%

資料來源: 聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	7.9%	5.7%
3 個月	-6.9%	-4.1%
6 個月	-6.1%	-9.9%

資料來源: 彭博

1 年股價表現



資料來源: 彭博

審計: 普華永道

網址: www.sohochina.com

公司概況: SOHO 中國是中國最大的甲級寫字樓開發商, 也是唯一專注于寫字樓開發經營的開發商。公司專注于京滬兩地黃金地段甲級寫字樓的開發、租賃、物業管理與投資。

合景泰富 (1813 HK) 更著力於一線城市

中期純利平穩。受到確認均價上升 31%至每平方米 12,134 元(人民幣·下同)帶動，2014 年 1-6 月份的營業額上升 17.0%至 54.3 億元。2014 年上半年毛利率維持于去年水準的 35.7%。公司在今年 1 月贖回美元高息債而產生 1.37 億元開支，不過，高比率的利息資本化使利息開支減至 608 萬元。2014 年上半年純利下跌 0.9%至 13.5 億元；扣除投資物業重估收益，2014 年上半年核心純利上升 3.1%至 10.3 億元。

2014 年 1-7 月銷售上升 25%。2014 年 1-7 月，應占權益的合同銷售金額及面積分別上升 25.4%至 115 億元及 20.1%至 85 萬平方米，即表示公司已完成 2014 年銷售目標 210 億元的 54.7%。於 2014 上半年，約 70%的銷售來自一線城市、30%來自二線城市。合景泰富於 2014 下半年將推出 7 個分別位於南寧、杭州、天津及北京的新專案銷售，2014 下半年的可售資源為 190 億元，只要取得 58%的去貨率，合景泰富便能達成全年的銷售目標。公司在 2014 上半年的去貨率為 63%。

集中於一線城市。合景泰富在 2014 上半年購入 7 幅位於廣州、杭州、北京及南寧的土地，總建築面積為 161 萬平方米。目前公司的總應占權益的土地儲備達 1,050 萬平方米，分佈於上海、蘇州、成都、海南、北京、佛山、天津、杭州、南寧及廣州。以面積計算，項目於一線及二線城市的比例為 56/44，公司對一線城市的物業市場充滿信心。

負債比率增加。因為在 2014 上半年購入 67 億元的土地，淨負債與總權益比率由 2013 年末的 56.3%上升至 2014 年中的 70.4%。公司在 2014 上半年已付出 65 億元的土地金，未付的土地金總額為 9.4 億元，其中 1.9 億元將在 2014 下半年支付。為了減省借貸成本，合景泰富於 2014 年 1 月及 8 月分別贖回 2 筆高息債，因此分別錄得支出 1.37 億元及 8000 萬元。公司目前的借貸成本減少 50 點子至 8.3%。

調高目標價。我們分別輕微調整 2014-16 年盈利預測 4.4%/-4.3%/-7.8%至 34.0 億元、41.0 億元及 52.4 億元。在 2014 上半年購入新的土地後，我們料 2014 年底的每股資產淨值為 14.91 港元。因此目標價為 8.95 港元，較每股資產淨值折讓 40%，評級維持為買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬元人民幣)	9,676	9,468	14,737	19,238	24,477
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,406	2,750	3,398	4,101	5,237
每股收益 (人民幣)	0.832	0.950	1.174	1.418	1.810
每股收益變動 (%)	14.4	14.3	23.6	20.7	27.7
市盈率(x)	5.8	5.1	4.1	3.4	2.7
市帳率(x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	3.1	6.0	6.2	7.2	8.3
權益收益率 (%)	15.7	15.4	16.7	17.4	18.8
淨財務杠杆率 (%)	63.5	56.3	61.7	59.5	54.4

來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$8.95
向上/向下 +47.9%
當前價格 HK\$6.05

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

房地產

市值(百萬港元)	17,825
3 個月平均值(百萬港元)	51.2
52 周高/低(港元)	6.49/3.46
發行股數 (百萬港元)	2,863

資料來源: 彭博

股權結構

孔健岷	60.5%
流動股本	32.9%

資料來源: 聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	11.2%	8.9%
3 個月	4.4%	7.7%
6 個月	22.5%	17.4%

資料來源: 彭博

1 年股價表現



資料來源: 彭博

審計: 安永

網址: www.kwgproperty.com

公司概況: 自 1995 年創立以來, 合景泰富著重于高品質物業的開發。合景泰富地產根植廣州, 發展進一步擴大, 先後開拓了華南、華東、西南、華北及海南等地的市場。

華潤置地(1109 HK) 高盈利預見性

中期基礎盈利增加 84%。2014 年上半年的營業額及純利分別上升 75.5%至 277 億港元及 13.4%至 49.7 億港元；扣除投資物業重估，2014 年上半年的基礎純利增加 83.7%至 36.9 億港元。受惠於 77%的交付物業面積增加至 165 萬平方米，物業發展業務的營業額上升 91.2%至 241 億港元。雖然 2014 年上半年確認均價上升 7.9%至每平方米 14,560 港元，物業發展的毛利率只增加 0.6 個百分點至 28.2%。因為租金上調及新商場開始營運，2014 年上半年租金收入增加 21.9%至 26.3 億港元。

簽定收購深圳及山東 4 個項目的諒解備忘錄。華潤置地宣佈與母公司簽下收購深圳大湧村專案、深圳三九銀湖專案、濟南興隆專案及濟南檔案館東專案的諒解備忘錄。這 4 個項目的總建築面積為 556 萬平方米，收購的支付方式擬以現金及/或發行新股支付。

2014 年首 7 月的合同銷售金額下跌 22%。因為疲弱的物業市場及有限的新推貨源，2014 年 1-7 月的合同銷售金額及面積分別下跌 22.2%至 298 億元人民幣及 15.7%至 276 萬平方米，即表示華潤置地至 7 月底完成全年銷售目標 700 億元人民幣的 42.6%。雖然銷售失望，但價值 972 億元人民幣的物業已預售及待 2014 年或以後交付及入帳，其中的 611 億元人民幣的物業會在 2014 年交付及入帳，即表示約 91.5%我們估計的 2014 年物業發展收入已被鎖定，盈利前景可觀性高。

解開投資物業的價值。2014 上半年已有 3 個投資物業開始營運，另有 3 個將在下半年營業。總可出租面積由 2013 年的 227 萬平方米增至 2014 年的 298 萬平方米，而至 2016 年更增至 481 萬平方米，我們預期未來 3 年的租金收入年複合增長率為 19.5%，2016 年租金收入料達 90 億港元。

雙增長動力。華潤置地在 2014 年上半年新購入 622 萬平方米的土地儲蓄，令總土地儲備達 3,653 萬平方米，並覆蓋國內 51 個城市。我們相信其獨特的經營方式可支援公司持續的增長。華潤置地財務健康，2014 年中的淨負債比率為 55.4%。因為 2014 年的投資物業重估及我們預期 2015 年 5%的確認均價下跌的假設，我們調整盈利預測。我們的目標價為 26.27 港元，即較資產淨值 37.53 港元折讓 30%，升值潛力為 34.0%。重申為「買入」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬港元)	44,364	71,389	91,678	98,795	111,967
淨利潤 (百萬港元)	10,569	14,696	14,169	12,106	16,634
每股收益 (港元)	1.819	2.521	2.430	2.076	2.853
每股收益變動 (%)	22.4	38.6	(3.6)	(14.6)	37.4
市盈率(x)	10.8	7.8	8.1	9.4	6.9
市帳率(x)	1.7	1.3	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	1.7	2.2	2.7	2.6	3.6
權益收益率 (%)	15.3	17.3	14.6	11.4	13.8
淨財務杠杆率 (%)	40.5	39.2	48.4	48.0	44.7

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價	HK\$26.27
向上/向下	+34.0%
當前價格	HK\$19.60

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

房地產

市值(百萬港元)	111,610
3 個月平均值(百萬港元)	220
52 周高/低(港元)	21.7/13.62
發行股數 (百萬港元)	5,831

資料來源：彭博

股權結構

華潤集團	68.0%
流動股本	32.9%

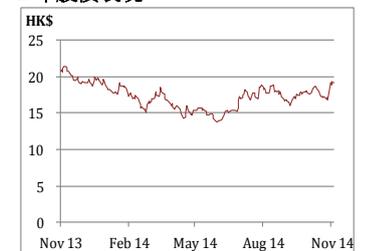
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	7.8%	5.6%
3 個月	7.8%	11.1%
6 個月	22.1%	17.0%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：普華永道

網址：www.crland.com.hk

公司概況：華潤置地是華潤集團旗下的地產業務旗艦，華潤置地堅持“住宅開發+投資物業+增值服務”的生意模式。住宅開發方面，已形成八大產品線；投資物業發展了萬象城城市綜合體、區域商業中心萬象匯/五彩城和體驗式時尚潮人生活館 1234space 三種模式。

億達中國(3639 HK) 優秀的商業夥伴

領先商務園運營商。根據戴德梁行報告，截至2013年12月31日，億達為中國最大的商務園開發商，也是中國領先商務園運營商。公司開發及運營包括辦公樓及住宅物業的大規模的商務園。我們給予億達「買入」評級，目標價為3.55港元，相等於與11.85港元的資產淨值折讓70%

大連的主要發展商及房東。根據戴德梁行報告，億達為大連市最知名的開發商。基於高品質的住宅物業及知名的品牌，億達的物業專案售價會比鄰近的專案為高。此外，公司擁有豐富的營運及管理商務園的經驗，所以能吸引大規模及知名的租客，多家財富世界500強的公司可在億達的商務園中找到，這批世界領先的知識型及高科技企業租客包括IBM、GENPAVT、Symatec、CISCO、Oracle及Softbank。

每年拓展一個新城市。當需要發展一個知識型及高科技行業的商機出現，億達會開拓其獨特的商業模式，公司計畫在未來5年會在每一年在至少一個新城市拓展業務。因為中國持續的經濟增長、城市化及地方政府對當地工業基礎的發展及調整，億達開發商業園的商業模式會提供巨大的商機。

1,180萬平方米的土地儲備。截至2013年12月31日，總土地儲備及應占權益的土地儲備分別為1,180萬平方米及799萬平方米。以地區分佈，大連占總土地儲備的85.4%。億達正在籌備成立合營公司發展上海創新創業園；此外，公司更計畫成立另外一間合營公司發展蘇州高鐵新城科技園專案。

減債為重要工作。我們預測2014-16年盈利分別為12.3億元(人民幣·下同)、15.34億元及17.99億元。雖然我們預期淨負債比率由2013年底的141.6%下降至2014年底的99.3%，但仍然偏高，所以管理財政會是公司的首要工作。此外，我們估計2014年底的資產淨值為245億元或每股11.85港元。主要風險包括股份流通量低、高負債、資產集中於大連及政策風險。

財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬元人民幣)	6,001	6,399	8,359	9,763	12,062
淨利潤(百萬元人民幣)	1,311	828	1,230	1,534	1,799
每股收益(人民幣)	不適用	不適用	0.537	0.594	0.696
每股收益變動(%)	不適用	不適用	不適用	10.7	17.3
市盈率(x)	不適用	不適用	3.9	3.5	3.0
市帳率(x)	不適用	不適用	0.6	0.5	0.5
股息率(%)	0.0	0.0	5.7	5.7	6.7
權益收益率(%)	19.0	11.8	13.2	14.6	15.0
淨財務杠杆率(%)	102.0	141.6	99.3	94.6	81.6

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價	HK\$3.55
向上/向下	+35.1%
當前價格	HK\$2.60

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

房地產

市值(百萬港元)	6,718
3個月平均值(百萬港元)	1.34
52周高/低(港元)	2.8/2.26
發行股數(百萬港元)	2,584

資料來源：彭博

股權結構

孫蔭環	62.4%
流動股本	32.9%

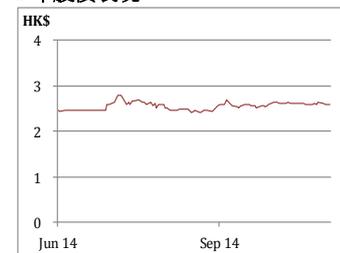
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1個月	-1.9%	-3.9%
3個月	5.3%	8.5%
6個月	不適用	不適用

資料來源：彭博

1年股價表現



資料來源：彭博

審計：安永

網址：www.yidachina.com.cn

公司概況：億達為中國最大的商務園開發商，也是中國領先商務園運營商。公司開發及運營包括辦公樓及住宅物業的大規模的商務園。

龍湖地產(960 HK)

高品質的造房者

核心盈利下跌 22%。2014 上半年收入及純利分別上升 4.7%至 159 億元(人民幣·下同)及 4.2%至 40.1 億元。扣除投資物業重估收益，基本盈利下跌 22.0%至 21.4 億元。確認平均售價上升 17.7%至每平方米 11,994 元，抵銷了交付樓面建築面積減少 12.7%的效果；此外，成都的北城天街於 2013 年末落成後帶動期內租金收入上升 24.1%至 3.78 億元，物業出租率達 95.8%。總體毛利率從 2013 上半年的 31.9%收窄至期內的 30.9%。最後，2.01 億元的匯兌損失、2.66 億元的贖回票據虧損及 3.10 億元的存貨減值令整體利潤受壓。

上半年合同銷售輕微下跌。龍湖地產 2014 上半年合同銷售金額和麵積分別下跌 9.4%至 203 億元和 7.7%至 185 萬平方米。西部地區占銷售最大的份額，達 36.9%。龍湖地產已完成了 35.6%的 2014 年的銷售目標(即 570 億元)，公司表示會維持銷售目標不變，龍湖將在 2014 年下半年推出 11 個新項目。此外，截至 6 月底，總值約 605 億元或 550 萬平方米的物業已預賣但仍未入帳。龍湖地產在 2014 上半年竣工物業面積為 142 萬平方米，公司計畫在下半年竣工物業面積增至 544 萬平方米，以支持全年盈利增長。

未來 3 年商業物業增加 128 萬平方米。目前，約 11 個投資物業(出租面積為 76 萬平方米)已經營運，另有 10 個投資物業(出租面積為 128 萬平方米)在興建中。4 個新投資物業(出租面積為 49 萬平方米)將在 2014 年下半年竣工。我們預計龍湖地產未來三年租金收入的複合年增長率為 32%至 15.9 億元。

在 24 個城市建立 3960 萬平方米的土地儲備。龍湖地產在 2014 上半年新購入 192 萬平方米的新土地儲備，公司新開拓南京和佛山市場，土地儲備遍佈國內 24 個城市。目前，總及應占權益的土地儲備分別為 3,959 萬平方米和 3,558 萬平方米，土地成本為每平方米 2,259 元。

因減少毛利率假設而下調目標價。2014 年中的淨負債增加至 66.2%，但仍是健康。我們調整 2014-16 盈利預測達 14.7%/-10.3%/-3.1%。我們料 2014 年底每股資產淨值為 24.03 港元，目標價為 14.42 港元，相等於較資產淨值折讓 40%。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬人民幣)	27,893	41,510	43,066	52,489	70,844
淨利潤(百萬人民幣)	6,301	8,037	8,205	8,102	11,811
每股收益(人民幣)	1.203	1.478	1.509	1.490	2.172
每股收益變動(%)	(2.0)	22.9	2.1	(1.3)	45.8
市盈率(x)	7.3	5.9	5.8	5.9	4.0
市帳率(x)	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
股息率(%)	2.3	2.6	2.6	3.4	4.9
權益收益率(%)	21.1	21.7	18.7	15.9	19.4
淨財務杠杆率(%)	43.7	57.9	61.0	57.1	50.1

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$14.42
 向上/向下 +64.1%
 當前價格 HK\$10.44

文幹森, CFA
 (852) 3900 0853
 samsonman@cmbi.com.hk

房地產

市值(百萬港元)	59,422
3 個月平均值(百萬港元)	24.7
52 周高/低(港元)	11.88/8.46
發行股數(百萬港元)	5,442

資料來源：彭博

股權結構

吳亞軍	45.2%
流動股本	32.9%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	20.2%	17.8%
3 個月	3.4%	6.6%
6 個月	8.5%	4.0%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：德勤

網址：www.longfor.com

公司概況：龍湖地產 1993 年創建於重慶，發展於全國，是一家專注產品和服務品質的專業地產公司，業務涉及地產開發、商業運營和物業服務三大領域。

利信達(738 HK) 展望強勁 2015 年

2015 財年上半年取得淨利潤雙位數增長。公司 2015 財年上半年（財年年結日為 2 月 28 日）銷售收入以及淨利潤分別按年增長 7.7%和 26.8%至港幣 9.4 億元和港幣 9 千 7 百萬元。公司盈利能力在 2015 財年上半年也得到相應的提升，毛利潤、經營利潤率以及淨利潤率都分別按年上升 0.8 個百分點、2.2 個百分點以及 1.6 個百分點至 66.9%、13.7%以及 10.3%。我們預測 2015 財年和 2016 財年銷售收入將分別按年增長 10.8%和 12.0%至港幣 22.6 億元和港幣 25.3 億元。公司預計在 2015 財年和 2016 財年總共投資港幣 6 千萬元用於提高經營效率和市場競爭力，包括廠房以及設備的升級，產品設計的創新以及 IT 系統的升級。我們預測 2015 財年的毛利率和經營利潤率分別為 67.5%和 13.9%。

LINEA ROSA 品牌擴張。 公司截至 2015 財年上半年擁有 863 個零售網點，店鋪總數按年減少 134 個。截止 2015 財年上半年，CNE 所有的店鋪都已關閉，此外 Le saunda MEN 的店鋪總數也減少至 80 間。LINEA ROSA 預計在未來將會有較高的增長潛力，公司預計在 2015 財年底和 2016 財年底分別將 LINEA ROSA 的店鋪總數增加至 50 間和 150 間。相較於公司其他的品牌，LINEA ROSA 產品的毛利率是最高的。公司同時打算擴大 LINEA ROSA 的品牌組合，主要針對中端到奢侈端的鞋類市場。截止 2015 財年上半年，LINEA ROSA 的產品單價為人民幣 1,338 元，我們預測 LINEA ROSA 未來的增長主要來自於銷售量的增長，而不是產品單價的提高。

電商業務。 CNE 已經成功轉型成為一個線上銷售的品牌及開始有盈利。現時，按銷售收入排名 CNE 也是天貓商城排名前 30 的品牌。我們預測 CNE 的銷售收入將占 2015 財年總銷售收入的 10%，同時銷售單價介於人民幣 300 元至人民幣 400 元之間。

維持買入評級。我們將 2015-16 財年的淨利潤預測分別下調 1.1%和 6.6%至港幣 2.5 億元及港幣 2.7 億元。公司目前的股價相當於 2015 財年和 2016 財年預測市盈率的 9.4 倍和 8.7 倍。目標價為港幣 4.34 元，相等於 2015 財年市盈率的 11.0 倍，同時也是公司過去 5 年的平均市盈率。維持買入評級。

財務資料

(截至 2 月 28 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	1,545	1,762	2,039	2,260	2,531
淨利潤 (港幣百萬元)	194	179	287	252	272
每股收益 (港幣)	0.304	0.280	0.449	0.395	0.425
每股收益變動 (%)	15.25	(7.75)	60.27	(12.14)	7.75
市盈率(x)	12.15	13.17	8.22	9.35	8.68
市帳率(x)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
股息率 (%)	3.7	3.8	7.3	4.9	5.3
權益收益率 (%)	16.4	13.9	19.1	16.1	16.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價	HK\$4.34
向上/向下	+17.6%
當前價格	HK\$3.69

張淳鑫
(852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

零售

市值(百萬港元)	2,368
3 個月平均值(百萬港元)	2.42
52 周高/低(港元)	4.05/3.22
發行股數 (百萬港元)	641.6

資料來源：彭博

股權結構

Stable Gain Holdings	31.9%
流動股本	32.9%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-4.9%	-6.8%
3 個月	0.3%	3.4%
6 個月	-2.9%	-6.9%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：普華永道

網址：www.lesaunda.com.cn

公司概況：利信達是一間鞋類生產和零售商，旗下品牌主要針對中國內地中端至高端的鞋類市場。旗下品牌主要包括 Le saunda（中端女鞋品牌）、Le saunda MEN（中高端男鞋品牌）、CNE（大眾市場女鞋電商品牌）和 LINEA ROSA（高端女鞋品牌）。

金鷹商貿集團(3308 HK) 打造全生活購物中心

公司概况。金鷹商貿集團是一間專注於百貨商場業務的集團。公司在 1996 年南京開設了第一間百貨商場：南京新街口店。截止 2014 上半年，公司的百貨商場業務橫跨 4 個省以及一個直轄市，包括江蘇省，安徽省，陝西省，雲南省以及上海市。目前，公司專注于打造全生活一站式購物中心以提供更多元化的服務來滿足不同客戶的需求。

全生活一站式購物中心的概念。從傳統的百貨商場業務轉型為專注于全生活一站式購物中心的打造是公司未來的主要發展方向。全生活購物中心的建立能更好的滿足客戶的需求，提高人流量同時也延長客戶在購物中心的停留時間。

優化商業市場管道。公司在 2013 年投入了大約人民幣 4 千萬元優化公司的各種線上管道，主要包括 O2O 業務的準備以及掌上金鷹應用程式的打造和升級。線上的商業管道可以為公司提供有關客戶與零售市場較為深入的資訊，例如客戶的購物偏好和最新的消費市場趨勢，還有更多有效的資訊可供公司分析以提高市場競爭力。

現有店鋪表現以及新開店計畫。截止 2014 上半年，公司一共有 26 間購物中心在運營。在 2014 上半年，有 15 間運營中的購物中心錄得同店銷售按年下跌，同時虧損店鋪達到 10 間。公司計畫在未來幾年一共開設 15 間購物中心，其中 4 間位於江蘇省的購物中心將計畫在 2014 年投入運營。

買入評級。我們預測 2014-16 財年的淨利潤分別為人民幣 11.3 億元、人民幣 13.7 億元及人民幣 14.5 億元。公司目前的股價相當於 2014 財年和 2015 財年預測市盈率的 12.6 倍和 9.9 倍。目標價為港幣 12.3 元，相當於 2015 財年預測市盈率的 12.9 倍，同時也是公司過去 3 年的平均市盈率減去一個標準差。買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	3,623	3,660	3,650	4,221	4,580
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,218	1,235	1,127	1,367	1,451
每股收益 (人民幣)	0.629	0.656	0.599	0.765	0.812
每股收益變動 (%)	0.9	4.28	(8.59)	27.66	6.17
市盈率(x)	12.01	11.52	12.60	9.87	9.30
市帳率(x)	2.76	2.71	2.29	1.80	1.54
股息率 (%)	2.5	2.7	2.4	3.0	3.3
權益收益率 (%)	23.0	23.5	18.1	18.2	16.6
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	29.9	22.1	18.1	11.5

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$12.3
向上/向下 +30.3%
當前價格 HK\$9.44

張淳鑫
(852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

零售

市值(百萬港元)	16,860
3 個月平均值(百萬港元)	30.29
52 周高/低(港元)	12.48/8.91
發行股數 (百萬港元)	1,786

資料來源：彭博

股權結構

王恒	74.99%
流動股本	24.9%

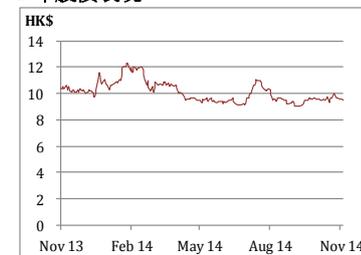
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-0.4%	-2.4%
3 個月	0.0%	3.1%
6 個月	0.1%	-4.0%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：德勤

網址：www.netge.com

公司概况：金鷹商貿集團是一間專注於百貨商場業務的集團。公司在 1996 年南京開設了第一間百貨商場：南京新街口店。截止 2014 上半年，公司在江蘇省，安徽省，陝西省，雲南省以及上海市都擁有自己的百貨商場。公司專注于打造全生活一站式購物中心以滿足不同客戶的需求。

華地國際(1700 HK)

旗下商場將以全新面目吸引更多的客人

總銷售收入保持平穩但淨利潤按年下降 4.5%。2014 上半年，總銷售收入與營業額分別按年增長了 0.2%和 5.3%至人民幣 58 億元和人民幣 22 億元。然而，由於經營費用壓力的不斷上升，淨利潤則按年下降 4.5%至人民幣 4.3 億元。2014 上半年，經營費用總額占總銷售收入的 12.6%，按年上升 0.7 個百分點。中國內地市場的零售氣氛依然疲軟。我們也不認為 2014 下半年零售市場的氣氛將有明顯的好轉。我們預測 2014 和 2015 年的總銷售收入將分別按年上升 3.7%和 8.9%至人民幣 116 億元和人民幣 126 億元。

2014 全年無新開的百貨商場。截止 2014 上半年，公司錄得百貨商場業務銷售按年增長 1.7%，但同店銷售按年下降 1.1%。百貨商場銷售占 2014 上半年公司總銷售收入的 75.6%，按年下降 1.5 個百分點。我們認為同店銷售下降的一部分原因是由於去年同期基數較高且宜興百貨商場的停業裝修所引起的。百貨商場 2014 上半年的銷售備金為 16.9%，按年上升 0.5 個百分點。我們不認為百貨商場的銷售在 2014 下半年將會有明顯的改善，同時預測 2014 全年的百貨商場銷售所得按年增長 2.7%至人民幣 87 億元。

2015 全年計畫開設 5 間新的超市。截止 2014 上半年，公司錄得超市銷售收入和同店銷售分別按年上升 6.6%和 1.0%。新鮮食品的銷售占 2014 上半年超市銷售收入的 38.1%，按年上升 1.9 個百分點。公司計畫在 2015 年開設 5 間新的超市，其中 1 間為配合新購物商場的市中心店和 4 間社區住宅店。我們預測 2014 和 2015 的超市銷售總收入將分別按年上升 6.9%和 8.1%至人民幣 28.5 億元和人民幣 30.8 億元。

百貨商場的重新裝修已接近尾聲。我們認為未來將百貨商場轉型成為集購物和休閒娛樂為一體的購物中心將是百貨經營者的重要任務。公司正在修建 3 個大型的購物中心且舊的百貨商場改造也已經接近尾聲。我們認為改造後的百貨商場將更具市場競爭力且更能滿足客戶的需求。

維持買入評級。我們將 2014-16 財年的淨利潤預測分別下調 7.4%、11.2%和 12.2%至人民幣 6.8 億元、人民幣 7.9 億元及人民幣 9.0 億元。公司目前的股價相當於 2014 財年和 2015 財年預測市盈率的 8.7 倍和 7.5 倍。目標價為港幣 3.7 元，相當於 2014 財年預測市盈率的 10.7 倍，同時也是公司過去 5 年的平均市盈率。買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(人民幣百萬元)	3,807	4,162	4,350	4,751	5,149
淨利潤(人民幣百萬元)	651	730	684	794	899
每股收益(人民幣)	0.261	0.292	0.274	0.318	0.360
每股收益變動(%)	N/A	12.15	(6.38)	16.16	13.25
市盈率(x)	9.15	8.16	8.72	7.50	6.63
市帳率(x)	1.33	1.24	1.19	1.12	1.05
股息率(%)	5.4	6.2	5.4	6.0	7.1
權益收益率(%)	14.5	15.2	13.6	15.0	15.9
淨財務杠杆率(%)	淨現金	38.6	10.4	17.0	25.3

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$3.7
向上/向下 +25.0%
當前價格 HK\$2.96

張淳鑫
(852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

零售

市值(百萬港元)	7,284
3 個月平均值(百萬港元)	2.45
52 周高/低(港元)	4.28/2.55
發行股數(百萬港元)	2,460.7

資料來源：彭博

股權結構

陳建強	58.6%
流動股本	40.1%

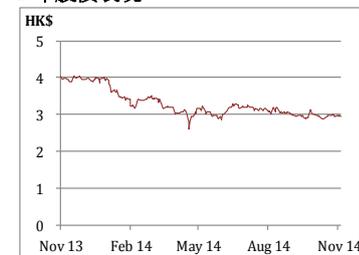
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-7.4%	-4.3%
3 個月	18.4%	21.6%
6 個月	12.2%	-0.1%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：安永

網址：www.springland.com.cn

公司概況：華地國際在中國內地經營及管理百貨店及超市業務。公司以泛長江三角洲地區為中心且實施雙模式零售業務模型。目前，公司在江蘇省、浙江省以及安徽省擁有共 49 間零售門店。公司立志於打造百貨商場與超市的一體化購物中心以便能更好的滿足客戶的需求。

寶信汽車集團(1293 HK) 過渡的一年

14 年上半年盈利增長減慢。寶信發佈 14 財年上半年業績，收入同比增長 8.6% 至人民幣 162.9 億。汽車總銷量從 13 財年上半年的 33,648 台增加至 14 財年上半年的 36,726 台，同比上升 9.1%。其間豪華/超豪華車銷量穩步增長 13.7%，從 26,893 台到 30,585 台。售後服務收入比例增加對毛利率的正面影響被新車毛利率下降所抵消。毛利率達 9.8%，同比持平。淨利潤達人民幣 5.47 億，同比增長 7.0%。

向超豪華品牌過渡。寶信的庫存從 13 財年上半年的 35.9 天增加至 14 財年上半年的 43.2 天。雖然捷豹路虎 (JLR) 的庫存保持在 30 天的健康水準，惟寶馬的庫存則上升至 45 天。管理層將專注於控制寶馬的庫存，並對擴充寶馬經銷店持審慎態度。14 年上半年公司經營 80 家經銷店，下半年寶信將放慢寶馬門店的擴張，將注意力轉去其他高毛利品牌和超豪華品牌。在建的 11 間經銷店只有一間是寶馬/ MINI 專賣店，而 JLR 和奧迪店則分別有三間及兩間。其他品牌則包括保時捷、沃爾沃、英菲尼迪和勞斯萊斯。對比寶馬的 4% 毛利率，JLR 的毛利率約為 8%。14 財年上半年為公司第一次從 JLR 錄得超越寶馬的銷售毛利。隨著越來越多的資源投入在超豪華品牌，我們預計新車銷售毛利率將從上半年的 5.4% 微升至下半年的 5.6%。

正著手興建二手車平臺。寶信正與一間二手車拍賣集團和一間商業銀行建立 O2O 平臺經營二手車交易。此外，公司正在將中高端品牌店改裝成二手車中心。除了二手車業務，寶信也在擴大汽車保險和汽車融資業務以達至多元化發展。

售後服務貢獻大部分毛利。14 財年上半年售後服務收入達到人民幣 16.8 億，同比增長 20%。毛利率穩定，達 47.8%。售後服務占上半年總毛利的 50.6%，去年同期為 45.7%。售後服務對毛利的貢獻第一次超越新車銷售。由於保養期到期的車輛數量穩步增長，我們預計售後服務收入將變得越來越重要。售後服務收入的增長將推高整體毛利率，並令收入更穩定及減少受經濟週期的影響。

我們分別下調了 14 及 15 財年的每股盈利預測達 13.3% 和 12.0% 至人民幣 0.47 元和人民幣 0.64 元。我們以 9 倍 15 財年市盈率為公司估值，目標價為港幣 7.20 元，上升潛力為 36.1%。我們重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬人民幣)	18,093	30,082	33,352	37,554	40,472
淨利潤 (百萬人民幣)	701	996	1,209	1,636	2,086
每股收益 (人民幣)	0.28	0.39	0.47	0.64	0.82
每股收益變動 (%)	2.1	40.4	21.3	35.3	27.5
市盈率(x)	15.5	10.7	9.0	6.6	5.2
市帳率(x)	2.8	2.3	1.9	1.6	1.3
股息率 (%)	1.9	2.8	3.4	4.5	5.8
權益收益率 (%)	17.8	21.1	21.5	26.1	27.0
淨財務杠杆率 (%)	38.9	53.3	52.1	28.5	3.7

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$7.2
向上/向下 +36.1%
當前價格 HK\$5.29

張萌, CFA
(852) 3900 0856
michaelcheung@cmbi.com.hk

汽車

市值(百萬港元)	13,528
3 個月平均值(百萬港元)	10.2
52 周高/低(港元)	7.71/5.04
發行股數 (百萬港元)	2,557.3

資料來源：彭博

股權結構

寶信投資管理	61.4%
流動股本	15.0%

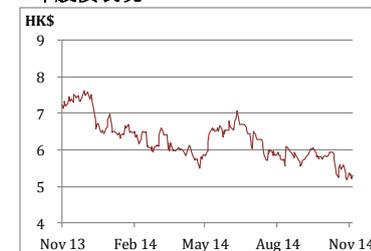
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-10.9%	-12.7%
3 個月	-9.4%	-6.6%
6 個月	-16.2%	-19.7%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：安永

網址：www.klbaoxin.com

公司概況：寶信主要從事豪華汽車銷售及售後服務。寶信所有的 4S 經銷店皆佈局在中國最富裕的沿海地區以捕捉對豪華轎車的龐大需求。

中國擎天軟件(1297 HK)

江蘇省領先的政府和企業管理軟件供應商

江蘇省獨家出口退稅軟件供應商。中國擎天軟件(擎天)自1998年以來一直為中國行政和企業應用軟件的領先供應商。公司目前為江蘇省唯一的出口退稅電子申報軟件供應商。其產品可以直接連接到江蘇省稅務局的稅收管理系統。因此，它佔了江蘇省出口退稅電子申報軟件產業的全部市場。出口退稅軟件分部營收在14年上半年同比增長42.9%，至人民幣0.42億元，主要來自於推出新的自我風險評估稅務管理產品，我們預計14財年出口退稅軟件部門營收同比將增長43.3%至人民幣0.97億元。此外，擎天軟件的出口稅收管理培訓課程在出口企業界持續受到關注，培訓收入由13年上半年約人民幣7百萬元上升至14年上半年超過人民幣一千萬元。

推出新的電子政務雲平臺。擎天軟件也在擴張其電子政務解決方案的業務，推出各級地區政府的服務行業雲平臺。以及公共安全雲平臺，以幫助政府加強社會管理。我們預計電子政務部門營收在14財年將同比增長35.7%，至人民幣1.66億元。

碳管理解決方案前景亮麗。碳管理解決方案分部營收在14年上半年同比增長39.4%至人民幣0.11億元，增長來自於為高耗能行業推出碳排放報告平臺。此外，擎天軟件與一間國有企業-中國節能環保諮詢(中節能)簽訂了為期兩年的合作協定，共同發展低碳資訊平臺、能源管理平臺和碳審計系統。我們預計，碳管理解決方案仍然是公司主要的增長動力，並預計14財年分部收入將大升62.1%至人民幣0.56億元。

我們預測2014和15財年每股盈利分別達人民幣0.132元及0.167元。香港上市的IT服務供應商平均交易在21.6倍15財年市盈率。鑒於擎天的品牌知名度相對較低及上市時間較短，我們認為估值應比同業的平均市盈率有20%的折讓。因此，我們以17.2倍15財年市盈率為公司估值。目標價為3.69元，我們維持「買入」評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬元人民幣)	227	281	369	435	479
淨利潤(百萬元人民幣)	76	101	137	172	196
每股收益(人民幣)	0.102	0.114	0.132	0.167	0.190
每股收益變動(%)	29.7	12.4	15.8	26.2	14.0
市盈率(x)	29.2	26.0	22.5	17.8	15.6
市帳率(x)	9.5	4.2	4.3	3.7	3.1
股息率(%)	0.0	1.4	1.3	1.7	1.9
權益收益率(%)	32.7	16.2	19.0	20.6	20.1
淨財務杠杆率(%)	12.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$3.69
向上/向下 -3.1%
當前價格 HK\$3.81

張萌, CFA
(852) 3900 0856
michaelcheung@cmbi.com.hk

軟件

市值(百萬港元)	3,933
3個月平均值(百萬港元)	8.54
52周高/低(港元)	4.00/1.38
發行股數(百萬港元)	1,032.3

資料來源: 彭博

股權結構

辛穎梅	48.6%
阿裡巴巴	13.3%
流動股本	31.8%

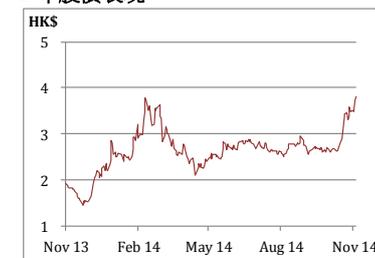
資料來源: 聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1個月	40.2%	37.4%
3個月	45.7%	50.2%
6個月	51.6%	45.3%

資料來源: 彭博

1年股價表現



資料來源: 彭博

審計: 德勤

網址:
www.sinosoft-technology.com

公司概况: 擎天軟件專注於江蘇省的應用軟件產品及解決方案服務。公司主要開發出口退稅、碳排放管理、電子政務和系統集成軟件及解決方案。

中國通信服務(552 HK)

4G 資本開支集中下半年，將提升下半年成長率

國內運營商業務增長遲緩，拖累上半年業績。中通服發佈 14 年上半年業績，營收同比上升 4.3% 至人民幣 337.4 億元。國內運營商業務的營收同比溫和上升 0.6% 至人民幣 205.4 億元。主要的增長動力為國內非運營商業務，錄得 11.6% 年增長率。海外業務按年增長 3.9% 至人民幣 17.4 億元。因競爭加劇、分包成本增長快速，毛利率同比下降 1.1 個百分點至 14.3%。上半年淨利潤同比收窄 0.2 個百分點至 3.7%，因成功壓縮營業開支以緩解毛利率下降。淨利潤達人民幣 12.4 億元，同比下降 0.4%。

中國電信的 4G 資本開支集中於下半年。上半年來自中國電信 (728 HK) 的收入按年下降 5% 至人民幣 126.4 億元，因中國電信暫緩 4G 的投資，直至獲得 FDD 牌照。上半年中國電信僅完成了人民幣 803 億元的全年資本開支預算的 28.7%。此外，中國電信管理指出 15 財年的資本支出將進一步增加 12% 至人民幣 900 億元，大部分開支將流向 4G 相關的領域，如基站擴建和室內覆蓋，實現深度 4G 覆蓋。8 月 28 日，中國電信宣佈其 TD 和 FDD 混合組網試點將從 16 個城市擴展到 40 個城市。14 財年上半年，來自於中國電信的收入占總收入的 37.4%，仍為公司的主要收入來源。我們認為，中通服的增長仍然取決於中國電信的資本支出規模。我們預計電信基建服務 (TIS) 部門是中國電信 4G 投資的主要受益者，並預測 TIS 部門下半年將錄得同比 16.5% 的收入增長。

非運營商業務是另一個增長引擎。因政府和工業客戶對系統集成業務的需求強大，上半年來自國內非運營商市場的營收同比增長 11.6% 至人民幣 114.6 億元。中通服為政府提供智慧城市解決方案和資訊安全系統，以及為工業和中小企客戶提供資料中心解決方案和雲產品。因城市化和資訊化的需求殷切，我們預計非運營商業務將成為另一增長引擎。非運營商業務的快速增長也將提升業務多元化，防止過度依賴和運營商資本支出週期高度相關 TIS 業務。

我們分別下調了 14 和 15 財年的每股盈利預測達 1.4% 和 1.6% 至人民幣 0.34 元及 0.37 元。目標價為港幣 4.80，為 15 財年每股盈利的 10 倍，有 27.0% 的上升潛力。我們維持 買入 評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	61,517	68,459	75,645	85,631	95,109
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,407	2,238	2,346	2,593	2,870
每股收益 (人民幣)	0.35	0.32	0.34	0.37	0.41
每股收益變動 (%)	-1.4	-8.4	4.8	10.5	10.7
市盈率(x)	8.6	9.4	8.7	7.9	7.1
市帳率(x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
股息率 (%)	4.7	4.3	3.4	3.8	5.6
權益收益率 (%)	11.5	10.0	9.9	10.1	10.7
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$4.8
向上/向下 +27.0%
當前價格 HK\$3.78

張萌, CFA
(852) 3900 0856
michaelcheung@cmbi.com.hk

電信設備

市值(百萬港元)	26,180
3 個月平均值(百萬港元)	29.9
52 周高/低(港元)	5.22/3.28
發行股數(百萬港元)	6,926

資料來源：彭博

股權結構

中國電信	51.4%
流動股本	34.5%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	6.4%	4.3%
3 個月	1.9%	5.0%
6 個月	2.4%	-1.8%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：畢馬威

網址：www.chinaccs.com.hk

公司概况：中通服為電信基礎設施提供包括設計、建設及專案監理在內的服務。並為運營商提供網路設計和設施管理維護等服務。

中興通訊(763 HK)

4G 需求繼續推動增長

14 財年上半年盈利增長強勁。中興公佈 14 財年上半年業績。收入僅微升 0.5%，至人民幣 376 億。運營商網路收入增長被終端和軟件分部的收入下降所抵消。因高毛利的運營商網路收入比例增加，以及市場競爭態勢趨緩，整體毛利率提高了 4.0ppt 個百分點至 29.5%。公司 14 年上半年淨利潤達人民幣 11.3 億，同比增長 263.9%。中興也預測 14 年一至三季的淨利潤可達人民幣 17.0 至 19.0 億，意味著第三季淨利潤將介於人民幣 5.7 至 7.7 億之間。

國內運營商的 4G 網路建設驅動增長。因中移動 (941 HK) 對 TD-LTE 設備的需求甚殷，14 財年上半年運營商網路收入同比增長 14.6% 至人民幣 218 億。中移動在上半年只花了全年資本開支預算的 37%。我們預計中移動的 4G 網路擴建勢頭將可延續至下半年。此外，考慮到 FDD 試用牌照已經發出，我們預計中電信 (728 HK) 及聯通 (762 HK) 將開始鋪設 FDD 網路。因此，我們相信下半年國內的 4G 網路加快擴建將持續成為中興的主要增長動力。

毛利率顯著提升。運營商網路業務的毛利率同比擴大 2.9 個百分點至 35.3%，由於 1) 高毛利的 4G 產品占比上升和 2) 市場競爭態勢趨緩，運營商青睞國內設備廠商，捨棄外資。此外，軟件和服務業務的毛利率同比擴大 7.6 個百分點至 32.7%，主要由於海外市場的毛利改善。

手機終端仍然疲弱。14 財年上半年手機終端產品銷售達到人民幣 104 億，同比下降 16.5%。惟終端業務的毛利率同比上升 0.3 個百分點至 15.6%。終端業務表現低迷是由於公司的 3G 智慧手機在國內的市場份額下滑。下半年 4G 網路的鋪設將產生對 4G 手機的新需求，隨著公司不斷推出入門級的 4G 智慧手機，我們預計終端業務的下滑趨勢將得到緩解。

我們認為中興將繼續從國內運營商的 4G 建設中獲益。公司在 TD-LTE 和 FDD-LTE 兩種制式都有技術優勢，當 FDD 機站建設在下半年開始上馬時，這將有助中興獲取中電信和聯通的 FDD 訂單。目標價為 21.00 港元，等於 16 倍 15 財年預測市盈率，代表著 13.1% 的上升潛力。我們維持 買入 評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	84,119	75,234	79,430	86,094	94,920
淨利潤 (人民幣百萬元)	-2,841	1,358	2,633	3,519	3,912
每股收益 (人民幣)	-0.83	0.39	0.77	1.02	1.14
每股收益變動 (%)	不適用	不適用	94.0	33.6	11.2
市盈率(x)	不適用	36.7	18.9	14.1	12.7
市帳率(x)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6
股息率 (%)	0.0	0.2	1.6	2.1	2.4
權益收益率 (%)	不適用	5.7	10.0	12.1	12.2
淨財務杠杆率 (%)	6.2	25.2	19.6	17.0	14.9

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$21.0
 向上/向下 +13.1%
 當前價格 HK\$18.56

張萌, CFA
 (852) 3900 0856
 michaelcheung@cmbi.com.hk

電信設備

市值(百萬港元)	67,242
3 個月平均值(百萬港元)	71.3
52 周高/低(港元)	18.88/13.8
發行股數 (百萬港元)	3,438

資料來源：彭博

股權結構

中興新	32.5%
流動股本	18.3%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	3.5%	1.5%
3 個月	7.1%	10.4%
6 個月	27.0%	21.8%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：安永

網址：www.en.zte.com.cn

公司概况：中興主要業務為運營商網路生產及安裝各種電信基礎設備。中興也設計及生產智慧手機、平板電腦及其周邊設備。

舜宇光學(2382 HK) 預計毛利率下半年恢復

14年上半年營收增長強勁，惟毛利率下降。舜宇發佈14年上半年業績。營收按年增長37.7%至人民幣38.4億元，受惠於手機鏡頭（HLS）以及手機照相模組（HCM）部門的銷售大幅成長。毛利率則收縮1.2個百分點至14.6%，因毛利率相對較低的HCM業務占銷售比增加。然而，光學元零件分部的毛利率則同比顯著提高3.8個百分點至26.6%，主要由於圖元升級成功。14年上半年淨利潤達人民幣2.6億，同比增長30.5%。

預計14財年HLS出貨量將倍升。由於開始供貨給一家韓國大手機生產商，上半年HLS的出貨量同比上升48.0%至3,720萬個。管理層重申其2014年全年HLS出貨目標為上升一倍。我們預計該出貨量目標可以實現，因為1) 對該韓國客戶的出貨增加，2) 與柯尼卡美能達上海HLS廠房的整合進展順利，產能大升，以及3) HLS的內部供貨需求不斷上升。由於對高圖元手機鏡頭的需求殷切，我們估計八百萬或以上圖元的HLS出貨比例將從上半年的24.4%進一步增加至下半年的40%。

圖元升級和新產品將提升下半年的毛利率。14年上半年光電產品分部（主要是HCM產品）毛利率同比下降1.2個百分點至10.9%，因為1) 來自於光寶科技（2301 TW）和歐菲光（002456 CH）的競爭日益劇烈，2) 降低了一些訂單的銷售價格以打入某中國手機廠商供應鏈。然而，加速圖元升級可以提升下半年毛利率。因為越來越多的智慧手機採用1,300萬圖元的HCM，我們估計舜宇1,000萬圖元及以上的HCM出貨比例將從上半年的12.6%增加至下半年的20%。高圖元智慧手機的需求不斷增加，也將提振光學圖像穩定器（OIS）模組的需求。據管理透露具OIS功能的HCM售價及毛利率顯著高於傳統HCM。公司已於七月開始推出具OIS功能的HCM。我們相信圖元升級和OIS模組的推出將提升下半年毛利率。我們預計下半年產品分部的毛利率將環比擴闊1.9個百分點至12.8%。

我們預計下半年HLS出貨將顯著提升，HLS和HCM的圖元升級也將成功。得益於產品結構向高毛利的HLS產品傾斜以及HCM產品的品質提升，我們預計毛利率將於下半年恢復。我們調高14及15財年的淨利潤預測分別達0.8%和1.0%至人民幣6.60億和人民幣8.33億。我們以13倍15財年市盈率為公司估值，目標價為港幣12.65元。我們維持「買入」評級。

財務資料

(截至12月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬人民幣)	3,984	5,813	8,390	10,395	12,163
淨利潤(百萬人民幣)	346	440	660	833	993
每股收益(人民幣)	0.36	0.44	0.60	0.76	0.91
每股收益變動(%)	61.3	23.1	35.7	26.2	19.2
市盈率(x)	30.5	24.1	17.8	14.1	11.8
市帳率(x)	5.5	3.7	4.1	3.3	3.5
股息率(%)	1.0	1.2	1.7	2.1	2.6
權益收益率(%)	17.9	15.4	23.0	26.2	25.6
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	6.4	淨現金	淨現金

來源：公司資料，招銀國際證券預測

買入

目標價 HK\$12.65
向上/向下 -7.7%
當前價格 HK\$13.70

張萌, CFA
(852) 3900 0856
michaelcheung@cmbi.com.hk

科技

市值(百萬港元)	15,029
3個月平均值(百萬港元)	73.5
52周高/低(港元)	14.32/6.1
發行股數(百萬港元)	1,097

資料來源：彭博

股權結構

舜旭有限公司	38.4%
流動股本	55.0%

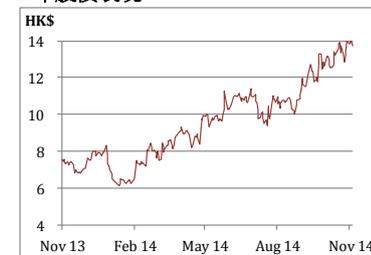
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1個月	6.4%	4.2%
3個月	32.6%	36.7%
6個月	42.9%	36.9%

資料來源：彭博

1年股價表現



資料來源：彭博

審計：德勤

網址：www.sunnyoptical.com

公司概况：舜宇主要從事研究設計與生產光學相關產品與科學儀器，包括手機鏡頭及模組、單反相機鏡頭、車載鏡頭及紅外線儀器。

過往公司拜訪

Dynam (6889 HK)

億和控股(838 HK)

博大綠澤(1253 HK)

昂納光通信 (877 HK)

越秀房托 (405 HK)

光匯石油(933 HK)

中國水務集團(855 HK)

聯合光伏 (686 HK)

Dynam (6889 HK)

綜合度假村法案可成為短期催化劑

會見了眾議院的成員瞭解綜合度假村條例草案。我們會見了眾議院的成員及國際旅遊推廣聯盟副總裁 Sakihito Ozawa，瞭解綜合度假村條例草案的最新發展。他預計綜合度假村條例草案將在今年 6 月獲得通過。所以在日本博彩業將會合法化，賭場業務可以在綜合度假村內經營。Sakihito Ozawa 預計未來綜合度假村條例草案會刺激經濟增長，包括增加遊客、消費增長和創造就業。如果一切進展順利，日本的第一家賭場將在 2020 年左右被開業。

參觀了山口縣內 Dynam 的培訓中心。我們還參觀了山口縣內 Dynam 培訓中心，培訓中心位於日本的西南部，總建築面積約為 350,000 平方米。如果獲得許可證，Dynam 已表明希望在日本發展賭場業務。我們認同山口縣的培訓中心是構建綜合度假村的合適地點，因其附近地方風景優美及地理位置接近中國的山東和韓國的釜山。

日本第二大彈珠機運營商。有 46 年歷史和 2.7% 的市場份額，Dynam 是日本第二大彈珠機運營商。截至 2013 年 9 月，Dynam 通過連鎖店的管理經營策略，在日本經營 363 家彈珠機遊戲館。公司專注於低投注額日式彈珠機，於 2013 年 9 月分別有 62 % 和 47% 的 pachinko 機及 pachislot 機為低投注額遊戲機。公司希望在未來 10 年能每年開分店 40 家，但我們認為未來開店的步伐可能會受建築成本上升影響。

投資於 IGG(8002 HK)及澳門勵駿(1680 HK)。為了加強在未來的業務關係，Dynam 是 IGG 和澳門勵駿的基石投資者，投資金額分別為 1500 萬美元及 8500 萬美元。Dynam 希望能利用 IGG 的軟件發展能力，發展下一代彈珠機，安裝在澳門勵駿的漁人碼頭賭場內。

成熟的業務等待催化劑。彈珠機在日本是成熟的業務。截至 2013 年 9 月止過去的六個月，Dynam 營業收入和淨利潤分別同比增長 0.1% 至 822 億日元和 6.2% 至 98 億日元。展望未來，我們預計澳門的彈珠機業務及日本的賭場業務將有利於公司的長期增長，不過開展業務的時間尚未確定。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
營業額 (十億日元)	165.5	169.6	165.1	164.0
淨利潤 (十億日元)	20.2	16.2	15.9	20.9
每股收益 (日元)	32.0	25.7	25.2	29.7
每股收益變動 (%)	不適用	-19.7	-1.9	17.9
市盈率(x)	8.1	10.1	10.3	8.8
市帳率(x)	2.3	1.9	1.8	1.5
股息率 (%)	不適用	不適用	不適用	5.0
權益收益率 (%)	28.1	19.0	17.0	16.6
淨財務杠杆率 (%)	51.0	28.2	淨現金	淨現金

來源：公司及招銀國際研究部

未評級

走訪日期 28/4/2014

當前價格 HK\$17.24

市值(百萬港元)	12,807
3 個月平均值(百萬港元)	22.4
52 周高/低(港元)	36.7/16.98
發行股數(百萬)	742.9

資料來源：彭博

股權結構

佐藤家族	61.1%
流動股本	32.9%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-16.6%	-18.3%
3 個月	-15.4%	-12.8%
6 個月	-15.0%	-18.5%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：RSM Nelson Wheeler

網址：dynamjapan.com

公司概況：DYNAM 擁有經營彈珠機營業廳的 DYNAM 股份有限公司(376 家店鋪)、Cabin Plaza 股份有限公司(9 家店鋪)、支援彈珠機營業廳經營的提供服務的 DYNAM 業務支援股份有限公司、提供飲食與清掃業務的日本 Humap 股份有限公司。

億和控股(838 HK)

2015年進入新增長期

新業務分部即將收成。億和 2014 上半年純利同比大升 359%至 1.24 億港元，已相當於 2013 全年盈利之 2.2 倍，主要由於營業額增長 35%至 16.0 億港元（辦公室設備客戶整合供應鏈，轉移更多採購訂單給億和，及新業務分部開始營運）、毛利率擴闊 2.4 個百分點至 26.6%（產能使用率上升），及營運杠杆增加（一般及行政開支大部份屬固定成本）。公司發展新業務分部（汽車零部件及消費類電子產品）的多元化策略，將於 2015 年開始收成。

辦公室自動化設備業務繼續為主要增長點。此核心業務之營業額，於過去十年錄得逾 30%之年均複合增長率。雖然基數已遠高於十年前，但預料此分部收入於未來兩年仍可享較高增長，原因包括 1) 產品種類擴闊，2) 透過垂直整合一站式服務提高市場佔有率，及 3) 2013 年模具收入大增 59%，將帶動所生產之零部件收入。

消費類電子產品可利用現有機器。億和於 2013 年底開始此新業務，為三星平板電腦生產膠殼。其他客戶包括 Panasonic、Sanyo、聯想、華為等。將來有可能獲得金屬外殼訂單。此分部所需的額外資本開支不大，因為可利用現用於生產辦公室自動化設備的機器。該等來自日本的先進機器，為億和較同業具競爭優勢之一，有助爭取新訂單。

汽車零件業務於 2015 年開始貢獻盈利。武漢生產基地及重慶生產基地第二期分別於 2013 年及 2014 年竣工，用於生產汽車模具及零部件，地點就近現有及目標客戶，包括東風、本田、日產、萬事得及福特等。此分部於 2014 年料大致收支平衡，並於 2015 年隨著產能使用率上升（武漢生產基地於 2014 上半年之利用率約 40%）、趨向規模效益而錄得盈利。

盈利增速更勝收入增速，得益於營運杠杆上升。億和之一般及行政開支當中，一大部份屬固定成本。此開支於 2014 上半年同比僅增 1%，占營業額 12.5%，同期營業額升 35%。因此，經營利潤率擴闊了 5.9 個百分點，高於毛利率之 2.4 個百分點升幅。展望未來，預料隨著收入穩固增長，經營利潤率可再擴闊。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13A
營業額(百萬港元)	1,978	2,367	2,656
淨利潤(百萬港元)	210.4	70.9	55.4
每股收益(港仙)	12.8	4.1	3.3
每股收益變動(%)	(39.9)	(68.0)	(19.5)
市盈率(x)	15.5	48.3	60.0
市帳率(x)	1.71	1.65	1.58
股息率(%)	1.7	0.6	0.5
股本回報率(%)	11.7	3.5	2.7
淨財務杠杆率(%)	淨現金	7.0	17.7

來源：公司及彭博

未評級

走訪日期 15/10/2014

當前價格 HK\$2.00

市值(百萬港元)	3,328
3 個月平均值(百萬港元)	12.9
52 周高/低(港元)	2.14/0.92
發行股數(百萬)	1,681

資料來源：彭博

股權結構

張傑	41.9%
流動股本	58.1%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-2.0%	-5.7%
3 個月	10.0%	13.7%
6 個月	34.7%	30.1%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：PricewaterhouseCoopers

網址：

www.eva-group.com

公司概况：億和於中國設計及生產精密金屬衝壓及塑膠注塑之模具及元件，提供垂直整合一站式服務。客戶主要為辦公室自動化設備製造商，尤以日本品牌占多。公司近年亦將業務擴展至消費類電子產品如平板電腦外殼，以及汽車模具及零部件。

博大綠澤(1253 HK)

一站式的園景服務供應商

快速增長的綜合式園景建築師。博大綠澤是一家中國的快速成長的園景建築服務供應商，公司聚焦於中國的城市園景專案，並為客人提供包括設計及規劃、深化設計、建設、維護及養護的一站式園林景觀設計服務。公司於2014年7月在香港交易所上市，招股價為1.3港元，集資1.84億港元。

2011年收購博大園林。公司在2011年收購了博大園林，因而可獲得城市園林綠化企業一級資質和園林設計二級資質，公司從此在中國的綜合園景行業進入快速的成長時期。營業額由2011年的1.77億元(人民幣·下同)增至2013年的2.9億元，同期的純利由1,884萬元增至5,350萬元，營業額及純利在2014上半年分別同比增加56.6%至2.73億元及55.9%至5,586萬元。

奪取政府項目以增加邊際利潤。博大綠澤集中業務於政府及國資企業為主的項目，基於公司提供一站式的度身服務，該等專案能有較高的毛利率。毛利率由2011年的16.7%增加至2012年的20.1%，再擴大至2013年的28.7%，2014上半年的毛利率則為36.2%。

資本密集的業務。一般的情況，公司是根據工程進度來收款。在客戶確認了進度報告後，公司會收取工程額一定比例(30-80%)的款項；當工程完成後，餘下的款項在扣除保留金後會全數支付，顧客會收起工程總額的5-10%為保留金，在一至兩年的保養期完滿後，顧客會將所有的保留金總數交付予公司。所以這解釋公司的偏高的應收賬款天數。在2011至2013年，應收賬款周轉率分別為126天、103天及128天。

5.48億元的未完工合約淨值。于2014年6月底，博大綠澤的未完工合約淨值為5.48億元，巨大的金額可保障未來的盈利增長。相對於國內上市同業的18.0倍2015年預測市盈率，博大綠澤的2015年預測市盈率为7.7倍，估值吸引。

財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13A
營業額(百萬元人民幣)	177	222	290
淨利潤(百萬元人民幣)	19	25	54
每股收益(人民幣)	不適用	不適用	不適用
每股收益變動(%)	不適用	不適用	不適用
市盈率(x)	不適用	不適用	不適用
市帳率(x)	不適用	不適用	不適用
股息率(%)	不適用	不適用	不適用
股本回報率(%)	25.4	24.8	603.1
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	13.4

來源：公司及招銀國際研究部

未評級

走訪日期 31/10/2014

當前價格 HK\$2.45

市值(百萬港元)	1,880
3個月平均值(百萬港元)	1.65
52周高/低(港元)	2.6/1.27
發行股數(百萬)	767

資料來源：彭博

股權結構

吳正平及肖莉	70.9%
流動股本	32.9%

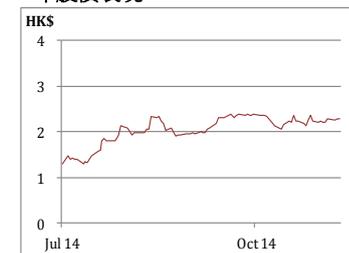
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1個月	8.6%	6.4%
3個月	-2.1%	0.9%
6個月	不適用	不適用

資料來源：彭博

1年股價表現



資料來源：彭博

審計：安永

網址：

www.broad-greenstate.com.cn

公司概況：博大綠澤是中國一家快速增長的綜合性園林景觀設計建設服務供應商。自2004年開展業務以來，我們一直專注於提供貫徹而高質素的量身定造園林景觀設計建設服務，針對不同專案為客戶提供「一站式」園林景觀設計建設服務解決方案，包括設計及規劃、設計完善、建設、苗木種植及養護。

昂納光通信 (877 HK) 公司探訪摘要

進入 100G 光器件市場。因應光網路從 10G/40G 升級到 100G 的需要，我們認為全球光網市場即將進入一個週期性上升階段。根據 Ovum 的報告，2013-18 年全球光纖網路產業的複合年增長率將達到 9.1%。動能來自 100G 網路的成長，Ovum 預測 100G 市場規模在 2013-18 年的複合年增長率達 36.7%，大幅超越 40G 市場的 13.8% 複合年增長率。管理層告知美國市場的 100G 網路升級在 2013 年已經啟動，而中國的 100G 網路升級將於 2015 年大規模推出。昂納光已為高寬頻時代做好準備，並加大 100G 產品的研發力度。公司已獲得阿爾卡特朗訊的產品認證，並將為他們提供 100G 的無源光器件產品。管理層透露昂納光將於 14 年推出被動 100G 光學產品。我們預計昂納光將是全球 100G 網路升級的受惠者，預計 100G 網路升級將是公司業績的中期催化劑。

關注有源光器件市場。昂納光是一家全球領先的無源光器件製造商，但目前公司在有源光網路市場的份額非常有限。昂納光在 2012 年于美國成立一個研發中心，為 100G 有源光學產品進行研發。因需求回暖以及公司的有源光學技術逐漸成熟，管理層透露公司將在 14 年上半年推出有源光學元件產品。由於有源/無源元件分別占整體光學元件市場的 80% 及 20% 份額，我們相信昂納光在有源光網路市場將有極大的發展空間。

自動化業務有顯著進展。昂納光為將產品多元化而切入各種自動化業務，包括安全檢驗自動化、智慧相機自動化和電子煙產品。在上述幾種新產品中，電子煙產品有最為顯著的進展，目前公司已擁有 40 條電子煙發熱絲生產線。管理層預期在 2014 年將擴大至 100-150 條生產線。我們相信電子煙業務將在 14 財年貢獻顯著收入。

我們認為昂納光在 14 財年業績將大幅改善，因為 1) 100G 光網升級帶來的巨大元器件需求，2) 進入有源光器件市場，以及 3) 電子煙業務有顯著進展。目前公司估價為 14 財年市場預期市盈率的 19.3 倍。相較於全球同業的平均 22.4 倍 14 財年市盈率，我們認為估值並不昂貴。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
營業額 (港幣百萬元)	661	669	727	662
淨利潤 (港幣百萬元)	182	133	98	13
每股收益 (港幣)	0.25	0.16	0.13	0.02
每股收益變動 (%)	NA	-35.5	-22.6	-84.6
市盈率(x)	21.8	13.8	16.6	97.5
市帳率(x)	3.6	1.3	1.2	1.0
股息率 (%)	0.0	1.6	1.6	0.0
權益收益率 (%)	25.3	10.2	7.1	1.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司

未評級

走訪日期 19/2/2014

當前價格 HK\$1.92

市值(百萬港元)	1,361
3 個月平均值(百萬港元)	1.06
52 周高/低(港元)	3.14/1.55
發行股數 (百萬)	723.9

資料來源：彭博

股權結構

那慶林	33.3%
流動股本	33.3%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-5.9%	-7.8%
3 個月	-9.9%	-7.1%
6 個月	-14.7%	-18.3%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：普華永道

網址：www.o-netcom.com

公司概况：昂納光主要從事設計、製造及銷售應用於高速電信及資料通信的光網路子元器件、元器件、模組和子系統。

越秀房托 (405 HK) 吸引人的股息率

廣州市的一個地主。越秀房托在廣州市持有 6 個投資物業，總建築面積為 68.1 萬平方米，其中 44.1 萬平方米為可出租面積。在 2014 年 6 月，整體的出租率為 93.5%，較一年前高 5.3 個百分點。以面積計算，寫字樓及商場分別占總建築面積的 40%及 24%。在 2012 年購入國金中心前，白馬大廈為主要的收入來源。現在國金中心為主要租金貢獻項目，在 2014 上半年，其租金占整體租金的 60.4%。

2014 上半年租金上升 17%。2014 上半年的總租金收入增加 16.6%至 7.45 億元(人民幣·下同)。因為國金中心的出租率由 2013 上半年的 78.8%增至 2014 上半年的 90.7%，其 2014 上半年的租金收入增加 23.6%至 4.5 億元。不過因為人民幣貶值，越秀房托在 2014 上半年錄得 6400 萬元的匯兌損失，去年同期為匯兌收益 6400 萬元。所以公司的盈利只上升 10.7%至 2.55 億元。

100%分派收益。根據 2012 年 6 月 30 日刊發的單位持有人通函，管理人擬於 2012 年至 2016 年度將向越秀房托基金單位持有人分派相等于越秀房托的 100%可分派收入總額及額外項目。基金單位持有人將會收取每單位 2014 年中期股息 0.1163 元(0.1464 港元)，去年同期為每股 0.1007 元(0.1266 港元)。總分派總額由 2013 上半年的 2.79 億元增加 16.4%至 2014 上半年的 3.24 億元。

先要填補空間。國金中心在 2014 年 6 月的寫字樓出租率為 88.8%，公司希望至 2014 年底的出租率可升至 90%。總借貸與總資產比率由 2013 年底的 31.9%輕微下跌至 2014 年中的 31.6%，這比于房托基金守則規定的最高借貸限額 45%為低，即表示當公司發現任何專案的回報高於其借貸成本 4.57%，就可增加借貸來收購。

7.3%股息率。根據獨立評估師(第一太平大衛)的計算，越秀房托持有的物業組合在 2014 年 6 月的價值為 229.9 億元，同期的每股資產淨值為 4.55 元(5.69 港元)。現估值較每股資產淨值折讓 32.0%。以 2014 中期股息 0.1464 港元計算，2014 全年的股息率料為 7.3%。在香港上市的 6 家房托，越秀房托給予的股息率最高。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13A
營業額 (百萬元人民幣)	522	712	1,371
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,337	688	524
總分派總額 (百萬元人民幣)	231	403	599
每股收益 (人民幣)	1.255	0.478	0.190
每股收益變動 (%)	109.1	-61.9	-60.2
市盈率(x)	2.5	6.5	16.4
市帳率(x)	0.7	0.7	0.7
股息率 (%)	6.7	6.7	6.9
總借貸/總資產 (%)	26.8	33.6	31.9

來源: 公司及招銀國際研究部

未評級

走訪日期 10/10/2014

當前價格 HK\$3.95

市值(百萬港元)	11,059
3 個月平均值(百萬港元)	18.0
52 周高/低(港元)	4.08/3.59
發行股數(百萬)	2,767

資料來源: 彭博

股權結構

越秀地產	34.8%
流動股本	32.9%

資料來源: 聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	3.4%	1.3%
3 個月	-1.5%	1.5%
6 個月	6.8%	2.4%

資料來源: 彭博

1 年股價表現



資料來源: 彭博

審計: 普華永道

網址: www.yuexiureit.com

公司概况: 越秀房產基金專注於主要作辦公樓、零售、酒店、服務式公寓及其他商業用途的物業，並爭取收購帶來可觀現金流及回報的物業，與物色透過營運優化取得更高收益增長的商機

光匯石油(933 HK) 大力擴展上游汽田業務

公司在 2014 財年上半年扭虧為盈。公司 2014 財年上半年收入按年增長 71% 至港幣 404 億元(年結日為 6 月 30 日)。相較於 2013 財年上半年公司錄得港幣 8.7 億元的虧損，公司在 2014 上半年扭虧為盈，獲利港幣 5.5 億元。公司扭虧為盈的原因主要歸功於以下幾點：1. 國際貿易及海上供油業務的發展；2. 經營費用管控較好；3. 海上運輸業務的改善；4. 新疆塔里木盆地迪那 1 汽田產量較穩定。

國際貿易及海上供油業務。2014 財年上半年，國際貿易及海上供油業務的收入按年增長 71% 至港幣 398 億元。這主要是由於原油交易量按年增長了 1004.6% 至 3,336,000 公噸。亞洲的國際貿易及海上供油業務專注於銷售量的增長，同時公司也在不斷地採取措施以更好的控制成本。

海上運輸業務。2014 財年上半年，海上運輸業務的收入按年增長 94% 至港幣 4.4 億元。自 2013 年 7 月起，公司 5 艘超大型油輪已經全部啟用且使用率也在逐步提高。公司的運載容量也到達了 2 百萬載重噸。公司計畫 2014 年在新加坡提供新的服務。

上游汽田業務。2014 財年上半年，公司上游業務收入按年下降 17% 至港幣 1.4 億元。迪那 1 汽田和吐孜汽田分別在 2011 年和 2013 年末開始開採。如果全面生產，兩個汽田預計每年可產出 13 至 15 億立方米的天然氣和 25,000 至 35,000 公噸的凝析油。於 2014 年 2 月，公司宣佈與 Anadarko China Holdings 2 Company Limited 訂立購股協定，以基本購買價 10.7 億美元收購其於中國營運之附屬公司。目標公司的收購符合光匯石油大力發展汽田業務的長期發展策略。

其他業務，包括石油倉儲及碼頭設施業務。公司在舟山港及大連有兩個在建的石油倉儲及碼頭設施項目。石油倉儲及碼頭設施服務有助於更好的支援公司的國際貿易及海上供油業務。

財務資料

(截至 6 月 30 日)	FY11A	FY12A	FY13A
營業額 (港幣百萬元)	39,553	69,949	55,448
淨利潤 (港幣百萬元)	1,270	305	(722)
每股收益 (港幣)	0.19	0.04	(0.08)
每股收益變動 (%)	2	(78.9)	N/A
市盈率 (x)	13.1	62.0	N/A
市帳率 (x)	2.9	3.2	2.9
股息率 (%)	1.4	0.0	0.0
權益收益率 (%)	24.46	4.43	N/A
淨財務杠杆率 (%)	81.06	89.84	60.05

來源：公司及招銀國際研究部

未評級

走訪日期 18/3/2014

當前價格 HK\$2.48

市值(百萬港元)	21,741
3 個月平均值(百萬港元)	21.38
52 周高/低(港元)	3.09/1.57
發行股數(百萬)	8,766.5

資料來源：彭博

股權結構

薛光林	74.9%
流動股本	25.1%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	6.8%	4.6%
3 個月	-12.5%	-9.8%
6 個月	24.6%	19.5%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：德勤

網址：www.bwoil.com

公司概況：光匯石油主要從事油氣田勘探、開發與生產、油品國際貿易與海上船舶供油、油輪運輸、石油倉儲與碼頭服務等業務。

中國水務集團(855 HK)

抓緊水務市場的改革與機遇

公用事業股。中國水務是眾多香港上市公司中，唯一在國內以提供自來水為主營業務的水務公司，可謂為公用事業股；截至九月底，其淨杠杆比例為 57%，相對審慎。自 2003 年於香港借殼上市後，中國水務便朝國內的用水供應發展，專著在三四線城市投資經營城市供水業務。現今，每日的供水處理量達 513 萬立方米，遍佈超 30 城市，回應並受惠於政府的城鎮化發展。

商業模式。中國水務與一般的污水處理公司的運作模式有別，主要集中經營高現金流的供水及其他水資源業務，而較少從事初期投入較多的污水處理。其“收購/轉讓，擁有，經營”(TOO)的模式，通過直接收購供水項目，或與地方政府合資(公司佔有至少 50%)，承擔運行，維護等工作，即時產生穩定現金流量，並擁有該地方專案的產權，設備及其他資產(包括土地)。相反的，一般污水處理公司則是沿用 BOO(建設，擁有，經營)，或 BOT(建設，經營，轉讓)，或 O&M(經營，維護)，或 EPC(工程承包管理)，甚至僅是 TOT(轉讓，經營，轉讓)的金融租賃模式與地方政府或企業合作。現今，集團的項目平均專營權為 30 至 50 年，並可獲 8 至 12% 的淨資產收益率。業務收入分佈為：城市供水 68%，污水處理 17%，混凝土製品 13%，房產 3%；特別強調後兩者基本上為收購專案時所帶來的附加資產。各毛利率為：城市供水 39%，污水處理 38%，混凝土製品 13%，房產 23%。

水務市場的改革與機遇。2002 年，中國建設部出臺《關於加快市政府公用行業市場化進程的意見》，提出加快推行市政府公用行業市場化進程，鼓勵社會資金，外國資本採取合資，合作等方式，參與市政公用設施的建設。這奠定了水務市場改革的基礎，並最終為民資進入公用事業投資領域亮起了綠燈。2014 年，發改委及住建部出臺“指導意見”，要求 2015 年前，所有城市原則上全面實行居民階梯水價制度，進一步推進以用量計價的收費模式。十年水務改革，也因此帶來了中國水務集團的誕生與際遇。集團創辦人及現董事長段傳良曾服務於中國水利部逾十年，擁有豐富經驗知識及廣泛人脈，致力於推動三線縣城供水的發展。集團與此享有國家政策支持，政府補貼及金融輔助如低息貸款等。

未來發展方向。集團將繼續拓展收購地方供水企業，加強經營並提高營運效益，增加供水以外的增值業務，建立示範效應及口碑，以獲取更大更多的政府信任。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A
營業額(港幣百萬元)	1478.2	1896.9	2250.7	2746.6
淨利潤(港幣百萬元)	421.9	315.3	285.8	281.3
每股收益(港幣)	0.31	0.21	0.20	0.20
每股收益變動(%)	34.8	-32.3	-0.05	0.00
市盈率(x)	13.5	19.9	20.9	20.9
市帳率(x)	2.0	1.9	1.8	1.7
股息率(%)	1.2	1.2	1.2	1.2
權益收益率(%)	9.7	6.3	5.5	4.9
淨財務杠杆率(%)	36.7	37.5	44.8	57.0

來源：公司及招銀國際研究部

未評級

走訪日期 30/10/2014

當前價格 HK\$4.18

市值(百萬港元)	5,988
3 個月平均值(百萬港元)	21.4
52 周高/低(港元)	4.4/2.24
發行股數(百萬)	1432.5

資料來源：彭博

股權結構

段傳良	23.8%
流動股本	49.2%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	11.4%	9.1%
3 個月	47.3%	51.8%
6 個月	59.3%	52.7%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：BDO

網址：www.chinawatergroup.com

公司概況：中國水務主要從事中國城市供水、污水處理、及生產及銷售混凝土產品及其他產品。

聯合光伏 (686HK)

光伏資源整合者

國企後盾，專注下游業務。聯合光伏集團是眾多國內及香港上市公司中，唯一定位專注下游業務 - 投資，實益擁有及營運太陽能發電站的企業，可謂光伏行業的資源整合者。自 2013 年下旬完成借殼（前金保利）上市後，公司正式於 2014 年 2 月易名為聯合光伏。公司也於 2014 年 6 月止，成功轉虧為盈，股東應占溢利達港幣 3.92 億。集團現今最大股東為招商新能源集團，持股占 19.2%，是招商局全資子公司招商局科技集團的 54% 子公司。在完成售出非主營的上游太陽能電池業務後，聯合光伏便正式進軍光伏行業的下游投資及營運，是市場內擁有國企後盾的真正清潔能源及公用事業的佼佼者。預期 2014 年尾履行交收後，聯合光伏將擁有 19 個並網光伏電站，截至與 9 月底，總裝機容量已達 652MW。早在 2013 年，集團已被列為中國光伏電站累計裝機的前 10 排名。

嚴格專案收購及風控機制。聯合光伏在收購各太陽能電站時定下嚴格的篩選條件，要求發電站已並網，內部回報率（IRR）達 9%，具備有效的購電合同，及賣方供發電量的擔保。以一個 100MW(兆瓦)的地面電站作基礎核算，其稅前利潤率可達 30%，非杠杆內部收益率為 9%，若加貸款（普遍占投資總額比例為 70%），杠杆內部收益率可達 20%。聯合光伏現今的實際貸款率為 6.55%。

未來發展方向。聯合光伏已定下未來五年的發展計畫，將通過與其他國企及行業領軍企業，進行一系列的收購行動，並設目標裝機容量達 5.5GW，年複合增長率為 59.7%。儘管任務艱巨，公司具備了天時地利人和的條件，享有政府國策的扶持，確定了長期未來太陽能發電與用電的發展改革。在百年老號央企的攜手共進，聯合光伏將能排除行業資金窘促的困境，朝打造優秀的光伏電站營運平臺願景邁進，並實現建設綠色能源未來的使命。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
營業額 (港幣百萬元)	249.1	840.5	223.3	337.6
淨利潤 (港幣百萬元)	-15.1	-1,148.9	-814.8	-2,305.5
每股收益 (港幣)	-0.04	-1.36	-0.93	-1.38
每股收益變動 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市帳率(x)	0.7	0.9	5.0	11.8
股息率(%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
權益收益率(%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
淨財務杠杆率(%)	29.1	68.4	321.1	456.3

來源：公司及招銀國際研究部

未評級

走訪日期 25/11/2014

當前價格 HK\$0.92

市值(百萬港元)	4,012
3 個月平均值(百萬港元)	41.7
52 周高/低(港元)	1.88/0.5
發行股數 (百萬)	3,469

資料來源：彭博

股權結構

招商新能源基金	19.2%
流動股本	67.8%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	2.2%	0.1%
3 個月	0.0%	3.1%
6 個月	47.6%	41.5%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：普華永道

網址：www.unitedpvgroup.com

公司概況：聯合光從事開發、投資、營運及管理太陽能發電站，並生產及銷售矽晶太陽能電池及太陽能模組。

附錄 1：大差價 A/H 股

A/H 股差價

H 股較 A 股折讓最大的 15 只股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 折讓(%)
浙江世寶	1057 HK	8.42	002703 SZ	27.78	-76.0
山東墨龍	568 HK	3.80	002490 SZ	10.22	-70.5
經緯紡織機械	350 HK	8.83	000666 SZ	18.69	-62.6
東北電氣	42 HK	2.06	000585 SZ	4.11	-60.3
昆明機床	300 HK	4.15	600806 SH	8.10	-59.4
京城機電	187 HK	3.76	600860 SH	7.33	-59.3
山東新華製藥	719 HK	4.31	000756 SZ	8.37	-59.2
第一拖拉機	38 HK	6.02	601038 SH	11.52	-58.6
洛陽鋁業	3993 HK	4.99	603993 SH	8.98	-56.0
重慶鋼鐵	1053 HK	1.84	601005 SH	3.19	-54.3
南京熊貓電子	553 HK	7.32	600775 SH	12.50	-53.6
天津創業環保	1065 HK	5.42	600874 SH	8.75	-50.9
上海石油化工	338 HK	2.41	600688 SH	3.88	-50.8
兗州煤業	1171 HK	6.61	600188 SH	10.58	-50.5
大連港	2880 HK	2.88	601880 SH	4.60	-50.4

資料來源：彭博、招銀國際證券

*A 股代碼開首為 6 表示上海買賣、代碼開首為 0 表示深圳買賣。

H 股較 A 股溢價最大的 15 只股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 溢價(%)
萬科企業	2202 HK	15.88	000002 SZ	10.90	15.5
安徽海螺水泥	914 HK	26.25	600585 SH	18.20	14.3
青島啤酒	168 HK	54.45	600600 SH	39.15	10.2
中國神華	1088 HK	22.05	601088 SH	15.99	9.3
江蘇寧滬高速公路	177 HK	8.79	600377 SH	6.41	8.7
復星醫藥	2196 HK	27.80	600196 SH	20.32	8.4
華能國際電力	902 HK	9.09	600011 SH	6.66	8.2
中國南車	1766 HK	7.89	601766 SH	5.80	7.8
中國太保	2601 HK	32.50	601601 SH	24.12	6.8
濰柴動力	2338 HK	29.40	000338 SZ	21.82	6.8
華電國際電力	1071 HK	6.34	600027 SH	4.71	6.7
招商銀行	3968 HK	16.06	600036 SH	12.15	4.8
中信証券	6030 HK	22.75	600030 SH	17.26	4.5
中國平安	2318 HK	65.05	601318 SH	49.63	3.9
工商銀行	1398 HK	5.26	601398 SH	4.04	3.2

資料來源：彭博、招銀國際證券

*A 股代碼開首為 6 表示上海買賣、代碼開首為 0 表示深圳買賣。

附錄 2：恒指及國指估值表

恒生指數估值表

恒生指數 (50間公司)	代碼	占指數 比重	股價 (港元)	年結日	市盈率			市賬率			孳息率(%)			
					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	
銀行 32.6%														
匯豐控股	5	13.4%	77.05	十二月	11.1	11.1	10.4	1.0	1.0	1.0	4.9	5.2	5.5	
建設銀行	939	6.3%	5.88	十二月	5.4	5.0	4.7	1.0	0.9	0.8	6.5	7.0	7.5	
工商銀行	1398	4.9%	5.26	十二月	5.5	5.2	5.0	1.0	1.0	0.9	6.4	6.7	7.1	
中國銀行	3988	4.0%	4.00	十二月	5.6	5.3	4.9	0.9	0.8	0.7	6.3	6.6	7.2	
恒生銀行	11	1.3%	129.20	十二月	14.4	14.5	13.3	2.3	2.2	2.0	4.3	4.3	4.4	
中銀香港	2388	1.3%	27.40	十二月	13.0	11.8	10.7	1.7	1.7	1.5	3.7	4.1	4.4	
交通銀行	3328	0.7%	6.43	十二月	6.0	5.7	5.4	0.8	0.8	0.7	5.2	5.0	5.3	
東亞銀行	23	0.6%	32.50	十二月	12.3	11.7	11.1	1.1	1.1	1.0	3.4	3.5	3.6	
行業指數加權平均					8.6	8.4	7.8	1.1	1.0	1.0	5.5	5.8	6.2	
非銀行金融 13.5%														
友邦保險	1299	6.9%	44.80	十一月	24.1	22.0	19.1	2.5	2.5	2.3	0.9	1.1	1.2	
中國人壽	2628	2.6%	26.95	十二月	24.0	18.1	15.5	2.5	2.4	2.2	1.4	1.7	1.9	
香港交易所	388	2.4%	168.90	十二月	42.8	38.6	28.8	9.6	9.1	8.6	2.1	2.3	3.1	
中國平安	2318	1.7%	65.05	十二月	14.3	11.0	9.8	2.0	1.8	1.6	1.3	1.4	1.6	
行業指數加權平均					26.1	22.8	19.0	3.7	3.6	3.3	1.3	1.4	1.7	
地產 10.5%														
長江實業	1	2.5%	142.30	十二月	10.7	9.2	9.6	0.9	0.8	0.8	2.4	2.5	2.6	
新鴻基地產	16	1.8%	113.40	六月	14.3	14.6	13.7	0.7	0.7	0.7	3.0	3.0	3.1	
九龍倉集團	4	1.1%	55.95	十二月	15.0	14.3	12.6	0.6	0.6	0.6	3.0	3.3	3.6	
中國海外發展	688	1.2%	23.30	十二月	10.0	8.2	7.1	1.6	1.5	1.3	2.0	2.3	2.7	
恒隆地產	101	0.7%	23.30	十二月	20.7	16.7	16.5	0.8	0.8	0.8	3.2	3.3	3.3	
太古股份公司	19	0.9%	106.60	十二月	18.9	15.3	14.1	0.7	0.7	0.7	3.3	3.5	3.8	
恒基地產	12	0.7%	52.00	十二月	17.1	16.7	16.4	0.6	0.7	0.6	1.9	2.0	2.1	
華潤置地	1109	0.5%	19.60	十二月	13.1	10.0	8.4	1.3	1.2	1.1	2.2	2.6	3.0	
新世界發展	17	0.6%	9.26	六月	6.8	10.5	10.3	0.5	0.5	0.5	4.5	4.5	4.6	
信和置業	83	0.5%	12.72	六月	15.1	14.5	14.0	0.7	0.7	0.7	3.9	4.0	4.0	
行業指數加權平均					13.5	12.4	11.8	0.9	0.8	0.8	2.8	2.9	3.1	
TMT 18.1%														
中國移動	941	7.4%	95.55	十二月	12.4	13.8	13.7	1.9	1.7	1.6	3.5	3.2	3.2	
中國聯通	762	0.9%	11.80	十二月	21.0	17.1	14.8	1.0	1.0	0.9	1.7	2.0	2.3	
騰訊	700	8.9%	124.00	十二月	57.4	37.9	28.9	12.3	11.4	8.5	0.2	0.3	0.4	
联想集团	992	0.8%	10.88	三月	17.8	17.5	14.5	4.8	4.0	3.3	2.2	2.1	2.4	
行業指數加權平均					35.2	26.0	21.3	7.1	6.6	5.1	1.7	1.7	1.7	
能源 8.2%														
中國海洋石油	883	2.6%	11.34	十二月	7.1	7.4	7.7	1.1	1.1	1.0	5.1	4.4	4.3	
中國石油	857	2.3%	8.41	十二月	11.5	9.5	9.2	1.0	1.0	0.9	4.8	4.8	5.0	
中國石化	386	2.1%	6.35	十二月	8.6	8.9	9.0	1.0	0.9	0.9	4.8	4.4	4.5	
中國神華	1088	1.0%	22.05	十二月	7.5	8.6	8.5	1.2	1.1	1.1	5.3	4.6	4.9	
昆仑能源	135	0.3%	8.39	十二月	9.9	10.7	10.0	1.3	1.2	1.1	2.7	2.7	2.9	
行業指數加權平均					8.9	8.6	8.6	1.1	1.0	0.9	4.9	4.5	4.5	
公用 5.0%														
中電控股	2	1.6%	67.45	十二月	18.3	16.1	15.8	1.9	1.8	1.7	3.8	3.9	4.0	
香港中華煤氣	3	1.5%	18.38	十二月	28.9	25.8	23.9	3.8	3.5	3.2	1.7	1.9	2.0	
電能實業	6	1.3%	74.05	十二月	14.2	17.9	18.2	1.3	1.3	1.2	3.4	3.5	3.5	
華潤電力	836	0.6%	22.60	十二月	9.7	8.9	8.2	1.6	1.5	1.3	3.3	3.6	3.9	
行業指數加權平均					19.4	18.7	18.0	2.3	2.1	2.0	3.0	3.2	3.3	
零售 4.2%														
中國旺旺控股	151	0.9%	10.18	十二月	25.2	24.8	21.2	9.2	7.6	6.6	2.7	2.7	3.0	
恒安國際	1044	0.9%	84.05	十二月	27.8	27.0	22.4	6.2	5.8	5.3	2.2	2.3	2.7	
利丰	494	0.6%	8.62	十二月	12.8	17.1	14.6	1.9	2.3	2.2	5.7	4.6	5.3	
蒙牛乳業	2319	0.5%	31.45	十二月	27.2	23.2	18.8	2.4	2.3	2.1	0.8	0.9	1.2	
康師傅控股	322	0.5%	18.44	十二月	32.6	28.7	23.3	4.4	4.3	3.9	1.5	1.8	2.1	
百麗	1880	0.5%	8.81	十二月	12.9	12.7	12.1	2.3	2.1	1.9	1.2	5.8	4.4	
華潤創業	291	0.2%	16.18	十二月	23.7	66.3	41.5	0.8	0.8	0.8	1.7	1.0	1.2	
行業指數加權平均					23.3	25.3	20.4	4.7	4.3	3.9	2.4	2.8	3.0	
賭業 3.0%														
銀河娛樂	27	1.6%	52.95	十二月	22.2	19.3	17.3	6.3	5.7	4.5	0.0	1.7	1.7	
金沙中國有限公司	1928	1.4%	46.45	十二月	21.7	17.9	16.6	9.2	7.4	6.9	3.7	5.2	5.6	
行業指數加權平均					22.0	18.7	17.0	7.7	6.5	5.7	1.8	3.3	3.6	
運輸 1.5%														
港鐵公司	66	0.6%	31.15	十二月	21.0	17.5	16.1	1.2	1.1	1.1	3.0	3.1	3.2	
招商局國際	144	0.4%	26.55	十二月	15.9	15.8	14.3	1.0	1.2	1.1	2.9	2.8	3.1	
中遠太平洋	1199	0.2%	10.54	十二月	10.7	11.9	10.6	0.9	0.8	0.8	3.2	3.5	4.0	
國泰航空	293	0.3%	17.08	十二月	25.6	19.6	13.2	1.1	1.0	1.0	1.3	1.8	2.6	
行業指數加權平均					18.8	16.5	14.2	1.1	1.1	1.0	2.7	2.8	3.2	
綜合類 3.5%														
和記黃埔	13	2.6%	97.20	十二月	13.4	11.9	11.4	1.0	0.9	0.9	2.4	2.7	2.8	
中信股份	267	0.9%	13.52	十二月	6.5	9.6	8.1	0.6	0.6	0.6	2.6	2.7	3.1	
行業指數加權平均					11.7	11.4	10.6	0.9	0.9	0.8	2.4	2.7	2.8	

來源: 彭博、招銀國際證券

恒生國企指數估值表

恒生國企指數(40間公司)	代碼	占指數 比重	股價 (港元)	年結日	市盈率			市賬率			華息率(%)			
					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	
銀行					43.4%									
中國銀行	3988	10.9%	4.00	十二月	5.6	5.3	4.9	0.9	0.8	0.7	6.3	6.6	7.2	
工商銀行	1398	10.2%	5.26	十二月	5.5	5.2	5.0	1.0	1.0	0.9	6.4	6.7	7.1	
建設銀行	939	10.2%	5.88	十二月	5.4	5.0	4.7	1.0	0.9	0.8	6.5	7.0	7.5	
農業銀行	1288	3.4%	3.68	十二月	5.7	5.1	4.7	1.0	1.0	0.8	6.1	6.8	7.4	
招商銀行	3968	2.8%	16.06	十二月	5.5	5.5	5.0	1.1	1.0	0.9	4.9	5.1	5.6	
交通銀行	3328	2.1%	6.43	十二月	6.0	5.7	5.4	0.8	0.8	0.7	5.2	5.0	5.3	
民生銀行	1988	2.0%	8.52	十二月	5.4	4.7	4.5	1.0	0.9	0.8	3.2	3.8	4.2	
中信銀行	998	1.8%	5.77	十二月	5.4	5.1	4.8	0.9	0.8	0.7	5.6	5.2	5.6	
行業指數加權平均					5.5	5.2	4.9	1.0	0.9	0.8	6.0	6.4	6.8	
非銀行金融					21.9%									
中國人壽	2628	7.5%	26.95	十二月	24.0	18.1	15.5	2.5	2.4	2.2	1.4	1.7	1.9	
中國平安	2318	5.0%	65.05	十二月	14.3	11.0	9.8	2.0	1.8	1.6	1.3	1.4	1.6	
中國太保	2601	2.7%	32.50	十二月	25.0	19.7	16.5	2.2	2.1	1.9	1.6	1.7	1.9	
中國財險	2328	2.0%	15.62	十二月	16.0	13.7	12.6	2.7	2.5	2.2	3.6	2.3	2.7	
中國人民保險集團	1339	1.0%	3.76	十二月	15.3	12.5	10.4	1.6	1.5	1.3	0.3	0.3	0.4	
新華保險	1336	1.0%	35.15	十二月	19.4	12.4	11.2	2.0	1.9	1.6	0.5	0.9	1.1	
中國信達	1359	0.9%	4.14	十二月	10.8	9.6	7.7	1.5	1.3	1.1	1.0	2.3	2.8	
中信證券	6030	0.8%	22.75	十二月	37.1	25.7	22.6	2.1	2.1	2.0	0.8	1.3	1.5	
海通證券	6837	0.8%	16.50	十二月	30.8	22.2	19.1	2.0	1.9	1.7	0.9	1.3	1.6	
行業指數加權平均					20.7	15.8	13.7	2.2	2.1	1.9	1.5	1.6	1.8	
能源					17.5%									
中國石油	857	6.7%	8.41	十二月	11.5	9.5	9.2	1.0	1.0	0.9	4.8	4.8	5.0	
中國石化	386	6.1%	6.35	十二月	8.6	8.9	9.0	1.0	0.9	0.9	4.8	4.4	4.5	
中國神華	1088	2.8%	22.05	十二月	7.5	8.6	8.5	1.2	1.1	1.1	5.3	4.6	4.9	
中海油服	2883	0.9%	13.66	十二月	7.2	6.4	6.5	1.2	1.1	1.0	4.0	4.5	4.6	
中煤能源	1898	0.6%	4.84	十二月	14.0	44.1	27.5	0.6	0.6	0.6	2.1	1.2	1.3	
兗州煤業	1171	0.5%	6.61	十二月	32.4	17.3	16.5	0.6	0.6	0.6	0.4	1.3	1.7	
行業指數加權平均					10.3	10.3	9.7	1.0	1.0	0.9	4.7	4.4	4.6	
汽車					4.5%									
比亞迪	1211	1.1%	47.05	十二月	160.2	99.1	49.5	3.6	3.4	3.2	0.1	0.1	0.1	
長城汽車	2333	1.5%	39.10	十二月	11.3	11.4	9.0	3.2	2.8	2.2	2.7	2.6	3.3	
廣汽集團	2238	0.6%	7.34	十二月	14.0	10.4	8.0	1.1	1.0	0.9	2.8	3.0	4.1	
東風集團股份	489	1.2%	11.80	十二月	7.6	6.2	5.9	1.1	1.1	0.9	1.9	2.4	2.7	
行業指數加權平均					48.5	32.1	18.3	2.5	2.2	1.9	1.9	2.0	2.4	
資源					2.7%									
海螺水泥	914	1.2%	26.25	十二月	11.6	9.3	8.6	1.8	1.7	1.4	1.7	2.2	2.4	
中國建材	3323	0.8%	7.58	十二月	5.5	5.6	5.1	0.9	0.8	0.7	2.7	2.7	2.9	
江西銅業	358	0.7%	13.92	十二月	10.6	13.7	13.9	0.9	0.8	0.8	4.6	3.0	3.0	
行業指數加權平均					9.5	9.3	8.9	1.3	1.2	1.0	2.7	2.6	2.7	
公用					2.1%									
華能國際	902	1.2%	9.09	十二月	9.5	8.1	7.8	1.6	1.4	1.3	5.3	6.3	6.6	
龍源電力集團股份有限公司	916	0.9%	8.34	十二月	25.6	20.4	14.8	1.7	1.6	1.5	0.7	0.9	1.3	
行業指數加權平均					16.6	13.5	10.9	1.6	1.5	1.4	3.3	3.9	4.3	
保健					1.6%									
國藥控股股份有限公司	1099	1.1%	28.90	十二月	25.4	20.6	17.2	2.7	2.2	1.9	1.1	1.4	1.7	
山東威高	1066	0.5%	6.87	十二月	28.2	24.2	20.0	2.6	2.5	2.3	1.1	1.1	1.3	
行業指數加權平均					26.3	21.7	18.0	2.7	2.3	2.0	1.1	1.3	1.6	
機械					2.7%									
中國交建	1800	1.3%	7.76	十二月	8.1	7.3	6.7	1.0	0.9	0.8	3.1	3.3	3.6	
中國中鐵	390	0.8%	5.62	十二月	10.0	9.0	8.1	1.1	1.0	0.9	1.5	1.7	1.9	
潍柴動力	2338	0.5%	29.40	十二月	12.9	9.7	9.5	1.5	1.4	1.2	1.1	1.4	1.4	
行業指數加權平均					9.7	8.3	7.7	1.1	1.0	0.9	2.2	2.4	2.6	
TMT					2.5%									
中國電信	728	2.5%	4.70	十二月	16.7	16.0	14.5	1.1	1.0	1.0	2.6	2.2	2.4	
零售					0.7%									
青島啤酒	168	0.7%	54.45	十二月	29.2	27.9	24.5	3.7	3.6	3.3	1.1	1.1	1.3	
運輸					0.5%									
中國國航	753	0.5%	5.95	十二月	18.0	18.2	12.8	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1	1.6	

來源: 彭博、招銀國際證券

2014年12月1日

此乃白頁 特意留空

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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，並可能會受標的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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。