

2015年12月7日

# 靈猴反覆跳動

## 恒指可見 24800



## 目錄

宏觀與策略 .....	4
2015 年市場回顧 .....	5
模擬投資組合 .....	9
2016 年經濟展望 .....	10
中國經濟 2016——寒冬未過，增速放緩 .....	10
香港經濟 2016——經濟增長溫和放緩，深化與內地合作 .....	20
全球經濟 2016——復蘇面臨挑戰，尋求內在增長動力 .....	21
2016 年市場展望及投資策略 .....	22
看好板塊：基本消費、內險、強美元受惠股、國企改革 .....	25
看空板塊：能源、電訊、電力等壟斷行業 .....	27
行業分析 .....	28
中國證券板塊 - 優於大市 .....	29
中國房地產板塊 - 優於大市 .....	38
中國新能源板塊 - 優於大市 .....	51
中國物業管理板塊 - 優於大市 .....	58
行業首選股份 .....	61
中信證券(6030 HK) .....	62
華潤置地 (1109 HK) .....	63
聯合光伏 (686 HK) .....	64
招銀國際覆蓋公司報告 .....	65
海通證券 (6837 HK) .....	66
華泰證券(6886 HK) .....	67
中國海外(688 HK) .....	68
世茂(813 HK) .....	69
碧桂園 (2007 HK) .....	70
附錄：大差價 A/H 股 .....	71

2015年12月7日

附錄：恒指及國指估值表 .....	73
恒生指數估值表.....	74
恒生國企指數估值表.....	75

2015年12月7日

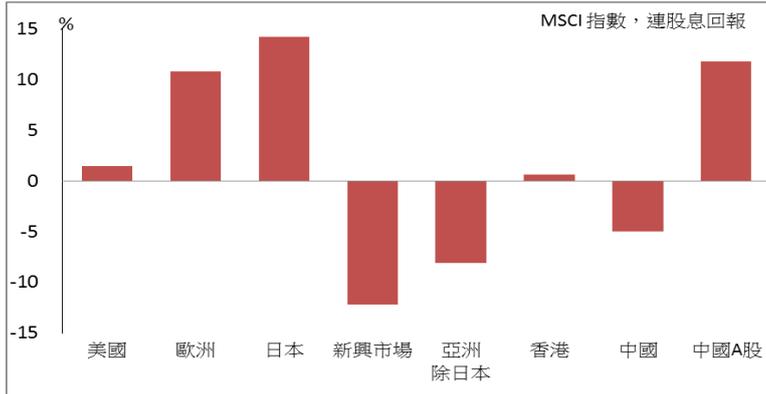
# 宏觀與策略

## 2015 年市場回顧

### 美股老牛喘氣，歐日受惠量寬

回顧 2015 年，環球股市表現參差（圖 1）。美國股市連升六年後，今年開始乏力，尤其是受到聯儲局停止量化寬鬆及準備加息所累，年初至今大致持平，跑輸歐洲及日本。歐洲央行今年 3 月實施量化寬鬆，購買國債，日本央行則於去年 10 月底擴大大量寬規模，推動歐洲及日本股市年初至今升逾 10%。貨幣政策的分歧，推動美元升值，美元指數繼 2014 年上升 13%後，今年內再升 9%（圖 2），至 2003 年以來最高水平。

圖 1：環球主要股市 2015 年初至今表現



資料來源：彭博、招銀國際證券

### 新興市場走資，中國 A 股獨俏

新興市場方面，整體表現疲弱，唯獨中國 A 股表現較佳，升逾一成。由於市場預期美國即將加息，資金流向美元資產，新興市場資金外流嚴重，投資者對於貿赤、財赤及外幣債務高企的新興國家尤其擔憂。更甚者，多個新興市場如俄羅斯、巴西、中東及馬來西亞等倚賴商品出口，強美元及中國需求放緩，令商品價格下挫，紐約油價年內跌 23%（圖 3），加深了新興市場之沽壓，MSCI 新興市場股票指數及摩根大通新興貨幣指數年內均跌 14%。

圖 2：美元指數 2015 年初至今走勢



資料來源：彭博

圖 3：紐約油價 2015 年初至今走勢



資料來源：彭博

2015 年 12 月 7 日

中國內地股市能逆流而上，主要原因至少有三個。第一，中國財政實力較其他新興國強，坐擁龐大外匯儲備，及身為商品淨進口國，得益於資源價格疲弱。第二，貨幣政策由中性轉為寬鬆，人民銀行自去年 11 月以來六度減息，一年期貸款利率累減 1.6 厘。第三，投資者憧憬「改革紅利」，主導 A 股市場的散戶蜂湧入市。上證綜合指數於 6 月份高見 5,178 點，較去年底暴升 64%，其後泡沫爆破，三個月內急挫 45% 才反彈。成長型股份較多的深圳 A 股升幅更大，深圳成份指數最多曾升 123%。

香港股市表現卻遠不及內地，於第二季雖隨 A 股大漲，但第三季亦同時出現股災，年初至今恒生指數微跌，計入股息才勉強有正回報，國企指數更錄負回報。港股跑輸 A 股，原因包括憂慮香港即將跟隨美國加息、外資對中國經濟看法較審慎，及香港市場資金自由進出，因而較受新興市場走資影響。

圖 4：恒生指數 2015 年初至今走勢



資料來源：彭博

圖 5：恒生國企指數 2015 年初至今走勢



資料來源：彭博

### 滬港通實行一年，A/H 股差價反而擴闊

「滬港通」（滬港股票市場交易互聯互通機制）於 2014 年 11 月 17 日開通，至今已滿一年，但市場反應未如理想，北向「滬股通」之總額度僅用了 123 億元人民幣，佔計劃額度之 41%，南向「港股通」用了 95 億元人民幣，佔計劃額度 38%。

更令人意外的，是滬港通不單未有令 A 股及 H 股之間的差價收窄，計劃實行一年來，差價反而擴闊了 38 個百分點，現時 A 股平均較 H 股貴 40%（圖 6）。折讓最大的 15 只 H 股，由滬港通啟動前平均折讓 43%（即 A 股溢價 133%），到現時擴闊至 72%（即 A 股溢價 257%）。

圖 6：恒生 AH 股溢價指數



資料來源：彭博

圖 7：恒生指數 2015 年初至今事件圖



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 成份股表現 — 長和、騰訊、比亞迪領漲

恒生指數 50 只成份股之中，去年升幅排第一及第三的**港交所 (388 HK)** 及**騰訊 (700 HK)**，本年至今延續升勢，蟬聯三甲位置。前身為長江實業的**長和 (1 HK)** 排第一，因年初宣佈與和記黃埔合併後獲追捧。資源股為今年大輸家，受能源價格下挫拖累，**中國神華 (1088 HK)** 及**中國石油 (857 HK)** 分別跌 45% 及 34%。澳門博彩股**銀河娛樂 (27 HK)** 及**金沙中國 (1928 HK)** 繼去年下跌逾兩成後，今年再分別跌 45% 及 28%。

國企指數成份股方面，**比亞迪 (1211 HK)** 漲近四成，**國藥控股 (1099 HK)** 升逾兩成排第二，分別受惠國策支持新能源汽車及醫藥行業。內險股之投資收益隨 A 股上升，股價普遍造好，**中國財險 (2328 HK)**、**中國人民保險 (1339 HK)** 及**中國平安 (2318 HK)** 均升逾一成。弱勢股份方面，除了能源股，建材股如**中國建材 (3323 HK)** 及券商股如**中信證券 (6030 HK)** 亦錄得較大跌幅。

圖 8：2015 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 (%)
長和 (1 HK)	37.6
騰訊控股 (700 HK)	37.2
香港交易所 (388 HK)	20.4
中國海外發展 (688 HK)	20.1
港鐵公司 (66 HK)	15.4
華潤置地 (1109 HK)	14.0
友邦保險 (1299 HK)	12.2
中國平安 (2318 HK)	11.9
恒生銀行 (11 HK)	10.3
中信股份 (267 HK)	6.2

恒指表現最弱 10 股

恒指表現最弱 10 股	股價變動 (%)
銀河娛樂 (27 HK)	-45.0
中國神華 (1088 HK)	-44.8
中國旺旺 (151 HK)	-40.3
康師傅 (322 HK)	-35.3
中國石油 (857 HK)	-34.1
金沙中國 (1928 HK)	-28.4
利豐 (494 HK)	-26.9
華潤電力 (836 HK)	-23.7
交通銀行 (3328 HK)	-23.1
中國石化 (386 HK)	-22.9

資料來源：彭博

圖 9：2015 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 (%)
比亞迪 (1211 HK)	37.7
國藥控股 (1109 HK)	23.3
萬科 (2202 HK)	23.1
中國財險 (2328 HK)	15.4
中國人民保險 (1339 HK)	12.7
中國平安 (2318 HK)	11.9
中國中鐵 (390 HK)	2.5
中國國航 (753 HK)	2.4
萬達商業 (3699 HK)	-3.7
東風集團 (489 HK)	-4.0

國指表現最弱 10 股

國指表現最弱 10 股	股價變動 (%)
中國神華 (1088 HK)	-44.8
中國建材 (3323 HK)	-44.6
中海油服 (2883 HK)	-42.9
中信證券 (6030 HK)	-36.8
青島啤酒 (168 HK)	-35.5
長城汽車 (2333 HK)	-34.4
中國石油 (857 HK)	-34.1
華能國際 (902 HK)	-32.3
江西銅業 (358 HK)	-32.0
海通證券 (6837 HK)	-30.4

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，佔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」部份佔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。

圖 10：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	目標價 (港元)	止蝕價 (港元)
中長線 (51.3%)	深圳國際	152	物流	12.2	11.5	2.0	8.21	13.24	66.8%	8.1%	
	中國鐵建	1186	鐵路基建	9.0	8.5	1.8	7.93	10.36	33.0%	10.6%	
	騰訊	700	科網	37.9	29.3	0.2	113.9	151.0	32.9%	10.5%	
	中國海外	688	內房	8.7	7.6	2.0	24.3	27.6	15.8%	8.9%	
	匹克體育	1968	消費	11.4	10.7	6.6	2.02	2.38	21.7%	6.8%	
	領展房產基金	823	房產基金	23.5	22.0	4.1	42.60	46.70	9.6%	6.2%	
短線 (34.6%)	香港電訊	6823	電訊	19.2	17.5	5.0	9.67	9.73	3.3%	6.2%	
	長和	1	綜合	12.6	11.1	3.6	113.5	103.7	-8.0%	5.6%	
	恆安國際	1044	消費	22.8	20.6	2.7	82.90	78.60	-5.2%	5.8%	
	新華保險	1336	內險	9.4	9.3	0.8	35.32	33.80	-4.3%	5.7%	
	星美控股	198	消費	37.6	20.9	0.4	0.79	0.94	19.0%	5.8%	
	華能國電	902	電力	5.5	6.2	6.8	7.42	6.98	-5.9%	5.6%	
現金 (14.1%)									14.1%		
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)								<b>7.7%</b>			
組合整體回報 (2015年度)								<b>7.6%</b>			

數據來源：彭博、招銀國際證券 (截至2015年12月4日)

截至2015年12月4日，由成立日起計，模擬組合回報 +7.7%，同期恒生指數 -2.7%，國企指數 -3.3%。2015年初至今，模擬組合回報 +7.6%，同期恒生指數 -5.8%，國企指數 -17.9%。

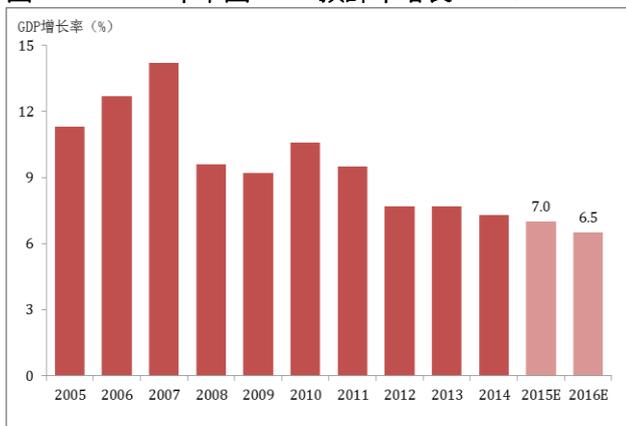
## 2016 年經濟展望

### 中國經濟 2016——寒冬未過，增速放緩

#### 預計 2016 年 GDP 增長 6.5%

2016 年中國經濟仍然將面臨較大的下行壓力。傳統製造業持續萎縮，經濟通縮壓力加劇，雖然消費增長平穩、新興產業發展勢頭喜人，但從規模上難以即刻彌補傳統行業衰退造成的空缺；前期刺激政策過後，過剩產能和債務風險均需時日得以消化；隨著美國加息進程推進，資本流出壓力有增無減。當“三期疊加”遇上全球復蘇緩慢，恐將引發經濟超預期回落。我們預計 2016 年中國經濟增長先抑後揚，上半年 GDP 增速可能降至 6.5% 以下，下半年隨著前期刺激發力，經濟逐漸釋放出增長潛能，全年 GDP 增長預計為 6.5%。2015 年 GDP 增長預計能夠實現 7.0%。

圖 11：2016 年中國 GDP 預計年增長 6.5%



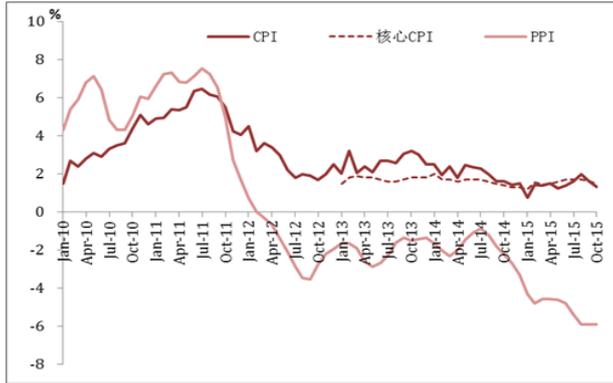
來源：國家統計局。招銀國際預測。

#### 通縮壓力加劇

**2016 年 CPI 增長預計為 1.4%，食品價格上漲空間有限。**CPI 主要由食品和非食品價格構成。非食品價格在經濟下行的背景下難有提升。近年來，CPI 的波動主要來自食品價格波動（圖 3），而未來食品通脹空間有限。從 2015 年下半年的趨勢推斷，食品（尤其是豬肉）供給緊缺的狀況已得到緩解，此外，三大主糧玉米、小麥和大米的價格均呈現出下行趨勢。綜合而言，我們預計 2016 年 CPI 增速將基本維持今年的水平 1.4%。值得一提的是，統計局可能將在 2016 年調整 CPI 各分項的權重，其中食品類的權重會逐漸降低，而居住類的權重將逐漸提升。調整後的 CPI 走勢將更為平穩。

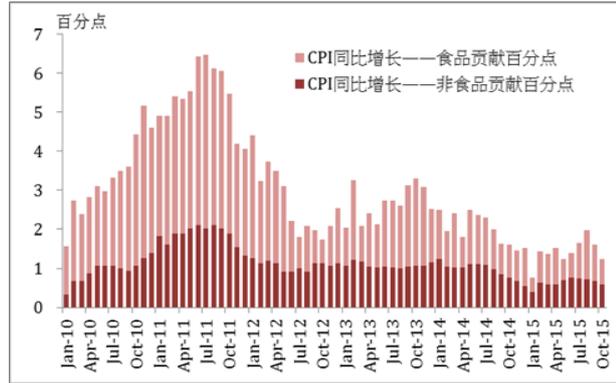
**PPI 預計繼續下滑，明年上半年降幅恐難收窄。**自 2012 年 3 月起，生產者出廠價格指數（PPI）已連續 40 多個月同比下降。降幅較大的行業主要有：石油、天然氣和煤炭開採及加工；黑色和有色金屬冶煉及加工。2016 年，受到全球供給過剩、中國需求疲軟等因素的持續作用，全球能源和大宗商品的價格仍將承受較大下行壓力。根據 IMF 的預測，全球能源和金屬價格在未來 5 年內將維持低位徘徊（圖 4）。據此，我們預計 2016 年 PPI 將繼續處於下滑通道，下半年降幅逐漸收窄，按年下降 5%。

圖 12：預計 2016 年 CPI 增長 1.4%，PPI 下降 5%



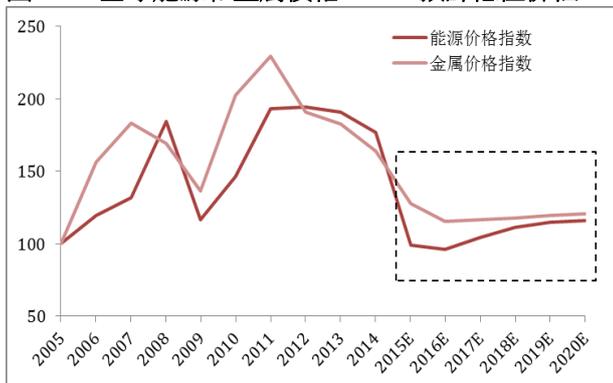
來源：國家統計局。招銀國際整理。

圖 13：CPI 波動主要來自食品價格波動



來源：國家統計局。萬得數據。招銀國際整理。

圖 14：全球能源和金屬價格 2016 預計低位徘徊



來源：IMF。能源指數包含石油、天然氣和煤炭；金屬價格指數包含銅、鋁、鐵礦石等。2005 年取值為 100。

物價溫和為加速推進價格改革創造契機。2015 年 10 月發佈的《國務院關於推進價格機制改革的若干意見》以及“十三五”規劃《建議》均明確要減少政府對價格形成的幹預，加快完善主要由市場決定價格的機制，涉及的內容包括放開電力、石油、天然氣、交通運輸、電信等領域競爭性環節價格、改革農產品價格形成機制和理順醫療服務價格等。價格調整與人民生活緊密相關，在把價格交給市場決定的過程中，老百姓最擔心的就是漲價，而低通脹的環境無形中為政府推進價格改革提供了較好的契機。

### 消費增長將面臨壓力，但仍有潛力可控

消費比重逐漸增加。消費增速近年來總體保持穩健。消費品零售總額在 2015 年一季度有所滑落，隨後穩步攀升，10 月份實現同比增長 11.0%（圖 5）。隨著經濟結構轉型穩步推進，消費佔 GDP 的比重自 2010 年來平穩上升，於 2014 年達到 51.4%；消費對於 GDP 增長的貢獻率 2015 年上半年達到 60%（圖 6、7）。我們預計未來幾年消費佔 GDP 的比重將以每年 0.4-0.5 個百分點的速度增長，到 2020 年末達到 54% 左右。消費將成為最重要的引擎，發揮對經濟增長的“基礎作用”。

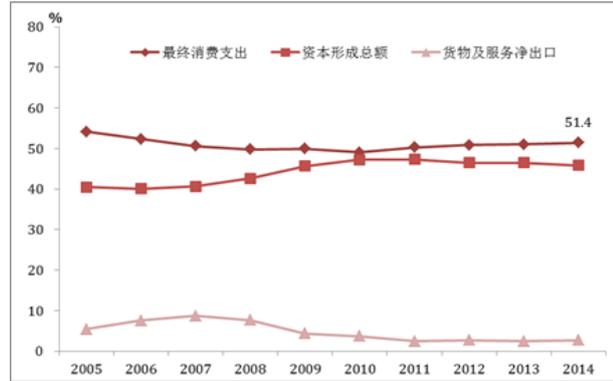
2015年12月7日

圖 15：消費品零售總額增速總體保持穩健



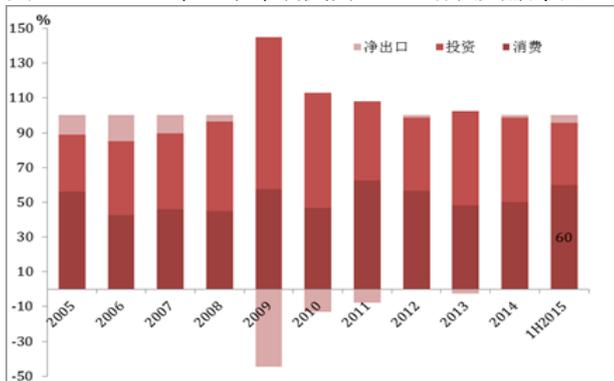
來源：國家統計局。招銀國際整理。

圖 16：消費佔 GDP 比重將繼續穩步提升



來源：國家統計局。招銀國際整理。

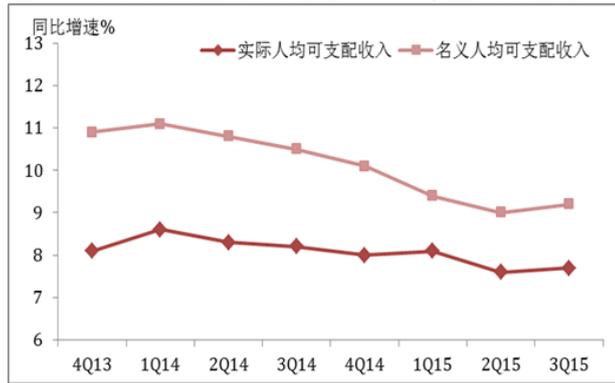
圖 17：2015 年上半年消費對 GDP 增長貢獻率達 60%



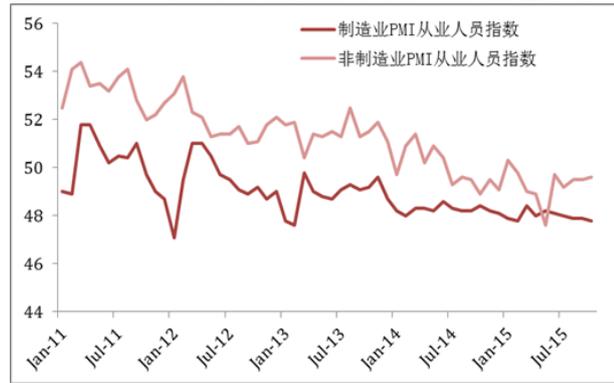
來源：國家統計局。萬得數據。招銀國際整理。

**就業疲軟和收入下降一定程度上會抑制消費。**在經濟下行週期中，消費能否繼續保持穩健增長？對此我們的態度謹慎樂觀。一方面，經濟增速放緩會通過就業疲軟、工資水平下降等渠道抑制消費增長。就業和工資水平通常被視為經濟狀況的滯後指標，從我們掌握的數據中，已經能看出經濟下行對就業市場的衝擊。實際人均可支配收入 2015 年的增速比上年同期下降近 0.5 個百分點，若不考慮通脹因素，名義人均可支配收入增速則比去年同期下降近 1.5 個百分點（圖 8）。統計局每月公佈的採購經理指數（PMI）中有一項從業人員指數，反映行業中工作著並領取報酬的真實就業人數。其中，製造業從業人員指數自 2012 年下半年起一直位於 50 榮枯線下，2015 年總體趨勢向下；非製造業從業人員指數上下波動較大，但在自 2014 年下半年起的大部分時間內均位於 50 榮枯線下（圖 9）。智聯招聘編制的中國就業市場景氣指數 2015 年二、三季度亦顯著下降（圖 10）。綜合以上數據，我們認為經濟下行已經影響到就業和居民收入，其可能對消費造成的抑制作用不容小覷。

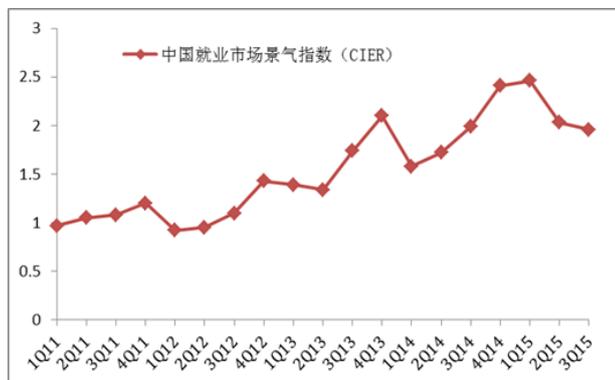
2015年12月7日

**圖 18：人均可支配收入增速 2015 年呈下降趨勢**


來源：國家統計局。招銀國際整理。

**圖 19：PMI 從業人員指數顯示就業情況正在惡化**


來源：國家統計局。萬得數據。招銀國際整理。

**圖 20：中國就業市場景氣指數正在下行**


來源：智聯招聘。招銀國際整理

另一方面，潛在消費需求可觀，消費新增長極有待挖掘。雖然居民收入增速放緩可能抑制消費意願，但另一方面，從近年來繁榮的出境旅遊及出境消費景象看，居民潛在的消費需求相當可觀。在現行的消費結構中，不乏網上消費、跨境消費、農村消費、移動客戶端消費等新的增長極有待挖掘。目前，網上商品銷售按年增長 30%-40%，佔比消費品零售總額達到 10%，未來隨著物流行業服務提升、農村電商的發展以及移動端消費業態的深入普及，網上零售還有很大的增長空間。跨境消費方面，國務院已部署各項稅收優惠和流程簡化政策扶持跨境電商的發展，支持開設跨境商品體驗店，促進“海淘”消費的發展。在金融支持方面，信用消費市場日漸成熟，消費金融公司的蓬勃湧現也將為居民消費，尤其是耐用品消費提供更多支持。綜上，我們認為，新業態、新思路和新工具的湧現能夠彌補潛在的不斷增長的消費需求和居民現有消費渠道、消費能力之間的差異，有助於進一步挖掘居民消費潛力，促進消費升級提速。我們預計 2016 年整體消費能夠維持 7% 左右的穩健增長。

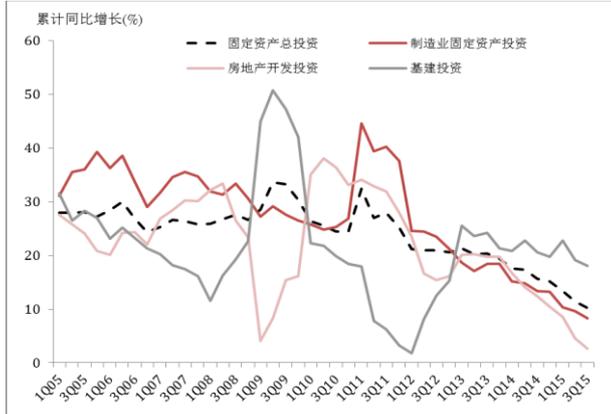
### 投資：短期企穩看基建，改結構、增效率為長期目標

中國經濟增長模式正在由投資驅動型向消費和服務驅動型轉變，但是轉型並非一蹴而就，轉型也不意味著弱化投資。短期而言，投資對於 GDP 增長的貢獻率仍在 40% 左右，投資增速下滑直接影響到經濟增長，因此穩投資是穩增長的重要途徑之一。而從長遠目標來看，逐步調整投資結構、提高投資效率，才能更好地發揮投資對經濟增長的“關鍵作用”。

**2016 年製造業投資、房地產開發投資預計將維持疲軟，穩投資靠基建。**近年來，城鎮固定資產投資增速嚴重下滑：2013 年增速為 19.4%、2014 年為 15.2%，而 2015 年預計只有 10%。製造業投資、基建投資和房地產開發投資是固定資產投資最重要的三個組成部分，佔比超過 70%。在三大投資中，製造業投資自 2011 年起增速一直處於下行通道，房地產開發投資在經歷了 2012-2013 年短暫的企穩回升後，於 2014 年起加速下滑，且尚未

顯示出企穩態勢。只有基建投資增速保持穩健（圖 11）。我們預計 2016 年，基建投資仍將維持 20% 左右的增速，支撐整體投資增速企穩。製造業復蘇前景不明朗，投資增速難以回升；高端製造業雖增長勢頭迅猛，但其佔比在短時期內難以彌補傳統製造業衰退留下的空缺。房地產市場方面，住房交易和土地交易自 2015 年二季度始出現回暖跡象，但是大部分的非一線城市庫存壓力仍然很大，新開工量只跌不升，開發商對於投資的態度依然很謹慎。

圖 21：三大類固定資產投資中，只有基建投資增速保持穩定

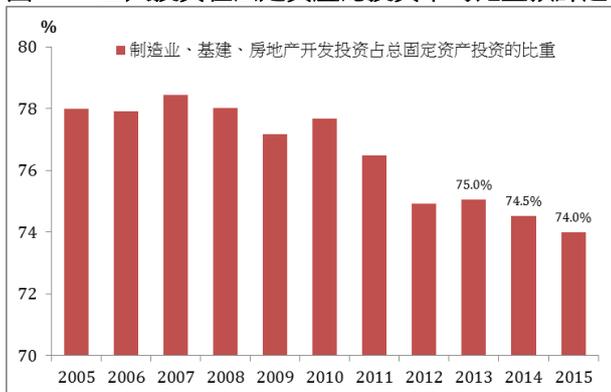


來源：國家統計局。萬得數據。招銀國際整理。

**投資疲軟癥結何在？**2015 年以來，貨幣和財政政策雙發力，但投資增速尚未見企穩，企業投資積極性不高，我們認為有以下原因：（1）企業觀望情緒較濃，等待經濟築底完成；（2）某些涉及改革和轉型的企業放慢步伐，期待明確的政策指引；（3）資本金不到位；（4）先前部分投資計劃由於配合反腐調查而暫緩。政府正在採取相應措施解決以上癥結：比如降低部分投資的最低資本金要求、擴大固定資產加速折舊範圍；積極配合頂層設計出臺分地區及分行業指引；通過政策性基金投資補充項目資本金；放鬆外商投資限制等等。我們認為，2016 年各項穩投資政策將密集推出，投資增速有望企穩。

**服務業投資佔比將提升，投資效率逐漸改善。**伴隨著經濟結構調整，製造業、基建和房地產開發三大傳統投資佔總投資的比重將逐年減少，我們預計到 2020 年，其佔比將由目前的 74% 下降至 70%（圖 12）。“十三五”期間將加大發展天使、創業和產業投資，配合“互聯網+”、“雙創”等概念的推進，這將提升服務業，尤其是科技類服務業投資在總投資中的佔比。此外，投資效率和企業效率明顯上升是“十三五”規劃中提及的目標之一，未來國企改革“1+N”方案的跟進和落實將有助於實現此目標。

圖 22：三大投資在固定資產總投資中的比重預計逐年減少



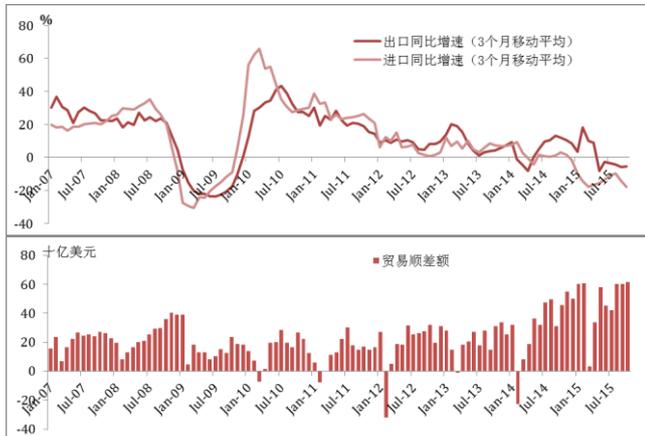
來源：國家統計局。萬得數據。招銀國際整理。

## 進出口：由於 2015 年低基數效應，2016 年料小幅增長

**進口仍較疲軟。**國內製造業及房地產投資下滑導致內需維持低迷，全球大宗商品低位徘徊，在這兩大主要因素的作用下，2015 年進口額（按美元計）同比可能減少 15%，2016 年將維持疲軟態勢，但由於 2015 年低基數的影響，預計 2016 年進口額（按美元計）同比增長 2%。

**出口有望小幅增加。**2015 年出口下滑主要受到兩大因素拖累：（1）全球經濟復蘇緩慢、市場波動加劇；（2）中國出口結構調整，由於勞動力成本提升，勞動密集型出口行業優勢不再。2016 年，全球經濟在美聯儲加息的帶動下，增速有望高於 2015 年，需求端緩慢復蘇。此外，中國在全球價值鏈中的位置上移，出口結構改善，高端高附加值產品佔比逐漸提升，將帶動出口增長。匯率對出口提振作用有限，因為以貿易比重為權重計算的人民幣有效匯率預計將保持穩定。綜上，我們預計 2016 年出口小幅改善，同比增長 5%。

圖 23：2015 年進出口增速下滑，衰退型貿易順差累積



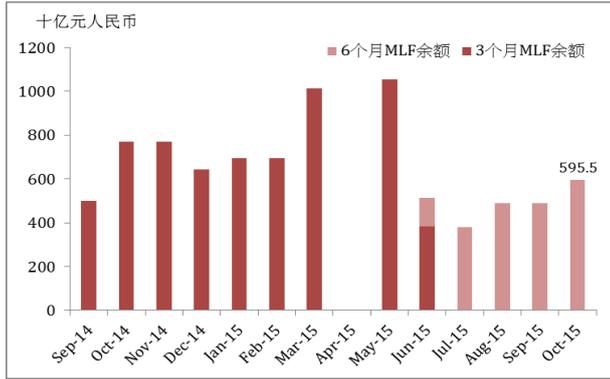
來源：海關總署。萬得數據。招銀國際整理。

## 貨幣政策以專項、定向為主，寬鬆仍有空間

**專項定向刺激將唱主角。**在目前銀行惜貸、壞賬飆升、企業投資意願普遍較弱的情況下，通過降息降准刺激信貸投放的效應並不如預期。2014 年 9 月以來，定向刺激工具層出不窮。除利用外匯儲備注資政策性銀行之外，央行還多次通過定向降准、MLF（中期借貸便利）操作等方式為金融機構注入流動性，鼓勵“三農”和中小微企業等重點領域和薄弱環節貸款。此外，政策性金融機構發行專項金融債，盤活存量資金，是為項目補充資本金、撬動銀行貸款的新工具。我們預計，未來貨幣政策趨於穩健，以專項和定向刺激為主。專項刺激在降低企業融資成本的同時，更加靈活高效地助推產業升級，也能夠起到引導長端利率的作用。

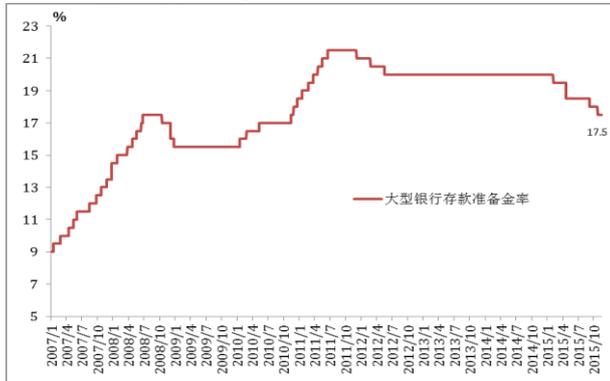
**降息降准仍有空間，**預計 2015 年末至 2016 年 4 次降准、2 次降息。雖然降准降息對於刺激信貸投放的作用在減弱，但是以之搭配定向刺激，仍然是必要的。降息能夠減輕企業債務負擔、降低融資和再融資成本，降准能夠對沖外匯佔款收縮帶來的流動性壓力，而且“雙降”作為大家熟知的傳統貨幣政策工具，在一定程度上能起到提振信心的作用。2016 年通脹的下行也將為降息提供空間，我們預計 2015 年底至 2016 年有 2 次降息，最終一年期存貸款基準利率將下調至 1%和 3.85%。降准較於降息而言空間更大（當前大銀行存款準備金率為 17.5%），我們預計 2015 年末至 2016 年有 4 次降准，大銀行存款準備金率將降至 15.5%，與金融危機時的水平持平。

**圖 24：2015 年 10 月央行 MLF 餘額 595.5 億元**



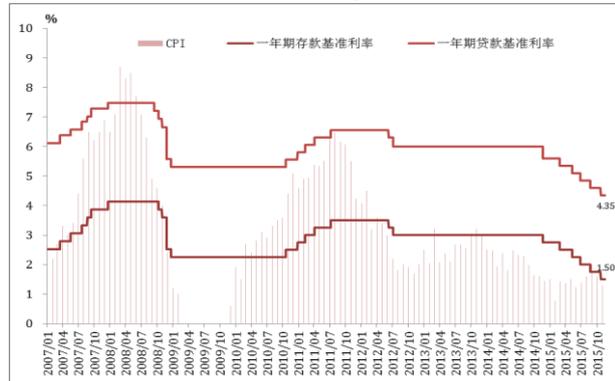
來源：中國人民銀行。招銀國際整理。

**圖 25：存款準備金率**



來源：中國人民銀行。萬得數據。招銀國際整理。

**圖 26：一年期存貸款基準利率**



來源：中國人民銀行。萬得數據。招銀國際整理。

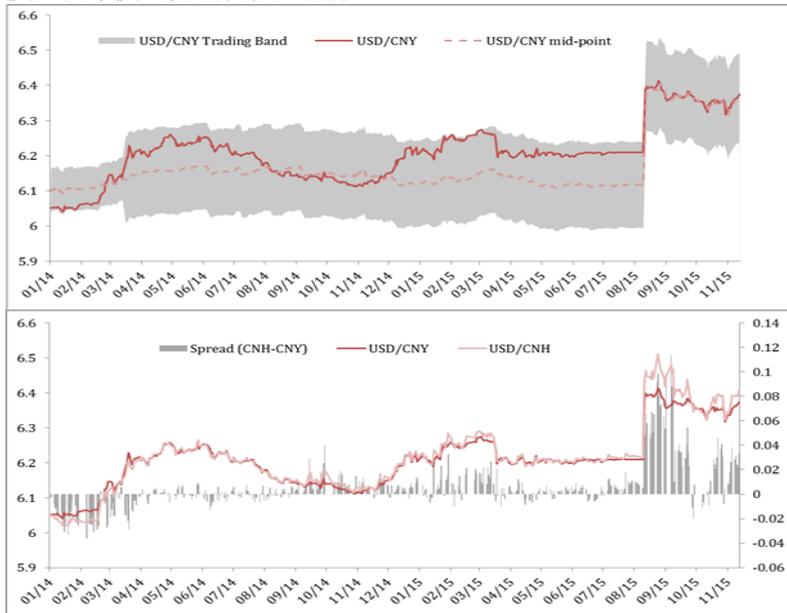
## 匯率

“8.11” 中間價形成機制改革帶來的貶值效應逐漸消化。自 2015 年 8 月 11 日央行推行人民幣中間價形成機制改革後，中間價與在岸收盤價差距顯著縮小，中間價更準確反映市場情況（圖 17）。此舉增加了中國貨幣政策獨立性，是人民幣國際化進程中的關鍵一步，得到了 IMF 的認可。“8.11” 後人民幣迅速貶值，央行隨即出面幹預匯市、一些結售匯限制措施相繼出臺，人民幣兌美元匯率在 6.40 左右得到支撐，2015 年 11 月底人民幣加入 SDR 預期增強也在短期內對人民幣匯率起到一定的支撐作用，預計到 2015 年底，人民幣兌美元匯率在 6.45 左右。

**預計 2016 年人民幣兌美元貶值至 6.70。**匯率中間價改革意味著人民幣逐漸與美元脫鉤，而人民幣加入 SDR 後作為一種獨立的貨幣，與美元脫鉤更是大勢所趨。2016 年隨著美聯儲加息進程啟動、美元小幅走高，我們預計人民幣兌美元匯率到 2016 年底將貶值至 6.7。然而以與各國貿易比重為權重計算的人民幣有效匯率將保持穩定，所以貶值對出口的提振作用有限。

人民幣加入 SDR 後，資本賬戶雙向開放和人民幣國際化進程加速。IMF 於 2015 年 11 月 30 日宣佈將人民幣納入特別提款權（SDR）貨幣籃子，權重為 10.92%，超越英鎊（8.09%）和日元（8.33%）。此舉將加快中國資本賬戶開放的步伐，是人民幣國際化進程的重要一步。有關部門可能會出臺審慎管理舉措應對市場波動，但是我們認為資本賬戶的開放並不會因此裹足不前。未來開放的方向包括：在自貿區試點個人境外投資（即 QDII2）、擴大個人及非金融企業本外幣兌換限額；推出深港通、研究滬倫通可行性；修改《外匯管理條例》；債市開放等。

**圖 27：“8.11”後人民幣迅速貶值，中間價與在岸價靠攏；離岸價與在岸價一度出現較大偏離**

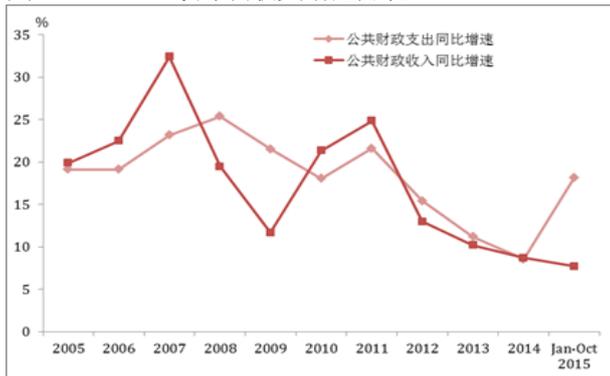


來源：Bloomberg。招銀國際整理。

**財政政策將更為積極**

財政政策繼續加碼，赤字率預計擴大。由於經濟下行、政府推行減稅減費政策等原因，財政收入近年來增速緩慢下降，2015 年 1-10 月累計同比增長 7.7%。與此同時，由於推行積極的財政政策穩基建投資，2015 年財政支出的增速顯著提升，1-10 月份累計同比增長 18.1%（圖 18）。赤字率（即財政赤字佔 GDP 的比重）在 2013 和 2014 年均為 2.1%（圖 19），離國際通用的 3%警戒線尚有一定距離。我們認為未來財政赤字會擴大，一方面基建投資將加碼，另一方面政府將繼續推出稅費減免措施為企業和個人減負。我們預計 2015 年赤字率為 2.3%，2016 年為 2.5%。

**圖 28：2015 年財政收支增速分化**



來源：財政部。萬得數據。招銀國際整理。

**圖 29：預計財政赤字規模將擴大**



來源：財政部。招銀國際整理。

**風險與挑戰**

債務高企。全球金融危機後，中國信用擴張十分驚人，個人及非金融企業的債務負擔繁重。彭博數據顯示，社會融資規模（即實體經濟從金融系統獲得的全部資金總額）佔 GDP 的比重由 2007 年底的 123.2%飆升至 2015 年三季度末的 208.1%。根據國際清算銀行的統計，償債率（即應付本金和利息的金額與總收入的比值）也迅速增加，於 2015 年一季度末達到 20.3%。

**圖 30：債務負擔自金融危機後迅速增加**



來源：國際清算銀行。Bloomberg。招銀國際整理。

**壞賬攀升和債務違約。**高債務外加經濟週期性下行，難以避免的結果便是銀行壞賬攀升、債務違約事件頻發。銀監會數據顯示，銀行不良貸款餘額和不良貸款率由 2014 年開始顯著“雙升”。截至 2015 年三季度，商業銀行不良貸款率達到 1.59%，比 2013 年年末上升 0.59 個百分點；同期關注類貸款比例達到 3.77%，比 2013 年年末上升 1.27 個百分點。與此同時，2015 年企業債務違約現象逐漸增多，在行業分佈、地區分佈方面都有擴大的趨勢。我們預計 2016 年銀行壞賬和企業違約事件還將湧現，給金融機構化解不良資產增添壓力。央行通過降息等方式可以減輕企業財務負擔及融資成本，一定程度上能避免違約事件的發生。

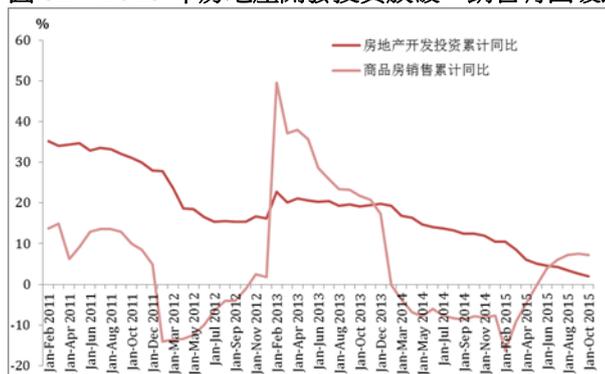
**圖 31：商業銀行壞賬攀升**



來源：中國銀監會。萬得數據。招銀國際整理。

**房地產投資增速恐繼續下滑。**儘管 2015 年已出臺一系列政策支持房地產市場發展，如放鬆房貸和限購政策、放寬境內發債條件降低開發商融資成本等，但是就全國平均而言，房地產市場萎靡態勢還在持續，其關鍵癥結在於缺乏好的投資機會，開發商投資態度謹慎。從結構上看，地區分化在加劇。自 2015 年二季度始，一線城市和部分二線城市住房銷售回升，開發商紮堆，進而帶動土地市場交易量價齊升。然而大多數非一線城市房地產市場的復蘇前景並不樂觀。支撐房地產市場長遠可持續發展的最重要因素是人口、就業和工資水平。一些非一線城市產業結構單一，遭受經濟下行的衝擊較大，面臨人才流失、就業市場萎縮、薪酬水平下降等難題，外加先前住房供給過剩、庫存難以消化，在這樣的背景之下，房地產市場在短時期內恐難復蘇。我們預計，2016 年全國房地產投資增速繼續放緩仍將是經濟面臨的挑戰之一。

圖 32：2015 年房地產開發投資放緩，銷售有回暖跡象



來源：中國統計局。萬得數據。招銀國際整理。

### 落實改革是關鍵，機遇與挑戰並存

2016 年作為“十三五”規劃的開局之年，將是中國推動轉型和改革的關鍵節點。結構性改革的成敗與否，將是中國能否跨越中等收入陷阱、在未來實現長遠經濟增長的決定因素之一。在經濟下行期推進改革，難度更大，但如果能夠發現並解決經濟下行期所暴露的問題，改革亦將更為徹底。2016 年，以國企改革為重點的各項改革將在頂層設計的基礎上逐步細化，為市場帶來新機遇，為經濟注入新活力。

圖 33：中國宏觀經濟指標年度預測

	2013	2014	2015E	2016E
实际GDP（同比增速，%）	7.7	7.3	7	6.5
消费支出（同比增速，%）	7.3	7.4	7.1	7
资本形成（同比增速，%）	8.9	7.2	5.8	5.6
CPI（同比增速，%）	2.6	2.0	1.4	1.4
出口額（按美元計，同比增速，%）	7.9	6.1	-0.5	5.0
進口額（按美元計，同比增速，%）	7.1	0.4	-15.0	2.0
1年期存款基準利率（%，年末值）	3.00	2.75	1.25	1.00
1年期貸款基準利率（%，年末值）	6.00	5.6	4.1	3.85
大型銀行存款準備金率（%，年末值）	20.0	20.0	17.5	15.5
人民幣兌美元匯率（年末值）	6.05	6.21	6.45	6.70

來源：彭博。萬得數據。招銀國際預測。

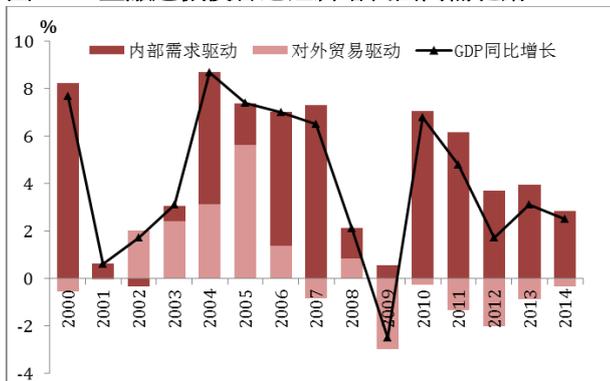
## 香港經濟 2016——經濟增長溫和放緩，深化與內地合作

預計經濟增長溫和放緩至 1.5%-2.0%；失業率上升至 3.4%。自 2008 年全球金融危機後，香港的經濟增長從由外貿和內需共同驅動轉而由內部需求主要驅動。2004 年至 2008 年，外貿和內需對 GDP 增長率的貢獻分別為 2.3 及 4.0 個百分點，而 2009 至 2013 年，兩者對 GDP 增長率的貢獻分別為-1.4 和 4.2 個百分點。這一趨勢在未來將得以延續。2016 年，外貿環境受全球復蘇緩慢、港元隨美元升值等因素的影響而面臨重重挑戰，預計進出口活動將拖累香港經濟增長 0.5 至 1 個百分點。內需方面，由於港幣兌人民幣升值、大陸遊客分流至其他國家，拉低本地消費需求。香港零售業將持續衰退，進而影響本地就業及工資水平，拉低本地消費需求。據此，預計 2016 年上半年香港 GDP 增長放緩至 1.5%-2%。失業率預計上升至 3.4%，失業人數主要集中於旅遊、零售、貿易物流等服務行業。

**金融服務業將是亮點。**在其他服務業中，金融服務業總體保持穩健，將是香港經濟的亮點。雖然全球金融市場波動、經濟不景氣可能對金融業發展帶來不利影響，但是得益於中國市場開放及人民幣國際化進程穩步推進，離岸市場金融活動將更為活躍，給香港金融業的發展帶來機遇。

**“十三五”規劃強調內地與香港合作。**與以往規劃相比，“十三五”規劃建議更為強調內地與香港的合作發展。強化香港全球離岸人民幣業務樞紐地位，推動貿易、金融等服務業向高端高淨值方向發展；加大內地對港澳開放力度，加快前海、南沙、橫琴等粵港澳合作平臺建設，深化泛珠三角領域合作。我們認為，香港在中國雙向開放和各項改革的推進過程中有著獨特且重要的優勢和地位，未來深化與內地合作會給香港帶來眾多的發展機會。

圖 34：金融危機後香港經濟增長由內需驅動



來源：香港政府統計處。招銀國際整理。

圖 35：2016 年香港失業率可能升值 3.4%

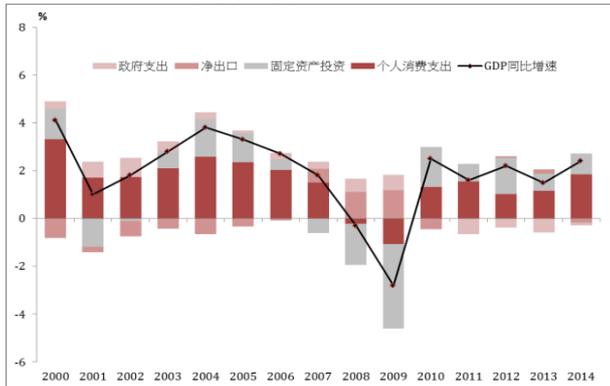


來源：彭博。招銀國際整理。

## 全球經濟 2016——復蘇面臨挑戰，尋求內在增長動力

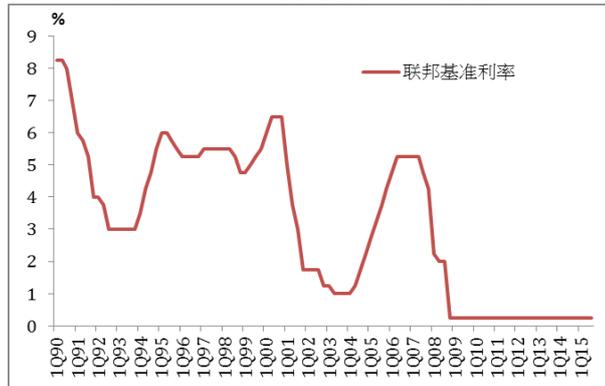
美國經濟平穩復蘇，緩慢加息。個人消費支出穩健增長，是支撐經濟增長的中堅力量。就業市場向充分就業水平小步邁進，通脹離 2% 的目標尚有距離，但整體經濟復蘇能夠支持通脹在中長期回升的預期。預計美國於 2015 年 12 月啟動加息，因為及早加息使美國在隨後加息路徑的選擇上更加靈活。我們預計 2016 年加息 3-4 次，年末聯邦基金利率不超過 1.5%。

圖 36：個人消費支出支撐美國 GDP 增長



來源：美國經濟分析局。招銀國際整理。

圖 37：美國 6 年來首次加息步伐將緩慢



來源：彭博。招銀國際整理。

除美國外的主要經濟體復蘇前景脆弱，經濟結構再平衡、尋找內生增長是出路。2016 年，全球經濟增速將略好於 2015 年，但是整體復蘇仍然面臨許多挑戰：全球製造業萎縮、貿易活動結構性衰退、能源及商品價格持續走低、新興市場資本流出壓力有增無減……歐元區和日本將維持寬鬆的貨幣環境刺激經濟活動，支持通脹回到長期目標水平，但是在美國加息的背景下，各國對於大規模擴大貨幣寬鬆的態度將非常謹慎，因為此消彼長，擴大寬鬆將加速資本流出。此外，依賴貿易和資源類商品出口的國家 2016 年受到美元走強、中國需求減弱的影響將持續承壓。在全球經濟尚未強勁復蘇的背景下，無論是發達經濟體還是新興市場，都難以單純依靠外部需求或對外貿易實現自身增長。通過自身改革，平衡經濟結構，尋找內生的增長極，將是未來各國實現長遠發展的主要任務。

## 2016 年市場展望及投資策略

### 香港利率與經濟錯配

香港自 1983 年以來實行聯繫匯率，1 美元兌 7.75 至 7.85 港元，利率亦大致上跟隨美國。聯匯制度的 32 年來，大部份時間均有助香港金融體系穩定，因為以往香港作為轉口港，經濟週期主要受美國影響，利率跟隨美國可謂順理成章。不過，近十幾年中國經濟騰飛，香港經濟及金融市場與內地關係日益密切。舉個例子，1994 年，香港轉口往美國的貿易，佔總額之 21%，到 2014 年已跌至 9%，相反，往中國的轉口佔比由 34% 升至 54%。

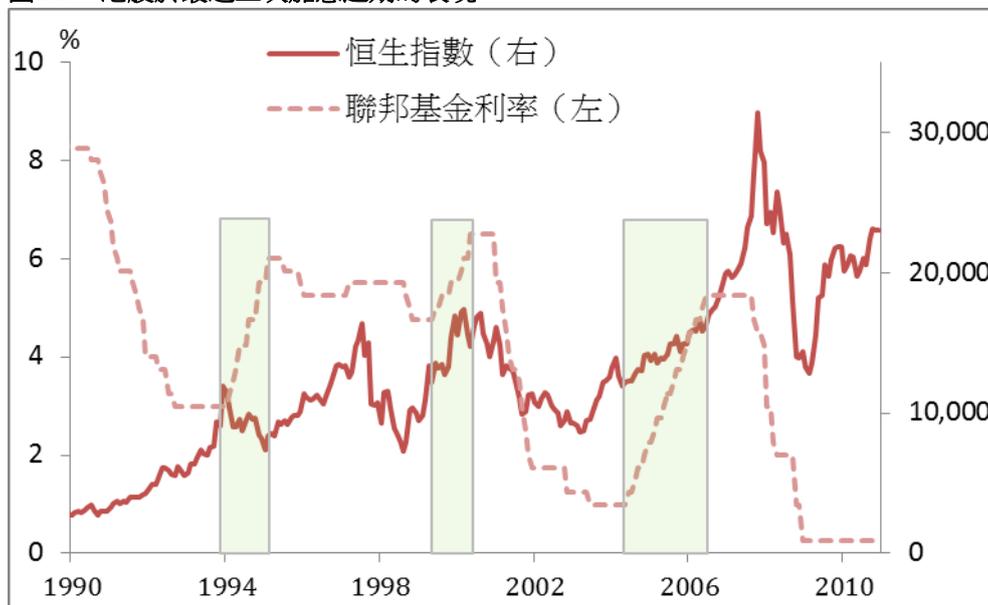
經濟週期漸漸與美國出現分歧，但利率仍跟隨美國，難免造成經濟與利率有時錯配。2008 年底爆發金融海嘯，香港經濟連續四季同比收縮，但由於受惠中國經濟保持高速增長，加上跟隨美國實行零利率，香港由 2009 年第四季起之五年間，GDP 複合年均增長達 5.1%。超低利率亦催生了資產泡沫，期間房價由低位升了 1.5 倍。

2009 至 2014 年之利率錯配，有利 GDP 及資產價格，但形勢即將逆轉。2015 年，中國經濟明顯放緩，香港經濟亦受拖累，尤其是近年香港太過倚賴內地旅客，不巧內地反貪，及港元隨美元升值（令部份內地客寧願往貨幣貶值的國家消費），令香港旅遊、酒店及零售業顯著放緩，甚至有衰退風險。今年首三季，香港 GDP 同比平均增速已放緩至 2.5%。

本來經濟放緩，大可以減息刺激經濟，正如中國人民銀行一年來六次減息。但香港不單不能減息，還即將要隨美國加息，雖然預料今次美國加息週期將異常緩慢，而且香港加息時機或較美國稍為滯後，但仍勢必令香港經濟下行風險加劇。

除了經濟已較受中國影響，金融市場亦然。以港股指標恒生指數為例，十年前，香港企業佔指數 74%，過去十年恒生指數加入了大量中資股，香港企業佔指數今天已降至 44%。

圖 38：港股於最近三次加息週期的表現



資料來源：彭博、招銀國際證券

最近三次加息週期，香港經濟及股市的表現概括如下（圖 38）：

1. **1994 年 2 月 - 1995 年 2 月**：中國內地宏觀調控，同時美國利率上調共 3 厘，期間香港 GDP 同比增速由 7.9% 跌至 3.9%。港股市場紅籌股泡沫爆破，恒指期間大跌 36%，市盈率由 18 倍跌至 10 倍。
2. **1999 年 6 月 - 2000 年 5 月**：香港經歷 1997 - 1998 年亞洲金融風暴後，經濟逐步復元，此期間美國利率上調共 1.75 厘，卻無阻香港復蘇，GDP 增速由 0.4% 大升至 7.4%。恒指期間升 9%，因盈利上升，市盈率則由 16 倍跌至 12 倍。
3. **2004 年 6 月 - 2006 年 6 月**：此加息週期長達 24 個月，期間美國利率上調共 4.25 厘。香港 GDP 增速由高峰 12.1% 反復放緩至 6.1%，但相對於近二十年之增速，仍屬高水平。恒指期間升 32%，市盈率由 14 倍回落至 12 倍。

往績顯示，加息週期中，香港經濟未必受累，港股表現亦不差，除非如 1994 年般估值本已偏高。現時恒指市盈率僅約 11 倍，於歷史上屬偏低，本來毋懼溫和加息。不過，今次或許不同。如上所述，香港經濟與利率正進入負面錯配期，受惠美國復蘇的程度今非昔比，反而要於內地及本港經濟放緩之際隨美國加息，而現已佔恒指逾半之中資股，盈利增長亦隨內地經濟放緩。

綜合市場預測，2016 年恒生指數盈利增長 5.9%，國企指數盈利增長 4.8%（圖 39、40）。對比盈利隨經濟增長加快的美國股市，標普 500 指標 2016 年盈利增速料達 9.0%，港股相形見绌。

圖 39：恒生指數盈利預測

	2014 實際	2015 預測	2016 預測
每股盈利(點)	2256	1950	2065
變動		-13.6%	5.9%
市盈率	9.9	11.4	10.8
孳息率	3.8%	3.6%	3.7%
市賬率	1.21	1.16	1.10

資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 40：恒生國企指數盈利預測

	2014 實際	2015 預測	2016 預測
每股盈利(點)	1104	1145	1200
變動		3.8%	4.8%
市盈率	8.9	8.6	8.2
孳息率	4.0%	4.1%	4.3%
市賬率	1.00	0.96	0.87

資料來源：彭博、招銀國際證券

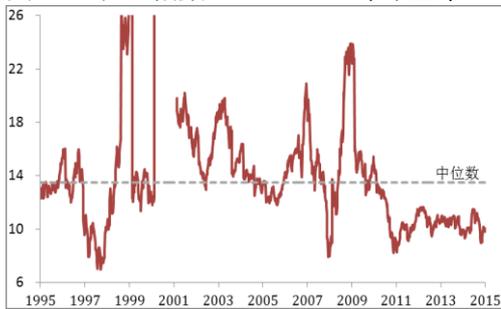
## 港股估值續於低位徘徊

過去 20 年，除了千禧年科網泡沫外，恒生指數市盈率絕大部份時間介乎 8 倍到 20 倍，中位數 13.5 倍（圖 41）。但自 2011 年中起，市盈率急跌，並至今一直於 10 倍左右浮沉。估值維持於低位的原因眾多，較明顯的包括內地經濟結構性放緩，及影子銀行與地方政府債務問題受關注，而受債務風險影響最大的行業，非內地銀行莫屬。根據人民銀行，內銀不良貸款比率在 2011 年第三季於 0.9% 見底，最新升至 1.5%，而內銀 H 股估值亦剛好自 2011 年第三季起急跌，然後一直於 4.5 倍至 7 倍徘徊（圖 42）。市場擔憂的，並非不良貸款率已升至 1.5%，而是估計壞帳將大幅上升，甚至懷疑現時公佈的壞帳率其實低估了真實數字。

恒指有四隻內銀股，合共佔 15.1%，為過去四年恒指市盈率一直低於歷史中位數的重要原因。問題是，內銀股估值能否被獲向上重估，帶動恒指估值向上？恐怕於 2016 年獲重估的機會不大。首先，債務問題揮之不去。財政部今年推出了地方政府債券置換計劃，額度 3.2 萬億元人民幣，雖有助減低內銀的相關壞帳風險，但從內銀股估值持續低迷可見，市場顯然覺得此計劃並未足夠，就算額度之後獲上調，亦不見得可就此消解壞帳憂慮。至於影子銀行，過去幾年以理財產品或信託包裝的表外貸款，隨著經濟放緩，壞帳風險只會更高，

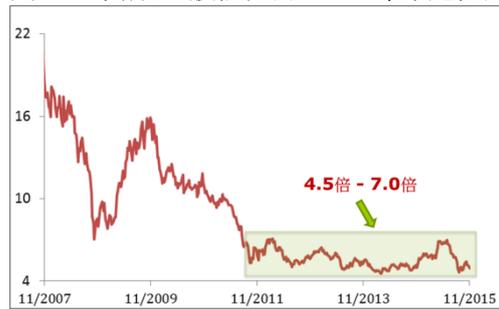
且一直未有化解此風險的政策出臺。其次，人民銀行過去一年六次減息，並取消存款利率上限後，內銀的淨利差收窄，而內銀的盈利仍主要來自淨利息收入，因此盈利將續受壓。

圖 41：恒生指數 1995-2015 年市盈率



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 42：內銀 H 股估值自 2011 年中起低迷



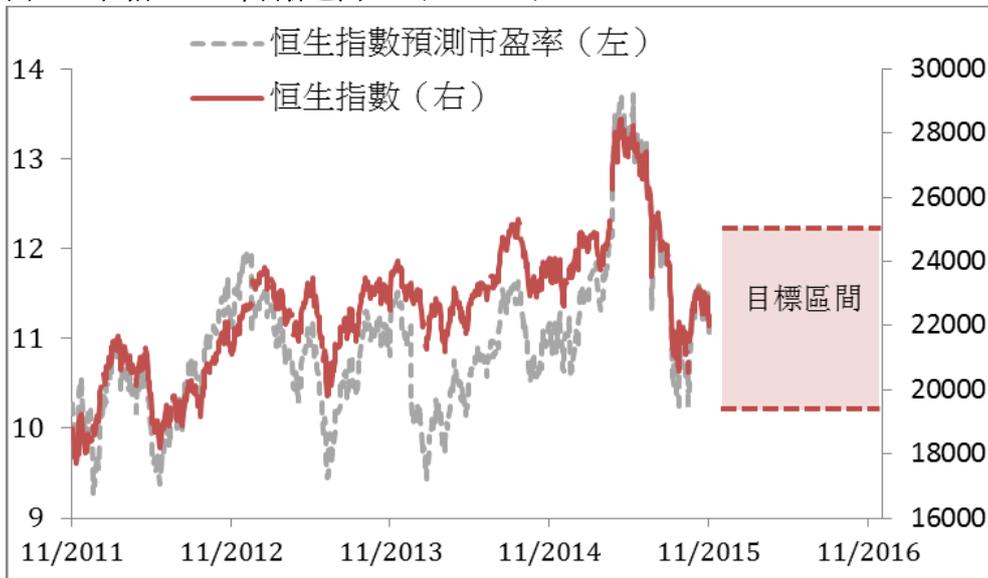
資料來源：彭博、招銀國際證券

另外，合共佔恒指 15% 的能源及電訊股，估值料續受壓，一來能源價格難見起色，二來中央政府有意於壟斷行業中開放競爭。其他權重板塊之中，內銀以外之金融股（佔 29%）料相對平穩，資訊科技業（佔 11%）前景較佳。

### 恒生指數目標區間：19,600 - 24,800

基於上述原因 — 香港利率與經濟錯配，及恒指權重板塊估值低迷 — 2016 年恒指預測市盈率料大概維持於過去四年區間，即 9.5 倍至 12 倍（圖 43），此目標區間撇除了 2015 年第二季之非理性亢奮時期。按照綜合市場預測之恒指 2016 年盈利，及我們預期之市盈率區間推算，2016 年恒生指數目標區間為 19,600 - 24,800 點。

圖 43：恒指 2016 年目標區間：19,600 - 24,800



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 看好板塊：基本消費、內險、強美元受惠股、國企改革

### 一、內地基本消費

中國正處於經濟轉型期，增長引擎逐漸由出口及固定資產投資，轉移至消費。由於結構轉型，石油、煤炭、金屬、建材、低端工業等「舊經濟」行業步向衰落，取而代之的是受惠人民收入大增的消費行業。其中，高檔及非必需的消費品，需求受到反貪國策及經濟放緩拖累，仍有下行壓力。廣大人民可負擔的基本消費品，需求則可望保持高速增長。

國策亦持續推動消費，而部份非直接刺激消費的國策，亦會有間接推動作用。例如中央於 10 月底通過之「十三五規劃」建議之中，提及深化戶籍制度改革，及全面實施城鄉居民醫保制度。戶籍制度改革，意味更多農村人口將可以進城落戶，而居民醫保意味社會保障提升，人民可支配收入因而增加，皆有利消費需求。

- 1) **科網龍頭**：互聯網是「新經濟」行業的表表者，「互聯網+」國策及電訊業「提速降費」方案，均有利行業發展。龍頭企業騰訊(700 HK)，坐擁 6.5 億微信活躍用戶、8.6 億 QQ 活躍用戶，客戶群龐大且忠誠（因龐大客戶本身令競爭對手難以擠身市場）。其用戶於網上遊戲、手機遊戲等平均消費不高，因此對經濟下行的敏感度甚低，有助騰訊盈利於宏觀經濟放緩時保持高增長。
- 2) **品牌日用品**：日用品的需求，對經濟週期敏感度低，某程度上更受惠經濟疲弱，因為原材料等生產成本可能下跌。同時，隨著內地人民收入多年來急增，進入消費升級階段，對產品質素有要求，已建立起良好品牌的企業之市場佔有率料可提升。恒安國際(1044 HK)為行業領先之中國個人衛生用品生產商，產品主要包括衛生巾、嬰兒紙尿褲及紙巾。雖然恒安部份原材料來自海外，面對人民幣貶值風險，但主要原材料木漿價格過去兩年處於下跌趨勢，累跌約一成，有利毛利率擴闊。
- 3) **運動服裝**：內地運動服裝業於 2008 年北京奧運前後過度擴張，導致庫存過高，行業衰退了幾年，經歷痛苦的減價清貨及關店後，近兩三年各品牌先後回復增長，例如特步(1368)早前公佈 2016 年第二季訂貨會，訂單金額按年升約 10%，連續 11 個季度改善。361 度(1361 HK)之 2016 年夏季訂貨會，訂單總值更按年升 15%，連續七季訂貨會有增長，而其本年第三季度的同店銷售增長為 8.4%。若單看業務前景，龍頭安踏(2020 HK)最佳，但股價率先創上市新高後，預測市盈率已達 24 倍，比起二線同業高近一倍，料特步及 361 度等明年可追落後。

### 二、內地保險

2014 年中國的保險滲透率為 3.2%，人均 235 美元。根據國務院於 2014 年 8 月頒佈的新國十條，保險業的發展目標，是到 2020 年滲透率達 5.0%，人均 3,500 元人民幣（約 550 美元），相當於人均年均複合增長 15.2%。

國策當然有配合推動保險業發展，除了以上提及的戶籍制度改革及城鄉居民醫保制度，相關政策尚包括發展職業年金、企業年金、商業養老保險，實施全民參保計劃，適當降低社會保險費率，完善社會保險體系等。此等政策將帶動保險需求。另外，拓寬保險資金投資渠道，則有助保險公司加強風險管理，提高投資回報率。

中國平安(2318 HK)於內地壽險及產險之市場份額均排第二，分別佔 13.0%及 19.1%。除了保險，平安同時經營銀行及資產管理，分別貢獻盈利約 3 成及 1 成。多線發展，為平安帶來交叉銷售等協同效應。平安為民企，比起國企，營運效率較佳，更為創新，例如平安為較早發展互聯網金融的險企，截至 6 月底，互聯網總用戶規模已達 1.67 億戶。

### 三、強美元受惠股

我們預計 2016 年人民幣兌美元貶值至 6.70，這將對大部份香港上市的中資股不利，因為該等公司主要持有人民幣資產，對香港及國際投資者而言，人民幣貶值將即時帶來資產值下跌。不過，有小部份企業收入以美元為主，生產成本則主要是人民幣，可望受惠人民幣貶值。此類公司多屬從事出口的製造業，但選股時要小心，集中於研發能力強、技術含量高的公司，相反，從事低端組裝、勞工密集型業務者則宜避開。

- 1) **高技術出口：天彩控股(3882 HK)**主要以 JDM（共同設計製造）及 ODM（原始設計製造）模式開發及生產電子消費產品，包括運動相機、數碼影像、家庭影像及可穿戴智能產品等，最大客戶為美國上市的運動相機龍頭 **GoPro(GPRO US)**，於 2015 年首四個月佔天彩之收入 77%。天彩近年與其他客戶合作開發不同種類的智能影像設備，可分散單一客戶風險，及增加盈利來源。天彩的核心競爭力在於研發能力，新設立的西安研發中心已開始運作，主打應用軟件、雲端平臺、影像分析技術、移動通訊技術等研發，有助未來開發更多元化及高技術的產品。
- 2) **香港旅行社：港元跟隨美元強勢**，令港人出外旅遊成本下降，帶動旅行團及自由行業務需求，尤其以近三年匯率大貶的日本最受歡迎。**東瀛遊(6882 HK)**為港澳三大旅行社之一，市佔率約一成。顧名思義，東瀛遊主打日本旅遊市場，市佔率逾三成。今年上半年，日本旅行團及自由行業務，貢獻公司總收入之 62%，而亞洲以外地區僅佔 12%。近日巴黎遭受恐怖襲擊，或會令部份打算赴歐美旅遊的港人，改為去日，料日本團生意增加。日本業務佔比高，東瀛遊自然持有些日圓資產，公司自 2014 年 8 月起，實施外匯風險管理程序，根據未來一兩周的旅遊登記數據，調整需購買的外幣金額，有助減低匯率波動風險。

### 四、國企改革

自從今年 9 月國企改革頂層設計方案出臺後，配套文件陸續出臺，各方預計明年開始，國企改革將進入全面實施階段，改革方向包括分類、重組、混改、組建投資運營公司等，有份進行改革的上市國企，股價料受惠。然而，難而估計各家國企的重組時間，因此選股宜注重業務及估值防守力。

- 1) **上海實業(363 HK)**：從事香煙等消費品及公路與水務等公用業務，上半年盈利主要來自此兩分部。於經濟下行週期時，該等業務防守力強。另透過附屬公司從事房地產業務。上實有意將非全資附屬公司上海實業環境安排來港上市，暫未有時間表，若成功上市，可釋放業務價值。
- 2) **光大控股(165 HK)**：母公司中國光大集團之重組改革方案已獲國務院批准，假若光大集團採取「中信模式」，即有可能將資產注入**光大控股(165 HK)**作整體上市（中信集團去年注資前身為中信泰富之**中信股份(267 HK)**）。隨著光大集團重組，光大控股亦將可能逐步退出被動性投資，出售光大銀行及光大證券之股份，應有助釋放價值，提高光大控股之估值。光控現持有 3.37%**光大銀行(6818 HK)**及 33.33%**光大證券(601788 CH)**，市值合共約 472 億港元，比光大控股目前市值 316 億港元更高。

### 五、覆蓋行業的首選股份

招銀國際分析員從覆蓋的行業中，各首選一隻股份，分別為證券行業之**中信證券(6030 HK)**、房地產行業之**華潤置地(1109 HK)**，及新能源行業之**聯合光伏(686 HK)**，詳見第 61 至 64 頁。

## 看空板塊：能源、電訊、電力等壟斷行業

中國「十三五規劃」建議，加快開放電力、電訊、交通、石油、天然氣、市政公用等自然壟斷行業的業務競爭。政府通過放開價格、開展競爭、打破壟斷，將令相關行業的國企利潤受壓。

這些與民生相關行業的另一問題，是企業不是單純追求利潤，往往肩負社會責任，例如穩定經濟及就業，結果犧牲了股東利益。以電訊業為例，今年一直被要求提速降費，10 月份開始更實行「流量不清零」，即當月用剩的數據用量，可撥往下月使用。此等政策可減輕民眾電訊花費，加快移動互聯網普及，代價是電訊營運商盈利減少，至少短期如是。

電力行業方面，最近盛傳上網電價將在年底前迎來年內的第二次下調。雖然降電價可視為「煤電聯動」的一部份，但亦可能包含振興製造業的目的。

圖 44：2016 年首選股份

公司	代碼	收市價 (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(%)
騰訊	700	151.00	14,196	29.3	7.95	30.5	0.4	29%
恒安國際	1044	78.60	957	20.6	4.56	23.2	3.0	11%
361 度	1361	3.04	63	8.4	0.9	11.0	4.9	20%
中國平安	2318	43.80	7,846	11.3	1.60	15.4	1.4	5%
天彩控股	3882	2.45	20	5.9	1.89	37.4	7.8	-3%
東瀛遊	6882	2.73	14	8.0	2.81	45.1	7.3	15%
上海實業	363	20.60	224	7.7	0.6	7.5	4.3	10%
光大控股	165	17.96	303	6.0	0.74	14.0	5.5	12%
中信證券	6030	18.02	2,583	9.6	1.20	14.0	3.0	0%
華潤置地	1109	22.60	1,566	9.4	1.09	12.3	2.8	16%
聯合光伏	686	0.85	40	6.5	0.78	14.8	0.0	3%

資料來源：彭博、招銀國際證券預測

## 行業分析

中國證券板塊 - 優於大市

中國房地產板塊 - 優於大市

中國新能源板塊 - 優於大市

中國物流板塊 - 優於大市

## 中國證券板塊 – 優於大市

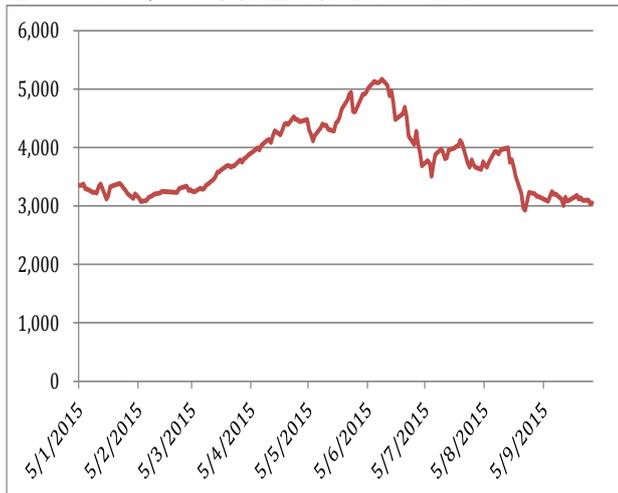
### 資本市場不斷開放，證券行業機遇與挑戰並存

#### A 股市場大幅波動引起全球矚目

2015 年 1-3 季度，A 股市場最主要的兩大指數上證綜合指數（下稱“上證指數”）和深證成分指數（下稱“深證成指”）都經歷了急速上升然後下跌的過程，全球投資者目光再一次聚焦 A 股市場。

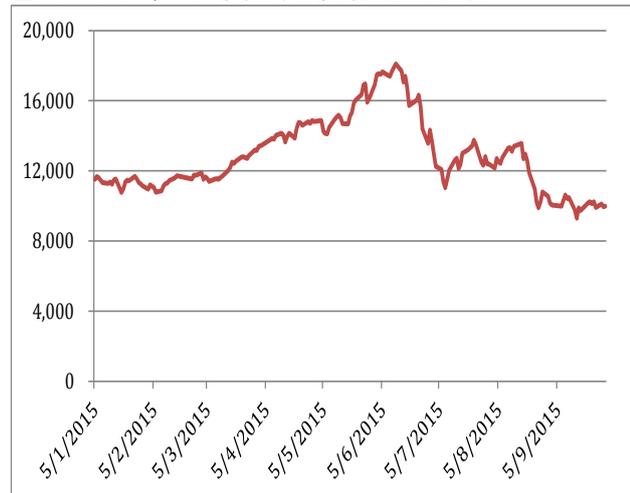
2015 前三季度，上證指數 6 月 12 日收盤達到年內高點 5,166 點，其後 10 個交易日的跌幅達到 21.6%至 6 月 29 日的收盤報 4,053 點。雖然中國在市場大幅波動後立即採取了許多“救市”措施，但是上證指數 8 月 26 日收報 2,927 點至前三季度最低點，相較於最高點跌幅達到 43.3%。同期，深圳成指最高收報 18,098 點，最低收報 9,290 點，跌幅達到 48.7%。作為 A 股最重要的兩大指數，上證指數和深證成指短時期內的大幅波動使 A 股成為了全球投資人關注的焦點。

圖 45: 2015 年 1-3 季度上證指數走勢回顧



資料來源：彭博

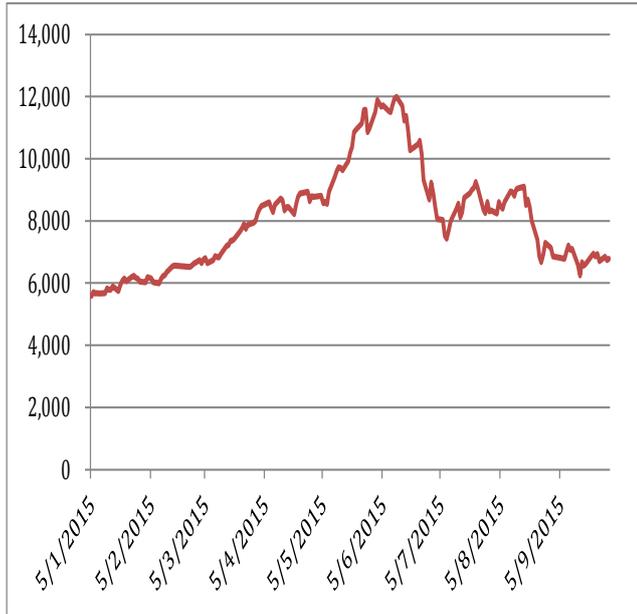
圖 46: 2015 年 1-3 季度深圳成指走勢回顧



資料來源：彭博

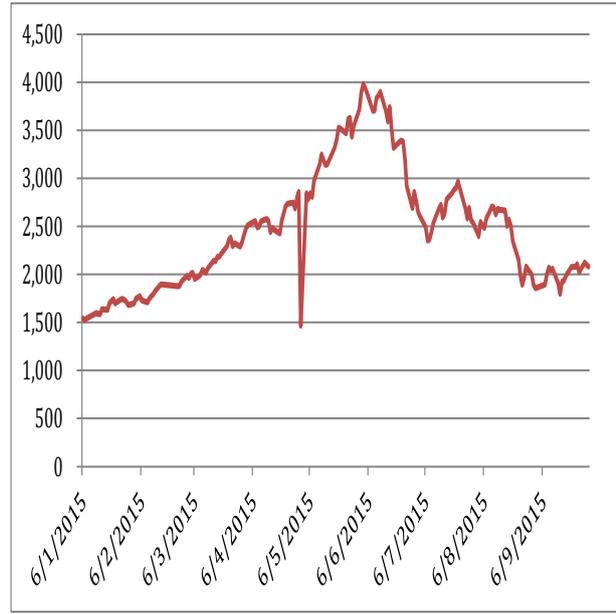
除了上證指數和深圳成指，活躍的中小企業板以及創業板指數都在同期經歷了更大程度的跌幅。2015 前三季度，中小企業板指數最高收報 11,996 點，最低收報 5,589 點，跌幅達到 53.4%；創業板指數最高收報 3,982 點，最低 1,464 點，跌幅達到 63.2%。根據萬得信息（月度數據），截止 5 月底（5 月份為高位），中小企業版和創業板的滾動市盈率分別達到 83.1 倍和 140.9 倍，市淨率也分別達到 7.1 倍和 11.8 倍。我們可以看到，中小板指數及創業板指數的跌幅均超過上證指數以及深成指，我們認為這主要是由於這兩個板塊裡的股票估值嚴重偏離基本面；同期，上證 A 股和深圳 A 股的滾動市盈率分別達到 20.3 倍和 70.5 倍，市淨率也分別達到 2.5 倍和 6.0 倍。同時我們也認為場外配資買入中小板以及創業板股票的熱錢急速流走也是這兩個板塊指數跌幅較大的原因之一。

圖 47: 2015 年 1-3 季度中小板指數走勢回顧



資料來源：彭博

圖 48: 2015 年 1-3 季度創業板指數走勢回顧



資料來源：彭博

我們認為，A 股市場上半年的急升和急跌都由資金主導，場外配資的清理以及融資融券（“兩融”）餘額的下降也是 A 股急跌的主要原因。2015 年第二季度，A 股市場上的單日成交量和融資融券餘額均創下歷史新高，分別達到人民幣 23,562 億元和人民幣 22,730 億元。2015 年 1-3 季度，A 股單日成交量也從最高的人民幣 23,562 億元一度最低跌至人民幣 3,706 億元，跌幅達到 84.3%；推動 A 股上漲的重要因素兩融餘額也在期內從最高人民幣 22,730 億元一度跌至最低 9,067 億元，跌幅達到人民幣 60.1%。

圖 49：滬深兩市兩融餘額



資料來源：萬得資訊

## 2015 年 1-3 季度證券行業收入及盈利均大幅上升

證券公司作為資本市場最直接的參與者，其業績也與市場情況息息相關。截止 2015 年第三季度，中國一共有 124 家註冊證券公司，其中 119 家在前三季度實現盈利。2015 年 1-3 季度，中國證券公司合共錄得營業收入人民幣 4,380.4 億元和淨利潤收入人民幣 1,924.7 億元，遠遠超過 2014 全年人民幣 2600.8 億元的營業收入和人民幣 960.6 億元的淨利潤收入。其中，買賣證券的淨佣金收入在 2015 年 1-3 度就達到了人民幣 2,193.0 億元，是最直接受惠 A 股成交量大幅上升的業務；

受到第 3 季度 IPO 暫緩的影響，證券承銷與保薦業務淨收入為人民幣 242.4 億元，與 2014 年全年的證券承銷與保薦業務淨收入人民幣 240.2 億元持平。

2015 年 1-3 季度，A 股平均每季單日成交量分別為人民幣 7,152 億元、人民幣 15,669 億元和人民幣 9,392 億元。雖然國家採取了一系列措施穩定股市，其中直接參與買入股票，限制各個券商的自營業務以及暫緩新股發行等措施都有助於二級市場的流動性，但是 A 股第 3 季度的日均成交量還是環比下跌了 40.0%。我們認為第三季度單日平均成交量的下滑主要是由於以下幾個原因：1. A 股個股漲跌停板制度限制了成交量；2. 大量公司申請停牌；3. 投資者觀望情緒濃厚。我們預測券商總體第三季度的收入以及淨利潤環比第二季度平均錄得 40%-50% 的下降，證券買賣的佣金收入，兩融的利息收入，IPO 的承銷保薦收入以及淨投資收益這幾項業務收入是券商在這次極端市況下受衝擊最大的幾項業務。

A 股經歷幾個月的大幅波動之後，10 月份市場逐漸穩定，成交量以及兩融餘額逐漸回升。其中，我們認為兩融餘額的回升主要歸功於投資者信心逐漸恢復，同時場外配資的清理工作陸續完成也促使一部分場外融資轉入。我們預測 A 股 2015 全年的日均成交量為人民幣 9,500 億，同時預測 2016 年 A 股的平均日均成交量區間為人民幣 7,000 億至人民幣 9,000 億。

## 中國證券行業機遇與挑戰並存

伴隨著人民幣國際化的進程，我們認為中國資本市場的不斷開放的格局已經形成。資本市場的不斷開放將會逐漸改變證券行業的競爭格局，國內券商“走出去”，外資券商“走進來”這兩大趨勢將逐漸形成。其中，我們認為龍頭券商中信證券（6030 HK），華泰證券（6886 HK）和海通證券（6837 HK）在未來將會比較具有競爭力。

在可預見的未來，我們認為以下兩個方面的改變將會對是中國券商面臨的較大挑戰。

### 1. 外資提高在中國內地資本市場的參與程度

據悉，中國證監會正考慮讓外資擴大在中國內地證券市場的參與度，除了可以在合資證券商中取得51%或以上控股權外，還可以與中國境內非券商類公司（包括銀行及保險）合組證券公司。與此同時，還將逐步向外資放開其可投資參與的行業領域。雖然該方案還未正式出臺，但是外資在中國資本市場的參與程度逐步提高，參與範圍逐漸拓寬這一趨勢已經形成。現時，我們預測外資持有A股比例佔二級市場總市值約1.5%-2.0%。我們預測外資持股比例在2016年將逐步上升至3.0%。

我們認為中國證監會允許外資擴大在中國證券市場的參與程度這一決定有助於中國證券市場與國際證券市場接軌，同時也有助於提高中國證券市場的有效性和金融產品創新能力。然而，外資參與程度的提高也會加劇中國證券市場的競爭。同時，中國本土券商的競爭格局也會相應的產生變化。面對外資參與程度的逐步提高，如何提高自身競爭力，發揮本土優勢將會是國內券商面臨的一大挑戰。

### 2. 銀行業混業經營拉開序幕

除了外資券商參與程度提高這一挑戰外，銀行混業經營逐步建立也使中國證券行業競爭日益嚴峻。進入降息週期以後，銀行業利潤增速明顯下滑，各個銀行也在積極探索新的業績增長點。雖然從中國目前的監管機制看，由於《商業銀行法》與《證券法》的限制，短期內全面放開銀行混業經營條件還不成熟，但是銀行的混業經營之路其實正在慢慢推進。近年來已有不少銀行通過境外全資子公司來收購證券公司的股權，間接涉足國內證券業市場。中國銀行、工商銀行、建設銀行、農業銀行、交通銀行和招商銀行等銀行已經透過子公司持有香港券商牌照。其中，中國銀行通過全資控股的中銀國際設立並控股了中銀國際證券，獲得了內地證券承銷牌照，其餘銀行子公司的券商業務範圍基本都在香港。

我們認為，未來銀行混業經營的焦點將主要集中在券商牌照、股權投資以及資產管理者三大業務板塊。從國外的經驗來看，混業經營是銀行業發展的大趨勢，也是銀行業未來利潤新的增長點。根據混業經營的股權架構不同，我們認為銀行未來混業經營的模式可以分為金融控股公司模式、銀行母公司模式和全能銀行模式三種。我們預測國內銀行業也將在不久的將來獲得證券牌照。如若銀行取得券商牌照，依託其龐大的個人客戶資源、企業客戶資源以及更加充足的資本金，券商現時的經紀業務、投行業務和資產管理業務將在第一時間面臨挑戰。

近日，有消息稱中國正就合併證監會、保監會與銀監會成為單一監管委員會進行討論。我們認為，三會合並也有助於促進銀行混業經營的進程乃至實現中國金融混業經營的最終目標。

外資參與程度的提高以及銀行混業經營的開展是我們認為改變未來中國證券行業競爭格局最主要的兩大因素。相較於外資參與程度的提高，銀行混業經營的開展將對現時券商的各項業務帶來挑戰。從更長遠的角度來看，如若監管機構放開外資券商和銀行設立合資券商進軍中國資本市場，我們認為許多區域性券商將面臨被收購兼併的局面，龍頭券商的業務佈局和發展戰略也要重新部署才能應對挑戰。外資券商國際化的服務水平，較強的金融產品創新能力配合銀行業的龐大客戶群體都將會給現有的國內券商帶來前所未有的挑戰。未來，國內券商的轉型將會是不可避免的，僅僅依託傳統的證券業務已經不足以支撐其長遠的發展。

中國資本市場的不斷開放雖然給券商的經營帶來挑戰，但是這其中也蘊含著機遇。資本市場的開放不僅僅是外資“走進來”，還有中資券商“走出去”。

近年來，伴隨著人民幣國際化進程的不斷推進以及境外投資渠道不斷增加等因素，國內很多券商也實施了“走出去”這一策略。香港作為背靠大陸的國際金融中心，同時也是最大的離岸人民幣中心，自然也成為國內券商涉足境外業務的首選平臺。

然而，國內券商涉足海外業務的發展重點不僅僅局限於傳統的經紀業務，其佈局更多在於側重於人民幣相關業務、資產管理業務、大宗商品買賣業務以及海外並購業務。開展人民幣業務，服務國內不斷增加的高淨值個人客戶以及為中國企業海外並購提供服務是國內券商在開展境外業務的優勢。

近年來，中信證券（6030 HK）收購里昂證券以加強其海外機構銷售和股票研究的實力，海通國際控股（海通證券（6837 HK）全資子公司）收購葡萄牙聖靈投行以擬拓展歐洲市場上的投行並購業務等策略都反映出中國大型券商的業務不僅僅局限於 A 股市場，同時也具備“走出去”的實力。

混業經營不僅僅是未來中國銀行業的新增長點，也是中國券商未來的新增長點。除了傳統的券商業務，人民幣業務、衍生金融商品業務以及海外大宗商品業務等的發展都將成為國內券商不斷完善自身業務發展的重點領域。

2014 年 11 月，滬港通的正式開通可以作為內地證券市場和海外證券市場第一次互溶互通的里程碑。截止 2015 年 11 月 16 日，滬港通開通滿一周年。在過去一年內，滬股通成交總額達到人民幣 15,390 億元，佔總額度的 40%，平均每日成交額人民幣 66.9 億元；港股通成交總額達到港幣 7,420 億元，佔總額度的 37%，平均每日成交額港幣 33.0 億元。我們認為滬港通的開通對兩地市場成交金額並無顯著的提高，但是我們認為滬港通更大的意義在於加強內地股票市場和香港股票市場的聯繫以及給投資者一個渠道去更多的瞭解不同的市場。同時，也為 A 股市場逐漸開放的先行者，因為接下來我們預測還會有深港通。伴隨著人民幣的國際化的不斷發展，還可能陸續開展滬倫通（上海交易所與倫敦交易所股票買賣連通）等一系列投資渠道的開發。

資本市場的開放給傳統券商的經營帶來一定的挑戰，但是大型券商在資本市場的開放以及人民幣國際化進程的陪伴下也可以抓緊機遇走出去，海外業務的戰略佈局不僅有助於券商業務的增長，更重要是讓中國券商的業務類型和業務佈局都變得更加國際化，在面對外資券商以及國內銀行業正式開展混業經營時更加具有競爭力。

## 直接融資市場的不斷深化改革具有重要意義

大力發展資本市場，提高直接融資佔社會融資總量的比重是我國金融市場不斷發展的一項重要策略。股權融資和債權融資作為直接融資市場的兩大融資渠道在未來還將持續高速發展。相較於傳統的間接融資，通過股票市場和債券市場進行融資，從而使資金需求方和供給方直接對接有助於提高資金的配置效率。

銀行業務與投行業務有很大的金融協同空間，投資銀行的直接融資業務也與是銀行貸款業務的不斷演化，我們認為當銀行混業經營正式開展的時候，銀行業參與者將會急速搶佔大量直接融資市場的份額。

我們認為直接融資市場和間接融資市場將是互相促進，相輔相成的關係。我們預測未來以銀行為主要參與者的間接融資比重將會逐漸下滑，但是其融資市場的主體地位是不會動搖的，貨幣市場以及貨幣政策的穩定也是資本市場不斷發展的根基。剔除政府機構發行的債券，2014 年直接融資和間接融資分別佔社會融資總額的 38.6%和 61.4%，我們預測直接融資佔社會總融資比重在 2015 和 2016 年將上升至 42.3%和 47.5%。

### “股票發行註冊制”改革不斷推進

2015 年 1-10 月，A 股市場股權融資實際募集資金達到人民幣 9,602 億元，其中 IPO 實際募集資金人民幣 1,371 億元，增發實際募集資金人民幣 8,196 億元，配股實際募集資金人民幣 34 億元，分別佔股權融資總實際募集資金的 14.3%、85.3%和 0.4%。

2015 年 7 月證監會宣佈暫緩 IPO，我們認為這次 IPO 暫緩與 2012 年底 IPO 自查與核查查的暫停不同，這次 IPO 暫緩主要是防止市場因為“打新”而凍結資金，給已經非常脆弱的 A 股市場雪上加霜，衝擊 A 股市場上的流動性。歷時 4 個月，證監會在 11 月宣佈重啟 IPO 同時完善新股發行的條例。我們認為此次 IPO 的重啟是 A 股市場逐漸回穩的重要信號，同時，新股發行制度的不斷完善也有助於股票發行註冊制的推出。其中，取消新股申購的預交款制度將有利於提高市場資金的利用率，同時按市值配售也有助於提高投資者在二級市場持有股票的欲望，這些措施均有利於完善市場的融資功能，同時也有利於券商投行業務收入的增長。然而，由於無需預繳款，我們預測未來參與新股發行抽籤的投資者將會增加，新股發行的中籤率也會因此下降。

2013 年 11 月，中國證監會發佈《關於進一步推進新股發行體制改革的意見》，正式啟動了股票發行制度的“註冊制改革”。我們認為，新股發行“註冊制”的推出有利於市場化的提高，雖然預期“註冊制”的推出將會縮短發行流程，但是也對投行律師事務所等中介機構的服務水平和專業化程度提出了更高的要求。我們認為未來 A 股市場新股的發行將會加強對事中事後監管，對信息披露的真實性完整性以及參與發行的中介機構職責有更加嚴厲的監管，這些舉措都有利於提高股權融資的比重和市場在資源配置中的作用。

然而，“註冊制”推出的前提是證券法的修改。雖然在股市異常波動之後，《證券法》修訂推遲，但是國務院可能採取法律授權方式出臺意見從而加快“註冊制”推出的步伐。我們預期股票發行“審核制”向“註冊制”改革的過渡會在明年完成，股票發行制度近期的不斷完善也是為預期明年實施的“註冊制”改革做了重要鋪墊。未來，上海交易所以及深圳交易所在新股發行流程當中將會扮演更加重要的角色。

全國中小企業股份轉讓系統（俗稱“新三板”）自 2013 年成立以來，截止 2015 年 11 月 26 日，已經掛牌的公司達到 4,332 家，超過 A 股上市公司的數量。我們認為新三板的掛牌

制度是 IPO “註冊制” 改革的先驅。目前，新三板的掛牌公司分為協議方式以及做市方式兩大類，新三板股份轉讓也分為做市成交以及協議成交兩大類。

對券商收入而言，新三板掛牌收入只是其中一項收入。同時，券商旗下的直投和資管公司對新三板公司的投資收益回報，券商作為新三板公司做市商的收入未來將成為券商有關新三板業務收入新的增長點。

IPO 註冊制實施後，我們預計滬深兩市將迎來一個空前的企業上市潮。同時，由於大批企業的上市提高了新股供應量，原有企業的估值泡沫將會逐漸破裂。我們認為現時主板，中小企業板以及創業板的平均市盈率都將面臨很大下行壓力。更長遠來看，由於流動性的短缺以及估值的不斷下降，我們也預測選擇退市的企業將會不斷增加。未來，不僅僅是新股上市制度需要不斷改革和完善，退市制度也需要不斷完善以更好的保護投資者的利益。

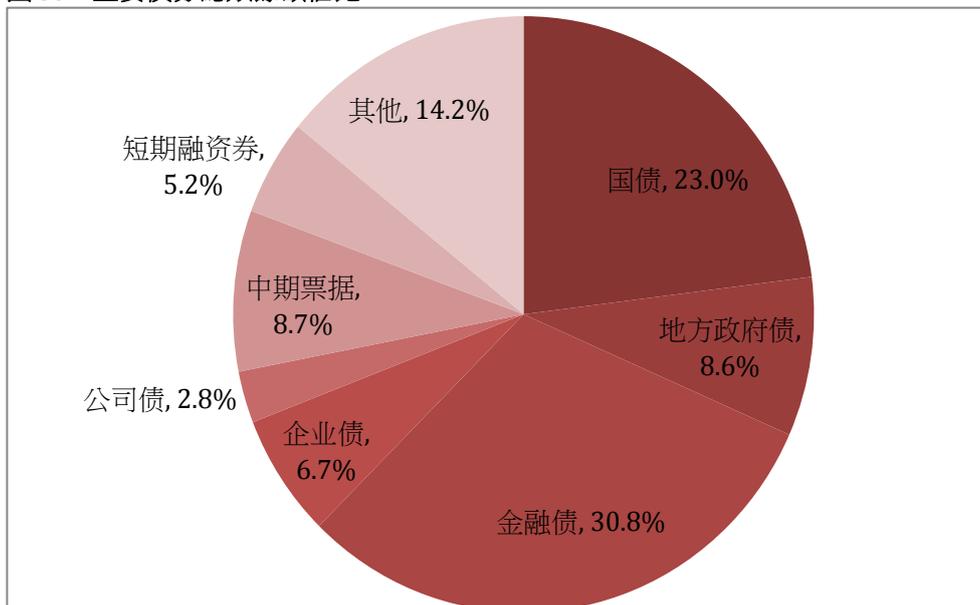
### 債券市場不斷開放

作為直接融資市場的另一個主體工具，近年來，中國債券市場不斷發展，債券總類也日益完善。然而，我們仍未中國的債券市場仍然還具有很廣闊的發展空間。這主要是因為現時債券市場的發行總量雖然在不斷增大，但是債券市場的成交相較其總量而言仍然不夠活躍。相較於發達國家，債券市場在中國仍然主要是融資功能。未來，隨著利率市場化的不斷推進，我們認為債券市場的定價功能還會不斷深化，優化市場資金配置的功能也會不斷提高。

按債券種類劃分，中國債券市場的主要包括國債、地方政府債、金融債、企業債、公司債、中期票據和短期融資券等。企業債、公司債和短期融資券總類的增加在一定程度上也緩解了近年來企業和公司資金需求的壓力，完善了我國債券市場的品種。

截止 2015 年 10 月底，所有債券總類的餘額達到人民幣 451,802 億元。其中，國債，地方政府債和金融債餘額合共佔債券市場總餘額的 62.4%；企業債，公司債以及短期融資券的餘額合共佔債券市場總餘額的 14.7%。

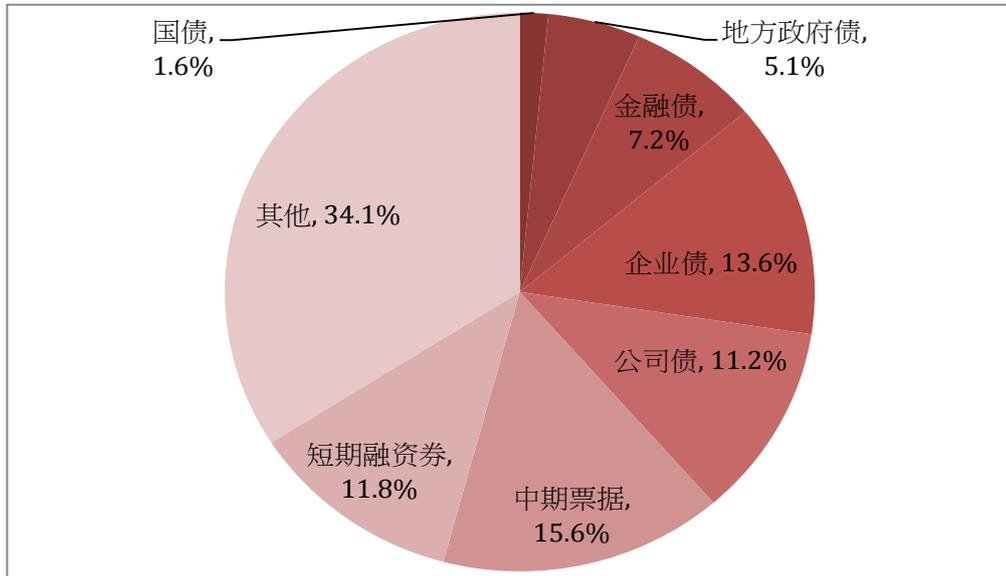
圖 50：主要債券總類餘額佔比



資料來源：萬得資訊

截止 2015 年 10 月底，所有債券的數量達到 17,069 只。國債、地方政府債和金融債的債券數量合共佔總債券數量的 13.9%；企業債，公司債和短期融資券的債券數量合共佔總債券數量的 36.5%。

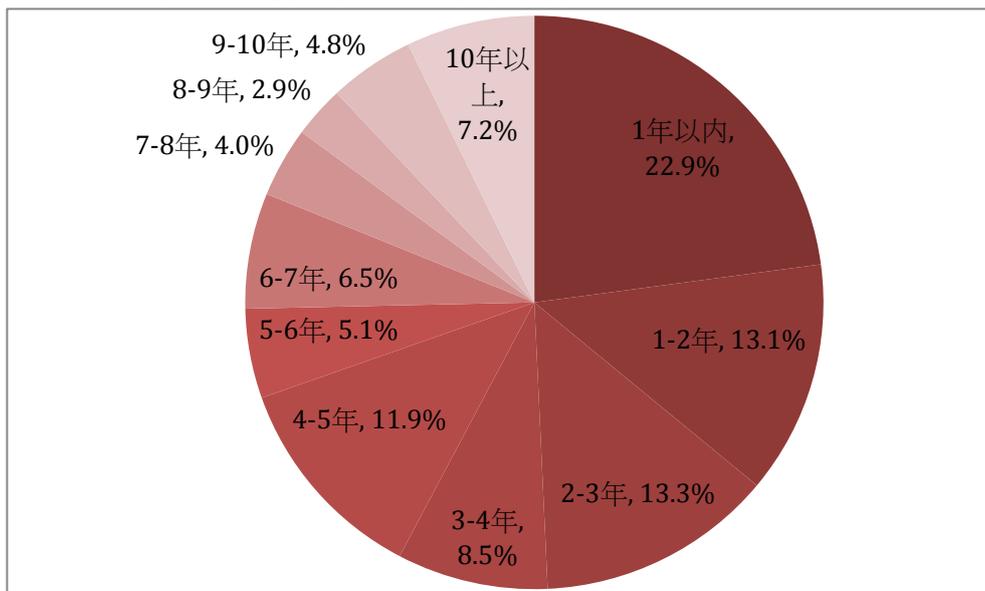
圖 51：主要債券總類債券數量佔比



資料來源：萬得資訊

與發達國家債券市場以長期債券為主相比，中國債券市場種類則以短期債券為主。截止 2015 年 10 月底，剩餘期限 3 年以內的債券餘額佔債券總餘額的 49.3%，其中，剩餘期限 1 年內的債券餘額佔比最高，達到債券總餘額的 22.9%。我們認為，近年來債券市場的發展，尤其是企業債、公司債和短期融資券的發展都使短期債券的佔比不斷加大。

圖 52：2015 年 10 月底債券餘額佔比（按剩餘期限劃分）



資料來源：萬得資訊

2015 年 1-10 月。中國債券總成交量為人民幣 5,477,841 億元，其中銀行間債券交易總額為人民幣 4,483,443 億元，上海證券交易所交易總額為人民幣 926,646 億元，深圳證券交

交易所交易總額為人民幣 67,751 億元，銀行間債券市場、上海交易所和深圳交易所的債券交易額分別佔總債券總成交額的 81.9%、16.9%和 1.2%。同期，銀行間債券交易總額佔現券交易市場交易總額的 97.9%，上海證券交易所和深圳證券交易所的交易總額佔現券交易總額的 2.1%；銀行間債券交易總額佔回購交易總額的 77.5%，上海證券交易所和深圳證券交易所的交易總額合佔回購交易總額的 22.5%。

債券市場不僅僅是一個的融資市場，同時也是人民幣國際貨幣地位提升的重要後盾，尤其是國債市場的發展和穩定。隨著人民幣國際化的推動，我們認為中國債券市場未來將會更加活躍，同時債券市場的開放力度也會增加。2015 年 9 月，央行批復同意了滙豐銀行和中國銀行（香港）在中國銀行間債券市場發行人民幣金融債券，額度分別為人民幣 10 億元與人民幣 100 億元，這是國際性商業銀行首次獲准在境內銀行間債券市場發行人民幣債券。

人民幣國際化的重要前提是人民幣資本項目的自由兌換，人民幣國際化的進程也需要中國境內資本市場和境外資本市場的配合，其中，境內資本市場的深度開放也是促使人民幣成為國際化貨幣的一個不可或缺的原因。未來，伴隨著人民幣雙邊互換、QFII、RQFII 等投資渠道的額度的不斷加大等措施，國內債券市場的潛力將進一步得到釋放。長遠來看，隨著人民幣國際化程度的不斷加深，中國的國債也將隨著人民幣更多的被納入別國的外匯儲備中。我們預測外資對中國 5 年期以上長期國債的需求將會逐步增加。

在人民幣國際化這個大背景下，中國資本市場的開放程度也將逐漸加深，外資券商“走進來”，內資券商“走出去”都將會是未來證券市場發展圍繞的趨勢。毫無疑問，未來股票市場和債券市場的都將持續開放。面對日益嚴峻的市場競爭，我們認為國內券商業務佈局的國際化，金融產品創新能力的提升，緊握人民幣國際化進程中的各種機遇，加深與外資券商和銀行業緊密的關係都將是中國券商不斷發展應該長期堅持的策略。

圖 53：招銀國際覆蓋中國券商概覽--H 股

公司名称	交易代码 (H 股)	最新收市价 (港币/股)	市值 (百万港币)	评级	目标价 (港币/股)	市账率			权益回报率		
						2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
中信证券	6030 HK	18.0	258,268	买入	23.1	1.6	1.2	1.0	12.1	16.5	21.2
海通证券	6837 HK	13.2	195,129	买入	17.2	1.5	1.0	0.9	11.9	14.7	11.4
华泰证券	6886 HK	8.5	162,270	买入	21.6	2.0	1.1	1.0	11.6	14.7	12.8
广发证券	1776 HK	19.8	178,637	持有	17.0	2.4	1.7	1.5	13.5	19.5	13.6
银河证券	6881 HK	7.0	66,761	买入	8.1	1.5	1.0	0.9	13.9	15.6	13.6

資料來源：彭博，招銀國際預測

## 中國房地產板塊 - 優於大市

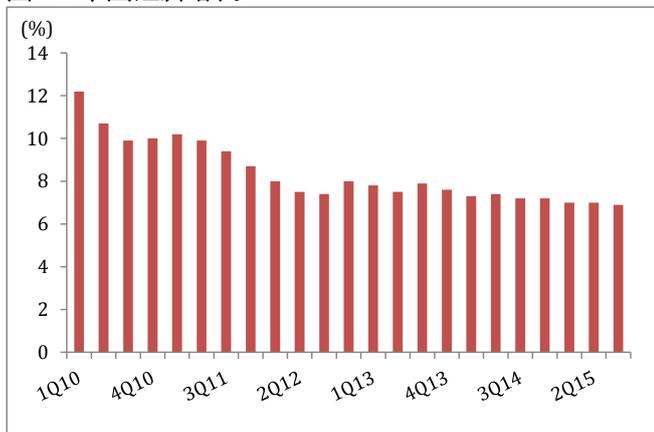
### 房地產市場可以救中國嗎？

#### 中國經濟增長放緩

中國的國家統計局已經將 2014 年中國經濟增長從 7.4% 修訂為 7.3%。同時，中國經濟增長無論是在 2015 年第 1 季和 2015 年第 2 季放緩至 7.0%，而第 2 季為增長 6.9%。我們的經濟師丁文捷預測中國經濟將在 2015 年為 7.0%，而 2016 年增長預測為 6.5%。

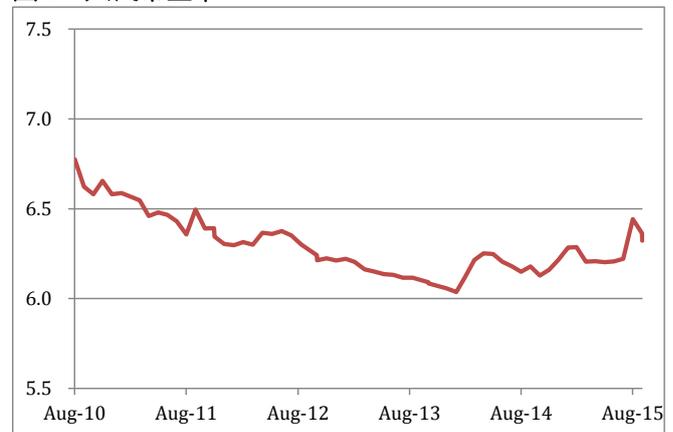
2015 年八月，中國政府將人民幣貶值，以促進出口及刺激經濟增長。在貶值的幾天，市場比較混亂。然而，人民幣匯率趨於穩定，在大約 6.40 的位置有支持。丁文捷預計，人民幣很可能將會隨著美國利率正常化進一步兌美元走軟。她預計，美元/人民幣將進一步走軟至 6.45，在 2015 年年底，並進一步在 2016 年年底跌至 6.7。

圖 54: 中國經濟增長



來源：彭博

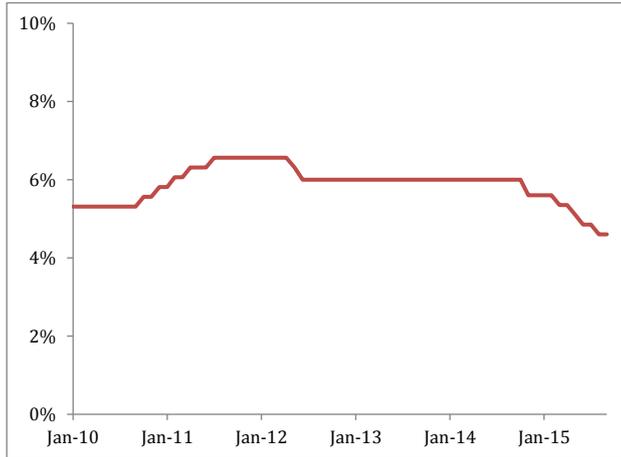
圖 55: 人民幣匯率



來源：彭博

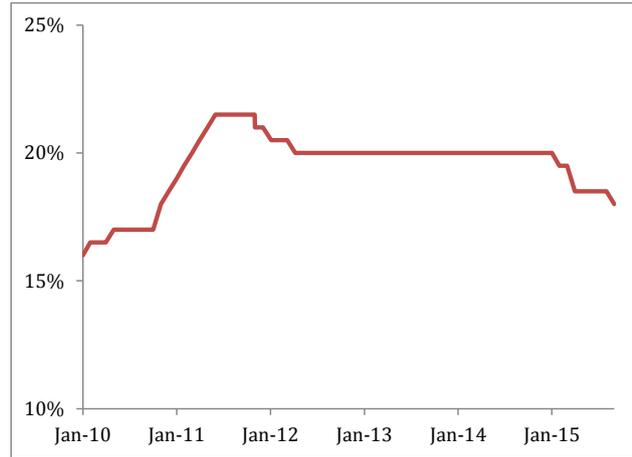
經過三十年的高速增長後，中國經濟預期放緩。然而，中國政府避免了硬著陸。她實現幾個政策來支持經濟增長。近日，中國央行已降息和存款準備金率（RRR），來放寬貨幣供應。丁文捷還預測，由現在至 2016 年利率會有 2 次下調機會，最終一年期存貸款基準利率將下調至 1% 和 3.85%。降准較於降息而言空間更大（當前大銀行存款準備金率為 17.5%），我們預計 2015 年末至 2016 年有 4 次降准，大銀行存款準備金率將降至 15.5%。

圖 56: 中國 1 年期貸款利率



來源：彭博

圖 57: 中國主要銀行存款準備金率

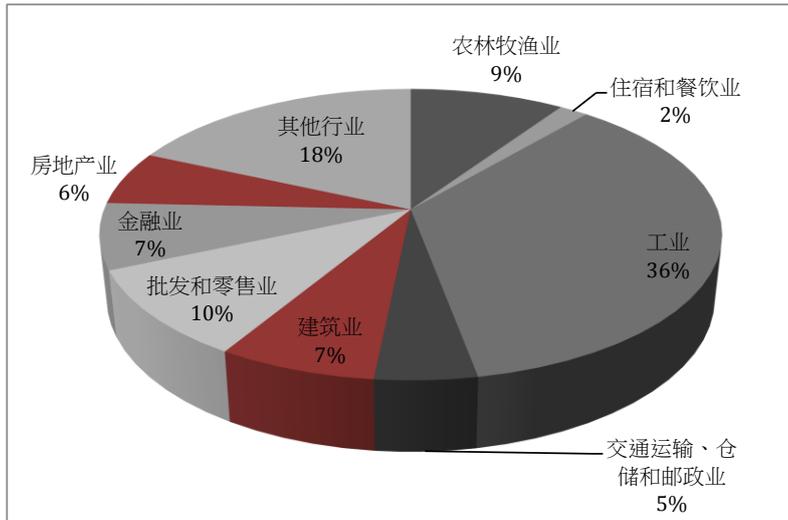


來源：彭博

### 房地產市場在中國經濟中的重要作用

房地產業佔中國 2014 年中國國內生產總值(GDP)約 6.0%。在另一方面，建築業佔 2014 年 GDP 在 7.0%，雖然不是所有的建設活動都涉及到房地產市場，總有部份是在做住房建設工作。此外，一些基本的材料，如水泥和鋼，是用於住宅的建築。因此，我們認為約 10% 以上中國國內生產總值是直接或間接由中國房地產市場貢獻。

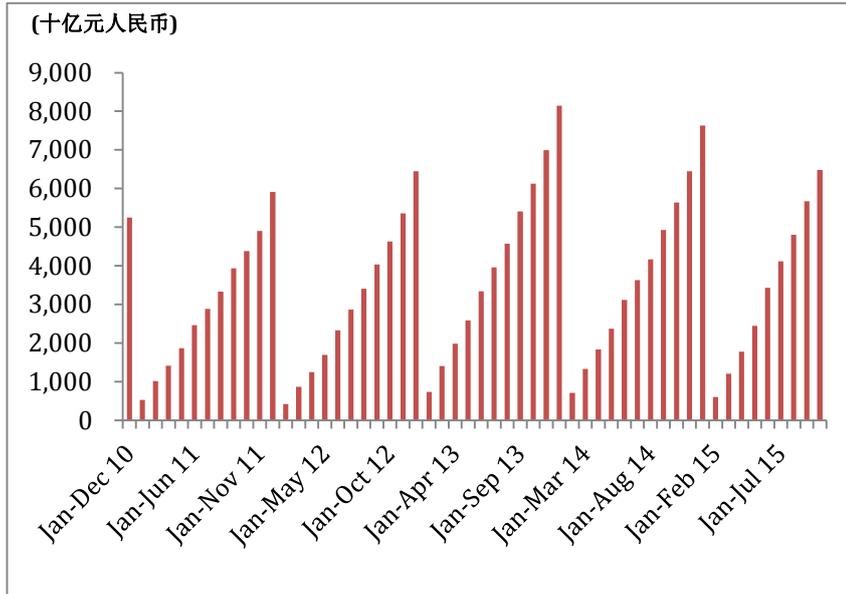
圖 58: 2014 年中國 GDP 以行業分類



來源：國家統計局、招銀國際

由於中國經濟增長放緩，中國政府出臺了一些支持房地產市場的措施，以刺激住房需求。去年在超過 40 個中國城市解除購買限制後，我們發現市場情緒好轉。在幾次降息以及房貸政策放鬆後，房地產銷售進一步提升。在 2015 年首十個月，中國房地產市場的合同銷售金額增加 14.9% 至 64,790 億元。

圖 59: 中國房地產市場合同銷售



來源：國家統計局、招銀國際

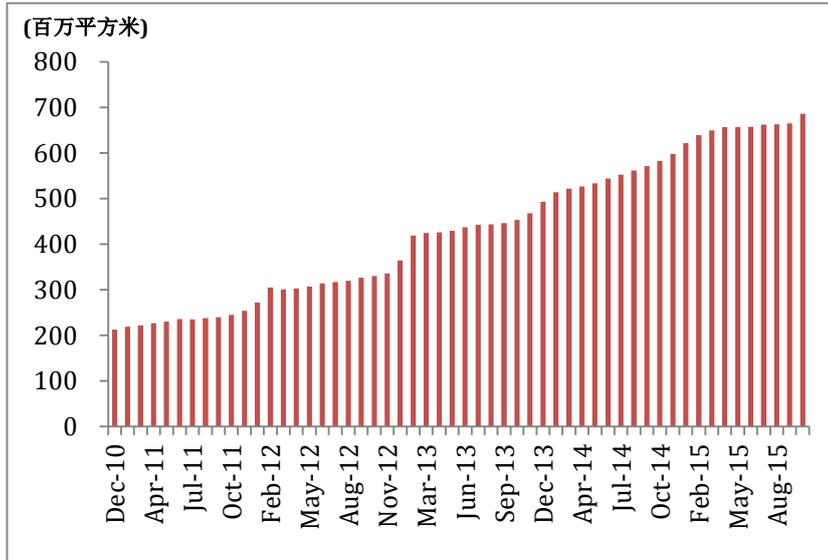
事實上，深圳樓市在 2015 年第 2 季興旺起來，根據中國國家統計局，深圳房地產價格在 2015 年 10 月同比增長 39.9%。除了深圳，我們認為地方政府以及中央政府將繼續支持房地產市場的發展。地方政府需要靠售賣土地來支持財政。中央政府傾向以房地產市場的投資來拉動經濟增長。因此，我們認為中國房地產市場在 2015 年第 4 季將繼續穩定增長。房地產銷售在 2014 年收縮之後，我們預計在 2015 年全年物業合約銷售將超過了 2013 年（即 81,430 億元）的歷史高位，並可再創新記錄。我們預計在 2015 年合約銷售按年增長 16%至 88,500 億元，及料在 2016 年進一步上漲 12%至 99,120 億元。2015 年房地產價格的上漲重要原因在一線城市的樓市銷售創下歷史記錄，我們認為在 2016 年銷售勢頭將轉移到領先的二線城市。

## 謹慎投資

### 去庫存化是非常重要

庫存是開發商的一個巨大的問題。2014 年 12 月在中國已竣工仍未售出的物業增加了 26.1%至 6.22 億平方米。巨大庫存不僅減緩了開發商的利潤增長，而且不利他們的現金流。為了減少庫存，一些開發商願意降價以清存貨。至 2015 年 10 月，庫存同比增長 17.8%至 6.86 億平方米。2015 年 1-10 月的合約銷售面積為 9.49 億平方米，即現有庫存需要 7.2 個月消化，這明顯高於過去幾年前的情況。

圖 60: 中國房地產庫存量

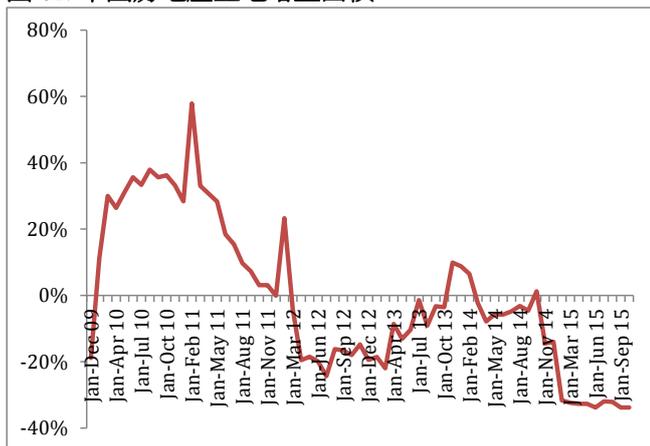


來源：國家統計局

### 土地購置也放緩

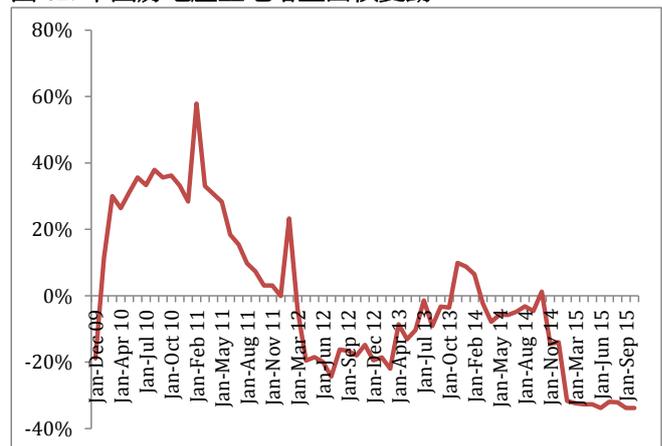
由於充足的庫存量，不少開發商放慢補充土地儲備的步伐。同時，土地招標或拍賣的激烈競爭令到投資的收益下降。這進一步減慢(尤其是在一線城市的)開發商購買土地。許多香港上市的地產開發商補充土地儲備的態度較為保守。在 2015 上半年許多香港上市的開發商只購買一或兩地塊或少於 50 萬平方米的土地儲備。遊戲規則改變了，2015 年 1-10 月中國土地銷售總額同比下降 25.2%至 5,790 億元或土地銷售量按年下降 33.8%至 1.78 億平方米。很多上市開發商表示在 2015 下半年增加土地儲備的念頭，一旦銷售加速和庫存減少，我們相信他們會購買更多的土地。

圖 61: 中國房地產土地增置面積



來源：國家統計局

圖 62: 中國房地產土地增置面積變動



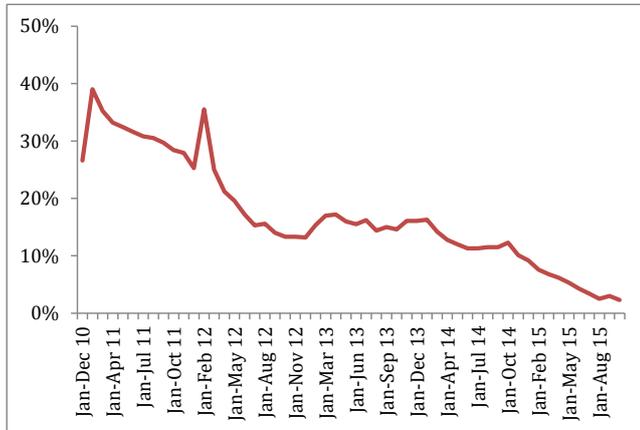
來源：國家統計局

### 建設放緩

持有存貨需要資金，因此開發商放慢了建設工作，使他們的資本可保留下來。在 2015 年 1-10 月，在建物業同比增長僅為 2.3%上升至 70.8 億平方米，在同一時期新開工同比減少了 13.9%至 12.71 億平方米。

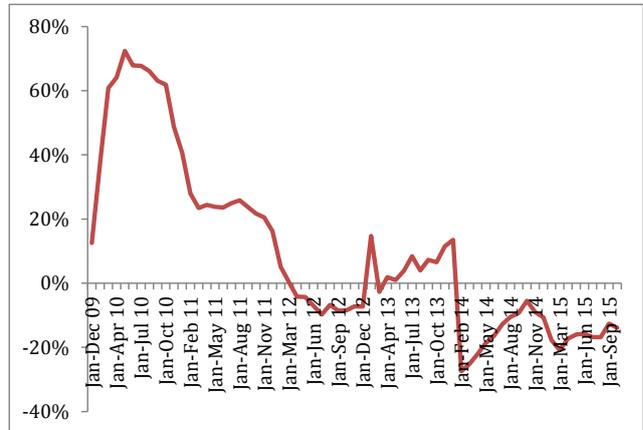
當銷售在未來幾個月內回暖，我們認為庫存問題可以逐步得到解決。然後，施工速度，包括新的動工，將再次加速面對需求。

圖 63: 中國在建工程面積之變動



來源：國家統計局

圖 64: 中國房地產新開工面積之變動

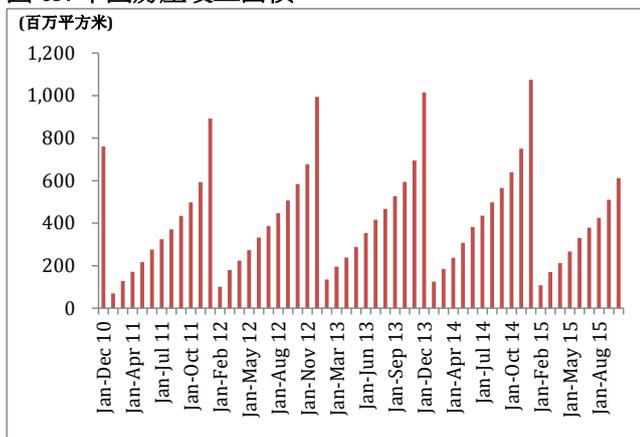


來源：國家統計局

### 房屋竣工面積步伐恢復到正常水平

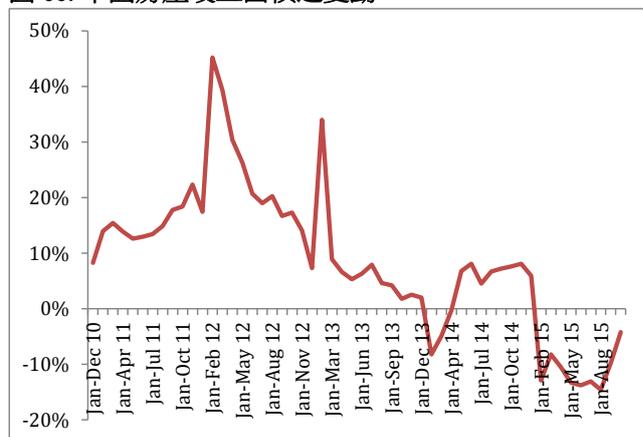
由於新開工面積自 2014 年起開始下降，竣工面積也自 2015 年萎縮。在 2015 年 1-10 月，竣工面積同比下跌 4.2%至 6.12 億平方米。因此供應的減少將有助於市場的穩定和減少庫存。所以中國房地產市場可能會有機會喘息，然後出現復蘇增長。由於放緩的房地產投資，我們預計在 2015 年竣工面積將下滑 13%至 9.35 億平方米，我們也預計在 2016 年竣工面積將小幅下降 4.8%至 8.90 億平方米。

圖 65: 中國房屋竣工面積



來源：國家統計局

圖 66: 中國房屋竣工面積之變動

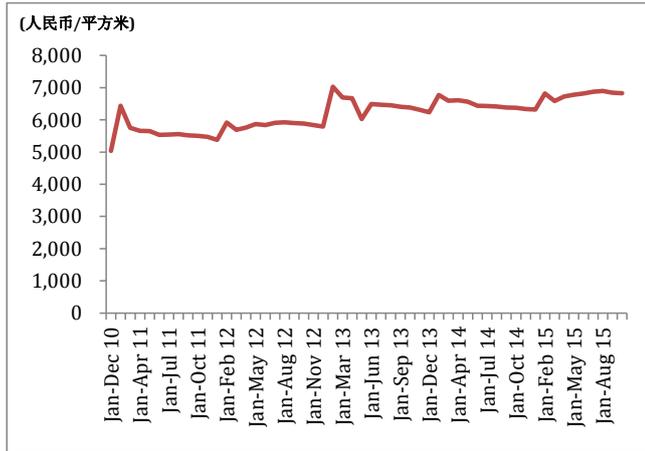


來源：國家統計局

### 物業價格反彈

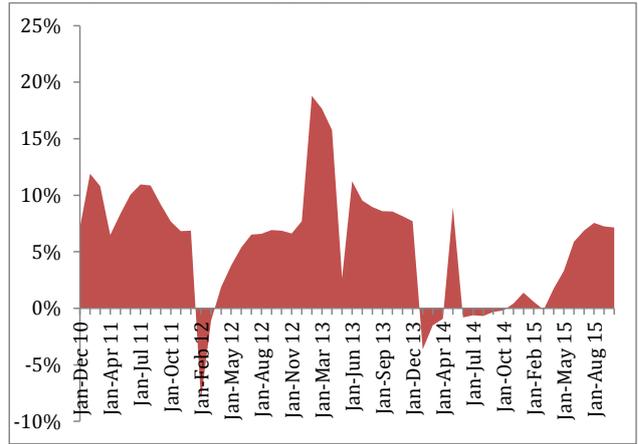
由於房地產市場在一線城市反彈，2015 年 1-10 月的中國物業的合同銷售平均價格上升 7.2%至每平方米 6,827 元。據中國國家統計局，在深圳新建的公寓樓價在 2015 年 10 月上升了 39.9%，為升幅最快的城市。

圖 67: 中國合同銷售均價



來源：國家統計局

圖 68: 中國合同銷售均價之變動

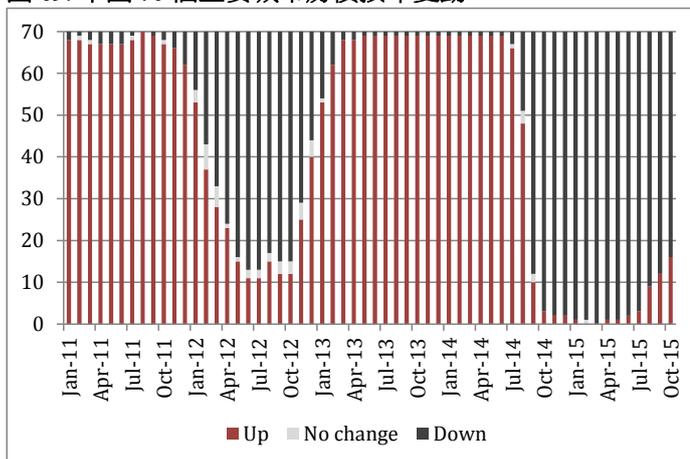


來源：國家統計局

據中國國家統計局的 2015 年 10 月數據，70 個主要大中城市其中的 16 個的房地產價格均報告有同比上漲，與在一個月前的 12 個城市同比錄得上漲的房地產價格相比，似乎市場找到拐點。如果我們觀察到的環比價格變動情況更加明顯，在 2015 年 10 月，70 個主要大中城市其中的 27 個的房地產價格錄取了環比上漲，同年的 1 及 2 月只有 2 個城市的房地產價格環比上漲。

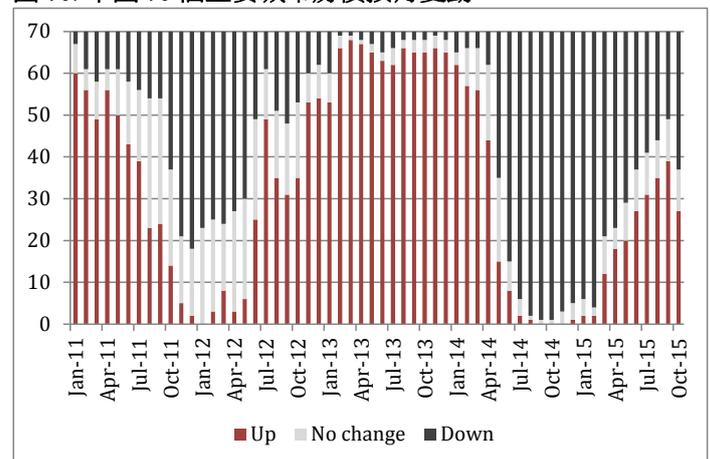
我們認為蓬勃發展的房地產市場在 9 月及 10 月再次發生，所以房地產價格的上升趨勢仍將維持。我們預計合約銷售均價於 2015 年增長 8.8%至每平方米 6,880 元，然後在 2016 年合約銷售均價增長放緩 2.5%至每平方米 7,050 元，放緩的增長是因為更多的銷售由二線城市貢獻所致。

圖 69: 中國 70 個主要城市房價按年變動



來源：國家統計局

圖 70: 中國 70 個主要城市房價按月變動



來源：國家統計局

## 政策更加支持

### 未來一年沒有物業稅

雖然我們在 2015 年認為中國將引入房產稅，我們認為現在推行時間將被推遲。中國需要有一個強大的房地產市場以支持經濟增長。明顯地，中國不會全國地推行物業稅，否則削弱了市場情緒。此外，我們認為推出物業稅不會嚴重地影響到房地產市場。例如，上海已經自 2008 年以來啟動房產稅，上海房地產市場在開徵物業稅之後，沒有遭受太大的打擊。

除了物業稅，也有物業公司開徵以增值稅取代銷售稅的傳聞。首先，中國移動（941 HK）等電信運營商 2014 年中開始以增值稅取代營業稅。國務院還決定在 2015 年年初對不動產和建築行業實施稅制改革，然而我們還沒有聽到開發商關於增值稅取代營業稅的任何消息。因此，我們認為新的稅收改革將不會在 2015 年最後落實，甚至在 2016 年也不會。我們認為土地增值稅會保留，以使開發商的新盤以保守的策略定價。

### 房貸政策放寬

為了刺激需求，中國政府可能會要求銀行放寬按揭政策。我們相信受益者將是只有首次置業和改善戶型的物業買家。換句話說，擁有一個或兩個房子的物業買家料可以受到較少限制的房貸政策優惠，中國政府並不鼓勵物業作投資用途。在 2015 年 9 月，中國人民銀行放寬了對首次置業者在非限購城市的房貸政策，首次購房者只需支付 25% 的房價作為首付，而不是以前的 30%，我們不能排除下降首付比例進一步放寬，特別是在一些領先的二線城市。在北京，繳納社會保障基金的人仕，在償還第一套房的社保基金的貸款後，購買第二套房時只須支付 20% 的房地產價格作為首付。

當首付要求放鬆，我們相信會有更多的人能夠負擔得起購房。與此同時，中國的降息將節省購房者的利息負擔，這些措施將有助於刺激住房需求。

### 國有企業改革

綠地集團（600606 CH）和萬科（2202 HK）在 2014 年的合同銷售額分別為 2,255 億元和 2,151 億元，分別佔全國銷售的 2.96% 和 2.82%。這兩家領先的開發商佔中國市場份額的一小部分。中國的房地產市場是高度分割，部分市場人士估計，在中國有超過 5 萬家房地產開發商。

國有企業在 2015 年有以改革為主題，一些國有企業正在討論並購的計劃，包括中國遠洋（1919 HK）、中國海運發展（1138 HK）和中國中鐵（390 HK）。近日，中國招商局蛇口收購招商地產（000024 CH）。此後，中國招商局蛇口將爭取在深圳證券交易所掛牌上市。與此同時，中國海外在 2015 年 3 月收購其母公司的物業資產。因此，我們認為在房地產行業的巨型國有企業在未來將有一些改革的行動。即使是領先的開發商的市場份額不足 3%，我們認為形成較大的物業公司會鼓勵更多的競爭，這些企業可通過規模經濟和提高效率以節省成本。

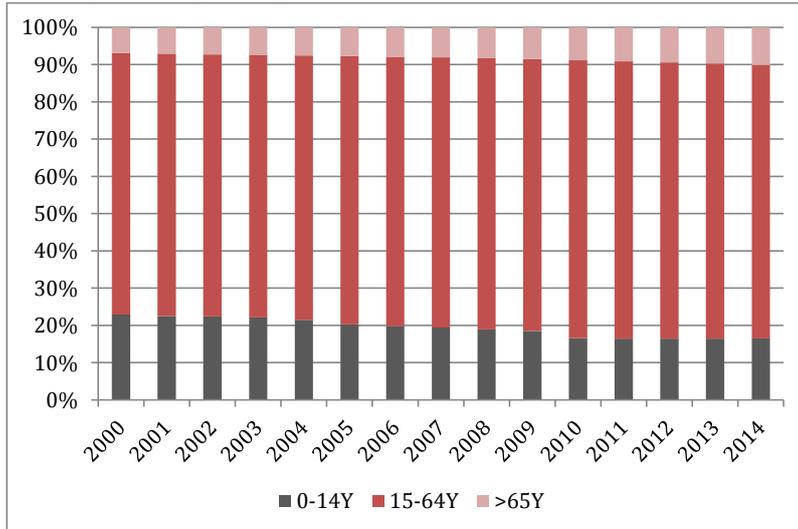
### 放鬆「一孩政策」

中國「一孩政策」已經實施了近 30 年。現在，人口老化問題就變得更加重要。中國人口在 65 歲以上佔 2014 年人口總數的 10.1%，與 2000 年的 7.0% 相比為高。為了改善人口老化的結構，中國政府放鬆一孩政策。

在最新 2015 年 10 月舉行的「五中全會」，中國政府宣佈容許中國的家庭生第二胎。簡單來說，放寬「一孩政策」將鼓勵生育。如果每個人的居住空間保持不變或略有下降，為物業用房的需求將增加。為了也就是說，一個家庭兩個孩子可以或略為下降，房屋的需求將會上升。或換句話說，一個兩孩的家庭可能需要從兩居室公寓的空間升級到了三居室公寓，這將有利於中國房地產市場。

中國 2014 年人口為 13.68 億人，當年的出生率為 1.24%。我們估計 2017 年的出生率將上升四份之一至 1.55%，屆時因「新二孩政策」增加的人口為 424 萬人。假設每人平均空間為 30 平方米，新增加的房屋需求為 1.27 億平方米，約為我們估計 2015 年的銷售面積的 10%。

圖 71: 中國人口年齡分佈



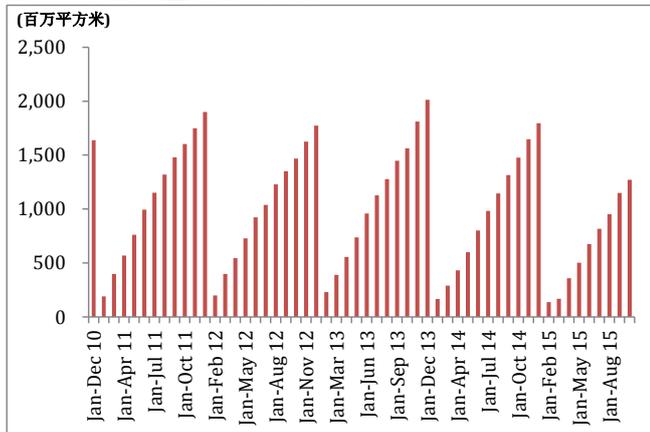
來源：國家統計局、彭博

## 存貨的障礙越來越少

### 新開工面積在收縮可緩解庫存壓力

展望未來，在新開工的減少和加快銷售增長之後，我們預計庫存將逐步降低。存貨總額在 2015 年 10 月為 6.86 億平方米，我們預計庫存至 2015 年末將同比增長 10.0%至 6.84 億平方米。鑒於政府的支持房地產政策和中國經濟穩定增長，我們相信越來越多的房地產銷售將消化存貨的一部分。我們預計在 2016 年 12 月庫存輕微下跌 3.5%至 6.60 億平方米。

圖 72: 中國房屋新開工面積



來源：國家統計局

圖 73: 中國房屋庫存量之變動



來源：國家統計局

## 中央政府正視庫存問題

中國國家主席習近平在 11 月舉行的中央財經領導小組提出要解決房地產庫存的問題，以促進房地產持續發展。雖然中國政府仍未提出解決庫存的方案，但我們估計會從下面的方向著手。

### 1) 戶籍鼓勵購房

過去購房落戶是城市的房屋購買主要力量，鄰近的鄉鎮居民為求取得城市戶口，而部份城市提供購房落戶的政策，便刺激房屋的銷量。部份城市(如廈門)的購房落戶政策在

2015 年底便取消，為瞭解決庫存問題，我們認為購房落戶在二線城市將會延續下去。

## 2) 保障性住房貨幣化

保障性房屋是指中國城鎮住宅中具特殊性的住宅類別，通常是指根據國家政策及法律的規定，由政府統一規劃、統籌，提供予特定的人使用，可以銷售或出租，起社會保障作用的住房。如果未來政府通過購買現有的商品房或向被保障人士提供現金補助，將會是另一解決現有庫存的方法。

## 3) 契稅減免

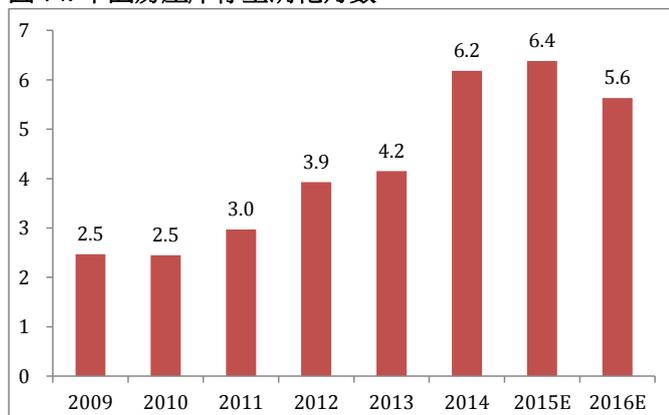
我們估計政府在物業買賣的稅收上會寬減，料可刺激對房屋的需求。

## 庫存消化需要的月數

存貨問題成為房地產開發商在 2014 年和 2015 年的頭痛問題。從 2010 年到 2013 年，房屋庫存需要大約 3-6 個月消化。然而，緩慢的銷售在 2014 年令到消化時間加長。雖然我們發現在 2015 年的銷售速度加快，但充裕的庫存使得市場在 2015 年需要超過 6 個月的消化期。我們預計現有庫存在 2015 年需要 6.4 個月消化，2014 年為 6.2 個月。

因為樓市復蘇將擴展到其他二線城市，我們預計於 2016 年合約銷售面積同比增長 9.3%至 14.06 億平方米。因此，2016 年消化月數預計減少至 5.6 個月，雖然它比 2009-2013 高，但因為低於 6 個月，這是一個好兆頭。

圖 74: 中國房屋庫存量消化月數



來源：國家統計局、招銀國際

\*中國房屋庫存量消化月數= 現有庫存量/年內每月平均合同銷售面積

## 地產股具吸引力

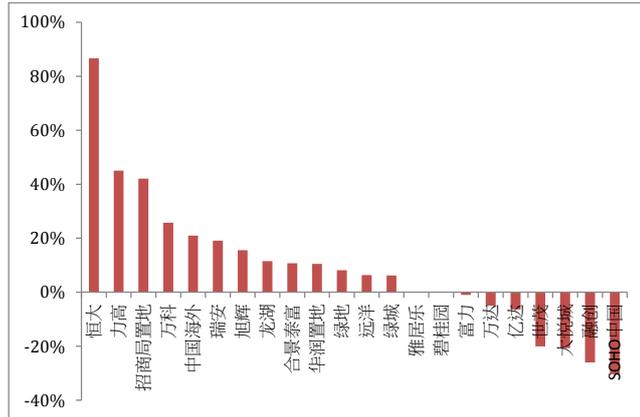
### 在 2015 年股價浮沈

中國地產股表現不一，有些地產股跑贏大市，如恒大地產（3333 HK）和力高（1662 沽售）的股價年初至今大漲 40%以上；而有些則不然，如融創（1918 HK，買入）及 SOHO 中國（股價 410 HK，買入）至今下挫逾 25%。事實上，大多數的中國地產股跟隨大市表現，它們在 2015 上半年股價上升，然後在下半年例退，所以他們的波動性很高。

從 4 月份開始由滬港通引起的港股上升的交易量，香港股市的每日交易額激增至超過 2000 億港元。因此，中資股變得越來越受歡迎。例如，恒大地產的股價由 2014 末 3.14 港元上漲至五月初的 7.90 港元，略為整固後回升至 5.86 港元。

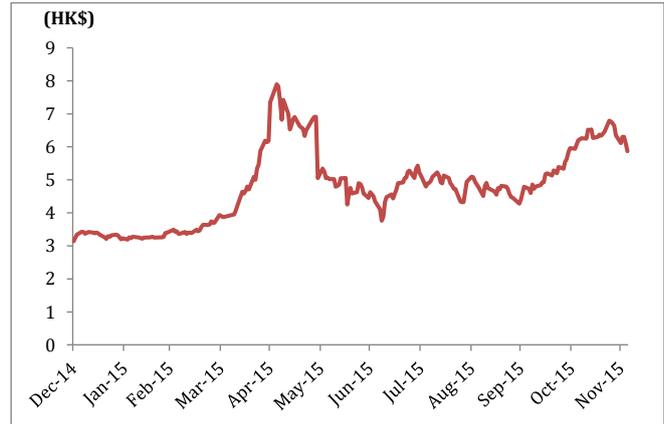
2015年12月7日

圖 75: 中國房地產公司年初至今股價表現



來源：彭博

圖 76: 恒大股價圖



來源：彭博

### 銷售表現不一

不僅股價表現是在 2015 年的多元化，不同地產公司的簽約銷售業績呈兩極化。在 2015 年 1-10 月，一些領先的開發商，如恒大、華潤置地、保利（香港）及萬科合同銷售增長分別為 44.0%、35.8%、28.8%和 17.7%。相比之下，富力同期的合同銷售下跌了 13.7%。其他中型開發商銷售增長比較平穩。我們認為銷售增長的不一是由可售資源、品牌的忠誠度，以及在不同的二線城市物業位置所影響。

由於不同的銷售增長，不同的物業公司對銷售目標的完成都會有不同的步伐。快速完成的公司將有更高的財務靈活性。在另一方面，較慢的運行速度將導致公司有較低的收入可見度和相對高的財務負擔。保利（香港）、華潤置業和恒大地產在 2015 年 1-10 月分別完成 98.1%、92.3%和 85.9%(調高後)的全年銷售目標。與此相反，首創置業、萬達和富力分別只實現 60.0%、65.3%和 71.4%的全年銷售目標。

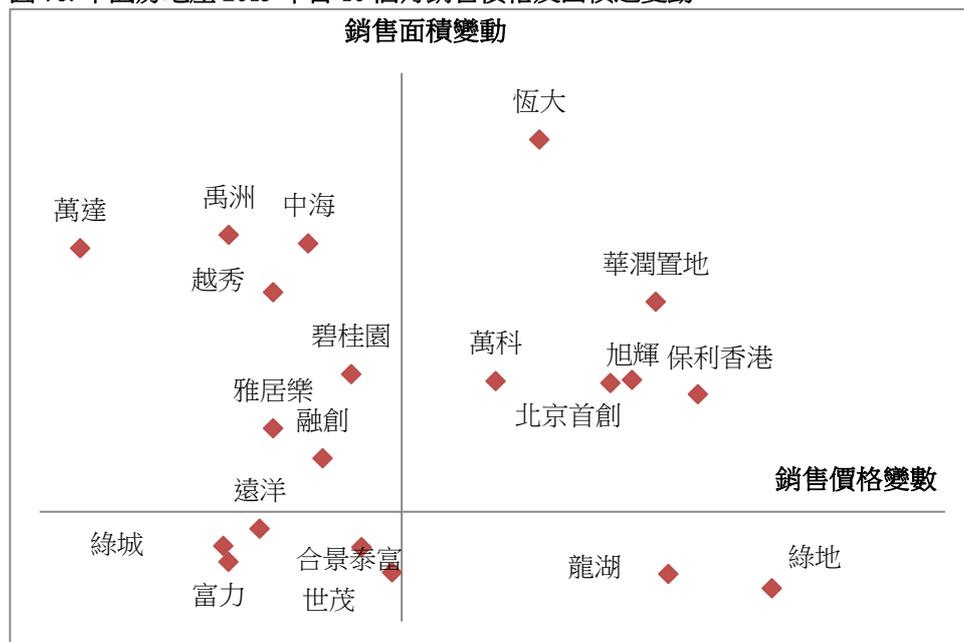
圖 77: 中國房地產 2015 年首 10 個月合同銷售



來源：公司

20 家開發商中的其中 12 家在 1-10 月的銷售均價下跌，當中的 5 家(合景泰富、世茂(813 HK)、富力(2777 HK)、遠洋地產(3377 HK)及綠城(3900 HK))面臨均價及銷售面積雙降；相反，華潤置地(1109 HK)、恒大、保利(119 HK)、萬科(2202 HK)、旭輝(884 HK)及首創置業(2868 HK)受惠於均價及銷售面積的雙升，將有助未來的盈利表現。

圖 78: 中國房地產 2015 年首 10 個月銷售價格及面積之變動



來源：公司

### 去庫存的速度也不同

像銷售進度，開發商的去庫存表現也兩極化，一些公司減少庫存快，但其他公司積累庫存。恒大持有待售的物業從 2014 年 12 月的 357 億元增加至在 2015 年 6 月的 480 億元，換句話說，存貨在 2015 上半年增加約 123 億元，約相等於公司 2015 上半年營業額的 15.8%。

### 發行國內債券

中國證監會最近重新開放國內的債券發行，許多中國房地產公司都急於發行公司債券以準備未來擴張。大多數的房地產公司有興趣發行 5 年期限的票據。一般來說，開發一個房地產項目為期 3 - 5 年。因此，5 年的期限票據將迎合房地產項目開發的資金需求。同時，國內債券的利率比境外高收益債券低。因此，房地產公司傾向於在國內發行債券。由於大多數開發商的收入是人民幣，發行在岸債券，可避免外匯風險。

### 增加負債

房地產行業是一個資金密集型行業，投資於房地產市場需要有龐大的資金。除了內部資金，銀行貸款或第三方融資是開發商的重要資金來源。在 2014 年，房地產在中國的銷售都不景氣。因此，銷售不景氣影響了開發商的現金流。雖然在 2015 上半年銷售加速，一些開發商的債務負擔卻變得更高。

截至 2015 年 6 月，最高的債務負擔的公司分別綠地香港（337 HK）、首創置業和億達（3639 HK），淨負債率分別為 193%、155%和 155%。債務負擔最輕的公司是中國海外、萬科和中渝置地（1224 HK），淨負債比率分別為 13.4%、15.8%和 21.2%。與此同時，中國海外的淨負債比率按年縮小了 23 個百分點或較半年前減少了 18 個百分點。除了強勁的銷售增長和較高的回款率外，中國海外受惠於對母公司資產收購後的股本擴張。而另一方面，北京首創置業因為庫存及借款的增加，淨負債比率同比擴大了 103 個百分點或較半年前增加 96 個百分點。

整體而言，我們認為絕大多數的中國房地產開發商負債偏高。超過一半的淨負債比率超過 70%，其中 5 家公司的淨負債比率高於 100%。今後，這些高負債開發商需要去杠杆化。然而，去杠杆並不容易。例如，除了在 2011 年，富力的淨負債比率由 2007 年以來均高於 100%。

### 邊際利潤受壓

從 2014 年起中國房地產公司毛利率已經縮小，我們看到毛利率在 2015 上半年繼續受壓。在 2015 上半年，毛利率平均同比下降 2.11 百分點至 29.1%。我們認為由於競爭激烈而割價銷售和土地拍賣抬高地價而令毛利率受壓。基於上升的建造和土地成本，我們預計毛利率將在未來會進一步退至 25% 的邊緣。

SOHO 中國 (410 HK) 確認的毛利率在眾多開發商之中最高，因為 SOHO 中國的主要項目在一線城市及租金收入在 2015 上半年增加貢獻，同時，其開發業務縮減及在 2015 上半年只錄得 3.93 億元收入，所以其毛利率從 2014 上半年的 50.3% 增加至 2015 上半年的 75.1%。萬達享有第二大的毛利率，在 2015 上半年的毛利率為 44.3%，而去年同期為 44.9%，萬達是中國領先的業主，2015 上半年總可出租面積達 1,206 萬平方米，於 2015 上半年，萬達從租金收入和物業管理收入共佔公司總收入的 20.5%，而租金收入和物業管理的毛利率為 74.3%。

錄得最少的毛利率為融創，在 2015 上半年的毛利率只有 11.1%。此外，由於在無錫和蘇州的幾個項目公允價值重新計量後有較低的利潤率，融創的毛利率在 2015 上半年被減少 11.3 個百分點。

### 投資以龍頭股為首選

在中國政府扶持的政策下，過多的庫存有機會減少，可減輕中國房地產公司的財政壓力；此外，房屋銷售也有機會持續改善，對房價可帶來支持。因為我們對 2016 年的中國房地產市場持正面態度，所以我們認為整體的內房股價值吸引。

不過考慮房地產市場仍是碎弱，我們比較偏好國內的龍頭房地產公司，例如華潤置地、中國海外及萬科，雖然我們仍未覆蓋萬科，但仍認為其投資價值甚高。其中我們以華潤置地為首選股份。

### 華潤置地(1109 HK)

受益於熱烈的深圳房地產市場，華潤置地的合同銷售於 2015 年 1-10 月增加 35.8% 至 720 億元，為未來盈利增長帶來基礎；另外，多個萬象城開始營運，成為租金增長的動力，公司出租物業的面積料至 2015 年末增至 500 萬平方米，至 2017 年末更進一步增至 800 萬平方米，華潤置地的租金收益於 2015 年 1-10 月增加 19.3% 至 52.6 億港元。我們給予華潤置地目標價為 26.4 港元，較資產淨值折讓 30%。

### 中國海外(688 HK)

中國海外分拆中海物業(2669 HK)後，中海物業股價節節上升，顯示出「中國海外」在房地產市場的品牌優勢。中國海外已公佈 2015 年 1-9 月的三季度業績，營業額及經營溢利分別增加 17.8% 至 794 億港元及 16.7% 至 272 億港元。合同銷售方面，2015 年 1-10 月增加 18.0% 至 1,370 億港元，完成 1,800 億港元的調整後目標的 76.5%。中國海外財政穩健，截至 2015 年 9 月底，手持現金 780 億港元，淨負債比率只為 15.6%，為行業領先水平。我

們認為中國海外目標價可以 10%的每股資產淨值溢價來計算，我們將目標價維持為 29.8 港元。

### 萬科 (2202 HK)

萬科於 2015 年 1-10 月的合同銷售金額增加 17.7%至 2,014 億元，佔中國同期房屋銷售金額 64,790 億元的 3.1%。萬科在 2015 年 1-9 月拿下 50 個項目，應佔權益的建築面積為 788 萬平方米，平均土地成本每平方米 3,731 元，公司於 10 月份更購入 19 個新項目，分別在深圳、南寧、杭州、南京、寧波、上海、大連、北京、瀋陽、唐山、濟南、成都及鄭州等主要的一線及二線城市。此外，公司除了積極發展傳統的房地產業務外，並開拓消費地產、產業地產，並在地產延伸業務積極步署，推動業務轉型。在 2015 年，萬科在貴陽、武漢、上海、瀋陽、長沙、成都及杭州購入 7 個物流地產項目。

圖 79: 招銀國際中國房地產覆蓋公司

公司	代碼	收市價 (港元)	市值 (百萬港元)	評級	目標價 (港元)	市盈率			折讓	每股資產 (港元)
						14A	15E	16E		
中國海外	688	27.55	271,659	買入	29.8	8.1	7.6	7.8	-1.7%	27.09
華潤置地	1109	22.6	156,639	買入	26.4	9.0	10.6	10.2	40.1%	37.72
世茂	813	13.86	48,130	買入	16.79	4.8	4.3	3.7	42.2%	23.98
碧桂園	2007	3.1	70,023	買入	4.31	4.8	5.3	4.9	49.7%	6.16
雅居樂	3383	4.42	17,313	買入	5.34	3.0	3.7	2.9	75.2%	17.81
合景泰富	1813	5.88	17,619	買入	8.41	4.3	4.5	3.3	58.0%	14.01
龍湖	960	11.14	64,919	買入	14.16	6.0	6.0	6.1	52.8%	23.61
融創	1918	5.84	19,851	買入	7.26	5.0	6.5	3.5	67.8%	18.14
億達	3639	2.63	6,796	持有	2.73	N.A.	5.3	3.7	71.1%	9.09
SOHO中國	410	3.4	17,678	買入	7.45	3.6	12.4	11.9	72.6%	12.41
力高	1622	5.41	8,656	賣出	3.26	20.1	17.2	11.9	0.4%	5.43
平均						6.9	7.6	6.4	48.0%	

來源：彭博、招銀國際

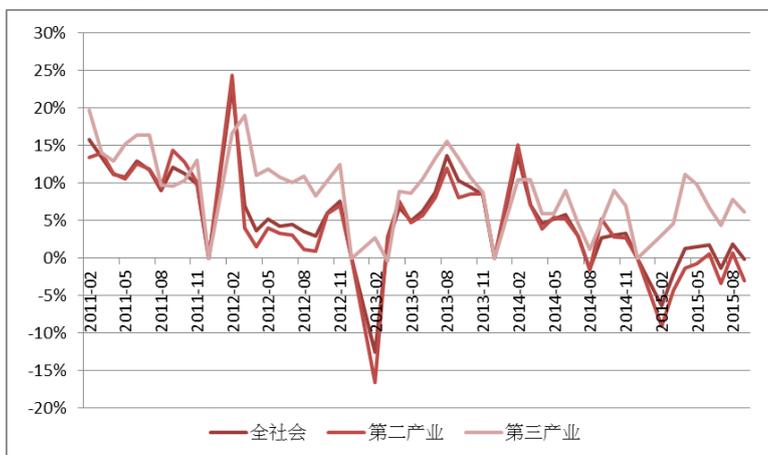
## 中國新能源板塊 - 優於大市

### 能源結構調整正當時

中國電力供應和消費將面臨調整。

回顧 2015 年，中國用電量增長呈現了明顯放緩的趨勢，全社會用電量增長從過往的高速增長，降速至低單位數增長。用電量增長既伴隨著中國經濟增長放緩，同時也體現了政府主導的產業結構轉型開始顯現。商業、服務業等消費相關的第三產業用電量增速明顯較快，與此同時，第二產業淘汰及清理過剩及落後產能效果也使第二產業用電量開始出現負增長。電力需求結構出現較為明顯的變化，由於第三產業用電量遠小於第二產業，我們預計在中國結構性調整的大背景下，用電量增速將會維持較低的增長速度。

圖 80：中國用電量增長同比明顯放緩



資料來源：能源局，萬得資訊

面對日益嚴峻的環境和氣候問題的挑戰，中國政府也開始展開積極的能源結構策略調整以將經濟引導至節能和低碳方向，並設置了頗有雄心的目標。根據初步的十三五規劃內容，預期到 2020 年，非化石能源佔一次性能源消費比重提升至 15%，天然氣比重提升至 10% 以上，煤炭消費比重控制在 62% 以內，二氧化碳排放量在 2030 年左右達到峰值。為實現這些目標，中國電力的調度模式從以往的平均調度模式逐漸轉移到了節能調度模式，為風電、太陽能等可再生能源並網提供了有利的發展機會。發電調度的優先級將按照以下優先級排序：首先是無調節能力的風能、太陽能、海洋能、水能等可再生能源發電機組；其次是有調節能力的水能、生物質能、地熱能等可再生能源；最後是核電和其它化石能源發電機組。

隨著風電、太陽能的發展速度日益加快，傳統的火力發電將面臨更為激烈的競爭。競爭不僅來自於可再生能源，也將來自於日益開放的電力銷售市場。根據國務院《能源發展戰略行動計劃（2014-2020 年）》，十三五期間國家將進一步推進電力市場化改革，其中上網電價和銷售電價由市場形成，輸配電價由政府定價。電力銷售由電網壟斷的格局將會發生變化，政府主導的“放開兩頭，管住中間”的市場化方向將使傳統火電企業直面更加激烈的售電端競爭的格局。“煤電聯動”和上網電價下調將為傳統電力企業利潤帶來壓力。

## 風電行業 - 將迎來平價上網時代

風電是我國發展低碳經濟的能源核心之一，歷經多年的高速增長，目前已頗具規模。2014 年中國風電並網裝機規模達 96GW，佔全國發電裝機容量的 7% 以及全球風電裝機的 27%。上網電量佔全國全部發電量的 2.8%。預計 2015 年風電全年新增裝機規模將達 26GW，累計裝機規模將達到 122GW。有鑒於風電漸成氣候的裝機規模以及風電項目較高的投資回報率，發改委有意調降新建風電項目的上網電價，以圖在 2020 年達到風電平價上網。上網電價將在 2016-2020 年期間，每年以 2-3 分的幅度進行下調。到 2020 年，I 類資源區的標杆上網電價或將降至人民幣 0.38 元，調整幅度較目前低 22%，與目前火電上網電價水平相當。

圖 81：風電上網電價下調方案（討論稿）

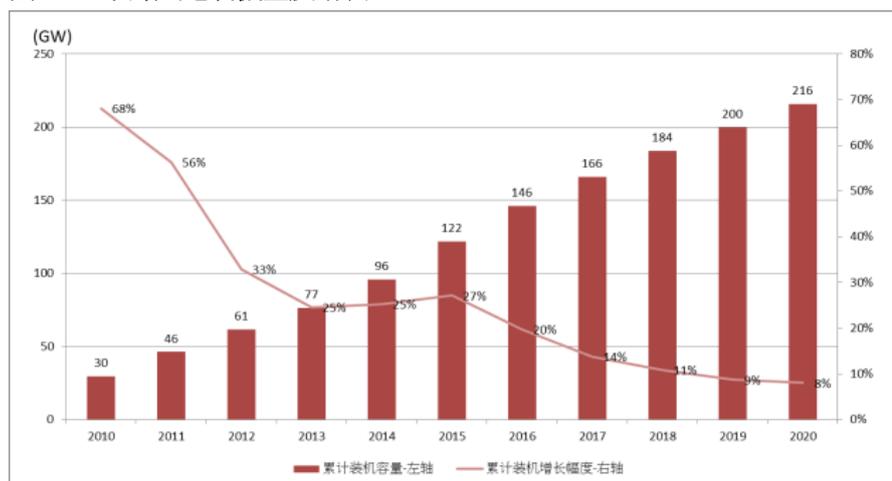
(人民幣, 元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020較2015降幅
風電							
一類地區	0.49	0.47	0.45	0.43	0.41	0.38	-22%
二類地區	0.52	0.49	0.47	0.45	0.43	0.40	-23%
三類地區	0.56	0.54	0.52	0.50	0.48	0.45	-20%
四類地區	0.61	0.59	0.58	0.57	0.56	0.52	-15%
近海項目				0.85			N/A
潮間帶項目				0.75			N/A

資料來源：發改委

## 風電投資或在搶裝後減速

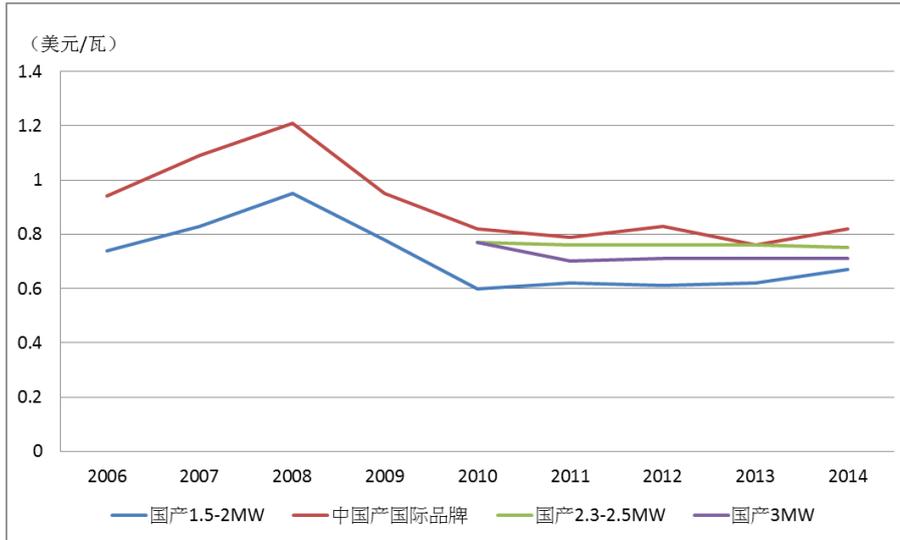
目前風電項目成本主要來自於項目前期的風機設備。根據風機設備的成本曲線，我們預計未來風機設備成本繼續快速下降的機會不大。對於風電運營商來說，這將意味著需要在未來的幾年裡大幅提升風場的運營及發電效率，才可保證新增項目的投資回報率。在沒有實現技術突破的情況下，我們認為未來新建風電項目的投資回報率會逐年降低。因此，我們預期 2016 年，風電運營商仍然會搶裝已核准的項目儲備以鎖定上網電價，但在隨後的年份，風電發展或將逐步放緩，對於陸上風電設備商和風場運營商來說，營收增長也勢將放緩。

圖 82：累計風電裝機量及增長



資料來源：水電總院、中電聯、國家能源局、招銀國際預測

圖 83：風機設備成本曲線保持穩定



資料來源：水電水利規劃設計總院

### 限電問題仍將持續

風電搶裝和電網外輸容量的不匹配導致了越發嚴重的風電消納問題。2014 年全國平均棄風率為 8%，到 2015 年上半年，全國平均棄風率則攀升到 15.2%，預計 2015 年全年棄風率會進一步上升。2016 年項目搶裝仍然會持續，風機運營商已將發展重點轉向電網消納更好以及上網電價降幅較小的 IV 類地區。儘管國家已經上馬了幾條特高壓線路以解決電力消納問題，這些線路要待 2017 年才能投運。在經濟轉型及用電量需求疲弱的環境下，我們預期 2016 年棄風限電問題仍將持續。

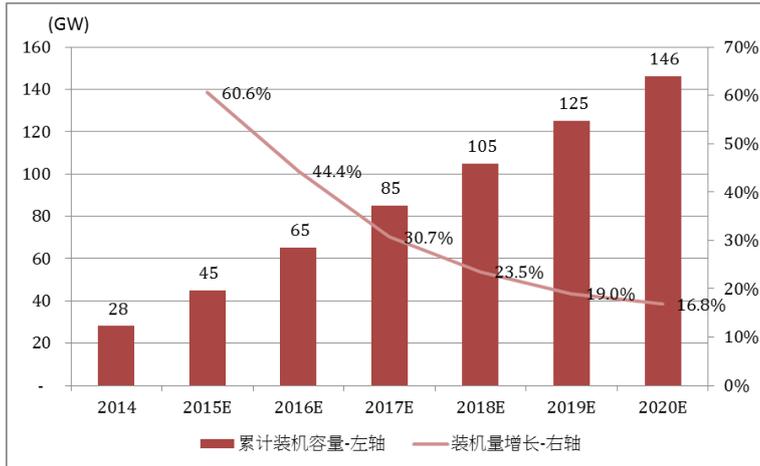
### 近海風電成就未來發展

儘管風電發展勢將放緩，同時還面臨著棄風限電問題，我們堅持認為風電仍然是中國政府解決環境問題和發展低碳經濟的核心能源形式之一。在陸上風電已具規模後，近海風場將成為新的風電發展目標。海上風電建設安裝成本較高，對風機設備也有很高要求，其優點是風資源穩定且豐富，同時距離用電側較近，不受限電影響。根據發改委政策指引，海上風電補貼仍然維持在以往水平。部分具備實力的風電運營商已經開始將項目重心向近海風電項目遷移。風電版塊中海上風電的發展態勢值得關注。

### 太陽能光伏行業 - 冉冉升起/後起之秀

作為國家可再生能源的另外一個重要的分支，太陽能光伏行業經歷了產能過剩，以及歐美雙反等困難，在持續幾年的行業低谷以後，自 2014 年開始復蘇。在國家積極發展可再生能源政策的指引下，光伏產業鏈下游的光伏電站市場獲得了迅猛的發展，逐漸消化了國內過剩產能。2014 年，全國新增光伏裝機容量 10.6GW，我們預計 2015 年在光伏行業蓬勃發展的態勢下，新增裝機容量將達 17GW，累計裝機容量較 2014 年增長 60.6%。十三五規劃預計會將光伏裝機量目標上調，到 2020 年將實現光伏並網裝機容量 150GW，2015-2020 年年均複合增長率超過 26%。

圖 84：光伏裝機及累計上網容量



資料來源：能源局、招銀國際預測

### 2020 年光伏上網電價貼近電網銷售電價

與風電行業相同，太陽能光伏行業同樣面臨上網電價下調。隨著光伏投資成本快速下降，發改委也提出了具體而明確的光伏上網標杆電價逐年下調計劃，到 2020 年，I 類資源區光伏上網標杆電價將從目前的 0.9 元/千瓦時，下調至 0.72 元/千瓦時，貼近目前電網銷售電價。

與風電行業不同的是，太陽能光伏行業的投資成本及回報仍然具備較大的改善空間，上網電價下調以後依然能保持相對穩定的投資回報率。光伏電站的投資成本多年間取得快速下滑，每瓦投資成本自 2007 年的 60 元人民幣已降至 2014 年低於 8 元/瓦，預計 2015 年的光伏投資能降至 7.12 元/瓦。隨著上游晶矽行業和組件的技術革新與產量提升，我們認為除光伏投資成本將繼續下降以外，光伏電池的轉換效率也有望繼續得以提升。美國能源部國家可再生能源實驗室數據顯示，高效多晶矽技術光電轉換率已從 2010 年的 16% 上升到 2015 年的 20%。

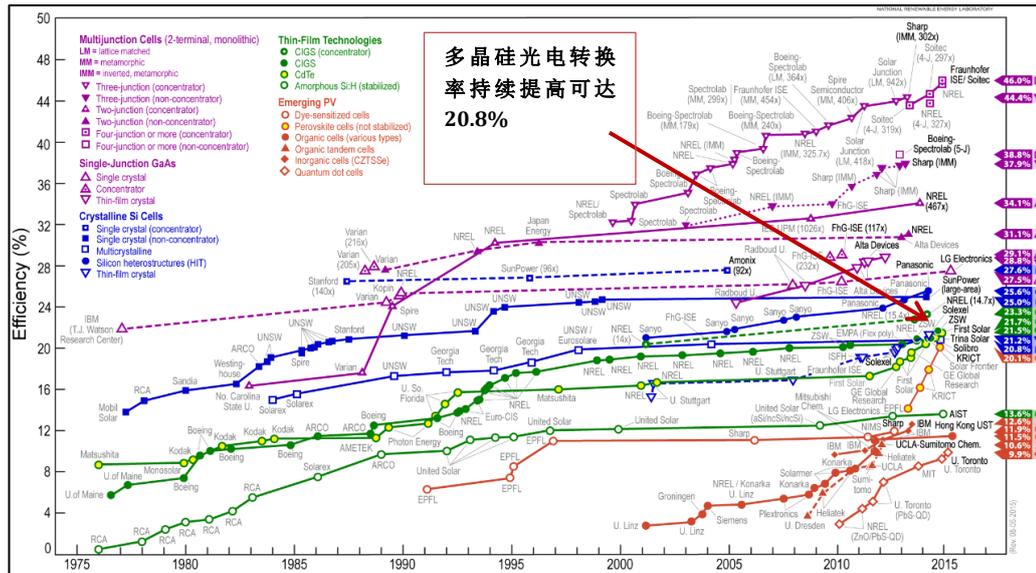
圖 85：光伏電站上網電價下調方案（討論稿）

(人民币，元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020较2015降幅
太阳能光伏							
一类地区	0.90	0.85	0.82	0.79	0.76	0.72	-20%
二类地区	0.95	0.92	0.89	0.86	0.83	0.80	-16%
三类地区	1.00	0.98	0.96	0.94	0.92	0.90	-10%

資料來源：發改委

2015 年 12 月 7 日

圖 86：太陽能材料最優光電轉換率



資料來源：美國能源部國家可再生能源實驗室 (NREL)

### 限電問題同樣嚴重

中國風光資源較豐富的地區集中於華北、西北，可再生能源項目也比較密集的佈局在這些區域。由於風光資源富集地區並不具備電力消納條件，並且大部分電力外送通道要到 2017 年以後才能建成投運，風電所經歷的限電問題同樣發生在光伏電站。2015 年前九個月全國棄光率 10%，其中甘肅省棄光率達 28%，新疆省棄光率達 20%。隨著更多的光伏電站在 2015 年下半年投運，我們預計棄光問題會變得愈發嚴重。

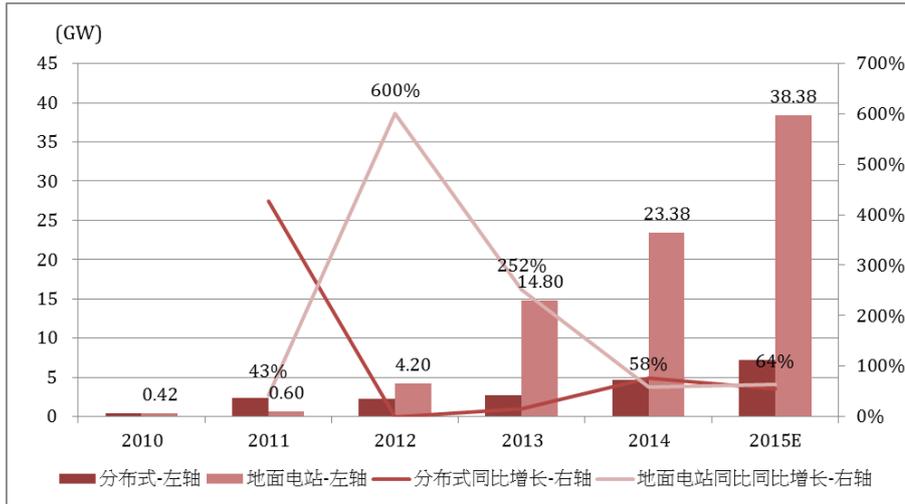
### 補貼問題可獲改善

可再生能源補貼回款週期較長，一直是光伏電站發展所面臨的主要問題之一。我們認為十三五規劃中發改委對可再生能源上網電價的下調將對太陽能光伏行業產生積極效應。首先，風電發展規模的放緩將為太陽能光伏騰出補貼空間。其次，新增光伏發電本身補貼規模的縮減也將對可再生能源補貼資金緊缺的局面有所緩解。再次，從近期電價調整到十三五規劃等政策中，我們逐漸體會新能源發展重心從風電偏向太陽能，優先補貼風電的現狀或將發生改變。我們期待國家未來推出更加積極補貼機制，如上調可再生能源電價附加以及開展碳交易以促進光伏行業健康發展。

### 分布式光伏發展尚需時

分布式光伏一直是國家鼓勵和促進的太陽能應用重點，但我們注意到下游企業發展重心仍然集中於大型地面電站，主要是因為大型電站的規模效應、並網運行、可再生能源補貼及稅務優惠政策比較清晰和健全。而分布式光伏依然面臨著並網和補貼機制仍待理順等問題，同時，除了較為大型的工業自發自用和農光互補項目以外，分布式光伏應用市場仍需培育成熟。因此，我們認為分布式光伏的發展尚需時日，2016 年我們更看好大型地面電站的發展。

圖 87：地面電站發展增速高於分布式電站



資料來源：能源局、招銀國際預測

青睞光伏行業上游和開發成本領先的下游

上游的多晶硅生產商經歷了嚴重的產能過剩，通過淘汰落後產能以及兼併整合以後，行業集中度明顯提高。生產工藝持續改進革新使得中國的多晶硅生產商在成本上具備優勢，使他們能夠保持甚至擴大利潤回報。商務部和海關總署 2014 年的“58 號文”封堵了美國以加工貿易方式向中國出口多晶硅，有利於上游生產商。

光伏中游的組件及設備生產商則仍然面臨著較大的競爭。目前中國光伏組件生產商的產能佔全球 80%，產能過剩的局面隨著國內市場裝機量上升有所緩解，但競爭仍然激烈。海外市場則面對著美國“雙反”制裁的不確定性，中國光伏產品在美國市場的銷售受到影響。

下游光伏電站方面，清晰明確的國家政策扶持，為光伏電站的發展提供了良好的基礎，理順了項目申請-並網-補貼的整個鏈條。此外，人民銀行年內多次降准降息，寬鬆的貨幣環境也降低了光伏電站運營商的融資成本。儘管短期內光伏電站運營商仍將受到限電和補貼延遲發放等問題的困擾，我們仍然認為下游光伏電站前景可期。我們更加青睞項目儲備豐富以及項目開發成本較低的光伏電站運營商。

圖 88：港股上市風電相關股份

	代號	1H15 風電		收市價 (港元)	市值 (百萬港元)	交易量 (百萬港元)	淨財務 杠桿率	市盈率		Beta
		裝機容量 (GW)						FY15E	FY16E	
<b>風電運營商</b>										
龍源電力	916 HK	14.56	6.51	52,317	126.5	165.97	11.69	10.04	1.08	
華能新能源	958 HK	8.42	2.42	23,542	68.1	234.32	10.61	8.50	0.97	
大唐新能源	1798 HK	6.22	0.91	6,619	1.8	285.97	16.70	11.56	1.04	
華電福新	816 HK	5.00	2.27	19,086	52.9	291.97	7.27	5.75	1.33	
新天綠色能源	956 HK	1.70	1.27	4,718	5.9	88.48	9.36	7.60	0.98	
<b>風機設備製造商</b>										
金風科技	2208 HK	N/A	13.44	53,258	78.3	48.42	10.37	10.37	0.90	
中國高速傳動	658 HK	N/A	6.51	10,646	69.8	95.98	9.13	9.13	1.19	

資料來源：彭博、招銀國際

圖 89：港股上市太陽能光伏相關股份

	代号	收市价	市值	交易量	净财务	市盈率			备注
		(港元)	(百万港元)	(百万港元)	杠杆率	FY15E	FY16E	Beta	
<b>上游</b>									
保利协鑫	3800 HK	1.46	22,615	135.6	213.8	10.90	7.81	1.22	多晶硅
卡姆丹克	712 HK	0.66	919	2.5	31.4	N/A	12.98	1.25	单晶硅
<b>中下游</b>									
兴业太阳能	750 HK	5.59	3,885	33.8	58.5	5.23	4.50	1.30	玻璃幕墙，光伏电站EPC
顺风清洁能源	1165 HK	2.28	8,868	49.5	146.4	4.71	5.88	1.18	硅片，组件，光伏电站
信义光能	968 HK	3.34	22,541	78.0	33.3	8.56	12.23	0.94	光伏玻璃，光伏电站
<b>下游</b>									
北控清洁能源	1250 HK	0.62	10,979	13.3	净现金	N/A	N/A	1.51	光伏电站投资和运营
协鑫新能源	451 HK	0.50	6,936	7.9	252.1	19.23	6.41	0.77	光伏电站投资和运营
协和新能源	182 HK	0.50	4,428	15.9	20.4	8.84	6.43	0.97	光伏电站投资和运营
联合光伏	686 HK	0.85	4,030	11.3	180.3	6.75	6.54	1.59	光伏电站投资和运营

資料來源：彭博，招銀國際

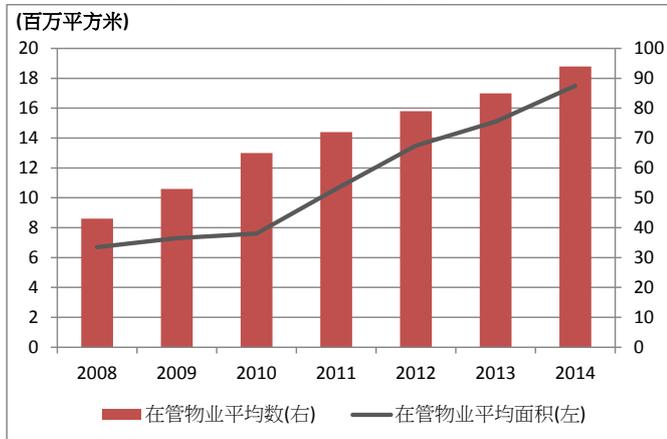
## 中國物業管理板塊 - 優於大市

### 行業概覽

自 80 年代起，中國物業管理行業一直發展。目前，中國物業管理行業比較分散，估計中國物業管理公司數目超過 70,000 家，聘用員工超過 800 萬人，管理物業面積超過 120 億平方米。根據中國指數研究院的資料，中國物業服務百強企業管理的平均面積由 2008 年的 570 萬平方米增至 2014 年的 1,750 萬平方米，年複合增長率為 17.4%，主要受惠於房地產市場的蓬勃發展。

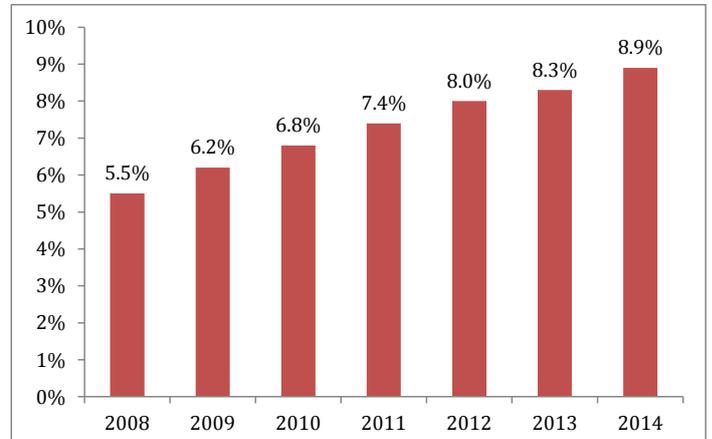
隨著業務的擴張，中國物業管理公司所管理的地域也擴大，據點也增加。中國物業服務百強企業在 2014 年平均覆蓋的城市及平均管理物業數目分別為 24 個及 94 個。通過規模效應及改善營運效率，中國物業服務百強企業的平均純利率由 2008 年的 5.5% 增加至 2014 年的 8.9%。

圖 90：中國物業服務百強企業營運規模



資料來源：中國指數研究院

圖 91：中國物業服務百強企業純利率



資料來源：中國指數研究院

### 營運模式

根據中國政府頒佈的《物業管理企業收費辦法》第九條，物業管理收費可分為包乾制或者酬金制兩種價格制度約定。在國內，大多數小區物業採納按包乾制收費的物業管理合約。

1. 包乾制價格的構成包括銷售及服務成本、法定稅費及物業管理公司的利潤。包乾制定價主要由市場厘定，而由於物業管理公司的利潤相當於其收取的費用扣除為物業提供所有服務的經營成本。根據此模式營運的公司有較強的成本意識。
2. 按照標準酬金制合約，應付物業經理的酬金費用為物業發展商或業主協會在委聘服務供貨商以為物業提供所有服務的全部成本及開支（或佔其一定百分比）以外悉數承擔的額外費用。作為一個成本定價系統，酬金制模式要求業主行使其決策權力，自行控制成本，令業主須付出額外的監督管理力度。採納酬金制定價模式的公司一般在尋求大多數業主批准預算及採購開支時會遇到極大困難。由於業主人數眾多，難以統一業主分歧的意見，並於業主會議上取得批准有關成本及預算的必要法定人數或票數。

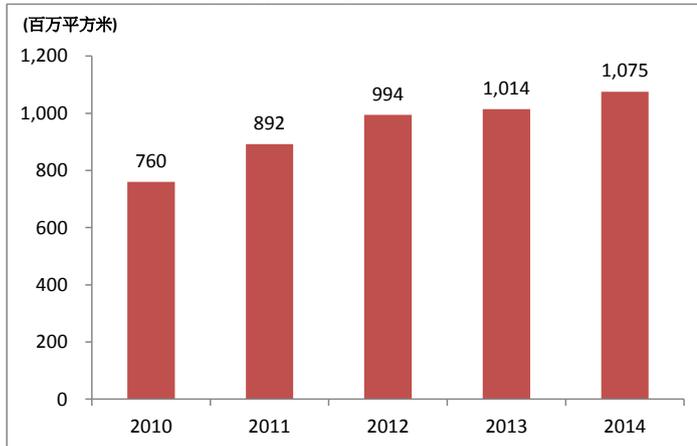
### 增長動力

中國物業管理行業受益於中國房地產的快速發展，所以受管理的面積也增加，中國商品房的竣工面積由 2010 年的 7.60 億平方米增加至 2014 年的 10.75 億平方米。自 2014 年下半年起，中國政府頒佈多項刺激政策提振不斷放緩的房地產市場。於 2014 年 9 月，政府公佈第二套住房的購房者可享優惠房貸利率，前提是彼等首套房經已清還所有按揭。政府及相關機關亦公佈調減銷售住宅物業的營業稅。同樣，中國人民銀行於 2014 年年底及 2015

年年初多次下調息率，進一步支持房地產市場。2015 年 1-10 月，中國房地產市場的合同銷售金額增加 14.9% 至 64,790 億元。

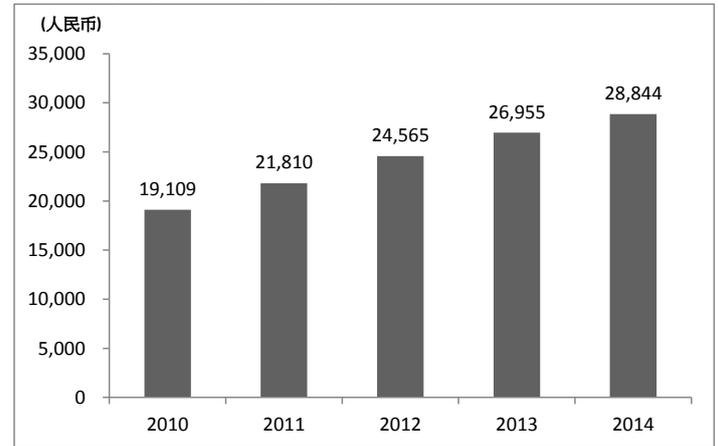
此外，中國經濟增長，國民收入增加，人均可支配年收入由 2010 年的 19,109 元增加至 2014 年的 28,844 元，收入增加也提升對生活的要求，因此業主對於物業管理服務的期望也越來越高，因此對物業管理服務的需求也增加。

圖 92：中國商品房的竣工面積



資料來源：國家統計局

圖 93：中國人均可支配年收入



資料來源：國家統計局

## 行業趨勢

### 服務質素的提升及成本控制

根據中國指數研究院的資料，中國物業管理行業並無統一的服務標準質量。因此，不同物業管理公司所提供的服務質量可能各有差別。預期中國政府會推出措施推進服務質量標準化，物業管理公司也將相應集中與分配資源，令到服務質量標準化。根據中國指數研究院的數據，物業管理公司一般進行內部評估及改善自身的服務質量，響應政府政策，許多公司亦透過外包方式提高服務質量。物業服務百強企業通過將勞動密集業務外包的形式日益提升專業化管理程度，提高服務水平，降低經營成本。

物業服務百強企業於 2009 年至 2014 年在自動化科技方面的投資持續增長，物業管理提升自動化可降低勞動密集程度、提升企業管理水平、有效節省勞動成本、推動物業管理的標準化運作、提升服務質量和改善業主滿意度。

### 互聯網及大數據帶動多元化服務

根據中國指數研究院的資料，住戶對物業管理公司改善現有服務質量及提供多元化服務的需求日益增加。有關需求加上整體成本上升令物業管理公司面對日漸增加的營運壓力，需要調整其傳統業務模式重點及將業務轉型以實現可持續盈利增長。

物業管理公司抓緊與住戶需求有關的商機。覓得新收益來源的需要推動更多物業管理公司在主要物業管理業務線的背後，開始調整其業務模式及採取服務多元化的策略，以確保利潤增長得以持續。根據中國指數研究院，多元化服務發展迅速，連續四年增幅遠遠超過物業服務業務，有效作為物業服務百強企業盈利能力持續上升的主要推動力。信息科技及互聯網帶動物業管理行業的服務多元化。移動互聯技術的蓬勃發展，亦為物業服務公司提供了創新的發展機會。在大數據背景下，客戶信息成為最具價值的商業資源，而出現 O2O 平臺正是該趨勢直接帶動的結果。

## 收購及整合的機會

根據中國指數研究院的資料，自 2012 年起，物業管理公司透過並購進入新市場，擴展業務。物業管理公司利用以下三種方式實現並購：(1) 通過兩家公司之間的協同效應，實現規模經濟；(2) 收購另一個地區的公司，進軍新市場；及(3) 以收購外國公司實現國際化發展，得以進軍海外市場，同時獲得高端物業管理知識，提升企業管理水平和加強核心競爭力。

此擴充力度有助物業管理公司擴展新市場，節省成本及時間，提升地域市場覆蓋，亦提高了資源的使用效率，從而改善市場資源分配，達致資源共享及組成更強的業務合夥關係。然而，收購可能面臨若干困難，如收購目標的估值、人力資源及公司文化難以整合及其他問題。根據中國指數研究院，並購將為物業管理公司達致增長的最重要帶動因素之一。

## 香港股票市場新興板塊

中國的物業管理公司第一家在 2014 年中於香港交易所上市。花樣年(1777 HK)在 2014 年中從將彩生活分拆出來，然後中國海外也在 2015 年下半年分拆中海物業。在 2015 年中期業績會議，多家內房公司包括萬科、碧桂園及綠城表示考慮將其物業管理業務分拆出來。最後，恒大也通過收購香港上市公司馬斯葛(136)將物業管理業務注入裡面。

## 現有的香港上市公司

目前在香港上市的中國物業管理公司數目較少，有經營業務的只有彩生活及中海物業。

### 彩生活 (1778 HK)

於 2015 年 9 月，彩生活在 146 個城市管理物業 1,900 個小區，合約管理面積為 3 億平方米。通過收購及內生增長，合約管理面積由 2012 年的 3,400 萬平方米增加至 2014 年的 2.05 億平方米，年複合增長率為 145.7%。2015 上半年，公司完成收購深圳開元國際物業管理有限公司，為彩生活的合約管理面積增加 2,930 萬平方米。彩生活積極建立網上平臺(彩之雲 APP)，於 2015 年 9 月，彩之雲註冊用戶達 175 萬名，其中活躍用戶為 75 萬名。公司未來會繼續使用開放平臺及與第三方垂直應用展開合作。

### 中海物業(2669 HK)

根據中國指數研究院，中海物業為一家領先的物業管理公司。公司在中國 34 個城市及香港、澳門皆有業務。中海物業擁有兩個主要業務分部：物業管理服務及增值服務。截至 2014 年 12 月，所管理的建築面積總量為 5,640 萬平方米，並至 2015 年 5 月增至 6,760 萬平方米。中海物業專注於向中高端物業提供優質的物業管理服務，並借著良好口碑以發展物業服務市場，而且，中海物業會繼續開發 O2O 平臺以優化服務。

圖 94：物業管理公司估值表

公司	代碼	收市价 (港元)	市值 (百万港元)	市值	
				14A	15E
彩生活	1778 HK	6.7	6,701	33.2	22
中海物業	2669 HK	1.48	4,865	50.0	不适用

資料來源：彭博

## 行業首選股份

證券 - 中信證券 (6030 HK)

房地產 - 華潤置地 (1109 HK)

新能源 - 聯合光伏 (686 HK)

## 中信證券(6030 HK) 業務佈局國際化多元化

**國際化業務佈局有助增強競爭力。**我們認為中信 2013 年收購里昂證券可以看做是公司大舉擴張海外資本市場業務的里程碑。公司成功的擴張至海外資本市場。中信 20%的海外業務收入貢獻佔比是我們覆蓋的公司當中最高的。收購里昂證券不僅可以增強公司在海外市場投行業務的實力，同時也增強了公司的研究實力以及完善了機構銷售業務。除此而外，我們預測中信在未來將還會有更多的收購計劃以便增強其海外業務的實力，尤其是集中在資產管理以及大宗商品交易的領域。

**緊握人民幣國際化進程中的發展機遇。**中信證券 2015 年 5 月完成收購昆侖國際金融集團 (8077 HK) 12 億股股份，交易完成後中信證券佔其總股本的 59.37%。昆侖國際金融集團的核心業務是提供杠杆式外匯及其他交易。國際化發展戰略一直是中信證券所堅持的長期發展戰略。隨著人民幣國際化和資本市場對外開放加速，我們認為人民幣相關的外匯業務未來潛力巨大。入股昆侖金融集團將有助於中信證券把握人民幣國際化進程中外匯相關業務的發展機遇。

**傳統投行業務表現依然強勁。**2015 年上半年，公司在 A 股市場上的參與承銷的數量和金額都排名第一。公司在 2015 年上半年完成了 36 個 A 股市場上的承銷項目，參與承銷的總金額達到人民幣 959 億元，市場佔有率也達到了 13.3%。在國際資本市場上，中信也受益於收購里昂證券帶來的協同效應。2015 年上半年，公司在離岸市場參與了 6 單 IPO 項目，13 個增發以及大宗交易項目。公司參與香港市場上的資本項目總金額在 2015 年上半年也排名全亞洲第一。我們認為未來中信在 A 股市場的投行業務領域將會持續保持其領先地位，同時在國際市場上的投行業務實力也會得到不斷的提高。A 股市場 10 月開始逐漸回穩，公司也錄得營業收入人民幣 26.8 億元和淨利潤 13.0 億元，環比 9 月數據分別上升 25.2%和 95.5%。我們認為 10 月淨利潤環比增速遠超營業收入環比增速的一個重要原因是淨投資收益對淨利潤貢獻佔比增加。

**維持買入評級。**我們 2015-17 年的淨利潤預測分別為人民幣 206 億、人民幣 343 億及人民幣 537 億。公司現時的股價分別相當於 2015 年和 2016 年預測市淨率的 1.2 倍和 1.0 倍。我們的目標價為港幣 23.1 元，相當於 2016 財年預測市淨率的 1.3 倍，同時也是同業公司 2016 財年的平均預測市淨率加上一個標準差，這主要是由於我們認為公司業務佈局以及業務類型的國際化和多元化有助於增強公司未來的競爭力。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬元人民幣)	20,279	39,525	60,400	90,493	132,413
淨利潤 (百萬元人民幣)	5,244	11,337	20,622	34,282	53,683
每股收益 (人民幣)	0.48	1.03	1.87	2.83	4.43
每股收益變動 (%)	23.75	116.20	81.90	51.15	56.59
市盈率(x)	31.0	14.4	7.9	5.2	3.3
市帳率(x)	1.9	1.6	1.2	1.0	0.9
股息率 (%)	1.0	2.1	3.4	4.2	5.4
權益收益率 (%)	6.0	12.1	16.5	21.2	28.1
淨財務杠杆率 (%)	20.9	42.3	52.1	38.2	淨現金

來源：公司及招銀國際研究部

## 買入

目標價 HK\$23.1  
向上/向下 +28.2%  
當前價格 HK\$18.02

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

### 證券行業

市值 (港幣百萬)	258,268
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	339.82
52 周高/低 (港幣)	40.5/12.82
發行股數 (百萬股)	11,0161

來源：彭博

### 股權結構-H 股

全國社保基金	58.6%
花旗集團	11.2%
黑石	7.56%

資料來源：聯交所

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	10.6%	11.3%
3 月	24.1%	15.4%
6 月	-42.0%	-28.7%

來源：彭博

### 過去一年股價



來源：彭博

審計：普華永道

網址：[www.cs.ecitic.com](http://www.cs.ecitic.com)

公司概況：中信證券是中國最先成功擴張境外業務的龍頭公司。公司業務範圍多元化且業務佈局國際化，投資銀行業務、機構銷售業務以及自營業務在國內券商中都具有領先地位。國際化戰略佈局也一直是公司堅持的發展策略，著眼未來，境外人民幣業務預期也將作為公司新的發展領域。

## 華潤置地 (1109 HK)

### 銷售亮麗，帶動增長

**受惠於蓬勃的深圳物業市場。**深圳的房地產市場在 2015 年銷售活躍，且房價升幅超越其他一線及二線城市，國家統計局指出深圳新屋房價在 2015 年 9 月同比上升 39.9%。公司在 2015 年初從控股公司購入 3 個深圳項目，其中 2 個便在 2015 年銷售，刺激整體物業銷售金額升幅。2015 上半年，來自深圳的物業銷售金額佔總金額 24%。華潤置地的合同銷售於 2015 年 1-10 月增加 35.8%至 720 億元，為未來盈利增長帶來基礎。

**更多的萬象城落成。**萬象城是華潤置地商場的超級品牌，深圳的萬象城成功使公司在國內不同地方複製。至 2017 年，華潤置地將擁有 31 個總面積達 801 萬平方米的商場，大部份以萬象城品牌來經營。因為可出租面積由 2014 年的 341 萬平方米增至 2017 年的 801 萬平方米，我們預期華潤置地的租金收益由 2014 年的 54.4 億港元增至 2017 年的 105.6 億港元，年複合增長率為 24.7%。

**強大的財務實力。**尤其是長期持有投資物業，房地產公司要擁有強大的財務實力。於 2015 年中，華潤置地於 2015 年中手持現金 426 億港元，同期的借貸總額為 923 億港元，淨負債比率為 39.4%，內房股中為合適水平。另外，華潤置地的借貸成本為 4.37%，較其他內房公司為低，顯示出公司的財務優勢。

**下半年至今再拿下 88 萬平方米土地。**華潤置地在 2015 下半年在福州、武漢及廣州購入 5 幅土地，總建築面積及應佔權益面積分別為 88.4 萬平方米及 50.4 萬平方米。目前土地儲備達 4,303 萬平方米，分佈在國內 53 個城市。我們維持華潤置地的盈利預測不變，我們預期 2015-17 年的盈利分別為 144 億港元、153 億港元及 180 億港元。我們估計 2015 年底的每股資產淨值為 37.72 港元，目標價維持為 26.4 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 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (港幣百萬元)	71,389	88,381	105,776	122,136	127,611
淨利潤 (港幣百萬元)	14,696	14,708	14,411	15,306	18,037
每股收益 (港幣)	2.521	2.522	2.141	2.208	2.602
每股收益變動 (%)	38.6	0.0	(15.1)	3.1	17.8
市盈率(x)	9.0	9.0	10.6	10.2	8.7
市帳率(x)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.0
股息率 (%)	1.9	2.2	2.3	2.7	3.1
權益收益率 (%)	17.3	15.2	11.6	11.2	12.0
淨財務杠杆率 (%)	39.2	41.5	38.4	41.7	40.9

來源：公司資料，招銀國際證券預測

## 買入

目標價 HK\$26.40  
 向上/向下 +16.8%  
 當前價格 HK\$22.60

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

中國房地產

市值(百萬港元)	155,640
3 個月平均值(百萬港元)	273
52 周高/低(港元)	29.1/17.4
發行股數(百萬港元)	6,931

資料來源：彭博

#### 股權結構

華潤集團	61.3%
流動股本	38.7%

資料來源：聯交所

#### 股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	5.6%	6.3%
3 個月	23.4%	14.7%
6 個月	-11.0%	9.3%

資料來源：彭博

#### 1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：Deloitte

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。

## 聯合光伏 (686 HK) 光伏行業領跑者

**三季度發電量複合項目預期。**聯合光伏公佈了 15 年 3 季度的發電情況。含新收購的 170 兆瓦裝機容量數據在內，三季度發電 288 吉瓦時，較二季度有明顯增長。因新增收購裝機容量三季度末才實現並表，對第三季度盈利貢獻有限。若扣除新收購容量的發電量，我們認為公司的發電情況表現平穩，符合項目表現預期。除甘肅及新疆地區項目受到限電問題影響，累計發電時數僅 581 和 896 小時以外，其餘地區均錄得較高的發電時數，反應了公司項目收購質量較高。

**強大的融資能力和豐富的項目儲備。**光伏電站項目需要巨額的資本投入。在擁有招商新能源和招商局作為國企控股股東的支持下，聯合光伏透過發行超過 13.5 億（人民幣，下同）的可換股債券，以及獲取條件優厚的銀行貸款展示了其強大的融資能力。公司同時也與行業領先的光伏電站開發企業，國企項目公司以及光伏電站發展組織形成了戰略合作夥伴關係，鎖定了長遠發展的項目儲備。2015 年到目前為止，公司已宣佈了 1.43 吉瓦的收購及開發計劃，並握有超過 27 吉瓦的項目合作協議。

**收入強勁增長，運營利潤率可獲提高。**得益於電站資產的快速擴張，公司 2014 年收入增長 1,289%。我們預計 2015 年收入將增長 83%至 7.6 億元，隨後在 2016 和 2017 年分別增加至 18.9 億和 24.6 億元，按年增長 146%和 30%。我們預計息稅前利潤率將從 2014 年的 31%增長至 2015 年的 52%，並於 2016 年以後上升到 60%以上，主要歸因於公司資產增速相對較快於折舊、穩定的維護成本、以及員工福利支出佔收入比例降低。

**高負債率可能致擴張速度放緩。**聯合光伏電站資產高速增長的同時也伴隨著資產負債率的快速提升。我們預測 2015 年資產負債率比率將上升至 85%，同時淨財務杠桿率也快速上升至 446%。高負債下的擴張無法長期持續，新一輪的電站容量增長速度將取決於公司何時能把杠桿率降至更加健康水平。

**維持買入評級。**我們預測公司 2015 和 2016 財年的淨利潤分別為港幣 6.9 億、5.3 億。基於貼現現金流估值，我們估測聯合光伏股價為 1.65 港元。我們預測 2016 年每股收益為人民幣 0.114 元，參考 2016 年港股行業平均 9.6 倍 PE，我們估算股價公允值為 1.34 港元。基於上述兩種估值方法，我們給予目標價 1.49 港元，維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬元人民幣)	414	766	1,886	2,458
淨利潤 (百萬元人民幣)	289	688	541	560
每股收益 (人民幣)	0.07	0.15	0.11	0.12
每股收益變動 (%)	N/A	68	(25)	4
市盈率(x)	10.0	4.6	6.3	5.8
市帳率(x)	2.0	1.5	1.2	1.0
股息率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
權益收益率 (%)	20	32	20	17
淨財務杠桿率 (%)	185	446	585	640

來源：公司資料，招銀國際證券預測

## 買入

目標價 HK\$1.49  
向上/向下 +75.3%  
當前價格 HK\$0.85

蕭小川  
(852) 3900 0849  
robinxiao@cmbi.com.hk

### 新能源

市值(百萬港元)	4,030
3個月平均值(百萬港元)	11.3
52周高/低(港元)	1.61/0.58
發行股數(百萬港元)	4,361

資料來源：彭博

### 股權結構

招商新能源	24.1%
流動股本	60.1%

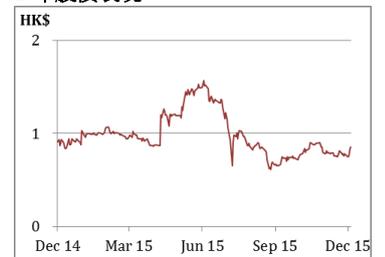
資料來源：聯交所

### 股票表現

	絕對值	相對值
1個月	5.1%	5.8%
3個月	27.7%	18.7%
6個月	-45.4%	-32.9%

資料來源：彭博

### 1年股價表現



資料來源：彭博

審計：PwC

網址：www.unitedpvgroup.com

公司概況：聯合光伏是一家專注於太陽能發電站的投資運營商。自 2013 年起公司開始以項目收購為主要方式快速發展光伏電站業務。

# 招銀國際覆蓋公司報告

證券行業 - 海通證券(6837 HK)

證券行業 - 華泰證券(6886 HK)

房地產 - 中國海外 (688 HK)

房地產 - 世茂 (813 HK)

房地產 - 碧桂園(2007 HK)

## 海通證券 (6837 HK) 海外業務協同效應逐步顯現

公司 2015 年 9 月淨利潤按月增長 17.0%。2015 年 9 月，港股上市的幾大券商都錄得淨利潤平均按月下降 45%，然而海通證券卻錄得淨利潤按月上升 17.0% 到人民幣 8.4 億元。我們認為子公司分紅是公司 9 月經營業績跑贏同業的主要原因。A 股市場 10 月開始逐漸回穩，公司也錄得營業收入人民幣 19.4 億元和淨利潤 11.2 億元，環比 9 月數據分別上升 12.0% 和 33.3%。

收購金融租賃公司已經取得初步的成績。公司在 2014 年初收購了恒信金融集團，用來拓展金融租賃業務。2015 上半年，海通恒信金融完成租賃銷售額達到人民幣 71 億元，同時金融租賃業務也取得了人民幣 3.7 億元的淨利潤，佔公司同期淨利潤總額的 2.7%。通過不斷發展公司的金融租賃業務的發展，我們認為公司未來的業務類型也將會更加多元化。

海外業務不斷拓展給公司帶來可觀的協同效應。隨著中國資本市場的逐漸開放，我們認為未來中國的證券行業競爭也會日趨激烈。我們同時也認為可以成功將業務擴張至海外資本市場的證券公司在未來將更加具有競爭力。2015 上半年，海通國際 (665 HK) 的收入和淨利潤分別按年上升 284% 和 504% 至港幣 41 億元和港幣 21 億元。同期的海外業務淨利潤佔公司淨利潤總額也達到 13.7%。我們預測海通國際 2015 年淨利潤總額佔比將上升至 14.5%。除此而外，公司在 2015 年 9 月也完成收購葡萄牙投行 Banco Espírito Santo de Investimento。我們預測該收購將幫助公司進一步拓展其海外業務，尤其是歐洲市場的投資銀行業務。

目標價港幣 17.2 元。我們 2015-17 年的淨利潤預測分別為人民幣 138 億、人民幣 144 億及人民幣 165 億。公司現時的股價分別相當於 2015 年和 2016 年預測市賬率的 1.0 倍和 0.9 倍。我們的目標價為港幣 17.2 元，相當於 2016 財年預測市賬率的 1.2 倍，同時也是同業公司 2016 財年的平均預測市賬率。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬元人民幣)	12,803	23,667	43,920	46,990	51,735
淨利潤 (百萬元人民幣)	4,035	7,711	13,782	14,389	16,508
每股收益 (人民幣)	0.42	0.80	1.20	1.25	1.44
每股收益變動 (%)	26.42	91.09	48.95	4.40	14.73
市盈率(x)	25.4	13.3	8.9	8.6	7.5
市帳率(x)	1.7	1.5	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	1.1	2.8	2.8	3.3	3.7
權益收益率 (%)	6.7	11.9	14.7	11.4	11.6
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	17.0	淨現金	淨現金	3.6

來源：公司資料，招銀國際證券預測

## 買入

目標價 HK\$17.2  
向上/向下 +30.1%  
當前價格 HK\$13.22

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

### 證券行業

市值(百萬港元)	195,129
3 個月平均值(百萬港元)	367.12
52 周高/低(港元)	27.9/10.0
發行股數(百萬港元)	9,584

資料來源：彭博

### 股權結構-H 股

匯富融興有限公司	38.15%
PAGAC Horseshoe	14.72%

資料來源：聯交所

### 股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	4.5%	5.2%
3 個月	31.8%	22.6%
6 個月	-45.8%	-33.4%

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.htsec.com

公司概況：海通證券成立於 1988 年，是中國最早成立的證券公司之一。近年來，公司積極佈局擴張海外業務，海通國際的不斷發展以及葡萄牙聖靈投行的收購都是公司未來的發展方向。除此而外，內地金融租賃市場未來發展潛力巨大，恒信金融未來也將成為一個新的增長點。

## 華泰證券(6886 HK)

### 公司在二級市場市佔率處於領先地位

華泰證券在二級市場上佔有領先的地位。2015年1-3季度，公司在A股二級市場的市場佔有率排名第一達到7.3%，交易量也排名第一。我們預測2015全年公司在二級市場的市佔率將上升至8.2%。公司除了在二級市場佔有領先地位，同時也在中國的企業並購市場裡表現突出。2015上半年，按參與項目數量以及項目交易總金額計算，公司作為財務顧問分別排名第一和第二。我們認為A股市場近期交易量的下滑將對公司傭金收入和利息收入帶來一定的負面影響，但是A股整體估值的下滑卻是有利於公司具有高增長潛力的並購業務。

經紀及財富管理業務在2015下半年仍然是收入增長的重要引擎。我們認為公司未來仍然可以保持在二級市場上的領先地位以及0.4‰的平均交易傭金率。相比2015上半年3.6倍的收入增長，我們預測公司2015全年經紀及財富管理業務的收入增長將下降至1.2倍到人民幣229億元，佔公司總收入的76%。除此而外，由於A股IPO審核的放緩，我們預測公司投資銀行業務收入在2015年將按年下降36.9%到人民幣9億元，佔公司總收入的3%。

公司最受惠於A股市場成交量的回穩。2015年7月至9月，公司收入分別按月下降38.4%、47.6%和43.9%，同時，淨利潤則分別按月下降50.0%、49.1%和41.0%。這主要是由於下半年A股市場不景氣同時IPO也暫停所導致的。踏入10月，A股市場逐漸回穩，成交量和兩融餘額都有所回升。公司10月在二級市場的佔有率也大幅提高至9.7%，同時錄得營業收入和淨利潤環比分別上升68.4%和50.6%至人民幣11.6億元和人民幣4.5億元。公司一直保持其在二級市場的高市佔率，A股市場的成交量是影響公司業務收入的一個非常重要的因素。

目標價港幣21.6元。我們2015-17年的淨利潤預測分別為人民幣99.7億、人民幣127億及人民幣198億。公司現時的股價分別相當於2015年和2016年預測市賬率的1.1倍和1.0倍。我們的目標價為港幣21.6元，相當於2016財年預測市賬率的1.2倍，同時也是同業公司2016財年的平均預測市淨率。評級為持有。

#### 財務資料

(截至12月底)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬元人民幣)	9,000	15,978	30,114	42,031	60,641
淨利潤(百萬元人民幣)	2,220	4,486	9,969	12,736	19,806
每股收益(人民幣)	0.40	0.80	1.39	1.78	2.77
每股收益變動(%)	37.19	102.11	73.73	27.75	55.52
市盈率(x)	37.8	18.7	10.8	8.4	5.4
市帳率(x)	2.3	2.0	1.1	1.0	0.9
股息率(%)	1.0	1.0	2.6	2.3	3.7
權益收益率(%)	6.3	11.6	14.7	12.8	17.6
淨財務杠杆率(%)	5.2	28.5	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\$21.6
向上/向下	+16.8%
當前價格	HK\$18.5

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

#### 證券行業

市值(百萬港元)	162,270
3個月平均值(百萬港元)	150.92
52周高/低(港元)	26.8/11.8
發行股數(百萬港元)	5,600

資料來源：彭博

#### 股權結構-H股

全國社保基金	9.24%
流動股本	56.9%

資料來源：聯交所

#### 股票表現

	絕對值	相對值
1個月	8.2%	8.9%
3個月	37.9%	28.2%
6個月	-27.0%	-10.2%

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.htsc.com.cn](http://www.htsc.com.cn)

公司概況：華泰證券擁有中國規模最大的證券經紀業務及業內領先的互聯網平臺。2015年1-3季度，公司股票基金交易市場份額位居中國證券業第1位。同時，公司擁有領先的綜合投資銀行平臺及業內第一的並購業務。公司並購業務參與數量自2012年起連續3年排名國內券商行業第一。

## 中國海外(688 HK)

### 具品牌優勢

**成功分拆中海物業上市。**根據中國指數研究院，中海物業(2669 HK)為一家領先的中國物業管理公司。公司在中國 34 個城市及香港、澳門皆有業務。中海物業擁有兩個主要業務分部：物業管理服務及增值服務。截至 2014 年 12 月，所管理的建築面積總量為 5,640 萬平方米，並至 2015 年 5 月增至 6,760 萬平方米。2014 年的營業額及純利分別為 21.6 億港元及 9,710 萬港元；在 2015 年 1-5 月，營業額及純利分別同比增加 15.5%至 9.33 億港元及 24.9%至 4.110 萬港元。中海物業專注於向中高端物業提供優質的物業管理服務，並借著良好口碑以發展物業服務市場，而且，中海物業會繼續開發 O2O 平臺以優化服務。

**2015 年 1-3 季經營利潤增長 17%。**中國海外已公佈 2015 年 1-9 月的三季度業績，營業額及經營溢利分別增加 17.8%至 794 億港元及 16.7%至 272 億港元。在中國多次降息降准後，中國房地產成交量穩健上升，再加上市場估計更多支持房地產交投的新政策隨後推出，中國海外將會受惠。公司在香港的項目正按計劃推售，位於港島鴨脷洲的「南區·左岸」將於未來數月推出銷售。

**至 10 月完成 77%的銷售目標。**2015 年 1-10 月中國海外的物業銷售金額及面積分別增加 18.0%至 1,370 億港元及 24.4%至 9.61 萬平方米，至 10 月底，公司完成 76.5%調整後的全年銷售目標。中國海外相信中國房地產市場在未來一年繼續向好，增長動力依然存在，公司具信心完成全年銷售目標 1,800 億港元。

**2015 年 1-10 月新增 319 萬平方米土地儲備。**除了 890 萬平方米的資產注入外，中國海外在 2015 年 1-10 月購入了 11 幅共 3198 萬平方米的土地。截至 2015 年 8 月，總土地儲備及應佔權益土地儲備分別為 4,502 萬平方米及 4,162 萬平方米。中國海外在 2015 年下半年將加快土地收購，以完成全年 1,000 萬平方米土地收購的目標。

**中海品牌認受性強。**中國海外於 2015 年 9 月底的淨負債比率為 15.6%，行內較健康水平，有利日後擴張。約 515 萬平方米或值 924 億港元的物業已預售仍待入帳，未來盈利具可觀性。我們維持未來盈利及 2015 年底的每股資產淨值(即 27.09 港元)預測不變。因為盈利增長及低負債，我們認為中國海外目標價可以 10%的每股資產淨值溢價來計算，我們將目標價維持為 29.8 港元，評級重申為「買入」。

#### 財務資料

(截至 12 月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬港元)	82,469	119,997	147,627	169,911	196,802
淨利潤 (百萬港元)	23,044	27,680	33,049	34,843	39,950
每股收益 (港元)	2.82	3.39	3.61	3.53	4.05
每股收益變動 (%)	23.1	20.1	6.6	(2.1)	14.7
市盈率(x)	9.8	8.1	7.6	7.8	6.8
市帳率(x)	2.5	1.7	1.3	1.2	1.0
股息率 (%)	1.7	2.0	2.2	2.4	2.7
權益收益率 (%)	21.0	20.8	16.2	15.0	15.1
淨財務杠杆率 (%)	28.2	31.7	13.6	19.9	21.1

來源：公司資料，招銀國際證券預測

### 買入

目標價 HK\$29.8  
向上/向下 +8.2%  
當前價格 HK\$27.55

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

#### 房地產

市值(百萬港元)	271,659
3 個月平均值(百萬港元)	584
52 周高/低(港元)	33.64/20.45
發行股數(百萬港元)	9,861

資料來源：彭博

#### 股權結構

中建總	61.2%
流動股本	38.8%

資料來源：聯交所

#### 股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	5.8%	6.5%
3 個月	25.0%	16.2%
6 個月	-2.4%	20.0%

資料來源：彭博

#### 1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：PwC

網址：  
www.coli.com.hk

公司概況：核心業務為房地產開發和銷售，於中國內地 48 個主要城市以及港澳的地產發展。此外，公司還涉及與地產有關的物業投資、以及規劃及建築設計業務等。

## 世茂(813 HK) 取態保守及審慎

**銷售速度緩慢。**2015年1-8月的合同銷售金額及面積分別下跌8.9%至398億元(人民幣·下同)及7.7%至331萬平方米，世茂完成2015年銷售目標720億元的55.3%，這看來銷售進度略較投資者的預期慢，不過公司相信在10月份於上海的物業推出銷售可增加銷售進度。2015年下半年可供銷售貨源為700萬平方米，公司具信心完成全年銷售目標。

**下調購買土地計劃。**一方面，銷售較預期慢。另一方面，世茂聚焦於去存貨，公司在2015上半年出售82億元的存貨，即約1/3的已竣工存貨在2015上半年被消化。世茂在2015上半年斥資27億元購入6幅建築面積共63萬平方米的土地。因為拍賣土地競爭激烈及世茂的購買土地政策審慎，全年的增置土地可能少於目標的100億元。最後，土地購買會集中於一及二線城市。

**發行中國境內債券。**世茂在2015年9月成功發行60億元5年期3.9%孳益率的境內債券。公司可以減少外匯風險及借貸成本，目前的借貸成本為7.4%，世茂希望在未來2年的借貸成本下調至6.0%。

**未有分拆計劃。**除了持有61.08%權益的上海世茂(600823 CH)作投資商業地產，世茂也在中國經營酒店、文化事業及百貨公司。目前，世茂營運12家酒店，其中4家在上海，2015上半年酒店業務的營業額及息稅折舊前盈利(EBITDA)分別同比增加16.2%至6.24億元及16.6%至1.76億元。其他發展商正在考慮將物業管理、文化事業及其他業務分拆上市，不過公司目前並沒有分拆非核心業務上市的計劃，相反，世茂在2015年下半年將加快資產的出售，以增加資金流通、減低負債及反映資產價值。

**許榮茂增持股份。**因為3.5倍2015年市盈率及較資產淨值折讓52.1%的吸引估值，許榮茂一直由公佈中期業績後持股65.1%增加至最近的66.0%。我們維持2015-17年盈利及資產淨值(即23.98港元)預測不變，目標價維持為16.79港元，相等於與資產淨值折讓30%。評級重申為「買入」。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬元人民幣)	41,503	56,081	68,821	78,066	86,436
淨利潤(百萬元人民幣)	7,389	8,104	9,264	10,544	11,529
每股收益(人民幣)	2.133	2.343	2.668	3.036	3.320
每股收益變動(%)	28.3	9.8	13.9	13.8	9.3
市盈率(x)	5.3	4.8	4.2	3.7	3.4
市帳率(x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率(%)	5.8	6.5	7.2	7.8	7.8
權益收益率(%)	17.7	17.3	17.5	17.5	17.0
淨財務杠杆率(%)	57.4	58.6	48.6	36.3	30.6

來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

## 買入

目標價	HK\$16.79
向上/向下	+21.1%
當前價格	HK\$13.86

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

### 房地產

市值(百萬港元)	48,130
3個月平均值(百萬港元)	96.4
52周高/低(港元)	20.35/9.23
發行股數(百萬港元)	3,473

資料來源: 彭博

### 股權結構

許榮茂	66.0%
流動股本	34.0%

資料來源: 聯交所

### 股票表現

	絕對值	相對值
1個月	-1.9%	-1.2%
3個月	35.9%	26.4%
6個月	-18.1%	0.7%

資料來源: 彭博

### 1年股價表現



資料來源: 彭博

審計: PwC

網址: [www.shimaoproperty.com](http://www.shimaoproperty.com)

公司概況: 集團業務重點為在中國大陸經濟發達或極具發展潛力的城市, 發展大型及高質素的綜合房地產項目, 包括住宅、酒店、零售及商用物業。集團在中國正在開發的項目逾50個, 分佈於幾十個大、中城市。

## 碧桂園 (2007 HK) 優秀的商業夥伴

**對明年感樂觀。**雖然在 2015 年 1-10 月的物業銷售金額上升 9.4%至 1,005 億元 (人民幣·下同)，碧桂園對未來房地產市場感到樂觀。公司在年初定下的購地目標為 200 億元，截至 10 月，公司共購入 363 億元的土地。基於公司的快速資產銷售模式，碧桂園會在購入土地 6 個月後開始銷售物業，所以我們預期公司明年的銷售會有較大的升幅。截至 10 月，碧桂園只完成全年的銷售目標(即 1,350 億元)的 74.4%，在 11 及 12 月，公司會增加新的可售資源 100 億元及 200 億元，所以對完成 2015 年目標仍具信心。

**增加在馬來西亞的投資。**碧桂園目前在馬來西亞及澳洲分別投資 3 個及 1 個房地產項目，公司在海外投資不會高於總資產的 10%。公司最近與馬來西亞的柔佛州的政府合作發展一個新項目，該項目需要填海造地，總土地面積達 1,300 萬平方米，填海造地料為每平方米 350 元。因為項目滾動發展，所以碧桂園只需投入數十億元的資金。估計現在的售價達每平方米 15,000 元。

**領先的物業管理公司。**截至 2015 年 6 月，碧桂園物業管理公司旗下的合同面積為 1.22 億平方米，分佈在 274 個屋苑。2015 上半年，來自物業管理業務的營業額增加 86.1%至 9.05 億元。由內部增長及並購帶動，碧桂園希望 2018 及 2020 年的合同面積可分別增至 6 億平方米及 10 億平方米。未來，其收購的物業管理業務不單來自國內，更包括香港、澳洲及馬來西亞。

**有重估的可能。**平安保險(2318 HK)為公司第二大股東，雙方未來在四個範疇有合作的機會，分別為土地投資、市場推廣、財務及小區業務。合作可為雙方帶來利益，碧桂園可找到便宜的融資機會，平安可開拓新產品。因為只有單位數字的銷售增長及在三、四線城市的物業市場前景不明朗，公司的股價在 2015 年表現落後，不過我們相信銷售及庫存問題在來年可以改善，因此碧桂園股價有重估機會。我們的目標價為 4.31 港元，目標價與每股資產淨值折讓為 30%，上升空間為 39.0%，維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬元人民幣)	62,682	84,549	102,918	113,849	127,905
淨利潤 (百萬元人民幣)	8,514	10,229	10,588	11,750	12,669
每股收益 (人民幣)	0.466	0.534	0.481	0.520	0.561
每股收益變動 (%)	22.6	14.6	(10.1)	8.2	7.8
市盈率(x)	5.4	4.7	5.3	4.9	4.5
市帳率(x)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率 (%)	6.7	5.8	6.5	7.5	8.7
權益收益率 (%)	19.4	18.0	15.7	15.6	15.1
淨財務杠杆率 (%)	63.7	53.9	45.4	51.3	50.6

來源：公司資料，招銀國際證券預測

## 買入

目標價	HK\$4.31
向上/向下	+39.0%
當前價格	HK\$3.10

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

### 房地產

市值(百萬港元)	70,023
3 個月平均值(百萬港元)	49.1
52 周高/低(港元)	4.55/2.38
發行股數 (百萬港元)	22,588

資料來源：彭博

### 股權結構

楊惠妍	53.6%
平安保險	9.9%
流動股本	36.5%

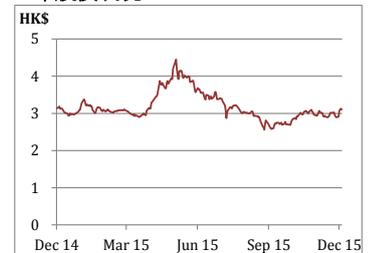
資料來源：聯交所

### 股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	5.4%	6.1%
3 個月	21.3%	12.8%
6 個月	-13.1%	6.9%

資料來源：彭博

### 1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：Pricewaterhouse

網址：  
www.countrygarden.com.cn

公司概況：碧桂園是中國城鎮化進程的身體力行者，20 多年為近 300 個城鎮帶來現代化的城市面貌，讓當地人民生活的素質得到提升和進步。

## 附錄：大差價 A/H 股

## A/H 股差價

## H 股較 A 股折讓最大的 25 隻股份

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(%)
洛陽玻璃	1108 HK	5.60	600876 SH	36.07	-87.2
中石化油服	1033 HK	2.18	600871 SH	8.74	-79.4
浙江世寶	1057 HK	10.26	002703 SZ	35.83	-76.3
洛陽鉬業	3993 HK	1.47	603993 SH	5.02	-75.8
廣汽集團	2238 HK	7.30	601238 SH	22.06	-72.7
昆明機床	300 HK	5.22	600806 SH	15.46	-72.1
山東墨龍	568 HK	3.49	002490 SZ	10.15	-71.6
東北電氣	42 HK	2.73	000585 SZ	7.44	-69.7
兗州煤業	1171 HK	3.61	600188 SH	9.75	-69.4
海信科龍	921 HK	3.96	000921 SZ	10.61	-69.2
重慶鋼鐵	1053 HK	1.22	601005 SH	3.15	-68.0
第一拖拉機	38 HK	5.34	601038 SH	13.72	-67.8
南京熊貓電子	553 HK	7.41	600775 SH	17.51	-65.0
山東新華製藥	719 HK	4.93	000756 SZ	11.56	-64.8
上海石油化工	338 HK	2.88	600688 SH	6.54	-63.6
中船防務	317 HK	17.04	600685 SH	36.41	-61.3
中海油田服務	2883 HK	7.58	601808 SH	16.15	-61.2
大唐發電	991 HK	2.53	601991 SH	5.34	-60.9
中國鋁業	2600 HK	2.45	601600 SH	5.04	-59.8
馬鞍山鋼鐵	323 HK	1.62	600808 SH	3.33	-59.8
北京北辰實業	588 HK	2.64	601588 SH	5.32	-59.0
金隅	2009 HK	5.33	601992 SH	10.53	-58.2
四川成渝高速公路	107 HK	2.64	601107 SH	5.18	-57.9
經緯紡織機械	350 HK	11.96	000666 SZ	23.40	-57.8
鄭煤機	564 HK	3.61	601717 SH	7.06	-57.8

資料來源：彭博、招銀國際證券

\*A 股代碼後的最後 2 位英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

## H 股較 A 股溢價的股份

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 (%)
安徽海螺水泥	914 HK	21.80	600585 SH	17.10	5.3
中國平安	2318 HK	43.80	601318 SH	34.95	3.5
福耀玻璃	3606 HK	18.28	600660 SH	15.10	0.0

資料來源：彭博、招銀國際證券

\*A 股代碼後的最後 2 位英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

## 附錄：恒指及國指估值表

## 恒生指數估值表

恒生指數 (50個公司)	代碼	佔指數 比重	股價 (港元)	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
<b>銀行</b>				<b>28.1%</b>								
匯豐控股	5	9.7%	61.50	11.4	9.7	10.1	0.81	0.83	0.81	6.2%	6.4%	6.5%
建設銀行	939	6.1%	5.33	5.5	5.4	5.3	0.81	0.78	0.70	6.8%	6.9%	7.0%
工商銀行	1398	4.6%	4.65	5.0	5.0	4.9	0.83	0.80	0.72	6.6%	6.6%	6.8%
中國銀行	3988	3.7%	3.47	5.0	4.9	4.8	0.73	0.69	0.63	6.6%	6.5%	6.6%
恒生銀行	11	1.5%	143.00	18.1	12.3	14.4	2.06	1.91	1.83	3.9%	4.5%	4.4%
中銀香港	2388	1.2%	24.00	10.3	9.8	9.0	1.37	1.32	1.21	4.7%	5.0%	5.4%
交通銀行	3328	0.6%	5.42	5.0	5.1	5.0	0.64	0.64	0.59	6.0%	5.8%	5.9%
東亞銀行	23	0.5%	27.60	10.9	12.6	12.0	0.92	0.91	0.87	4.0%	3.6%	3.6%
<b>電訊及資訊科技</b>				<b>20.6%</b>								
騰訊控股	700	11.5%	151.00	49.3	38.2	29.4	13.11	10.58	7.95	0.2%	0.3%	0.4%
中國移動	941	7.5%	90.30	14.0	13.4	12.7	2.07	1.64	1.51	3.1%	3.2%	3.4%
中國聯通	762	0.8%	9.42	15.5	15.6	15.4	0.98	0.79	0.77	2.6%	2.4%	2.5%
聯想集團	992	0.8%	8.43	14.6	38.5	10.3	4.06	3.00	2.48	3.1%	1.4%	2.7%
<b>非銀行金融</b>				<b>16.8%</b>								
友邦保險	1299	7.9%	48.45	21.8	20.0	17.6	2.37	2.31	2.09	1.0%	1.2%	1.4%
香港交易所	388	3.2%	206.00	48.2	30.6	29.0	8.75	9.30	8.91	1.9%	3.0%	3.1%
中國平安	2318	3.1%	43.80	16.8	12.3	11.4	2.01	1.83	1.60	1.0%	1.3%	1.4%
中國人壽	2628	2.6%	26.10	18.9	13.7	13.0	1.96	1.92	1.72	1.9%	2.2%	2.5%
<b>地產</b>				<b>11.1%</b>								
新鴻基地產	16	2.1%	96.80	9.0	11.5	11.0	0.62	0.59	0.58	3.5%	3.7%	3.8%
長實地產	1113	1.9%	52.35	11.8	12.2	10.5	0.78	0.79	0.75	0.0%	3.1%	3.5%
領展房產基金	823	1.4%	46.70	3.9	23.3	21.9	0.86	0.88	0.86	3.9%	4.3%	4.6%
中國海外發展	688	1.5%	27.55	9.8	9.3	7.7	1.45	1.37	1.21	2.0%	2.2%	2.6%
恆基地產	12	0.9%	48.05	9.5	16.2	15.9	0.65	0.64	0.62	2.1%	2.3%	2.3%
九龍倉集團	4	0.8%	44.30	3.7	11.8	10.7	0.43	0.43	0.42	4.1%	4.2%	4.4%
華潤置地	1109	0.8%	22.60	10.6	11.3	9.5	1.38	1.20	1.09	2.2%	2.4%	2.8%
新世界發展	17	0.6%	7.84	3.7	9.8	9.6	0.39	0.39	0.36	5.4%	5.3%	5.3%
恆隆地產	101	0.6%	18.54	7.1	13.7	13.9	0.63	0.61	0.60	4.1%	4.2%	4.2%
信和置業	83	0.5%	11.70	7.6	12.8	13.3	0.60	0.59	0.57	4.3%	4.3%	4.3%
<b>能源</b>				<b>6.2%</b>								
中國海洋石油	883	2.2%	9.04	5.5	15.6	13.5	1.05	0.87	0.84	6.1%	3.9%	3.6%
中國石化	386	1.6%	4.81	10.4	12.3	10.3	0.86	0.73	0.70	5.0%	4.1%	4.7%
中國石油	857	1.6%	5.54	7.8	17.5	15.6	0.87	0.70	0.68	5.8%	2.7%	2.9%
中國神華	1088	0.6%	12.72	5.4	8.9	9.1	0.86	0.68	0.65	7.0%	4.4%	4.5%
昆侖能源	135	0.3%	6.90	9.9	13.7	11.9	1.27	0.83	0.78	3.5%	2.5%	2.8%
<b>綜合類</b>				<b>5.8%</b>								
長和	1	3.8%	103.70	7.4	12.7	11.3	1.02	0.96	0.90	3.5%	2.6%	3.0%
中信股份	267	1.4%	13.92	9.9	7.0	7.3	0.77	0.76	0.69	1.5%	2.0%	2.0%
太古股份公司	19	0.7%	85.75	11.4	12.6	11.8	0.58	0.58	0.57	4.5%	4.5%	4.7%
<b>公用</b>				<b>4.8%</b>								
中電控股	2	1.7%	64.95	14.4	14.9	14.2	1.86	1.73	1.66	4.0%	4.1%	4.2%
香港中華煤氣	3	1.4%	15.30	24.5	23.3	21.2	3.27	3.08	2.90	2.1%	2.3%	2.5%
電能實業	6	1.3%	70.30	2.5	19.0	18.7	1.24	1.20	1.22	3.8%	3.8%	3.9%
華潤電力	836	0.4%	15.22	7.6	5.7	6.1	0.98	0.90	0.83	5.1%	6.2%	6.0%
<b>消費品</b>				<b>3.5%</b>								
恆安國際	1044	0.8%	78.60	24.4	22.8	20.5	5.27	5.02	4.56	2.5%	2.7%	3.0%
百麗	1880	0.6%	6.89	10.1	10.0	9.8	1.88	1.80	1.69	6.0%	6.0%	6.1%
中國旺旺	151	0.6%	6.07	16.3	16.6	15.4	4.86	4.40	3.96	3.1%	2.7%	3.2%
蒙牛乳業	2319	0.5%	12.96	17.9	16.5	14.9	1.94	1.75	1.61	1.3%	1.6%	1.8%
利豐	494	0.4%	5.28	12.2	14.3	13.1	2.35	1.94	1.88	6.5%	5.9%	6.0%
康師傅控股	322	0.3%	11.22	20.3	22.3	19.3	2.63	2.52	2.34	2.5%	2.2%	2.7%
華潤啤酒	291	0.2%	14.98	-226.4	36.9	33.1	0.82	2.28	2.18	1.8%	1.0%	1.2%
<b>賭業</b>				<b>1.6%</b>								
金沙中國有限公司	1928	0.9%	26.65	10.9	19.0	19.1	5.43	4.71	5.05	7.5%	6.8%	6.4%
銀河娛樂	27	0.7%	23.65	9.7	19.4	16.9	2.55	2.49	2.29	0.0%	1.8%	2.1%
<b>運輸</b>				<b>1.4%</b>								
港鐵公司	66	0.7%	36.45	13.7	19.7	22.9	1.27	1.26	1.27	2.9%	3.1%	4.5%
招商局國際	144	0.5%	25.90	14.9	12.8	11.8	0.94	1.07	1.03	3.0%	3.1%	3.3%
國泰航空	293	0.2%	13.12	16.4	8.5	7.9	0.94	0.92	0.85	2.7%	4.4%	4.9%

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	佔指數 比重	股價 (港元)	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
<b>銀行 41.0%</b>												
建設銀行	939	9.8%	5.33	4.9	4.8	4.7	0.81	0.78	0.70	6.8%	6.9%	7.0%
工商銀行	1398	10.0%	4.65	5.8	5.8	5.7	0.83	0.80	0.72	6.6%	6.6%	6.8%
中國銀行	3988	9.8%	3.47	6.6	6.5	6.4	0.73	0.69	0.63	6.6%	6.5%	6.6%
招商銀行	3968	3.2%	18.04	7.6	7.2	6.7	1.13	1.05	0.93	4.5%	4.5%	4.8%
農業銀行	1288	2.8%	2.97	5.8	5.9	5.7	0.68	0.71	0.63	7.4%	7.2%	7.3%
民生銀行	1988	1.8%	7.42	6.8	6.6	6.3	0.80	0.75	0.66	3.0%	3.2%	3.4%
交通銀行	3328	1.8%	5.42	6.3	6.4	6.3	0.64	0.64	0.59	6.0%	5.8%	5.9%
中信銀行	998	1.7%	4.96	7.5	7.4	7.1	0.65	0.64	0.57	0.0%	5.8%	6.0%
<b>非銀行金融 30.3%</b>												
中國平安	2318	8.8%	43.80	16.5	12.1	11.2	2.01	1.83	1.60	1.0%	1.3%	1.4%
中國人壽	2628	7.5%	26.10	23.4	17.0	16.1	1.96	1.92	1.72	1.9%	2.2%	2.5%
中國太保	2601	3.2%	32.75	22.6	15.5	15.6	1.91	1.84	1.69	1.8%	2.3%	2.4%
中國財險	2328	2.3%	17.02	13.8	10.8	11.4	2.09	1.99	1.76	1.9%	2.4%	2.4%
海通證券	6837	1.4%	13.22	20.9	11.5	12.1	1.22	1.21	1.10	2.3%	3.2%	3.1%
中信證券	6030	1.4%	18.02	18.8	11.4	11.0	1.35	1.31	1.20	2.1%	2.9%	3.0%
華泰證券	6886	1.2%	18.50	29.9	13.8	13.8	1.42	1.38	1.27	0.0%	2.6%	2.5%
廣發證券	1776	1.3%	19.80	29.4	12.8	15.4	1.72	1.64	1.53	0.0%	2.6%	2.5%
中國人民保險集團	1339	1.1%	4.00	10.7	8.1	8.6	1.28	1.25	1.08	0.3%	0.3%	0.3%
中國信達	1359	1.0%	2.80	7.1	5.5	4.7	0.83	0.79	0.70	4.3%	5.3%	6.1%
新華保險	1336	1.1%	33.80	20.7	14.5	14.1	1.61	1.51	1.32	0.8%	1.1%	1.2%
<b>能源 11.3%</b>												
中國石化	386	4.7%	4.81	12.5	14.9	12.5	0.71	0.73	0.70	5.0%	4.1%	4.7%
中國石油	857	4.5%	5.54	13.9	31.1	27.6	0.72	0.70	0.68	5.8%	2.7%	2.9%
中國神華	1088	1.6%	12.72	7.4	12.2	12.4	0.71	0.68	0.65	7.0%	4.4%	4.5%
中海油服	2883	0.5%	7.58	7.9	28.1	23.1	0.65	0.63	0.61	7.7%	1.8%	2.5%
<b>消費品 5.2%</b>												
國藥控股	1099	1.5%	33.35	26.5	20.6	17.5	2.70	2.35	2.07	1.1%	1.4%	1.7%
長城汽車	2333	1.1%	9.50	12.4	11.3	9.8	2.00	1.76	1.49	3.4%	3.9%	4.2%
東風集團股份	489	1.1%	10.52	5.8	6.1	5.6	0.94	0.89	0.78	2.3%	2.5%	2.8%
比亞迪	1211	1.0%	41.30	294.7	62.9	52.4	3.27	2.80	2.49	0.0%	0.1%	0.1%
青島啤酒	168	0.5%	33.75	20.4	23.6	22.3	2.28	2.27	2.11	1.6%	1.5%	1.6%
<b>公用 3.1%</b>												
中廣核電力	1816	1.2%	2.86	18.8	17.2	14.5	2.11	1.84	1.68	0.1%	1.9%	2.2%
華能國際	902	1.1%	6.98	11.3	8.2	9.0	1.11	1.04	0.96	6.6%	9.1%	8.1%
龍源電力	916	0.8%	6.49	16.8	11.7	10.0	1.24	1.20	1.09	1.1%	1.6%	2.0%
<b>基建 2.5%</b>												
中國交建	1800	1.5%	8.71	14.2	13.2	11.9	1.15	0.86	0.78	2.4%	2.8%	3.1%
中國中鐵	390	1.0%	6.42	23.1	20.6	18.5	1.38	1.02	0.94	1.5%	1.6%	1.7%
<b>原材料 1.9%</b>												
海螺水泥	914	1.0%	21.80	8.4	12.0	10.9	1.71	1.34	1.23	3.6%	2.8%	2.9%
中國建材	3323	0.5%	4.10	3.1	7.6	6.5	0.55	0.41	0.39	4.9%	2.2%	2.4%
江西銅業	358	0.5%	9.15	14.2	23.0	21.8	0.69	0.55	0.54	2.6%	2.5%	2.4%
<b>電訊 2.0%</b>												
中國電信	728	2.0%	3.67	13.9	12.7	12.1	0.83	0.81	0.77	2.5%	2.8%	3.0%
<b>地產 2.2%</b>												
萬達商業	3699	1.1%	47.05	7.1	9.8	7.9	1.14	1.05	0.94	2.4%	2.9%	3.5%
萬科	2202	1.1%	21.75	13.2	11.7	9.9	2.23	1.99	1.75	2.8%	3.1%	3.6%
<b>運輸 0.5%</b>												
中國國航	753	0.5%	6.11	24.6	10.2	9.3	1.13	1.03	0.90	1.0%	2.4%	2.5%

來源: 彭博、招銀國際證券

## 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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。