

2016 年 11 月 21 日

 **招銀国际**
CMB INTERNATIONAL

招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank



2017 云鹊飞舞 恒指可见 25800

招银国际年度策略报告

招财
日报



睿智
投资

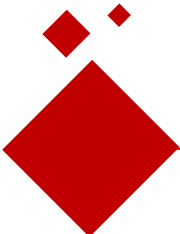
市场
策略



宏观
经济

目录

宏观与策略.....	2
2016 年市场回顾.....	3
2017 年中国经济展望:蓄势待发,稳中求进.....	7
2017 年市场展望及投资策略.....	15
行业分析.....	24
TMT 板块 优于大市.....	25
中国银行板块 同步大市.....	43
中国保险板块 优于大市.....	56
中国证券板块 优于大市.....	66
中国房地产板块 同步大市.....	80
中国汽车板块 同步大市.....	89
中国医药板块 优于大市.....	98
中国新能源板块 同步大市.....	104
行业首选股份.....	112
附录:大差价 A/H 股.....	140
附录:恒指及国指估值表.....	142



宏观与策略

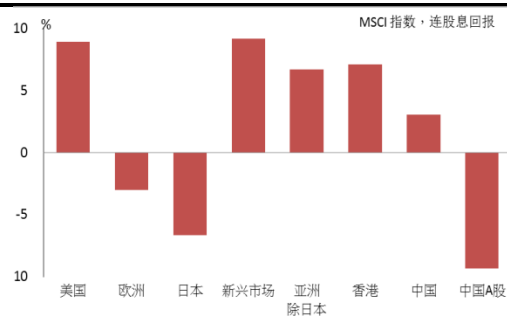
2016 年市场回顾

美国及新兴股市造好，A 股独憔悴

今年以来，环球股市相当波动，年初人民币急速贬值，拖累中、港股市，但商品价格反弹，带动巴西、俄罗斯等新兴市场造好，一洗近年颓风。6 月底市场出现第一只“黑天鹅”——英国公投脱欧，是市场一大转换点。投资者憧憬环球央行加码放宽货币政策，股市普造上扬，美国、德国、英国等成熟市场均创新高，港股亦由低位反弹逾两成。11 月初，第二只“黑天鹅”出现——特朗普当选美国总统，美国通胀及加息预期升温，美元、美国债息上升，新兴市场反而受压。

综观全年，美股于成熟市场之中一支独支，新兴市场亦表现不俗，但中国 A 股逆市下挫（图 1）。A 股跑输港股，加上第三季有较多内地资金通过「港股通」南下，AH 股差价由年初逾 40%，一度收窄至 20% 以下（图 2）。

图 1：环球主要股市 2016 年初至今表现



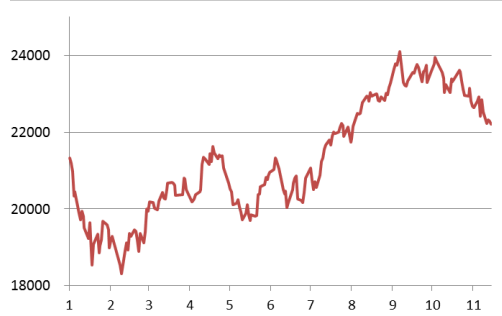
资料来源：彭博，招银国际

图 2：恒生 AH 股溢价指数



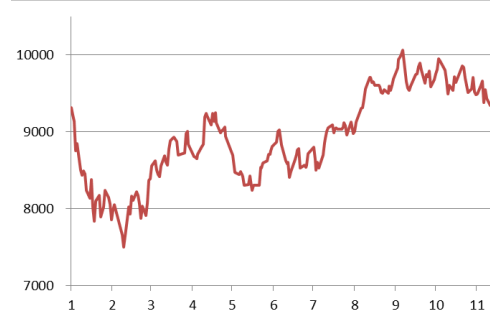
资料来源：彭博，招银国际

图 3：恒生指数 2016 年初至今走势



资料来源：彭博，招银国际

图 4：恒生国企指数 2016 年初至今走势



资料来源：彭博，招银国际

美元强势，商品回归

汇市今年亦十分波动，上半年美元偏软。欧洲及日本央行进一步放宽货币政策，推行负利率，但欧元及日圆汇价不跌反升，因市场对负利率成效存疑。但 6 月英国公投后，英镑汇价急挫，欧元亦转弱，美国联储局则极大机会于 12 月加息，造就美元强势（图 5）。人民币汇价亦持续贬值，今年兑美元累贬约 5%，于第四季尤其贬得急。

商品价格經歷去年大跌後，今年大幅反彈，油價年初曾跌穿 30 美元一桶，其後反彈七成（图 6）。特朗普當選總統，市場憧憬他明年 1 月上任後將推出大規模基建計劃，基本金屬價格上漲。中國的「供給側改革」有助紓緩部份行業的產能過剩問題，煤炭等資源價格亦回升。

图 5：美元指数 2016 年初至今走势



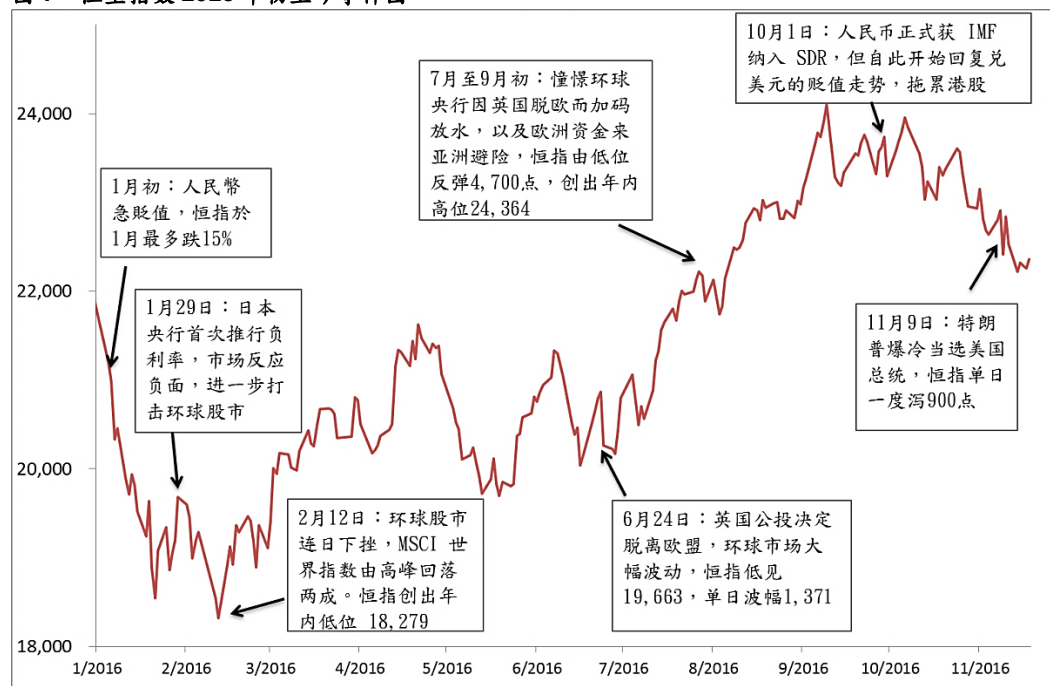
资料来源：彭博，招银国际

图 6：纽约油价 2016 年初至今走势



资料来源：彭博，招银国际

图 7：恒生指数 2016 年初至今事件图



资料来源：彭博、招银国际

成份股表现 — 丑股大翻身，银娱神华领涨

恒生指数 50 只成份股之中，去年大跌的银河娱乐（27 HK），今年大翻身，升逾四成，冠绝蓝筹股，因澳门博彩业收入见底。同业金沙中国（1928 HK）升幅排第三。排第二是今年 8 月被获纳入恒指的瑞声科技（2018 HK）。表现最差的是联想集团（992 HK），因手机业务受行业竞争激烈打击。

国企指数成份股方面，同样出现丑股大翻身，去年最差的中国神华（1088 HK），今年升逾三成，抛离其他成份股，受惠供给侧改革及煤价反弹。其余成份股升幅均不过两成。反而弱势股颇多，跌幅逾两成者达八只，最差是电力股华能国际（902 HK），因成本随煤价上升。保险股亦普遍下跌。

图 8：2016 年初至今恒指最强及最弱 10 股

恒指表现最强 10 股	股价变动 (%)
银河娱乐（27 HK）	42.9
瑞声科技（2018 HK）	42.5
金沙中国（1928 HK）	36.9
中国神华（1088 HK）	33.0
九龙仓（4 HK）	27.8
腾讯（700 HK）	27.7
中国海洋石油（883 HK）	20.0
蒙牛乳业（2319 HK）	18.5
中银香港（2388 HK）	17.9
新世界发展（17 HK）	15.0

恒指表现最弱 10 股	股价变动 (%)
联想集团（992 HK）	-40.0
利丰（494 HK）	-36.4
百丽（1880 HK）	-25.1
国泰航空（293 HK）	-21.6
招商局港口（144 HK）	-20.7
中国人寿（2628 HK）	-20.5
中国海外发展（688 HK）	-19.3
昆仑能源（135 HK）	-19.1
华润置地（1109 HK）	-18.8
中国旺旺（151 HK）	-16.8

资料来源：彭博

图 9：2016 年初至今国指最强及最弱 10 股

国指表现最强 10 股	股价变动 (%)
中国神华（1088 HK）	33.0
民生银行（1988 HK）	14.1
中国中铁（390 HK）	13.2
中国石化（386 HK）	12.6
国药控股（1099 HK）	12.1
中国交建（1800 HK）	11.9
新华保险（1336 HK）	8.8
中国银河（6881 HK）	8.3
中海油服（2883 HK）	7.6
交通银行（3328 HK）	7.3

国指表现最弱 10 股	股价变动 (%)
华能国际（902 HK）	-31.1
中国中车（1766 HK）	-28.0
东风集团（489 HK）	-24.7
长城汽车（2333 HK）	-24.7
中国财险（2328 HK）	-23.0
中广核电力（1816 HK）	-22.4
中国人寿（2628 HK）	-20.5
中国人保（1339 HK）	-20.0
中国国航（753 HK）	-17.3
中车时代（3898 HK）	-16.1

资料来源：彭博

模拟投资组合

招銀國際證券于 2014 年 1 月 13 日成立模拟港股投资组合。每个交易日收市后，上载至招銀國際公司网页，客户登入帐户便可参阅。

模拟组合的选股准则，结合基本分析及技术分析，股份分为“中长线”及“短线”部分：

“中长线”部份为核心持股，占模拟投资组合较大比重（50%至 70%），主要投资基本因素良好及/或估值偏低之股票。预期买卖频率较低。

“短线”部份占模拟投资组合的比重较小（0%至 50%），主要投资预期短期内较具上升动力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、传闻、技术指标等等所影响。此部分可能波动性较高，亦未必适合中长线投资。

模拟组合进行每宗买卖前，会于前一个交易日收市后预告，让客户可预先参考。如有需要，组合亦会列出个别持股之目标价及止蚀价。

图 10：模拟港股投资组合

	股份	代号	行业	本年度 预测市盈率	下年度 预测市盈率	股息率 (%)	买入价 (港元)	收市价 (港元)	总回报 (连股息)	占组合比重
中长线 (38.1%)	深圳国际	152	物流	11.7	11.0	4.3	8.21	11.62	53.2%	7.2%
	腾讯	700	科网	37.5	28.7	0.2	113.9	195.9	72.7%	10.0%
	中国海外	688	内房	6.8	6.0	3.5	24.27	22.10	-3.6%	4.4%
	领展房产基金	823	房产基金	24.0	22.2	4.2	46.04	52.80	17.9%	9.9%
	香港电讯	6823	电讯	16.2	15.8	5.6	9.67	9.97	11.5%	6.5%
短线 (49.7%)	长和	1	综合	11.7	10.6	2.7	113.5	94.90	-13.5%	5.2%
	新华保险	1336	内险	15.6	12.7	0.9	35.32	35.55	1.6%	6.1%
	SPDR金ETF	2840	ETF	不适用	不适用	0.0	892.8	891.5	-0.1%	5.4%
	港灯-SS	2638	公用	18.3	18.7	5.7	7.38	7.08	-4.1%	7.1%
	光大国际	257	综合	16.5	13.2	2.0	10.69	9.60	-9.5%	5.6%
	特步国际	1368	消费	9.1	8.2	5.3	3.80	3.31	-13.0%	5.6%
	泓富产业信托	808	房产基金	24.2	22.4	5.8	3.46	3.14	-9.3%	7.8%
	友邦保险	1299	保险	19.1	17.0	1.6	47.00	46.85	-0.3%	6.9%
现金 (12.2%)										12.2%
组合整体回报 (由2014年1月13日成立起计)									6.2%	
组合整体回报 (2016年度)									0.3%	

数据来源：彭博、招銀國際證券 (截至2016年11月18日)

截至 2016 年 11 月 18 日，由成立日起计，模拟组合回报 +6.2%，同期恒生指数 -2.2%，国企指数 -8.0%。2016 年初至今，模拟组合回报 +0.3%，同期恒生指数 +2.0%，国企指数 -3.2%。

2017 年中国经济展望 蓄势待发，稳中求进

宏观经济师：丁文捷, Ph.D. dingwenjie@cmbi.com.hk

经济增速恐放缓至 6.5%

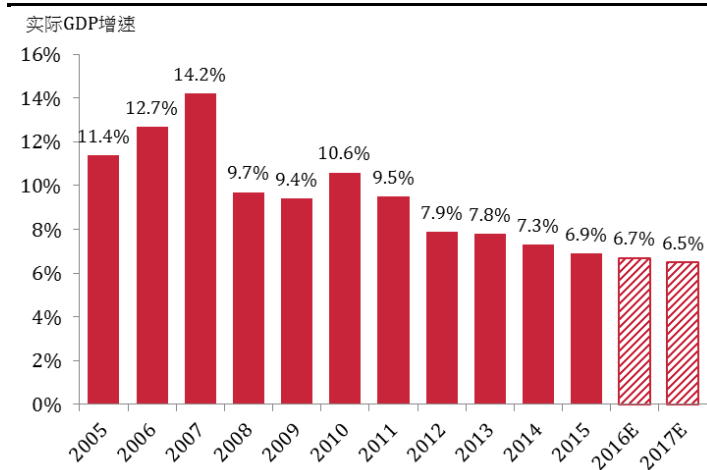
2016 年即将进入尾声，这一年中全球经济和政治局势风云变幻，“黑天鹅”事件层出不穷，中国经济自身也面临供给侧结构性改革的种种挑战。在如此复杂的局面下，中国经济在前三个季度均实现了 6.7% 的增长，且经济结构发生着积极的变化，质量效益稳步提高，可谓在平稳的主基调下孕育着蜕变。

展望 2017 年，全球经济和政治仍面临着巨大的不确定性。美国大选后各项政策可能发生改变甚至转向，欧洲政治局势动荡，英国或启动脱欧进程；货币政策方面，美联储加息、欧洲量化宽松到期等因素可能掀起新一轮对全球流动性收紧的担忧。而中国自身在未来较长时间内将处于转型升级的过程中，供给侧结构性改革任重道远，需求不振和产能过剩等矛盾依然突出，近期热点城市房地产政策全面收紧使得 2017 年经济下行压力增大，经济稳定运行的基础并不牢固，难以轻言“拐点”。

虽然消费的贡献率逐年提升，但中国经济在短期内难以改变稳增长依赖投资的局面。我们预计投资放缓将是 2017 年中国经济面临的重大风险之一。2016 年支撑经济增长的几个重要因素，如房地产和汽车销售的高增长预计在 2017 年难以为继。货币政策趋于谨慎，将更注重降杠杆、去资产泡沫，可能会使房地产等行业面临流动性收紧的风险。此外，中国出口行业可能将面对来自欧盟和美国贸易保护主义者更多的挑战。人民币贬值压力仍较大，汇率环境不稳定、投资者信心下降亦将是未来中国经济面对的风险之一。

我们预计 2017 年中国经济仍将砥砺前行，稳中求进，实际 GDP 增速恐进一步放缓至 6.5%。

图 11：预计 2017 年实际 GDP 同比增速进一步放缓至 6.5%



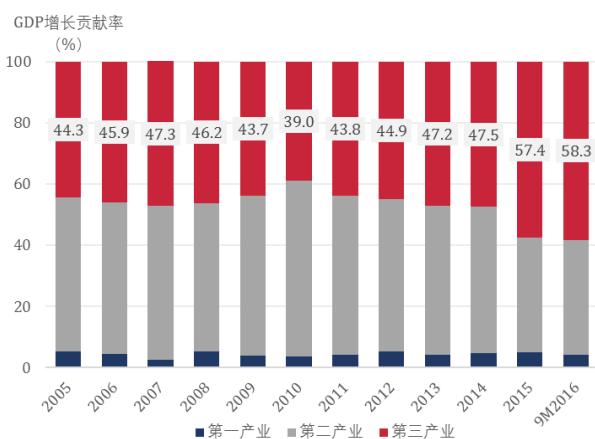
资料来源：国家统计局，招银国际预测

经济结构不断改善

服务业较快发展对经济稳定发挥重要作用。2016 年前三季度，第三产业增加值同比分别增长 7.6%、7.5% 和 7.6%，高于同期第二产业增加值增速 5.9%、6.3% 和 6.1% 以及第一产业增加值增速 2.9%、3.1% 和 4.0%。前三季度，第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 4.1%、37.4% 和 58.5%。第三产业在保持自身平稳较快增长的同时，对经济增长的贡献率逐年稳步提升，并于近年来稳定在 60% 左右。预计未来几年，服务业仍将保持平稳的发展势头，为稳定经济增长发挥重要作用。

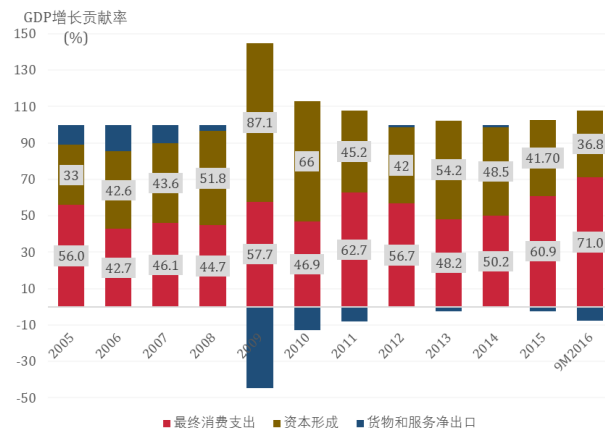
消费是促进经济增长的主要动力。从三大需求驱动因素来看，2016 年前三季度，消费对经济增长的贡献率达到 71%，比 2015 年提高 10.1 个百分点；资本形成和净出口对经济增长的贡献率分别为 36.8% 和 -7.8%。消费已经成为经济增长最主要的贡献力量。同时，消费对经济增长贡献的提升也有助于改善经济结构，进一步提高经济增长的稳定性。预计 2017 年“三驾马车”将延续消费稳中有进、投资缓中趋稳、进出口继续承压的变化趋势。

图 12：第三产业对 GDP 增长的贡献率逐年提升



资料来源：万得数据，招银国际

图 13：消费对 GDP 增长的贡献率逐步提升



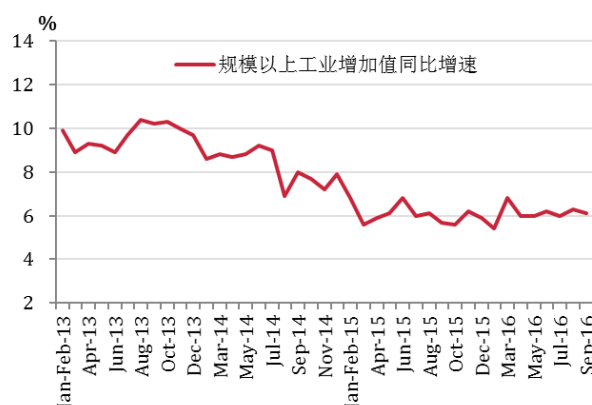
资料来源：万得数据，招银国际

工业筑底企稳，活力提升

工业筑底企稳迹象不断显现。自 2016 年 3 月份以来，工业增速保持在 6.0% 以上小幅波动，趋于稳定，工业用电量、货运量有所回暖。前三季度，全国工业用电量同比增长 2.0%，增速较上半年和一季度分别加快 1.5 和 1.8 个百分点。制造业采购经理人指数（PMI）自 8 月起重回 50 荣枯线以上，已连续 3 个月持续回升。在国内去产能、去库存的政策作用下，工业产品供需矛盾有所缓解，工业品价格回升明显。自二季度以来，PPI 降幅持续收窄，9 月份同比由负转正，终止了 54 个月连跌的态势。

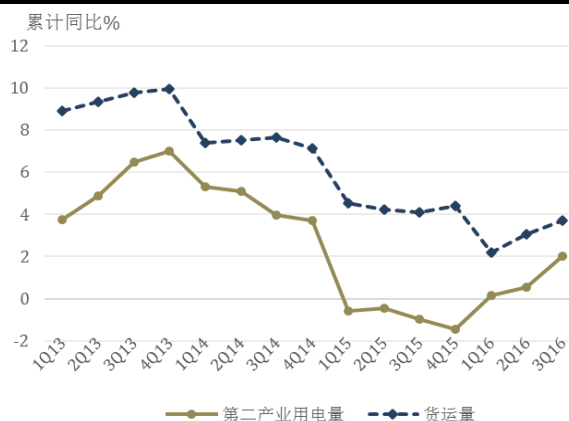
但工业整体回升任重道远。虽然工业领域积极因素增多，但也不难发现工业增速的趋稳亦受到去年低基数效应和大宗商品价格回升的助推，其回弹的基础仍比较薄弱，缺乏持久的动力。国际和国内市场总体需求仍较为疲软，“三去一降一补”需要较长的过程，传统产业转型升级仍面临艰巨的挑战，未来应当警惕因暂时回暖出现过度生产、过度投资、结构性改革出现倒退的现象。此外，我们也观察到，在本轮工业企稳的过程中，很多中小型企业尚未摆脱困境，PMI 中小型企业分项指数持续位于 50 荣枯线以下（尽管整体 PMI 指数逐月上升）。据此，我们预计 2017 年工业将呈现持续企稳、小幅波动的态势，全年规模以上工业增加值同比增速预计为 6.2%。

图 14：2016 年 3 月以来工业增速保持在 6.0% 以上小幅波动



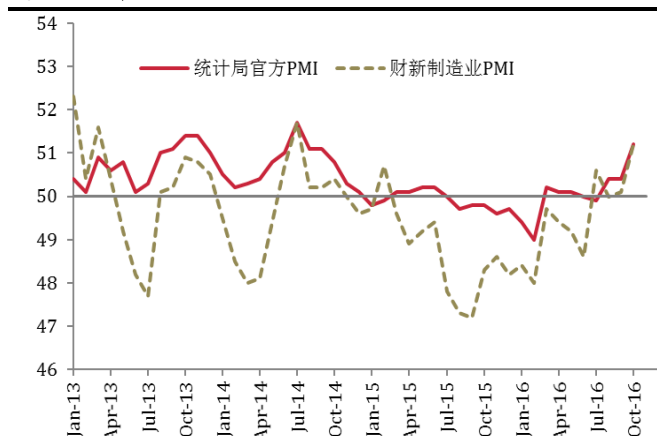
资料来源：国家统计局，招银国际

图 15：第二产业用电量、货运量增速有所回升



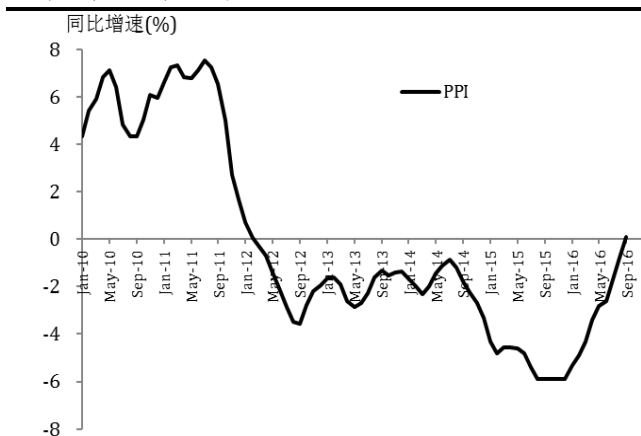
资料来源：万得数据，招银国际

图 16：统计局制造业 PMI 指数自 2016 年 8 月起连续回升



资料来源：国家统计局，Markit，招银国际

图 17：工业品价格回升带动工业企稳——2016 年以来 PPI 跌幅逐月收窄，9 月份由负转正



资料来源：国家统计局，招银国际

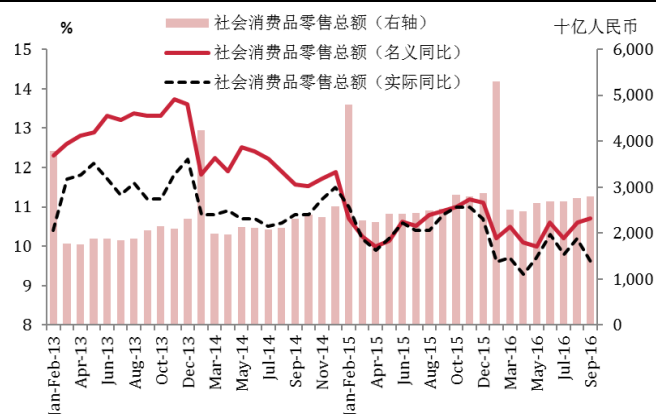
消费望稳中有进

2016 年消费呈稳中有升的变化态势。前三季度，社会消费品零售总额同比增长 10.4%，较去年同期下降 0.1 个百分点，但比上半年加快 0.1 个百分点，其中 8 月和 9 月当月同比增速分别达到 10.6% 和 10.7%。汽车和住房类相关商品销售形势较好是带动三季度消费回升的重要因素之一。受到消费升级、购置税优惠政策即将到期等因素带动，前三季度限额以上单位类汽车销售额同比增长 9.1%，较上年同期加快 1.4 个百分点，拉动整体消费品零售总额同比增速约 1 个百分点。2016 年前三季度商品房销售面积按年增长 26.9%，带动了居住类商品的消费。限额以上家具、建筑及装潢材料类商品同比增速分别达到 13.9% 和 15.4%，拉动整体消费增速约 0.25 个百分点。

2017 年消费增速恐承压。（1）房地产销售放缓影响居住类商品消费，例如家具、家用电器、建筑及装潢材料等；（2）若房地产调控政策导致部分城市房价下降、购房者财产缩水，在短期内可能通过财富效应抑制家庭消费倾向；（3）由于汽车购置税减半优惠政策将于 2016 年底到期，明年汽车类销售可能会出现一定下滑，对整体消费品零售额增长的拉动效果可能明显减弱；（4）收入增速放缓可能拖累消费。从失业率数据看，中国就业情况保持稳定：9 月份 31 个大中城市城镇调查失业率自 2013 年 6 月以来首次低于 5.0%，全国城镇新增就业 1067 万人，提前一个季度完成全年新增就业目标。然而自 2016 年以来，城镇居民实际可支配收入同比增速连续三个季度低于 GDP 增速。收入增速放缓在未来可能会对居民消费造成不利的影响。

稳中有进的“进”主要体现为消费升级和新业态的蓬勃发展。（1）随着移动支付、网络平台的不断发展，网络消费维持快速增长，其在整体消费中的比重也不断提升。前三季度全国网上零售额同比增长 26.1%，其中实物网上零售额增长 25.1%，在社会消费品零售总额中占比为 11.7%，比 2015 年提高 0.9 个百分点，增速高于社会消费品零售总额增速 14.7 个百分点，拉动后者增速约 2.9 个百分点。（2）近年来，五大“幸福产业”——旅游、文化、体育、健康、养老的相关消费不断增加，代表着消费升级过程中的新增长点，2016 年前三季度五大幸福产业的营业收入均实现同比两位数增长。

图 18：2016 年前三季度社会消费品零售总额呈稳中有升的变化态势；前三季度累计同比增长 10.4%



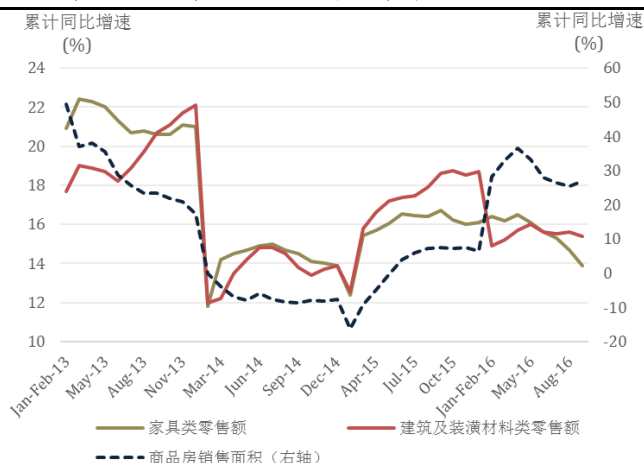
资料来源：国家统计局，万得数据，招银国际

图 19：2016 年前三季度汽车销售额同比增长 9.1%，对社会消费品零售总额增速贡献率近 10%



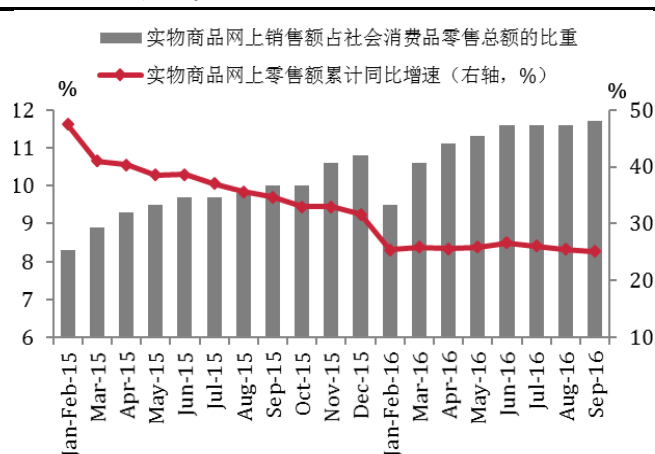
资料来源：万得数据，招银国际

图 20：房地产销售降温可能将拖累住房类消费



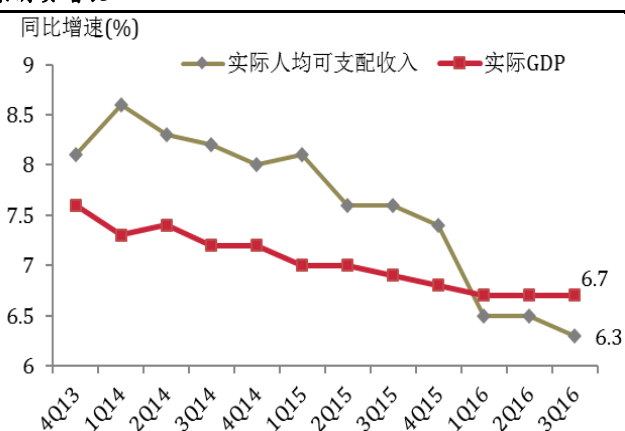
资料来源：国家统计局，招银国际

图 21：网上零售蓬勃发展



资料来源：国家统计局，万得数据，招银国际

图 22：人均可支配收入增速连续三个季度低于 GDP 增速，恐拖累消费增长



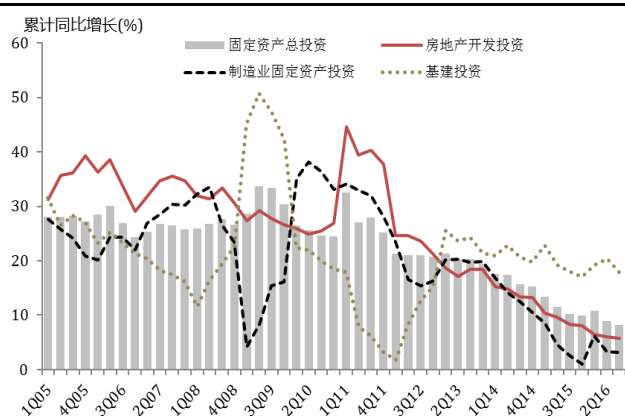
资料来源：国家统计局，招银国际

投资增速恐缓中趋降

2016 年投资增速放缓，9 月份有企稳迹象。2016 年前三季度全国城镇完成固定资产投资 42.69 万亿元，同比增长 8.2%，增速较去年同期回落 2.1 个百分点，但 9 月当月投资增长 9%，连续两月出现当月增速回升。民间投资增速今年遭遇“滑铁卢”，前三季度民间投资同比增长仅为 2.5%，比去年同期下滑 7.9 个百分点，但 9 月份当月同比增长 4.5%，结束了自去年以来持续回落的走势。

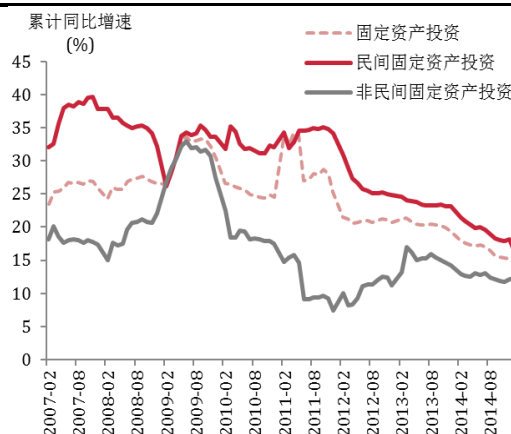
稳投资靠基建。从固定资产投资的各项构成来看，基建投资仍是稳投资的关键。我们预计 2017 年仍将延续稳增长靠投资、稳投资靠基建的发展趋势。制造业固定资产投资预计将继续筑底企稳，而房地产投资增速恐受调控政策影响出现明显降温。

图 23：按类别固定资产投资增速



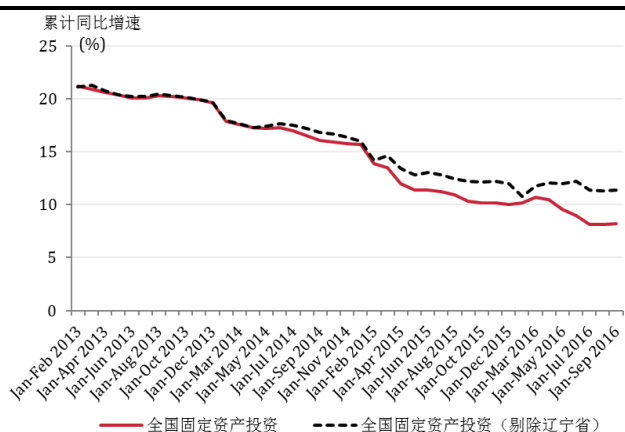
资料来源：国家统计局，万得数据，招银国际

图 24：民间投资增速遭遇“滑铁卢”



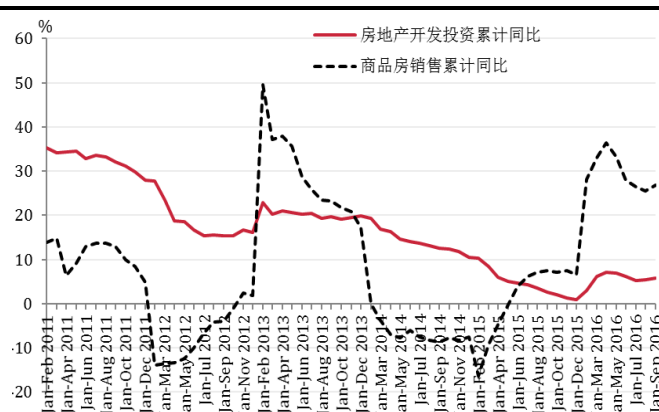
资料来源：国家统计局，万得数据，招银国际

图 25：剔除辽宁省数据后，全国固定资产投资尚能维持两位数同比增速



资料来源：国家统计局，万得数据，招银国际

图 26：随着调控政策陆续推出，房地产投资和销售增速可能出现显著下降



资料来源：国家统计局，万得数据，招银国际

未来有一定的积极因素稳投资。（1）2016 年固定资产投资增速下滑，除去基本面因素，亦受到辽宁投资数据“挤水分”效应的拖累。前三季度辽宁省固定资产投资同比削减 63.5%，剔除辽宁省数据后，全国固定资产投资增速尚能维持在 10% 以上。考虑到数据修正的时点和 2016 年的低基数，我们认为辽宁对全国投资数据造成的负面影响从 2016 年四季度开始会逐渐减弱，明年的投资数据将更贴近实际情况；（2）我们认为前期稳增长、稳投资的措施正在逐渐体现出效果。比如上半年国务院开展民间投资专项督查，梳理民间投资中存在的问题，对于促进政策落地速度，激发民间投资活力，提振民间投资信心都有着积极的作用；（3）我们认为 2017 年财政政策继续加码，专项建设基金继续推进、PPP 合作模式进一步落地，将为基建投资的增长提供较为持续的动力。

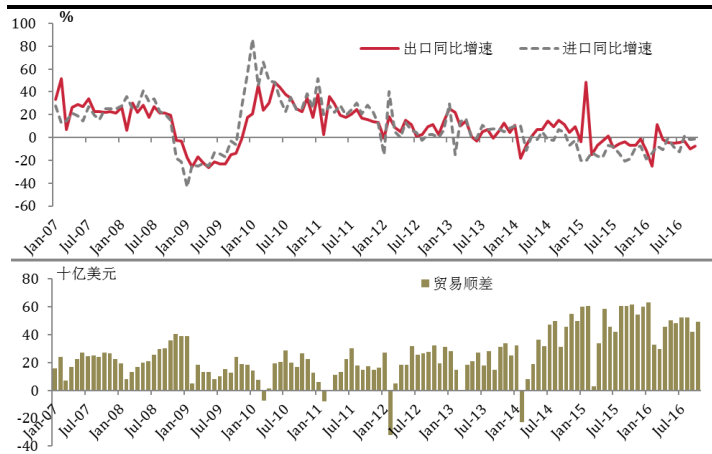
恐受到房地产调控政策的负面影响。2016 年十一黄金周期间，包括北京、上海、南京、厦门、杭州、深圳、苏州等 18 个一二线城市出台了房地产调控政策，大幅提高限购或限贷标准，并提高首付比例。统计局随后公布的数据显示，调控后出现量价降温——有 15 个一线和热点二线城市新建商品住宅价格在 10 月上半月的环比涨幅较 9 月份有所下降；多数城市 10 月上半月的网签成交量比 9 月下半月明显下降。调控政策还陆续扩展到土地市场和信贷市场。随着房地产销售降温、开发商融资渠道收紧，我们预计明年房地产投资增速将出现明显下滑。

综上，我们预计 2017 年投资增速将缓中趋降，城镇固定资产投资同比增速预计为 7.5%。

进出口继续承压

在全球经济复苏缓慢、需求萎靡、贸易衰退的大背景下，中国的出口恐继续承压。此外，国际经济和政治不确定性较大，英国脱欧公投、特朗普当选新一届美国总统后，欧盟和美国对于中国出口产品的政策可能更为严苛，对中国的出口形势产生不利影响。我们预计 2017 年出口仍呈同比下降态势，降幅为 4.5%。尽管国际大宗商品价格有回升迹象，但国内经济深度调整、需求有限，我们预计 2017 年进口同比下降 2.0%，降幅较 2016 年收窄。

图 27：2017 年进出口恐继续下滑



资料来源：海关总署，招银国际

人民币有贬值压力，但空间有限

2016 年至今人民币兑美元贬值约 4.3%。人民币兑美元大致经历了三个急速贬值期，分别为今年年初、英国脱欧公投后和国庆黄金周后，在其余的时间段内可谓正常波动，有升有降。如果说年初第一周人民币兑美元的急贬是央行通过调低中间价的主动性贬值，那后两次更多意义上则是被动的贬值，主要由美元的急速上涨所带动。比如在 10 月初的三周左右时间内，美元指数受到美联储加息预期升温的影响攀升近 3.4%，同期人民币兑美元贬值 1.6% 左右，但人民币兑一篮子货币保持稳定。CFETS 汇率指数自年初贬值约 7.1%，自 7 月起保持在 94-95 的区间内小幅波动。

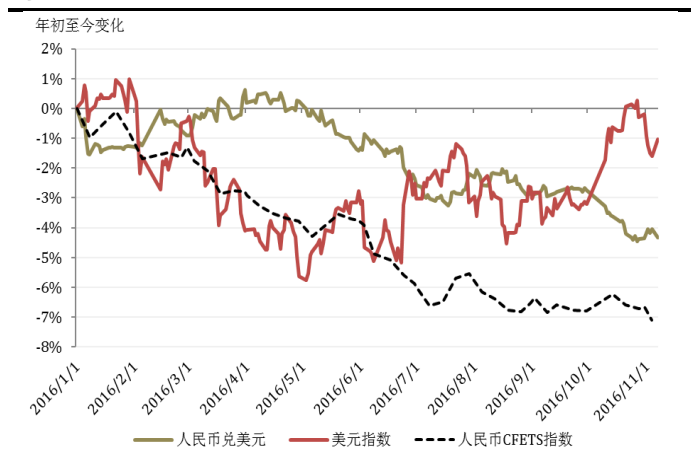
未来贬值压力仍存在，但整体可控。我们认为，2017 年人民币在两大背景下仍面临一定的贬值压力：（1）美联储加息，美国经济平稳向好，使得美元继续走强；（2）国内家庭及企业担心资产价格泡沫，海外资产配置需求日渐强烈，从而带来资本流出的压力。然而，这我们认为两大因素最终对人民币造成的贬值幅度是可控的：

首先，在美联储加息的背景下，美元不一定持续走强，也不一定走得太强。观察上一次即 2015 年 12 月的加息进程不难发现，美元走强主要发生在加息预期逐渐消化的前期，而在真正加息之后，美元指数则开启了一轮跌势，由 100 左右的高位一度下跌至 93 左右。另外，美元的走势是影响美国自身经济和外交关系的重要因素之一。从主观上来说，美国自身并不希望美元过于强势以至于影响本国出口和本国经济，更不希望美元强到“没有朋友”。

其次，我们认为有一些积极因素会缓解资本外流，减轻人民币贬值压力。境外机构和个人持有人民币金融资产的规模虽然较 2015 年二季度末 4.59 万亿有所回落，但 2016 年前三季度一直保持在 3.3 万亿左右。从资产结构来看，主要减少的是人民币存款，对债券的需求则连续 7 个月增加。截至 2016 年 9 月末，境外机构和个人持有人民币债券的规模达到近 8,060 亿元，创历史新高。随着境内债券市场向境外投资者加大开放力度，预计未来外资对人民币债券的需求将持续增长。人民币正式加入 SDR 后境外主体配置人民币资产的需求提升也将促进跨进资本均衡流动。

我们认为 2017 年人民币兑美元贬值空间在 3% 左右。自今年 10 月起，人民币已开启宽幅波动态势。尽管市场猜测人民币将开启新一轮大规模贬值，但我们认为贬值的幅度是有限的。除前述分析之外，我们认为人民币兑美元相对汇率的走势亦取决于两国货币当局及政府的态度。中国经济的发展需要一个较为稳定的汇率环境，而处于加息大背景下的美国也不希望美元过于强势影响本国经济和外交。所以，美元“稍”强、人民币“稍”弱很可能是两方博弈的最终结果。我们预计今年人民币兑美元继续贬值的空间在 1% 左右，明年可能还有 3% 左右的贬值空间。相应的，我们对于 USDCNY 在 2016 年年末的预测值为 6.90，2017 年年末预测值为 7.10。

图 28：人民币兑美元、美元指数、人民币 CFETS 指数年初至今变化



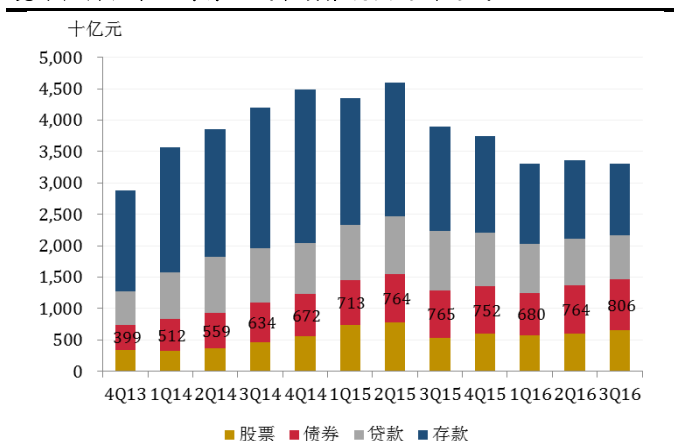
资料来源：彭博，中国外汇交易中心，招银国际

图 29：2015 年 12 月加息后，美元指数并未持续上升，而是开启一轮跌势



资料来源：彭博，招银国际

图 30：境外机构对人民币债券需求不断增加，2016 年 9 月末，境外机构和个人持有人民币债券规模达到近 8,060 亿元



资料来源：中国人民银行，招银国际

货币政策谨慎中性, 财政继续加码发力

坚持稳健的货币政策。宽松的货币政策对当前的经济疲软效果不大。经济面临的主要问题还是结构性的问题，货币政策的“放水”会导致新的过度投资和资产泡沫的产生。根据最新的政策文件，未来的货币政策将“在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”，以营造中性适度的货币金融环境,配合结构性改革做好相应的总需求管理。

我们预计 2017 年央行不会实行大规模降息、降准，将继续运用好抵押补充贷款工具、常备借贷便利和常态化的公开市场操作、中期借贷便利操作等，加强信贷政策指导，更精准、更有针对性地支持实体经济转型升级。

财政继续发力。预计 2017 年财政政策将继续加码，支持实体经济增长。那么财政刺激还有多少空间？仅从财政收支数据看，在财政政策进一步加码的过程中，预算内财政面临的压力不断增大：2016 年前三季度财政赤字约 1.46 万亿元，占同期 GDP 总量的 2.75%，且 2016 年上半年便已经出现收不抵支的情况，这在以往年份（即便是全球金融危机期间）都鲜有发生。但我们观察到，2015 年下半年以来，预算外的准财政措施，例如政策性银行、专项建设基金、平台融资、推动 PPP 项目等，逐渐成为稳增长、稳投资的重要工具。以专项建设基金为例，自 2015 年下放 8,000 亿元后，2016 年已陆续下放两批，额度达到 1 万亿，该基金可以以项目资本金、股权投资等方式支持重点项目建设，撬动银行贷款。所以我们认为，未来仍有相当大的财政空间稳增长、稳投资，而主要的限制可能还是在于可供投资的优质项目日渐稀缺。

主要经济指标预测

我们对于 2016、2017 年主要经济指标的预测如下：

图 31：中国主要经济指标预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E
实际GDP（同比增速，%）	7.7	7.3	6.9	6.7	6.5
规模以上工业增加值（同比增速，%）	9.5	8.3	6.3	6.0	6.2
城镇固定资产投资（累计同比增速，%）	19.7	15	9.9	8.0	7.5
社会零售消费品总额（同比增速，%）	13.1	11.9	10.7	10.4	10.3
CPI（同比增速，%）	2.6	2.0	1.4	1.8	2.0
PPI（同比增速，%）	-1.9	-1.9	-5.2	-3.6	0.2
出口（以美元计，同比增速，%）	7.9	6.1	-2.6	-5.0	-4.5
进口（以美元计，同比增速，%）	7.1	0.4	-14.4	-6.0	-2.0
贸易顺差（十亿美元）	259.0	383.1	599.9	545.6	520.8
广义货币供应量M2（同比增速，%）	13.6	12.2	13.3	12.0	11.5
新增人民币贷款（十亿元人民币）	8,892	9,781	11,720	13,900	10,160
社会融资规模增量（十亿元人民币）	17,317	16,413	15,289	17,800	13,100
1年期存款基准利率（%，年底值）	3.00	2.75	1.50	1.50	1.50
1年期贷款基准利率（%，年底值）	6.00	5.60	4.35	4.35	4.35
大型金融机构存款准备金率（%，年底值）	20.0	20.0	17.5	17.0	17.0
USD/CNY即期汇率（年底值）	6.05	6.21	6.49	6.90	7.10

资料来源：彭博，中国外汇交易中心，招银国际

2017 年市场展望及投资策略

策略师：苏沛丰，CFA – danielso@cmbi.com.hk

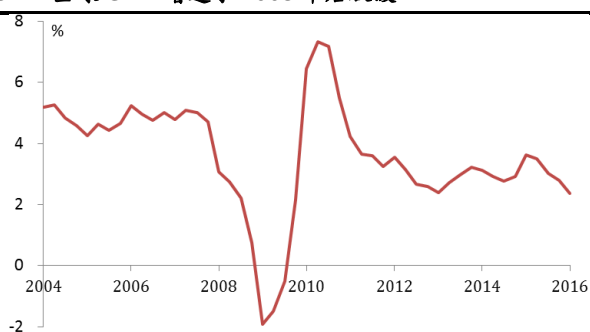
展望 2017 年，环球经济及金融市场充满挑战，包括货币政策宽松程度减低、利率有上行压力、债台高筑、政局不明朗，香港则面对房地产泡沫风险及人民币贬值压力。危中有机，港股盈利料复苏，估值有望追落后，且受惠更多内地资金流入，恒生指数明年基本目标为 23,800，较现水平有 6.5% 上升空间。整体而言，预料港股明年相当波动，恒生指数高低位介乎 18,300-25,800，建议采取较灵活的买卖策略，捕捉市场恐慌及贪婪的时机，而非简单的买入并持有。

环球通胀升温、央行收水、债息上升

2008 年雷曼兄弟倒闭，触发「金融海啸」，全球股市大跌。8 年后的今天，美国股市较海啸低位反弹 2.2 倍，屡创新高，较海啸前高峰高出 39%；德国及英国股市亦先后创历史新高。但其实此 8 年间，撇除海啸后两年之大起大落外，环球经济增长明显较海啸前弱（图 32），推动股市上升的一大动力，来自极度宽松的货币政策。美国自 2008 年底便实行零利率，并多次推行量化宽松（QE）买债计划，其后欧洲、英国、日本亦推行 QE，欧、日央行更实施负利率。如此史无前例的宽松政策，既推低企业及投资者之融资成本，亦直接向市场注入庞大资金，成功推高股票及债券等资产价格。

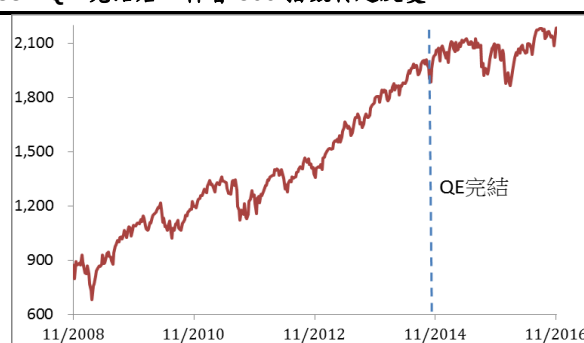
不过，2017 年环球主要央行的政策宽松度料逐渐减低，美国于 2015 年 12 月开始加息周期，料今年 12 月再加，并于明年再加 2 次。事实上，自从美国联储局于 2014 年 10 年终止 QE，美股 6 年升浪告终，转为反复上落（图 33）。当央行水喉渐渐扭细，需要经济及企业盈利增长接力推动，否则股市动力料将减弱。

图 32：全球 GDP 增速于 2008 年后放缓



资料来源：彭博、招银国际

图 33：QE 完结后，标普 500 指数转趋反复



资料来源：彭博、招银国际

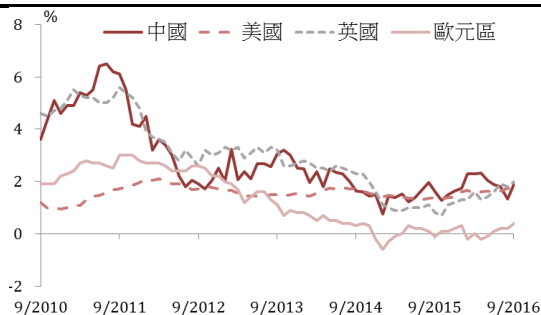
2008 年以来，全球主要央行最怕通缩风险，极力宽松以求通胀能回升至目标水平。目前尚未达标，但近一两年通胀明显见底回升（图 34），而今年以来油价反弹，由年初低位回升 71%，若油价维持于相对高水平，明年通胀势将升温，央行或须加快「利率正常化」的步伐。美国候任总统特朗普将于明年 1 月上任，他主张的政策倾向令通胀升温，例如加中国货品关税，及减少输入外劳，料令美国消费品价格及工资上升。他亦提出大减企业税，及增加基建，亦令通胀有上升压力。

除了通胀，央行还会考虑金融业及退休基金的前景。例如欧洲央行行长德拉吉表示，意识到超宽松货币政策令金融业付出很大代价（净利差甚低），故不倾向维持负利率太长时间。退休基金方面，由于主要投资于定息市场，投资回报受累超低利率，长此下去，或不足以支持市民退休所需，政府或倾向尽快调高长期期息率。美国债券牛市持续了三十年，十年期国债孳息率早前低见 1.32%，现已反弹至 2.34%，随着联储局加息，孳息明年或上试长期下降轨，大约 2.5%（图 35）。

债息反弹，福祸难料

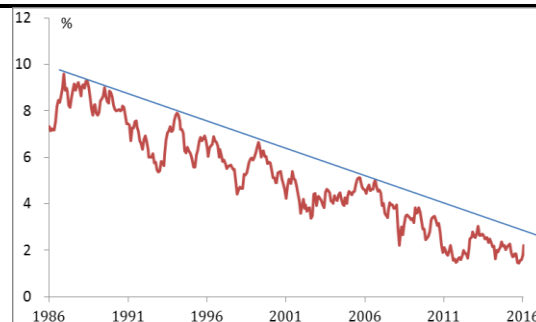
若债息上升，福祸难料。传统上，债息与股市方向一致，当市场情绪乐观，资金从避风港债券流向股市，造成债息升、股价升。若明年债息缓升，部份资金转为追求回报，则股市料受惠。相反，若债息急升，可能反映通胀预期及联储局加息预期升温，恐怕令已现泡沫的债市有爆破之虞，则全球金融市场动荡难免。

图 34：美、欧、英、中通胀回升



资料来源：彭博、招银国际

图 35：美国十年期债息趋升



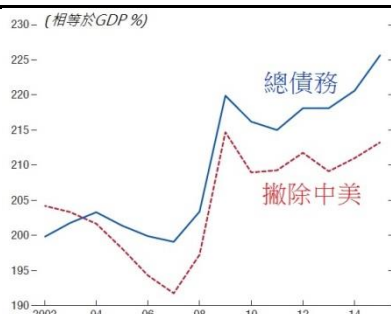
资料来源：彭博、招银国际

债市风险

国际货币基金组织（IMF）于 10 月初发布的资料显示，2015 年全球债务创历史新高，公营与私营债务升至 152 万亿美元，相当于全球 GDP 的 225%，超越 2008 年金融海啸时水平（图 36），并且仍在上升。IMF 特别指出，部份主要新兴国家（如中国、巴西）之私人债务近年扩张之急，好比金融海啸前夕发达国家的情况。如此急速增长的债务，明显难以持续，但减债难免造成经济阵痛。

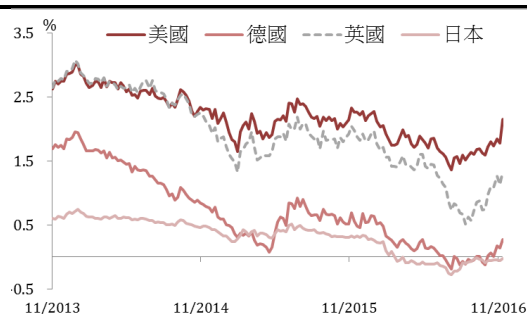
环球债务如此迅速扩张，主要由于央行的超宽松政策，超低利率鼓励借贷，而世界经济增长疲弱下，游资涌进相对安全的发达国家债券，令孳息率屡创新低，甚至跌至负数（图 37），明显出现泡沫征状。一旦通胀上升，债券提供的实质孳息（扣除通胀）将更加低，有可能触发大量资金从债市撤走，债息急升，除了令金融市场动荡外，届时企业再融资须承受较高利率，政府的债息开支将上升，或令私人投资及政府开支减少，不利经济增长。

图 36：全球债台高筑



资料来源：IMF、招银国际

图 37：主要国债孳息超低



资料来源：彭博、招银国际

美国新总统改弦易辙

美国总统选举尘埃落定，共和党特朗普将于 2017 年 1 月上任。特朗普没从政经验，部份政策于竞选时没说得很具体，就算是有详细说明的政纲，会否于上任后实行亦难料，整体而言是市场的一大不明朗因素。以下政策是较受关注的几方面：

1. 贸易政策

保护主义：特朗普主张贸易须保护美国本土企业及职位，反对泛太平洋经济伙伴关系协定，点名批评中国及墨西哥的贸易政策，例如非法补贴出口、操控汇率、侵犯知识产权，可能会向中国进口征收新关税，而这有机会引起中方报复，对来自美国的进口货加征关税，触发贸易战。

影响：中美贸易将会减少，航运需求首当其冲。中国出口受压，人民币贬值压力增加。美国企业将部份于中国的生产线迁移至其他低成本地区或回美国，有利美国就业，但企业成本增加。长远而言，美国消费者承担较高物价，通胀上升，消费能力减弱。

2. 货币政策

加息或加快：特朗普于货币政策的立场较摇摆不定，曾指加息将重创美国经济，却又抨击耶伦为支持奥巴马政府才维持低利率。耶伦是民主党奥巴马提名，特朗普抨击她，可能只是竞选伎俩，上任后料不会立刻换人，如无意外，耶伦会完成任期至 2018 年 2 月。联储局原则上是政治中立，但主席由总统提名，因此特朗普可任命立场与自己接近的人选。

影响：特朗普将令货币政策前景较不明朗，而由于联储局维持接近零息已长达八年，唯一加息是去年 12 月，未来若有任何转变，应倾向是加快加息步伐。

3. 财政政策

扩张性财政政策：特朗普主张减税及放宽监管，以振兴经济、创造职位，包括企业税由 35% 大减至 15%。主张投资基建，改善破旧的道路桥梁。

影响：美国制造业倾向将部份生产线由海外迁回美国，以享较低税率，资金回流美国，职位增加，企业盈利因减税而增加。长远则国库赤字恶化，美元有贬值压力。有美国智库估计，特朗普将令国库收入十年减少 5.9 万亿美元。

4. 外交及军事政策

减少出兵：特朗普于外交及国防未有详细政纲，但曾表示不保证会出兵保护北约成员国，似乎不主张美国继续做「世界警察」。

影响：若美国于全球的军事干预减少，可能引起地缘政治局势紧张，例如较多领土争议的亚太区，若出现军事冲突，美国又不介入调停，难免打击区内股市，同时利好避险资产。

综合而言，特朗普竞选时口不择言，部份政纲激进，但美国总统权力有议会制衡，不能独行独断，上任后推行的政策应会较参选政纲温和。特朗普明年上任后，对环球经济及金融市场有何影响，仍需观望，但无疑会造成市场波动，较可能造成的影响包括：1) 美元偏强，因贸易保护及减税令美国企业回流，并吸引海外企业投资；2) 新兴市场资金流走，因与美国的贸易受打击，从而拖累当地经济及汇率；3) 通胀升温，债息上升，已有泡沫迹象的成熟市场国债有较大沽压；4) 金价上升，政策不明朗，加上地缘政治风险或升温，令避险情绪上升，资金流向避风港。

欧洲政局不明朗

比起美国，欧洲的政治风险更大。首先，英国政府计划于明年 3 月底前启动脱欧程序，虽然英国高等法院裁定，政府必须先经国会投票通过，才能启动脱欧，但政府料会上诉，就算维持原判，料国会议员亦不会逆选民意向地否决脱欧。因此，脱欧可说势在必行，英国或会争取采用挪威模式“软脱欧”（享受欧盟单一市场待遇，同时重夺移民审批权）但欧盟料会采取强硬态度，许杀一儆百，只容许“硬脱欧”，而此模式料对英国及整个欧盟的经济损害较大。

更大的风险，是欧元区的潜在政局变迁。意大利将于今年 12 月 4 日举行修宪公投，若民众否决修宪，现任政府将下台，疑欧派（反对欧盟，偏向脱欧）或会上台。明年法国及德国将分别于 4 至 5 月及 8 至 10 月举行大选。近年环球选民右倾、反建制、反全球化，加上德国及法国现任政府于恐怖袭击及难民政策的处理颇失民心，明年可能选出右翼疑欧派政府。若欧元区三大国均由疑欧派领导，欧盟将面临分裂瓦解的危机，欧元汇价将剧烈波动，长远甚至消失。

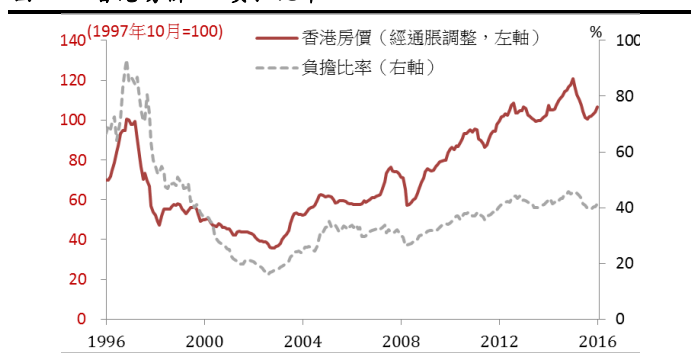
香港楼市泡沫

香港股市向来较受外围经济及资金流向影响，但自身经济亦不能忽略。明年香港面对的一大风险，是房价会否下滑。金融海啸后，香港跟随美国的超低利率，加上房屋供不应求等因素，房价（中原城市指数）由 2008 年低位至今上升 1.4 倍。经通胀调整后，8 年来升幅仍达 86%，比 1997 年楼市泡沫爆破前夕高 7%。

现时房价虽高，但若看负担比率，危险程度却远不及 1997 年。现时负担比率为 42%，反映一个典型家庭的按揭供款占收入之 42%，1997 年曾高达 93%（图 38），因为当时按揭利率远高于今日。可见来年楼市走向的关键之一，是按揭利率。香港的按揭一般与银行「最优惠利率」或「香港银行同业拆息」挂钩，而前者大致跟随美国联储局指标利率升跌，后者亦有间接关系。我们预期，由现时至 2017 年底，联储局将加息三次共 0.75 厘，若香港按揭利率跟随，其他因素不变，负担比率约升至 46%，将会是 2003 年楼价见底以来最高。

政策的影响亦举足轻重。2010 年开始，香港特区政府多次收紧按揭成数，并先后推出三项新的物业印花税，试图减低房屋投资需求，更于本年 11 月初调高印花税至划一 15%（首次置业沿用旧税率）。高昂的税项，料令投资者几乎绝迹住宅市场，成交量减少下，若经济或金融市场出现震荡，少量业主减价卖楼，便足以令价格急挫。若楼市明显转弱，恐会造成负财富效应，市民减少消费及投资，本港经济衰退风险上升，港股亦会受拖累。虽然未见楼市急挫的短期催化剂，唯必须密切留意市场变化。

图 38：香港房价 vs 负担比率



资料来源：彭博、招银国际

港股盈利料回升

港股盈利连续两年下跌，但明年有望回升。根据彭博数据，恒生指数之 2015 年每股盈利（撇除了个别公司之非经常收益，例如长和(1 HK)重组及恒生银行(11 HK)出售兴业银行股权）按年下跌 18%，2016 年预料回升 3%，但如计及 2015 年之非经常收益，2016 年盈利料下跌 16%，仅约相当于 2011 年水平（图 39）。盈利缺乏增长，是恒指近五年一直有波幅、没升幅的主要原因。市场预料恒指每股盈利于 2017 年增长约 9.3%（图 41），总算扭转过去两年跌势。

以行业分类（详见第 143 页之附录），电讯及资讯科技盈利表现最强，今年料升 17%，明年料升 19%，主要靠腾讯(700 HK)带动。非银行金融紧随其后，今年料升 23%，明年料升 11%。能源股盈利料谷底反弹，今年料跌 52%，明年料升 178%，主要是「三桶油」受惠油价回升。明年盈利增长最慢的预料为公用及银行业，分别仅增 2%及 4%。

不过，须注意人民币贬值对恒指盈利的影响。从图 40 可见，人民币汇价与恒指盈利有一定关连度，原因是恒指成份股逾半为中资股，盈利以人民币为主。自 2014 年初人民币开始贬值，恒指盈利不久后便下跌。假如明年人民币汇价贬值幅度较我们及市场预期更大，则恒指之盈利预测亦很可能被下调。

图 39：恒指每股盈利 vs 市盈率



资料来源：彭博、招银国际

图 40：人民币贬值影响恒指盈利



资料来源：彭博、招银国际

图 41：恒生指数盈利预测

	2015 实际	2016 预测	2017 预测
每股盈利(点)	1762	1800	1967
变动		2.2%	9.3%
市盈率	12.7	12.4	11.4
股息率	3.7%	3.6%	3.7%
市账率	1.14	1.14	1.07

资料来源：彭博、招银国际

图 42：恒生国企指数盈利预测

	2015 实际	2016 预测	2017 预测
每股盈利(点)	1170	1119	1214
变动		-4.3%	8.5%
市盈率	8.0	8.4	7.7
股息率	3.9%	3.6%	3.8%
市账率	0.92	0.92	0.84

资料来源：彭博、招银国际

市场资金充裕，港股估值追落后

虽然明年环球央行的货币政策料略为收紧，但市场资金仍然充裕。港股现时估值较主要海外市场折让较大。图 43 所见，为恒指市盈率与 MSCI 世界指数及 MSCI 新兴市场指数之比例，现时恒指市盈率仅相当于世界指数之 0.58 倍，及新兴市场指数之 0.83 倍，较过去七年的大部份时间低，而明年恒指盈利料回升，可望获得资金流入追落后。

图 43：恒指市盈率落后



资料来源：彭博、招银国际

恒生指数基本波动区间：20,000-23,800

过去五年，恒生指数处于大型上落市，波幅介乎 16,170-28,589，大部份时间于 20,000-24,000 上落。从估值分析（图 44），此五年间，恒指之预测市盈率介乎 9.3-13.5 倍，平均为 11.2 倍。其中 2011-2014 年市场波幅相对较小，而 2015-2016 年则先后受 A 股牛市带动，估值高见 13.5 倍，及人民币大幅贬值、英国脱欧等拖累，估值低见 9.3 倍。

最高可见 25,800

预料 2017 年港股亦会相当波动。一方面憧憬恒指盈利回升、估值追近海外市场、内地资金南下等等，另一方面忧虑环球央行收水、债务危机、欧洲政局不稳等等，预料明年恒指估值波动区间为平均值 ± 2 个标准差，即 9.3 倍至 13.1 倍，对应明年的预测盈利推算，**明年恒指波动区间料为 18,300-25,800。**

平均值 ± 2 个标准差为较极端的估值，一般不会持久，**明年恒指大部份时间料处于 20,000-23,800**，相当于估值位于平均值 ± 1 个标准差之间，即 10.2 倍至 12.1 倍。

鉴于恒指明年最终升幅料不多，以基本目标 23,800 计，潜在升幅仅 6.5%，**建议采取较灵活的买卖策略，捕捉市场恐慌及贪婪的时机，于 20,000 以下积极买入，23,800 以上趁高套利。**

图 44：恒生指数预测市盈率（2011-2016）



资料来源：彭博、招银国际

看好板塊：科技、基建、國際金融、黃金、香港房托

明年的宏觀趨勢，預料包括通脹升溫、利率回升、人民幣續貶值，此環境中的受惠行業，包括國際金融、黃金、香港房托。另外，科技股料保持盈利高速增长，基建業則受惠中國政策加大投放。

一. 科技

以**騰訊(700 HK)**為首的香港上市科技股，料為明年盈利增長最強的恒指分類行業（撇除今年盈利大跌後基數甚低的能源業）。明年中國經濟料進一步放緩，出口又可能受美國提高關稅打擊，多個行業盈利前景不明朗。科技（尤其是互聯網）行業盈利前景能見度高，較不受外圍政策、政局影響，雖然行業市盈率不低，但相比起一眾盈利能見度不高的行業，料科技股繼續獲市場追捧。騰訊及另一行業龍頭**阿里巴巴(BABA US)**，是我們的行業首選。

小型科技股方面，則有望因「深港通」而漸獲內地投資者關注。深圳上市的科技股，估值普遍遠高於香港上市同業，反映內地投資者追捧此類增長潛力強勁股份。當本港上市科技股逐漸獲他們認識，估值有望提升。

短期而言，科網股有機會受壓，提供低吸良機。特朗普明年 1 月上任美國總統，市場相信其政策較利好傳統行業如金融、石油，於是股市資金由近几年領導市場的科技股套利，流向估值低殘的金融及石油股。

行業分析詳見第 25 頁。

二. 基建

中國房地產市場於 2016 年火熱，多個地方政府於第四季推出調控措施降溫，難免令建築活動減慢。為保持經濟平穩增長，料中央政府其中一個方法是加快基建投放，包括 PPP（政府和社会資本合作）項目。

美國的政策亦可能有利中國基建業。第一，特朗普主張美國加強基建投資，雖未必直接令中國基建公司受惠，但市場較多聚焦於此行業，有利投資氣氛。第二，特朗普較注重本土事務，或減少美國在海外戰略部署，中國於亞太區的影響力或因而加速上升，有利推進“一帶一路”策略，基建股的海外生意可望增加。

中國鐵建(1186 HK)主要從事鐵路建設工程，公司上半年新签合同增長迅速，按年增長 18.2%，同時積極開拓 PPP 項目市場，有助支持未來收入增長。

三. 國際金融

環球通脹於近一兩年有回升跡象，特朗普當選總統後，市場對未來通脹預期進一步升溫，美國十年期以上國債孳息率顯著上升，孳息曲線變得較斜，有利銀行業之淨利差擴闊，以及保險業之投資收益。另外，特朗普主張放寬金融業監管，估計有利業界增加收入，及減少法規開支。

預料美國銀行業較受惠上述趨勢，有買賣美股的投資者可留意。港股的國際銀行股選擇僅得**匯豐控股(5 HK)**及**渣打集團(2888 HK)**，受惠程度略遜於美國同業，並須防歐洲政局變動，及英鎊與歐元的貶值風險。

港股上較佳的选择是國際保險股，其中**宏利金融(945 HK)**業務偏重北美洲，投資收益較受惠美國孳息曲線較斜，而且其香港業務比重低於友邦保險(1299 HK)，受早前銀聯限制境外刷卡買保險的政策影響較小。

四. 黃金

黃金作為另類貨幣，傳統上具抗通脹功能，因為央行可以瘋狂印鈔，黃金供應却有限。環球通脹回升，金料價受惠。黃金亦具避險功能，明年美國新總統特朗普上台，此君無從政

经验，言论及立场较激进，政策风险较高。欧洲方面，多国举行大选，若「疑欧派」上台，欧盟及欧元区有解体危机，资金料流向避险资产。

招金矿业(1818 HK)业务集中于黄金开采的上游业务，盈利与金价的相关性较高。

五. 香港房产信托

通胀及利率回升，理论上不利高息股，因为其实际息率（real yield）下降。但如果某些高息股的盈利能随通胀上升，便能保持吸引力。香港的房产信托基金(REITs)主要持有商厦、商场、停车场等物业。一般而言，物业价格及租金水平与通胀相关性高，某程度具抗通胀特性。近年不少内地资金南下购买香港物业，以避人民币贬值风险，料明年此趋势持续。另外，香港特区政府今年 11 月加强住宅市场调控，大幅调高印花税至划一 15%，相信会令投资者转往商业物业。

领展房产基金(823 HK)是本港最大房产基金，是恒生指数成份股，资产组合庞大，旗下商场之租户以超级市场、快餐店、银行等日常生活所需为主，对经济周期敏感度低，防守力强。

六. 覆盖行业的首选股份

招银国际分析员从覆盖的行业中挑选出首选股份，分别为银行业之**国银租赁(1606 HK)**、保险业之**中国太保(2601 HK)**、证券业之**中金公司(3908 HK)**、房地产业之**中国海外(688 HK)**、汽车业之**华晨中国(1114 HK)**、医药业之**石药集团(1093 HK)**，及新能源行业之**信义光能(968 HK)**，详见第 112 页。

图 45：2017 年首选股份

公司	代码	收市价 (港元)	市值 (亿港元)	市盈率 (倍)	市帐率 (倍)	下年度预测		
						股本回报率 (%)	股息率 (%)	每股盈利 增长(%)
腾讯控股	700 HK	195.40	18,498	28.6	8.00	30.7	0.4	30%
阿里巴巴	BABA US	94.07	2,347	23.5	4.85	18.8	0.0	25%
中国铁建	1186 HK	10.68	1,715	8.2	0.9	11.9	1.9	10%
宏利金融	945 HK	131.20	2,589	10.9	1.06	10.0	3.6	15%
招金矿业	1818 HK	6.92	205	23.4	1.56	6.8	1.5	38%
领展房产	823 HK	52.85	1,179	22.2	0.89	4.1	4.5	8%
国银租赁	1606 HK	1.80	228	8.4	0.8	12.6	3.3	24%
中国太保	2601 HK	28.20	2,914	15.6	1.54	10.3	2.6	11%
中金公司	3908 HK	11.28	260	12.6	1.17	10.4	0.8	21%
中国海外	688 HK	22.00	2,410	6.0	0.89	15.9	4.1	14%
华晨中国	1114 HK	9.53	480	10.0	1.60	17.1	1.2	21%
石药集团	1093 HK	7.92	479	18.6	4.02	22.9	2.0	22%
信义光能	968 HK	2.60	175	6.8	1.89	31.7	6.4	29%

资料来源：彭博、招银国际

看空板块：运输、出口、公用、低增值工业

美国候任总统特朗普主张调高中国商品关税，亦可能会退出某个跨国贸易协定，恐怕会打击全球贸易量，尤其是中国的出口，航运、航空、码头、出口股料受压，其中航空股外币债务沉重，同时受累人民币贬值。

美国现时至明年底料加息三次共 0.75 厘，债券孳息率已率先上升，有损公用股的吸引力。一般公用股盈利平稳，派息稳定，于经济疲弱、利率下降时，为上佳避险之选。相反，通胀及利率上升时，扣除通胀的实际股息率下跌，股价倾向受压。

通胀升温，石油、煤炭、基本金属等价格回升，制造业成本上升。从事低增值产品的生产商，利润微薄，原材料成本压力尤其大。



行业分析

- ❖ 中国 TMT 板块 – 优于大市
- ❖ 中国银行板块 – 同步大市
- ❖ 中国保险板块 – 优于大市
- ❖ 中国证券板块 – 优于大市
- ❖ 中国房地产板块 – 同步大市
- ❖ 中国汽车板块 – 同步大市
- ❖ 中国医药板块 – 优于大市
- ❖ 中国新能源板块 – 同步大市

TMT 板块 优于大市

媒介革新掀起科技浪潮，产业聚变捕捉文娱风口

喧嚣下的冷思考：人口红利减弱，马太效应显现

底层设施筑底，行业整合大幕开启。2016 年中国网络人口首次突破 7 亿，其中手机网民占比达到 92.5%。91.7% 的手机用户为入网用户，同时整体网民 wifi 入网率高达 92.7%。就我国网络人口的规模而言，其数量已经超过世界第一互联网国家美国的总体人口数量。值得关注的是，网民平均每周上网时长高达 26.5 小时，而 2010 年 PC 时代高峰期用户平均在线时长仅为 18.3 小时。可以说，智能手机的大规模普及成为这 5 年国内移动互联网发展主要的推动力——数以亿计的网民直接跳过 PC 时代成为移动互联网的一份子。而由于无线网络 24 小时在线的特质，使得人们无时无刻都处于网络的覆盖之下，用户在线时长大大增加，这种爆发性的人口红利使得互联网行业迅速发展——社交平台、自媒体、O2O 及各种互联网应用野蛮生长直到 2016 年。这一年，出行领域的两个巨头 UBER 与滴滴合并成为 TMT 行业并购规模的顶峰（此后再无天量并购案发生），随后腾讯发布微信应用号（即微信小程序）以及百度低调将其于 2012 年以 19 亿美金高价收购的 91 无线出售，宣告了整个移动互联网 APP 分发时代的结束。以上标志性事件及网络数据普及率数据都表明，移动互联网历经 5 年的快速发展，人口红利效应将逐渐减弱，行业进入整合洗牌期。

图 46:互联网宏观用户数据

年代	网络人口结构	网民上网时长	通信基础	主流设备
2010	4.57 亿，手机网民占比 66.2%	每周上网时长 18.3 小时	手机用户数量 2G 用户占比 94.5%/3G 用户/4G 用户/宽带用户/网民总量 4.57 亿/手机网民 3.56 亿	互联网普及率 34.3%
2011	5.13 亿，手机网民占比 69.3%	每周上网时长 18.7 小时	2G 用户占比 87%/网民总量 5.13 亿/手机网民 4.19 亿	互联网普及率 38.3%
2012	5.64 亿，手机网民占比 74.5%	每周上网时长 20.5 小时	2G 用户占比 94.5%/网民总量 5.64 亿/手机网民 5 亿	互联网普及率 42.1%
2013	6.17 亿，手机网民占比 81%	每周上网时长 25 小时	2G 用户占比 79.1%/网民数量 5.9 亿	互联网普及率 45.8%
2014	6.48 亿，手机网民占比 85.8%	每周上网时长 26.1 小时	2G 用户占比 67.3%/网民总量 6.5 亿	互联网普及率 47.9%/台式电脑入网率 70.8%/笔记本电脑 43.2%/手机上网率 85.8%
2015	6.88 亿，手机网民占比 90.1%	每周上网时长 26.2 小时	2G 用户占比 54.7%/4G 用户占比 29.6%/网民总量 6.88 亿/手机网民 6.02 亿	互联网普及率 50.4%/台式电脑入网率 67.6%/笔记本电脑入网率 38.7%/手机上网率 90.1%/平板电脑入网率 31.5%/电视入网率 17.9%
2016	7.01 亿，手机网民占比 92.5%	每周上网时长 26.5 小时	手机网民/3G/4G/入网率 91.7%，整体网民 wifi 入网率 92.7%	互联网普及率 51.7%/台式电脑 64.6%/笔记本电脑 38.5%/手机 92.5%/平板电脑 30.6%/电视 21.1%

资料来源：CNNIC、招银国际

跑马圈地之后，马太效应显现。回顾 2016 年，中国互联网服务的垂直细分市场经历了从 BAT 跑马圈地后进入流量争夺战的激烈拼杀，而最终剩下的垂直应用各自又被 BAT 牵手联姻成为独当一面的细分巨头，未来“马太效应”（强者愈强、弱者愈弱，两极分化严重）将更加凸显。同期，中国市场总体宏观经济也出现了调整，随着人口红利效应减弱，各个主要领域垂直细分应用的流量已经脱离高速增长期，这意味着未来客户留存的成本将会越来越高。服务成本的提升加上消费者对于服务和产品要求的提高，产品和服务的效率和品质将面临着重大考验。在这一轮战斗当中将会只有优质的大型企业得以继续存活，互联网市场的竞争点逐渐从流量获取转向对用户时长的争夺，而流量巨头 BAT 们都已经做好了稳定自己的流量格局的准备。

图 47: 互联网上市公司估值 Top20 中, 阿里和腾讯的市值合计占比 69%

排名	企业名称	2016年市值 (亿元RMB)	2015年收入 (亿元RMB)	市值占比	收入占比
1	阿里巴巴	12,988	943	34.7%	16.4%
2	腾讯控股	12,790	1,029	34.2%	17.9%
3	百度	3,830	664	10.2%	11.6%
4	京东	2,083	1,813	5.6%	31.6%
5	网易	1,367	228	3.7%	4.0%
6	携程网	1,334	109	3.6%	1.9%
7	唯品会	460	402	1.2%	7.0%
8	微博	337	28	0.9%	0.5%
9	去哪儿	312	42	0.8%	0.7%
10	58同城	294	46	0.8%	0.8%
11	好未来	278	28	0.7%	0.5%
12	新浪	202	29	0.5%	0.5%
13	汽车之家	171	35	0.5%	0.6%
14	欢聚时代	164	59	0.4%	1.0%
15	神州租车	158	44	0.4%	0.8%
16	搜房网	149	57	0.4%	1.0%
17	陌陌	146	9	0.4%	0.2%
18	猎豹移动	133	37	0.4%	0.6%
19	前程无忧	112	21	0.3%	0.4%
20	搜狐	103	123	0.3%	2.1%
总计		37,411	5,746	100%	100%

资料来源: 易观智库、招银国际

注释: 市值统计: 截止 2016/05/16 收盘价 汇率计算: 1 美元=6.5184 元人民币; 1 港币=0.8398 元人民币

图 48: BAT 2015 年移动收入合计突破千亿元, 超过 TOP 30 中其他 27 家之和

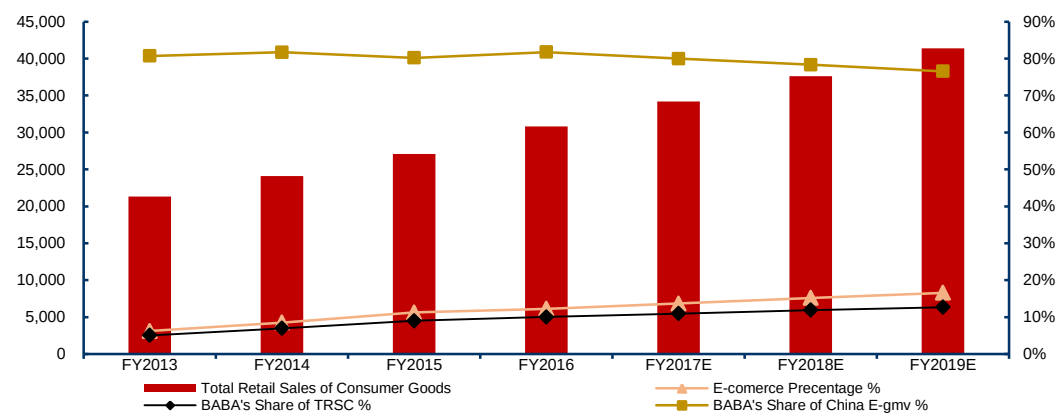
排名	企业名称	2015年移动收入 (亿元)	移动数字用户 (万人)	排名	企业名称	2015年移动收入 (亿元)	移动数字用户 (万人)
1	腾讯控股	447	62,095	16	猎豹	24	7,767
2	阿里巴巴	425	30,232	17	新浪	23	13,316
3	百度	352	43,211	18	58赶集	23	2,238
4	京东	149	4,004	19	胜利游戏	23	398
5	唯品会	84	2,827	20	龙图游戏	21	266
6	网易	84	7,188	21	爱奇艺	21	18,113
7	携程网	77	713	22	神州专车	17	130
8	新美大	59	7,391	23	1号店	17	342
9	搜狐	40	13,697	24	乐逗游戏	16	3,767
10	奇虎360	36	19,216	25	聚美优品	16	844
11	合一集团	32	14,686	26	神州租车	16	34
12	小米	26	7,233	27	昆仑万维	15	904
13	去哪儿	30	1,086	28	谷歌中国	14	/
14	亚马逊中国	26	385	29	恺英网络	13	57
15	智明星通	25	119	30	蓝色光标	12	/

资料来源: 易观智库、招银国际

电商渗透率大幅提升，但增长高峰已过

数年高速发展后，电商行业进入稳定增长期。2012 年至 2016 年第一季度中国国内全社会零售总额从 21.3 万亿增长至 30.8 万亿，而电商交易 GMV 则由 1.3 万亿成长至 3.8 万亿，电商渗透率由 6.3% 跃升至 12.3%。电商渗透率经历 2013-2014 年移动互联网浪潮已经迅速攀升，在没有新的流量导入及品类大幅扩张的情况下，结合当前国内经济形势判断，电商渗透率将可能维持每年 1-1.5 个百分点的提升直至 2018 年（即公司财务年度 2019 财年）达到 15-16% 的饱和水平。因此，国内电商交易规模已经跨越大规模增长阶段，开始步入稳定发展阶段。

图 49: 中国全社会零售总额（十亿美元）及电商渗透率



资料来源：Bloomberg，招银国际

内容成为推动网络广告市场发展的核心要素

1) 关键字搜索流量衰退：百度广告受到新广告法重创，变成了负增长。3Q16 达到 RMB16,490 百万，同比倒退 6.7%，市场份额可能只有 23%。谷歌在美国市场上的关键词搜索收入也是低单位数增长。搜索广告将可能会向垂直领域转变，而淘宝，饿了么，点评，58 赶集之类的商品和服务搜索的需求正在增加；

2) 2016 年第三季度阿里巴巴及腾讯系广告份额加总超过 40%，未来几个季度可能持续增长到 60%-70%。但是从侧面也看出一个问题就是，整个互联网广告市场增长也在放缓，上个季度增长只有 34.5%，这个季度增长可能由于百度的影响可能跌破 30%。

3) 优质内容将能拉动互联网广告变现：正如优质手游能够为原本用户增量触顶的手游市场带来活力，优质的内容：如电影、体育直播、网络剧、短视频及自媒体内容将可能拉动网络广告流量，从而带来直接的变现。而对于优质内容的争夺，版权及渠道将会成为“兵家必争之地”。由于网络发布渠道实际上与流量入口重合（微信、淘宝、微博、百度搜索等），实际上更激烈的争夺将会在于版权上（如海外优质电影人物形象 IP、动漫、音乐等）。

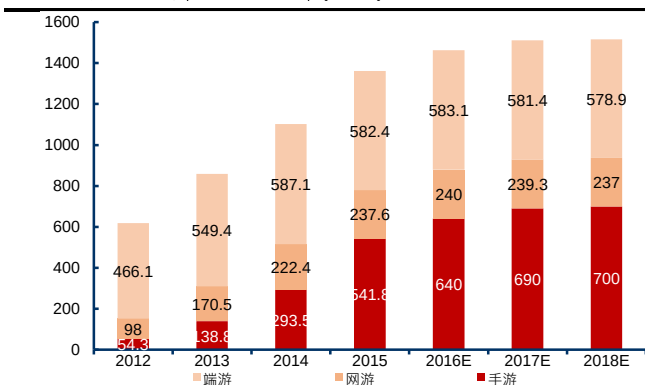
娱乐消费：“口红效应”下的文娱浪潮，游戏与影视丰收进行时

所谓“口红效应”，源于美国经济低潮期而导致口红热卖的一种经济现象，也叫“低价产品偏爱趋势”。随着中国经济步入新常态、文娱产业占 GDP 比重的提升，我们认为经济增速放缓将伴随着以游戏、影视为代表的娱乐消费大幅攀升。

游戏行业集中度提升，游戏重度化趋势显著

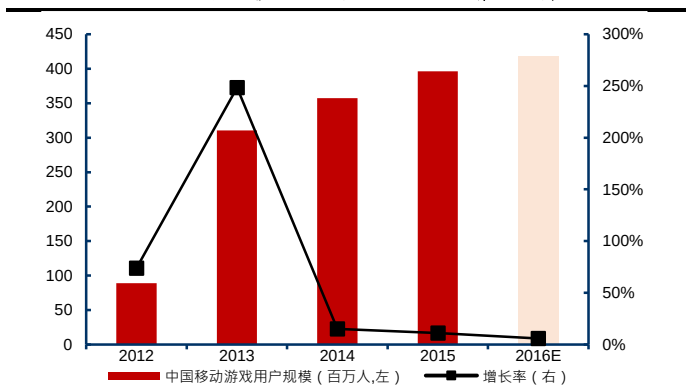
手游仍为增长源泉。2016 年，中国游戏市场格局逐渐明朗。虽然网络直播和电竞赛事的兴起将玩家的视野带回了 PC 端，但竞技类游戏仍不足以支撑整个端游市场的增长。在移动端，随着用户规模增长停滞，人口红利效应减弱，手游继续延续增速放缓的趋势，但是依然能够凭借相对较高的增速，保持市场份额的提升。短期来看，手游仍是中国游戏市场最主要的增长源泉，2016 年有望占据游戏市场超 50% 以上的份额。根据艾瑞咨询数据显示，2016 中国游戏行业营收预计为 1463.1 亿元，手游将超越端游成为游戏行业的第一大市场。

图 50: 中国游戏市场收入分布(亿元)



资料来源：艾瑞咨询，招银国际

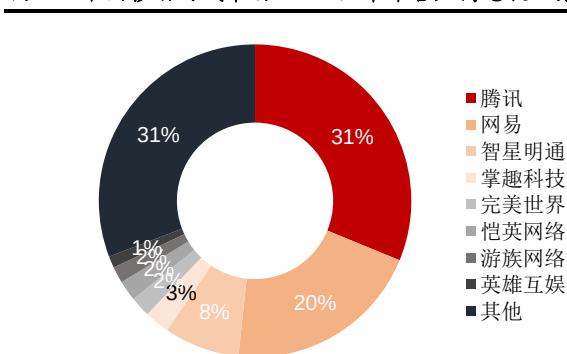
图 51: 2012-2016 中国移动游戏用户规模及增长趋势



资料来源: DataEye & S+, 招银国际

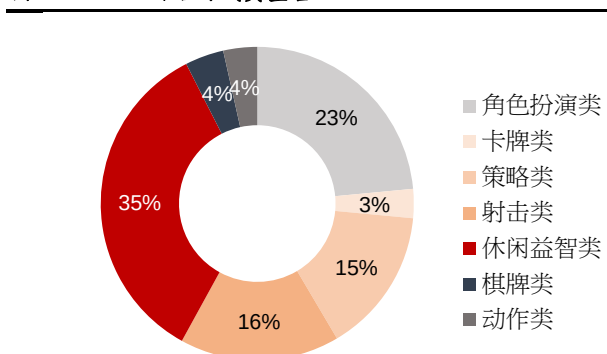
从量变到质变：重度化趋势日益明显。尽管手游行业发展趋势明朗，但移动人口红利早已透支。2016 年手游行业一大趋势为巨头垄断局面格外显著：2016H1 腾讯及网易两大巨头占据了整个中国手游市场份额的 62%，远超市场上其他 CP 的市场份额。同时今年以来一个最大的变化就是游戏行业的重度化趋势日益明显，对 IOS 畅销榜的较长观察后我们发现，MMORPG、MOBA 以及 FPS 长期占据榜单前 10，而几个现象级的手游网易《梦幻西游》生命周期出乎意料得长于同类产品、MOBA 爆款《王者荣耀》单日同步在线人数高峰突破 2500 万人，网易回合制游戏新作《阴阳师》上线不足 2 月迅速攀登榜首。这些现象都表明了手游经历移动互联网初期的大规模发展，用户偏好逐渐向重度化沉淀。随着休闲类、先进休闲类游戏对流量获取使命结束，用户更多地注重游戏的质量、内容、文化以及社交化，更重要的是，移动互联网支付技术的完善以及手机运算能力的大幅提升，为用户创造了非常好的体验和支付条件。重度手游大规模发展的环境成熟、游戏生命周期延长将进一步促进货币化率加速提升。

图 52: 中国移动游戏市场 2016 上半年各厂商总收入分布



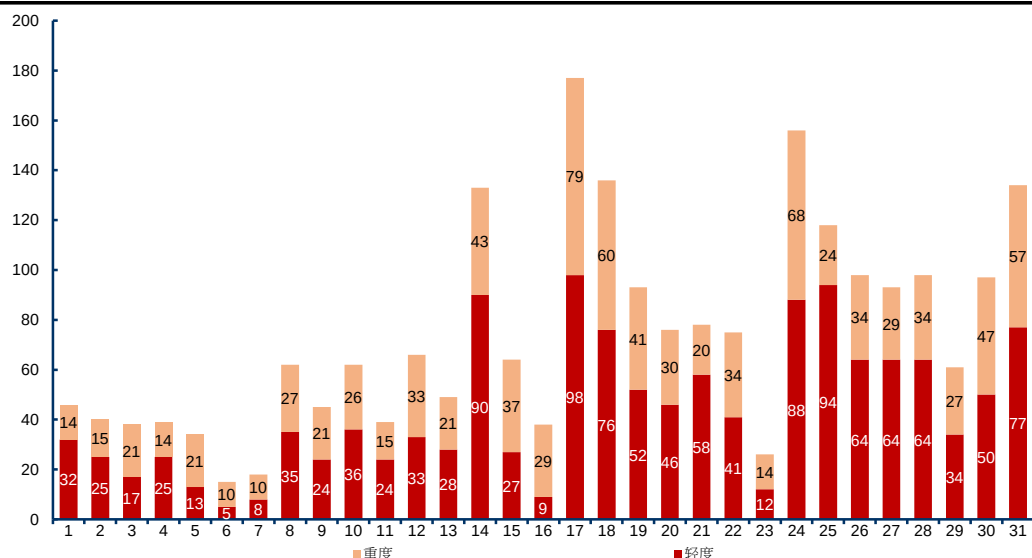
资料来源：DataEye & S+, 招银国际

图 53: 3Q16 网络游戏类型占比



资料来源: DataEye & S+, 招银国际

图 54: 2016 年 10 月份新品数量趋势图



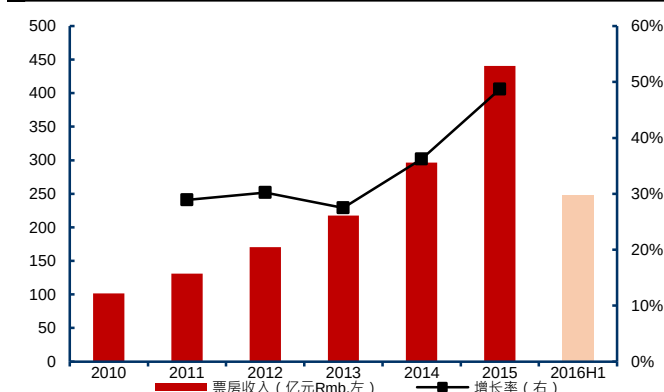
资料来源：DataEye &S+，招银国际

展望 2017 年，我们不认为手游市场会出现如 2014 年移动互联网普及浪潮高峰期时“百花齐放”的局面，相反，由于重度化用户对于手游的品质期望提升，政策上对于新游审批从严，中小 CP 将会面临更为恶劣的市场局面。相对于以自研为主的网易，我们更看好腾讯。腾讯具备显著的渠道优势（微信平台及应用宝），且采取半开放的市场策略，既参与协助 CP 发行同时自身又是实力强大的自研 CP。而参与腾讯手游发行的 CP 也将有不少大作，如端游大厂西山居将于 2017 年 5 月推出的《剑网 3》手游版等。

影视内容消费火热，精品 IP 衍生长期投资价值

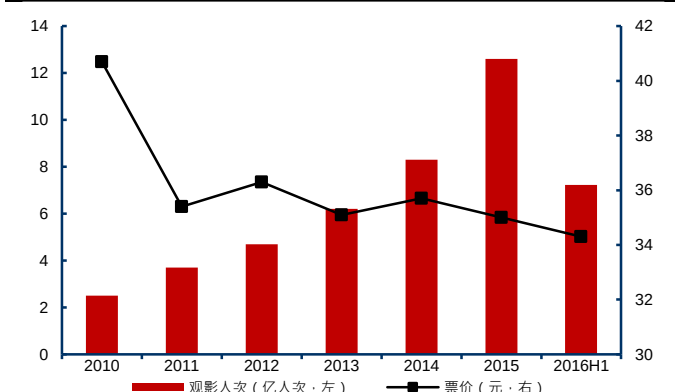
内地票房屡创新高，影视内容消费火热。在消费新生代逐步崛起、文化产业蓬勃发展的背景下，中国影视消费市场持续保持旺盛增长态势。2016Q2 中国内地电影票房收入达 103.1 亿元，上半年达 248.1 亿元，接近 2014 全年收入，预计 2016 全年票房收入将再创新高。2016 上半年中国内地电影观影人次达 7.23 亿，预计 2016 年有望超 15 亿。随着影片宣发方愈来愈愿意从营销费用中留出足够多的预算通过在线电影平台补贴用户，电影平均票价持续走低，2016 上半年降至 34.3 元。

图 55: 中国内地电影票房收入及增长率



资料来源：艾瑞咨询，招银国际

图 56: 中国内地电影观影人次及票价



资料来源：艾瑞咨询，招银国际

内容端：精品 IP 成制胜法宝，精品剧需求日益旺盛。近年来，在优质 IP 作品的带领下，电视剧、电影收视率及票房屡创新高。2016 年播映的由游戏《魔兽世界》拍制的《魔兽》电影，上映 33 天累计票房高达 14.7 亿元；近期热播的《欢乐颂》、《琅琊榜》等经典大剧均由顶级 IP 衍生。此外，随着大众对于荧幕演技、画质、情节的注重，精品剧已逐渐成为影视创收的一大利器。我们认为，随着新生代粉丝经济的兴起、内容消费需求日益凸显，拥有精品 IP 的公司将掌握绝对议价权力，并有望以影视为核心向泛娱乐全产业链延伸，其商业价值将加速辐射至商城、游戏、玩具等衍生品领域。

图 57: 2016 年 1-6 月 IP 电视剧 Top10

排名	电视剧	IP 名称	IP 类型
1	欢乐颂	《欢乐颂》	网络文学
2	亲爱的翻译官	《翻译官》	网络文学
3	女医明妃传	《女医明妃传》	网络文学
4	青丘狐传说	《聊斋志异》	经典文学
5	因为爱情有幸福	《顺藤而上的你》	韩剧
6	山海经之赤影传说	《山海经》	经典文学
7	寂寞空庭春欲晚	《寂寞空庭春欲晚》	网络文学
8	仙剑云之凡	《仙剑奇侠传五》	游戏
9	最好的我们	《最好的我们》	网络文学
10	我是杜拉拉	《最好的我们》	出版文学

来源：艾瑞咨询、招银国际

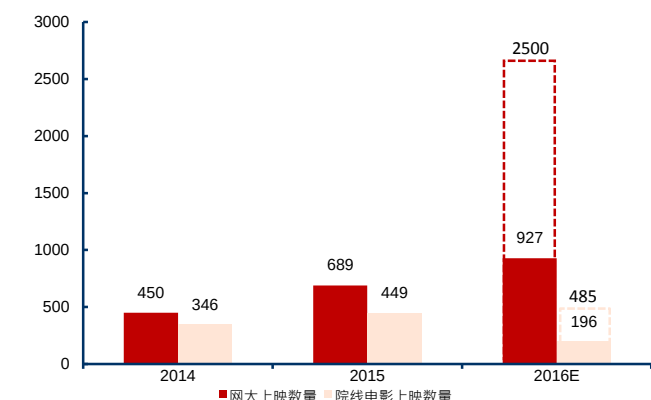
图 58: 2016 年 1-6 月 IP 电影 Top10

排名	电影	IP 名称	IP 类型	票房
1	魔兽	《魔兽世界》	游戏	14.7 亿
2	美国队长3：英雄内战	《内战》	漫画	12.4 亿
3	西游记之孙悟空三打白骨精	《西游记》	经典文学	12.0 亿
4	澳门风云3	《澳门风云》	电影	11.2 亿
5	功夫熊猫3	《功夫熊猫》	电影	10.0 亿
6	奇幻森林	《森林王子》	动画	9.8 亿
7	星球大战：原力觉醒	《星球大战》	电影	8.3 亿
8	X战警：天启	《X战警》	漫画	8.0 亿
9	北京遇上西雅图之不二情书	《北京遇上西雅图》	电影	7.8 亿
10	叶问3	《叶问》	电影	7.7 亿

来源：艾瑞咨询、招银国际

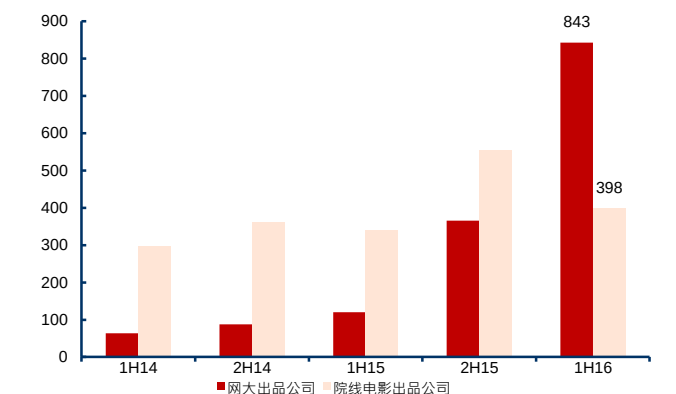
渠道端：网络端成制播发展方向。以互联网为代表的新媒体的崛起，使得网络端口成为影视内容和影视 IP 变现的重要渠道之一，且持续表现出强大的生命力。2016 上半年网大出现爆发式增长，预计全年上映网大可达 2500 部，而 2016 年上映院线电影数量预计在 485 部左右；网大出品公司 2016 年上半年环比增长 130.3%，一举达到院线电影出品公司的 2.1 倍。我们认为，院线电影投资门槛高、风险大、竞争激烈等瓶颈恰恰让成本较低、高产、可传播性强的网络视频/电影成为观众青睐的内容渠道。网络数据的可追踪、可交互、可留存等属性，辅之巨大流量的导入，将强化网络渠道在产业链中的议价能力。

图 59: 2014-2016 年网络大电影和电影上映数量



资料来源：艺恩咨询，招银国际

图 60: 电影/网大出品公司数量



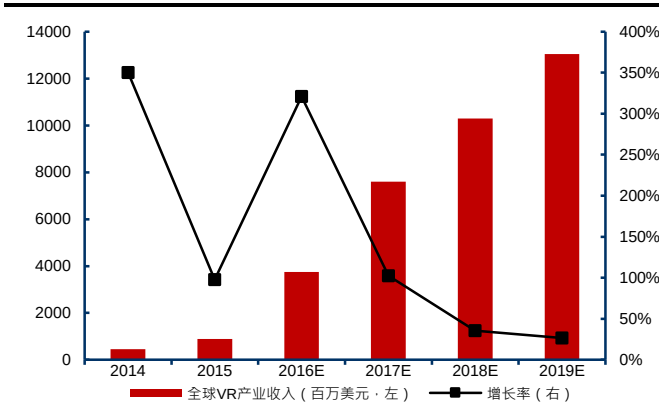
资料来源：艺恩咨询，招银国际

文娱新军：VR 黄金时代，网红经济元年

VR 黄金时代：媒介进化带来视觉革命，优质内容与前沿技术成核心竞争力

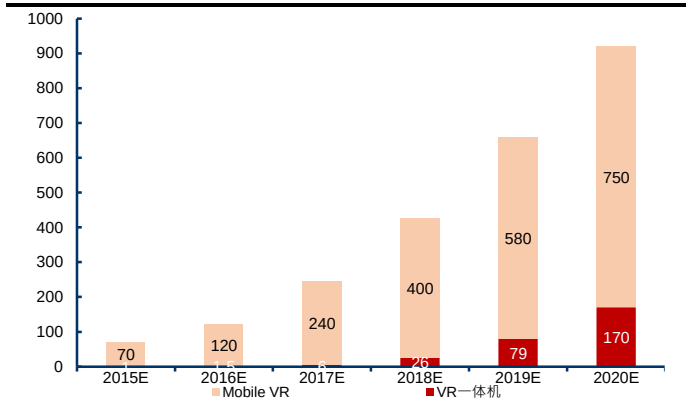
沉浸式体验打开 VR 蓝海。自 2015 年以来，VR 行业迅速崛起，并凭借其“沉浸感+交互性+实时渲染”的独特体验，迅速普及至文娱、教育等多个行业。从行业趋势来看，用户激增及硬件销量将有力支撑全球 VR 产业的爆发。根据 Technavio 预测，全球 2016 年 VR 头显设备出货量将超过 1000 万台，VR 产业总值将达到约 38 亿美元，同比增长 321%。艾瑞咨询预计，至 2020 年我国 VR 用户规模将超过 2500 万。我们认为，VR 带来的行业变迁将不止于媒介革新，在硬件产品加速优化、内容产业逐渐丰富的进程中，VR 产业有望辐射更多交互场景及应用领域，从视觉体验逐渐提升到应用导向，并进一步丰富货币化途径。

图 61: 全球 VR 产业收入（百万美元）及增速



资料来源：Technavio，招银国际

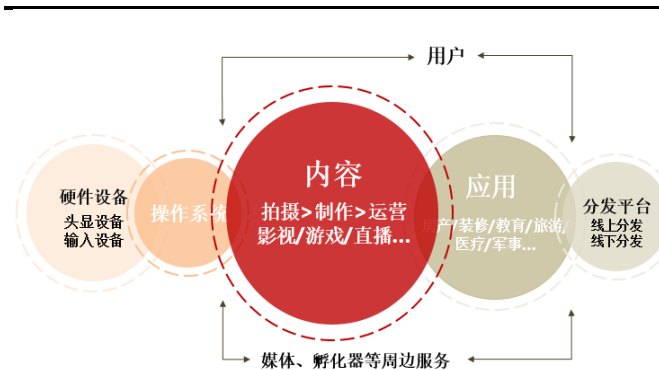
图 62: VR 硬件销售量预测（单位：万台）



资料来源：艾瑞咨询，招银国际

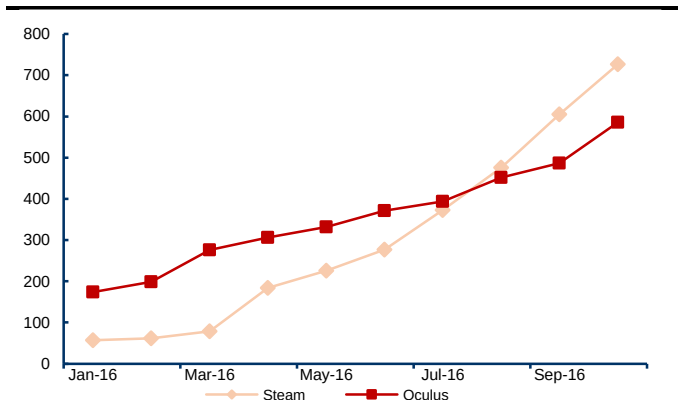
硬件降温，VR 内容崛起。对比 2016 年年初企业蜂拥 VR 设备及硬件供应链的状况，近期 VR 行业在应用场景及内容层面的布局明显加重，尤以涉及装饰、旅游、培训、文娱等领域居多。YiViAn 数据显示，全球两大 VR 平台中，Steam 平台 10 月累计 VR 内容数达 727 款，环比增长 20.2%，Oculus 平台 10 月累计 VR 内容数达 586 款，环比增长 20.3%。考虑内容的爆发往往迟于硬件普及 2-3 年，随着 VR 硬件设备于 2016-2017 年的迅速普及，我们认为 2018 年将迎来 VR 内容的高速发展期。盈利层面，虽然硬件制作商在行业现状下盈利能力略强于内容提供商，但从智能手机的普及情况来看，优秀的开源系统会拥有更大的市场份额，优秀的闭源系统则拥有更高的利润率。基于：1) VR 内容的盈利能力的逐步升级（从销售硬件、积累用户到依靠特色内容再到利用用户行为数据对接服务盈利）；2) 近年来用户对于优质内容的需求表现愈发强烈，我们坚定看好 VR 内容布局的长期投资价值。

图 63: VR 产业链



资料来源：招银国际

图 64: 2016 年各平台 VR 内容总数



资料来源：YiViAn，招银国际

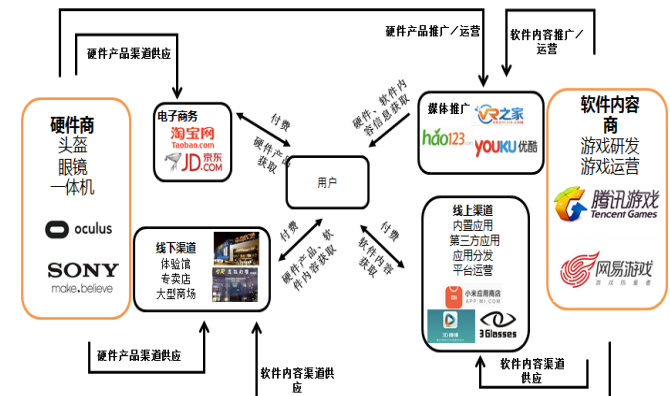
内容生态中，VR 游戏仍为消费第一风口。根据 Superdata 预测，2016 年全球 VR 游戏市场规模将达 51 亿美元，至 2018 年游戏将占 VR 软件市场营收的 48%。目前 VR 主流游戏硬件厂商已形成产业生态布局，基于市场格局趋于稳定、核心游戏用户的深度需求及游戏本身的高利润属性，我们认为 VR 游戏仍为消费第一风口，随着硬件设备的大规模普及盈利模式的探索，VR 游戏产品将于 2018-2019 年逐渐精品化，进而引发资本市场持续关注。

图 65: VR 游戏展示图



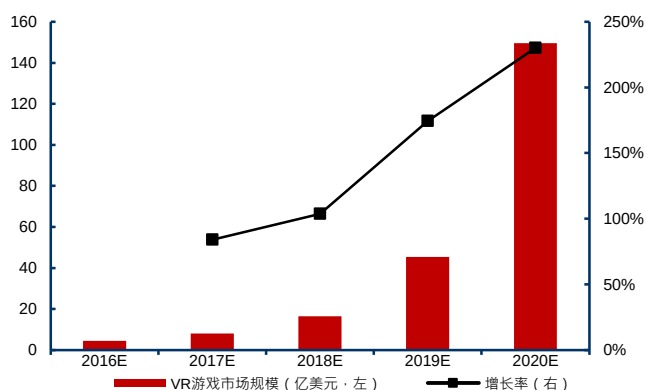
资料来源：招银国际

图 66: VR 游戏产业链



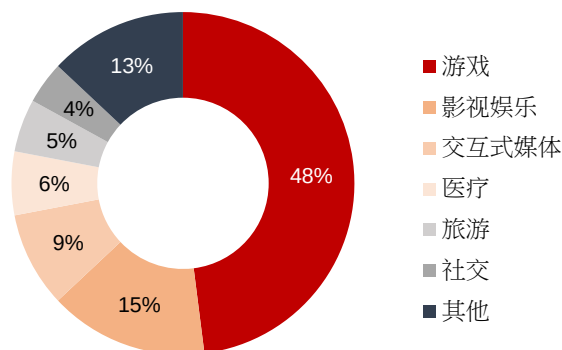
资料来源：中投顾问产业研究中心，招银国际

图 67: 全球 VR 游戏市场预测规模



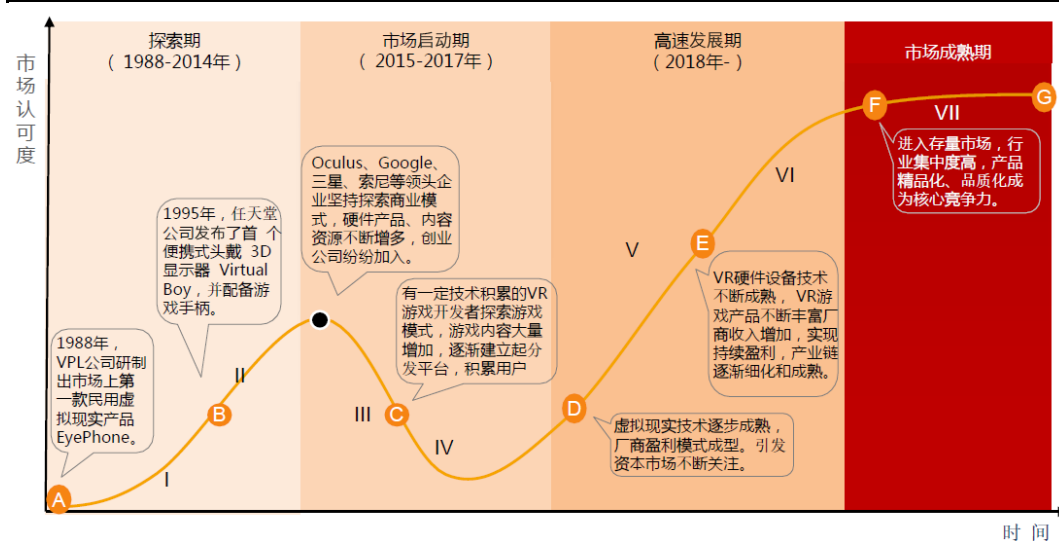
资料来源：易观智库，招银国际

图 68: 2018 年全球 VR 产业收入细分预测



资料来源：Superdata，招银国际

图 69: VR 游戏市场尚处于启动期，内容丰富及变现优化为后期发展方向



资料来源：易观智库，招银国际

不止于游戏：VR 影视将是真正在最广泛 C 端可以形成现金流收入模式的成长型产业。根据中投顾问产业研究预测，2020 年全球影视市场规模将达 100 亿元，影视内容将占 VR 市场总额的 20%。我们看好 VR 影视在未来的场景运用，基于：1) 行业进入壁垒低。拍摄资源日趋丰富、入行技术门槛相对较低，诸多企业选择以影视作为进入 VR 的跳板行业，使得 VR 视频比 VR 游戏更加活跃。2) 沉浸式体验吸引力强。VR 设备超过每秒 24 帧刷新率提供独特的沉浸式体验。3) 屡创新高的票房收入折射出巨大的观影需求。4) VR 在影视板块已取得显著进展：Oculus 成立电影工作室制作原生 VR 内容，爱奇艺、优酷等视频网站开通 VR 频道，VR 产业联盟将在美国建 VR 影视内容制作创新中心等。

VR 直播或将是 VR 视频实现收费化的最快突破口。VR 视频中全景内容可划分为：UPGC、影视剧目、综艺节目、直播等四个大类，目前国内 VR 影视行业中最活跃的部分为 UPGC 以及综艺节目。但鉴于直播用户的迅速崛起、用户需求显现（VR 直播以演唱会、体育赛事、综艺节目等内容形态为主，更需现场感、沉浸感）及粉丝效应带动消费意愿，我们认为 VR 直播有望成为 VR 视频的突破口。根据中投预计，2020 年 VR 直播用户数将达到 2800 万，市场规模为 45 亿元。

图 70: VR 视频展示图



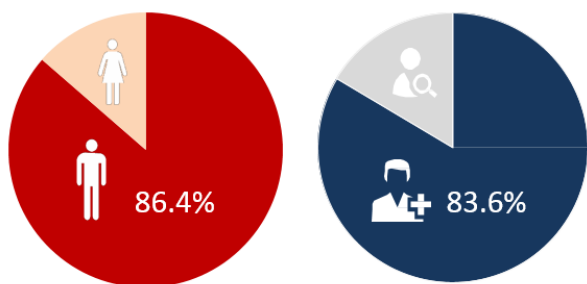
资料来源：招银国际

图 71: VR 多目全景拍摄器材



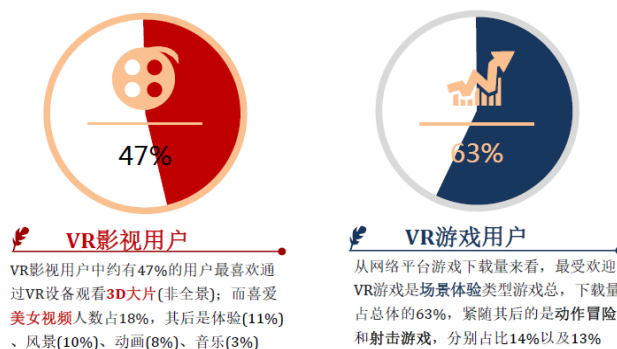
资料来源：艺恩咨询，招银国际

图 72: VR 视频用户：男性占 86%，白领阶层占 84%



资料来源：艺恩咨询，招银国际

图 73: VR 用户需求与偏好



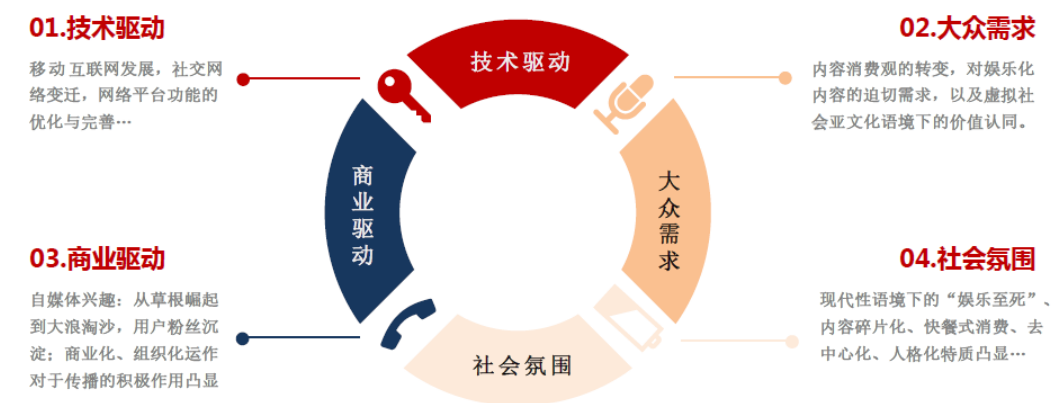
资料来源：艺恩咨询，招银国际

基于以上分析，我们认为，VR 从 B 端逐渐向 C 端过渡的进程中，硬件厂商会最先受益，同时能够生产优质内容、与渠道平台建立良好联系的内容制作公司将会表现出更多优势。而数字王国 (0547 HK) 旗下掌握全球顶尖的 360 度全景拍摄实时串流技术，同时 VR 内容广泛覆盖 CG 虚拟，坐拥多个顶级影视 IP，在全球内容产业都没有摸索出 VR 最成熟的玩法前，其先发优势将逐渐凸显，并有望受益于 VR 行业高速发展的春风。

网红经济元年：风口产业交织，千亿市场亟待挖掘

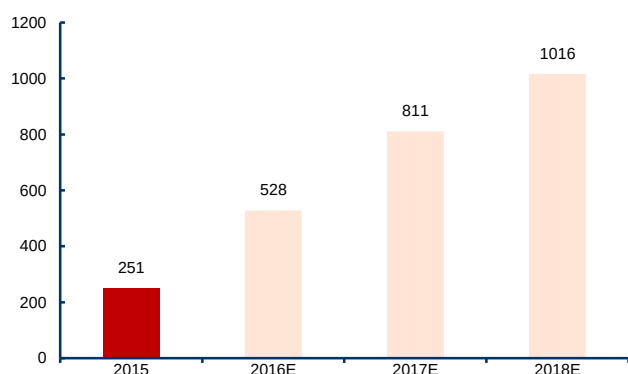
大众文化需求导向+技术商业驱动，网红经济规模增长潜力巨大。受社交网络变迁、用户粉丝沉淀、内容消费观的转变驱动，网红经济于 2016 年迅速点燃，并预计于 2018 年中国网红产业规模达 1016 亿元，2015-2018 年 CAGR 为 59.4%。虽然目前拼颜值、拼内容、拼团队、拼制作已成为当前网红竞争的主要内容，但个性特色的突出、内容质量的深耕以及变现渠道的多元化将是网红经济产业优化的方向。

图 74: 网红经济是互联网迎合当代大众文化需求的产物



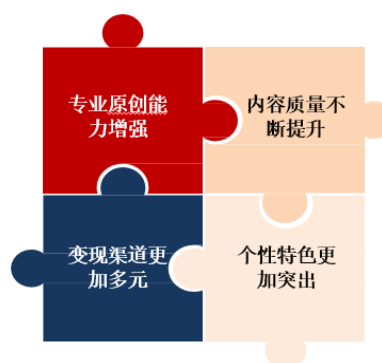
资料来源：艾瑞咨询，招银国际

图 75: 中国网红产业规模预测（亿元 Rmb）



资料来源：艾瑞咨询，招银国际

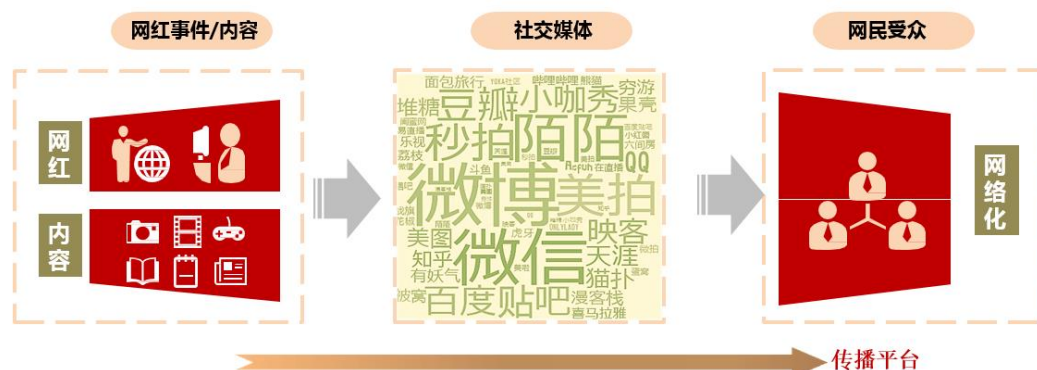
图 76: 网红经济四大特征



资料来源：艾瑞咨询，招银国际

渠道传播：媒介与网红导流交互，相辅相成。网红内容的传播依赖微博、微信为主的社交平台，进而触达用户及沉淀粉丝。庞大的活跃用户规模（截止 2Q16，微博 2.82 亿 MAU，微信 8.06 亿 MAU）将支撑更大规模的用户获取和传播触及。同时网红反哺社交媒体，为之提供话题与内容、吸引流量，提供交互。传播过程中，视频技术的升级进一步丰富传统以图文为主的网红内容方式，并形成极强的内容 IP 价值。

图 77: 媒介传播是网红经济产业中的重要环节

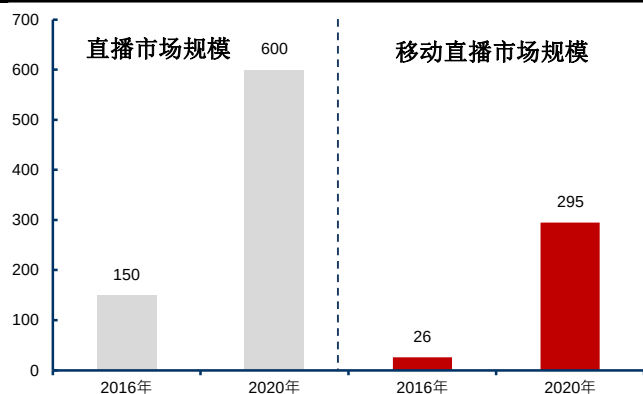


资料来源：艾瑞咨询，招银国际

“电商+直播”成“网红经济”主要变现方式。在包括广告、IP 品牌化、影视演艺、电竞代言等多元化变现渠道中，电商和直播预计 2016 年将占中国网红产业总收入的 86.4%。其中电商主要依靠广告收入变现及导购佣金，网红通过内容沉淀粉丝，并进而售卖对应匹配的消费产品。而直播平台的推广，以及社交网络平台对直播的引入，使以往颇具亚文化色彩的直播生态逐渐向主流文化融合。

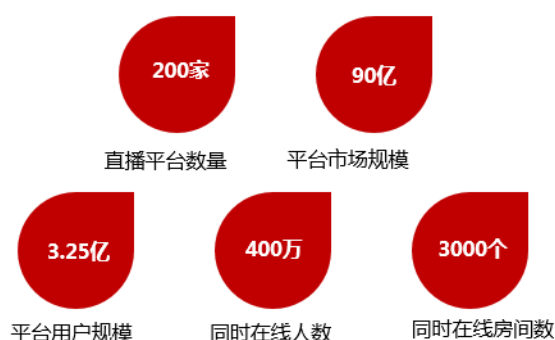
直播市场从野蛮生长进入行业洗牌阶段。自 Facebook Live 推出以来，资本市场的大风席卷了整个直播市场。CNNIC 报告显示，截至今年 6 月，网络直播用户规模达到 3.25 亿，占全部网民的比例为 45.8%。直播应用兴起速度之快、直播用户覆盖面之广，让直播变成了一股不可能的洪流。2020 年直播市场规模将会接近 600 亿，移动直播约占一半市场。而在目前中国市场 200 多家直播平台中，直播 App 在经历资本追逐、跑马圈地及近期的监管加紧后，将逐渐进入行业洗牌时期。根据猎豹全球智库数据显示，纯直播 App TOP20 近 2 个月格局已基本稳定，如江湖争斗般草莽遍地的直播 App 将逐渐在激烈的竞争中优胜劣汰，而映客表现最为吸睛：MAU/DAU 等趋势来看，从年初开始扶摇直上，贯穿了熊猫、虎牙、斗鱼乃至 YY，并自今年 5 月 12 日以来，远远甩出 YY 近 200 万的用户。我们预期短期内直播市场竞争格局仍较为分散，有平台特色、突出互动属性、高频入口导流的直播平台将更容易赢得资本市场青睐。

图 78: 网络直播潜在市场空间 (亿元 Rmb)



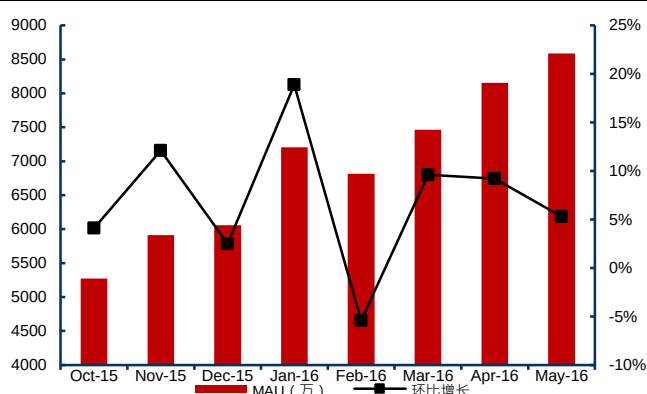
资料来源：艺恩咨询，招银国际

图 79: 国内网络直播平台市场现状



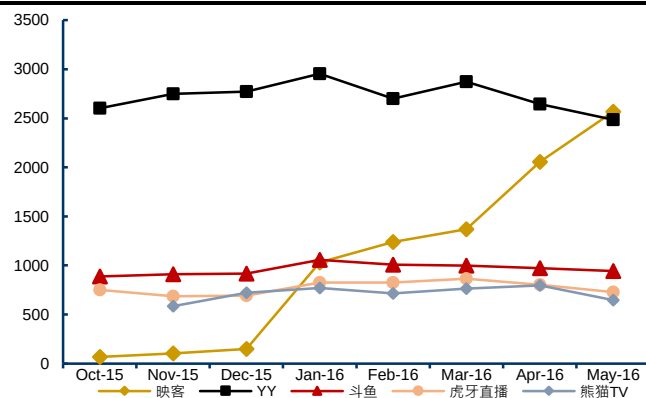
资料来源：艾瑞咨询，CNNIC，招银国际

图 80: 网络直播 App 月活及环比增速



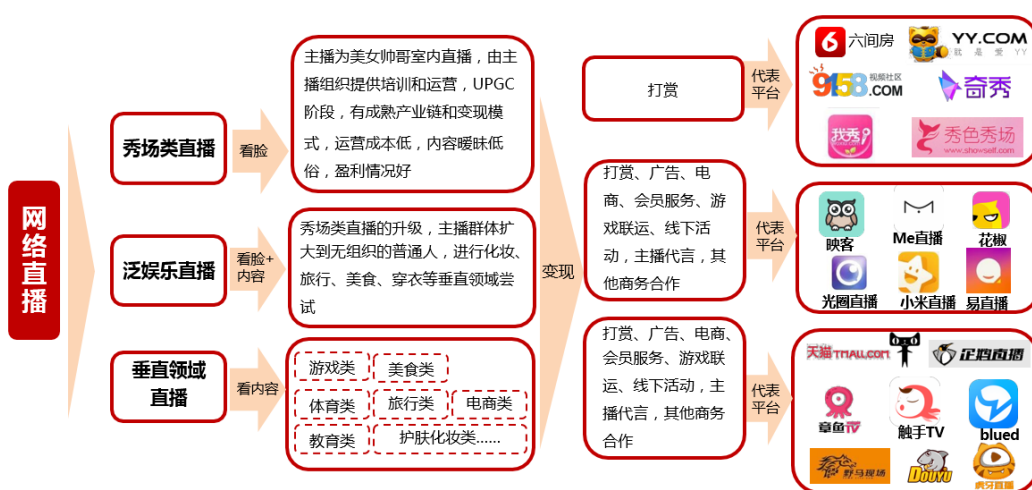
资料来源: Quest Mobile, 招银国际

图 81: TOP5 网络直播 App 月活趋势 (单位: 万)



资料来源: 艾瑞咨询, CNNIC, 招银国际

图 82: 网络直播的三种类型



资料来源: 艺恩咨询, 招银国际

直播市场盈利哪家强? 游戏直播仍为变现王道, 泛娱乐直播货币化模式逐渐多元化。目前直播市场中泛娱乐直播逐渐取代秀场类直播, 但由于其低频、弱用户粘性等特点, 往往依赖于高频入口导流和活跃度维持, 目前变现模式逐渐从单一化的“打赏”功能向广告、电商、会员服务等多多元化途径探索。而游戏直播作为垂直领域直播的代表, 其盈利模式已初步成型, 盈利模式较泛娱乐平台多样化。

图 83: 泛娱乐直播盈利模式

对比项	国内泛娱乐直播	Periscope, FacebookLive
定位	泛娱乐, 社交属性弱, 缺乏互动	社交, 交流感强, 重视内容
主要盈利方式	打赏, 充斥“三俗”现象	未明确, 不过有较大广告变现潜力
导流	一直播、哈你、腾讯直播、斗鱼等拥有导流入口, 映客、YY等用户主要靠自身积累	依靠社交网站导流来维持用户增长率和活跃度, 成为社交网站的附属, Meerkat因为被Twitter封杀社交网络接口而迅速没落。
直播内容	生活直播、趣味娱乐、秀场直播, 目前以秀场直播为主	新闻事件、生活直播、趣味娱乐, 分享内容更加, 事件直播占一定比例, 有一定的媒体属性

资料来源: 艺恩咨询, 招银国际

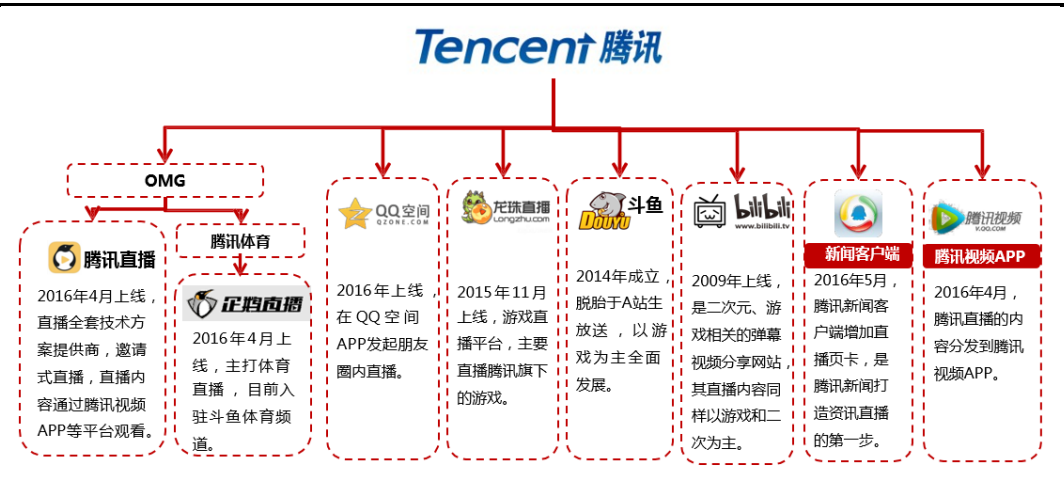
图 84: 游戏直播盈利模式

对比项		国内游戏直播	Twitch
盈利模式	用户付费	打赏 ，观众在线上商城中购置各类虚拟礼品，而后网站与主播对消费金额按照一定比例进行分成	订阅频道 ，主播与twitch分成，订阅特权包括：直接支持主播、频道内无广告、专有聊天表情、在“仅限订阅者”模式中聊天、不受“慢速聊天”模式影响 网站会员 ，享受无广告、专属表情、显示等级徽章、昵称 多种颜色选择、增加直播视频储存时间、高清晰度 捐赠 ，与“打赏”类似，网站与主播分成
	广告	直播间广告 ，主播与平台分成	
		网站广告 ，网页游戏导流广告最为常见	
		商业合作 ，与商户合作进行促销、或者与游戏厂商合作承办赛事等	
互动方式		赛事竞猜 ，类似于体彩，主播开启竞猜后，受众在观看直播时对直播中的比赛进行投注或竞猜	-
		弹幕	评论区

资料来源：艺恩咨询，招银国际

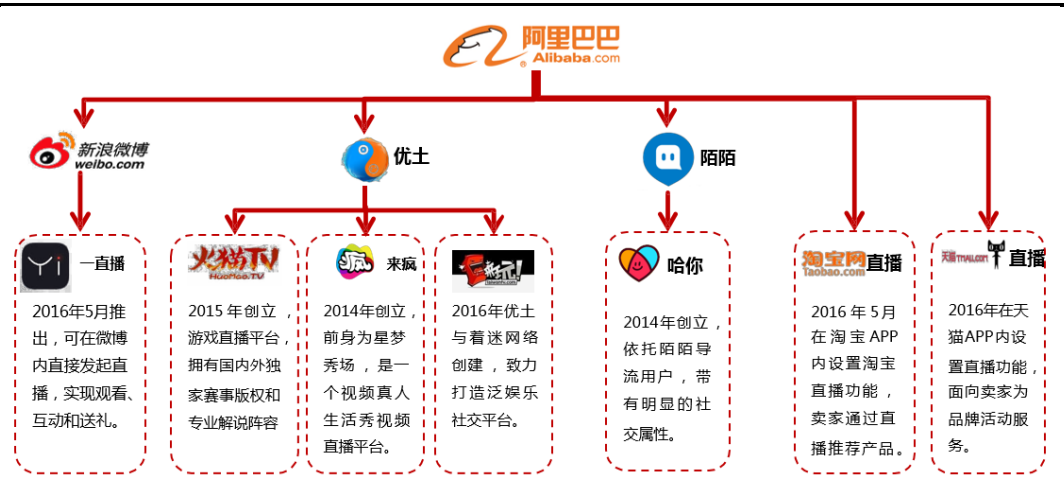
行业巨头齐布局，呈现“单入口多分发”生态。腾讯直播生态专注游戏、泛娱乐、体育领域，拍摄端和社交入口分离，通过多平台和终端分发，最大限度导流和吸引互动与营销。而阿里巴巴直播生态围绕电商、社交、泛娱乐、游戏四大核心布局，其中一直播、哈你分别依托新浪微博、陌陌的强大导流吸引内容生产者及用户。

图 85: 腾讯直播生态



资料来源：艺恩咨询，招银国际

图 86: 阿里巴巴直播生态



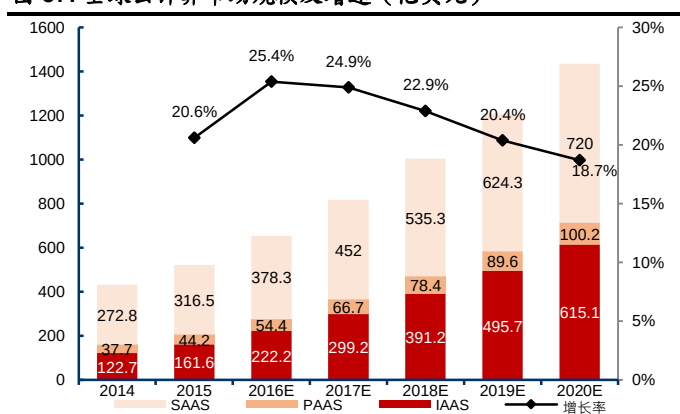
资料来源：艺恩咨询，招银国际

新技术、新入口：云计算、人工智能及移动支付

梦想照进现实，云计算登上资本舞台

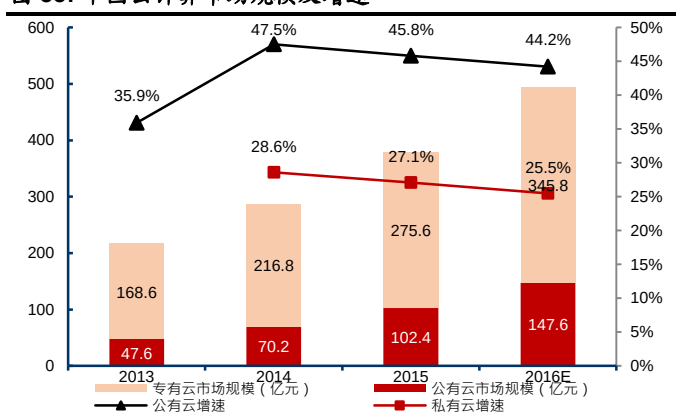
云服务已经进入盈利阶段。亚马逊是目前全球收入规模最大的云服务提供商之一，2016 年二季度公司业绩靓丽，利润呈爆发式增长，云计算正是其利润爆发的主要贡献来源。其云服务品牌 AWS 所服务的客户包括通用电气(GE US)、奈飞及 Spotify。当季 AWS 收入同比增长 58%至 28.9 亿美元，以 9.5%的收入占比贡献了亚马逊公司整体 56%的经营利润。国内市场临近爆发，阿里云一家独大：随着互联网的普及，用户间产生巨量数据。而企业为了适应新的管理模式，将会增加对数据存储、交互和挖掘等管理需求。这种需求始于最基础的私有云，然后拓展至公有云，随后在平台型服务的基础增加对应用的需求。根据阿里研究院统计，2015 年全球云计算市场规模已达到 1800 亿美元，而国内公有云服务总体规模仅为 255 亿元人民币，仅占全球总量的 3%。证明国内对于云计算服务的需求仍处于爆发前夕，市场空间巨大。而阿里云凭借电商用户沉淀优势，已然成为国内云服务行业的龙头。2016 年阿里云收入将可能突破 80 亿元人民币，同时宣布因为技术优势及规模效应体现，正式将其基础服务降价 50%，希望能够拉动行业普及率，迅速建立先发优势。2015 年双十一当天，阿里云支撑了支付宝 8.59 万笔/秒的交易峰值，大幅超越了 Visa 和 MasterCard 的实际处理能力。同时，阿里云跨越了 1000 公里实现异地多活，双十一所有数据同步控制在 1 秒以内，数据处理能力行业领先。2014 年 12 月阿里云“云盾服务”帮助一家知名游戏公司抵御了峰值流量达 453.8Gb/秒的 DDoS 攻击。

图 87: 全球云计算市场规模及增速（亿美元）



资料来源：Gartner，招银国际

图 88: 中国云计算市场规模及增速

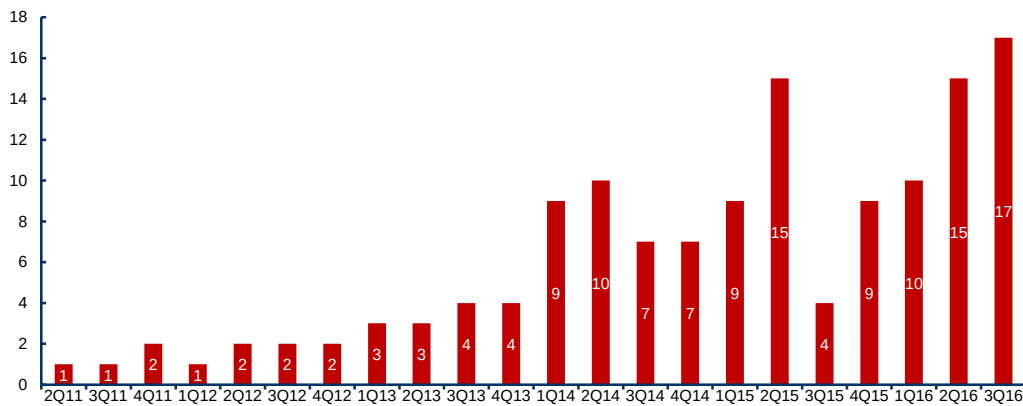


资料来源：中国通信院，招银国际

人工智能不再陌生，算法公司成为巨头布局焦点

人工智能向来是影视题材的主要灵感来源，而人工智能的应用通过今年 AlphaGo 围棋大战正式走进了我们的视线。实际上，对于人工智能的并购从来都没有停止过，自 2011 年以来大约 140 家致力于先进人工智能技术的企业被收购，而超过 40 个收购发生在 2016 年。业界巨头 Google, IBM, Yahoo, Intel, Apple 和 Salesforce 竞相通过并购来抢占这个领域中的优势地位，也有 Samsung 这样的新进入者，收购了 Viv Labs 开始研发类似 Siri 的 AI 助手。

图 89: 人工智能领域季度并购案发生数量



资料来源：CB Insight，招银国际

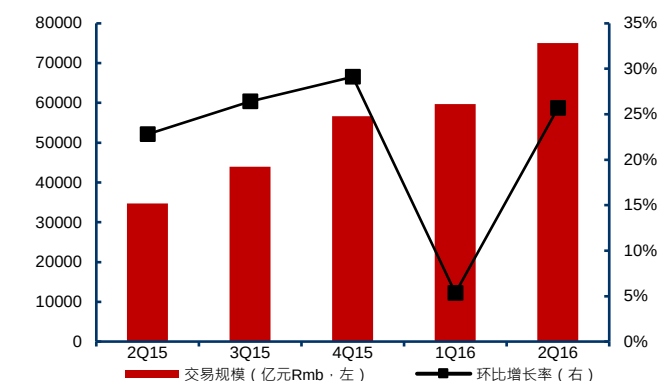
Google 是全球最突出的 AI 领域参与者，一共收购了 11 家公司。自从 2013 年收购来自多伦多大学计算机系，由大神 Geoffrey Hinton 创办的公司 DNNresearch(计算机视觉)，极大地提升了 Google 的图像搜索功能。2014 年，更是收购了英国的 DeepMind(计算机模拟)，通过与韩国围棋大师李世石的对弈，让 AlphaGo 一夜爆红，人工智能也随之在大众视野内被迅速点燃。与 Google 相比，Apple 进场明显较晚，基本上是从 2015 年下半年开始的。之前收购的有 Perceptio(计算机视觉)、Vocal IQ(语音界面)和 Emotient(计算机视觉)三家，最近收购了 Turi(大数据开发)和 Tuplejump(计算机视觉)。Turi 主要面向机器学习领域的开发和数据人员，提供一系列的开源工具，也将提升苹果在人工智能领域的地位。AI 初创公司 Emotient，在今年早些时候被收购，该公司使用人工智能技术读取图片中的面部表情。2015 年苹果还收购了 Perceptio 和英国初创公司 VocallQ，他们都专注于用于智能手机的 AI 技术。Intel 与 Apple 并列第二，今年收购了三家计算机视觉公司：Itseez, Nervana Systems, and Movidius。Intel 花费 4 亿美元收购了深度学习初创公司 Nervana Systems。作为芯片制造商，它想要通过 Nervana Systems 在硅层实现机器学习，而不是在图形处理芯片上发展机器智能。5 月，Intel 又收购了从事计算机视觉算法的 Itseez，计划利用 Itseez 专业能力来创建从汽车到安全系统的物联网。Itseez 将帮助 Intel 的用户打造创新型深度学习的计算机视觉应用，如自动驾驶，数字安全监控和工业检测。Facebook 于 2015 年 1 月低调收购 wit.ai。wit.ai 的目标是为开发者提供语音识别及自然语言处理相关的基础设施。Facebook 收购 wit.ai 之后，把它作为针对 chatbot 的自助开发平台在进行主推。随着 Messenger 开放平台新版本的发布，wit.ai 的核心部件 bot engine 也正式发布，成为一个重要的里程碑。和 Facebook 一样，Microsoft 也押宝对话系统，大推“Conversation as a Platform - 对话即平台”这个概念。微软亚洲研究院开发人工智能聊天机器人“小冰”，用户可加其为好友并拉到微信群中群聊；还有在 Twitter 平台推出的新一代智能聊天机器人“Tay”；另外还有最主打的一款个人智能助理产品 Cortana，都是其在人工智能领域的尝试。微软在 2016 年 8 月收购了 Genee，其主要产品是一款拥有 AI 技术的智能日程工具。微软在 6 月末还收购了自然语言信息平台 Wand 实验室，让他们专注于微软 Cortana 产品的改进。此外，微软于今年早些时候，花费 2.5 亿美元收购了总部位于伦敦的初创公司 SwiftKey，其产品可以让键盘输入法学习记忆用户的输入习惯，并做出相应调整。

我们认为，目前国际互联网及科技巨头广泛涉及 AI 领域是具有非常现实的经济意义的。随着全球互联网普及程度提升，网络巨头纷纷触及流量增长瓶颈。而 AI 领域中的视觉图像技术、用户数据分析算法将会是这些巨头将流量货币化的重要利器。AI 算法的基本逻辑是设定程序运算模式，让多个变量同时输入至程序中让其自行寻找规律。一旦规律寻找后结果达到目标（比如说战胜对手或者答对题目）则程序将获得奖励。如此重复锻炼程序，程序逐渐进化形成人工智能，达到最佳结果，永不停息不需要休息和吸引知识所需要的时间。这种 AI 算法如果应用到互联网用户数据的分析，而结果输出为广告收入，则有极大地促进互联网公司的广告变现能力。如应用到游戏中，结果输出为游戏社区活跃度，则可能成为游戏公司获取更长生命周期的有效工具。诸如此类的应用空间举不胜举，综上所述，人工智能的应用既现实，其未来的扩展性也是没有边界的，在不远的将来，运用 AI 技术的行业将会越来越多，企业将会获得更高的效率，而用户也将获得更具有个性化及符合自身需求的产品及服务。

还是巨头的游戏——移动支付普及化势不可挡

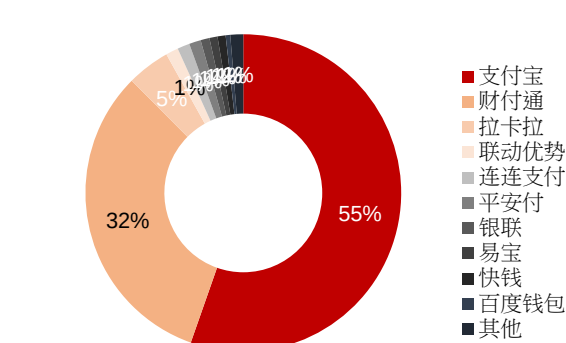
目前中国移动支付市场还处于群雄逐鹿的阶段，根据市场参与者的不同，主要分为四种运营模式：银联主导、第三方支付主导、银行主导及运营商主导。其中第三方支付主导的运营模式占据移动支付最大的市场份额。

图 90: 2Q15-2Q16 第三方移动支付市场交易规模



资料来源：易观智库，招银国际

图 91: 2Q16 第三方移动支付市场交易份额



资料来源：易观智库，招银国际

由于传统银联、电信及银行的体制问题，在支付落地方面远远落后于第三方支付的发展速度，目前处于增长乏力阶段，而第三方支付则在网络购物和各类补贴大战的驱动下逐步发展成为目前国内主流移动支付形式。从第三方支付的市场格局上来看，支付宝占据着天然的优势（市场份额 55%），腾讯财付通（微信支付+手机 QQ）市场份额已扩大至 32%，其他市场参与方份额加总约 13%。

实际上，移动支付本身并不能直接让市场参与者获得显著收入增长，不仅如此，为了普及支付，腾讯及阿里甚至不得不背负巨额银行提现费用成本，对他们自身的盈利能力都造成了影响。可是移动支付又是非常敏感、非常重要的 O2O 入口——这是互联网技术入侵传统金融领域的突破点。第一代互联网诞生于 PC 时代，人们从信息获取逐步开始通过信息交流获取商品及服务，但仍不成熟，网络安全和信任度成为了制约人们网络支付及理财的关键因素。进入到了移动互联网时代，人们彻底离不开网络，并在各个网络场景下进行消费——网络购物、手游付费、出行付费、网络理财、旅游预订等，可以说，移动支付解决了人们非常实在的消费支付需求，同时也打开了人们进行网络金融投资及理财的新领域。

我们认为，随着支付宝及财付通的市场占有率不断提升，第三方移动支付将会侵蚀运营商及银行银联的市场份额，成为主流支付模式。而支付宝及财付通可能成为未来互联网金融体系的流量入口，而各银行、理财公司、小额贷款公司等可能将各自的产品通过该入口向客户进行推广；而用户端方面，互联网用户的信用都将被掌握支付渠道数据的巨头进行整合分析，最终以信用评级和用户偏好的形式进行分类，以方便产品及服务推送。因此，移动支付入口目前看起来仍然是巨头的游戏，而未来互联网金融的发展趋势也将大概率地掌握在互联网巨头的手中。

投资以行业巨头为首选

由于行业发展特征所导致，互联网领域平台型公司持续性地垄断流量，并在投资布局上具有无可比拟的优势。而中国互联网经历 2013-2015 年三年的超速发展，人口红利已经消失殆尽，流量争夺大战早已尘埃落定，以阿里巴巴（BABA）、腾讯（700 HK）为首的互联网巨头牢牢把控流量入口，不仅各自垄断社交、媒体及电商等传统互联网应用，还同时不断深入到云计算、移动支付及互联网金融等新兴应用领域，使得这一时代的信息服务创业不得不面临艰难的格局。从投资的角度而言，尽管互联网人口红利已然消亡，但巨头的触角却没有停止过创新的步伐。阿里巴巴及腾讯的传统业务不仅没有倒退，反而都在业绩上都各自创下新高，维持惊人的增长速度。在新业务领域中，两个巨头保持着强大的统治力——如移动支付及云计算领域。因此，我们认为行业首选依然为这两大行业龙头腾讯（700 HK）及阿里巴巴（BABA）。

从技术创新的角度思考，人工智能、VR 及 AR 更多地处于初始阶段，这些新兴技术的突破性发展将毫无疑问会深刻影响整个中国 TMT 领域，甚至改变整个社会。但从目前的发展阶段，无论是硬件、软件还是信息服务应用上都非常不成熟，且在二级市场上并无强相关的投资标的。

从二级市场投资的角度而言，随着深港通的开放，港股上市的部分中小市值股票将可能获得流动性上的改善，而大部分 TMT 行业的上市公司都属于这一板块。我们在选择标的时候，需要在估值提升及基本面情况两者间进行权衡，尽量选择市值较大且业绩良好的公司。因此，建议 IGG (799 HK) 及中软国际（354 HK）。

腾讯（700 HK）

2016 年上半年公司收入同比增长 48%，达 677 亿元，公司权益持有人应占盈利 199 亿元，同比增加 40%；第二季度净利润创新高，大增 47% 至 109 亿元。1) 游戏领域维持高速增长：同期网游收入增长 32% 至 171 亿元，该项增长主要来自玩家对战及角色扮演类主要智能手机游戏的贡献；2) 网络广告势不可挡：2016 年第二季度，公司网络广告收入同比增长 60% 至 65 亿元；效果广告收入增长 80% 至 37 亿元，主要受益于微信朋友圈、移动端新闻应用及微信公众账号的效果广告收入的增长。3) 并购游戏巨头：公司牵头发起收购开发了《部落冲突》《皇室战争》的芬兰手游开发商 Supercell 的 84 % 股权（总金额 86 亿美元），深化移动游戏影响力；将 QQ 音乐业务与中国音乐集团 CMC 进行合并，拓展数字音乐业务。公司近期高调布局游戏文娱板块，在强化核心竞争力的同时期待协同效应的释放。我们认为，公司未来业绩将持续受益于海量用户及多渠道收入，短期手游及广告将保持动力，长期云计算及支付服务将逐渐释放规模效应。

阿里巴巴（BABA）

2016 财年第二季度财报显示，第二季度公司收入 221.7 亿元人民币，同比增长 32%；经调整非会计准则下的利润为 92.52 亿元，同比增长 36%；整体 GMV 7,130 亿人民币，同比增长 28%，占当季中国社会消费品零售总额约 9.6%。1) 尽管电商渗透率飞速提升的高峰期已过，但凭借对电商流量的把控以及移动端渗透率的提升，阿里的货币转化率有了显著提升，电商业务利润贡献持续增长，为公司带来可观的现金流；2) 阿里云云计算付费用户数量同比增长 108%，覆盖金融、医疗、公共交通、能源、制造、政府机构、游戏、多媒体等更加广泛的行业和企业类型。在全球云计算 3A（AWS、Azure、Alibaba Cloud）阵营中，阿里云继续以 130% 的营收增幅领跑市场。同期，亚马逊 AWS 营收增幅 55%，微软 Azure 营收同比增 116%；3) 移动支付领域，阿里巴巴旗下金融服务公司蚂蚁金服支付宝持续占领超过 50% 市场份额，是未来中国互联网金融领域流量入口的霸主。因此，我们认为阿里巴巴既有电商业务贡献稳定业绩，长期来看，云计算及互金等新兴应用领域也有着无与伦比的控制力及战略布局眼光，是具备长期投资价值的优质标的。

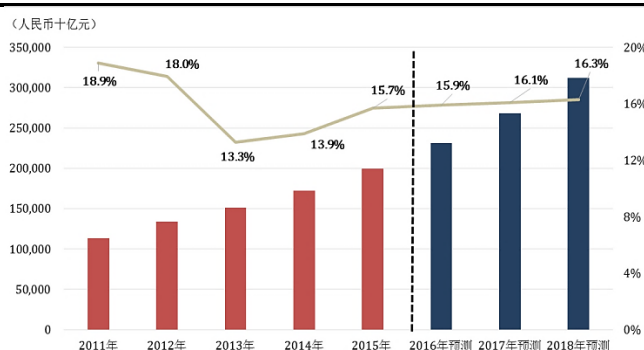
中国银行业板块 同步大市

高增长时代一去不复返，行业寒冬即将来临

以商业银行为核心，中国银行业金融机构组织架构不断完善

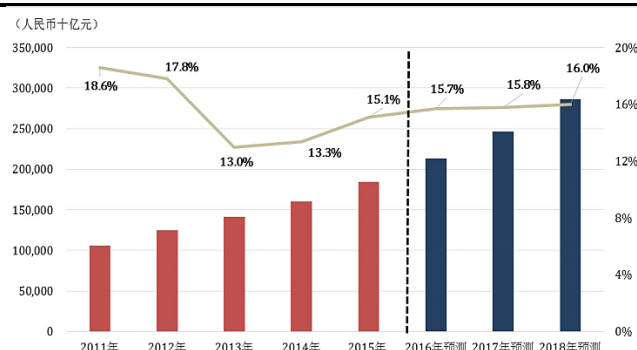
自上世纪 70 年代末以来，中国银行业在近 30 年的时间中不断推进革新与开放，建立了更为开放和市场化的银行体制。现阶段，中国形成了以中国人民银行为央行、国有及股份制商业银行为主导、国家政策性银行及其他金融机构协作共存的银行业体系。与此同时，在以商业银行为核心的基础上，中国银行业金融机构组织架构不断完善，还包括金融租赁公司、汽车金融和消费金融公司以及信托公司和财务公司等机构。

图 92：银行业金融机构总资产总额和增长



资料来源：中国银监会，招银国际预测

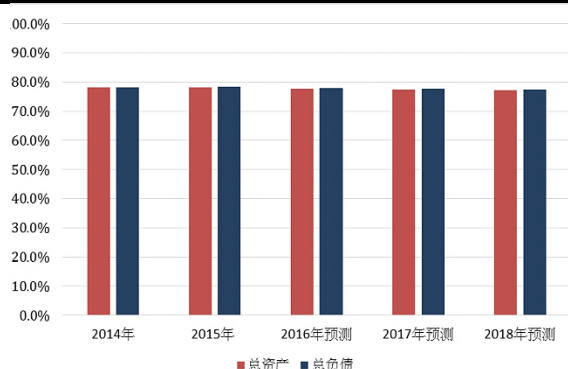
图 93：银行业金融机构总负债总额和增长



资料来源：中国银监会；招银国际预测

经过多年的发展，虽然商业银行整体规模增速有所放缓，但是我们认为未来它仍将保持在 B 中的核心地位。截至 2016 年第三季度，商业银行总资产和总负债分别按年增长 14.6% 和 14.5%，至人民币 173.7 万亿元和人民币 160.9 万亿元，分别占银行业金融机构总资产和总负债的 77.9% 和 78.2%。现阶段，商业银行体系的主要构成包括三大类银行，分别是五家大型商业银行、全国性股份制商业银行以及城市商业银行。截至 2016 年第三季度，这三大类银行合共占商业银行总资产和总负债的比例分别达到 87.4% 及 87.6%。

图 94：商业银行资产与负债占比



资料来源：中国银监会，招银国际预测

图 95：大型、股份制及城市商业银行占商业银行总资产比例

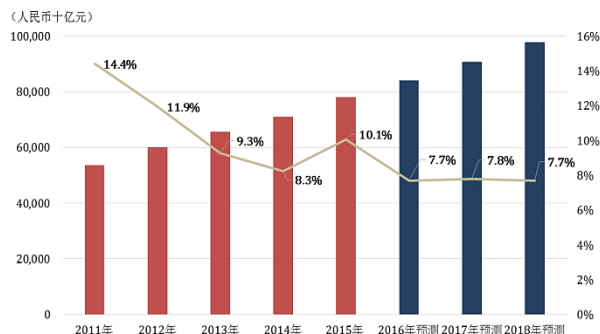


资料来源：中国银监会；招银国际预测

第一类包括“工、农、中、交、建”五间国有商业银行，也是我国银行业系统主体中的主体。截至 2016 年第三季度，国有大型商业银行的总资产及总负债分别占银行业金融机构总体的 37.8% 及 37.8%；不过在近年银行业金融机构日趋多样化的形势下，这一数字已较 2011 年末时下降了约 10 个百分点。国有商业银行在规模上具有其他银行所无法比拟的优势，同时在支付结算类业务及国际化进程方面也领先同业。

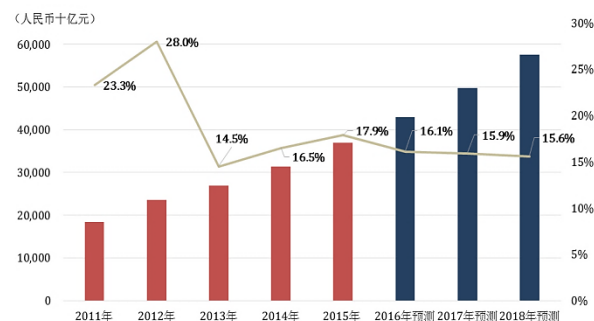
商业银行的第二大类是股份制商业银行，目前共有招商银行、中信银行、光大银行等共 12 家。自 2011 年底至 2016 年第三季，股份制商业银行的总资产及总负债占比稳步增长，总资产占比由 16.2% 提升至 18.5%，总负债占比由 16.3% 提升至 18.8%。股份制商业银行是我国最早上市的银行类型，在体制上更具有灵活性，在业务方面也更注重创新与特色发展。

图 96：大型商业银行总资产及按年增速



资料来源：中国银监会，招银国际预测

图 97：股份制商业银行总资产及按年增速

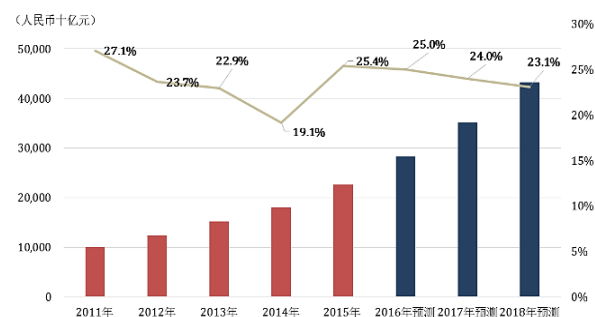


资料来源：中国银监会；招银国际预测

第三类商业银行是城市商业银行。上世纪 90 年代中期，城商行以曾经的城市信用社为基础开始组建；根据银监会网站，目前已有 132 家城商行。截至 2016 年第三季，城商行占银行业金融机构总资产及总负债 11.8% 及 11.9%，较 2011 年底数据各增长约三个百分点。与全国布局的国有商业银行及股份制银行相比，城商行规模虽然较小，但更具有地缘优势。

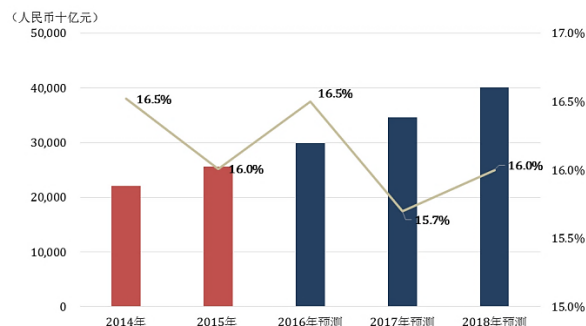
除此之外，我国银行业金融机构还包括进出口银行及国家开发银行等政策性银行、农村商业银行、外资银行、邮政储蓄银行等。另外，随着国内对民营银行放开试点，已有五家获批筹建，另有 12 家已进入论证阶段，相信未来中国银行业的体系结构将会得到进一步改善。

图 98：城市商业银行总资产及按年增速



资料来源：中国银监会，招银国际预测

图 99：农村金融机构资产总额及增速



资料来源：中国银监会；招银国际预测；*农村金融机构包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和新型农村金融机构

“百业之母”，也有其烦恼

相较其他以追求盈利作为第一目标的行业，我们认为银行业，尤其是中国的银行业，与之有着极大的不同，那就是在追求利润增长的同时，银行业更多地肩负着调节社会经济的重大责任，特别是国有大型银行，更是现今国家调节经济的重要渠道之一。然而，银行业作为“百业之母”，现今的发展也面临着严峻的挑战，主要来自收入端、资产质量端，以及互联网金融不断发展所带来的变革。

传统业务面临挑战，“轻型银行”转型战略持续推进

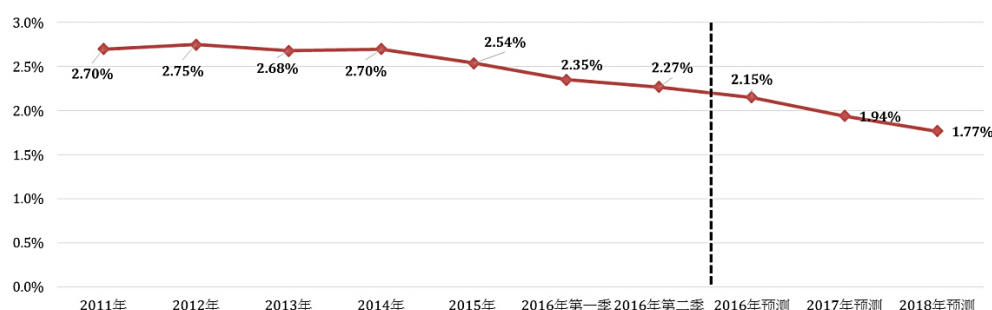
现阶段，以传统借贷业务为主的净利息收入仍然是银行业收入的主要来源。2016 上半年，我们预测银行业净利息收入占比仍然高达 73.9%。但是，随着利率市场化改革的不断深入、银行业金融架构的不断完善以及网络金融平台创新业务的衍生等因素，都使银行业传统业务竞争不断加大，盈利能力持续受压。这些因素也促使银行业在扎根传统业务的同时，不断拓展新的收入渠道。

至 2016 年第三季度，中国银行业的净息差为 2.24%，同比和环比分别下降了 29 个基点和 3 个基点。我们预测 2016 全年行业的净息差将会按年下降 39 个基点至 2.15%，降幅也将达到近几年最大。这主要是由于以下几个原因引起的：

1. 2015 年全年，人民银行一共 5 次下调了一年期贷款基准利率，从 5.35% 下调至 4.35%。我们认为 5 次利率下调的影响将在今年银行贷款重定价过程中得到集中释放，从而给银行的净息差带来一定的压力。
2. 营改增的全面实施也将加剧净息差收窄的压力。虽然我们预测营改增的实施对净利润的影响非常微小，但是从净息差的角度分析，我们认为营改增在 2016 年将会给整个银行业的净息差带来 8 至 11 个基点的负面影响。
3. 银行负债端的成本随着资产端的收益率下降也呈现出下降的趋势，但负债端成本降幅明显小于资产端收益率的降幅。面临资本持续流出的压力，相较于直接降准，人民银行更多地倾向于通过公开市场的操作以及货币政策工具，主要包括中期借贷便利和常备借贷便利等，来调节金融市场的流动性。虽然我们看到各种流动性工具的利率基本保持平稳，但是这无疑也加重了银行负债端的成本。

展望未来，我们预测 2017 年和 2018 年行业净息差将会分别按年下降 21 个基点和 17 个基点至 1.94% 和 1.77%。净息差收窄幅度预计放缓，主要是由于现阶段中国面临着宏观经济持续下行压力和资本外流日益增加的双重压力。相较于传统的减息降准等调节货币供应去调节经济的手段，我们预测未来的经济刺激将更多地依赖财政政策，尤其是各项税务制度的改革，这也在一定程度上减轻了银行净息差持续收窄的压力。

图 100：银行业净息差



资料来源：中国银监会；招银国际预测

与此同时，我们认为净利息收入增长放缓除了受到息差这一主要因素的影响之外，还有近年来直接融资比例的不断上升也会拓宽企业的融资渠道，减少对银行融资的依赖。

图 101：五间国有商业银行净利息收入按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
工商银行	1398 HK	15.2%	6.1%	11.3%	2.9%
中国银行	3988 HK	12.7%	10.4%	13.2%	2.4%
建设银行	939 HK	16.0%	10.3%	12.3%	4.7%
农业银行	1288 HK	11.3%	10.0%	14.3%	1.5%
交通银行	3328 HK	16.1%	8.8%	3.2%	7.0%
平均值		14.2%	9.1%	10.9%	3.7%

资料来源：公司

图 102：港股上市股份制商业银行净利息收入按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
中信银行	998 HK	15.9%	13.5%	10.6%	10.2%
光大银行	6818 HK	27.4%	1.2%	14.5%	14.1%
民生银行	1988 HK	19.0%	7.6%	11.0%	2.3%
招商银行	3968 HK	15.8%	11.9%	18.5%	16.7%
浙商银行	2016 HK	-	17.1%	30.8%	41.6%
平均值		19.6%	10.3%	17.1%	17.0%

资料来源：公司

图 103：港股上市城市商业银行净利息收入按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
天津银行	1578 HK	32.7%	27.3%	16.8%	16.7%
青岛银行	3866 HK	13.4%	18.4%	16.5%	14.4%
哈尔滨银行	6138 HK	38.2%	2.4%	23.2%	14.7%
重庆银行	1963 HK	24.9%	24.8%	20.3%	12.4%
盛京银行	2066 HK	27.0%	15.6%	26.2%	20.7%
郑州银行	6196 HK	-	31.9%	28.8%	30.7%
锦州银行	416 HK	-	0.8%	71.5%	92.0%
徽商银行	3698 HK	20.9%	12.1%	19.0%	29.9%
平均值		26.2%	16.7%	27.8%	28.9%

资料来源：公司

图 104：港股上市农商行及邮储银行净利息收入按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
重农行	3618 HK	24.6%	19.9%	16.8%	9.9%
邮储银行	1658 HK	-	-	20.8%	6.8%

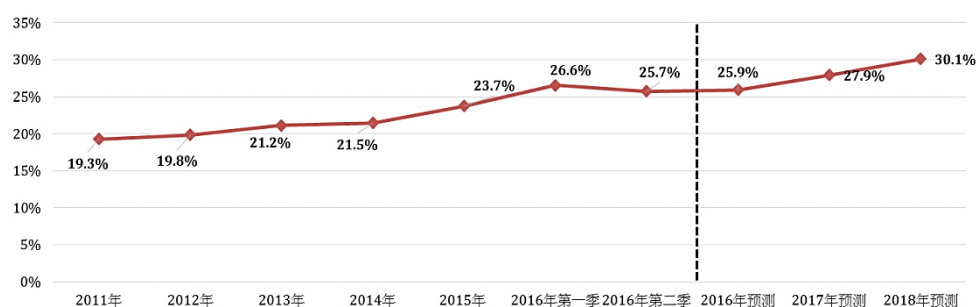
资料来源：公司

面临传统收入端和资产质量端的双重挑战，银行业转型也在逐步推进。展望未来，我们认为传统业务虽然具有不可动摇的位置，但是银行依托其广阔的网点布局以及强大的客户基础，也在逐步从传统的资金调节机构逐步转型成为综合金融业务提供商。其中，非利息收入占比的逐步提升也是银行业转型的重要标志。

然而，我们认为银行非利息收入增速的加快以及占比的提升，除了受益于银行自身多元化收入渠道的建设以外，也离不开政策的扶持以及中国金融体系的不断完善和金融产品的不断创新。银行非利息收入主要受益于以下几个方面业务的扩张：

1. 银行业理财产品业务规模高速增长。2013 年至 2015 年，银行业理财资金账面余额由人民币 10.2 万亿元上升至人民币 23.5 亿元，年复合增长率达到 51.5%，并持续上升至 2016 上半年的人民币 26.3 万亿元。相关银行业机构的理财业务收益也在 2016 上半年达到人民币 950.3 亿元。银行理财业务面临日趋严格的监管（请参见章节：中国银行业，下一步该怎么走？），我们预测未来理财产品发行规模将有所放缓，但是过去几年理财产品业务的销售佣金、管理费和托管费等相关收入确实是整个行业非利息收入增长的重要引擎。
2. 国内金融市场不断创新，产品内容日趋丰富。近年来，受益于保险、证券和基金行业的高速发展以及产品种类的多元化，银行广阔的网点布局 and 手机银行的不断升级使其代销业务收入大幅增长。与此同时，托管和受托佣金也大大提高。
3. 大金融集团的逐步建立、海外业务的持续扩张以及优异的投资表现，都丰富了银行非利息收入的来源。其中，保险业务和融资租赁业务预计将是未来大金融战略的业务发展重点。

图 105：非利息收入占比



资料来源：中国银监会；招银国际预测

在监管日趋严格的今天，充分提高资本的利用率、大力发展轻低资本消耗的业务以提高抗风险能力将是银行业发展转型的重点。值得投资者注意的是，我们认为银行非利息收入业务的优异表现不仅使其财务表现受益，更重要的是体现出一家银行逐步转型为综合金融服务提供平台的能力。这其中，大型股份制商业银行作为零售银行市场拓展的先驱，依托其较为灵活的经营模式，以零售客户和零售业务为核心，在轻资产升级转型中表现最为突出。

图 106：五间国有商业银行非利息收入占比

公司名称	股份代码	2011	2012	2013	2014	2015
工商银行	1398 HK	22.9%	21.1%	23.4%	22.3%	24.1%
中国银行	3988 HK	30.5%	29.8%	30.4%	29.6%	30.7%
建设银行	939 HK	23.7%	23.6%	23.8%	21.4%	22.0%
农业银行	1288 HK	19.1%	19.6%	19.2%	18.0%	19.4%
交通银行	3328 HK	19.0%	18.9%	20.8%	24.5%	25.9%
平均值		23.1%	22.6%	23.5%	23.2%	24.4%

资料来源：公司

图 107：港股上市股份制商行非利息收入占比

公司名称	股份代码	2011	2012	2013	2014	2015
中信银行	998 HK	15.5%	15.9%	18.2%	24.1%	28.2%
光大银行	6818 HK	14.6%	16.3%	22.4%	26.0%	28.8%
民生银行	1988 HK	21.1%	25.0%	28.5%	31.8%	38.7%
招商银行	3968 HK	21.0%	22.3%	25.6%	29.6%	32.4%
浙商银行	2016 HK	-	9.3%	17.6%	16.5%	18.1%
平均值		18.1%	17.8%	22.5%	25.6%	29.2%

资料来源：公司

图 108：港股上市城市商业银行非利息收入占比

公司名称	股份代码	2011	2012	2013	2014	2015
天津银行	1578 HK	7.3%	6.6%	4.6%	8.0%	10.4%
青岛银行	3866 HK	7.5%	9.7%	13.2%	17.6%	17.8%
哈尔滨银行	6138 HK	11.0%	13.7%	20.2%	18.1%	19.4%
重庆银行	1963 HK	7.0%	10.9%	11.8%	16.7%	18.5%
盛京银行	2066 HK	1.3%	1.8%	11.9%	11.6%	15.8%
郑州银行	6196 HK	-	13.1%	3.6%	4.0%	12.1%
锦州银行	416 HK	-	6.7%	16.3%	2.9%	6.2%
徽商银行	3698 HK	7.3%	7.2%	5.6%	10.4%	12.6%
平均值		6.9%	8.7%	10.9%	11.2%	14.1%

资料来源：公司

图 109：港股上市农商行及邮储银行非利息收入占比

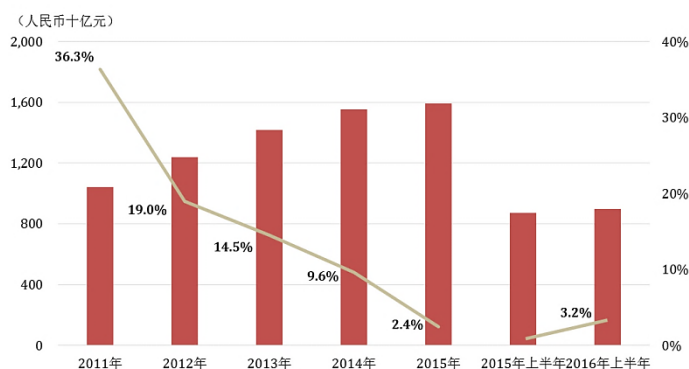
公司名称	股份代码	2011	2012	2013	2014	2015
重农行	3618 HK	5.5%	4.1%	3.8%	7.3%	7.9%
邮储银行	1658 HK	-	-	4.3%	3.5%	6.0%

资料来源：公司

银行业高速增长时代一去不复返

近年来，国内外经济形势日趋复杂，中国的宏观经济也面临不断下行的风险，银行作为各类经济活动的主要中介机构和参与者，也面临着日趋严峻的经营环境。信贷资产质量的持续转弱已经成为整个行业现在面临的最严峻考验，随之而来的是净利润增长的大幅下跌。

图 110：银行业净利润及增速



资料来源：中国银监会

港股上市的几类银行表现也与行业一致；其中，5 大国有商业银行由于规模较大加之其特殊的行业领头地位，其净利润增速也明显低于行业平均水平。

图 111：五间国有商业银行净利润按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
工商银行	1398 HK	14.5%	10.1%	5.0%	0.5%
中国银行	3988 HK	12.1%	12.4%	8.1%	0.7%
建设银行	939 HK	14.1%	11.1%	6.1%	0.1%
农业银行	1288 HK	19.0%	14.6%	7.9%	0.6%
交通银行	3328 HK	15.0%	6.7%	5.7%	1.0%
平均值		15.0%	11.0%	6.6%	0.6%

资料来源：公司

图 112：港股上市股份制商行净利润按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
中信银行	998 HK	0.7%	26.2%	3.9%	1.1%
光大银行	6818 HK	30.6%	13.2%	8.1%	2.2%
民生银行	1988 HK	34.5%	12.6%	5.4%	3.5%
招商银行	3968 HK	25.3%	14.3%	8.1%	3.2%
浙商银行	2016 HK	-	21.7%	4.0%	38.4%
平均值		22.8%	17.6%	5.9%	9.7%

资料来源：公司

图 113：港股上市城市商业银行净利润按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
天津银行	1578 HK	24.1%	30.0%	29.2%	11.3%
青岛银行	3866 HK	24.6%	24.1%	31.0%	21.3%
哈尔滨银行	6138 HK	54.5%	17.0%	13.6%	17.1%
重庆银行	1963 HK	29.3%	21.0%	21.4%	12.1%
盛京银行	2066 HK	33.9%	39.1%	11.1%	14.9%
郑州银行	6196 HK	-	30.3%	29.5%	36.3%
锦州银行	416 HK	-	15.7%	56.6%	131.5%
徽商银行	3698 HK	23.3%	14.4%	15.2%	9.4%
平均值		31.6%	23.9%	26.0%	31.8%

资料来源：公司

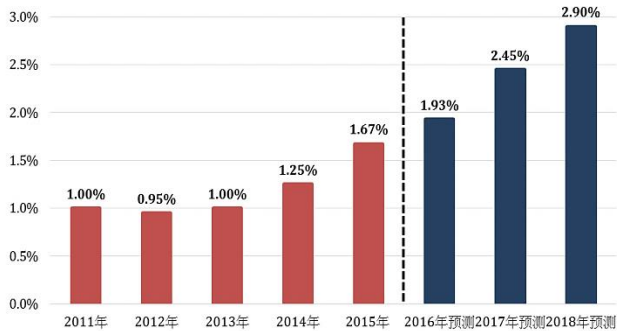
图 114：港股上市农商行及邮储银行净利润按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
重农行	3618 HK	26.3%	11.7%	14.0%	5.8%
邮储银行	1658 HK	-	-	40.8%	1.5%

资料来源：公司

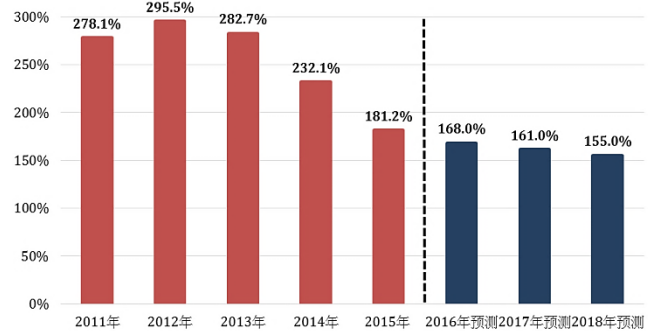
伴随着拨备总额的持续上升，银行业整体拨备覆盖率大幅下降已成大势所趋。截止 2016 年三季度，商业银行的不良贷款率按年上升 0.17 个百分点至 1.76%；同时，其拨备覆盖率则按年大幅下降 15.3 个百分点至 175.52%。换言之，即使是超低增长，也受惠于持续下跌的拨备覆盖率。展望 2017 和 2018 年，我们认为不良贷款将会加速暴露，不良率的上升伴随拨备覆盖率下降的大趋势仍然看不见明显的拐点。

图 115：不良贷款率



资料来源：中国银监会，招银国际预测

图 116：拨备覆盖率

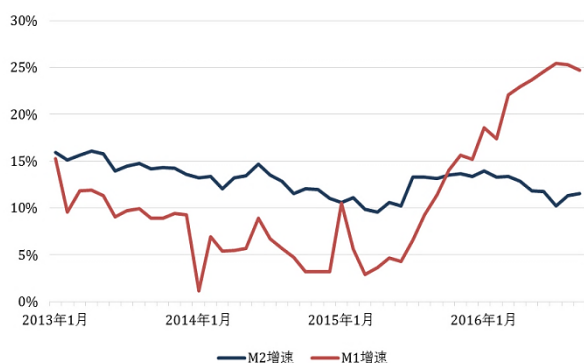


资料来源：中国银监会；招银国际预测

我们认为不良贷款率仍然维持在较低的水平主要是由以下几个原因导致的：

1. “借新还旧”情况日益严重。2016 年 1-3 季度，新增社会融资规模按年上升了 12.9% 至人民币 13.5 万亿元，其中新增人民币贷款以及企业债券融资金额分别按年上升了 11.2% 和 42.4% 至人民币 10.0 万亿元和人民币 2.6 万亿元。与此同时，我们看到 M1 和 M2 增速的剪刀差却在不断加大。因此，我们推断现在中国的整体投资气氛仍然疲软，优秀的企业更倾向保留资金。所以我们认为新增社会融资很大一部分是为了“借新还旧”。不良贷款的问题只会被延迟，而不会被解决。虽然不良贷款率较低，但是不良贷款余额在过去几年也保持了较高增长，2011 至 2015 年，不良贷款余额的年复合增长率也达到 31.4%。

图 117：M1、M2 货币增速变化



资料来源：中国人民银行

图 118：商业银行不良贷款余额

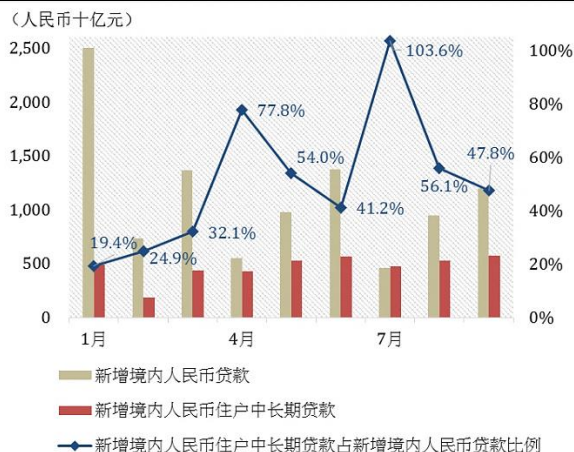


资料来源：中国银监会

2. 五级贷款分类过程或存在不恰当的人为判断。五级贷款的分类包含了诸多银行专业人员的判断，然而，过多的人为判断也许不是完全合适的。我们认为许多暂时被归类为正常和关注类的贷款也面临着被重新分类的风险。
3. 中国宏观经济仍然面临下行压力。日趋复杂的宏观经济环境不仅仅对银行的表现有影响，更重要的是会负面影响企业的还款能力，从而促使不良贷款持续增加。

4. 与宏观经济走势相一致，银行业贷款结构逐步发生改变。2016 年 10 月，新增人民币贷款为 6,513 亿元。其中，居民住户中长期贷款增加 4,891 亿元，占新增人民币贷款的 75%；非金融企业中长期贷款仅增加 728 亿元，仅占新增人民币贷款总额的 11.2%，规模占比大幅缩减。与此同时，从境内人民币贷款的角度来看，信贷结构恶化的趋势则更加明显。2016 年 7 月，非金融企业新增人民币境内贷款录得负增长，当月新增人民币境内贷款全部来自新增住户贷款，其中，住户中长期贷款则为主要推动引擎。但是，在中国房地产市场保持平稳运行的状态下，新增人民币贷款的不良率将也预计维持在一个很低的水平。然而，长远来看，信贷结构的持续恶化将会给未来的经济增长埋下潜在的隐患，与房贷相关的潜在不良贷款风险不可忽视。

图 119：2016 年新增境内人民币住户中长期贷款情况



资料来源：中国人民银行

以上，我们可以看到，银行业的高增长时代已经一去不复返。这是内外因素的共同影响，也是银行业持续转型的必经之痛。然而，我们认为银行增速的放缓已经在投资者的预期之内。面向未来，提升风险管控的能力，持续推进业务战略转型才是投资者关注的焦点。

中国银行业，下一步该怎么走？

综上所述，我们看到中国银行业面临着越来越多的考验，包括宏观经济下行、利率市场化程度加深以及资产质量持续恶化等。面对这些考验，银行业自身也在积极探索解决办法。展望 2017 年，我们认为银行业在以下三个方面进程将是值得投资者持续关注的。

1. 不良资产证券化和债转股的实施将会给银行的未来带来哪些不确定性？
2. 拟实施的银行理财业务新规将会怎样影响银行的资产负债表？
3. 商业银行应该如何面对互联网金融的不断发展和第三方移动支付的迅速崛起？

债转股与不良资产证券化

为应对未来越来越多的坏账暴露，政府及监管机构出台了多项政策，其中有两项很早以前已经诞生的措施重新进入市场的视野，那就是债转股以及不良资产证券化。

2016 年 10 月 10 日，国务院正式出台《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，并随《意见》刊发《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，明确提出了以市场化、法制化方式，探索银行债转股模式来降低企业杠杆。

《意见》发布后，建设银行率先公布为武汉钢铁集团及云南锡业实施债转股。建行与武钢共同成立的合伙制基金已经落地，首期资金共人民币 120 亿元，其中建行通过募集社会资本出资 100 亿元，预期总共两期基金将帮助武钢降低杠杆率约 10 个百分点。建行与云南锡业的债转股计划涉及资金人民币 100 亿元，同样通过筹集社会资本出资，预计可共帮助云锡集团降低杠杆率 15 个百分点。而在此之前，中钢集团的债转股方案也获得正式批准。

早在 1999 年，我国就曾成功通过债转股化解银行业巨额不良资产，并解除了国企大面积亏损的困境。当时的做法是，透过成立四大金融资产管理公司（即华融、信达、东方和长城），将银行对企业的债券转换为金融资产管理公司对企业的股权。企业的债务负担由此减轻，短期内经营状况得到了改善，同时，剥离了这些债权之后，银行自身的资产素质也得到了增强。

不过，国家此次重启债转股，并不是对 17 年前的复制。与过去相比，我们认为新债转股在操作上主要有以下几点不同：

1. **主导部门不同。**1999 年的债转股是由政府主导的，参与的企业也是由政府部门挑选并审查过的国有企业。而这次债转股则将遵循法制化原则、通过市场化方式进行，政府不再干预其中，商业银行、实施机构和对象企业成为最重要的主角。这也意味着，对象企业不再有政府兜底，而涉及的企业也不仅仅局限于国有企业。
2. **实施机构不同。**上一次债转股中，债券与股权的转换是透过成立四大金融资产管理公司实现的。而在这次的债转股中，《指导意见》明确规定，除国家另有规定外，银行不得直接将债券转为股权。介入银行与企业之间的便是实施机构。根据《指导意见》，实施机构可以是金融资产管理公司、保险资产管理公司、国有资本投资运营公司等，也可以是银行在符合规定情况下设立的新机构；鼓励机构引入社会资本，同时也鼓励不同银行间通过旗下机构交叉进行债转股。新债转股下，实施机构的多样性大幅提升，符合市场化的要求，但另一方面，并非所有机构都有参与过债转股的经验，因此也为未来带来了一定的不确定性。
3. **退出机制尚不明确。**在 1999 年的债转股中，四大金融资产管理公司对持有的企业股权，一般通过企业回购、转售、重组后上市等方式退出。新一次的债转股《指导意见》，提出要采取多种市场化方式实现股权退出，包括转让、挂牌上市等方式。鉴于 1999 年的债转股中，仍有大量企业股权持有在四大金融资产管理公司手中，未能顺利退出，对于此次债转股的退出机制能否有效运行仍然存疑。另外，尽管《指导意见》禁止将“僵尸企业”、有恶意逃废债行为的企业、产能过剩行业的企业等列为债转股对象，但在衡量标准没有明确的情况下，银行与实施机构或许很难做出正确判断，能否真正落实也是影响退出机制有效性的重要因素。

《指导意见》鼓励银行通过设立新机构参与债转股。在这种情况下，银行身份由债权人转为股东。原本的企业债权人，当企业宣告破产时，其清偿顺序中排在股东之前；而一旦转为股东后，将成为清偿顺序的末位，意味着一旦发生破产，银行将基本得不到企业分配的剩余财产，面对的损失将远大于作为债权人时。作为股东的有利方面是，银行可透过持有较高比例的股权，参与企业的管理与重组，以改善其经营状况，通过企业价值的增加来获得收益。但银行在经营企业方面是否有足够经验和能力，以及对象企业本质上是否真的能够起死回生，都为这一方式增加了不确定性。

本轮债转股并非专门针对银行的不良贷款，同时还包括关注类甚至正常类贷款。不良贷款转股显然可能在短时间内令银行的不良贷款额下降、减少减值损失，但这些不良贷款究竟是由于前景良好的企业暂时遇到困难所造成，还是企业本身经营已出现无法扭转的问题而造成，银行需要谨慎判断，如果是后者，那么银行面对的风险更甚于未转股前。而对关注类以上贷款进行转股，相当于银行生息资产的减少，银行利润额最大来源——利息收入相应会受到影响；同时，被列入关注类及正常类的企业存在多少债转股的意愿仍然是个问号。

债转股还可能对银行的资本充足率产生负面影响。根据当前的资本管理办法，在权重法下，银行对被动持有的对工商企业的股权投资和因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业的股权投资权重达到 400%，而对工商企业的其他股权投资权重高达 1,250%。这意味着若银行较大规模地进行债转股，风险加权资产将显著增加，令资本充足率受到考验。除此之外，债转股还有诸多不确定的细节，暂时难以评估它的效果。这其中包括转股如何定价、实施机构如何退出、银行的持股期限以及持股期间的会计处理等。

综上所述，我们对于银行债转股持负面看法。对于债台高筑的企业而言，债转股能够帮助他们降低杠杆率、缓解流动性短缺。但由于实施机构主体仍为资产管理公司、银行旗下子公司等金融行业机构，风险并没有解除，而很有可能只是从金融系统的一端转移到了另一端。不良资产的问题或许未能解决，只是被延迟。

不良资产证券化

2016 年初，国务院批准五大国有银行及招商银行共六家银行为首批不良资产证券化试点，试点额度为人民币 500 亿元。这是自 2008 年监管机构叫停商业银行不良资产证券化以来的首次重启。3 月 26 日，中国银行及招商银行打响头炮，发布“中誉一期”及“和萃一期”两只不良资产证券化产品，至今，六家试点银行已全部完成产品发行，总额达到人民币 96.3 亿元，未偿还本息额共计人民币 332.5 亿元。这些产品的基础资产主要为对公不良贷款，而招商银行的“和萃一期”和建设银行的“建鑫二期”则分别以信用卡不良资产及个人按揭贷款的不良资产为基础资产。

2016 年下半年，试点银行在发行不良资产证券化产品方面明显提速，但以发行总额计，已发行产品仅占批准额度的 19.3%。与此同时，截止 2016 年上半年，我国商业银行总体不良贷款余额达到人民币 1.44 万亿元，较 2015 年年末增长人民币 1627 亿元。

未来，我们预期这六家试点银行将继续发行不良资产证券化产品，另一方面，试点范围有望放宽，有更多商业银行加入到发行产品的行列。透过发行不良资产证券化产品，银行可以将不良贷款快速地转移至表外，降低不良贷款率以及相应拨备。已发行的产品获得了市场的广泛欢迎，但据我们估计，半数以上的产品仍然为银行间机构所购买，这也意味着风险仍然留存在金融系统内。2016 年 10 月，银监会下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，放宽地方资产管理在处置不良资产上的限制，允许各省增设一家地方资管公司，并允许以债务重组、对外转让等方式处置不良资产。相信未来不良资产证券化产品将更加成熟，处置不良资产的渠道也将愈发多元化，这都将大大提升银行化解不良贷款的效率。

图 120：商业银行已发行的不良资产证券化产品统计

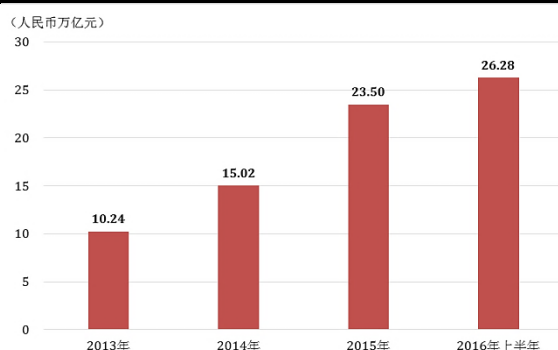
股份	时间	名称	总金额 (人民币亿元)	优先级 (人民币亿元)	次级 (人民币亿元)
中国银行 (3988 HK)	2016年5月26日	“中誉一期”	3.01	2.35	0.66
招商银行 (3968 HK)	2016年5月26日	“和萃一期”	2.33	1.88	0.45
招商银行 (3968 HK)	2016年6月28日	“和萃二期”	4.70	3.60	1.10
农业银行 (1288 HK)	2016年7月29日	“农盈一期”	30.64	20.62	10.02
建设银行 (939 HK)	2016年9月20日	“建鑫一期”	7.02	4.64	2.38
建设银行 (939 HK)	2016年9月23日	“建鑫二期”	15.60	12.00	3.60
工商银行 (1398 HK)	2016年9月27日	“工元一期”	10.77	6.64	4.13
招商银行 (3968 HK)	2016年9月28日	“和萃三期”	6.43	4.00	2.43
交通银行 (3328 HK)	2016年11月8日	“交诚一期”	15.80	11.50	4.30

资料来源：中国债券信息网

理财产品监管收紧

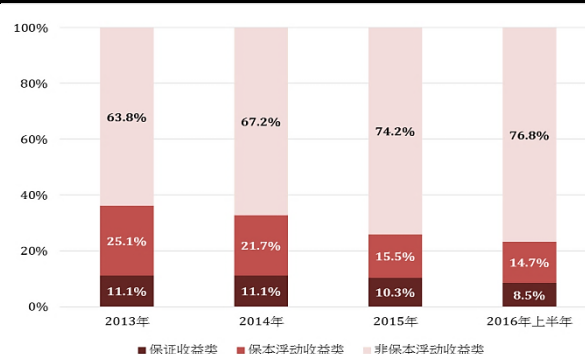
近年来，理财业务所带来的销售收入、管理费以及托管业务收入等都是银行业净手续费及佣金收入增长的重要引擎。其中，股份制商业银行充分利用其零售银行业务的先驱优势，截至 2016 上半年，股份制银行的理财存续余额达到人民币 10.9 万亿元，市场占比高出大型银行 7.2 个百分点达到 41.5%。展望未来，银行业理财业务规模增长预计有所放缓，资金链将经受考验。与此同时，理财业务的分类将更加明确且有从表外逐步转移至表内的趋势。

图 121：理财资金账面余额



资料来源：银行业理财登记托管中心

图 122：不同收益类型产品占比



资料来源：银行业理财登记托管中心

2016 年 7 月，根据媒体报道，银监会下发《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》。这份文件较之此前一版征求意见稿，主要有以下几点更新：

1. 商业银行的理财业务将被分为两类，即“基础类理财业务”和“综合类理财业务”。只有综合类理财业务允许投资非标准化债券资产或权益类资产。与此同时，可以从事综合类理财业务的银行也需要具备以下条件，包括公司治理良好、拥有发展理财业务的专业人员、监管评级良好以及资本净额不低于人民币 50 亿元等。我们相信，目前大部分在港上市的银行都符合这些条件，能够开展综合类理财业务。
2. 根据新规，银行需以产品管理费收入为基础，为理财业务计提风险准备金。除结构性理财产品外的预期收益型产品，需按产品管理费收入的 50% 计提；净值型产品、结构性产品及其他理财产品则按管理费收入的 10% 计提，直到准备金余额达到理财产品余额的 1%。我们预期，这项风险准备金更有可能体现在资产负债表上，从留存收益中转移到准备金中。但如果新规要求风险准备金自损益表中的管理费中扣除，那么银行的盈利将受到负面影响，并预计会相应减少派息。

3. 同时，理财产品的投资渠道监管更加严格。信托计划预计将是日后唯一可与理财产品对接的非标投资渠道。其他非信托渠道，包括证券公司的资产管理计划或基金子公司都不得与理财产品对接。我们相信，这主要是因为信托公司受银监会监管，而证券公司和基金公司则受证监会监管；银监会倾向于将理财产品全部纳入自己的管辖范畴。

与此同时，银监也有意将银行表外理财业务也正式纳入宏观审慎评估（MPA）广义信贷范围，逐步引导银行加强表外业务的风险管理。虽然短期内对银行表外理财业务的实质冲击有限。但是，理财业务产品作为影子银行最主要的组成部分，其规模的迅速扩大以及可能带来的风险引起了监管机构的重视。监管机构拟逐步压缩影子银行规模、规范理财资金投向的意图已然十分明确。

移动支付市场，银行背水一战

随着互联网金融的不断发展，银行业的许多业务也出现了由线下向线上不断转移的趋势，经营成本得到了更好地控制。除此之外，利用大数据的检测，银行业更好地掌握了资金的流向以及预测了客户的需求，客户的粘性也不断提高。但是，这些改变并未使银行的业务发生实质的变化。我们认为，互联网金融的发展，尤其是第三方支付平台的扩张，真正对银行影响较大的是客户资金沉淀的平台逐步发生转移以及其中蕴含的潜在风险和挑战。

截至目前，央行共计颁布了 270 张第三方支付牌照。任何一项经济活动都离不开支付环节。第三方支付，尤其是移动端支付的迅速扩张，在很大程度上改变了传统的以银联为主导的银行卡支付模式。随着智能手机的运用范围迅速扩大，第三方（不包括银联、银行以及运营商）移动支付市场规模也迅速扩大。根据比达数据中心的信息，2015 年，第三方移动支付交易规模按年增长 57.1% 到人民币 9.31 万亿元；其中，支付宝和财付通的市占率分别到达 72.9% 和 17.4%。面对第三方支付规模的迅速扩张，与银联携手的 Apple Pay 以及 Samsung Pay 也逐步进入中国市场。我们认为这绝对不仅仅是为了抢占移动支付端的市场，更加重要的是重新引导客户资金的流向。

初始阶段，银行与第三方支付更多的是相互协作的关系。然而，以支付宝和财付通为主要代表的第三方支付平台近年来建立了一个相对完整且封闭的平台运营模式，充分运用平台优势大力拓展各种支付场景且逐步搭建出一个创新型的金融业务平台，主要代表为理财通和蚂蚁聚宝等投资理财和生活缴费等服务。随着第三方支付平台的不断完善，银行在整个环节里只能作为一个资金流向的通道，完全脱离了对客户资金流向的监管，同时也逐步失去了引导客户沉淀资金的能力。我们认为，支付端市场竞争格局的改变所带来的客户资金沉淀和流向的变化以及潜在的金融监管风险，才是最值得监管机构和银行警惕的。

展望未来，我们相信银行会更积极地投入移动支付端市场的竞争。然而，Apple Pay、Samsung Pay 以及银联云闪付由于推出时间较短且适用范围仍然仅维持在支付环节，暂时很难动摇支付宝和财付通的市场地位。不过，我们看到，第三方支付平台是由扩展支付场景端逐步向综合金融服务端转移，与银行发展方向相反。我们认为银行也可以逐步由综合金融服务端转为扩展更多的支付场景，通过交叉补贴、构建更多的应用场景、逐步培养用户习惯等方式逐步完善其支付系统，从而更好地引导客户的资金流。

银行业寒冬预计仍将持续

最后，我们认为未来几年中国银行业的寒冬仍然还将持续。收入增长以及盈利能力持续受压、不良资产持续暴露以及监管规则日趋严格等都将是整个行业的总体趋势。但是，以现在香港上市银行的整体估值来看，我们认为银行业未来预计面临的挑战已经绝大部分反映在了其较低的估值里，未来估值向下的空间也比较有限。与此同时，在全球低息环境预计延续的大环境之下，我们认为大型银行的较高股息率也是吸引投资者的一个重要因素。

图 123：港股上市银行估值以及息率概览

1·大型商业银行

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2015	2016预测	2017预测	2015	2016预测	2017预测
工商银行	1398 HK	0.83	0.73	0.66	5.8%	5.8%	5.9%
中国银行	3988 HK	0.73	0.66	0.59	5.9%	5.8%	5.8%
建设银行	939 HK	0.85	0.76	0.69	5.7%	5.6%	5.7%
农业银行	1288 HK	0.80	0.69	0.63	6.0%	5.9%	5.9%
交通银行	3328 HK	0.73	0.67	0.62	5.3%	4.9%	5.0%
平均值		0.79	0.70	0.64	5.7%	5.6%	5.6%

资料来源：彭博、招银国际预测

2·股份制商业银行

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2015	2016预测	2017预测	2015	2016预测	2017预测
中信银行	998 HK	0.66	0.59	0.54	4.9%	5.0%	5.1%
光大银行	6818 HK	0.65	0.62	0.57	6.1%	6.0%	6.2%
民生银行	1988 HK	0.93	0.82	0.73	3.1%	3.2%	3.2%
招商银行	3968 HK	1.11	0.99	0.89	4.3%	4.4%	4.7%
浙商银行	2016 HK	1.01	0.88	0.78	3.8%	4.1%	4.7%
平均值		0.87	0.78	0.70	4.4%	4.6%	4.8%

资料来源：彭博、招银国际预测

3·城市商业银行

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2015	2016预测	2017预测	2015	2016预测	2017预测
天津银行	1578 HK	0.87	N/A	N/A	3.2%	N/A	N/A
青岛银行	3866 HK	1.06	N/A	N/A	4.6%	N/A	N/A
哈尔滨银行	6138 HK	0.69	0.60	0.54	5.2%	5.5%	6.2%
重庆银行	1963 HK	0.78	0.71	0.62	4.9%	5.1%	5.5%
盛京银行	2066 HK	0.94	N/A	N/A	4.2%	N/A	N/A
郑州银行	6196 HK	1.19	1.02	0.88	4.9%	5.6%	6.3%
锦州银行	416 HK	1.58	N/A	N/A	1.9%	N/A	N/A
徽商银行	3698 HK	0.90	0.81	0.72	4.8%	5.1%	5.4%
平均值		1.00	0.78	0.69	4.2%	5.3%	5.9%

资料来源：彭博、招银国际预测

4·农村商业银行及邮储银行

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2015	2016预测	2017预测	2015	2016预测	2017预测
重农行	3618 HK	0.79	0.71	0.63	5.1%	5.1%	5.1%
邮储银行	1658 HK	0.94	0.85	0.77	0.0%	2.3%	2.5%

资料来源：彭博、招银国际预测

中国保险业板块 优于大市

业务稳健增长，估值修复可期

承保业务不断进步

寿险业迎来前所未有的发展机遇

近年来保险业政策支持力度加强，销售队伍快速扩张，在低利率环境下保险产品比同期其他理财产品更具吸引力，寿险行业迎来了前所未有的发展机遇，保费收入持续增长。2015 年，寿险公司原保费收入 1.59 万亿元，同比增长 25%。2016 年前三季度，寿险公司原保费收入共计 1.83 万亿元，同比增速达到 43.6%。由于今年下半年加强了保障性产品的占比，前三季度万能险和投连险等投资类保费收入同比增长 79.7%至 1.07 万亿元，增速较上半年明显减缓；前三季度合计规模保费 2.90 万亿元，同比大增 55.0%。

市场格局发生显著变化。近年来一些新晋寿险公司表现抢眼，通过大量销售短期理财类产品快速崛起，并迅速抢占市场份额。传统上市寿险企业受到一定冲击，市场份额（按原保费计算）出现不同程度下滑，其中新华人寿（1336 HK）、太平人寿（966 HK）在 2016 年前三季度的市场排名也较 2015 年出现下降。

图 124：2016 年前三季度寿险公司原保费收入 1.83 万亿元



资料来源：万得数据，招银国际

图 125：原保费和规模保费均大幅增长



资料来源：公司，招银国际

图 126：上市寿险企业原保费及规模保费增速低于行业平均

公司	股票代码	原保费收入(百万元人民币)			规模保费收入*(百万元人民币)		
		9M2015	9M2016	同比	9M2015	9M2016	同比
中国人寿	2628 HK	310,500	376,302	21.2%	325,604	496,432	52.5%
平安人寿	2318 HK	163,992	218,491	33.2%	232,450	291,771	25.5%
太保人寿	2601 HK	89,552	117,335	31.0%	95,297	128,377	34.7%
人保人寿	1339 HK	80,040	95,351	19.1%	85,179	105,771	24.2%
新华人寿	1336 HK	94,623	93,418	-1.3%	96,885	96,978	0.1%
太平人寿	966 HK	63,383	76,492	20.7%	65,464	80,793	23.4%
行业		1,277,763	1,834,334	43.6%	1,870,096	2,899,034	55.0%

资料来源：保监会，招银国际

*规模保费收入包含原保费收入，以及万能险和投连险等投资类保费收入

图 127：按原保费收入计算，上市寿险企业市场份额下滑

公司	股票代码	2016年1-9月 市场份额		2015年市场份额	
		%	排名	%	排名
中国人寿	2628 HK	20.5%	1	23.0%	1
平安人寿	2318 HK	11.9%	2	13.1%	2
太保人寿	2601 HK	6.4%	3	6.8%	4
和谐健康	N/A	5.7%	4	1.9%	11
人保人寿	1339 HK	5.2%	5	5.6%	5
新华人寿	1336 HK	5.1%	6	7.1%	3
富德生命人寿	N/A	5.0%	7	5.0%	7
安邦人寿	N/A	4.8%	8	3.4%	9
泰康人寿	N/A	4.2%	9	4.8%	8
太平人寿	966 HK	4.2%	10	5.0%	6
合计：上市寿险公司		53.3%		60.6%	

资料来源：保监会，招银国际

财产险保费增速放缓，综合成本率保持稳定

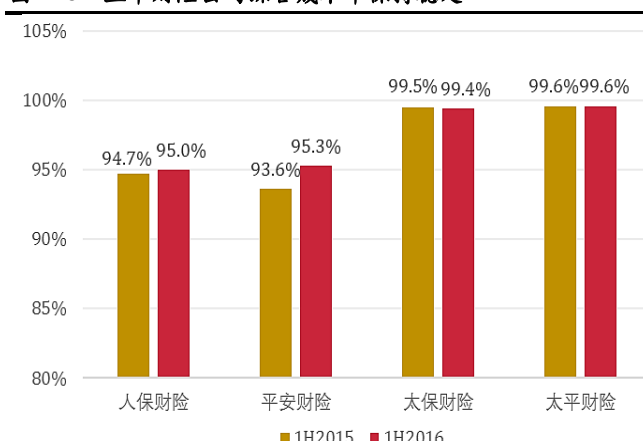
在宏观经济下行、自然灾害频发、车险费率改革等背景下，财产险保费增速自 2013 年以来呈逐年下降的趋势。2016 年前三季度，财产险公司实现保费收入 6,825 亿元，同比增长 9.0%，较去年同期放缓 2.4 个百分点。在三大财险企业中，人保财险（2328 HK）前三季度保费收入同比增长 10.6%，超过行业平均，平安财险（2318 HK）和太保财险（2601 HK）由于自身业务调整、注重提质增效等原因，保费增速分别为 4.8%和 1.2%。尽管保费增速放缓，但上市财险公司在承保质量管控和成本控制等方面均取得一定成效，2016 年上半年综合成本率较去年同期基本保持稳定。

图 128：财产险公司保费收入增速继续放缓



资料来源：保监会，万得数据，招银国际

图 129：上市财险公司综合成本率保持稳定



资料来源：公司，招银国际

图 130：上市寿险企业原保费及规模保费增速低于行业平均

公司	股票代码	原保费收入(百万元人民币)			2016年1-9月 市场份额		2015年市场份额	
		9M2015	9M2016	同比	%	排名	%	排名
人保财险	2328 HK	211,658	234,002	10.6%	34.3%	1	33.4%	1
平安财险	2318 HK	121,638	127,427	4.8%	18.7%	2	19.4%	2
太保财险	2601 HK	70,632	71,495	1.2%	10.5%	3	11.2%	3
太平财险	966 HK	11,722	13,451	14.8%	2.0%	8	1.9%	9
行业		626,280	682,484	9.0%				

资料来源：保监会，招银国际

保险资金运用余额逐年攀升，投资渠道更宽

随着保费收入的提升，保险业总资产和资金运用余额也逐年提升。2008-2015 年，保险业资金运用余额符合增长率高达 20.36%。2016 年三季度末，保险资金运用余额达到 12.83 万亿元，较年初增长 14.75%。

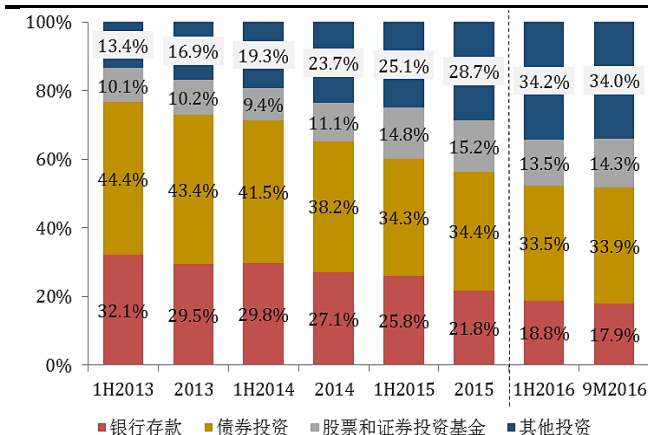
2012 年以来，监管部门在“管住后端”的同时，逐步放开保险资产管理范围和投资渠道。保险公司的投资标的逐渐从银行存款、债券等品种扩大到收益率较高的权益类资产、不动产资产和其他“非标资产”。2015 年在 A 股“牛市”的带动下，保险公司股票和证券投资基金投资占比较 2014 年提升 4.1 个百分点至 15.2%。随后 A 股进入调整期，2016 年保险公司适当减少股票和基金配置，加大了收益率较高、较为稳定的非标资产投资的占比，以抵御利率下行和股市动荡双重风险。

图 131：2016 年三季度末保险资金运用余额达 12.83 万亿元



资料来源：保监会，万得数据，招银国际

图 132：保险资金运用情况



资料来源：公司，招银国际

上市寿险企业业务结构优化，新业务价值增长迅猛

在保费稳健增长的同时，上市寿险企业的业务结构持续优化，产品结构持续改善，长期保障型产品对收入和利润的贡献稳步提高。新业务价值率较高的个险渠道业务迅速发展，若论个险渠道首年保费在首年总保费中的占比，中国人寿、新华保险均比去年同期提升近 10 个百分点，太保寿险比去年同期提升 7.8 个百分点，平安虽略降 1.7 个百分点，但仍保持在 80.5% 的较高水平。除此之外，各寿险公司更重视期缴业务，首年期缴保费在首年总保费中的占比均有不同程度的提升。

业务结构的改善带来了可持续的价值增长。2016 年上半年，上市寿险公司平均新业务价值同比增速高达 47.5%。太平寿险、太保寿险、人保寿险、中国人寿新业务价值同比增速均超过了 50%。可以说，2016 年险企新业务价值的突破性增长是近年来坚持业务结构转型的集中体现、也与营销员队伍的不断壮大密不可分。2017 年，我们预计寿险企业业务结构将持续优化，新业务价值的增长是可持续的。

图 133：个险渠道及期缴业务占比稳步提升

公司	股票代码	2012	2013	2014	2015	1H15	1H16
个险渠道首年保费/总首年保费							
中国人寿	2628 HK	25.5%	27.7%	29.6%	34.3%	31.3%	41.5%
平安	2318 HK	71.6%	82.3%	82.8%	89.3%	82.2%	80.5%
太保寿险	2601 HK	N/A	42.4%	53.6%	76.0%	74.4%	82.2%
新华保险	1336 HK	33.3%	27.1%	26.9%	31.6%	24.3%	34.2%
首年期缴保费/总首年保费							
中国人寿	2628 HK	36.1%	35.1%	39.9%	44.2%	38.3%	50.5%
平安	2318 HK	77.6%	87.9%	85.4%	91.1%	85.3%	86.4%
太保寿险	2601 HK	40.6%	45.4%	54.4%	75.8%	75.7%	80.2%
新华保险	1336 HK	44.5%	32.3%	28.0%	32.8%	24.2%	39.0%

资料来源：公司，招银国际

图 134：2016 年寿险新业务价值同比增速喜人

公司	股票代码	1H16 (百万人民币)	1H15 (百万人民币)	同比增速
中国人寿	2628 HK	28,021	18,637	50.4%
平安寿险	2318 HK	24,017	16,825	42.7%
太保寿险	2601 HK	11,264	7,227	55.9%
新华人寿	1336 HK	4,049	3,428	18.1%
太平寿险（百万港币）	966 HK	5,236	3,246	61.3%
人保寿险	1339 HK	2,880	1,839	56.6%
平均				47.5%

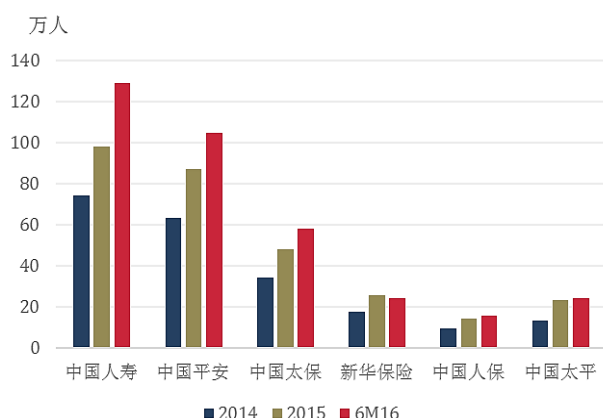
资料来源：公司，招银国际

抓住机遇扩张寿险营销员队伍

自 2015 年下半年起，保险公司抓住寿险行业发展的黄金窗口和保险营销员资格考试取消等政策机遇，大力发展保险代理人队伍。2016 年上半年，六家上市寿险公司代理人总人数较 2015 年末增长 20.1%，达到近 356 万人。据媒体统计，截至 2016 年一季度，整个寿险业约有 710 万保险代理人，较 2015 年 10 月底的 505 万提升了 40.6%，保代渗透率（即保险代理人人数占全国总人口的比重）在 0.5% 左右，与发达国家或地区尚有差距。所以整体来看，未来中国保险代理人不仅在人数方面，更在学历、专业素养等方面都有提升的空间。

发展个险业务，需要一定的代理人规模，但是提升举绩率和人均产能则更为关键。我们预计 2016 年各上市险企人均产能将与上年基本持平或小幅提升。2017 年，我们预计各上市险企增员速度将放缓，此前不合格的代理人将持续淘汰，公司更注重代理人队伍的提质增效，在控制佣金支出方面将面临挑战。

图 135：保险代理人队伍迅速扩张



资料来源：保监会，万得数据，招银国际

保险牌照依然抢手

近年来，各路资本纷纷涌入保险行业，一方面是基于保险行业规模迅速增长、政策扶持力度加大等利好，另一方面则是看中保险资金运用的灵活性和险资巨大的运用空间。

2016 年共有 15 家保险公司拿到了牌照，审批速度相较于 2015 年的 13 家和 2014 年的 8 家有所加快。但相对于目前超过 200 多家排队申请牌照的企业而言，保险牌照依然属于稀缺资源。拟设立保险公司的股东中不乏上市公司。其中，中国人保集团和人保财险联合发起成立人保再保险股份有限公司，开启人保在再保险领域的布局；太平财险与多家企业联合发起太平科技保险股份有限公司，从事财产险业务。

图 136：2016 年至今共有 15 家保險公司获得牌照

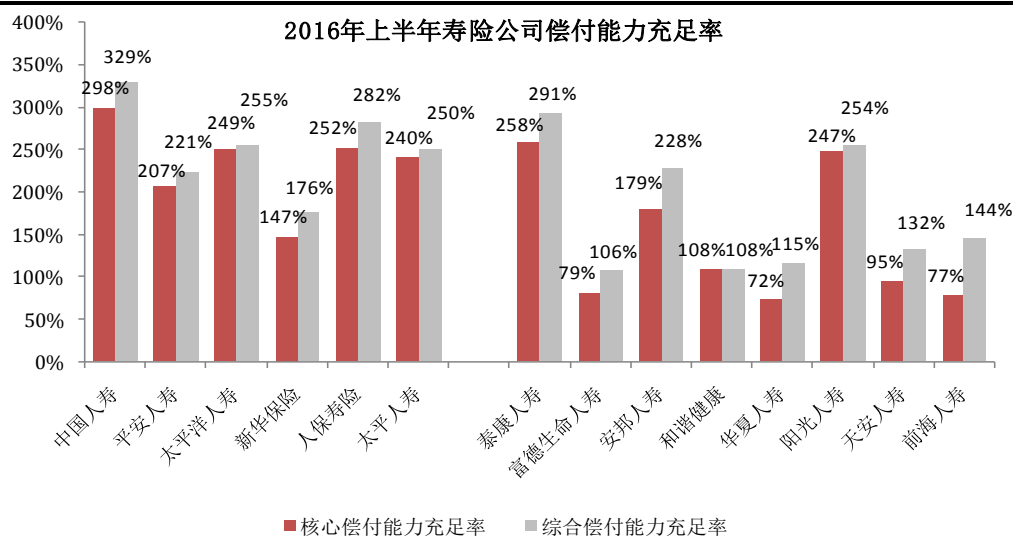
批准日期	公司名	公司种类	发起人	注册資本
3/23/2016	三峡人寿保险股份有限公司	寿险	重庆渝富资产管理集团有限公司、重庆高科集团有限公司新华联控股有限公司、重庆迪马工业有限责任公司、江苏华西同诚投资控股集团有限公司等	10亿
6/23/2016	华贵人寿保险股份有限公司	寿险	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司、华康保险代理有限公司、贵州贵安金融投资有限公司、贵州省贵民投资有限责任公司等	10亿
7/29/2016	爱心人寿保险股份有限公司	寿险	北京保险产业园投资控股有限公司、深圳市同心投资基金股份公司、吉林省煤业集团有限公司、深圳市中洲置地有限公司等	17亿
7/29/2016	和泰人寿保险股份有限公司	寿险	北京居然之家投资控股集团、深圳市金世纪工程实业有限公司、北京英克必成科技有限公司、莱川县金兴矿业有限责任公司等	15亿
9/2/2016	汇邦人寿保险股份有限公司	寿险	上海世茂股份有限公司、晋江市浩盛进出口有限公司、泉州市中远进出口贸易有限公司、石狮市金同进出口贸易有限公司等	10亿
7/29/2016	复星联合健康保险股份有限公司	健康险	上海复星产业投资有限公司、广东宜华房地产开发有限公司、宁波西子资产管理有限公司、重庆东银控股集团有限公司等	5亿
3/28/2016	建信财产保险有限公司	财产险	建信人寿保险有限公司、宁夏交通投资有限公司、银川通联资本投资运营有限公司等	10亿
5/30/2016	横琴人寿保险有限公司	财产险	珠海铎创投资管理有限公司、亨通集团有限公司、广东明珠集团深圳投资有限公司、苏州环亚实业有限公司、中植企业集团有限公司	20亿
6/1/2016	太平科技保险股份有限公司	财产险	太平财产保险有限公司、浙江省金融控股有限公司、浙江沪杭甬高速公路股份有限公司等、浙江省科技风险投资有限公司等	5亿
9/7/2016	黄河财产保险股份有限公司	财产险	甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、中国铁建投资集团有限公司等、名城地产（福建）有限公司、兰州兰石集团有限公司等	25亿
2/18/2016	人保再保险股份有限公司	再保险	中国人民保险集团股份有限公司、中国人民财产保险股份有限公司	10亿
3/24/2016	前海再保险股份有限公司	再保险	深圳市前海金融控股有限公司、中国邮政集团公司、深圳市远致投资有限公司、浙江爱仕达电器股份有限公司、福建七匹狼实业股份有限公司等	30亿
6/22/2016	汇友建工财产相互保险社	相互保险	长安责任保险股份有限公司	1亿
6/22/2016	信美人寿相互保险社	相互保险	浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司、天弘基金管理有限公司、国金鼎兴投资有限公司、成都佳辰投资管理有限公司等	10亿
6/22/2016	众惠财产相互保险社	相互保险	永泰能源股份有限公司、大连先锋投资管理有限公司、昆吾九鼎投资管理有限公司、金银岛（北京）网络科技有限公司等	2亿

资料来源：保监会，招银国际

行业更趋市场化，上市保险公司不断进步

更多市场主体的进入，意味着未来保险行业市场化趋势会越来越明显，竞争更为激烈，有益于行业长远发展。但我们认为，保险行业或将出现洗牌，优胜劣汰在所难免。保监会“放开前端、管住后端”的监管指引对保险公司资产负债管理能力和风险管控能力提出了更高的要求。在“回归保险本源”、保险公司应姓“保”的要求下，一些商业模式激进短视、资本充足率不达标的保险公司会面临更多的监管限制。

目前上市的保险公司是业内的龙头和标杆，产品结构以保障型业务为主，注重业务的质量和增长。近年来，各家上市保险公司积极推动自身转型升级，从以产品为导向逐步转化为以客户需求为导向，在产品创新、服务创新等方面都取得不错的成效，同时业务模式和管理模式更趋市场化，这些积极的进步都有利于上市保险公司的长远发展，并在日趋激烈的市场竞争中立于不败之地。虽然面临新晋保险企业的挑战，但我们看到传统的上市保险公司能够做到保持定力，坚持自身战略方向稳扎稳打，尽管保费增速低于行业平均，但新业务价值增速喜人，在“偿二代”下保持良好稳健的偿付能力充足率。

图 137：上市寿险企业偿付能力充足率更为稳健

资料来源：公司，招银国际

继续受惠于政策支持，健康和养老保险发展空间巨大

近年来，国家先后出台政策支持商业健康保险的发展。2015 年税优型健康险破冰而出，意在通过税收杠杆，撬动商业健康险行业的发展。2016 年 10 月中共中央、国务院发布的《“健康中国 2030”规划纲要》指出，要落实商业健康险税收等优惠政策，鼓励企业、个人参加商业健康保险及多种形式的补充保险；丰富健康保险产品，鼓励开发与健康管理服务相关的健康保险产品；促进商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作；到 2030 年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高。

可以预见，未来大健康领域将开启一个万亿市场。上市险企也在积极布局，不仅局限于开发和销售健康险产品，更是将触角延伸至大健康产业链中医疗、健康管理等各个环节。健康险牌照竞争十分激烈，目前仅有五家专业健康险公司——人保健康、平安健康、太保安联、昆仑健康、和谐健康。另有三家已获得牌照，正在筹备阶段，包括复星联合健康保险、和泰人寿（腾讯子公司参投）和爱心人寿（北京保险产业园区牵头）。

另一个新的万亿市场将在养老领域开启。“十三五”期间，将促进保险机构参与社会养老服务体系的建设，参与社会养老基金的市场化管理，全面推开个人税收递延型商业养老保险；支持有条件的保险机构投入养老服务业和老龄产业，推动保险养老社区的建设，促进老年人住房反向抵押养老保险和长期福利保险的发展。

2017 年投资风险

尽管行业发展潜力巨大，但是近几年保险企业面临着阶段性困境。投资收益率下行、低利率环境持续、股市波动等因素，导致投资收益下滑、传统险准备金增加计提，保险公司整体利润下滑压力较大。2016 年上半年，在港股上市的 7 家直保公司除中国平安（2318 HK）外，均录得净利润同比下跌，跌幅在 26.2%至 67%不等。预计 2016 全年利润仍将维持同比下跌，但由于下半年股票投资表现或优于去年同期，故我们预计全年利润跌幅将较上半年有所收窄。

全行业保费增速可能会放缓

产险在宏观经济下行压力增大的背景下，保费收入增速可能继续下行的态势。寿险保费增速预计亦将放缓，一方面是由于 2016 年高基数效应的影响，另一方面，2016 年 3 月和 9 月，保监会连续发文规范中短存续期人身险产品（以往称为高现金价值产品）的销售。由于这部分产品的销售多在年初“开门红”季，所以监管的收紧并未对今年的寿险保费收入产生实质性影响，但我们预计 2017 年受此影响，保险公司产品策略将作出调整，主打中短存续期产品的寿险公司业务模式将受到挑战，寿险行业整体的保费增速可能会放缓。对于上市保险公司而言，由于中短存续期产品的占比很小，故监管收紧对其影响应该不大，但仍应警惕行业保费增速下滑的风险波及到上市公司。

图 138: 2016 年保监会加大中短存续期业务的监管

文件	发布时间	涉及到中短存续期业务监管的主要内容
《中国保监会关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	2016/3/18	1. 保险公司销售中短存续期产品的，应保持综合偿付能力充足率不低于100%且核心偿付能力充足率不低于50%。 2. 自2016年1月1日起，中短存续期产品年度保费收入应控制在公司最近季度末投入资本和净资产较大者的2倍以内。 3. 对2015年度中短存续期产品保费收入高于当年投入资本和净资产较大者2倍的保险公司，自2016年1月1日起给予公司5年的过渡期。 4. 保险公司所销售的预期60%以上的保单存续时间在1年以上（含1年）3年以下（不含3年）的中短存续期产品的年度保费收入，2016年应控制在总体限额的90%以内，2017年应控制在总体限额的70%以内，2018年及以后应控制在总体限额的50%以内。
《关于强化人身保险产品监管工作的通知》	2016/9/6	1. 对人身保险产品实行事后备案和事后抽查管理，建立人身保险产品退出机制、问责机制、回溯机制、信息披露机制 2. 禁止保险公司使用“利息”、“预期收益”等词语宣传产品，禁止保险公司参加互联网竞价排名销售活动等 3. 保险公司对万能险要建立单独核算制度，单独管理万能账户。当万能账户的实际投资收益率连续3个月小于实际结算利率且特别储备不能弥补其差额时，当月实际结算利率应当不高于最低保证利率与实际投资收益率的较大者
《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	2016/9/6	1. 万能保险责任准备金评估利率上限下调0.5个百分点至3%，普通型人身保险产品评估利率维持3.5%不变 2. 自2019年开始中短存续期业务占比不得超过50%，2020年和2021年进一步降至40%和30% 3. 投资连结保险产品纳入中短存续期产品的规范范围，保单贷款比例不得高于现金价值或账户价值的80%

资料来源：保监会，招银国际

投资收益下降

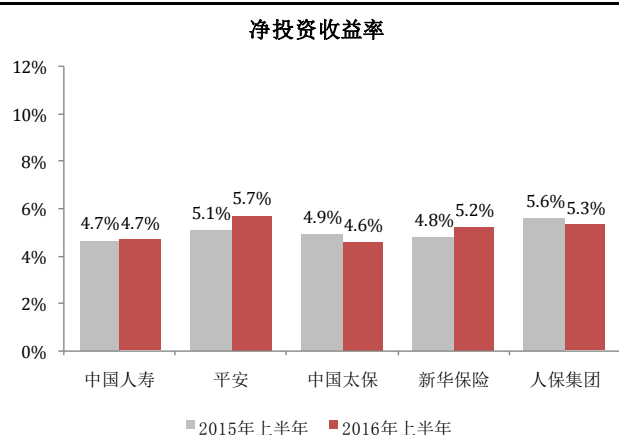
低利率环境和股市调整导致投资收益下滑。从 2016 年上半年的表现来看，低利率的影响并不如市场预期般负面，一些上市险企通过提前锁定高利率产品、积极调仓把握股票和基金的分红节奏、增加非标投资等方式平滑收益，其净投资收益率与去年同期相比基本保持稳定，甚至出现小幅上升。然而股市波动使得交易类金融资产的买卖价差收益及公允价值损益大幅缩水，险企总投资收益率大幅下降。预计未来，低利率和股市波动将继续使投资收益、利润承压，但我们认为该风险已被充分预期并反映在股价中，且未来该风险总体可控：今年 6 月 30 日至今，A 股累计升幅近 6.8%，目前走势和市场情绪均较为稳定；此外，险企未来可通过沪港通投资港股，有助于其分散风险、挖掘价值投资机会。

图 139:2016 年上半年险企投资收益下滑，主要由于股票投资收益大幅缩水

		中国人寿 2628 HK 百万人民币	中国平安 2318 HK 百万人民币	中国太保 2601 HK 百万人民币	新华保险 1336 HK 百万人民币	人保集团 1339 HK 百万人民币	中国财险 2328 HK 百万人民币	中国太平 966 HK 百万港币
投资收益	1H15	99,856	83,174	31,490	31,226	27,605	13,135	18,298
	1H16	50,799	55,570	21,343	16,255	15,079	7,444	9,850
	同比增速	-49.1%	-33.2%	-32.2%	-47.9%	-45.4%	-43.3%	-46.2%
包括：利息及分红收益	1H15	49,733	42,483	19,620	14,889	16,454	7,592	8,080
	1H16	54,542	64,619	20,687	16,061	15,929	8,002	8,386
	同比增速	9.7%	52.1%	5.4%	7.9%	-3.2%	5.4%	3.8%
交易性资产买卖价差及公允价值变动损益等	1H15	50,123	40,691	11,870	16,337	11,151	5,543	10,218
	1H16	(3,743)	(9,049)	656	194	(850)	(558)	1,464
	同比增速	-107.5%	-122.2%	-94.5%	-98.8%	-107.6%	-110.1%	-85.7%

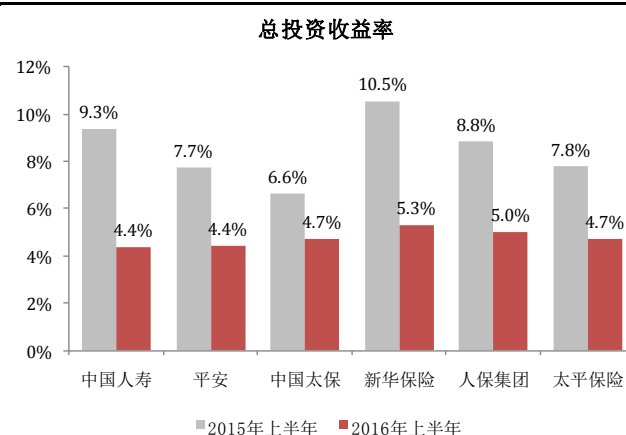
资料来源：公司，招银国际

图 140：2016 年上半年净投资收益率同比保持稳定



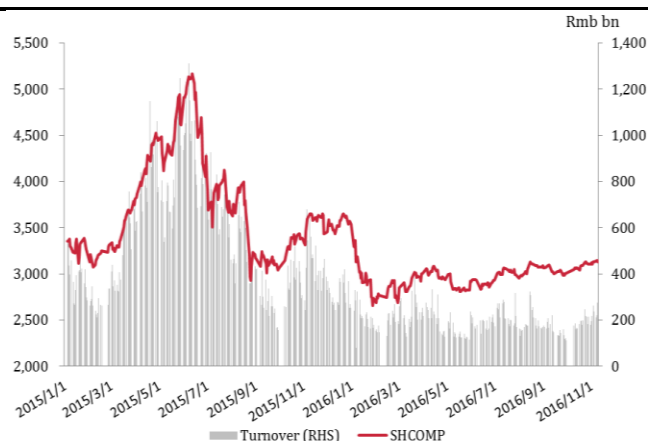
资料来源：公司，招银国际

图 141：2016 年上半年总投资收益率同比显著下滑



资料来源：公司，招银国际

图 142：上证综合指数从 2016 年 6 月 30 日至今上涨约 6.8%

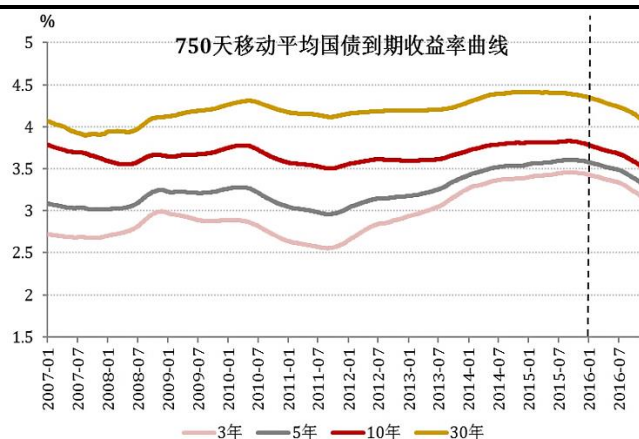


资料来源：彭博，招银国际。截至 2016 年 11 月 10 日

准备金计提压力增大

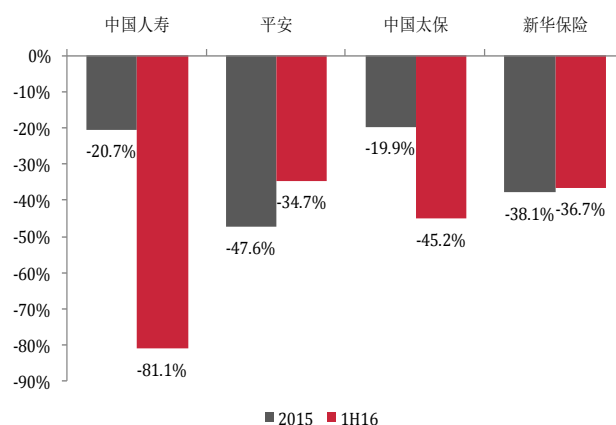
由于 750 天移动平均国债收益率曲线下行导致传统险基准折现率下调、准备金计提增加，是寿险企业利润下滑的另一重要原因。据我们测算，目前该曲线各期限较去年同期下降约 25-30 个基点。今年上半年，中国人寿受准备金增提风险影响最大，由于准备金假设变动造成的利润减少约占税前净利润的 81.1%。由于 2015 年五次降息的影响将持续体现，我们预计 2017 年 750 天移动平均国债收益率曲线可能还将下降 40-50 个基点，保险企业仍面临准备金计提增加的风险。

图 143：各期限 750 天移动平均国债到期收益率曲线较去年同期下降 25-30 个基点



资料来源：万得数据，招银国际。*数据截至 2016 年 11 月 10 日

图 144：上市寿险公司传统险准备金计算假设调整的影响占税前利润的比例

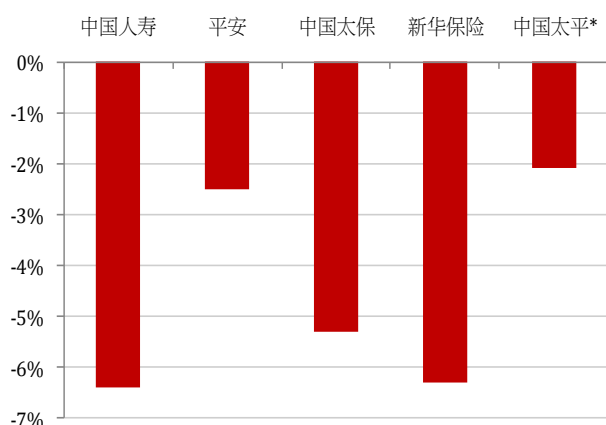


资料来源：公司，招银国际

内含价值假设变动

在低利率环境下保险公司若下调长期投资收益率假设，则其内含价值将承压。各上市险企将于 2016 年年末考虑调整内含价值计算假设。根据静态敏感性分析，若长期投资收益率和折现率同时下调 50 个基点，各险企内含价值下降幅度在 2.1% 至 6.4% 的区间内，较之目前的低估值而言并不大，风险可控。

图 145：若风险贴现率和投资收益率假设同时下调 50 个基点，集团内含价值的变化比例（2016 年 6 月 30 日）

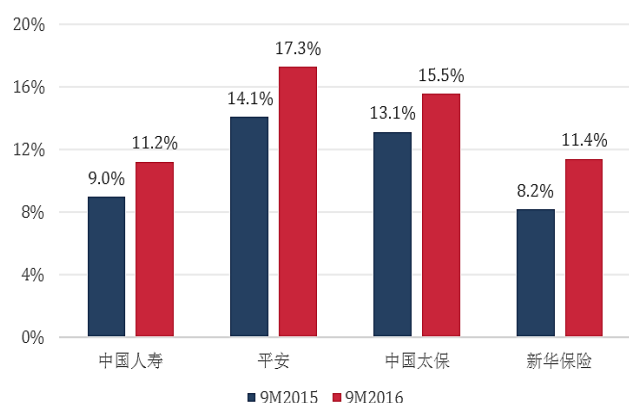


资料来源：公司，招银国际。*中国太平基于 2015 年末内含价值分析

营销员队伍提质增效面临挑战

2016 年营销员队伍的扩张也导致了各保险公司保费佣金支出迅速攀升（当然，佣金支出的上升还与高佣金率的长缴费期、期缴产品占比提升等因素有关）。我们发现，2016 年前三季度，上市寿险企业佣金支出占已赚保费的比例分别较上年同期提升 2.2-3.4 个百分点不等。未来，保险公司应加强代理人管理，提高人均产能和举绩率，使成本与绩效相匹配。

图 146：佣金支出占已赚保费的比例

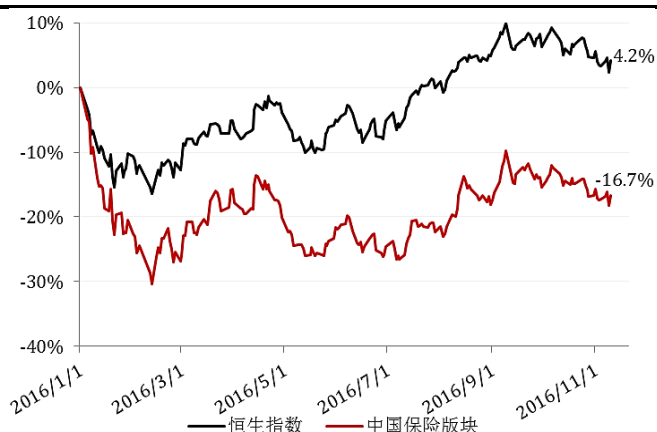


资料来源：公司，招银国际

目前保险企业估值较低，存在投资机会

险企显著跑输恒指，估值接近历史低谷。2016 年至今，恒指累计涨幅约为 4.2%，而中国保险行业平均跌幅超过 16%。按 2016 年上半年财务数据计算，目前保险行业平均估值约为 0.88 倍 P/EV，接近历史底部，只有两家公司估值略超过 1 倍 P/EV。我们认为当前股价已经较为充分地反映了保险企业面临的风险和困难。随着险企业务结构持续改善以及一些无谓担忧逐渐消除，我们认为 2017 年中国保险行业有估值修复的空间。

图 147：2016 年至今，中国保险板块跑输恒指



资料来源：彭博，招银国际。*截至 2016 年 11 月 10 日

图 148：估值表

股票代码	公司	股价 (港元)/	市盈率			市净率			现时	现时	年初至今的 股价变动	
		指数	15A	16E	17E	15A	16E	17E	P/EV(x)	P/NBV(x)		
2601 HK	中国太保	27.85	17.55	16.98	15.26	1.74	1.62	1.49	1.03	18.38	-12.7%	
2318 HK	平安	40.95	10.20	10.93	10.62	1.73	1.69	1.47	1.07	21.26	-4.8%	
2628 HK	中国人寿	19.36	35.80	22.61	16.95	1.58	1.49	1.39	0.82	15.20	-22.7%	
1336 HK	新华保险	34.55	19.97	14.91	12.16	1.58	1.51	1.35	0.86	14.26	6.1%	
966 HK	太平保险	15.40	15.45	11.27	9.36	0.96	0.91	0.82	0.58	9.20	-35.8%	
1339 HK	人保集团	3.04	7.87	8.35	7.56	0.93	0.90	0.80	N/A	N/A	-20.0%	
2328 HK	人保财险	12.18	8.75	8.57	7.76	1.41	1.28	1.14	N/A	N/A	-21.0%	
1508 HK	中再保险	1.83	8.01	12.14	9.60	0.97	0.91	0.84	0.93	N/A	-22.8%	
平均			15.45	13.22	11.16	1.36	1.29	1.16	0.88	15.66	-16.7%	
H股金融行业指数		15,057										-4.0%
恒生指数		22,839										4.2%

资料来源：彭博，公司，招银国际。*截至 2016 年 11 月 10 日

目前，招银国际覆盖的保险公司有两家：中国人寿和中国太保。其中我们以中国太保为首选股份。

中国证券业板块 优于大市

竞争格局不断改变，行业整合势在必行

A 股主要指数波动放缓，市场运行逐渐平稳

在经历了 2015 年的大起大落后，A 股主要指数，上证综合指数（下称“上证指数”）和深证成分指数（下称“深证成指”）在 2016 年 1-10 月都保持了小幅震荡但呈逐步下跌的态势，两大指数分别下跌了 12.4% 和 15.5%。中小板指以及创业板指同期也分别录得了 17.8% 和 20.4% 的跌幅。虽然主要指数和成交量都录得了下跌，但是我们认为 2016 年是中国股票市场逐步恢复正常的一年。

展望未来，中国资本市场双向开放的趋势不会改变且将逐渐加深，逐步加强与境外市场的联动、提升金融产品的创新能力同时不断完善各项业务的监管规则，将是中国证券行业未来几年的主要发展趋势。证券公司，作为资本市场中最直接的参与者和中介机构，也在不断加强风险控制的前提下持续推进传统业务的转型升级、加强金融产品的研发销售能力以及客户资产的主动管理能力，使其业务结构变得更加的多元化、综合化以及国际化。与此同时，在行业集中度较高且普遍存在经营效率较低的情况之下，对内进行资源整合，对外拓展合作机遇也将是中国证券行业未来的大趋势。

图 149：上证综指 2015 年至 2016 年第三季表现



资料来源：万得数据

图 150：深证成指 2015 年至 2016 年第三季表现



资料来源：万得数据

图 151：中小板指 2015 年至 2016 年第三季表现



资料来源：万得数据

图 152：创业板指 2015 年至 2016 年第三季表现



资料来源：万得数据

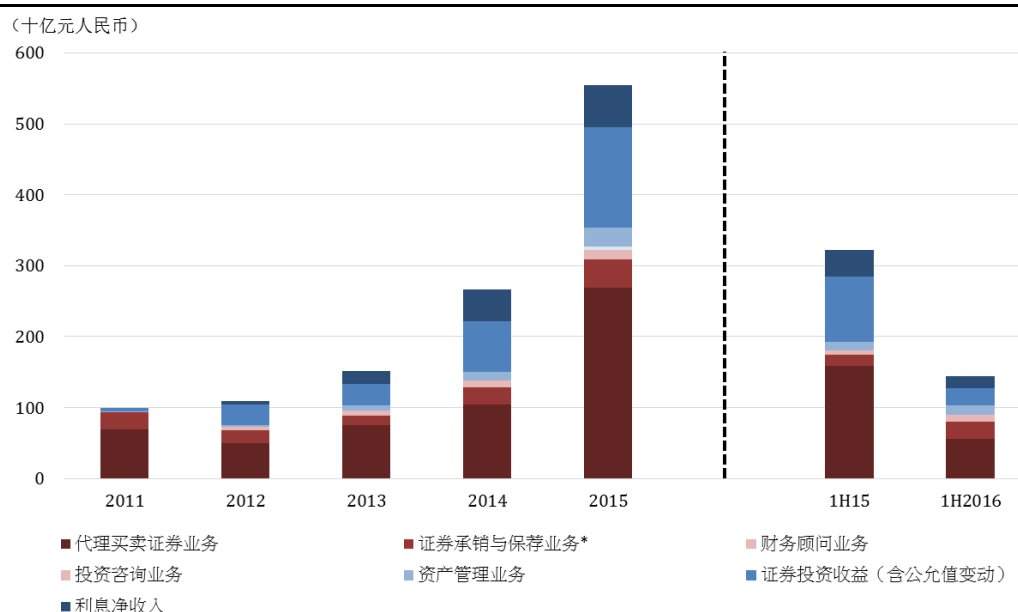
收入结构趋向合理，个别板块突出重围

截止 2016 上半年，中国共有 126 家注册证券公司，当期共有 117 家公司实现盈利。2016 上半年，综合所有证券公司实现营业收入和净利润分别为人民币 1,571 亿元和人民币 625 亿元，分别按年下跌 52.5%和 59.2%。虽然财务表现录得较大的跌幅，我们认为这主要是由于去年的高基数所导致的，中国证券行业在未来仍然具有很大的发展空间。

近年来，受惠于市场交易量的持续上升，净经纪佣金仍然是券商收入的主要来源。同时，随着融资融券（“两融”）业务规模的不断扩大以及券商自主交易的能力不断提升，利息净收入以及自营投资收益在总收入中也扮演着越来越重要的角色。2015 年，这三项业务合共占行业总净收入的 84.7%。然而，这三项业务也是受市场环境因素影响最大的三项业务。

2016 上半年，代理买卖证券净收入、证券投资收益以及利息净收入分别按年下跌 64.7%、73.4%和 53.9%至人民币 560 亿元、人民币 245 亿元和人民币 169 亿元，三项业务收入合共占同期行业总净收入的 67.5%，按年下降 21.8 个百分点。虽然三项主要业务收入都录得按年大跌，但是其他业务板块收入表现却突出重围，行业收入结构也趋向更加合理化。同期，承销与保荐业务、财务顾问业务以及资产管理业务的净收入分别逆市录得按年增长 50.2%、64.1%和 10.0%至人民币 241 亿元、71 亿元和 134 亿元。展望未来，随着市场的开放以及券商发展多元化业务模式的能力逐步提升，我们预测行业的收入结构也会变得更加合理。逐步摆脱主要依靠经纪业务的格局，也将是主流券商未来发展的重要方向；其中，资产管理业务以及“大”投行业务在未来将还会有更广阔的发展空间。

图 153：中国证券行业历年净收入占比概览



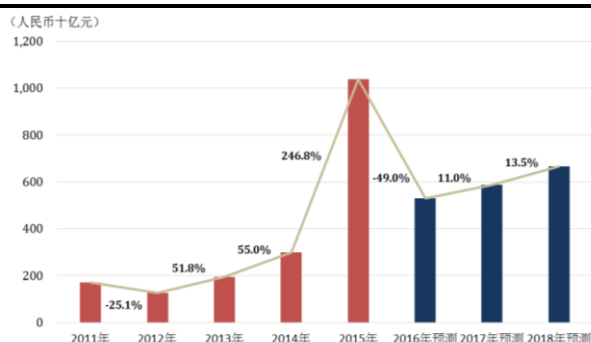
资料来源：中国证监会；*2011 年证券承销与保荐业务中包含财务顾问业务

传统经纪业务逐步转型成为综合财富管理平台

近年来，伴随着行业竞争的不断加剧、互联网金融的高速发展以及“一人一户”限制政策的解除，这些因素都降低了投资者在各个证券公司之间切换的成本，同时增强了投资者的佣金议价能力。整个行业的佣金率呈现不断下滑的趋势，中国券商经纪业务收入的上升主要是受惠于不断提高的市场交易总额，券商经纪业务转型势在必行。

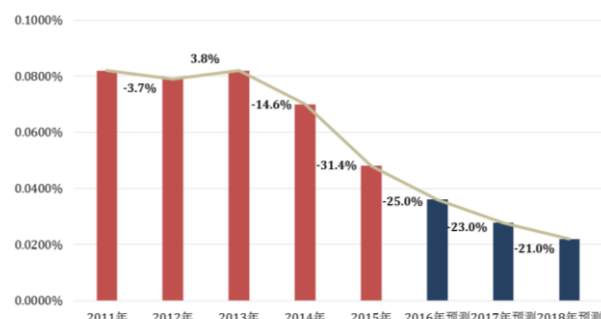
互联网金融的发展一方面加剧了市场的竞争，另一方面也降低了券商的经营费用，同时为其创造了更广阔的发展空间。值得注意的是，经纪业务的转型除了券商自身的努力，还必须配合市场交易人群的不断改变。现阶段，散户群体仍然是 A 股市场交易的主要贡献者，佣金水平以及交易平台的便捷性和安全性才是其关注的焦点。这也是券商经纪业务转型的大难题之一。展望未来，我们认为行业佣金仍然面临下降的趋势。我们预测 2016 年和 2017 年经纪业务的平均佣金率分别为万分之 3.60 和万分之 2.77，分别按年下跌 25.0% 和 23.0%。

图 154：A 股市场日均成交额



资料来源：万得数据，招银国际预测

图 155：经纪业务平均佣金率



资料来源：万得数据，招银国际预测

面临激烈竞争的市场环境，各个券商都在逐步调整其传统经纪业务的发展模式，其中，由经纪业务平台向综合财富管理业务平台的转型将是券商转型的重中之重。

按 2015 年全年二级市场的交易量来衡量，华泰证券（6886 HK, 持有）是中国券商中拥有最大经纪业务规模的公司。我们预测公司经纪业务和财富管理业务的客户数目约为 1,000 万。我们认为，公司早前宣布以交易对价约 7.68 亿美元完成收购美国的私人财务顾问管理平台 AssetMark 的全部股本，是中国券商在传统经纪业务转型中的一个标志性事件。AssetMark 是一家独立的提供全方位服务的资产管理项目平台，为美国的独立财务顾问提供投资和咨询方面的解决方案，其主要提供的服务包括获得资产管理产品、第三方和自有托管服务和投资策略产品等。除此之外，AssetMark 还为投资顾问提供一篮子的附加支持服务，包括标书的制作、开设账户、风险评估，拥有帐户管理系统以及财务报表管理系统。虽然收购整合需要时间，但是借助 AssetMark 的运作模式来提高其财务顾问的工作效率和能力，为客户提供一条龙的财富管理服务，将有助于华泰证券的经纪业务转型同时巩固其在二级市场中的龙头地位、提升互联网业务平台的运营效率。

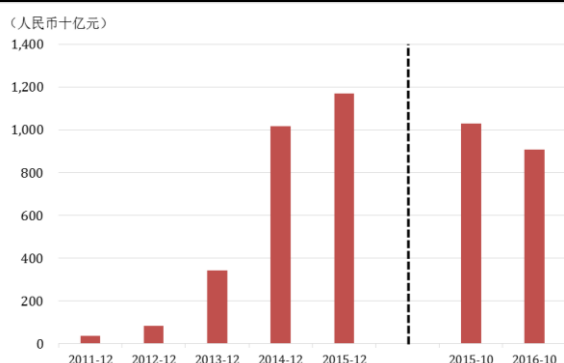
经纪业务的转型不仅有助于其自身的发展，同时也将提高各个业务板块之间的联动效应，其中主要包括资产管理业务以及投资银行业务。我们认为经纪业务与财富管理业务的逐步融合未来将是大型券商重点整合的业务版块。通过做大规模、增强研究服务能力和产品创新能力、提升交易平台的安全性和有效性等都将是此次业务转型和整合的重要因素。与此同时，我们预测以客户总资产为衡量标准来进行的客户分层，以对应不同种类的服务这一策略将会被券商逐渐采纳作为转型过渡时期的发展方向。

信用业务发展曲折

随着证券市场的不断发展以及客户需求的日趋多元化，信用业务在过去几年也处于急速扩张的阶段。2015 年中国股市的大起大落，绝大部分是由资金所主导的，场内融资余额的迅速攀升也是其中一项重要因素。截止 2016 年 10 月末，两融余额为人民币 9,116 亿元，相较于去年峰值的人民币 22,730 亿元下降了 59.9%，其中，融资和融券的余额分别为人民币 9,077 亿元和人民币 39 亿元。

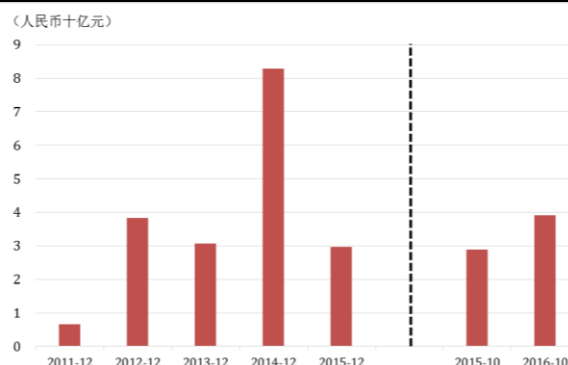
2011 至 2015 年，两融余额从人民币 382 亿元增长至人民币 11,743 亿元，年复合增长率达到 135.4%。相比较融资业务的急速膨胀，融券业务的发展则相对滞后，主要原因还是券源的稀缺。现时，券商融券业务的券源主要来自其自营业务。

图 156：融资业务发展迅速，历年余额概览



资料来源：万得数据

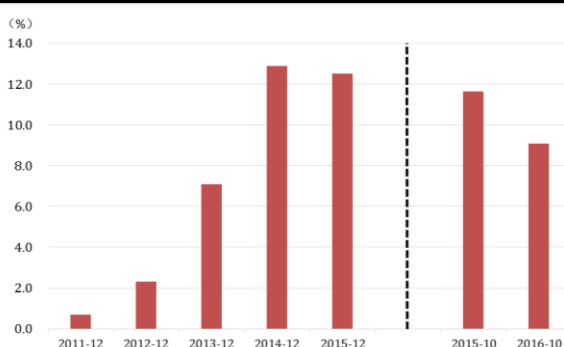
图 157：融券余额历年概览



资料来源：万得数据

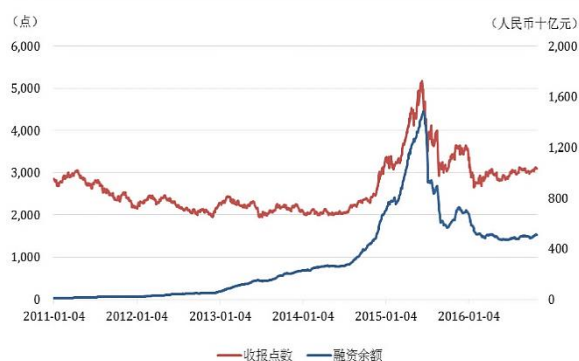
资金的流向与市场的走势永远都呈正相关。随着信用业务的急速扩张，其规模的变化也与上证指数和深圳成指这两大指数走势相关性日趋增加；其中，融资买入额占 A 股成交额的比重也快速上升。2011-2015 年，融资买入额占 A 股成交额的比例也从 0.69% 增长至 12.53%。未来，随着机构客户与高净值客户数量的逐步增加，我们认为融资融券业务作为中国市场上的一项较新的业务还有发展的空间。

图 158：融资买入额占 A 股成交额占比



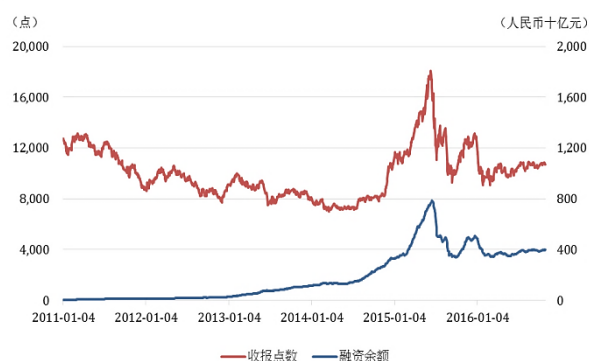
资料来源：万得数据

图 159：沪市融资余额与上证指数



资料来源：万得数据

图 160：深市融资余额与深圳成指



资料来源：万得数据

回望过去，我们也看到，信用业务的发展必须配合更加完善的风险管控措施。2015 年两融业务规模急剧变化，很好的考验了中国券商在两融业务上的风险管控水平。同年，证监会发布了《证券公司融资融券业务管理办法》（“管理办法”），其中明文规定券商两融业务规模必须与其自身发展规模相匹配，业务规模不得超出证券公司净资本的 4 倍；同时也对标的证券范围、业务集中度以及保证金比例主要指标等进行了差异化调整与控制，进一步规范了融资融券业务的发展，维护市场的稳定同时也加强了投资者权益的保护。

未来，我们认为以下几点将是证券公司完善两融业务监管最重要的三个方面：

1. 充分了解信用客户的风险承担能力和信用记录，完善可参与客户的条件。
2. 在满足客户资金需求的同时，适时引导两融规模健康发展，加强对客户的风险披露，增强投资者的权益保护。
3. 针对不同层级的客户与融资标的，融出资金的比例、客户违约的标准以及担保物处置方式等都应不断调整与完善。

加强主动管理能力，资产管理业务持续去通道化

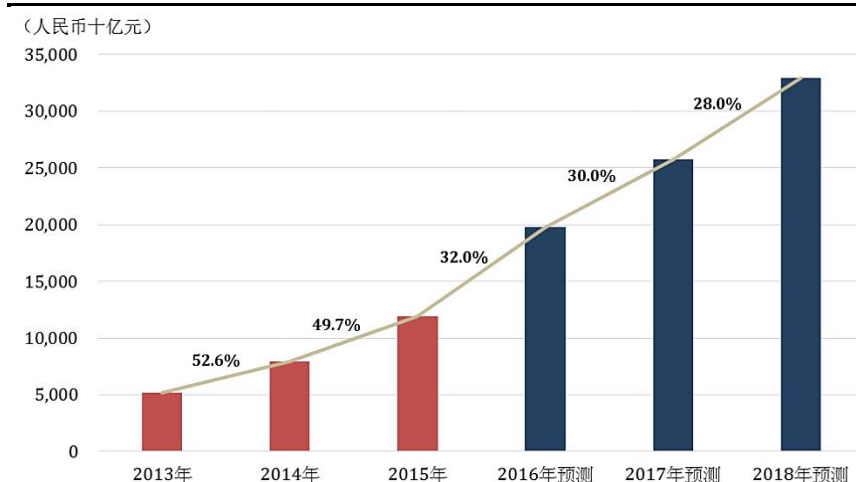
近年来，证券公司资产管理业务规模高速增长，资管产品数量日趋多元化。2013 至 2015 年，证券公司资管规模从人民币 5.2 万亿元增长至人民币 11.9 万亿元，年复合增长率达到 51.1%。同时，规模的不断扩大也伴随着产品内容的日趋多元化。截止 2016 上半年，中国证券公司资产管理规模达到人民币 15.0 万亿元，资管产品数量到达 21,360 只，分别较 2015 年末上升了 26.1% 和 17.2%。

虽然券商资管规模急速扩大，但是管理规模的结构却还有待优化。截止 2015 年末，证券公司旗下被动型资管规模（“通道业务”）和主动型资管规模占比分别为 74.4% 和 25.6%，主动管理的资产规模占比按年上升了 8.6 个百分点。近年来，随着银行理财规模的不断增长，券商的被动管理资产规模也大幅受益。然而，近日银监会拟出台最新的银行理财监管规则，其中着重强调未来信托计划将是非标资产投资的唯一渠道，券商资管以及基金子公司渠道将有可能被封闭。作为银行会监管的范围之一，信托计划作为非标资产投资渠道将有助于银行理财的监管；然而，券商被动管理业务规模在拟推出的新政之下预计将持续压缩。

面对基金公司和基金子公司业务蓬勃发展带来的挑战以及通道业务管理规则的日趋严格，增强主动管理的能力且持续推进业务结构去通道化这一发展策略，既是券商自身资管业务发展的需要，同时也是中国资产管理行业发展的大势所趋。

然而，在资管业务去通道化的过程中，我们预测证券公司资管业务的规模增速将有所放缓。我们预测券商资管规模在 2016、2017 和 2018 年将分别达到人民币 19.8 万亿元、人民币 25.8 万亿元和人民币 33.0 万亿元，年复合增长率为 29.0%。随着富裕人群的不断增长以及客户理财意识的逐步增强，我们预测集合资管计划和专项资管计划在未来将是券商资管规模增长的重要引擎。

图 161：券商资管规模总量及增速



资料来源：万得数据，招银国际预测

证券公司的资产管理主要分为集合资管计划、定向资管计划（主要包含被动管理业务）以及专项资管业务。根据中国证券投资基金业协会的信息，纳入我们覆盖范围内的 6 家证券公司有 4 家资产管理子公司的管理规模排名行业前十（数据截止 2016 上半年）。广发证券（1776 HK，持有）的资管规模虽然行业排名第 4，但是我们认为其资管规模的结构则明显优于同业，主要表现为较强的主动管理能力。截止 2016 上半年，广发证券的主动管理型资产规模达到人民币 4,651 亿元，总规模占比高达 68.5%。这也是我们覆盖范围内主动管理资产规模占比最大的证券公司。

图 162：证券公司资产管理总规模排名

排名	公司名称	管理规模 (人民币十亿元)	占行业总 规模比例
1	中信证券股份有限公司	1,571.1	10.5%
2	华泰证券(上海)资产管理有限公司	814.8	5.4%
3	中信建投证券股份有限公司	727.4	4.8%
4	广发证券资产管理(广东)有限公司	677.5	4.5%
5	上海国泰君安证券资产管理有限公司	650.4	4.3%
6	申万宏源证券有限公司	633.6	4.2%
7	上海海通证券资产管理有限公司	593.1	4.0%
8	中银国际证券有限责任公司	561.2	3.7%
9	招商证券资产管理有限公司	526.9	3.5%
10	华福证券有限责任公司	465.6	3.1%

资料来源：中国证券投资基金业协会；*数据截至 2016 上半年

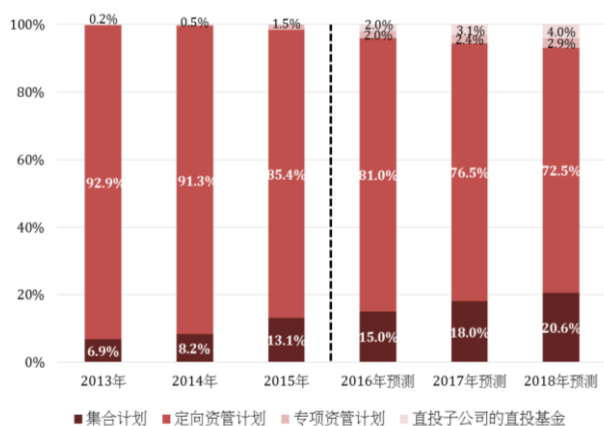
图 163：证券公司主动管理规模排名

排名	公司名称	管理规模 (人民币十亿元)
1	中信证券股份有限公司	555.7
2	广发证券资产管理(广东)有限公司	465.1
3	上海国泰君安证券资产管理有限公司	229.7
4	华泰证券(上海)资产管理有限公司	209.6
5	华融证券股份有限公司	172.7
6	申万宏源证券有限公司	168.9
7	中信建投证券股份有限公司	161.2
8	中银国际证券有限责任公司	161.1
9	齐鲁证券(上海)资产管理有限公司	136.3
10	上海光大证券资产管理有限公司	98.3

资料来源：中国证券投资基金业协会；*数据截至 2016 上半年

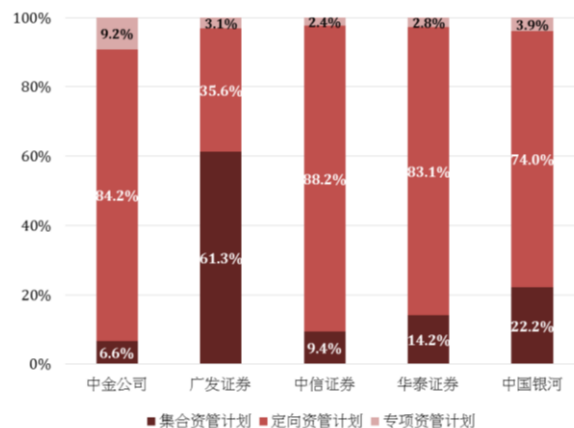
随着资本账户的不断开放和人民币国际化进程的持续推进，券商资管业务的境内外联动性也在不断加强。在加强主动管理的能力和业务去通道化的同时，逐步增强客户资产海外配置的能力也是主动管理能力提升的体现。未来，抓住居民海外资产配置的意愿不断加大这一趋势，我们认为券商资管将会发行更多种类的 QDII 产品以满足客户的需求。

图 164：券商行业资管业务规模占比



资料来源：中国证券投资基金业协会，招银国际预测

图 165：招银国际证券覆盖公司资管计划规模占比

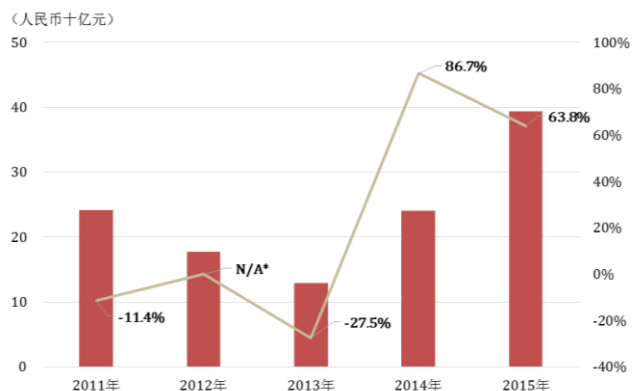


资料来源：公司；*数据截至 2016 上半年

“大”投行业务持续多元化

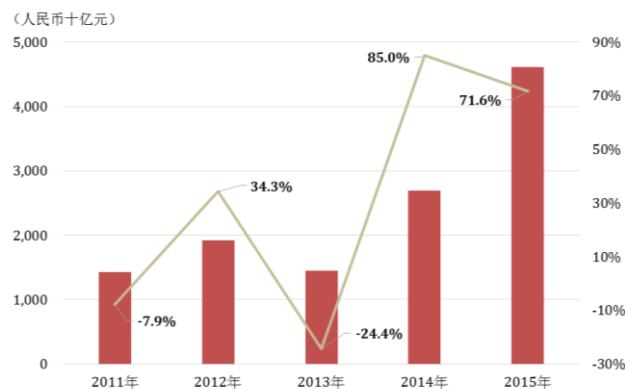
过去券商的投行业务主要依赖于 IPO 以及再融资业务。2011 至 2015 年，证券行业保荐与承销净收入从人民币 241 亿元增长至人民币 394 亿元，年复合增长率为 13.0%；然而，A 股市场券商主承销总金额的年复合增长率则为 34.0%。我们可以看到，保荐与承销业务竞争不断加大，随之而来的则是加大且盈利水平也逐年下滑。虽然注册制的推出暂时未有明确的时间，但是未来 IPO 审核的过程将逐步改变，券商作为中介机构将承担更多 IPO 信息披露的真实性的责任以及事后监督的责任。这将促使券商未来在挑选项目的时候更加审慎严格，同时积极拓展新的收入增长点。

图 166：证券承销与保荐净收入及增长



资料来源：中国证监会，2011 年数据包含财务顾问业务数据，与 2012 年数据不可比

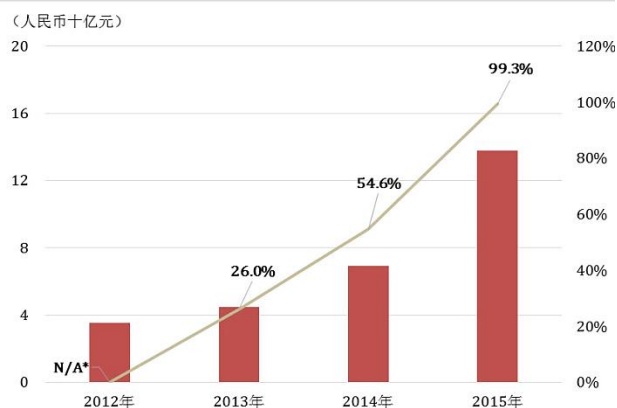
图 167：券商主承销金额与增长



资料来源：万得数据

在供给侧改革以及中国企业“走出去”的大背景下，中国的证券公司未来在收购兼并（包括跨境收购兼并）、财务顾问、债券融资、项目融资以及资产证券化等业务领域仍然具有广泛的发展空间。财务顾问净收入的高增长则很好地反映出了“大”投行业务的发展前景。2012 至 2015 年，行业财务顾问净收入由人民币 36 亿元大幅增长到人民币 138 亿元，年复合增长率则高达 57.2%。财务顾问净收入的高增长一部分源于其过去基数较小，另一部分来自于券商投行业务的逐渐多元化。

图 168：财务顾问净收入及增长



资料来源：中国证监会；2011 年数据包含财务顾问业务数据，与 2012 年数据不可比

证券行业集中度高，促使行业整合加速

不管是在发达市场还是发展中国家，证券行业都拥有较高的集中度，中国也一样。以 2015 年末总资产衡量，前 10 大证券公司的总资产达到人民币 3.2 万亿元，占行业 49.1%。同时，以各个业务板块的主要指标衡量，10 大券商也拥有较高的市场占有率。

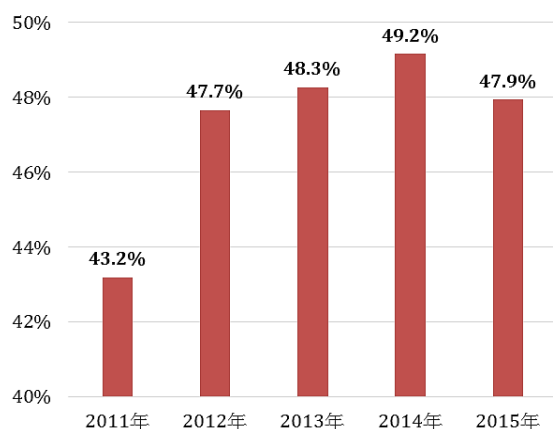
图 169：2015 年总资产排名前十的证券公司

排名	公司名称	总资产（人民币十亿元）
1	中信证券	484.13
2	海通证券	385.69
3	广发证券	378.50
4	国泰君安	351.57
5	华泰证券	323.55
6	银河证券	282.62
7	申万宏源	276.79
8	招商证券	269.66
9	国信证券	219.64
10	东方证券	180.59

资料来源：中国证监会

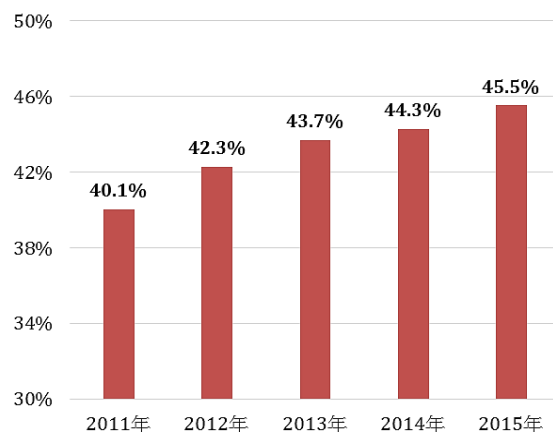
2015 年，10 大券商的二级市场交易市占率达到 47.9%；其中，股票、证券投资基金以及债券现货的市占率分别达到 45.5%、56.0%和 51.8%。与此同时，交易总量的高集中度也会带来利息收入的集中度。现阶段，由于散户仍是交易主力军，大型券商和中小型券商的区别暂时只是体现在佣金率以及经纪人管理规则上。展望未来，随着交易客群的逐步多元化以及可交易品种的逐渐丰富，我们认为大型券商仍然具有较强的优势，行业集中度仍然预计维持较高。

图 170：十大券商占二级市场交易总额比例



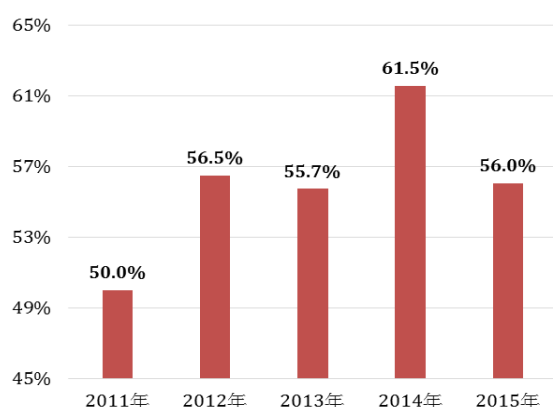
资料来源：万得数据

图 171：十大券商占二级市场股票交易额比例



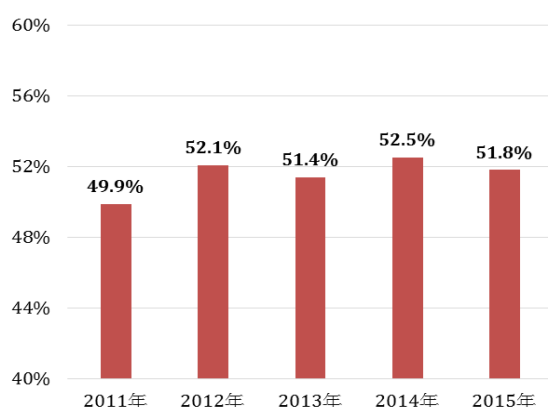
资料来源：万得数据

图 172：十大券商占二级市场证券投资基金交易额比例



资料来源：万得数据

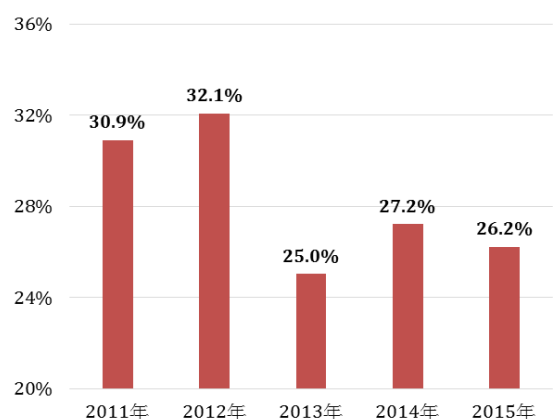
图 173：十大券商占二级市场债券现货交易额比例



资料来源：万得数据

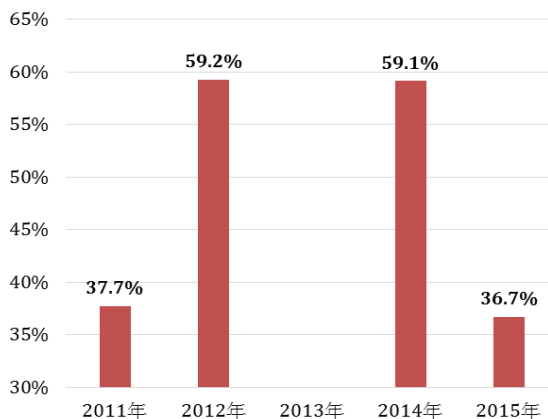
截止 2015 年末，根据中国证券投资基金业协会的信息，10 大券商中的 7 间占据了券商资管总规模的 36.7%，除此外，10 大券商的主动管理规模也占据全行业的 52.9%。基于人才优势和地理优势这两大因素，我们预测未来资管规模，尤其是主动管理的资管规模将会持续集中于大型券商。不过，近年来由于中小板和创业板的急速发展，保荐承销业务较交易与资管业务的集中度为低。

图 174：十大券商市场承销总额比例



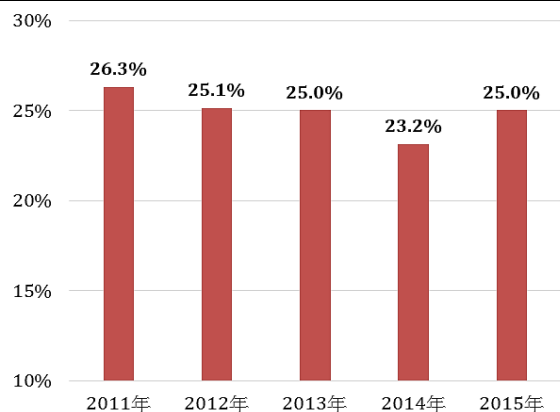
资料来源：万得数据

图 175：十大券商占一级市场首发承销额比例



资料来源：万得数据，*2013 年内地无 IPO

图 176：十大券商再融资承销额比例



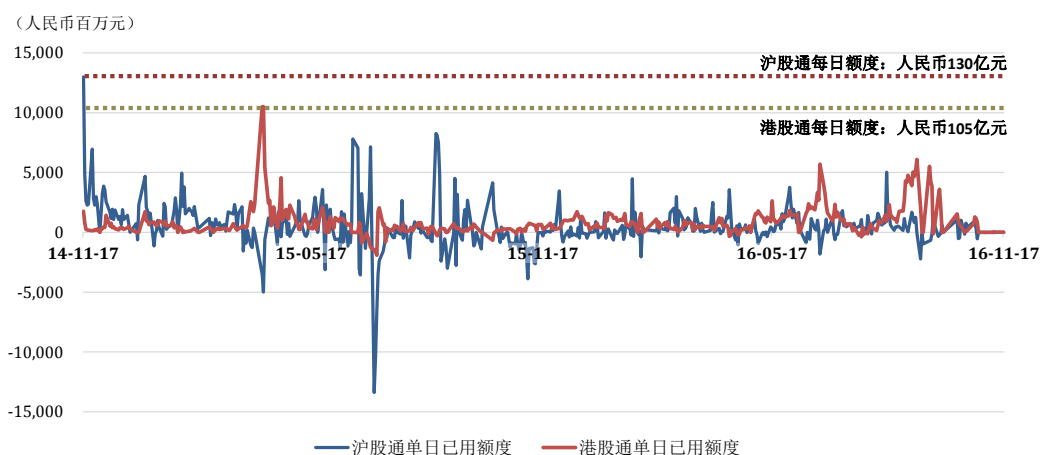
资料来源：万得数据

市场双向开放，竞争格局不断改变

中国的证券行业不仅仅是行业集中度高，同时还普遍存在过于依赖传统业务和经营效率不高的情况。现时，中国的证券公司已经悄然开始对内进行整合优化、提升效率，对外加强海内外合作、拓展新的机遇。随着市场的不断开放和证券资源的逐步整合，我们认为国内的证券公司有望发展出更为成熟和均衡的业务架构。同时，我们也预测未来 1-2 年，内地会逐步将证券公司和基金公司的外资持股比例上限上调至 50% 以上。

2016 年 11 月 17 日，沪港通迎来开通两周年，经历第一年的“慢热”期后，第二年的沪港通表现依然不温不火，运行稳定，但每日额度使用率仍然维持在较低水平。接下来，深港通也即将开通，我们预测内地与其他股票市场的联通机制仍将不断扩展。“互联互通”的意义不在于券商的业绩或是市场交易气氛的短期提振，其重要意义在于搭建起了一个实时的电子交易平台从而实现了市场的无缝连接。作为境内外投资者资产多元化配置的桥梁，我们预计未来“互联互通”机制还将持续开放更多的可投资标的，逐步将中国投资者带向海外，同时完成海外投资者弥补中国市场资产配置这一短板。

图 177：沪港通开通后每日使用额度



资料来源：万得数据；数据截止至 2016 年 11 月 17 日

中金公司（3908 HK，买入）早前宣布与汇金针对购入中国中投证券 100% 股权一事达成一致。虽然交易仍待独立股东批准，但是我们认为双方的潜在合并为中资证券公司的行业内部整合拉开序幕。我们相信，未来行业整合的范围将进一步扩大，特别是针对中小型券商及区域性证券公司的整合将会陆续有来。

证券公司间的战略合作不仅仅针对于海外市场的业务扩张，未来资本市场的双向开放也会让中国市场成为证券公司们的目标；参与其中的不仅仅是中资券商，同样也有外资同业。相较于对内资源的整合，我们认为券商以及中国证券市场对外的开放将对整个行业的竞争格局起到更深远的改变作用。前海，借助其在推动深港两地金融业合作上具有得天独厚的地理和政策优势，将成为下一个重要金融创新和对外开放的重要窗口。

在 2010 年设立之初，深圳前海就被定位为深港合作及现代服务业的试验田，前海金控（全称“深圳市前海金融控股有限公司”）正是前海在推动金融业创新方面的实践主体。按照规划，前海金控未来的将形成六大业务板块，包括深港合作、保险/再保险、证券投资基金、大资管、创新金融及银行板块。

目前，前海金控在多个板块的业务里都取得了实质性突破，特别是在证券和保险领域。今年 9 月，前海金控与恒生银行以三七七比例合资成立的基金管理公司正式开业，成为首家港资控股的合资基金管理公司。而在去年 11 月及 12 月，前海金控先后公布，将分别与汇丰银行及东亚银行联手，在前海组建全牌照的合资证券公司。目前已向证监会提交申请设立的材料，并已获得证监会受理。此外，在前海金控牵头下，由该公司、中国邮政集团、远致投资等 7 家公司共同发起的前海再保险，今年 3 月初已获保监会批准筹建。这也是第一

家社会资本主导的中资再保险公司。前海金融旗下前海新金融与其他几家公司共同发起设立的众惠财产相互保险社 6 月亦获保监会批准，取得国内首批相互保险牌照。

前海在推动深港两地金融业合作上具有得天独厚的优势，一方面是由于其毗邻香港，地理位置优越，另一方面则是得益于相关政策的大力扶持，特别是在证券行业。去年 8 月出台的《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）补充协议十，进一步放宽了港资进入内地证券市场的准入条件。汇丰预计将会成为合资证券公司的控股股东同时持有 51.0% 的股份。

能够受惠于这一协议的不仅仅是香港金融机构，同样也有内地证券行业以外的社会资本。内地目前尚未完全开放民营资本进入证券行业，但透过补充协议十，社会资本可以透过与港资金融机构合作，在证券行业小试牛刀。

我们认为，短期之内，这些中外合资公司在成立初期不会对中资证券行业带来重大的挑战，但是其带来的行业竞争格局的改变将是其带来的行业竞争格局的改变将是非常深远的。虽然已有很多中资的银行在境外建立起了自己的全资证券子公司，但是由于监管规定，中资银行仍然不能直接涉足中国内地的证券业务。政府主导的机构仍然中国大型券商直接或间接的实际控制人。然而，这批新近成立的中外合资金融公司却有着深厚的政府背景和银行股东背景。这一特殊的股东背景将使其在客户资源的获取、财富管理业务、资产管理业务以及跨境金融服务方面具有更独特的发展优势；而这些方面的业务亦恰恰是其他中资证券公司在转型发展过程中的重中之重。

作为广东自贸区的一部分，《深圳前海蛇口片区建设实施方案》中要求前海推动发展双向人民币跨境融资渠道；研究离岸证券交易中心（如“前海国际板”）的可能性，吸引“一带一路”沿线国家和地区企业在该板块上市；同时设立跨境金融产品交易服务平台，重点发展非公开发行固收、股权衍生产品等，促进离岸与在岸市场的资金联动。此外，《实施方案》还鼓励开展个人投资者境外投资试点，允许自贸区内的合格个人投资者直接参与香港股票、债券等的投资，同时也要吸引更多香港投资机构参与到外商投资股权投资企业试点（QFLP）中，并发展合格境内投资者境外试点（QDIE）。

海外拓展，前路崎岖

中国证券公司的对外合作与扩张即具有历史性，也具有必然性。我们认为，海外业务在营业收入及总资产中的占比达到 30%，是一间证券公司国际化的基本标杆。近年来，许多中国证券公司都通过收购或者自主扩张的模式逐步涉足海外业务。香港也是许多内地证券公司进行海外业务拓展的第一站。总体而言，中国券商海外扩张仍然处于非常初级的阶段，距离成为一间国际化的证券公司还有很长的路要走。

在海外业务的扩张上面，扎根中国市场是中国券商的独特优势。然而，近年来大型中资银行也大展拳脚在香港成立全资证券子公司；结合香港市场近年来的变化，中资券商的获客能力和跨境资金的协调能力也不及银行系券商。我们认为中资券商的海外业务扩张难度又进一步加大且扎根中国的优势也更难发挥。继交银国际之后，中资银行系老牌券商中银国际也有可能分拆上市，未来，我们预测将会有更多的银行系券商在港分拆上市。一直困扰银行系券商发展的资本金问题将逐步被解决，未来银行系券商在香港的市场份额也将逐步扩大。

证券行业风险管控能力有待逐步提升

2015 年，在经历了 A 股的大起大落之后，中国证券公司的风险管控能力再一次被推到了风口浪尖。与此同时，创新型业务，主要包括两融业务和股票质押式回购等业务规模的急速扩大，在经营过程中所暴露出的风险也呈日趋多元化的趋势。在市场不断开放以及金融产品种类日益丰富的今天，中国证券公司的风险管控能力还有很大的提升空间。与此同时，我们认为风险管控的加强和完善与业务的转型和升级永远都是相辅相成的关系，真正成熟有效的业务模式和框架必须是建立在强有力的风险管控之下。

2016 年 6 月，证监会颁布了《证券公司风险控制指标管理办法》（“管理办法”），通过对主要监管指标的调整，进一步拓宽了证券公司未来发展的空间，也为其业务转型奠定了政策基础。管理办法明确了证券公司的净资本有核心净资本和附属净资本构成且明确了两项净资本的构成要素，核心净资本将是未来主要监管的风控指标；对风险指标和风险资本准备计算比例等可以进行动态调整；同时要求证券公司任命经验丰富的首席风险官等措施的修改和颁布都在拓宽证券公司未来发展道路的同时引导其提升风险管控的能力。

与此同时，证券公司的风险管控工具也相对落后。未来，证券公司在发展的过程中不仅仅要满足监管的各项要求，还应该充分运用其不断发展的互联网与大数据优势，对业务运营中的潜在风险进行追踪把控，提升内部风险控制的预警性，争取做到把风险控制源头。展望未来，证券公司的风险管控能力也是核心竞争力之一。

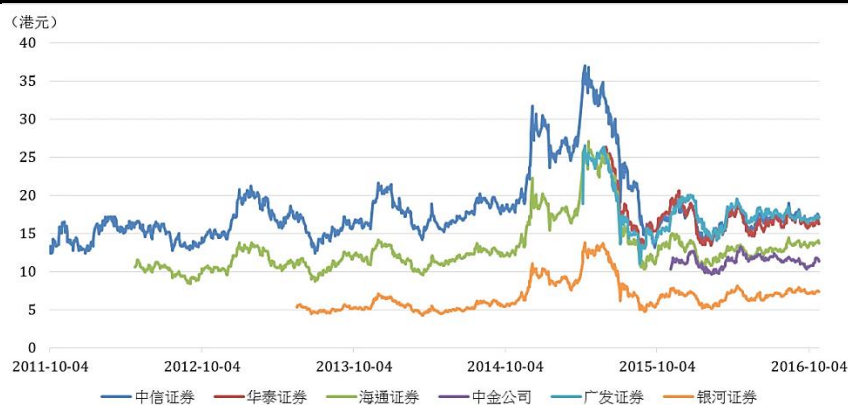
行业首选

随着市场的不断开放以及监管的日益完善，金融产品的持续创新不会间断，我们对中国证券行业未来的发展充满信心，尤其是大型券商未来的表现仍然值得投资者期待。中金公司（买入，目标价：港币 13.7）是我们的行业首选。相较于其他大型同业，虽然过去几年中金公司的业务表现不是最突出的但是随着市场的开放和整合的逐步完成，我们认为其机构和零售的不断整合也将使其变得更具竞争力。我们把中金公司作为首选主要是基于以下几个原因：

1. **我们预计中金公司和中投证券的合并将会顺利完成，有助于其未来发展和扩张。**整合完成后汇金在中金的持股比例将上升至 58.7%，我们预计强大的股东背景也将为其带来更多的机会。由于业务重叠性较小，我们认为双方在业务覆盖以及客户群体方面都将产生较强的互补效应。收购完成之后，中金将持续专注服务以机构业务为导向的客户，同时，中投也将继续服务以零售业务为导向的客户。中金未来的发展也将打开一个全新的局面。
2. **海外业务平台较为成熟，有助于其对外开放的业务竞争力以和内外联动能力。**虽然中资券商海外业务发展较为曲折，较高的经营费用率也导致利润率不如国内市场的业务。但是，随着市场的开放，券商业务内外联动也日趋频繁。成熟的海外业务平台不仅仅是独立的平台，同时也是国内业务平台的补充和延伸。
3. **成熟的业务发展模式能更好地适应行业变革时期带来的挑战。**过去几年，相较中国的大型同业，中金的业务发展和扩张相对较慢，但是其业务结构较为均衡和成熟。中国证券行业正处于变革时期，我们认为中金的业务布局和客户结构将能更好地面对行业改革发展时期带来的挑战。

但是，我们必须强调，我们覆盖范围内的 6 间券商发展虽各有侧重点，但是现阶段整个行业的业务同质化现象仍然较为严重，各个券商的股份走势也较为一致。

图 178：招银国际覆盖公司股份一览



资料来源：彭博；数据截至 2016 年 10 月 28 日

图 179：招银国际覆盖公司估值评级概览

公司名称	股份代码	市值	最新收市价	目标价	评级	市账率			股东权益回报率		
		(百万港元)	(港元)	(港元)		2015年	2016年预测	2017年预测	2015年	2016年预测	2017年预测
中金公司	3908 HK	26,019	11.28	13.70	买入	1.4	1.3	1.0	16.0%	8.6%	13.3%
中信证券	6030 HK	230,413	17.44	19.50	持有	1.3	1.3	1.3	16.6%	6.7%	8.3%
广发证券	1776 HK	154,300	17.50	18.16	持有	1.5	1.4	1.3	22.5%	10.4%	11.9%
海通证券	6837 HK	202,308	14.22	16.10	持有	1.3	1.1	1.1	18.0%	9.6%	9.6%
华泰证券	6886 HK	154,275	16.96	18.90	持有	1.3	1.3	1.2	17.5%	8.9%	10.0%
中国银河	6881 HK	72,865	7.64	8.89	买入	1.1	1.1	1.0	22.9%	10.4%	12.3%
平均值						1.3	1.2	1.1	18.9%	9.1%	10.9%

资料来源：彭博、招银国际预测

中国房地产板块 同步大市

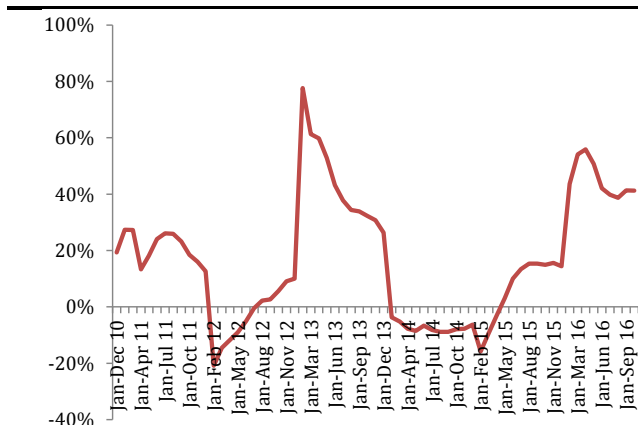
房地产市场救国

中国房地产市场支撑经济增长

中国的经济表现由过往的高增长变成现在的 6.7% 增长，市场极为担心中国经济增长会出现硬着陆的状况。中国在 2016 年首 10 个月的房地产销售金额及投资分别增加 41.2% 至 91,482 亿元及 6.6% 至 83,975 亿元，我们认为中国房地产市场在过去一年的高速增长是支持中国经济的其中一个重要因素。根据中国国家统计局的盛来运表示，中国房地产对 2016 年首 3 季度的经济增长贡献率约为 8%，如果再加上中国房地产上下游业务(包括钢筋、水泥、家具、家庭电器及设备)，我们估计中国房地产包括其衍生业务对中国经济增长贡献率达两位数，所以我们认为中国房地产在中国的经济增长方面扮演重要的角色。

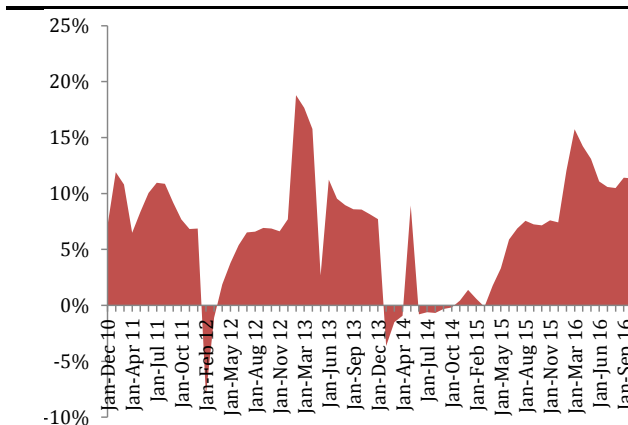
中国政府自 2015 年鼓励购房，通过下降首付比例及给予房贷利息更多折扣来刺激需求，此外，「一孩政策」的放宽更影响中国房屋的中长线需求，中国房屋销售金额及销售均价在 2015 上半年开始止跌回升，并升幅分别在 2016 年 4 月及 2016 年 3 月见顶，但目前仍在上升轨中。

图 180: 中国房屋销售金额变化



资料来源：中国国家统计局

图 181: 中国房屋销售均价变化



资料来源：中国国家统计局

10 月起多个城市推出限购等政策

中国房价快速地上升。我们相信宽松的房贷政策刺激房地产市场膨胀，中国政府担忧房地产市场风险会危害银行业。根据中国人民银行的数据，中国在 2016 年 10 月的新增贷款为 6,513 亿元，其中的 4,891 亿元或占总贷款的 75% 为房贷，所以房地产业对中国银行的贷款素质影响很深。自 2016 年 8 月起，针对房地产市场的宏观调控措施出台，并在 2016 年 10 月加强，多个城市对购房实行更严厉的控制，不单有限购，更推行限贷、限价及限拍卖，我们害怕中国房地产市场将面对逆境，在 2016 年余下的日子，我们相信中国房地产市场的增长将会放慢。

图 182: 2016 年 8-10 月推出调控措施城市

城市	时间	调控种类				具体措施
		RoP	RoM	RoLA	RoPP	
苏州	11/8/2016, 3/10/2016	✓				非本地人限购第2套住房, 第1套房需要2年以上社保证明
南京	11/8/2016, 25/09/2016, 5/10/2016	✓	✓	✓		提高第2套房首期至50%; 土地拍卖超出限价要抽签决定; 非本地人最多买1套房, 本地人最多买2套房; 本市户籍单身人士限购1套住房
厦门	31/8/2016, 5/10/2016	✓				未住满2年或已有1套房的非本地人, 有两套房的本地人, 不得买楼; 本地人拥有二套以上房产禁止购买180m ² 以下户型
武汉	18/9/2016, 3/10/2016	✓	✓			房贷未清者, 提高最低首期至40%; 2套房贷未清, 暂停借贷; 市内9个区域提高首套房首期比例至25%, 2套房首期比例至50%, 其中本地人限购2套, 非本地人限购1套
杭州	28/9/2016, 26/09/2016	✓	✓	✓		非本地人不得买第2套房, 上调2套房首期比例至50%, 土地拍卖不得超过溢价150%
福州	30/9/2016, 6/10/2016		✓		✓	实际销售价格不得高于备案价格, 同一项目新一期预售价格不得高于上一期10%; 本地人拥有2套以上者, 及非本地拥有1套五城区住房者, 暂停向其销售144平及以下户型
北京	30/9/2016		✓			提高首套房首期比例至35%; 2套房首期比例至40%
天津	30/9/2016	✓	✓			非本地人不得于市内7个区购买第2套房, 买首套房首期提高至40%
郑州	1/10/2016, 3/10/2016	✓	✓			本地人拥有2套房或非本地人拥有1套房, 不得于市内指定地区买楼; 限购区首套房首期提升至30%, 房贷未清者第2套房提高最低首期至40%
成都	1/10/2016	✓	✓			市内多个区域只能买1套房, 第2套房首期比例提高至40%
无锡	2/10/2016		✓			第2套房首期比例提高至40%
济南	28/9/2016, 2/10/2016	✓	✓	✓		提高拍地按金至30%到50%; 溢价率逾1倍地皮须15日内缴清全部地价, 首套房及2套房首期比例提高至30%至40%; 本地人最多买3套房, 非本地人最多买1套房
合肥	9/8/2016, 2/10/2016	✓	✓			有2套房及有1笔房贷未清, 停止贷款; 本地人限购2套, 暂停第3套房贷款
深圳	4/10/2016	✓		✓		企业和个人竞买土地保证金不得低于出让底价的50%; 非本地人第1套房需要5年以上社保证明, 单身限购1套住房
广州	4/10/2016, 5/10/2016	✓	✓			本地人限购2套住房; 非本地人限购1套住房, 需提供3年以上社保证明; 首套房首期提升至30%, 2套房首期至70%
珠海	5/10/2016	✓				144m ² 及以下住房, 非本地人不可购买第二套
东莞	6/10/2016	✓				本地人限购2套住房

资料来源: 不同媒体、招银国际

目前自 10 月份多个地方推出新政只有 1 个多月, 效果依然初步。过去中国房地产市场有「金九银十」的销售情况, 2016 年 9 月份的销售依然强劲, 但 10 月推出新政后买家多采观望态度, 或部份准备购房的人士发现失去买房的资格。因此, 中国房地产市场在 10 月开始降温, 房价升幅放缓, 交投也减少。根据房地产服务机构亚豪君岳会统计资料显示, 10 月份, 北京商品住宅(不包括保障房与自住房)成交套数和面积分别减少 41%和 32%, 成交量也创造了近 5 个月的新低, 其他城市如济南、苏州、无锡、郑州成交环比跌幅均超过五成。

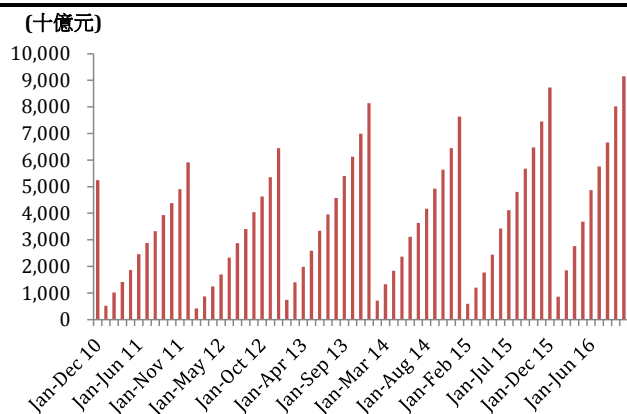
2016 年销售出现历史新高

中国在 2016 年首 10 个月的房地产销售金额及面积分别增长 41.2%至 91,482 亿元及 26.8%至 12.03 亿平方米, 虽然多个地方政府在 2016 年 10 月初推行多个针对房地产市场调控的措施, 我们估计会对第 4 季度的交投量有一定的影响, 但料 2016 全年的房地产成交量会再创新高。

此外, 中国房地产市场的复苏是由 2015 下半年开始, 所以销售数据会由 2015 下半年开始增加, 形成一个较大的基数, 所以就算中国地方政府不出台新措施, 销售增长在 2016 下半年的按年增幅也可能较 2016 上半年的按年增长放慢。

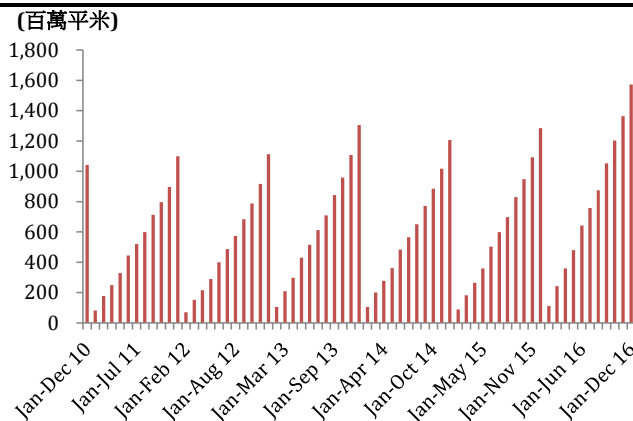
2016 年首 10 个月的房地产销售金额及面积分别为 91,482 亿元及 12.03 亿平方米, 分别为 2015 全年数字的 104.8%及 93.6%, 在还有 2 个月的销售期, 无容置疑地 2016 年销售会较 2015 年为佳, 并创历史新高。我们预期 2016 全年的房地产销售金额及面积分别上升 32.4%至 115,580 亿元及 22.3%至 15.72 亿平方米。

图 183: 中国房屋销售金额



资料来源：彭博

图 184: 中国房屋销售面积



资料来源：彭博

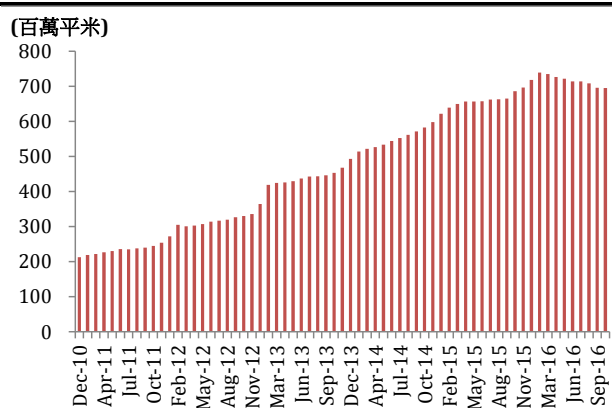
在高基数的环境及主要的地方政府出台调控政策后，一线及主要二线城市的房屋销售在 2017 年料受到影响，而且银行的房贷政策更趋保守，因此我们预期 2017 全年的房屋销售会较 2016 年下跌大约 20%。

库存量陆续减少

受益于强劲的房屋销售及投资规模增长较慢，整体中国的房屋库存量(已竣工待售的单位)已连续 8 个月下跌，至 2016 年 10 月份，库存量为 6.95 亿平方米，但仍按年上升 1.3%。我们根据库存量及平均每月销售面积来计算，至 2016 年 10 月份，现有的库存需要 5.8 个月的房屋销售来消化，消化期已降至 2014 年以来的最低水平。我们预期至 2016 年 12 月，库存量的消化期将进一步降至 5.3 个月。

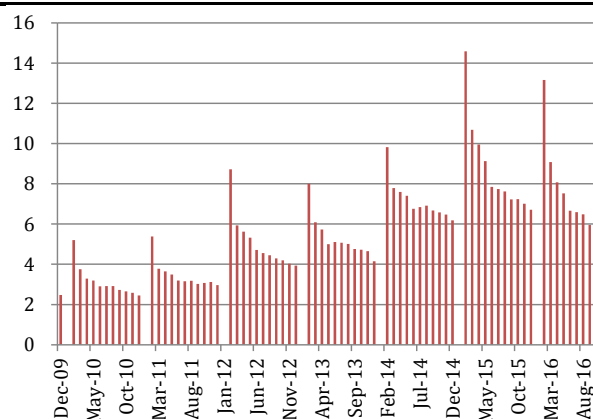
虽然中国整体的库存量是下跌中，但不同城市或不同等级的城市情况差距太大，一线或热门的二线城市的库存量不成问题，听闻在南京的可销售库存只可应付在推出新政前的 2 个月销售速度。但另一方面，鬼城还是存在，在一些五/六线城市，缺乏新加入的人口，需求依然偏低，在庞大的库存量下，可能需要数年或数十年的销售才能消化在五/六线城市的库存，但现存物业楼龄越大就越难卖出去，形成一个恶性循环。

图 185: 中国房地产库存量



资料来源：国家统计局

图 186: 中国房地产库存消化期



资料来源：国家统计局

未来出现的两个可能情况

房地产市场全面萎缩

在目前情况下，限购限贷及其他措施会否加紧或推行的城市会否增加仍是一个未知数，所以调控措施的最后影响力有多大仍是未知数。在目前的措施下，其中一个可能性是全中国的房地产市场(不论是一/二线，或是三/四线城市)的销售皆出现全面的下跌。如果限购限贷的力度或覆盖的城市大为增加，全面下跌出现的机会较大，即表示房价及成交面积同时下跌，但我们相信出现加强限购限贷的机会不大。

如果中国房屋市场出现全面萎缩，我们担心会拖累中国的经济增长，届时可能要进一步寻底，也应该是中国政府极力避免的事情。

购买力转至三/四线城市

这是一个最理想的情况。一线城市及主要的二线城市房价高企，一是普通市民的购买力有限，二是房价再往上走后爆破的伤害更大，所以如果购买力能转往其他房价升幅较少的地方，对中国来说是一件好事。首先，一般老百姓在三/四线城市买房及生活，他们的生活素质可能得以改善，不用让高昂的房价来蚕食收入；第二，房地产的库存(尤其是在三至六线城市)过高，如果购买力转往三/四线城市而消化当地的库存，对整体中国房地产市场是一件好事情。如果出现这情况，我们认为整体中国的房价有一个下跌的风险，但总成交量将会上升。

一厢情愿也好，理性分析也好，**我们相信出现第二个可能性机会较高**，即购买力转而往三/四线城市，尤其是在一线城市周边的地方，例如深圳旁边的东莞及惠州、广东旁边的佛山及增城。因为三/四线城市的房价会较一/二线城市的房价为低，但预期 2017 年销售面积影响不会太大，所以我们预期 2017 年整体房屋销售金额下跌约 20%。

房地产商两极化

现金为王

在一个转角的市場，中国房地产市场存在着极多的不明朗因素，例如中国政府是否会加大调控力度、中国房地产市场的购买力是否会减少，因此我们认为财政状况极佳、持有大量现金的公司将在另一轮的地产周期中胜出。

受益于强劲的房屋销售，很多的房地产商在 2016 年上半年减低借贷比率，与一年前相比，雅居乐(3383 HK, 持有)及旭辉(884 HK, 未评级)于 2016 年 6 月的净负债比率分别下降 21 个百分点至 51% 及 15 个百分点至 57%，但富力地产(2777 HK, 未评级)同期的净负债比率却上升 35 个百分点至 154%，这正反映公司管理层对市场前景的风险胃纳不同。如果中国房地产市场未来表现反复，我们相信净负债比率低于 60% 的房地产商会有较高的安全网。

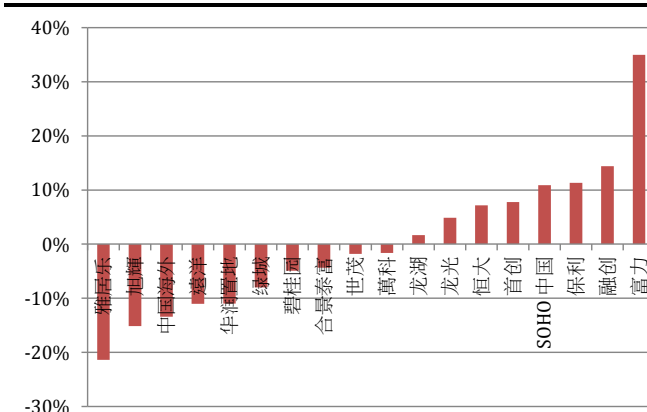
截至 2016 年 6 月底，净负债比率最低为中国海外(688 HK, 买入)、万科(2202 HK, 买入)及华润置地(1109 HK, 买入)，分别为净现金、14.1% 及 27.9%。因为中国海外在 2016 年 8 月成功收购中信地产项目，而中信地产负债极高，所以我们预期中国海外于 2016 年末的净负债比率将升至 22.0%；另一方面，我们预期万科及华润置地于 2016 年末的净负债比率将分别下降至 10.9% 及 26.2%。这三家公司于 2016 年末的净负债比率仍在安全水平。

图 187: 中国主要房地产商的净负债比率



资料来源：国家统计局

图 188: 中国主要房地产商的净负债比率 2016 年中的变动



资料来源：国家统计局

抢购地王的公司面对困难

中国房地产市场 2016 年 1-3 季一直向好，并造就大量的地王，不同的城市出现不同的总价地王或单价地王。地王的出现除了是房地产商看好后市外，更因为宽松的货币政策鼓励央企地产商积极拿地，做成地价高昂，地价有时比附近的房价相若，更至超越，即所谓的「面粉贵过面包」。虽然发展商高价买地，即表示他们看好后市，但房地产销售是在买地后 1-2 年后才进行，在中间的 1-2 年内，可能因经济、政策或其他原因的改变，房价的变化并未如预期。如果这样的话，高价拿地的发展商可能亏损；更严重的话，房屋未能销售出去，可能造成资不抵债，未能偿还贷款，有机会倒闭，而银行更出现坏账。

图 189: 中国过去地王记录

年份	超20亿元地块	溢价率100%	溢价率50%
2009	72	33	45
2010	94	16	28
2011	51	4	9
2012	41	0	2
2013	138	12	43
2014	132	9	27
2015	151	21	73
2016至今	154	88	114

资料来源：凤凰网财经网

更多大型合并继续发生

中国房地产市场极为分散，最大的开发商市占率只有 3-4%，市场存在着无数的小型开发商。2016 年，香港上市的内房商出现了 2 项大型的收购，分别是中国海外购入中信地产的业务及融创(1918 HK, 买入)购入联想控股(3396 HK, 未评级)旗下的房地产业务。

中国海外在 2016 年 3 月宣布向中信股份有限公司(267 HK, 未评级)收购中信物业组合，总收购代价为 371 亿港元，其中的 297 亿港元会以每股 27.13 港元发行 10.96 亿股新股予中信股份，禁售期为 2 年；余下的 73.6 亿港元将以物业转让予中信股份。中信物业组合的总楼面面积为 2,400 万平方米，分布国内 25 个城市。此外，融创在 2016 年 9 月宣布收购联想控股的房地产业务，总代价是 137.9 亿元人民币，除了北京融科资讯中心园区的 18 万平方米及 60%的武汉智谷投资有限公司的权益外，是项收购包括联想控股所有在国内 16 个城市的物业，总可出售的面积为 730 万平方米。

以上 2 项收购均超过百亿及收购的面积超过数百万平方米，我们认为同样的大型收购在 2017 年仍会发生，一是之前所说发展商投下地王后发现本身的财政紧绌，所以迫于无奈要出售资产来求生；二是在高价抢地后，发展商发现边际利润薄弱，对房地产生意意兴阑珊，所以也把房地产业务出售。

首选蓝筹房地产商

地产股表现上落

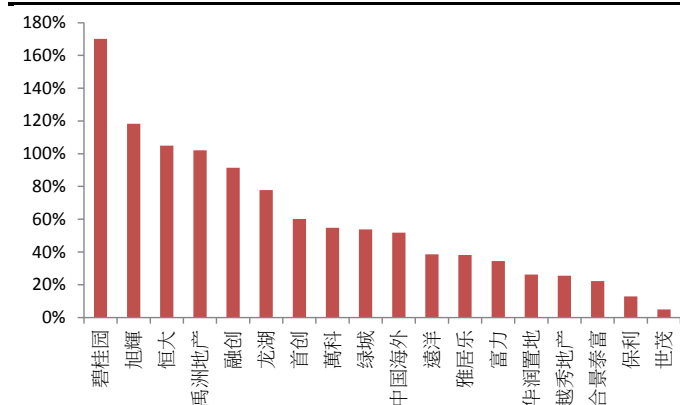
在 2016 年内房股股价跌多升少

虽然中国房地产商在 2016 年销售亮丽，多家公司的销售金额在 2016 年首 10 个月翻了一倍，销售增长最快是碧桂园(2007 HK, 买入)，销售金额增加 170%，达 2,715 亿元，部份原因是其强劲的海外销售，其他销售增长超越 100% 包括旭辉(884 HK, 未评级)、恒大(3333 HK, 未评级)及禹洲地产(1628 HK, 未评级)，并有很多公司销售增长达 50% 以上。

但是高速的销售增长并不一定反映房地产公司的股价表现，尤其是在 10 月份多个城市对购房实行更严厉的控制后。除了是高速的销售增长能否反映在未来的盈利外，此外政策风险或财政状况也拖累内房股的股价表现。碧桂园、旭辉及禹洲地产股价年初至今分别上升了 37.6%、32.7% 及 30.1%，相反销售也同样造好的恒大及融创，股价表现与销售表现未能同步，两家公司股价年初至今分别下跌了 21.6% 及 6.3%，这可能是两家公司负债过高，其在 2016 年中的净负债比率分别为 93.0% 及 85.1% 所致。

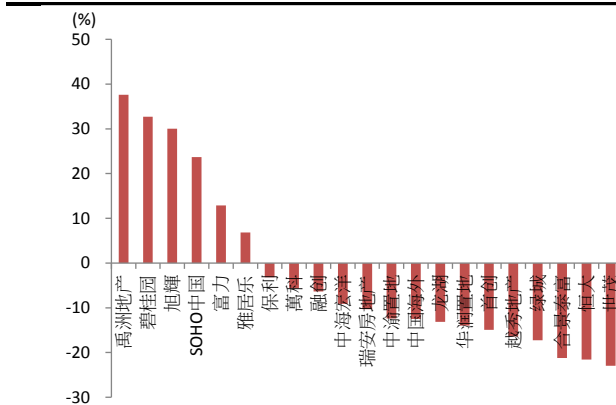
总体来说，内房股 2016 年股价表现跌多升少，表现较大市为差。

图 190: 中国房地产公司首 10 月销售表现



资料来源：彭博

图 191: 中国房地产公司年初至今股价表现



资料来源：彭博

销售量价齐升

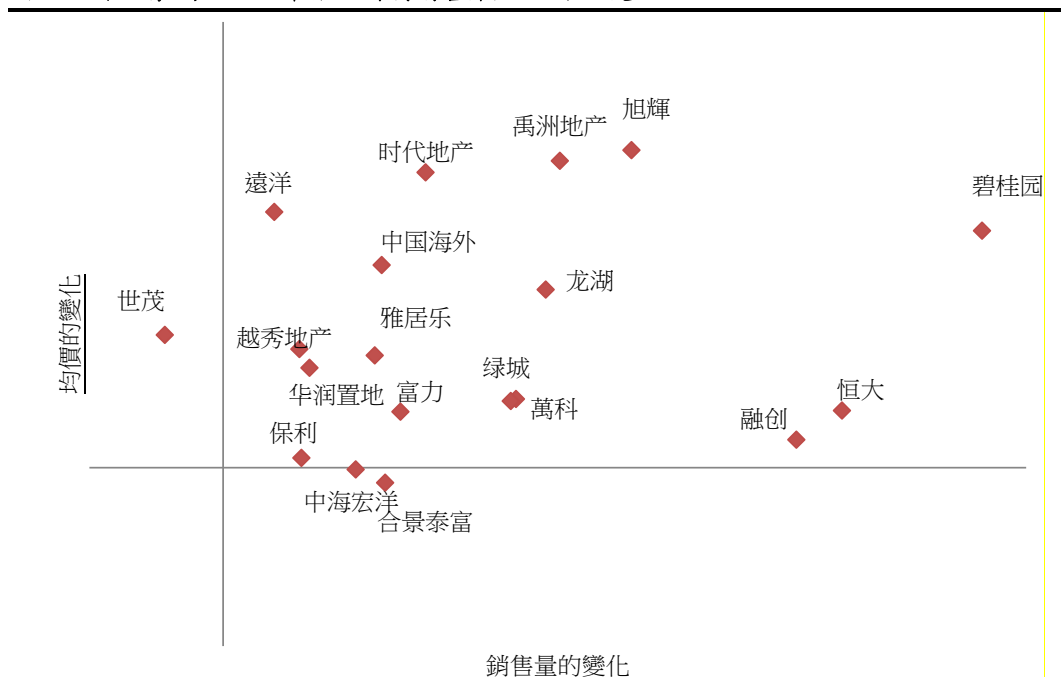
虽然内房股 2016 年股价表现欠佳，但在销售方面不单是有理想的升幅，大部份公司的销售皆能达至量价齐升，为日后的盈利表现打好良好基础。

销售增长最快是碧桂园、旭辉、恒大及禹洲地产，其中碧桂园、旭辉及禹洲地产在均价及销量都有良好表现，恒大皆侧重销量(上升 93%)，其均价只增加 6%。

大部份的房地产商在 2016 年首 10 个月的销售均价及销售均出现上升，只有世茂及合景泰富例外。世茂在 2016 年首 10 个月的销售量下跌 9%；合景泰富在 2016 年首 10 个月的销售均价下降 2%，2 家公司都是单位数的降幅，对总销售金额的影响不大。

2016 年的大部份销售情况将反映在 2017 及 2018 年的业绩上，销售量的上升会对未来 2 年的营业额很大帮助，而销售均价的上升则对未来 2 年的边际利润有正面的影响。

图 192: 中国房地产 2016 年首 10 个月销售价格及面积之变动



资料来源：公司

选低负债的龙头

我们相信中国的房地产市场在 2017 年非常不平坦，如果房屋销售下跌，房地产商将面对财政困难，我们相信只有财政健康及具财政纪律的房地产商才可生存下来。在我们覆盖的公司中，我们预测中国海外、华润置地及万科在 2016 年末的净负债比率分别为 22.0%、26.2%及 10.9%，这三家公司是我们在房地产行业的首选。

中国海外 (688 HK)

中国海外及中信地产收购项目的总土地储备分别为 3,645 万平方米及 3,155 万平方米，所以在收购完成后，中国海外的总土地储备差不多翻一倍至 6,800 万平方米。此外，新收购项目地价为每平方米 3,500 元人民币，可带来成本优势，而且中国海外及中信集团可利用各自的专长及强项而达成双赢局面。因为中信地产收购项目的借贷较高，我们估计中国海外的净负债比率将反弹至 2016 年底的 22.0%，但财务风险可控。我们的目标价为 32.11 港元，较每股资产净值折让 10%，维持「买入」评级。

华润置地(1109 HK)

2016 年 1-7 月合同销售金额及面积分别上升 26.2%至 909 亿元人民币及 11.4%至 655 万平方米。截至 2016 年 6 月，约 929 亿港元的物锁定及会在 2016 年入账。在 2016 上半年，华润置地购入 15 幅土地，总楼面面积为 498 万平方米，目前总土地储备及应占权益土地储备分别为 4,209 万平方米及 3,502 万平方米。我们的目标价为 30.58 港元，相等于 30% 的每股资产净值折让。维持「买入」评级。

万科 (2202 HK)

万科于 2016 年 1-10 月的合同销售金额及面积分别增加 54.8%至 3,119 亿元及 43.8%至 2,340 万平方米。2016 年 1-9 月的竣工面积增加 44.6%至 1,124 万平方米，相等于年初计划的 54.4%，即表示约 942 万平方米的物业预料将在 2016 年第 4 季竣工。截至 2016 年 9 月底，已预售仍待确认收入的物业价值为 3,064 亿元或面积为 2,506 万平方米。净负债比率由 2016 年 6 月的 14.1%下降至 2016 年 9 月的 8.9%，万科于 2016 年 9 月手持现金及借贷分别为 752 亿元及 880 亿元。我们目标价为 26.14 港元，相等于 20% 的资产净值折让率，维持「买入」评级。

图 193: 招银国际中国房地产覆盖公司

公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)	市盈率			每股資產 (港元)	折讓
						15A	16E	17E		
華潤置地	1109	18.56	30.58	買入	129,609	7.2	6.5	5.8	43.69	57.5%
中國海外	688	22	32.11	買入	242,680	6.1	5.5	5.6	35.68	38.3%
萬科	2202	21.95	26.14	買入	340,472	11.7	9.5	8.6	32.68	32.8%
世茂	813	10.2	11.72	持有	35,081	5.0	4.5	4.0	16.74	39.1%
碧桂園	2007	4.21	4.85	買入	91,603	8.6	7.7	5.6	8.08	47.9%
雅居樂	3383	4.23	4.88	持有	16,530	10.3	5.9	4.8	16.26	74.0%
合景泰富	1813	4.35	6.86	買入	13,345	3.3	3.8	3.1	13.72	68.3%
龍湖	960	9.94	14.84	買入	58,179	5.6	5.7	4.8	24.73	59.8%
融創	1918	5.8	5.25	賣出	21,907	5.2	6.9	3.8	26.24	77.9%
平均						7.0	6.2	5.1		55.1%

资料来源：彭博、招银国际

中国汽车板块 同步大市

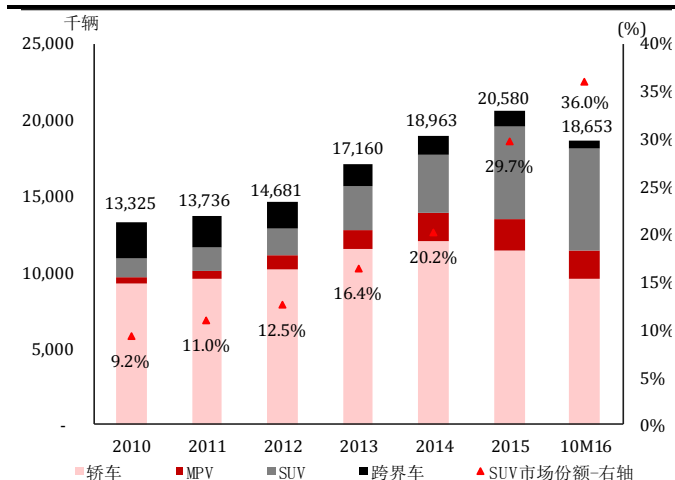
竞争格局分化，政策风险仍存

汽车板块概况

在 2006 到 2010 年期间，中国的乘用车市场经历了一个高速增长的阶段，年复合增长率达到了 27.4%。然而在 2011 年之后，增长逐渐放缓。在 2016 年前 10 个月，受惠于中国房地产市场的火爆以及消费税优惠政策（2015 年 10 月到 2016 年 12 月，1.6 升及以下排量的乘用车可以享受 5% 的税费减免，也即是购车消费税由 10% 变为 5%），乘用车销售量实现了 15% 的同比增长，达到 1865 万辆。据中国乘联会预测，2016 年中国乘用车的增长将会达到 13%。然而随着减税结束，我们预计 2017 年开始中国乘用车市场将重新回归到低单位数的增长率，因税费优惠政策一定程度上预支了 2017 年的部分消费需求。

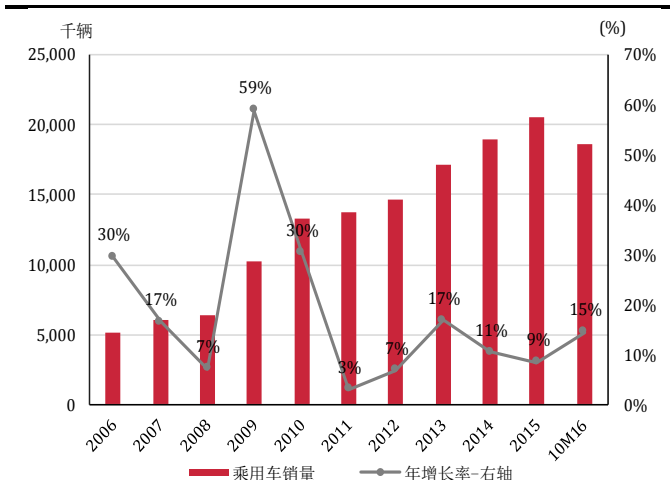
另一方面，中国消费者对于不同类型乘用车的偏好也在悄悄发生变化。随着国民收入的上升以及消费者口味开始变得多元化，内部空间较大的车开始变得流行，因此我们看到 SUV 和 MPV 的市占率在不断上升。以 SUV 为例，2010 年的时候仅占总体乘用车销量的 9.2%，然而到 2016 年前 10 个月这一比例已经攀升至 36%。我们预计这一趋势在 2017 年继续延续，SUV 和 MPV 的比重继续上升，压缩轿车的比重。

图 194: 中国乘用车销售情况 2006-2016



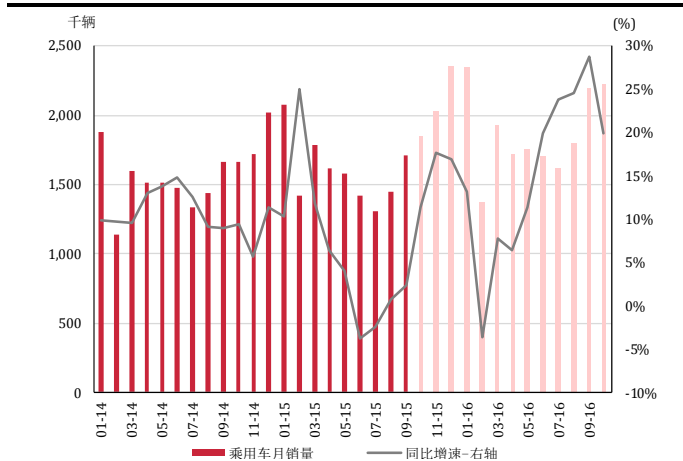
资料来源：乘联会、招银国际

图 195: 不同种类乘用车销售 2010-2016



资料来源：乘联会、招银国际

图 196: 购置税减免前后中国乘用车月度销量比较

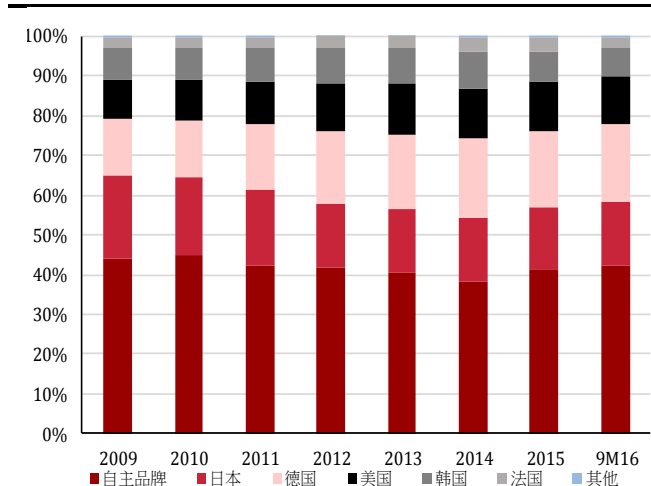


资料来源：乘联会、招银国际

更进一步，近年来乘用车市场在地域和产品特点分布上也发生了一些变化。一方面，2009年以来日系品牌就在逐渐丧失优势，市占率慢慢缩小，而德系（以奔驰、宝马、奥迪为代表）和美系品牌则后来居上。国产品牌在经历了一段时间的消沉后在 2014 年后开始反弹，目前市场份额约为 42.3%，而我们觉得这是由于三至五线小城市的销售增长所推动的——中国的一、二线城市由于限购和汽车保有量已经达到高水平的原因，乘用车销售在 2015 年低速增长甚至是负增长，小城市则仍然保持着 10%以上的增长，而小城市的消费者是购买自主品牌的主力军。另一方面，中国消费者越来越偏好排量较大的车而小排量的车型（1.6 升或以下）的市场份额则在不断萎缩。目前，排量在 1.6-2.0 升之间的车型占市场主流。

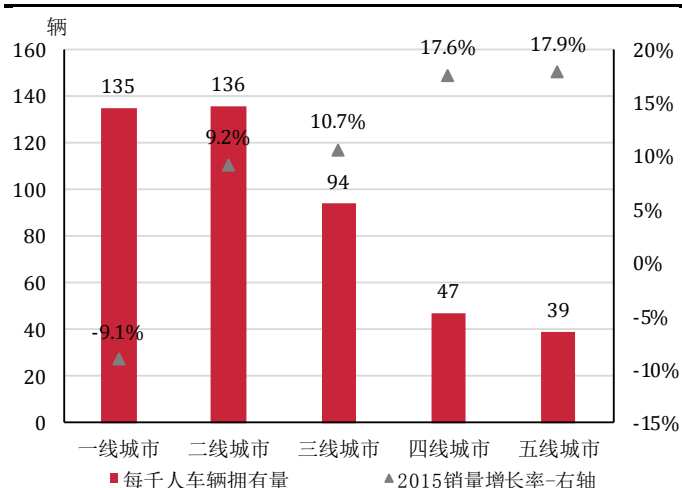
综上，我们预计在 2017 年中国的乘用车的消费需求增长将会来源于两个方面，一是大城市的消费者收入上升以及家庭升级带来的换车需求，这类消费者将偏好内部空间更大，更高档的车型；二是小城市消费者的第一次购车的需求，自主品牌在这些城市会较占优势。因此，我们认为在 2017 年优质的自主品牌和高端豪华车品牌会跑赢中端乘用车品牌。

图 197: 消费者对不同国家品牌偏好的变化



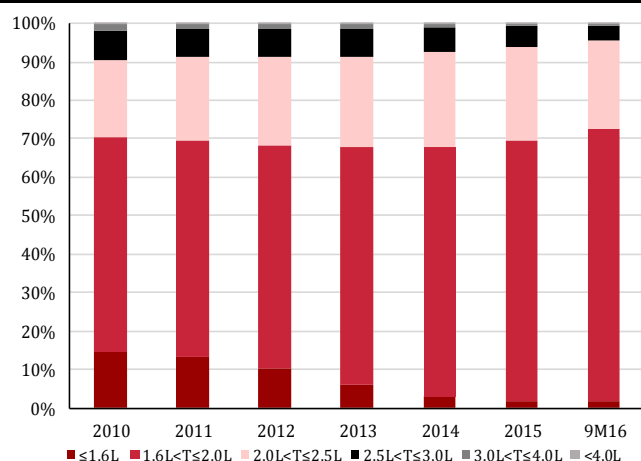
资料来源：中国汽车工业信息网、招银国际

图 198: 2015 年一至五线城市车辆拥有量比较



资料来源：经济学人、招银国际

图 199: 消费者对不同排量的偏好变化

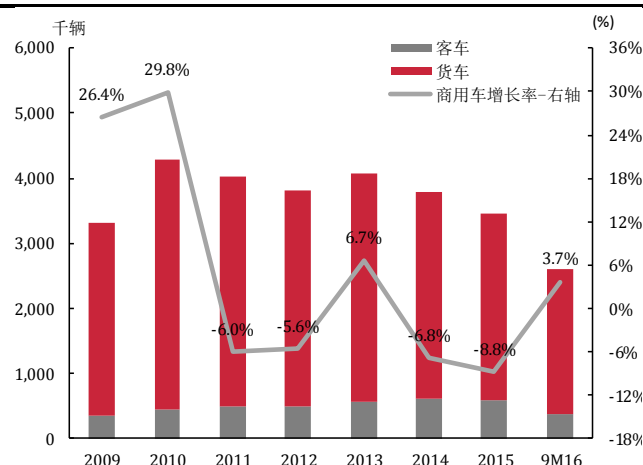


资料来源：中国汽车工业协会、招银国际

与乘用车市场不同的是，商用车市场因受到国家经济增速回落以及商用车出口市场形势不佳等因素的影响，从 2013 年开始就开始走向一个下行区间。然而受到宏观经济好转、消费税减半、以及基数低的影响，2016 年前 9 个月商用车销售同比增长了 3.7%。这其中主要是受到了货车销售的影响。从图 200 可以看到，商用车主要包括了货车和客车。客车销售从 2009 年以来一直处于一个稳定或轻微增长的态势，而货车销售则受宏观经济影响较大。

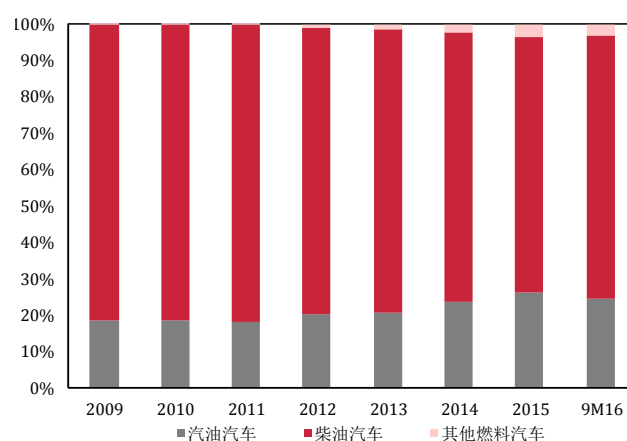
从 2017 年 1 月 1 日起，全国所有重型柴油车和轻型汽油车必须符合国五标准，从 2018 年 1 月 1 日起，全国所有车型都须符合国五标准要求。这个这将会为商用车市场尤其是货车市场带来不少的冲击。国五排放主要是对汽车尾气中氮氧化物排放限值严格了 25%—28%、颗粒物排放限值严格了 82%，并增加了污染控制新指标颗粒物粒子数量。这样一来不少商用车企业需要在产品上进行加装颗粒捕捉器（DPF）来符合国五标准，因而生产成本很可能会上升，进而影响产品价格。因此我们预计在 2017 年全国商用车市场仍然会处于一个调整期，不排除会出现小幅下滑的局面。

图 200: 中国商用车销售情况 2009-2016



资料来源：中国汽车工业信息网、招银国际

图 201: 使用不同燃料的商用车市场份额变化



资料来源：中国汽车工业协会、招银国际

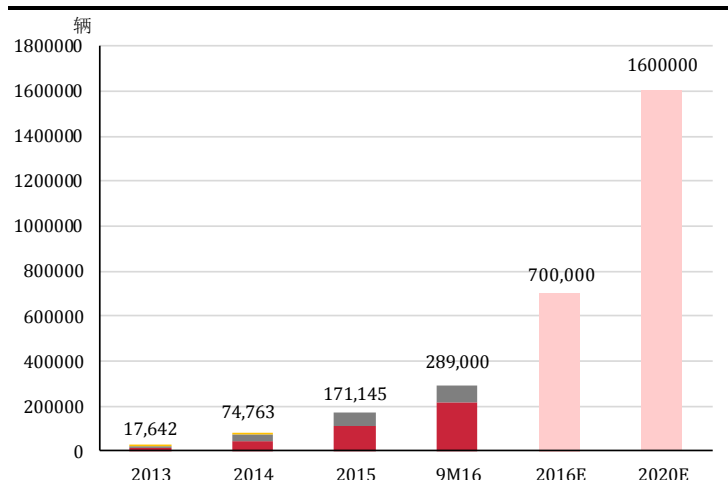
新能源汽车

中国的新能源车市场主要包括纯电动车和插电混合动力电动车。新能源车自 2013 年以来便开始爆发性增长，在 2015 年达到 17 万的销量，同比增长达 129%。2016 年前 9 个月的新能源车销量达到 28.9 万辆，同比增长 114%。然而，这个目标却与中国汽车工业协会在 2016 年年初时推算的 70 万的年销量相去甚远，主要是由年初骗补贴事件和某些城市补贴减退导致销量减少引起的。虽然说 2016 前 9 个月的销量并没有达到年初的预期，不过从长远来看新能源汽车的发展在国家扶持下会有很大的发展空间。

根据国家的“十三五”规划，到 2020 年全国新能源汽车累计产销能达到 500 万辆，经过我们的划算，这个目标相当于到 2020 年实现 160 万的年销量。这意味着从 2016 到 2020 年，年复合增长率会达到 50%以上。另外，根据文件《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020)》，到 2020 年全国计划增加 1.2 万个集中式充换电站和 480 万个分散充电桩。

政府对环境问题的关注、一线城市对传统能源汽车的限购政策、国家对汽车工业的扶持以及对消费者的补贴，都会成为新能源汽车成长的驱动因素。

图 202: 中国新能源车销量



资料来源：中国汽车工业协会、招银国际

从 2013 年开始，国家实施对新能源车的补贴政策。在 2015 年 4 月，国家财政部、科技部、工业和信息化部和发展改革委联合公布了《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，进一步规定从 2016 至 2020 年的补贴标准的变化。2017-2018 年的补贴在 2016 年基础上下降 20%，2019-2020 年在 2016 年基础上下降 40%。除了国家的补贴外，不少地方政府也对新能源车消费者进行补贴，并可能附着如单独摇号、免购置税等的额外政策优惠。

以一台比亚迪“秦”纯电动车为例（其续航里程为 300 公里），在 2016 年购买这款车的位于深圳的消费者可以享受到国家 5.5 万元的补贴和深圳市政府的 6 万元的补贴，并额外享受单独摇号、免购置税、免车船税、免首小时停车费的优惠。以“秦”纯电动版大约 28 万的官方零售价来算的话，实际购买价格只有 16.5 万（不包括 2.4 万左右的购置税减免）。

表 203: 中国新能源乘用车国家补贴标准

人民币千元	续航里程	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
纯电动车	100≤R<150	35	33.25	31.5	25	20	20	15	15
	150≤R<250	50	47.5	45	45	36	36	27	27
	250≤R	60	57	54	55	44	44	33	33
插电混动	50≤R	35	33.25	31.5	30	24	24	18	18

资料来源：财政部、科技部、工业和信息化部、发改委、招银国际

表 204: 中国新能源客车补贴标准

人民币千元	单位载质量能量消耗量(E_{kg}) $E_{kg}, Wh/km/kg$	10m<客车长度(R)≤12m					
		6≤R<20	20≤R<50	50≤R<100	100≤R<150	150≤R<250	250≤R
纯电动客车	$E_{kg}<0.25$	220	260	300	350	420	500
	$0.25≤E_{kg}<0.35$	200	240	280	320	380	460
	$0.35≤E_{kg}<0.5$	180	220	240	280	340	420
	$0.5≤E_{kg}<0.6$	160	180	200	250	300	360
	$0.6≤E_{kg}<0.7$	120	140	160	200	240	300
插电混动		0	0	200	230	250	250

资料来源：财政部、科技部、工业和信息化部、发改委、招银国际

然而，我们预期新能源车在 2017 年的销售增长还是主要来源于有一线城市，原因在于这些城市充电设施较为完善，而传统能源汽车由于限购政策难以实现像过去一样的快速增长，部分消费者会转而选择新能源汽车。在较为落后的城市情况则不大相同。目前大部分新能源汽车续航里程低、某些技术指标未能媲美传统能源汽车、价格稍高，再加上地方充电设备不完善，在欠发达地区并未能得到很好的推广。短期内，如国家没有出台更进一步的刺

激措施，我们并不认为新能源汽车销售会在欠发达地区会迅猛发展。长期来看，随着技术进步、续航里程的上升、以及各种基础设施的完善，新能源汽车可能会在全国范围内实现一个大的突破。

在国家政策的推动下，许多国内传统车企和一些非传统车企（如互联网公司）开始踏足新能源车领域，因新能源车相比传统汽车领域进入门槛较低。目前新建企业中获得新能源汽车生产资质的企业已经有四家：北汽新能源、五龙长江 EV、长城华冠前途汽车、和奇瑞新能源。这些车企正在大力扩张产能，以便未来抢夺市场份额。不过我们认为，各厂商实力良莠不齐，拥有发展新能源汽车先进的核心技术（如电池技术）的企业屈指可数。由表 205 我们可以看到，目前香港上市公司中有新能源车概念的标的并不多，除了整车制造商外，大多数新能源汽车概念股市值较小，盈利能力有进一步提升的空间。

综上所述，整车制造商里我们比较偏好已经在市场上已经有较高市场份额并且有较大技术优势的企业，如比亚迪，另外一些中上游基础设施建造商和拥有先进技术的零部件供应商将会表现较好。

表 205: 香港上市新能源汽车相关企业

公司	股票代码	收市价 (港元)	市值 (港币百万)	2015 收入 (人民币百万)	2015 净利润 (人民币百万)	彭博每股盈利预测 (人民币)			市盈率预测			净利润率	净杠杆率
						16E	17E	18E	16E	17E	18E		
比亚迪	1211 HK	45.8	154,783	77,612	2,823	1.84	2.18	2.59	22.08	18.66	15.72	3.64	87.05
长城汽车	2333 HK	7.5	56,813	84,112	3,319	0.70	0.88	0.96	9.54	7.56	6.95	3.95	13.43
北汽股份	1958 HK	7.0	93,152	73,147	8,059	1.01	1.02	1.01	6.16	6.09	6.16	11.02	5.92
泰坦技术能源	2188 HK	1.2	1,101	196	(26)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-13.30	10.13
五龙电动车	729 HK	0.4	8,622	363	(228)	-0.05	-0.01	0.03	NA	NA	12.83	-62.79	35.40
天能动力	819 HK	7.0	7,843	17,804	611	0.75	0.94	1.16	8.25	6.57	5.33	3.43	19.31
理士国际	842 HK	1.0	1,367	4,331	107	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2.46	90.36

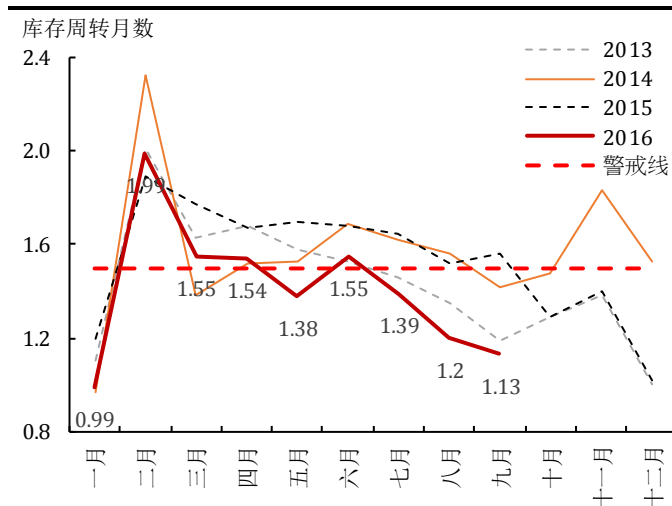
*2016年11月18日收市价

资料来源：彭博，招银国际

汽车经销商

汽车经销商在 2013 至 2015 年上半年经历了一段竞争剧烈、库存堆积、利润率下降以及现金流紧张的日子之后，开始慢慢走向一个新时期。不少经销商开始积极并购，大鱼吃小鱼的现象不断涌现，另外一些开始转型，售后服务和金融保险类的业务收入占比开始上升。从图 11 可看到，百强汽车经销商的二手车销售、售后服务和金融保险的收入占比从 2010 年的 13% 上升到 2015 年的 17.7%，而且我们预计这种趋势将会在 2017 年延续。原因是这些种类业务的利润率要比传统新车销售业务的利润率高得多。以售后服务为例，2015 年较大的汽车经销商的毛利率可以达到 40-50%，而新车销售的毛利率则大多在 5% 以下。另外，随着兼并收购的增多行业集中度也越来越高。据中国汽车流通协会数据显示，2015 年百强经销商销售数量占总销量的比重为 25%，而 2013 年这个数字约为 23%。

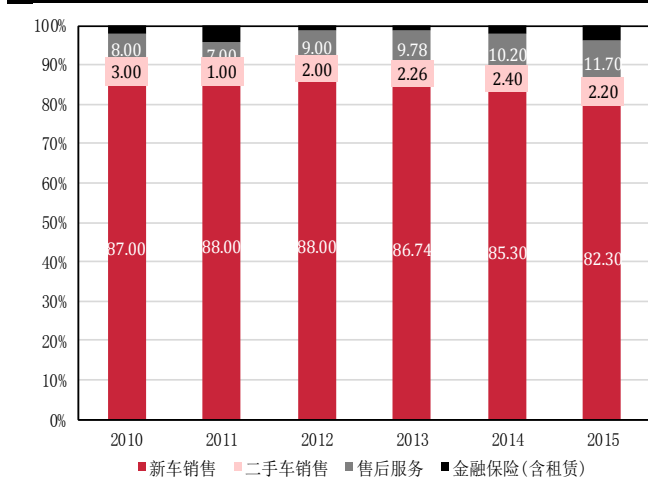
在 2015 年第四季度，国家实行了对部分车型购置税减半的优惠政策，汽车市场起死回生，销量再次攀升，这给汽车经销商带来不少喘息的机会。经销商库存周转月数从 2014 年的高峰到 2015 年第四季度开始周转月数下降到警戒线以下。大大缓解了经销商的现金流压力。

图 206: 经销商库存周转月数 2013-2016

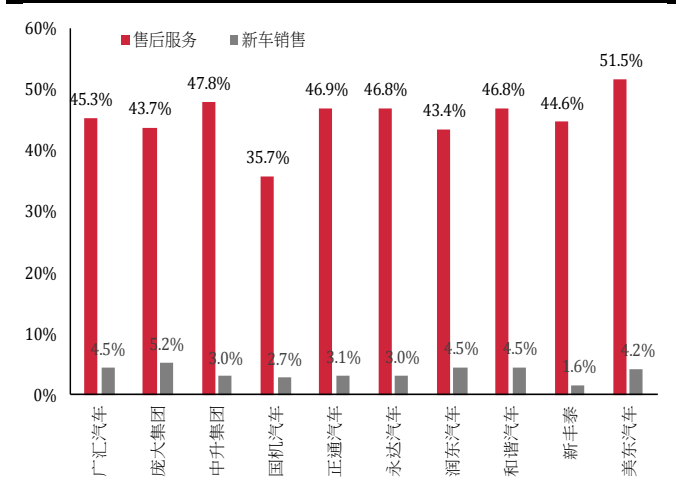
资料来源：中国汽车流通协会、招银国际

不过，跨入 2017 年，汽车经销商仍然面临许多挑战。一方面，由于减税政策所带来的不确定性，汽车经销商位于汽车产业链的最终端可能会首当其冲受到最直接明显的影响。虽然经销商们在极力开拓更多的收入来源，但新车销售仍然是其收入来源主体。另一方面，随着中国汽车产业的变化，汽车经销商们的利润率和收益率也在承压下降趋势，利润空间越来越窄。经销商们需要经过积极的业务结构调整并提升组织管理能力，减少费用和提高 4S 店效益，才能维持较好的利润水平。

综上所述，在 2017 年，在较大的政策和经济风险下，我们认为在拓展新业务较为突出并且运营能力较强的企业会取得较好的表现。

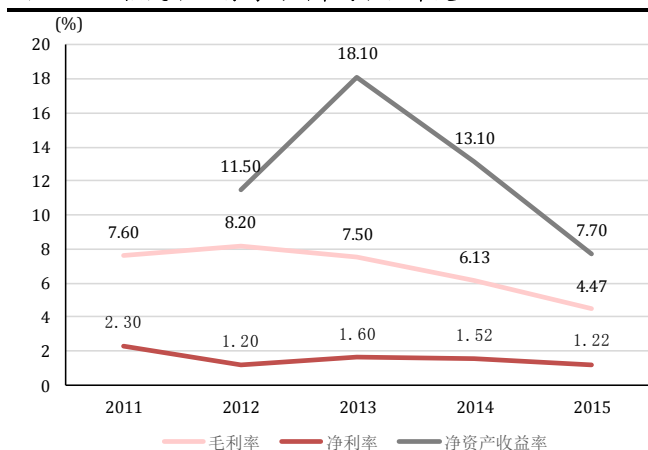
图 207: 百强汽车经销商主营业务收入构成变化 2010-2015

资料来源：中国汽车流通协会，招银国际

图 208: 部分上市汽车经销商售后服务与新车销售毛利率比较

资料来源：万得，招银国际

图 209: 百强汽车经销商利润率与收益率变化



资料来源: 万得, 招银国际

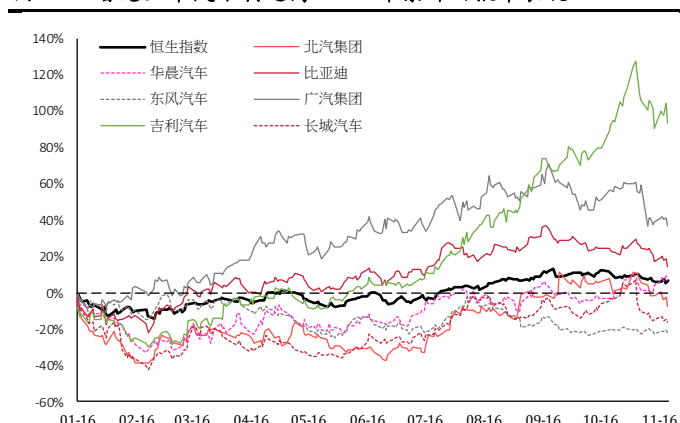
表 210: 2016 上半年汽车经销商业绩比较

公司	股票代码	总资产(人民币百万)			净资产(人民币百万)			毛利率			收入(人民币百万)			净利润(人民币百万)			售后服务净利润		
		2015	1H16	yoy	2015	1H16	yoy	1H15	1H16	yoy(bps)	1H15	1H16	yoy	1H15	1H16	yoy	1H15	1H16	yoy(bps)
广汇汽车	600297 CH	75,811	104,194	37.4%	21,902	24,816	13.3%	9.6%	11.5%	190	43,346	53,743	24.0%	998	1464	46.7%	43.2%	45.3%	212
庞大集团	601258 CH	63,399	63,332	-0.1%	12,505	12,587	0.7%	10.5%	10.6%	10	26,916	28,725	6.7%	36	57	58.7%	43.7%	43.7%	4
中升集团	881 HK	38,725	37,509	-3.1%	12,616	12,053	-4.5%	8.5%	10.5%	200	26,887	31,742	18.1%	321	679	111.4%	45.3%	47.8%	248
国机汽车	600335 CH	28,815	20,233	-29.8%	5,688	5,891	3.6%	4.4%	3.6%	-80	35,568	26,190	-26.4%	415	381	-8.1%	52.3%	35.7%	-1658
正通汽车	1728 HK	23,680	25,068	5.9%	8,689	8,708	0.2%	8.8%	9.7%	90	13,870	14,596	5.2%	352	250	-29.0%	47.8%	46.9%	-90
永达汽车	3669 HK	17,207	19,042	10.7%	4,600	4,952	7.6%	8.8%	10.4%	160	16,628	18,710	12.5%	356	405	13.7%	46.8%	46.8%	-2
润东汽车	1365 HK	12,693	13,779	8.6%	3,217	3,335	3.7%	9.0%	10.2%	120	7,341	7,872	7.2%	109	117	6.7%	43.5%	43.4%	-10
和谐汽车	3836 HK	11,055	11,094	0.3%	5,887	6,073	3.2%	10.9%	12.2%	130	5,008	4,928	-1.6%	282	309	9.4%	46.2%	46.8%	60
新丰泰	1771 HK	3,998	4,017	0.5%	1,599	1,623	1.5%	7.0%	6.2%	-80	3,700	3,570	-3.5%	33	17	-48.5%	48.1%	44.6%	-350
美东汽车	1268 HK	2,379	2,360	-0.8%	794	805	1.5%	9.8%	11.9%	210	2,130	2,598	22.0%	54	64	19.1%	45.8%	51.5%	574

资料来源: 万得, 招银国际

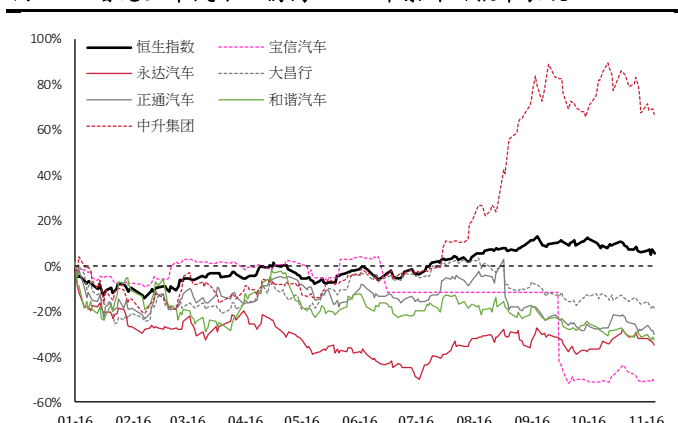
相关股份表现

图 211: 香港上市汽车制造商 2016 年累计回报率表现



资料来源: 彭博, 招银国际

图 212: 香港上市汽车经销商 2016 年累计回报率表现



资料来源: 彭博, 招银国际

表 213: 香港上市汽车制造商相关企业

公司	股票代码	收市价 (港币)	市值 (港币百万)	股本回报率 (%)	股息率 (%)	彭博每股盈利预测 (人民币)			市盈率预测			市净率	市盈率
						16E	17E	18E	16E	17E	18E		
北汽股份	1958 HK	7.5	56,813	10.15	2.26	0.70	0.88	0.96	9.54	7.56	6.95	1.39	14.10
华晨汽车	1114 HK	9.5	48,007	16.64	1.12	0.70	0.85	1.03	12.05	9.96	8.25	1.89	12.57
比亚迪	1211 HK	45.8	154,783	12.23	0.00	1.84	2.18	2.59	22.08	18.66	15.72	2.37	22.96
东风汽车	489 HK	7.8	67,550	13.45	2.87	1.42	1.46	1.52	4.91	4.77	4.58	0.67	5.25
广汽集团	2238 HK	9.5	141,325	18.21	2.17	1.11	1.23	1.33	7.60	6.88	6.39	1.32	7.65
吉利汽车	175 HK	7.7	68,636	13.93	0.46	0.47	0.66	0.82	14.62	10.38	8.35	2.86	21.89
长城汽车	2333 HK	7.0	93,152	23.42	4.95	1.01	1.02	1.01	6.16	6.09	6.16	1.29	6.25
平均值			90,038	15.43	1.98	1.04	1.18	1.32	11.00	9.18	8.06	1.68	12.95
平均值 (除比亚迪)			79,247	15.97	2.30	0.90	1.02	1.11	9.15	7.60	6.78	1.57	11.29

*2016年11月18日收市价

资料来源：彭博，招银国际

表 214: 香港上市汽车经销商相关企业

公司	股票代码	收市价 (港币)	市值 (港币百万)	股本回报率 (%)	股息率 (%)	彭博每股盈利预测 (人民币)			市盈率预测			市净率	市盈率
						16E	17E	18E	16E	17E	18E		
宝信汽车	1293 HK	2.37	6,061	-2.27	0.00	0.16	0.21	0.25	13.32	9.93	8.49	1.10	NA
永达汽车	3669 HK	3.75	5,550	13.57	3.15	0.48	0.57	0.61	6.89	5.86	5.42	1.10	8.51
正通汽车	1728 HK	2.26	4,995	6.19	4.17	0.27	0.33	0.37	7.35	6.10	5.37	0.51	8.44
中升集团	881 HK	7.40	15,884	6.80	0.64	0.47	0.55	0.60	13.92	11.86	10.88	1.26	18.45
和谐汽车	3836 HK	3.32	5,231	10.24	3.40	0.41	0.47	0.56	7.16	6.34	5.28	0.77	7.72
大昌行	1828 HK	3.06	5,606	5.51	3.64	0.33	0.39	0.43	9.36	7.85	7.07	0.62	10.99
平均值			7,221	6.67	2.50	0.35	0.42	0.47	9.67	7.99	7.08	0.89	10.82

*2016年11月18日收市价

资料来源：彭博，招银国际

目前，招银国际覆盖的汽车行业企业有两家：华晨汽车和吉利汽车，两只股份均为持有评级。考虑到 2017 年政策风险与行业下行的风险较大，我们推荐 2017 年盈利前景较为明朗且受政策因素影响较小的股份，**华晨汽车(1114 HK)**。

中国医药板块 优于大市

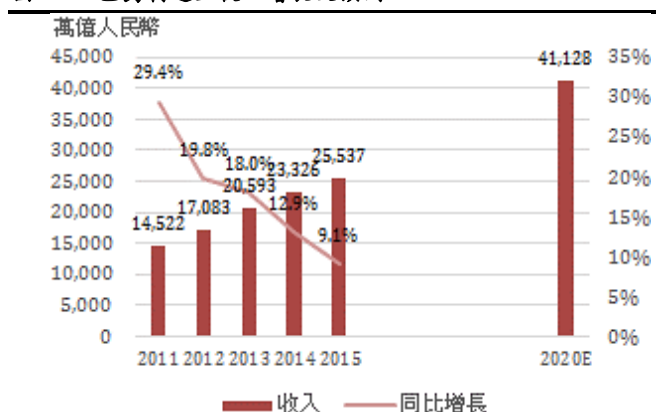
政策方向明确 重新起航

行业整合机遇，粗放式增长不再

在“十二五”期间，中国医药工业持续强劲的增长势头，规模以上企业的营业收入及利润分别年均增长 17.4%及 14.5%，始终居于中国工业各行业前列位置。但事实上，由于中国经济增长的放缓及行业基数扩大的影响，规模以上企业的营业收入及利润增速由 2011 年高位的 29.4%及 23.5%下降至 2015 年的 9.1%及 12.9%。虽然截至 2016 年 9 月底的收入及利润增速稍为反弹至 10.0%及 13.9%，但经历了数了粗放式的增长后，预料政策往后方向主要为提升行业效率，淘汰落后企业及资源的合理使用，相信现水平的增速应为医药行业增长的新常态。

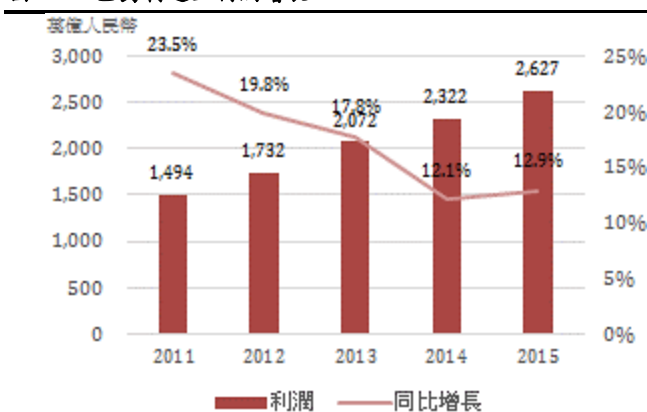
按工信部、发改委、科技部、商务部、卫计委及食药总局等 6 部委于 2016 年 11 月 7 日印发的（工信部联规〔2016〕350 号）的预测，于“十三五”期间，医药工业的收入将年均增长 10%，5 年后市场规模达到 4 万亿元。

图 215: 医药制造业收入增长及预测



资料来源：中国国家统计局、工信部、招银国际

图 216: 医药制造业利润增长



资料来源：中国国家统计局、招银国际

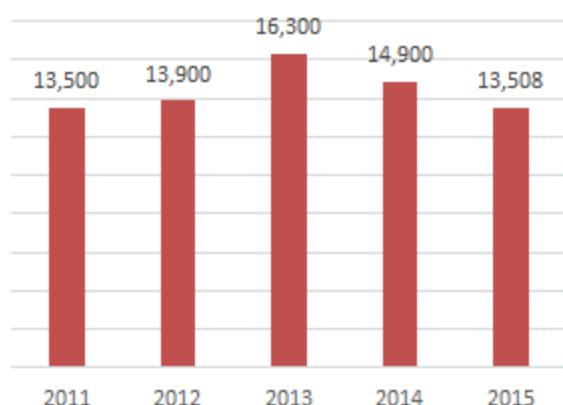
事实上，虽然行业增速显著，但医疗服务问题亦越趋明显，药品素质参差、药费高昂、过度处方药物、三甲医院负荷过重、医保收支失冲等问题日益恶化，作为民众医疗健康其一大产业，情况不容接受。是故一系列的政策如两票制、药品一致性评价、取消医院药品加成等等的政策在 2015 年一一出台，对医药产业来说，2016 年是政策方向变动较大的一年，也可视为为“十三五”医疗发展定调的一年，经历一年的调整后，相信医药产业在 2017 年开始往更健康的方向发展。

行业整合方向明显，两票制淘汰落后分销商

企业多、小、散可以说是现在医药行业的写照，以药品流通行业为例，截至 2015 年 11 月底，全国共有药品批发企业 13,508 家，2015 年医药流通行业销售总额为 16,613 亿元人民币，当中 13,290 亿元为批发总额，以此计算，每家批发企业的平均收入约为 1 亿元，但前 100 位药品批发商收入已位去同期全国医药市场收入的 68.9%，换句话说，剩下 13,408 家药品企业的年收入仅为 3,000 万元。过多小型的批发企业造成行业资源重复浪费、行业效率低下、及成本的上升，为中国药价虚高其中一个原因，所以推动行业整合及淘汰落后企业实为解决药价虚高的一个重要措施。两票制限制了药品由生产商到医院当中经过几多分销批发商(生产商到批发商为一票，批发商到医院为一票)，变相限制了较小形批发商的存在空间，减低了层层迭加的批发费用，从而降低药品的成本。我们预计两票制将会由试点城市落实在全国推行，小型分销商的生存空间将日益收窄，而大型分销商如国药(1099 HK, 未评级)、上药(2607 HK, 未评级)及华润(3320 HK, 未评级)等则可从而扩大市占率。我们相信两票制的推行长远而言亦是利于药品生产商，可间接降低生产商的分销成本，但短线而

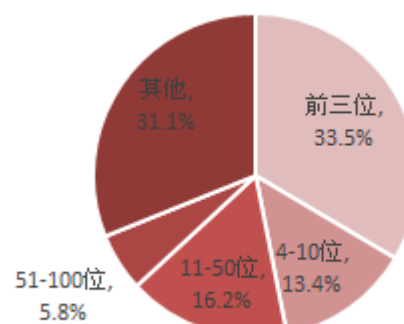
言，部份依赖第三分销商作产品推广及分销的公司将受到分销商去库存及自建销售团队等因素的影响。

图 217: 药品批发企业数量



资料来源：商务部、招银国际

图 218: 医药批发企业按规模划分市占率(2015 年)



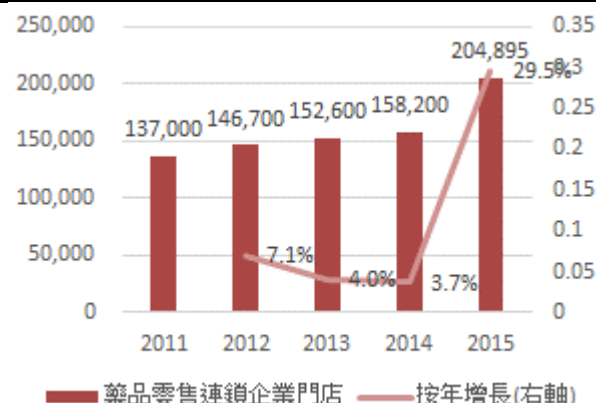
资料来源：商务部、招银国际

图 219: 药品零售店总数及增长



资料来源：商务部、招银国际

图 220: 药品零售连锁门店总数及增长



资料来源：商务部、招银国际

提升药品质量才是王道

《医药工业发展规划指南》明确指出，中国药品原始创新能力不强，基础研究和转化研究能力薄弱，高质量创新成果少；产品质量升级任务紧迫，化学仿制药、中药材和中成药、医疗设备、辅料包材等领域质量标准和水平亟待提高。预料提升药品质量未来一个重要发展方向，亦符合 2015 年以来政策方向的脉络。

基于中国药品质量偏低、同质化严重、医保收支失冲等问题，国家卫生部、食品药品监督管理局等自 2015 年下半年开始推出政策旨在改善中国药品的质量、加快新药审批速度等。预料在未来三年，大量产能落后、生产不合规及质量低下的药厂及药品将会被淘汰，新药审批将更为严格，而其速度亦会加快，将利于高效的创新药及首仿药的推出，及中国药品的质量将得到全面提升，预料国内拥有优秀仿制药及新药的企业将可受惠。

一致性评价：提升质量，淘汰劣等仿制药

药品一致性评价，就是仿制药必须和原研药“管理一致性、中间过程一致性、质量标准一致性等全过程一致”的高标准要求，基本上要求仿制药的质量达到原研药水平的要求。由于仿制药的价钱一般在原研药的 50% 以下，仿制药的使用能有效降低用药成本及医疗开支，提高药品的可用性。但由于早年研发审批要求相对宽松，导致现时在中国的仿药药素量参差，不时有医护病患，在仿制药及原研药之间，选择价格高昂的原研药以确保疗效，故此

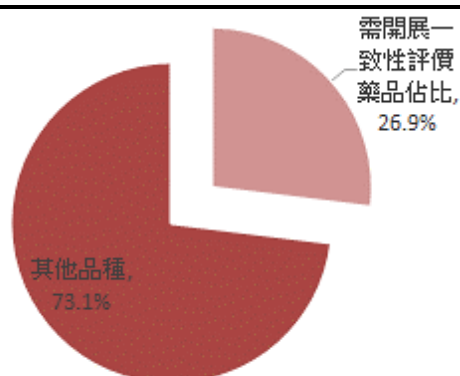
仿制药的质量偏低亦为现时药价虚高、医疗开支高昂的个成因。为了解决相应问题，推动一致性评价，改善药品质量实为当前急务。

国家食药监总局发布关于落实《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》有关事项的公告，明确 289 个必须于 2018 年年底前完成一致性评价的化学药品仿制药口服固体制剂品种及其相应的规格。

1. 化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，包括国产仿制药、进口仿制药和原研药品地产化品种，均须开展一致性评价。
2. 凡 2007 年 10 月 1 日前批准上市的列入国家基本药物目录（2012 年版）中的化学药品仿制药口服固体制剂（附件），原则上应在 2018 年底前完成一致性评价。
3. 上述第(2)款以外的化学药品仿制药口服固体制剂，企业可以自行组织一致性评价；自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请。

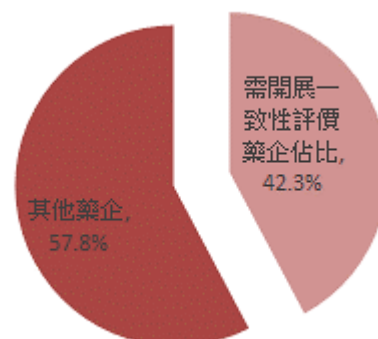
据了解，由于现时国内能处理一致性评价的机构严重缺乏，一款药品的一致性评价费用已上涨至 300 万元人民币以上，对小型药企来说无疑是一沉重负担；此外，国家局还规定自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请，相当于药监部门给药企三年的市场垄断权，这意味着，这些品种的一致性评价实际上也是迫在眉睫，因为谁率先完成了一致性评价，谁就抢得了市场三年独占权。基于这两个原因，相信小型药企在未来医药市场里难以占一席位，相信未来两至三年药企的数量将大幅减少。预计未来每个仿制药的生产商数量将由现时动辄 20-30 家大幅减至 5 家以下，而由于经历一致性评价后药品的质量可跟原研药看齐，可与之直接竞争市场空间，通过一致性评价的药企料可迎来一波良好的增长。

图 221: 需要开展一致性评价药品占比



资料来源：Insight China pharma data、招银国际

图 222: 需要开展一致性评价药企占比

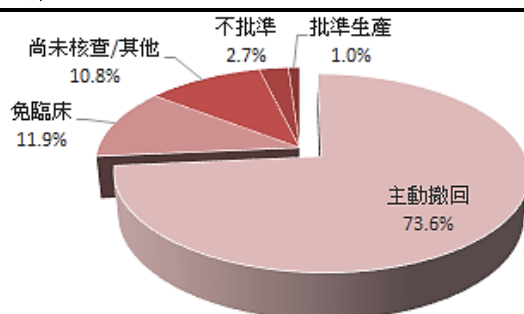


资料来源：Insight China pharma data、招银国际

新药审批标准从严，长远利好龙头企业

一直以来药监总局审批新药的速度缓慢，导致大量新药申请积压，不但对药企的研发进度带来负面时响，亦拖慢具有临床意义新药上市的速度，或使病患未来及时得到应有治疗，亦间接加大医疗开支。新药申请积压其中一个原因为过往对新药申请要求过于宽松，导致药企大量申报质量较低的新药。有见及此，药监总局于 2015 年中开始要求药企对已申报产品进行数据自查，确保临床数据的准确性，亦迫使未达标的企业撤回申请，结果在 1,622 个申请中，193 个免临床，1,193 个主动撤回，占总数的 83.5%。

图 223: 1622 个自査品种况况



资料来源：国家食品药品监督管理总局、招银国际

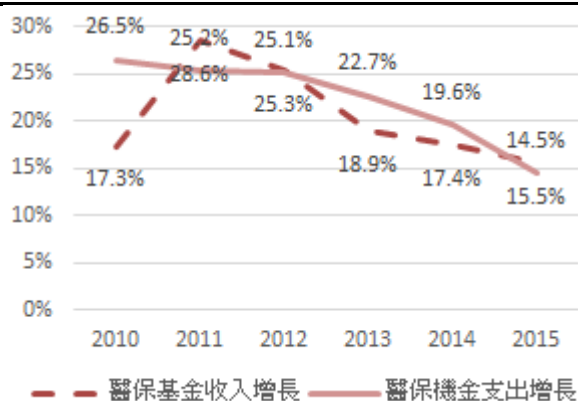
药监总局通过自查，大幅提升对新药研发及临床数据准确性的要求，不但可降低新药申请的数量，同时亦可提升药品的质量。由于对临床研发要求的提升，预料将提升企业研发新药的临床试验成本。但长远来看，由于要求的提升，将提高研发新药的门槛，集中资源在高效益新药上，减少新药申请的数量，加快药品审批速度，对拥有优质研发团队的龙头企业发展有利。

医保入不敷出情况稍缓

经历过去数年医药行业爆发性的增长后，医保收入的增速已逐开始逐步落后于支出的增长。医保基金支出的增长在 2013 及 2014 年为 22.7% 及 19.6%，分别超过医保基金收入增长的 18.9% 及 17.4%，费用过快的增长是影响医保制度可持续发展的重要原因。故此政府各部委开始推出一连串的措施如取消医院药品加成、降低药占比、监控大用量药物的使用等途径以控制增长过快的开支。经过严厉的措施后，医保基金开支增速于 2015 年回落至收入增速以下，可以预期，虽然预期医保控费的加度并不会减弱，但在当前医保资金收入增幅高于支出的现状下，对于医保控费的恐慌应可以暂缓一段时间。

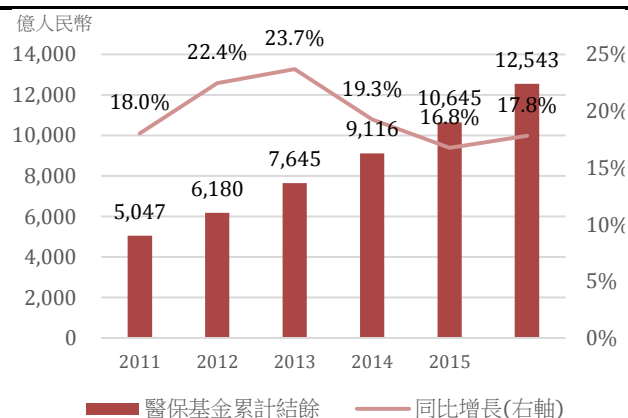
对药企来说，2016 年因为医保控费引发的价量齐跌绝对是血雨腥风的一年，虽然并不预期降低药占比、控费等措施会得到放松，但在医保基金收支情况改善下，相信暂时出现进一步激进的收紧措施的机会并不大。

图 224: 医保基金收入及支出增长



资料来源：中国国家统计局、工信部、招银国际

图 225: 医保基金结余及增长

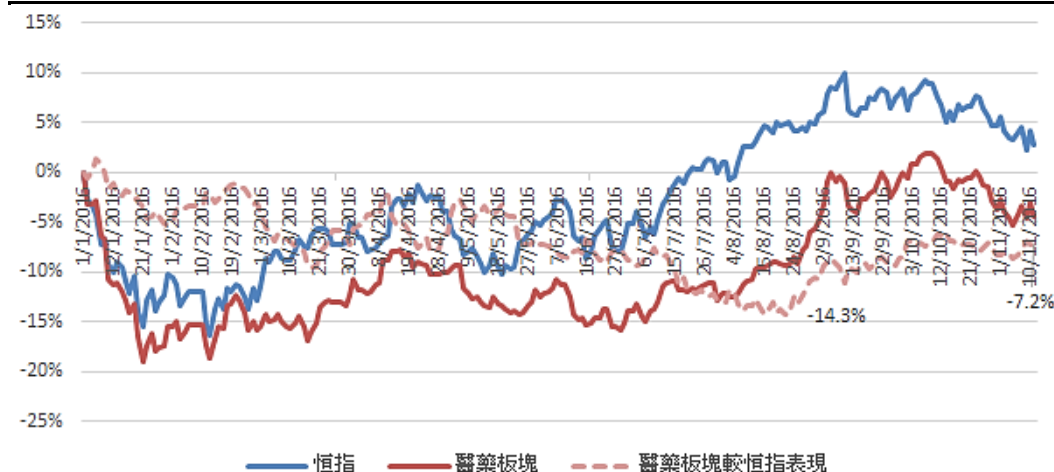


资料来源：中国国家统计局、招银国际

行业估值水平吸引，预料情况将可改善

相对之前几年，2016 年医药股板块的表现可谓乏善足陈，虽然有部份公司的股价表现亮丽，但总体板块 2016 年至平均下跌 4.4%，差于恒指同期 2.8% 的升幅，最主要因为投资者担心医疗板块中的政策不确定性。但值得注意的是，相方的表现自 8 月底后开始逐步收窄，由最多落后于恒指 14.3% 收窄至 11 月中时的 7.2%。我们相信主要因为政策的明朗化及中期业绩的表现优于预期。

图 226: 恒指及医药板块 2016 年至今股价表现



资料来源：彭博、招银国际

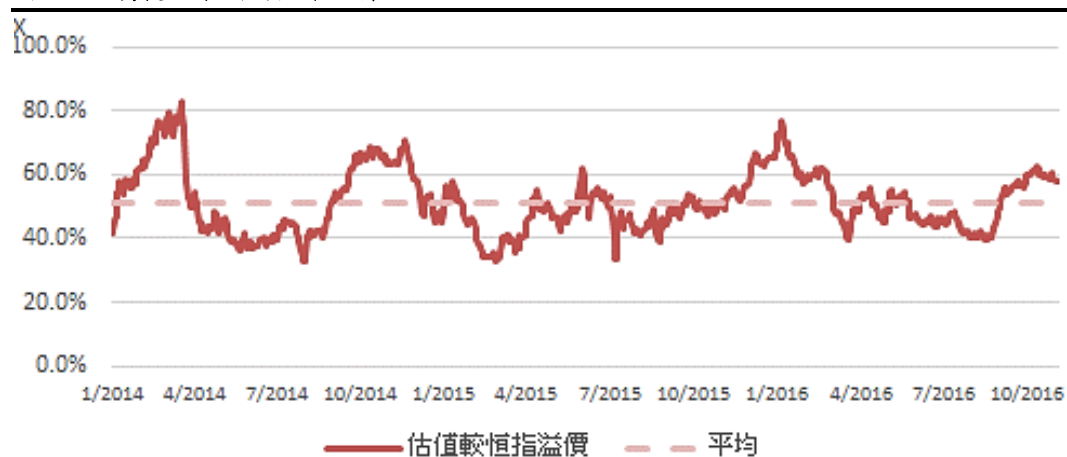
如果看医药板块的估值，平均预测市盈率在 2016 年下半年经历了一波较大的收复，可看出市场对医药板块的看法渐趋正面。医药板块较恒指的估值溢价亦于 2016 年下半年迈向 60%，重回 3 年平均以上的水平。

图 227: 恒指及医药板块 2016 年至今股价表现



资料来源：彭博、招银国际

图 228:医药板块对比恒指估值溢价



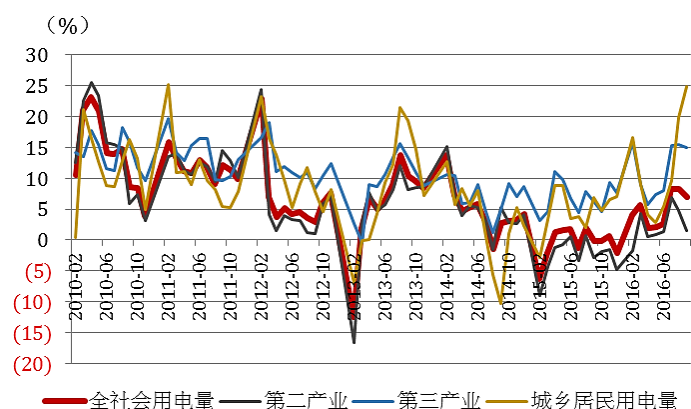
资料来源：彭博、招银国际

中国新能源板块 同步大市

变局中寻找机遇

回顾 2016 年，在经济处于筑底过程中，中国的用电量增长虽有所恢复，但整体上依然延续了用电量需求增速放缓趋势，与中国经济发展换挡，供给侧改革以及结构性转型的特点互相印证。用电量增长主要来自于第三产业以及城乡居民用电，第二产业仍然保持低增速运行，对传统的火电企业、新能源企业以及核电企业产生了无可避免的影响。随着各类电源装机的快速增加，我国开始出现较为明显的电力产能过剩，不单挤压了传统煤电企业的发电空间，也对新能源企业带来较为严峻的限电影响。在这样的经济及用电形势下，国家针对煤炭、火电产业产能，以及新能源发电的消纳问题出台了大量政策，并引导对电力销售进行市场化改革。随着政策导向的转变，我们认为电力行业将出现巨大变局。

图 229:中国用电量增速有所恢复，但增速明显放缓



资料来源：万得数据，招银国际

中国政策变局：十三五电力规划

十三五开局之年，国家能源局于 16 年 11 月发布十三五电力规划，是时隔十五年后中国电力主管部门再次对外公布电力发展五年规划，释放了政策导向改变的信号。

- 十三五期间全社会用电量增速 3.6%-4.8%。**考虑到经济增长的不确定性，能源局对 2020 年的电力规划全社会用电量预测为 6.8 万亿-7.2 万亿千瓦时区间，对应十三五期间年均用电量增速为 3.6%-4.8%，增速明显下降。伴随近两年煤炭价格下行所带来的火电装机剧增，以及新能源高速增长，未来几年我国将持续面临电力装机过剩困扰。对此，能源局在电力十三五规划中提出的目标是严控煤电装机规模，到 2020 年将煤电装机规模控制在 1,100 吉瓦以内，十三五期间取消和推迟没点建设项目 150 吉瓦以上。
- 扶持水电、新能源及核电，着力调整能源结构。**到 2020 年，非化石能源消费比重将从 2015 年的 12% 左右提升至 15%，并提出具体的分解性指标。2020 年非化石能源发电装机目标为 770 吉瓦，比 2015 年增加 250 吉瓦，占各类电源发电产能比重 39%，发电量占比提升至 31%。其中，常规水电装机达到 340 吉瓦，风电装机 210 吉瓦以上，太阳能装机 110 吉瓦以上，核电装机 58 吉瓦。
- 继续推进电力体制改革。**2016 年我国已启动多个电力市场化交易试点，能源局进一步提出，2017 年底前，完成电网企业分电压等级核定准许收入和输配电价，逐步减少交叉补贴；2018 年底前启动现货交易试点；2020 年全面启动电力现货市场交易，同时逐步取消优先发电权以外的非调节性发电计划。

图 230: 电力规划十三五 - 七大关键指标

序号	目标	2015	2020年目标	增量	备注
1	全社会用电量（万亿千瓦时）	5.55	6.7-7.2	3.6%-4.8%	年均增量，低于十二五时期目标
2	煤电装机（吉瓦）	898	1100-1150	202-252	削减增量150吉瓦，淘汰落后产能20吉瓦
3	非化石能源装机（吉瓦）	519	720	201	
	水电	320	340	20	
	风电	131	210	79	210GW以上，限电5%以内
	光伏	43	110	67	110GW以上，限电5%以内
	核电	27	58	31	
4	气电装机（吉瓦）	60	110	50	占比超过5%
5	西电东送（亿千瓦时）	n/a	2.7	n/a	
6	充电设施	n/a	n/a	n/a	满足500万量电动汽车充电需求
7	抽水蓄能电站规模（吉瓦）	23	40	17	

资料来源：万得数据，招银国际

全球能源变局：巴黎气候协议

对于全球能源格局的变化，我们关注 16 年 11 月正式签署生效的《巴黎气候协议》。55 个共计占据全国温室气体排放超过一半的国家将开始执行气候协议，或将在未来的十五年内达至前所未有的温室气体减排总量。根据协议：中国将力争在 2030 年左右达到碳排放峰值，并承诺 2030 年的单位 GDP 二氧化碳排放量较 2005 年下降 60%-65%；美国方面奥巴马政府则承诺到 2025 年，美国将在 2005 年基础上减排 26%-28%，实现硬减排。中美两国的大力支持对协议的执行有着非常重要的影响，尤其是对目前尚未达到碳排放峰值的发展中国家。我们认为《巴黎气候协议》将对全球能源格局产生深远影响，使全球各国逐步降低对于化石燃料的依赖，并积极扶持新能源产业发展以满足减排目标，这是全球能源变局中的明朗因素。

唐纳德·特朗普在美国总统选举胜出或为《巴黎协议的执行》带来阻力，我们认为这是全球能源变局中不甚明朗的部分。特朗普的能源政策与奥巴马政府有很大不同，他更倾向于传统能源，包括煤炭、石油，以及天然气，并且反对奥巴马政府所提出的《清洁电力计划》，以及在巴黎协议中就美国所作出的承诺。我们认为碳减排及能源清洁化利用趋势无可逆转，但特朗普的胜选或为巴黎协议的执行带来阴云。我们认为，全球能源格局的改变需要密切关注特朗普对于美国能源领域的具体政策，以及美国对于巴黎气候协议的执行态度是否有变。

产业变局：压煤电、收新能源、促售电交易市场化

为了满足巴黎气候协议目标，十三五电力规划，以及适应中国经济和用电需求的变化，电力产业也随之出现了深刻的调整。具体而言：

- 对于煤电企业，产能过剩带来利用小时受压，同时面临煤炭价格上涨风险。**根据能源局数据，2015 年底，全国火电装机容量 990 吉瓦，设备平均利用小时 4,329 小时，同比降低 410 小时，是 1978 年以来最低水平；2016 年上半年，火电装机容量继续扩张至 1,020 吉瓦，上半年火电设备平均利用 1964 小时，同比进一步缩减 194 小时。与此同时，受煤炭行业去产能影响，煤炭价格快速上涨，对煤电运营商利润带来进一步挤压。步入 2017 年，在经济下行周期，我们认为“煤电联动”实现困难，因此预期煤电企业困境持续。
- 对于新能源企业，新能源电力消纳问题在区域性电力供应过剩，风电光伏抢装的背景下格外突出。**为解决限电问题，十三五电力规划中明确弃风弃光的目标控制在 5% 以内，并提出较为保守的十三五装机目标（风电 210 吉瓦，光伏 110 吉瓦）。我们认为要实现这些目标，十三五的新能源发展优先级将从增量转移至存量，即控制新增装机节奏，以解决存量装机的限电问题为主，同时逐步落实增量新能源补贴退坡。我们认为这样的主导思路将会对中国新能源较为丰富的中上游企业产生影响，触发进一步产业整合，并将产品市场加速拓展至海外。对于新能源下游运营商，项目扩张将面临更加激烈的竞争。
- 对于电力交易，市场化交易的实现速度之迅猛，远超预期。**低利用小时状态下，煤电企业对售电饥渴，新能源企业也纷纷力图通过交易来缓解限电问题。展望 2017 年，我们预期电力市场化交易将更加常态化，市场化售电占能源企业发电比例将进一步提

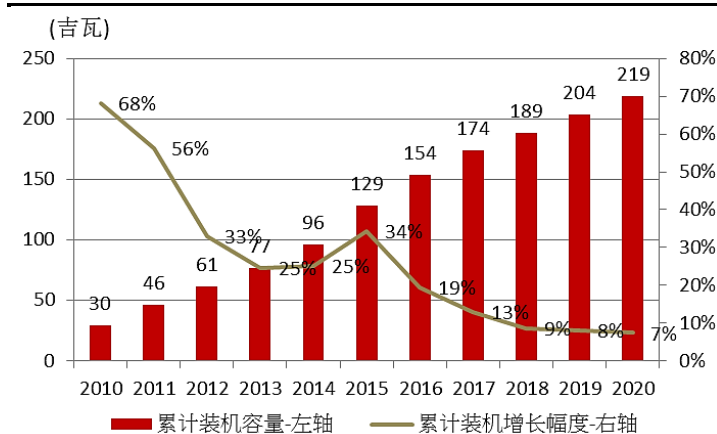
升。随着电力交易市场化日渐成熟，我们预期电力企业或将开始在售电领域寻找新的机遇。

中国风电行业：增势放缓，存量为王

历经风电抢装潮后，根据能源局统计数据，2015 年中国风电装机已达 129.3 吉瓦，当年实现新增装机 32.97 吉瓦，装机增速创下新高。2016 抢装结束，装机增速恢复常态，我们预期风电装机将回落到 25 吉瓦左右，预计年末实现累计装机 154 吉瓦。受电力需求不旺、新能源大规模并网、以及跨区域特高压送电建设滞后等综合因素影响，2015 年全国弃风率高达 15%。2016 年上半年，弃风问题显得更加严峻，再上升 6 个百分点至 21%。弃风已成为制约风电产业发展的核心问题。

电力规划十三五对 2020 年风电装机规划基本目标仅为 210 吉瓦，意味着未来 4 年的年均增量仅为 14 吉瓦，较目前的年装机水平有一定落差，体现国家决心解决限电问题的思路。据此，我们认为从风电运营商，到风机设备制造商，在国内增量发展上势将放缓。2017 年我们需要从限电改善而带来的存量风机效益提升角度来审视中国风电行业的投资机会。

图 231：中国风电装机增速下滑趋势明显



资料来源：水电总院、中电联、国家能源、招银国际预测

进一步推进平价上网

针对 2020 年实现风电发电侧平价上网目标，发改委在 2015 年定下的风电上网标杆电价调整的基础上，发布征求意见稿，计划进一步对 2018 年启开始实施的风电上网电价进行下调。征求意见稿提出在原电价基础上，再进一步对陆上四类风资源区标杆上网电价下调 5.2%-6.8% 不等。在近海、滩涂风电项目方面，则首次提出将 2018 年末以前并网项目电价分别调整到 0.80 元/千瓦时以及 0.70 元/千瓦时，下调幅度分别为 5.9% 及 6.7%。我们认为风电项目标杆电价的调整依然体现了发改委期望控制增量的思路，在风机设备成本没有明显降低的情况下，将对 2018 年以后风电运营商对于增量风场的投资回报有所打击，而这将很可能引发风电运营商就已获得核准的项目进行抢装。因此，我们认为 2017 年中国将继续录得较高的风电装机量，而转入 2018 年，风电装机将因较低的回和抢装结束出现萎缩。

图 232：风电标杆上网电价及发改委征求意见稿方案

风资源区	2015	2016-17	2018	2018-征求意见稿	降幅
I	0.49	0.47	0.44	0.41	-6.8%
II	0.52	0.50	0.47	0.44	-6.4%
III	0.56	0.54	0.51	0.48	-5.9%
IV	0.61	0.60	0.58	0.55	-5.2%
近海	0.85	0.85	0.85	0.80*	-5.9%
滩涂	0.75	0.75	0.75	0.70*	-6.7%

资料来源：发改委，招银国际

图 233: 国际能源署主要预测显示风电设备成本 2015-2020 年不会有明显下降



资料来源：国际能源署《全球风电展望 2016》

注：新政策情景为国际能源署的基准情景假设预测，2020 年全球累计装机 639 吉瓦，2030 年为 1,260 吉瓦，2050 年为 2,870 吉瓦。

弃风依旧严峻，多渠道化解

受抢装影响，严峻的弃风问题成为了制约风电运营商业发展的核心因素。基于对 2017 年继续抢装的判断，市场或对弃风限电问题增添忧虑，然而我们对此保持较为乐观的态度。从政策到执行层面，我们看到多个化解弃风问题的渠道。政策层面，对于限电地区严格实施增量控制将确保弃风问题不再进一步恶化。与此同时，发改委和能源局在 16 年 5 月联合发布可再生能源全额保障性收购政策，对 I-IV 类风资源区重点地区设定了 1800-2000 小时不等的最低保障利用小时数，明确了缓解弃风问题的基本目标。执行层面，16 年下半年及 2017 年密集投运的特高压线路将成为解决弃风问题最直接有力的方式，我们预期 6 条与新能源相关的特高压项目竣工将对弃风有极大改善。此外，较为灵活的电力市场化交易也有助于风电企业通过市场化交易提升发电表现。基于对上述多个渠道形成合力的预期，我们认为 16 年上半年 21% 弃风率已经到顶，下半年到 2017 年弃风问题将获得持续改善。

图 234：16-17 年密集投运的特高压线路，为新能源提供消纳渠道

起点	终点	线路类型	电压等级	线路长度 km	变电换流容量 GW	竣工时间	备注
晋东南	荆门	交流	1000	640	18	2011	湖北收纳山西火电
淮南	上海	交流	1000	2x649	21	2013	环网，接入来自锡盟电力
浙北	福州	交流	1000	2x603	18	2014	提升华东电网接纳容量
向家坝	上海	直流	800	1907	12.8	2010	收纳四川富余水电
锦屏	苏南	直流	800	2059	14.4	2012	收纳四川富余水电，缓解江苏用电紧张
哈密南	郑州	直流	800	2192	16	2014	收纳煤电、太阳能、风电，缓解华中用电紧张
溪洛渡	浙西	直流	800	1653	16	2014	收纳四川水电，送往华东负荷中心
淮南	上海	交流	1000	2x780	12	2016	环网，接入来自锡盟电力
锡盟	山东	交流	1000	2x730	15	2016	风电3.3吉瓦，光伏0.46吉瓦，输送华北、山东
蒙西	天津南	交流	1000	2x608	24	2016	收纳蒙西煤电风电，输送华北
榆横	潍坊	交流	1000	2x1049	15	2017	煤电基地，保供应华东电力
宁东	浙江	直流	800	1720	16	2016	煤炭基地，16年风电装机1.7吉瓦，光伏0.52吉瓦，打捆外送
酒泉	湖南	直流	800	2383	16	2017	消纳风光能源，保供华中
晋北	江苏	直流	800	1119	16	2017	消纳煤电、风电
锡盟	泰州	直流	800	1620	20	2017	煤电、新能源
上海庙	山东	直流	800	1238	20	2017	煤电、新能源
准东	成都	直流	1100	2456	12	2019-2020	新能源、煤电外送
准东	华东	直流	1100	3337	12	2019-2020	新能源、煤电外送

资料来源：国家电网，招银国际

风电行业投资重点：存量改善

基于对风电装机增速放缓，存量资产有望获得大幅度限电改善的预期，我们认为 2017 年风电行业的关注重点应该放在 1) 存量资产规模领先，2) 限电水平较高的上市企业。我们同时认为风电设备制造商在增量缩减，美国能源政策在特朗普上台后面临变局的情形下面临较大不确定性。基于上述理解，在风电行业我们建议关注龙源电力（916 HK 无评级），作为风电运营龙头企业，具有最大的存量风机资产，公司业绩将对限电改善具有较大的正向弹性。

图 235：主要风电企业数据统计

企业名称	港股代号	1H16风电装机 (GW)	1H16限电率 (%)
龙源电力	916 HK	16.55	19.5%
华能新能源	958 HK	10.02	13.0%
华电福新	816 HK	7.01	23.0%
大唐新能源	1798 HK	7.27	25.0%

资料来源：公司资料，招银国际

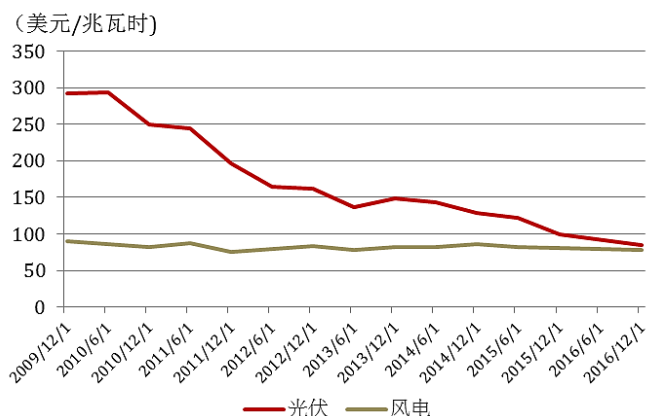
中国光伏行业 - 需求短期波动，竞争力明显提升

与风电行业相似，中国光伏行业同样历经抢装，装机增速更为迅猛。由于上网电价调整时点不同，中国光伏电站抢装潮截止到 16 年 6 月。根据国家电网数据，上半年并网 22 吉瓦，已大幅超过了 2015 年全年 15 吉瓦的装机量，刺激光伏中上游量价齐升，光伏制造企业 16 上半年多数取得不俗业绩表现。与风电类似，高装机增速同样带来非常严重的弃光问题。根据能源局数据，上半年弃光率达 19.7%，其中新疆和甘肃弃光率分别高达 32.4% 及 32.1%。有鉴于弃光率快速攀升，电力规划十三五对于光伏 2020 年基本装机目标也低于市场此前 150 吉瓦预期，仅为 110 吉瓦。如果以 110 吉瓦下线作为目标，对应未来 4 年，年均新增容量仅略多于 10 吉瓦，我们认为这同样是国家对于大型光伏项目控制增量思路的体现。抢装结束及对未来的增量控制将使光伏需求存在短期扭曲，让我们观察到 3 季度光伏中上游产品出现价格暴跌，中上游光伏制造商压力倍增。尽管如此，我们对于光伏需求并不悲观，价格快速下降将显著提升光伏能源的竞争力，使我们对于中国的分布式光伏市场，以及新兴国家的光伏需求依然有所期待。

成本下降明显，光伏能源竞争力提升

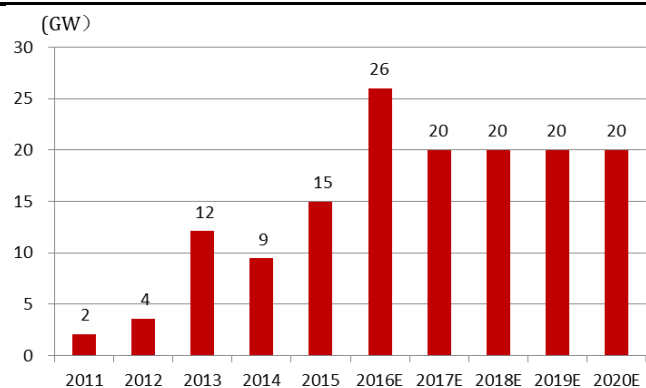
光伏产品价格在过去几年实现快速下降，这使得光伏电站项目开发成本得以迅速降低。根据彭博新能源财经数据显示，光伏能源的度电成本（LCOE）已从 2009 年的 292.4 美元/兆瓦时下跌至 2015 年的 99.4 美元/兆瓦时，年均实现下跌 16.5%。对于 2016 年，有鉴于光伏组件价格依然快速下降，我们预测 2016 年度电成本仍然能够获得 15-20% 的下降空降，这将使光伏发电的度电成本迅速贴近风电，有效提升光伏能源的竞争力。我们认为这将刺激美国及其它新兴市场需求，平顺中国光伏需求放缓所带来影响。2017 年，虽然没有中国市场的抢装助力，我们认为新增光伏装机依然能够有所保持，并预测新增装机为 69 吉瓦。我们同时预测 2015-2020 年，全球光伏装机能够保持年均 10% 增速。

图 236: 风电与光伏的度电成本比较



资料来源：彭博，新能源财经，招银国际预测

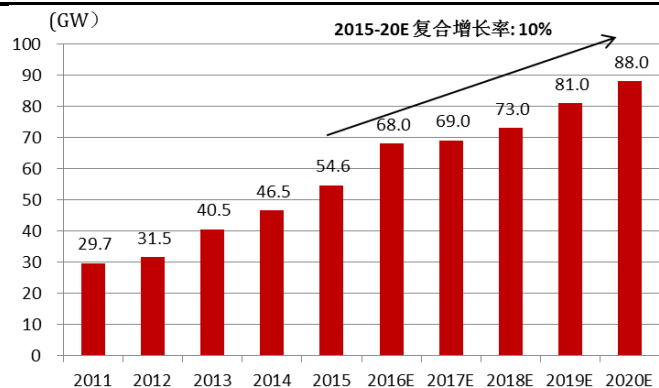
图 237: 中国年度光伏装机出现扭曲



资料来源：EPIA, Apricum, GTM, 招银国际预测

注：含分布式光伏

图 238: 全球光伏装机将得以平顺增长

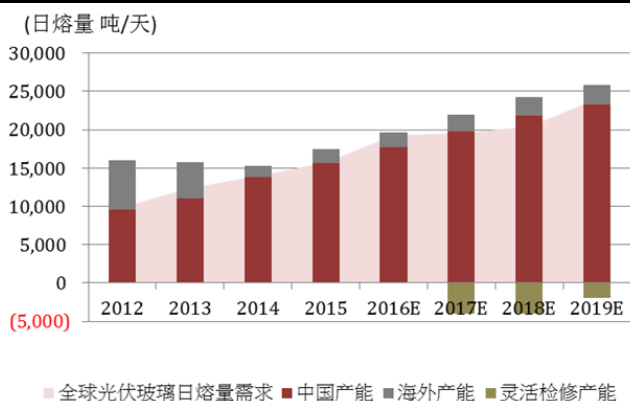


资料来源：EPIA, Apricum, GTM, 招银国际预测

光伏玻璃独树一帜

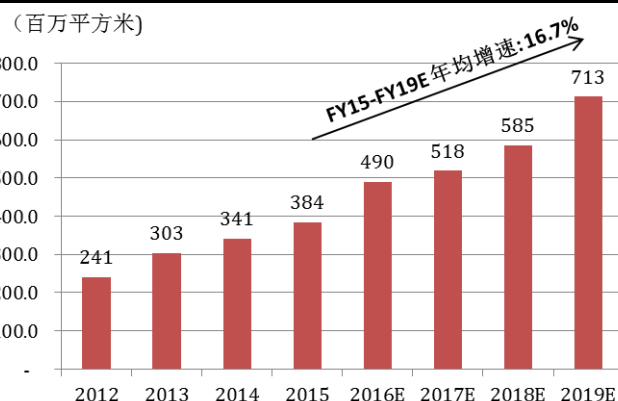
光伏玻璃是整个光伏产业链中较为独特的一环。受需求急速冷却影响，三季度光伏供应链从多晶硅、硅片、到电池片、再到组件的价格均录得快速大幅下跌的背景下，光伏玻璃价格下跌幅度较小，并且保持了较好的价格粘性。我们认为这归因于 1) 光伏玻璃在光伏组件成本占比仅为 4% 左右；2) 目前供应及需求处于较为平衡的状态；3) 光伏玻璃窑炉每隔 5-7 年需要进行冷修，目前有较多产能可根据市场形势灵活退出检修，可稳定支持光伏玻璃价格。此外，我们的分析结果显示，随着双玻组件、双面组件等新技术产品日益流行，光伏玻璃的需求增速将持续快于全球光伏装机增长。因此，尽管信义光能（968 HK）及福莱特玻璃（6865 HK）等光伏玻璃领先企业均计划于 2017 年实现产能大幅扩张，我们对供需平衡保持乐观态度，并认为率先实现大型窑炉化扩张企业有望巩固领导地位，并维持将近 40% 的较高毛利水平。

图 239: 光伏玻璃处于较为平衡的供需状态



资料来源: Frost & Sullivan, 招银国际预测

图 240: 光伏玻璃需求增速快于全球光伏装机增长



资料来源: EPIA, Apricum, GTM, 招银国际预测

下游竞争激烈，电价下调将加速市场整合

光伏电站项目的发展演进出了与风电不太一致的趋势。自 16 年下半年开始，我们持续观察到中国的光伏电站下游市场电价竞争愈发激烈。这种竞争不仅仅出现在能源局 16 年发布的 5.5 吉瓦的领跑者项目指标，也同样存在于 12.6 吉瓦的普通电站指标。根据 7 个以竞价方式进行的领跑者项目招标信息，中标企业平均报价较当地的光伏标杆电价折让幅度达 15.3% 到 35.9%，一方面体现了光伏发电成本实现快速降低，另一方面也体现下游运营商对于光伏电站项目展开激烈争夺。最低报价已经贴近甚至低于风电上网电价。

图 241: 以竞价方式进行的领跑者项目信息汇总

领跑者项目	发布日期	资源区	电价区间 (Rmb/Kwh)	平均价	当地标杆电价	折让幅度	备注
安徽两淮	9-Oct	III	0.71 - 0.81	0.772	0.98	-21.2%	采煤沉陷区漂浮项目
山东新泰	4-Oct	III	0.83	0.830	0.98	-15.3%	标底价不低于当地标杆电价15%
山东济宁	5-Oct	III	0.83	0.830	0.98	-15.3%	标底价不低于当地标杆电价16%
内蒙古包头	26-Sep	I	0.52 - 0.63	0.569	0.8	-28.9%	
山西芮城	29-Aug	III	0.65 - 0.83	0.775	0.98	-20.9%	
山西阳泉	29-Aug	III	0.61 - 0.89	0.743	0.98	-24.2%	
内蒙古乌海	25-Oct	I	0.45-0.58	0.513	0.8	-35.9%	

资料来源: 公司资料, 招银国际

针对快速降低的竞争性上网电价，发改委也提出了针对 2017 年光伏上网电价的征求意见稿，计划将三类资源区的光伏电站上网电价分别调低 23.5%至 31.3%，部分地区调整后的电价较领跑者项目的竞争性报价更低。除此之外，也第一次按照资源区条件对分布式光伏的补贴作出区分。我们认为中国光伏项目获取已转向全面竞价，未来发改委的标杆上网电价将很可能以电价上限方式存在，因此我们认为上网电价调整空间仍存在讨论空间。另外，在目前调控增量，同时项目以电价竞争方式获取的市场状态下，我们判断中国的光伏下游再次出现大规模抢装的几率不大。

图 242: 发改委计划下调 2017 年光伏上网电价 (征求意见稿)

地面大型电站	2015	2016	2017 (征求意见稿)	较2016年降幅 (%)
I类地区	0.90	0.8	0.55	-31.3%
II类地区	0.95	0.88	0.65	-26.1%
III类地区	1.00	0.98	0.75	-23.5%
分布式光伏补贴标准				
I类地区	0.42	0.42	0.20	-52.4%
II类地区	0.42	0.42	0.25	-40.5%
III类地区	0.42	0.42	0.30	-28.6%

资料来源: 国家发改委

低电价、高竞争态势下，我们认为光伏下游市场将实现快速整合。具备规模效应，宽融资渠道，以及资金雄厚的光伏下游开发商将迅速扩大市场份额，并在项目成本快速降低的情况下仍然能保持较好的利润水平。中小开发商受投资回报快速缩减影响，将逐步被淘汰出

市场。同时，基于对未来大型电站增量控制的预期，我们预期光伏下游将很可能出现“跑马圈地”的竞争格局。

投资重点：光伏玻璃行业龙头及成本领先的下游开发商

基于光伏玻璃独树一帜的产业格局，我们偏好光伏玻璃龙头企业。此外，光伏产品的价格下降符合行业长期发展趋势。我们认为中上游产品价格需求短期波动，中长期平稳增长的状态下难以恢复下跌以前的水平，因此中上游制造商将持续面临价格压力。组件价格的走低将对下游电站开发企业构成利好。在下游“跑马圈地”格局下，我们也偏好项目开发成本领先、具备规模效应以及融资成本较低的光伏运营商。**信义光能（968 HK）**作为光伏玻璃行业龙头，同时具有低成本光伏项目开发的优势，可谓两项均沾，是我们对光伏行业投资的首选。其次，因其较低的光伏电站投资成本，快速扩张获取项目能力，我们也将**协鑫新能源（451 HK）**纳入投资偏好。

图 243: 港股上市风电可比公司

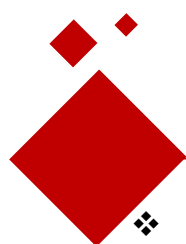
		收市价	市值	市盈率			市帐率	
公司名称	港股代号	(港元)	(百万港元)	目前	16年	17年	16年	17年
风电运营商								
龙源电力	916 HK	5.72	45,968	12.1	11.4	9.4	1.0	0.9
华能新能源	958 HK	2.43	23,639	n/a	8.2	6.9	1.0	0.9
华电福新	816 HK	1.71	14,378	5.4	5.4	5.0	0.6	0.6
大唐新能源	1798 HK	0.75	5,455	n/a	16.2	8.3	0.4	0.4
中国电力新能源	735 HK	4.48	5,316	8.3	8.3	6.4	0.5	0.5
新天绿色能源	956 HK	1.06	3,938	94.1	9.4	7.6	0.5	0.4
协和新能源	182 HK	0.395	3,449	5.6	5.6	4.4	0.6	0.5
平均				25.1	9.2	6.9	0.7	0.6
风电设备								
金风科技	2208 HK	11.26	48,376	8.1	8.8	7.9	1.5	1.3
中国高速传动	658 HK	8.52	13,933	n/a	10.4	9.8	1.2	1.1
平均				8.1	9.6	8.8	1.3	1.2
合计平均				22.3	9.3	7.3	0.8	0.7

资料来源:彭博, 招银国际

图 244: 港股上市太阳能可比公司

公司名称	港股代号	收市价 (港元)	市值 (百万港元)	目前	市盈率 16年	17年	市帐率 16年	17年
太阳能-上游								
保利协鑫	3800 HK	1	18,588	7.1	7.1	7.0	0.8	0.7
新特能源	1799 HK	5.27	5,507	5.9	n/a	n/a	n/a	n/a
卡姆丹克	712 HK	0.36	557	n/a	n/a	18.2	n/a	n/a
			平均	6.5	7.1	12.6	0.8	0.7
太阳能-中下游								
信义光能	968 HK	2.60	17,547	14.1	8.8	6.8	2.3	1.9
兴业太阳能	750 HK	3.53	2,944	5.4	5.2	5.0	0.6	0.6
福莱特玻璃	6865 HK	1.71	3,078	4.8	4.8	4.5	0.8	0.8
顺风光电	1165 HK	0.68	2,934	42.5	n/a	n/a	n/a	n/a
			平均	16.7	6.2	5.4	1.2	1.1
太阳能-下游								
协鑫新能源	451 HK	0.43	8,202	16.5	16.5	7.8	1.4	1.1
北控清洁能源	1250 HK	0.228	7,983	76.0	n/a	n/a	n/a	n/a
联合光伏	686 HK	0.64	3,100	6.8	35.6	22.7	1.3	1.3
			平均	33.1	26.1	15.3	1.4	1.2
			合计平均	17.1	13.0	10.3	1.2	1.1

资料来源:彭博, 招银国际



行业首选股份

- ❖ 中国 TMT 板块 – 腾讯(700 HK)
- ❖ 中国 TMT 板块 – 阿里巴巴(BABA US)
- ❖ 中国金融租赁板块 – 国银租赁(1606 HK)
- ❖ 中国保险板块 – 中国太保(2601 HK)
- ❖ 中国证券板块 – 中金公司(3908 HK)
- ❖ 中国房地产板块 – 中国海外(688 HK)
- ❖ 中国汽车板块 – 华晨汽车 (1114 HK)
- ❖ 中国医药板块 – 石药集团(1093 HK)
- ❖ 中国新能源板块 – 信义光能(968 HK)

腾讯 (700 HK)

中国互联网社交龙头，具有稀缺性的长期投资标的

内容造血+手游劲增，为增值服务注入持续动力。1H16 公司收入同比增长 48%，达 677 亿元，公司权益持有人应占盈利 199 亿元，同比增加 40%；第二季度净利润创新高，大增 47%至 109 亿元。其中增值业务依旧靓丽，1H16 增值收入同比增长 37%至 506 亿元。主要受益于网游收入增长 32%至 171 亿元，该项增长主要来自玩家对战及角色扮演类主要智能手机游戏的贡献。手游再创惊喜业绩，次季手游收入同比大涨 114%。

多种载体+定向投放+城市开拓，拉动广告增收上扬。2Q16 公司网络广告收入同比增长 60%至 65 亿元；效果广告收入增长 80%至 37 亿元，主要受益于微信朋友圈、移动端新闻应用及微信公众账号的效果广告收入的增长。品牌展示广告收入增长 41%至 28 亿元，主要受腾讯新闻及腾讯视频收入的增长推动。目前公司效果广告在向三四线城市下沉过程中已打造成成熟机制，地区性广告主可通过广告自助投放平台购买三四线城市朋友圈定向流量。我们相信，随着微信的高普及率、朋友圈广告资源进一步开放及视频、新闻、广点通等多种载体的定向投放，公司广告收入尚有巨大上升空间。

8 亿微信月活打造高凝聚力社区，加速“连接器”战略落地。基于 QQ 的极高覆盖率，QQ 月活增速放缓（QQ 月活 899 百万，同比增长 7%），但近期视频 GIFS 功能的引入、第三方在线教育平台的合作及 UGC 直播服务的推出使得 QQ 及 QQ 空间利润化改善。微信及 WeChat 的合并月活跃账户 8 亿，同比增长 34%。在功能布局上：坐拥 2000 万微信企业号，加速渗透办公领域；拓展三线城市以加速 O2O 战略；布局微信支付加速应用货币化。考虑微信月活的上升趋势及货币化效率的改善，可以预期，微信强大的用户粘性将推动“电商+付费表情+朋友圈广告+游戏平台+支付”模式的发展，为腾讯的核心主业提供资源嫁接共创协同效应，并加速“连接器”战略落地。

多元化投资布局，打造“游戏+音乐+视频+文学”内容生态体系。公司牵头发起收购开发了《部落冲突》《皇室战争》的芬兰手游开发商 Supercell 的 84 % 股权（总金额 86 亿美元），深化移动游戏影响力；将 QQ 音乐业务与中国音乐集团 CMC 进行合并，拓展数字音乐业务。公司近期高调布局游戏文娱板块，在强化核心竞争力的同时期待协同效应的释放。我们认为，公司未来业绩将持续受益于海量用户及多渠道收入，短期手游及广告将保持动力，长期云计算及支付服务将逐渐释放规模效应。基于公司主业的超预期增长及未来业务的可观前景，我们调高 2016 财年收入至 1590 亿元，目标价由 192 港币提升至 232 港币，相当于 2017 财年调整后每股盈利的 31 倍，评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	78,932	102,863	159,018	210,016	260,748
调整后净利润 (百万元人民币)	24,224	32,410	44,872	60,407	76,119
每股收益 (元人民币)	2.6	3.4	4.7	6.4	8.0
每股收益变动 (%)	42%	33%	38%	35%	26%
市盈率(x)	67.6	56.3	36.4	27.0	21.4
市帐率(x)	19.6	13.3	10.0	7.5	5.7
股息率 (%)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
权益收益率 (%)	29.1	23.8	27.9	27.9	26.6
净财务杠杆率 (%)	32.1	40.3	24.4	6.6	净现金

资料来源: 公司, 招銀國際

买入

目标价	HK\$232.1
向上/向下	+18.7%
当前价格	HK\$195.4

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

黄群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT

市值(百万港元)	1,844,165
3 个月平均(百万港元)	3,340.19
52 周高/低(港元)	220.86/132.1
发行股数(百万)	9403.9

资料来源: 彭博

股权结构

NASPERS LTD	33.29%
HUATENG MA	8.74%
JP Morgan Chase&Co	6.73%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-5.7%	-2.5%
3 个月	-3.0%	0.2%
6 个月	22.2%	8.8%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: PwC

网址: www.tencent.com

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	78,932	102,863	159,018	210,016	260,748
互联网增值服务	63,310	80,669	115,617	140,803	165,837
网络广告	8,308	17,468	29,696	44,543	57,906
电子商务交易	4,753	-	-	-	-
其他	2,561	4,726	13,705	24,670	37,005
销售成本	(30,873)	(41,631)	(68,745)	(89,815)	(112,094)
毛利	48,059	61,232	90,273	120,201	148,653
销售费用	(7,797)	(7,993)	(12,721)	(16,801)	(20,860)
行政费用	(14,155)	(16,825)	(25,443)	(33,603)	(41,720)
利息收入	1,676	2,327	2,792	3,351	4,021
其他收益	2,759	1,886	1,573	1,573	1,573
经营利润	30,542	40,627	56,474	74,721	91,668
融资成本	(1,182)	(1,618)	(1,143)	(1,143)	(1,143)
联营公司	(347)	(2,793)	(35)	(35)	(35)
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	29,013	36,216	55,296	73,543	90,490
所得税	(5,125)	(7,108)	(9,953)	(12,502)	(13,574)
非控制股东权益	78	302	470	633	798
净利润	23,810	28,806	44,872	60,407	76,119
调整后净利润	24,224	32,410	44,872	60,407	76,119

资料来源: 公司, 招银国际

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	95,845	151,440	172,302	193,511	218,599
物业、厂房及设备	7,918	9,973	11,539	11,704	11,951
联营公司	54,135	66,945	80,225	96,161	115,285
投资物业	268	292	292	292	292
无形资产	9,304	13,439	13,892	13,297	12,822
其他	24,220	60,791	66,354	72,058	78,249
流动资产	75,321	155,378	216,874	273,850	337,496
现金及现金等价物	42,713	43,438	94,713	142,425	196,849
受限制现金	9,174	54,731	54,731	54,731	54,731
初步为超过三个月的定期存款	10,798	37,331	37,331	37,331	37,331
应收贸易款项	12,392	18,458	28,535	37,686	46,789
存货	244	222	367	479	598
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	1,198	1,198	1,198	1,198
流动负债	50,035	124,406	166,167	188,616	207,116
借债	3,215	11,429	11,429	11,429	11,429
应付贸易账款	27,806	85,899	127,660.18	150,109	168,609
应付税项	1,027	2,070	2,070	2,070	2,070
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,987	25,008	25,008	25,008	25,008
非流动负债	39,007	60,312	60,312	60,312	60,312
借债	5,507	12,922	12,922	12,922	12,922
递延税项	2,942	3,668	3,668	3,668	3,668
其他	30,558	43,722	43,722	43,722	43,722
净资产总值	82,124	122,100	162,697	218,434	288,667
股东权益	80,013	120,035	160,161	215,265	284,700
少数股东权益	2,111	2,065	2,535	3,169	3,967

资料来源: 公司, 招银国际

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
年度利润	23,888	29,108	45,343	61,041	76,917
折旧和摊销	4,818	6,674	7,067	6,797	6,603
营运资金变动	3,583	7,588	28,748	9,834	5,257
税务开支	5,125	7,108	9,953	12,502	13,574
其他	(4,703)	(5,047)	(9,953)	(12,502)	(13,574)
经营活动所得现金净额	32,711	45,431	81,158	77,672	88,777
购置固定资产、无形资产及土地	(6,639)	(13,105)	(10,000)	(7,000)	(7,000)
联营公司	(35,771)	(15,399)	(13,280)	(15,936)	(19,123)
其他	14,022	(35,101)	(1,825)	(1,719)	(1,546)
投资活动所得现金净额	(28,388)	(63,605)	(25,105)	(24,656)	(27,670)
股份发行	299	169	-	-	-
净银行借贷	2,777	13,029	-	-	-
股息	(1,761)	(2,640)	(4,746)	(5,304)	(6,683)
其他	17,035	7,970	-	-	-
融资活动所得现金净额	18,350	18,528	(4,746)	(5,304)	(6,683)
现金增加净额	22,673	354	51,306	47,712	54,424
年初现金及现金等价物	20,228	42,713	43,438	94,713	142,425
汇兑	(188)	371	(31)	-	-
年末现金及现金等价物	42,713	43,438	94,713	142,425	196,849
受限制现金	9,174	54,731	54,731	54,731	54,731
资产负债表的现金	51,887	98,169	149,444	197,156	251,580

资料来源: 公司, 招银国际

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
互联网增值服务	80.2	78.4	72.7	67.0	63.6
网络广告	10.5	17.0	18.7	21.2	22.2
电子商务交易	6.0	-	-	-	-
其他	3.2	4.6	8.6	11.7	14.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长 (%)

收入	30.6	30.3	54.6	32.1	24.2
毛利	47.2	27.4	47.4	33.2	23.7
经营利润	59.1	33.0	39.0	32.3	22.7
净利润	53.6	21.0	55.8	34.6	26.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	60.9	59.5	56.8	57.2	57.0
税前利率	36.8	35.2	34.8	35.0	34.7
净利润率	30.2	28.0	28.2	28.8	29.2
调整后净利润率	30.7	31.5	28.2	28.8	29.2
有效税率	17.7	19.6	18.0	17.0	15.0

资产负债比率

流动比率 (x)	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	47.9	54.7	53.9	57.5	59.1
平均应付账款周转天数	264.4	498.5	498.5	498.5	498.5
平均存货周转天数	9.6	2.0	1.6	1.7	1.8
净负债/ 总权益比率 (%)	32.1	40.3	24.4	6.6	净现金

回报率 (%)

资本回报率	29.1	23.8	27.9	27.9	26.6
资产回报率	14.0	9.5	11.7	13.1	13.8

每股数据

每股盈利(人民币)	2.6	3.1	4.8	6.4	8.1
每股股息(人民币)	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
每股账面值(人民币)	8.9	13.1	17.4	23.3	30.8

资料来源: 公司, 招银国际

阿里巴巴(BABA US)

全球电商霸主，向着云计算和互联网金融狂奔

强劲电商：货币化加速+跨境涉农蓝海打开，齐驱电商核心强劲增长。1Q17 集团收入同比增长 59%，达 321.5 亿元，成为上市以来营收增长最为强劲的单个财季。其中电商业务依旧靓丽，收入同比增长 47%至 272.4 亿元，经调整 EBITA 为 166.2 亿元，经调整 EBITA 利润率达 61%；旗下中国零售平台（天猫+淘宝+聚划算）收入同比增长 49%，达 233.8 亿元。主要受益于：（1）货币化效率提升；（2）跨境涉农蓝海打开：受快速消费品、数字设备及家电等类目的强劲销售带动，天猫国际季度 GMV 按年增长逾 130%；农村淘宝已覆盖中国逾 17,700 个村点；（3）移动化进程加速：移动端收入占比高达 75%。

漫步云端：阿里云爆发增长，国际化战略升级。季度内阿里云共发布 319 个产品和功能，1Q17 云计算业务收入达 12.4 亿元，同比增长 156%，付费客户数同比上升 119%至 57.7 万户，再次成为全球云计算增长标杆。随着全球云计算的爆发及人工智能元年的开启，阿里云将成为公司淡化电商标签后的下一级创收火箭。技术革新层面，阿里云成为国内首家正式通过 SOC2 审计的厂商，同时被新加坡多层云安全 MTCS 颁发最高安全评级 Level 3 认证；战略布局层面，和软银在日本成立云计算合资公司，与韩国电讯巨头 SK 控股达成战略合作，完成扩建新加坡数据中心，欧洲、中东、日本、澳洲数据中心年内开服。我们相信，随着阿里云收入规模的提升、云服务内容的丰富以及亏损迅速收窄，阿里云 2017 财年收入将有望突破 80 亿元规模，并可能于年内实现盈利；其全球化战略升级有望构建公司软实力输出和硬件出海新常态。

进军数娱：矩阵式业务整合，构建“大文娱”帝国。“文娱”板块占阿里总营收的 9.75%，调整后 EBITA 亏损为 10 亿元。“大文娱”收入同比大涨 286%至 31.4 亿元，主要受益于优酷土豆并表，及 UCWeb 在移动搜索、新闻推送和游戏发行等业务增长的收入贡献。同时，今年 6 月 15 日公司宣布正式成立“阿里巴巴大文娱版块”，囊括旗下阿里影业、合一集团（优酷土豆）、阿里音乐、阿里体育、UC、阿里游戏、阿里文学、数字娱乐事业部。凭借强大的互联网入口及多元化娱乐平台，公司矩阵化业务整合及自我变革升级商业形态将逐渐凸显“数娱”内容价值及协同效应，并进一步强化造血功能。

产业森林：多元化布局展现最丰富生态。我们认为，公司已实现从单核到四核驱动的华丽转型，“云计算+大文娱”料将成为公司收入增长新引擎。随着菜鸟物流的高效扩张、支付宝的社区媒体化、创新业务的深耕细作以及多元业务整合的渐入佳境，公司有望打造多个新生态帝国并重塑估值回升。在维持其他假设不变的情况，我们调高 2017 财年电子商务渗透率至 13.7%，从而调整 2017 财年收入至 1353 亿元，提升公司目标价由 107.9 美元提升至 116.0 美元，相当于 2017 财年调整后每股盈利的 32 倍，评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	76,204	101,143	135,306	180,170	233,758
调整后净利润(百万元人民币)	34,810	42,912	50,371	60,464	72,821
每股收益(元人民币)	13.9	16.7	20.4	24.4	29.4
每股收益变动(%)	15.0	20.3	21.6	20.0	20.4
市盈率(x)	38.5	32.0	26.3	21.9	18.2
市帐率(x)	8.5	5.5	4.6	3.8	3.2
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	22.0	17.2	17.4	17.5	17.6
净财务杠杆率(%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司, 招银国际

买入

目标价 US\$116.0
 向上/向下 +23.3%
 当前价格 US\$94.1

蔡浩
 (852) 37618776
simontsoi@cmbi.com.hk

黄群
 (852) 37610889
sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT

市值(百万美元)	231,711
3 个月平均值(百万美元)	1,656.80
52 周高/低(美元)	109.87/59.25
发行股数(百万)	2,473.9

资料来源: 彭博

股权结构

Capital Group	2.44%
Blackrock	2.23%
Baillie Gifford & Company	1.85%

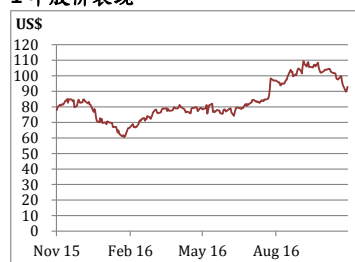
资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-9.7%	-6.6%
3 个月	-4.3%	-1.1%
6 个月	17.5%	4.6%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: PwC

网址: www.alibabagroup.com

利润表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	76,204	101,143	135,306	180,170	233,758
中国电商	62,937	84,321	116,443	150,207	184,559
国际电商	6,486	7,629	8,723	10,008	11,525
云计算及网络基础服务	1,271	3,019	8,000	17,601	35,202
其他	5,510	6,174	2,140	2,354	2,472
销售成本	(23,834)	(34,355)	(48,710)	(63,059)	(81,815)
毛利	52,370	66,788	86,596	117,110	151,942
研发费用	(10,658)	(13,788)	(17,590)	(23,422)	(30,388)
销售费用	(8,513)	(11,307)	(14,884)	(19,819)	(25,713)
行政费用	(7,800)	(9,205)	(12,178)	(16,215)	(21,038)
其他收益	(2,264)	(3,386)	(4,176)	(3,965)	(3,479)
经营利润	23,135	29,102	37,769	53,690	71,323
融资成本	(2,750)	(1,946)	(1,946)	(1,946)	(1,946)
联营公司	9,455	52,254	2,110	2,110	2,110
特殊收入	2,486	2,058	2,058	2,058	2,058
税前利润	32,326	81,468	39,991	55,912	73,545
投资损益	(1,590)	(1,730)	(1,730)	(1,730)	(1,730)
所得税	(6,416)	(8,449)	(4,147)	(5,799)	(7,627)
非控制股东权益	(59)	171	82	116	154
可转换优先股权益	(15)	-	-	-	-
可转换优先股股息	(97)	-	-	-	-
净利润	24,149	71,460	34,195	48,499	64,342
NonGAAP调整	10,661	(28,548)	16,176	11,965	8,479
NonGAAP净利润	34,810	42,912	50,371	60,464	72,821

资料来源: 公司, 招银国际

资产负债表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	113,325	230,380	235,554	238,817	241,058
物业、厂房及设备	9,139	13,629	20,355	23,083	25,303
联营公司	33,877	91,461	91,461	91,461	91,461
土地租赁费用	3,105	2,876	-	-	-
无形资产	48,508	87,015	88,339	88,874	88,895
其他	18,696	35,399	35,399	35,399	35,399
流动资产	142,109	134,070	167,969	221,089	288,036
现金及现金等价物	108,193	106,818	140,717	193,837	260,784
应收贸易款项	16,110	18,374	18,374	18,374	18,374
存货	-	-	-	-	-
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,806	8,878	8,878	8,878	8,878
流动负债	39,672	52,039	52,039	52,039	52,039
借债	1,990	4,304	4,304	4,304	4,304
应付贸易账款	19,834	27,334	27,334	27,334	27,334
应付税项	2,733	2,790	2,790	2,790	2,790
关连款项	-	-	-	-	-
其他	15,115	17,611	17,611	17,611	17,611
非流动负债	57,691	62,522	62,522	62,522	62,522
借债	1,609	1,871	1,871	1,871	1,871
递延税项	4,493	6,471	6,471	6,471	6,471
其他	51,589	54,180	54,180	54,180	54,180
夹层投资人权益	658	350	350	350	350
净资产总值	157,413	249,539	288,613	344,995	414,183
少数股东权益	11,974	32,552	32,470	32,354	32,200
上市公司股东权益	145,439	216,987	256,142	312,641	381,983

资料来源: 公司, 招银国际

现金流量表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	24,320	71,289	34,114	48,383	64,188
折旧和摊销	17,443	22,783	19,781	16,181	13,191
营运资金变动	11,881	10,454	-	-	-
其他	(12,427)	(47,690)	1,044	1,056	1,068
经营活动所得现金净额	41,217	56,836	54,939	65,620	78,447
购置固定资产、无形资产及土地	(7,705)	(10,845)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
联营公司	(34,857)	(24,209)	-	-	-
其他	(10,892)	(7,777)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(53,454)	(42,831)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
股份发行	61,831	693	-	-	-
净银行借贷	7,223	1,859	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	18,443	(18,398)	(7,040)	-	-
融资活动所得现金净额	87,497	(15,846)	(7,040)	-	-
现金增加净额	75,260	(1,841)	33,899	53,120	66,947
年初现金及现金等价物	33,045	108,193	106,818	140,717	193,837
汇兑	(112)	466	-	-	-
年末现金及现金等价物	108,193	106,818	140,717	193,837	260,784
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	108,193	106,818	140,717	193,837	260,784

资料来源: 公司, 招银国际

主要比率

年结: 3月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
中国电商	82.6	83.4	86.1	83.4	79.0
国际电商	8.5	7.5	6.4	5.6	4.9
云计算及网络基础服务	1.7	3.0	5.9	9.8	15.1
其他	7.2	6.1	1.6	1.3	1.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长 (%)

收入	45.1	92.6	33.8	33.2	29.7
毛利	33.8	27.5	29.7	35.2	29.7
经营利润	(7.2)	16.8	29.8	42.2	32.8
调整后净利润	24.6	23.3	17.4	20.0	20.4

盈利能力比率 (%)

毛利率	68.7	66.0	64.0	65.0	65.0
税前利率	42.4	80.5	29.6	31.0	31.5
有效税率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
净利润率	31.9	70.5	25.2	26.9	27.5
调整后净利润率	45.7	42.4	37.2	33.6	31.2

资产负债比率

流动比率 (x)	3.6	2.6	3.2	4.2	5.5
平均应收账款周转天数	42.3	54.1	45.9	34.5	26.6
平均应付账款周转天数	242.9	250.6	204.8	158.2	121.9
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

NonGAAP资本回报率	22.0	17.2	17.4	17.5	17.6
NonGAAP资产回报率	13.7	11.7	12.5	13.1	13.7

每股数据

NonGAAP每股盈利 (人民币)	13.9	16.7	20.4	24.4	29.4
每股股息 (人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值 (人民币)	63.2	97.5	116.8	139.6	167.6

资料来源: 公司, 招银国际

国银租赁 (1606 HK)

以风险管控为前提，持续推动「双轮驱动」业务模式

「双轮驱动」业务模式进一步得到增强。作为一间综合金融租赁业务的提供商，国银租赁依托大股东国开行的强大背景在飞机租赁、基础设施租赁、船舶、商用车和工程机械租赁以及其他租赁业务等多个领域具有领先地位。展望未来，随着宏观经济形势不断下行以及公司自身发展策略的调整，公司将持续推进以飞机租赁业务和基础设施租赁业务为基础的“双轮驱动”业务模式；与此同时，不断提升的风险管控能力也将公司业务持续发展的坚实基础。

飞机租赁业务增长态势持续。飞机租赁业务是经营租赁业务增长的重要引擎，2017 年预计收入占比将达到 98.0%。2016 年及 2017 年，我们预测飞机租赁业务的收入将按年分别增长 15.0% 及 24.1% 至人民币 54.4 亿元及人民币 67.5 亿元；主要是受惠于新交付的飞机及业务盈利能力的提升。未来，直接订单将是公司新交付飞机的主要渠道。我们预计 2016 年及 2017 年将各有 21 架波音和空客飞机通过直接订单交付。同时，公司的净租金收益率在 2016 年及 2017 年预计将分别提升至 8.81% 及 9.01%。遵循国际惯例，飞机租赁业务的购买及结算均以美元进行且公司飞机租赁业务有超过一半的收入来源于海外，在人民币不断贬值的压力下，我们相信公司的飞机租赁业务更将从中受益。

融资租赁业务以风险管控为首要任务。由于部分中小企业客户面临经营苦难且公司自身在船舶、商用车和工程机械租赁以及其他租赁两个业务板块经验有限，其融资租赁业务的不良资产率也从 2013 年的 0.67% 持续上升至 2015 年的 2.21%。虽然受益于不良资产的大力度核销，不良资产率在 2016 上半年末降至 1.45%；但是，我们认为中国经济仍然面临较大挑战，以上两大业务板块仍然看不见经营环境有明显的好转，不良资产仍然有持续暴露的风险。2016 至 2018 年，我们预测融资租赁业务的不良资产率分别为 1.99%，2.27% 和 2.60%。风险管控在未来将是发展融资租赁业务的首要前提，然而，较低的风险必然带来较低的收益率。我们预计，2016 年公司的净利差及净利息收益率分别为 2.17% 及 2.56%，按年分别下降 0.04 及 0.05 个百分点；2017 年则将进一步下降至 2.10% 及 2.51%。今明两年，我们预测融资租赁业务收入将分别按年下跌 9.4% 及 2.4%，至人民币 54.3 亿元及人民币 53.0 亿元。

维持「买入」评级。我们对公司的“双轮驱动”业务模式维持正面的看法，我们预测 2016 和 2017 公司的平均融资成本将下降至 3.31% 和 3.21%，净利润增长也将持续受惠。公司目前股价相当于 2017 年预测市账率的 0.88 倍，估值明显低于同业但是股价表现并不突出，其中一个重要原因是公司股份成交并不活跃，过去 3 个月平均成交额仅为港币 898 万元且自由流通的股票占比仅为 5.9%。我们给予公司目标价 2.32 元，相当于 2017 年预测市账率的 1.14 倍，同时也是同业 2017 年的平均预测市账率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	11,665	10,981	11,081	12,041	13,145
调整后净利润 (百万元人民币)	1,916	1,053	1,662	2,107	2,332
每股收益 (元人民币)	0.20	0.11	0.15	0.17	0.18
每股收益变动 (%)	1.55	(45.07)	35.52	11.02	10.67
市盈率(x)	7.80	14.20	10.48	9.44	8.53
市帐率(x)	0.95	1.00	0.94	0.88	0.83
股息率 (%)	0.0	1.0	2.5	3.2	3.5
权益收益率 (%)	14.7	7.3	9.2	9.6	10.0
净财务杠杆率 (%)	785.3	802.6	543.5	528.5	500.7

资料来源: 公司, 招银国际

买入

目标价	HK\$2.32
向上/向下	+28.9%
当前价格	HK\$1.80

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

隋晓萌
(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国金融租赁行业

国银租赁 (1606 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.80
目标价	HK\$2.32
市值 (港币百万)	22,756
过去 3 个月平均交易 (港币百万)	8.98
52 周高/低 (港币)	2.19/1.80
发行股数 (百万)	12,642.4
主要股东 (H 股)	中国长江三峡集团公司 (37.80%)

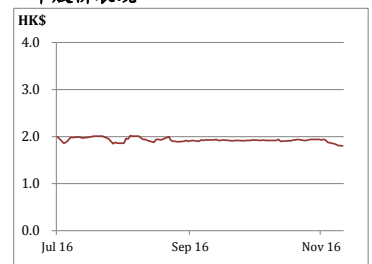
来源: 彭博

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-5.7%	-0.9%
3 个月	-5.7%	-2.9%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	11,325	10,641	10,529	11,371	12,378
融资租赁收入	7,015	5,995	5,430	5,301	5,297
经营租赁收入	4,310	4,646	5,099	6,070	7,081
投资收益（损失）净额	(4)	77	62	48	99
其他收入受益/(损失)	344	263	489	622	669
收入及其他收益总额	11,665	10,981	11,081	12,041	13,145
折旧及摊销	(1,860)	(2,035)	(2,392)	(2,832)	(3,232)
员工成本	(109)	(123)	(111)	(120)	(171)
手续费及佣金支出	(77)	(56)	(50)	(55)	(61)
利息支出	(6,036)	(5,055)	(4,389)	(4,574)	(4,706)
其他营业支出	(405)	(405)	(384)	(397)	(434)
减值损失	(798)	(2,008)	(1,728)	(1,492)	(1,680)
支出总额	(9,286)	(9,682)	(9,054)	(9,471)	(10,284)
所得税前利润	2,380	1,300	2,027	2,570	2,862
所得税费用	(463)	(247)	(365)	(463)	(529)
年度利润	1,916	1,053	1,662	2,107	2,332
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,916	1,053	1,662	2,107	2,332

资料来源：公司，招银国际

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及银行结余	6,011	6,314	22,956	28,525	31,833
应收账款	14,065	13,827	12,648	13,146	13,865
应收融资租赁款	76,912	80,945	81,938	82,334	82,876
物业及设备	36,202	42,249	45,643	49,289	52,775
其他资产	7,177	12,360	11,699	12,435	12,418
资产总值	140,366	155,695	174,885	185,729	193,767
借款	93,460	102,494	104,785	107,520	112,952
同业拆入	3,500	4,900	6,300	6,895	7,100
卖出回购金融资产款	5,512	5,922	3,156	2,800	2,685
应付债券	13,017	13,835	23,834	29,693	29,158
其他负债	10,866	13,551	15,583	16,345	17,843
负债总额	126,356	140,702	153,658	163,253	169,738
实收资本/股本	8,000	9,500	12,642	12,642	12,642
储备与留存利润	6,010	5,493	8,585	9,834	11,388
股东权益	14,010	14,993	21,227	22,476	24,030
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	14,010	14,993	21,227	22,476	24,030

资料来源：公司，招银国际

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
所得税前利润	2,380	1,300	2,027	2,570	2,862
折旧与摊销	1,860	2,035	2,392	2,832	3,232
营运资金变动	(5,702)	6,654	4,437	4,582	7,396
已付所得税费用	(430)	(512)	(280)	(359)	(410)
其他	1,088	2,365	2,186	1,946	2,051
经营活动产生的现金流量净额	(804)	11,842	10,762	11,572	15,130
投资活动					
资本开支	(6,788)	(6,703)	(7,350)	(8,830)	(8,231)
其他	(1,129)	(3,201)	(2,176)	(2,369)	(2,078)
投资活动产生的现金流量净额	(7,917)	(9,904)	(9,526)	(11,199)	(10,308)
筹资活动					
发行股份	0	0	5,404	0	0
债券变动	3,948	0	9,999	5,859	(535)
其他	(334)	(584)	(750)	(830)	(856)
筹资活动产生的现金流量净额	3,613	(584)	14,653	5,029	(1,391)
现金及现金等价物（减少）增加额	(5,107)	1,354	15,889	5,402	3,430
现金及现金等价物的年初余额	10,569	5,462	6,816	22,703	28,130
外汇损益	0	0	(2)	25	15
现金及现金等价物的年末余额	5,462	6,816	22,703	28,130	31,575

资料来源：公司，招银国际

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益					
融资租赁收入	60.1%	54.6%	49.0%	44.0%	40.3%
经营租赁收入	36.9%	42.3%	46.0%	50.4%	53.9%
投资收益（损失）净额	0.0%	0.7%	0.6%	0.4%	0.7%
其他收入受益或（损失）	2.9%	2.4%	4.4%	5.2%	5.1%
收入及其他收益总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长率					
融资租赁收入	5.0%	-14.5%	-9.4%	-2.4%	-0.1%
经营租赁收入	-1.4%	7.8%	9.7%	19.0%	16.7%
收入	2.5%	-6.0%	-1.0%	8.0%	8.9%
收入及其他收益	-0.1%	-5.9%	0.9%	8.7%	9.2%
所得税前利润	-4.8%	-45.4%	56.0%	26.8%	11.3%
净利润	1.6%	-45.1%	57.9%	26.8%	10.7%
资产负债比率					
总债务/ 权益比率	824.3%	848.1%	650.5%	653.6%	632.1%
净债务/ 权益比率	785.3%	802.6%	543.5%	528.5%	500.7%
融资租赁相关不良资产	1.7%	2.2%	2.0%	2.3%	2.6%
融资租赁相关不良资产拨备覆盖率	127.5%	150.5%	158.6%	160.8%	153.1%
回报率					
资本回报率	14.66%	7.26%	9.18%	9.64%	10.03%
资产回报率	1.36%	0.71%	1.01%	1.17%	1.23%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.202	0.111	0.150	0.167	0.184
每股股息（人民币）	0.000	0.016	0.039	0.050	0.055
每股账面值（人民币）	1.648	1.578	1.679	1.778	1.901

资料来源：公司，招银国际

中国太保 (2601 HK)

专注保险，聚焦价值增长

中国太保多年以来深耕保险主业，聚焦价值增长，转型升级卓有成效。在市场竞争日趋激烈的背景下，太保集团多项经营指标稳步提升。

寿险业务结构持续优化。2016 年前三季度，中国太保实现寿险保费收入 1,173 亿元，较上年同期增长 31.0%。聚焦个险和期缴的战略得到进一步贯彻，实现业务结构持续转型：（1）个险业务占首年保费的比例达到 82.4%，比 2015 年全年提升 6.4 个百分点；（2）期缴业务保费在首年保费中的占比达 80.1%，比 2015 年提升 4.3 个百分点。业务结构的优化带动新业务价值持续增长。2016 年上半年，太保寿险实现新业务价值 113 亿元，同比提升 55.9%。

财险发展态势良好。2016 年前三季度车险保费收入同比上升 1.3% 至 553 亿元，非车险保费同比上升 0.6% 至 163 亿元。虽然财险保费增速较为缓慢，但太保财险严格控制承保质量，并加大力度发展承保盈利较好的产品（比如农险），2016 年上半年综合成本率较去年同期下降 0.1 个百分点至 99.4%。其中，车险的综合成本率下降 0.2 个百分点至 98.2%。在车险销售中，2016 年前三季度承保质量较高、综合成本率较低的三大核心渠道（即交叉销售、电网销、车商销售）占比达到 55.6%，同比提升 2.5 个百分点。

投资风格谨慎稳健。中国太保投资风格较为谨慎和稳健，2016 年上半年总投资收益率达 4.7%，高于上市同业平均。2016 年前三季度投资收益和净利润降幅分别为 20.2% 和 41.3%，小于上市同业平均，也较上半年有所收窄。集团管理投资资产规模于三季度末达到 9235 亿元。在资产配置方面，今年集团减少了协议存款、现金、股票和股票型基金的配置数额和比例，加大优先股、理财产品、债券型基金和其他非标资产的配置，以期在低利率的环境下锁定更高、更稳定的收益。

未来的增长引擎。（1）客户脸谱绘制、差异化销售、挖掘现有客户潜在需求、高端高净值客户综合理财服务；（2）农险，上半年保费同比增长 58.3%；（3）第三方资产管理业务，上半年第三方资管规模增长 13.3%。

维持买入评级。我们相信，中国太保坚持保险主业和战略转型，能够实现可持续的价值增长。基于分部加总法，我们给予目标价 35.48 港元。此目标价分别对应 2016 年和 2017 年集团预测内含价值的 1.24 倍和 1.11 倍。当前的股价分别对应 2016 年和 2017 年集团预测内含价值的 0.99 倍和 0.87 倍。

财务资料

（截至12月31日）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
总保费收入(百万元人民币)	191,805	203,305	235,928	263,042	292,444
总收入(百万元人民币)	216,205	246,963	270,933	304,302	341,295
净利润(百万元人民币)	11,049	17,728	10,534	11,095	12,809
每股收益(人民币)	1.22	1.96	1.16	1.22	1.41
每股收益变动(%)	19.31	60.75	(40.69)	5.32	15.45
市盈率(x)	20.21	12.57	21.20	20.13	17.44
市帐率(x)	1.91	1.68	1.68	1.61	1.51
P/EV(x)	1.30	1.09	0.99	0.87	0.75
股息率(%)	2.0%	4.1%	1.9%	2.0%	2.3%
净资产收益率(%)	9.4%	13.3%	7.9%	8.0%	8.7%

资料来源：公司，招银国际

买入

目标价 HK\$35.48
 向上/向下 +25.8%
 当前价格 HK\$28.2

丁文捷
 (852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	291,496
过去三月平均交易(百万港元)	251
52 周高/低(港元)	33.8/23.7
发行股数(百万股)	9,062

来源：彭博

股权结构	
华宝投资	14.2%
申能集团	13.5%

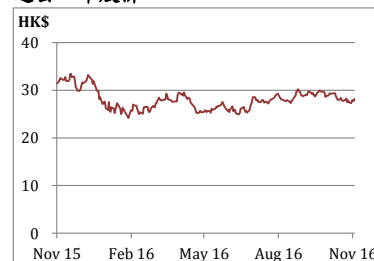
来源：公司

股价表现

	绝对	相对
1 月	-5.5%	-0.6%
3 月	-1.2%	1.7%
6 月	9.3%	-3.4%

来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

审计：安永

网址：www.cpic.com.cn

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
保险业务收入	191,805	203,305	235,928	263,042	292,444
- 寿险	98,692	108,589	137,234	159,102	182,865
- 财产险	93,113	94,710	98,694	103,940	109,579
分出保费及提取未到期责任准备金	(18,914)	(13,929)	(14,988)	(16,034)	(17,163)
已赚保费	172,891	189,376	220,941	247,008	275,281
投资收益	41,428	55,287	47,309	54,294	62,671
其他业务收入	1,886	2,300	2,683	3,000	3,343
收入合计	216,205	246,963	270,933	304,302	341,295
保户给付及赔款净额	(84,477)	(103,465)	(81,155)	(85,206)	(92,032)
提取保险责任准备金	(62,107)	(56,436)	(106,758)	(127,604)	(147,221)
其他业务及管理费用	(55,143)	(62,786)	(68,764)	(76,476)	(84,700)
给付、赔款及费用合计	(201,727)	(222,687)	(256,677)	(289,286)	(323,953)
享有按权益法入账的投资的利润份额	22	35	35	35	35
利润总额	14,500	24,311	14,292	15,051	17,377
所得税	(3,255)	(6,273)	(3,573)	(3,763)	(4,344)
净利润	11,245	18,038	10,719	11,289	13,033
非控制性权益	(196)	(310)	(184)	(194)	(224)
归属母公司股东净利润	11,049	17,728	10,534	11,095	12,809

资料来源：公司，招银国际

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
现金及存款	179,604	178,589	192,364	205,829	223,476
债券	420,281	430,633	490,002	558,123	637,218
其他固定收益类投资	74,856	115,613	136,856	156,704	178,762
股票及基金	62,453	79,601	77,520	85,865	103,366
其他权益类投资	18,129	43,678	53,594	59,032	64,451
投资性房地产	6,563	6,344	6,920	7,760	8,792
投资资产合计	761,886	854,458	957,034	1,073,314	1,216,065
非投资资产	63,214	69,385	76,495	92,074	106,878
总资产	825,100	923,843	1,033,529	1,165,388	1,322,943
保险合同负债	564,643	621,079	727,837	855,441	1,002,662
投资合同负债	35,662	40,033	46,038	51,563	55,688
次级债	19,496	19,497	19,498	19,499	19,500
其他负债	86,104	107,552	104,853	97,353	94,697
总负债	705,905	788,161	898,226	1,023,856	1,172,546
归属于母公司股东权益	117,131	133,336	132,610	138,764	147,511
非控制性权益	2,064	2,346	2,693	2,769	2,886
股东权益合计	119,195	135,682	135,303	141,533	150,397

资料来源：公司，招银国际

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
内含价值					
太保寿险一年新业务价值	8,725	12,022	15,796	19,915	23,198
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	75,351	92,132	113,947	141,783	176,805
寿险业务内含价值	125,737	151,918	171,911	201,694	239,701
集团内含价值	171,294	205,624	224,662	255,806	296,031
同比增长率					
保险业务收入	8.4%	6.0%	16.0%	11.5%	11.2%
已赚保费	8.3%	9.5%	16.7%	11.8%	11.4%
归属于母公司股东净利润	19.3%	60.4%	-40.6%	5.3%	15.5%
太保寿险一年新业务价值	16.3%	37.8%	31.4%	26.1%	16.5%
寿险业务内含价值	29.2%	20.8%	13.2%	17.3%	18.8%
集团内含价值	18.6%	20.0%	9.3%	13.9%	15.7%
资本充足率					
寿险偿付能力充足率	218.0%	201.0%	270.2%	255.4%	241.3%
产险偿付能力充足率	177.0%	211.0%	251.5%	245.2%	244.1%
集团偿付能力充足率	280.0%	280.0%	308.7%	293.7%	280.2%
主要比率					
新业务价值率	45.9%	41.9%	40.3%	39.5%	38.5%
综合成本率	103.8%	99.8%	99.6%	99.0%	98.8%
净投资收益率	5.1%	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%
总投资收益率	5.9%	6.9%	5.2%	5.3%	5.5%
净资产收益率	10.2%	14.2%	7.9%	8.2%	8.9%
资产收益率	1.4%	2.0%	1.1%	1.0%	1.0%
每股数据					
每股收益	1.22	1.96	1.16	1.22	1.41
每股净资产	12.93	14.71	14.63	15.31	16.28
集团每股内含价值	18.90	22.69	24.79	28.23	32.67
每股股息	0.50	1.00	0.46	0.49	0.57

资料来源：公司，招银国际

中国国际金融股份有限公司 (3908 HK)

醉翁之意不在酒，大力推进财富管理业务

抓住行业变革机遇，业务发展即将迎来拐点。中金日前公告，确认向中央汇金收购中国中投证券有限责任公司（“中投证券”）100%的股权，收购代价将通过向中央汇金发行新股份支付，交易作价人民币 167 亿元，以中投证券 2016 上半年末的净资产计，相当于 1.13 倍市帐率。收购完成后，汇金对金中的持股比例将由 28.57% 提升至 58.65%。我们相信，在中国证券行业的大变革时期，以大股东汇金为依托，中金较之其他同业能够更有利地把握市场机遇。本次收购还有待获得独立股东的通过，预期将于 2017 年第一季度完成。

收购将为中金带来财务及战略方面的协同效应。作为第一间中外合资的投行，我们预期本次收购将在以下几个方面为中金带来积极影响：1) 预期 2017 年末中金的总资产及净资产将在收购完成后提升至人民币 2,156 亿元和人民币 389 亿元，预期将较 2016 年中期分别增长 100.4% 及 127.8%；2) 手续费及佣金仍将是中金收入重要的增长引擎，由于业务结构的调整，融资融券业务的收入及经纪佣金收入占比将有望大幅增加；3) 中金的财富管理业务和中投证券的零售业务将形成互补，中金仍将关注以机构业务为导向的客户，零售业务为导向的客户则是中投持续关注的重点，双方整合之后的协同效应值得期待；4) 未来，以提升营运效率为目标，证券行业将有更多资源整合。

珠联璧合，财富管理业务发力。中投证券与中金在业务结构和客户群体上不甚相同，中投证券收入结构较为传统，80% 以上的收入来自经纪业务；而中金在投行、股票、固收等业务方面多点开花，收入结构较为多元化且更均衡，因此双方不存在业务重合的问题。我们认为，中金收购中投证券的醉翁之意，不在于经纪业务，而在于财富管理业务。目前，中金资管业务管理的资产规模已超过人民币 4,000 亿元，户均资产也达到了人民币 1,500 万元。2016 年上半年，财富管理业务对中金收入的贡献比例达到了 16.2%。中国证券公司由传统单一经纪业务向财富管理平台转型的大势不可阻挡，中金也将借助此次收购着力发展财富管理业务。中金财富管理业务以机构和高净值人群为目标客户，而中投证券则在全国布局了 192 家营业网点。整合之后，双方将形成优势互补；中金雄厚的研究实力以及不断加强的产品研发能力，搭配上中投证券庞大的零售客户基础和网点，都将为财富管理业务的发展形成有力支撑。

目标价港币 13.7 元。业务整合需时，但财务影响则会很快显现。我们预计，中金 2017 年的收入和纯利将分别较我们 2016 年的预测按年上升 131.0% 及 154.0%，达到人民币 172.7 亿元及人民币 37.7 亿元。同时，中投证券并表之后，中金的收入结构也将发生相应的改变。公司现时的股价分别相当于 2016 和 2017 财年预测市帐率的 1.3 倍和 1.0 倍。我们对中金未来发展保持乐观，给予目标价港币 13.7 元，相当于 2017 财年预测市帐率的 1.23 倍，同时也是同业公司的平均预测市帐率加一个标准差。维持「买入」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	6,156	9,507	7,474	17,268	19,909
调整后净利润 (百万元人民币)	1,118	1,953	1,482	3,766	4,628
每股收益 (元人民币)	0.67	0.85	0.64	0.94	1.16
每股收益变动 (%)	202.19	26.21	(24.09)	47.05	22.88
市盈率 (x)	14.7	11.6	15.3	10.4	8.5
市帐率 (x)	2.1	1.4	1.3	1.0	0.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	15.1	16.0	8.6	13.3	11.3
净财务杠杆率 (%)	37.8	5.9	11.2	33.6	36.9

资料来源：公司，招银国际

买入

目标价 HK\$13.7
 向上/向下 +21.5%
 当前价格 HK\$11.28

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

隋晓萌
 (852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国证券业

中金公司 (3908 HK)

评级	买入
收市价	HK\$11.28
目标价	HK\$13.7
市值 (港币百万)	26,019
过去 3 月平均交易 (港币百万)	33.58
52 周高/低 (港币)	13.6/ 9.52
发行股数 (百万)	2,306.7
主要股东	GIC Private Limited (18.0%)

来源：彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.7%	3.3%
3 月	-2.6%	0.4%
6 月	-2.6%	-13.8%

来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	6,128	9,462	7,433	17,129	19,761
佣金及手续费收入	4,152	6,588	5,172	11,131	12,924
利息收入	450	1,020	1,267	4,176	5,221
投资净额收益	1,527	1,853	994	1,822	1,616
其他收入及收益	27	45	41	139	148
收入及其他收益总额	6,156	9,507	7,474	17,268	19,909
佣金及手续费支出	(228)	(420)	(345)	(747)	(866)
利息支出	(742)	(1,095)	(1,315)	(4,135)	(4,538)
员工成本	(2,556)	(4,051)	(3,064)	(5,871)	(6,570)
折旧及摊销费用	(60)	(51)	(65)	(190)	(265)
营业税及附加费	(248)	(406)	(149)	(345)	(398)
其他营业支出	(853)	(964)	(710)	(1,209)	(1,374)
减值损失准备 / (转回)	(32)	(3)	(10)	(16)	(20)
支出总额	(4,718)	(6,990)	(5,658)	(12,513)	(14,031)
营业利润	1,438	2,517	1,815	4,755	5,878
所占联营企业和合营企业的业绩	68	104	135	195	204
所得税前利润	1,506	2,621	1,950	4,950	6,082
所得税费用	(387)	(668)	(468)	(1,188)	(1,460)
年度利润	1,118	1,953	1,482	3,762	4,623
少数股东权益	0	0	0	4	5
净利润	1,118	1,953	1,482	3,766	4,628

资料来源：公司，招银国际

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
应收账款	8,336	6,674	5,917	6,815	6,750
融资客户垫款	3,458	3,296	2,376	27,815	29,519
可供出售金融资产	46	618	916	1,615	1,450
以公允价值计量的金融资产	21,654	45,459	55,368	72,856	74,295
衍生金融资产	733	736	1,890	2,150	2,087
买入返售金融资产	1,622	1,557	2,857	8,189	8,289
应收利息	342	479	611	1,689	1,789
代经纪客户持有现金	11,085	24,301	21,156	66,089	74,589
现金及银行结余	3,418	8,434	14,489	17,098	18,590
其他	49	95	86	559	89
总流动资产	50,741	91,649	105,664	204,875	217,446
物业及设备	135	166	187	456	235
对联营及合营公司投资	565	453	516	595	589
可供出售金融资产	388	581	714	3,815	4,215
存出保证金	325	518	814	1,005	1,113
延迟所得税资产	484	680	437	792	511
其他	61	61	70	4,060	4,593
总非流动资产	1,959	2,460	2,736	10,723	11,255
总资产	52,700	94,109	108,401	215,597	228,701
短期债务工具	900	1,700	4,501	7,389	7,895
拆入资金	1,530	1,637	6,517	7,603	9,130
应付经纪业务客户账款	15,054	25,218	22,457	76,586	81,158
应付薪酬	2,142	3,014	1,416	2,689	2,865
卖出回购金融资产款	8,350	14,014	15,897	29,015	31,359
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	7,526	5,584	10,200	10,159	11,589
衍生金融负债	738	1,071	1,590	1,715	1,857
应付所得税	119	626	589	389	226
其他	4,028	16,392	21,099	24,728	19,968
总流动负债	40,387	69,256	84,264	160,273	166,046
长期债券	4,010	6,071	5,494	15,131	17,589
长期应付薪酬	269	672	541	681	725
延迟所得税负债	29	32	46	359	400
其他	13	13	13	268	300
总非流动负债	4,321	8,411	6,093	16,439	19,014
总负债	44,708	77,667	90,357	176,712	185,060
股东总权益	7,992	16,442	18,043	38,744	43,416
少数股东权益	0	0	0	141	225
总权益	7,992	16,442	18,043	38,885	43,641

资料来源：公司，招银国际

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
税前利润	1,506	2,621	1,950	4,950	6,082
折旧及分摊	60	51	65	190	265
营运资本变动	(62)	(7,671)	(2,144)	(29,594)	(4,929)
税务开支	(131)	(382)	(156)	(831)	(1,038)
其他	(332)	155	559	1,385	469
经营活动所得现金净额	1,042	(5,227)	274	(23,901)	849
投资活动					
投资变动	(195)	(681)	(425)	(3,589)	(3,958)
股息及利息收入	16	13	50	1,030	1,259
其他	(60)	(96)	(29)	(27)	(306)
投资活动所得现金净额	(239)	(764)	(404)	(2,586)	(3,005)
融资活动					
股票发行	0	5,300	0	16,701	0
银行贷款、债务工具以及债券变动	(100)	5,423	7,103	13,612	4,491
利息支付	(327)	(364)	(635)	(1,265)	(859)
股息	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	(427)	10,360	6,468	29,048	3,632
现金增加净额	376	4,369	6,337	2,561	1,476
年初现金及现金等价物	2,973	3,352	7,992	14,354	16,930
外汇差额	3	271	25	15	15
年末现金及现金等价物	3,352	7,992	14,354	16,930	18,422

资料来源：公司，招银国际

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	67.4%	69.3%	69.2%	64.5%	64.9%
利息收入	7.3%	10.7%	16.9%	24.2%	26.2%
投资净额收益	24.8%	19.5%	13.3%	10.5%	8.1%
其他收入及收益	0.4%	0.5%	0.5%	0.8%	0.7%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	52.2%	54.4%	-21.4%	130.5%	15.4%
收入及其他收益增长	51.4%	54.4%	-21.4%	131.0%	15.3%
经营利润增长	217.7%	75.0%	-27.9%	161.9%	23.6%
净利润增长	202.2%	74.6%	-24.1%	154.0%	22.9%
资产负债比率					
流动比率 (x)	125.6%	132.3%	125.4%	127.8%	131.0%
总负债 / 权益比率	80.6%	57.2%	91.5%	77.7%	79.7%
净负债 / 权益比率	37.8%	5.9%	11.2%	33.6%	36.9%
回报率					
资本回报率	15.1%	16.0%	8.6%	13.3%	11.3%
资产回报率	2.6%	2.7%	1.5%	2.3%	2.1%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.67	0.85	0.64	0.94	1.16
每股股息（人民币）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股账面值（人民币）	4.79	7.13	7.82	9.72	10.89

资料来源：公司，招银国际

中国海外 (688 HK)

越大越强

2016 年 9 月完成收购中信物业。中国海外在 2016 年 9 月完成收购中信股份(267 HK)总值 370.8 亿港元的物业组合，公司会以每股 27.13 港元发行 10.96 亿股新股予中信股份，其将 4 个共 100 万平方米在上海、南京、沈阳及济南的商业物业交换予中信股份。完成交易后，中海集团在扩大后股权由 61.2%下降至 55.1%；中信股份则持中国海外股权 10.0%，而且中信股份会委派常颖进入中国海外董事局为非执行董事。

完成 2016 年销售目标 93%。2016 年 1-10 月的合同销售金额及面积分别增加 43.1%至 1,960 亿港元及 23.7%至 1,189 万平方米，已完成 2,100 亿港元新目标的 93.3%。香港「启德 1 号」1 期在第 3 季度销售，反映热烈，而港岛鸭脷洲的「南区·左岸」及「启德 1 号」2 期在第 4 季度推出，料可支持公司在第 4 季求的销售。此外，新收购的中信物业可成为 2017 年销售增长的新动力。

2016 年首 3 季经营溢利升 29%。2016 年 1-9 月的营业额及经营溢利分别增加 34.3%至 1,066 亿港元及 29.1%至 352 亿港元。预期在第 4 季度的物业交付高峰期会进一步支持 2016 年的增长，我们预期 2016 年营业额及纯利分别增加 28.0%至 1,896 亿港元及 22.6%至 408 亿港元，料可成为盈利最高的内房公司。

负债略为上升，但具实力扩张。在中信地产完成收购后，中国海外由 2016 年中的净现金情况变成在 2016 年 9 月的 16%净负债比率。虽然负债率上升，但仍然偏低及在健康范围；此外，公司在 2016 年 9 月持有 1,518 亿港元，为过去最高的水平，或相等於市值的 63.0%。我们预期在未来的一年市场充满机会，是补充土地储备的良机，中国海外具备充足子弹购买土地。

重申「买入」评级。我们认为中国海外是众多的内房公司中最具实力及策略的公司，未来仍存在着持续的增长。我们分维持 2017 年及 2018 年盈利预测不变，分别为 434 亿港元及 508 亿港元。我们将目标价维持为 32.11 港元，较每股资产净值 35.68 港元折让 10%，维持「买入」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (港币百万元)	119,997	148,074	189,552	220,067	252,910
净利润 (港币百万元)	27,680	33,312	40,832	43,369	50,801
每股收益 (港币)	3.39	3.61	3.99	3.96	4.64
每股收益变动 (%)	20.1	6.6	10.6	(0.9)	17.1
市盈率(x)	8.1	7.4	6.7	6.8	5.8
市帐率(x)	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
股息率 (%)	2.0	2.3	3.0	3.2	3.9
权益收益率 (%)	20.3	17.4	16.1	15.1	15.5
净财务杠杆率 (%)	31.7	6.6	22.0	15.0	6.1

资料来源: 公司, 招银国际

买入

目标价	HK\$32.11
向上/向下	+46.0%
当前价格	HK\$22.00

文千森, CFA
 (852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

中国房地产

市值(百万港元)	241,036
3 个月平均值(百万港元)	667
52 周高/低(港元)	28.25/20.45
发行股数(百万港元)	10,956

资料来源: 彭博

股权结构

中海集团	55.1%
中信股份	10.0%
流动股本	34.9%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-11.5%	-7.0%
3 个月	-18.7%	-16.2%
6 个月	0.9%	-10.7%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: Pricewaterhouse

网址: www.coli.com.hk

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	138,505	148,074	189,552	220,067	252,910
物業發展	134,022	143,695	183,929	213,358	245,361
物業投資	1,643	1,915	2,423	2,670	3,029
其他	2,839	2,465	3,200	4,040	4,520
銷售成本	(99,195)	(105,763)	(135,896)	(152,603)	(174,138)
毛利	39,310	42,312	53,656	67,464	78,772
銷售費用	(1,933)	(2,182)	(2,843)	(3,301)	(3,794)
行政費用	(2,057)	(2,031)	(2,464)	(3,081)	(3,541)
其他收益	2,651	2,877	3,749	1,270	1,327
息稅前收益	37,970	40,975	52,097	62,353	72,764
融資成本	(545)	(574)	(782)	(906)	(819)
聯營公司	1,261	977	920	800	900
特殊收入	5,637	7,445	5,273	-	-
稅前利潤	44,324	48,823	57,508	62,247	72,845
所得稅	(16,573)	(14,772)	(16,077)	(18,228)	(21,324)
非控制股東權益	(551)	(739)	(600)	(650)	(720)
淨利潤	27,200	33,312	40,832	43,369	50,801
核心淨利潤	22,910	27,562	36,877	43,369	50,801

資料來源: 公司, 招銀國際

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	78,506	85,686	110,475	114,275	117,575
物業、廠房及設備	1,525	1,350	4,500	4,300	4,200
投資物業	54,921	64,224	66,400	70,000	73,000
聯營公司	18,868	17,005	20,000	21,000	22,000
可供出售投資	48	31	2,000	1,500	1,000
無形資產	109	65	13,975	13,975	13,975
已抵押銀行存款	67	-	-	-	-
其他	2,968	3,011	3,600	3,500	3,400
流動資產	331,658	341,550	486,248	480,885	537,792
現金及現金等價物	59,848	102,446	121,148	102,185	133,792
應收貿易款項	29,863	22,456	25,000	27,000	29,000
關連款項	6,508	6,035	8,000	7,500	7,800
存貨	232,001	206,405	330,000	342,000	365,000
其他	3,438	4,208	2,100	2,200	2,200
流動負債	189,084	113,693	208,600	165,500	173,500
借債	22,542	7,269	58,000	18,000	14,000
應付貿易賬款	100,517	84,003	120,800	118,000	128,000
應付稅項	21,116	18,466	19,800	21,500	22,500
關連款項	44,909	3,955	10,000	8,000	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	82,523	116,931	130,000	137,400	150,000
借債	74,816	108,187	120,000	128,000	140,000
遞延稅項	6,385	7,506	9,000	8,400	9,000
其他	1,322	1,238	1,000	1,000	1,000
少數股東權益	4,886	5,055	4,500	4,800	5,000
淨資產總值	133,670	191,558	253,623	287,460	326,867
股東權益	133,670	191,558	253,623	287,460	326,867

資料來源: 公司, 招銀國際

现金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	37,970	40,975	52,097	62,353	72,764
折舊和攤銷	126	88	135	450	430
營運資金變動	(29,042)	16,417	(102,647)	(20,000)	(29,000)
稅務開支	(12,264)	(16,371)	(13,248)	(17,128)	(19,724)
其他	(1,037)	(2,766)	31,839	(2,916)	7,848
經營活動所得現金淨額	(4,248)	38,344	(31,823)	22,759	32,318
購買固定資產	(6,264)	(1,846)	(33,015)	650	530
聯營公司	1,567	1,543	(4,657)	(233)	(200)
其他	229	1,085	(589)	100	100
投資活動所得現金淨額	(4,468)	782	(38,260)	517	430
股份發行	2	42,800	29,724	-	-
淨銀行借貸	22,371	19,052	62,544	(32,000)	8,000
股息	(5,985)	(6,976)	(7,362)	(8,539)	(9,641)
其他	(445)	(47,757)	4,081	(1,500)	700
融資活動所得現金淨額	15,942	7,119	88,986	(42,039)	(941)
現金增加淨額	7,226	46,245	18,902	(18,763)	31,807
年初現金及現金等價物	51,178	58,281	100,573	119,275	100,312
匯兌	(123)	(3,954)	(200)	(200)	(200)
年末現金及現金等價物	58,281	100,573	119,275	100,312	131,919
抵押現金	(1,567)	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)
年末資產負債表現金及現金等價物	59,848	102,446	121,148	102,185	133,792

資料來源: 公司, 招銀國際

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.8	97.0	97.0	97.0	97.0
物業投資	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
其他	2.1	1.7	1.7	1.8	1.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	28.4	28.6	28.3	30.7	31.1
稅前利率	32.0	33.0	30.3	28.3	28.8
息稅前收益	19.6	22.5	21.5	19.7	20.1
核心淨利潤率	16.5	18.6	19.5	19.7	20.1
有效稅率	37.4	30.3	28.0	29.3	29.3

增長 (%)

收入	67.9	6.9	28.0	16.1	14.9
毛利	46.6	7.6	26.8	25.7	16.8
息稅前收益	52.4	7.9	27.1	19.7	16.7
淨利潤	18.0	22.5	22.6	6.2	17.1
核心淨利潤	12.2	20.3	33.8	17.6	17.1

資產負債比率

流動比率 (x)	1.8	3.0	2.3	2.9	3.1
平均應收賬款周轉天數	78.7	55.4	48.1	44.8	41.9
平均應付帳款周轉天數	369.9	289.9	324.5	282.2	268.3
平均存貨周轉天數	853.7	712.3	886.3	818.0	765.1
淨負債 / 總權益比率 (%)	27.1	6.6	22.0	15.0	6.1

回報率 (%)

資本回報率	20.3	17.4	16.1	15.1	15.5
資產回報率	6.6	7.8	6.8	7.3	7.8

每股數據

每股盈利 (港元)	3.33	3.61	3.99	3.96	4.64
每股股息 (港元)	0.55	0.61	0.81	0.87	1.04
每股賬面值 (港元)	16.4	19.4	23.1	26.2	29.8

資料來源: 公司, 招銀國際

华晨汽车 (1114 HK)

最坏的时期已经过去

正在顺利度过上一个模型周期末期。得益于高端产品阁瑞斯和华颂的良好的销售表现，华晨汽车在 2016 年上半年录得人民币 24.86 亿的收入，同比上升 20.8%。华晨宝马在 2016 年上半年贡献的利润同比下降 6.9%，至人民币 19.08 亿元，因为新的生产设施和新车型需要较高的前期投入和开支，另外销售费用也有所上升，其净利润率在 2016 年上半年则同比下降 38 个基点至 8.5%。因为在 2017 年新车型所带来的较高的销量将会降低单位生产成本，同时华晨宝马也会采用更为有效的节约成本措施，我们预计华晨宝马业务的净利润率会在 2016 年下半年上升至 8.6%，并在 2017 年上升至 9.3%。

华晨宝马销量增长持平，平均销售价格下降。华晨宝马在 2016 年上半年销量小幅同比增长 1.7%（3 系销售量同比增长 3.3%，5 系销售量同比下降 4.1%，而 X1 销售量同比下降 8.5%）。我们相信，它的旗舰车型宝马 5 系将会在 2016 年下半年面临激烈的竞争，因而影响销量，不过新车型的销售（新 X1、宝马 2 系）则会成为主要增长动力。而在 2017 年随着 1 系和新长轴距版 5 系的上线，我们可以预见到更多的增长点。华晨宝马的平均销售价格在 2016 年上半年录得人民币 31.42 万元，同比下降 4.4%，因较高价格的车型销售占比减少，而小型车宝马 2 系和长轴型 X1 的销售占比增加。平均销售价格下降的趋势很可能在 2016 年下半年持续，因为打折促销老 5 系车型会在年底揭开序幕，同时新 X1 和 2 系的销售占比继续上升。

新发动机工厂有助于降低华晨宝马生产成本。华晨宝马的新发动机工厂在 2016 年 1 月投产，初步具有每年 40 万台的设计产能。我们相信发动机的本地生产将有效降低华晨宝马的生产成本。此前华晨汽车的管理层曾提到 2016 年新发动机工厂的产量将不超过 10 万台，但随着更多的车型（1 系、5 系）使用新发动机厂生产的发动机，发动机厂产能利用率会在 2017 年和 2018 年有显著的上升，从而降低单位成本摊销。受发动机及汽车零部件的成本下降趋势的影响，我们预测华晨宝马的分部利润率将在 2016 年下半年和 2017 年略有提高--2016 年下半年将同比上升 28 个基点，2017 年同比上升 98 个基点。

目标价为 10.34 港元。我们将华晨汽车在 2016、2017 和 2018 年的每股盈利分别从人民币 0.80 元、0.88 元和 0.94 元调整至人民币 0.71 元、0.90 元和 0.99 元，并应用了 9 倍 2017 年市盈率计算出在基本情况下其合理估值为每股港币 9.47。然后应用 8 倍的 2018 年市盈率，计算出 2018 年推出的新车型 X3 能带来的估值增量为每股港币 0.88，因此得到我们的目标价为 10.34 港元，相比现价有 5.83% 的上涨空间。鉴于华晨汽车的股价从我们的首发报告发表至今已经上升了 27%，我们将华晨汽车降级至持有。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万人民币)	5,515	4,863	5,739	5,969	6,111
净利润 (百万人民币)	5,403	3,066	3,607	4,518	4,998
每股收益 (人民币)	107.1	60.8	71.5	89.5	99.1
每股收益变动 (%)	60.1	-43.3	3.2	25.3	10.6
市盈率(x)	7.3	11.3	11.0	8.8	7.9
市账率(x)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
股息率 (%)	1.2	1.2	1.2	1.6	1.7
权益收益率 (%)	36.1	19.0	16.7	18.1	17.2
净财务杠杆率 (%)	5.0	3.8	5.9	8.2	9.9

资料来源: 公司, 招银国际

持有

目标价 HK\$10.34
 向上/向下 +8.5%
 当前价格 HK\$9.53

梁甫茵
 (852) 3900 0826
fionaliang@cmbi.com.hk

中国汽车业

市值(百万港元)	48,007
3 个月平均值(百万港元)	109
52 周高/低(港元)	10.78/6.06
发行股数 (百万港元)	5,025.8
主要股东 (H 股)	华晨集团(42.38%)

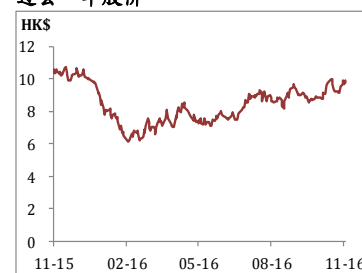
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.6%	16.1%
3 月	16.3%	15.9%
6 月	30.6%	13.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	5,515	4,863	5,739	5,969	6,111
销售成本	(4,952)	(4,655)	(5,551)	(5,702)	(5,776)
毛利	562	208	188	267	335
销售费用	(585)	(547)	(645)	(671)	(687)
行政费用	(402)	(394)	(431)	(478)	(498)
其他收益	104	81	81	81	81
息税前收益	(320)	(652)	(807)	(801)	(770)
利息收入	54	81	81	81	81
融资成本	(156)	(147)	(162)	(171)	(184)
联营公司	229	220	253	278	306
合资公司	5,537	3,823	4,023	4,914	5,357
税前利润	5,343	3,325	3,387	4,301	4,790
所得税	(43)	(45)	(46)	(46)	(45)
非控股股东权益	103	214	265	263	253
净利润	5,403	3,495	3,607	4,518	4,998

资料来源：公司，招银国际

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	16,862	19,897	23,377	27,756	32,589
固定资产	1,960	2,042	2,509	2,945	3,350
无形资产	996	1,423	1,281	1,153	1,038
土地租赁预付款	60	87	83	80	77
在合资企业及联营公司的权益	12,764	15,589	18,748	22,823	27,368
可供出售金融资产	32	57	57	57	57
其他非流动资产	1,051	699	699	699	699
流动资产	6,345	7,175	7,911	7,697	7,359
现金及现金等价物	2,526	3,072	3,190	2,810	2,366
存货	797	1,211	1,429	1,486	1,522
应收帐款	1,194	1,445	1,705	1,773	1,816
应收票据	770	312	369	384	393
其他应收款	405	441	520	541	554
其他流动资产	654	693	698	703	709
流动负债	7,134	7,872	9,214	9,710	10,107
短期借款	1,365	1,585	1,785	2,085	2,385
应付帐款	2,963	3,038	3,623	3,721	3,770
应付票据	1,858	2,157	2,572	2,642	2,677
其他应付款	776	845	988	1,015	1,029
其他流动负债	172	247	247	247	247
非流动负债	119	137	137	137	137
递延政府补助	119	137	137	137	137
其他应付关联公司	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
少数股东权益	(977)	(832)	(1,097)	(1,361)	(1,614)
净资产总值	16,931	19,896	23,035	26,968	31,318
股东权益	16,931	19,896	23,035	26,968	31,318

资料来源：公司，招银国际

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	(320)	(652)	(807)	(801)	(770)
折旧和摊销	139	181	282	299	316
营运资金变动	894	209	533	32	(4)
利息收入	49	69	81	81	81
税务开支	(47)	(58)	(46)	(46)	(45)
其他	53	(770)	(9)	(3)	(4)
经营活动所得现金净额	770	(1,021)	33	(438)	(427)
购置固定资产	(737)	(606)	(606)	(606)	(606)
股息收入	1,355	1,117	1,117	1,117	1,117
其他	(403)	(150)	3	3	3
投资活动所得现金净额	214	361	514	514	514
股份发行	-	360	-	-	-
净银行借贷	(163)	220	200	300	300
股息	(437)	(453)	(467)	(585)	(648)
财务费用	(167)	(139)	(162)	(171)	(184)
其他	58	564	-	-	-
融资活动所得现金净额	(709)	553	(430)	(457)	(531)
现金增加净额	275	(108)	118	(380)	(444)
年初现金及现金等价物	903	1,179	1,071	1,189	808
年末现金及现金等价物	1,179	1,071	1,189	808	365
受限制现金	1,201	1,326	1,326	1,326	1,326
短期银行存款	146	676	676	676	676
资产负债表的现金	2,526	3,072	3,190	2,810	2,366

资料来源: 公司, 招银国际

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
宝马3系	34	34	33	27	23
宝马5系	50	51	46	44	42
宝马X1	17	14	17	17	13
宝马2系列AT			5	6	5
宝马X3					8
宝马1系				6	8
华晨宝马	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	(9.6)	(11.8)	18.0	4.0	2.4
毛利	(18.1)	(63.0)	(9.6)	42.1	25.3
经营利润	NA	NA	NA	NA	NA
净利润	60.1	(35.3)	3.2	25.3	10.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	10.2	4.3	3.3	4.5	5.5
税前利率	96.9	68.4	59.0	72.1	78.4
淨利潤率	98.0	71.9	62.8	75.7	81.8
核心淨利潤率	98.0	71.9	62.8	75.7	81.8
有效稅率	10.2	6.2	5.2	5.2	5.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
平均应收账款周转天数	26.4	45.4	45.4	45.4	45.4
平均应付帐款周转天数	219.4	235.3	219.0	235.1	236.7
平均存货周转天数	79.4	42.4	22.4	24.1	24.5
净负债/ 总权益比率 (%)	4.4	3.5	5.3	7.5	9.1
回报率 (%)					
资本回报率	36.1	19.0	16.8	18.1	17.2
资产回报率	25.6	13.9	12.4	13.5	13.3
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.071	0.693	0.715	0.895	0.991
每股股息 (港元)	0.087	0.090	0.093	0.116	0.129
每股账面值 (人民币)	3.174	3.793	4.365	5.095	5.910

资料来源: 公司, 招银国际

石药集团(1093 HK)

高质产品及强大研发能力带动成为中国医药行业长远的胜利者

创新药继续为公司带来增长动力。由独家具专利的畅销治疗缺血性脑卒中药恩必普、高潜力的肿瘤科药物，以及信誉卓越的欧来宁及玄宁所组成的产品线，我们相信创新药物可继续维持高速增长。恩必普的收入在 2016 上半年按年增长 40% 至 12.55 亿港元，占 2016 上半年总收入的 20.4%；欧来宁及玄宁分别按年增长 13% 及 15%。抗肿瘤产品的收入在 2016 上半年按年升 28% 至 2.5 亿港元。总的来说，我们预测创新药物占石药总收入的比例将由 2015 年的 33.1% 扩大至 2016/17 年的 37.8%/42.4%

普药业务利润率持续改善。石药拥有一条庞大的普药产品线，产品数量超过 150 种。石药亦计划改善普药产品线，以每年提升普药业务的毛利率 1-2 百分点。纵使并不预期普药业务短期内收入有很大的增长，但预期毛利率的改善仍可带动净利润的增长。另一方面，由于药监局推行的药致性评价，预料不少中小型药厂将被迫放弃部份普药市场。石药的有数款美国 ANDA 品种，质量在较高水平，相信可在未来维持较高的增长水平。

中国其中一个领先的研发平台。从公司在 2012 年改变业务重点于创新药开始，石药就开始加大对研发的投入，研发开支由 2012 年的 7,800 万港元上升至 2015 年的 3.3 亿港元。公司现在有超过 170 个在研的药物，当中 15 个为国家 1 类新药，21 个为美国 ANDA 品种(美国仿制药)。我们相信石药有着中国其中一个领先的研发平台，可以持续推出新产品支持增长，对公司长远成功尤其重要。

我们预测核心纯利于 2016/17 年将增长 21.2%/23.4%。预计创新药品的增长不单会带动总收入的增长，同时亦会改善石药的利润率。我们预测公司整体的营业利润率将由 2015 年的 19.0% 增长至 2016/17 年的 20.9%/23.0%。故此，即使收入预期增长较慢，我们依然预期核心利润将于 2016/17 年增长 21.2%/23.4% 至 20.3 亿/25.1 亿港元，2015-18 年间年均复合增长为 22.7%。

维持买入评级。2016 年上半年业绩重申我们的观点，即强大的创新药产品线可继续推动公司的增长，我们维持买入的评级，目标价在 9.50 港元。我们的目标价 2016/17 预测市盈率为 27.6x/22.4x，虽较同业平均值的 18.7x/15.4x 高，但我们试为石药能在行业逆境中维持一个快速的增长，给予行业龙头企业一个较高估值亦是合理的。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万港元)	10,955	11,394	12,675	14,174	15,936
核心净利润 (百万港元)	1,265	1,678	2,033	2,509	3,097
每股核心收益 (港元)	0.21	0.28	0.34	0.42	0.52
每股核心收益变动 (%)	38.6	32.6	21.1	23.4	23.4
市盈率(x)	37.0	27.9	23.0	18.7	15.1
市帐率(x)	5.8	5.4	4.6	4.0	3.4
股息率 (%)	1.3	1.4	1.7	2.1	2.6
权益收益率 (%)	15.7	19.1	20.1	21.2	22.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司, 招银国际

买入

目标价	HK\$9.50
向上/向下	+20.0%
当前价格	HK\$7.92

吴永泰, CFA
 (852) 3761 8780
cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业

市值 (港币百万)	47,936
过去 3 月平均交易 (港币百万)	88.6
52 周高/低 (港币)	8.59/5.92
发行股数 (百万股)	5,911

来源: 彭博

股权结构-H 股

蔡东晨及管理层	31.3%
UBS Group AG	6.3%

资料来源: 联交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	-3.7%	1.1%
3 月	12.0%	15.3%
6 月	16.5%	3.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

审计: 德勤

网址: www.e-cspc.com

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	515.9	663.9	829.8	1,029.6	1,249.3
骨科	236.8	284.0	346.6	431.3	531.7
整形美容及创面护理	56.8	122.3	195.7	278.0	360.0
止血防粘连	155.3	179.0	201.5	224.9	251.2
销售成本	(65.9)	(105.1)	(123.1)	(148.1)	(177.8)
毛利	450.1	558.8	706.7	881.5	1,071.4
其他收益	26.7	31.7	36.2	44.8	53.9
销售费用	(187.2)	(242.1)	(305.4)	(380.4)	(464.5)
行政费用	(49.0)	(58.9)	(74.3)	(92.5)	(113.0)
其他开支	(2.3)	(0.9)	(1.8)	(1.7)	(1.5)
息税前收益	211.9	253.4	318.1	397.5	480.9
净财务收入	3.7	38.3	40.2	38.1	35.8
联营公司	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
非经常性收入	0.0	28.7	0.0	0.0	0.0
税前利润	215.6	320.6	358.6	435.9	517.1
所得税	(32.0)	(47.3)	(53.8)	(65.4)	(77.6)
非控制股东权益	0.0	0.2	0.1	0.1	(0.1)
净利润	183.6	273.5	304.9	370.5	439.5
核心净利润	183.6	249.1	304.9	370.5	439.5
息税折摊前收益	234.8	316.5	359.4	447.9	542.2

资料来源: 公司, 招银国际

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	404.5	449.9	534.6	625.4	745.4
物业、厂房及设备	352.0	396.6	482.6	574.6	695.8
长期租赁押金	32.4	31.6	30.9	30.2	29.4
无形资产	4.1	3.3	2.5	1.7	0.9
联营公司	0.0	11.2	11.5	11.8	12.2
其他	16.1	7.2	7.2	7.2	7.2
流动资产	347.4	2,372.1	2,526.6	2,743.0	2,981.8
现金及现金等值物	181.3	2,177.8	2,295.5	2,461.3	2,641.2
应收贸易款项	62.4	91.3	110.4	136.9	166.2
存货	76.4	78.1	98.5	118.5	142.3
预付款	18.6	24.9	22.3	26.3	32.2
其他	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	139.2	141.0	139.6	152.4	164.3
备债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付贸易账款	134.3	117.1	120.5	126.3	133.0
其他	5.0	23.9	19.0	26.2	31.3
非流动负债	18.5	15.5	15.5	15.5	15.5
供债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延税项	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
递延收入	17.7	14.9	14.9	14.9	14.9
净资产总值	594.2	2,665.4	2,906.2	3,200.5	3,547.4
少数股东权益	0.0	3.5	3.4	3.3	3.4
股东权益	594.2	2,661.9	2,902.8	3,197.2	3,544.0

资料来源: 公司, 招银国际

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	211.9	253.4	318.1	397.5	480.9
折摊和摊销	22.8	34.0	41.0	50.0	60.9
营运资金变动	(53.9)	(16.9)	(33.4)	(44.8)	(52.1)
税务开支	(38.0)	(24.7)	(58.7)	(58.3)	(72.4)
其他	(0.8)	22.6	(0.0)	0.0	0.0
经营活动所得现金净额	142.0	268.5	266.9	344.4	417.4
资本开支	(93.6)	(66.9)	(125.4)	(140.4)	(180.6)
联营公司	0.0	(7.7)	0.0	0.0	0.0
其他	5.5	(71.4)	40.2	38.1	35.8
投资活动所得现金净额	(88.2)	(146.1)	(85.2)	(102.3)	(144.8)
债务变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	(70.3)	(49.7)	(64.0)	(76.2)	(92.6)
融资活动所得现金净额	(70.3)	1,754.6	(64.0)	(76.2)	(92.6)
现金净变动	(16.5)	1,877.0	117.7	165.8	179.9
年初现金及现金等值物	176.5	160.0	2,177.8	2,295.5	2,461.3
汇兑差额	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值物	160.0	2,041.0	2,295.5	2,461.3	2,641.2

资料来源: 公司, 招银国际

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
骨科	45.9	42.8	41.8	41.9	42.6
整形美容及创面护理	11.0	18.4	23.6	27.0	28.8
止血防粘连	30.1	27.0	24.3	21.8	20.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	87.2	84.2	85.2	85.6	85.8
息税折摊前利润率	45.5	47.7	43.3	43.5	43.4
税前利率	41.8	48.3	43.2	42.3	41.4
净利润率	35.6	41.2	36.7	36.0	35.2
核心净利润率	35.6	37.5	36.7	36.0	35.2
有效税率	14.9	14.8	15.0	15.0	15.0

增长 (%)

收入	28.6	28.7	25.0	24.1	21.3
毛利	30.0	24.2	26.5	24.7	21.5
息税折摊前利润	33.9	34.8	13.6	24.6	21.1
经营利润	30.3	19.6	25.5	25.0	21.0
净利润	29.7	49.0	11.5	21.5	18.6
核心净利润	29.7	35.7	22.4	21.5	18.6

资产负债比率

流动比率 (x)	2.5	16.8	18.1	18.0	18.1
平均应收账款周转天数	37.9	44.2	46.7	46.1	46.6
平均应付账款周转天数	19.6	18.1	20.3	20.9	20.9
平均存货周转天数	329.5	268.2	261.7	267.4	267.6
净负债/ 权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

资本回报率	30.9	10.3	10.5	11.6	12.4
资产回报率	24.4	9.7	10.0	11.0	11.8

每股数据

每股盈利 (人民币)	1.5	1.9	1.9	2.3	2.7
核心每股盈利 (人民币)	1.5	1.7	1.9	2.3	2.7
每股股息 (港元)	0.0	0.4	0.5	0.6	0.7
每股账面值 (人民币)	3.7	16.6	18.1	20.0	22.1

资料来源: 公司, 招银国际

信义光能 (968 HK)

领导产能扩张浪潮

领导产能扩张浪潮。信义光能是世界最大的光伏玻璃生产商，公司目前控制 19.8% 全球光伏玻璃日熔量。2014 年，信义光能领先投资大型光伏熔炉，并成功抓住了 15 年下半年及 16 年上半年的中国光伏抢装潮机遇。自 2015 年起，公司启动了下一轮产能扩张计划。我们预计到 2017 年 1 季度末，信义光能的光伏玻璃日熔量将提升 74% 至每天 6,800 吨，分别占全球及中国光伏玻璃日熔产能的 33% 及 34%。

大型化生产设备有助于公司维持高毛利。我们认为公司启动的下一轮产能扩张将使信义光能维持在光伏玻璃毛利方面的领先优势，因为 1) 大型化熔炉所制备的低成本产出占比将继续提升；2) 马来西亚的生产设施将对人工及能源方面的成本缩减将释放进一步贡献。基于市场供应及需求趋于平衡，光伏玻璃价格展望维持平稳，以及更低的能源成本预期，我们预测光伏玻璃板块的毛利率将在 2016 年提升 4.5 个百分点至 39.4%，并于 2017-18 年维持于 39% 水平。

光伏发电业务：新的增长引擎。信义光能的光伏电站业务聚焦于玻璃产线已有布局的安徽和天津地区，我们认为公司对这些地区更加熟悉并有利于更好的调配当地已有资源。在较短的业务发展期内，公司实现了低成本的电站开发，并获取了低成本的债务融资。与此同时，公司也创立了信义能源作为光伏电站建成后的持有及运营实体。我们预测信义光能在 2015-18 年间，在光伏电站装机可获年均复合增长高达 48.7%。我们预期高装机增速将使光伏发电业务成为强劲的增长引擎而驱动营收和利润实现双增长。

15-18 年预测净利润复合增长达 34.3%。我们预期信义光能将在 2016 年取得不俗的业绩，预测净利润 19.9 亿港元，并且净利润率达 30.4%。对于 2017 及 2018 年，我们预测净利润将随产能扩张分别增长至 26.6 亿及 29.2 亿港元，期间净利润率维持高位高于 29.3% 及 29.6%，预测 15-18 年净利润年均复合增长率达 34.3%。

给予买入评级。我们对于信义光能采用三阶段 DCF 模型进行估值，预测公司股权公允价值为 263.9 亿港元，对应每股价值 3.91 港元。在目前的 2.60 港元的交易价格，我们的 2016 及 2017 年的预测股息率为 5.5% 及 7.3%。从 DCF 估值及股息率角度考虑，估值均具有吸引力。首次覆盖信义光能，我们给予买入评级，我们的 DCF 目标价为 3.91 港元，对应现价存在 50.4% 的上涨空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	2,410	4,750	6,558	9,089	9,864
净利润 (百万元人民币)	493	1,206	1,994	2,660	2,923
每股收益 (人民币)	8.4	18.5	29.5	39.4	43.3
每股收益变动 (%)	n/a	120	60	34	10
市盈率(x)	31.0	14.1	8.8	6.6	6.0
市帐率(x)	4.8	3.1	2.6	2.1	1.7
股息率 (%)	1.5	3.3	5.5	7.3	8.0
权益收益率 (%)	15.4	21.7	29.6	32.0	29.0
净财务杠杆率 (%)	22.9	12.6	83.0	103.1	109.3

资料来源：公司，招银国际

买入

目标价	HK\$3.91
向上/向下	+50.4%
当前价格	HK\$2.60

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

新能源

市值 (港币百万)	17,547
3 月平均交易 (港币百万)	61.85
52 周高/低 (港币)	3.40/2.03
发行股数 (百万)	6,749

资料来源：彭博

股权结构

信义玻璃	28.9%
李贤义	11.4%
流动股本	34.9%

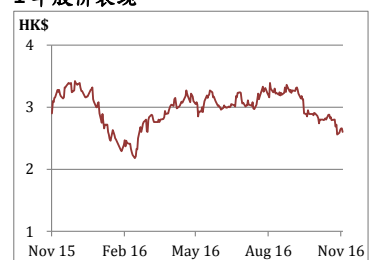
资料来源：联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 月	-5.7%	-0.9%
3 月	-19.4%	-17.0%
6 月	-6.7%	-17.4%

资料来源：彭博

1 年股价表现



资料来源：彭博

审计：普华永道

网址：www.xinyisolar.com

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售收入	2,410	4,750	6,558	9,089	9,864
光伏玻璃銷售	2,379	3,911	4,922	6,821	6,994
太陽能發電業務	31	313	1,137	1,768	2,370
EPC業務	-	526	500	500	500
銷售成本	(1,649)	(3,040)	(3,538)	(4,914)	(5,223)
毛利	761	1,710	3,020	4,175	4,641
其它收入	87	143	155	155	155
其它（虧損）/ 盈利淨額	(13)	62	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(98)	(187)	(201)	(278)	(290)
行政開支	(160)	(318)	(413)	(581)	(608)
息稅前收益	577	1,411	2,556	3,466	3,893
融資成本淨額	2	5	6	5	6
合資及聯營企業	(7)	(21)	(78)	(127)	(173)
額外其它	-	-	-	-	-
稅前利潤	572	1,394	2,484	3,344	3,726
所得稅	(79)	(188)	(323)	(418)	(447)
少數股東權益	-	-	(168)	(265)	(355)
淨利潤	493	1,206	1,994	2,660	2,923

資料來源：公司，招銀國際

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	4,162	7,842	12,778	16,977	20,884
物業、廠房及設備	3,685	7,104	11,729	15,690	19,251
預付租金	180	180	211	221	236
合資企業投資	-	175	343	608	964
預付款	1	1	2	2	2
固定資產預付款	295	380	494	457	432
流動資產	1,602	4,893	5,303	6,840	8,368
現金及現金等價物	543	2,869	1,459	1,669	2,276
應收賬款	733	1,586	3,267	4,451	5,340
存貨	299	199	271	375	385
關聯款項	-	158	157	157	157
其它流動資產	28	81	150	187	211
流動負債	1,291	2,710	3,885	4,986	5,689
應付帳款	1,121	2,156	2,951	3,636	3,945
關聯欠款	-	4	18	18	18
遞延稅項	28	75	-	-	-
借貸	143	474	916	1,332	1,726
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	1,167	3,133	6,150	8,933	11,565
借貸	1,157	3,116	6,132	8,916	11,548
遞延稅項	10	17	17	17	17
少數股東權益	-	1,146	1,314	1,579	1,935
淨資產淨額	3,306	5,745	6,732	8,319	10,064
股東權益	3,306	5,745	6,732	8,319	10,064

資料來源：公司，招銀國際

现金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	577	1,411	2,556	3,466	3,893
折舊和攤銷	92	221	310	614	765
運營資金變動	117	(382)	(958)	(604)	(588)
稅務開支	(79)	(188)	(323)	(418)	(447)
其它	8	(211)	(225)	(305)	(410)
經營活動所得現金淨額	715	851	1,360	2,753	3,213
資本開支	(2,464)	(4,123)	(4,941)	(4,570)	(4,322)
聯營公司	-	(150)	-	-	-
其它	135	660	(490)	(107)	(141)
投資活動所得現金淨額	(2,328)	(3,613)	(5,431)	(4,678)	(4,462)
股份發行	778	1,674	-	-	-
淨借貸	1,300	2,290	3,458	3,199	3,025
股息	(200)	(434)	(797)	(1,064)	(1,169)
其它	-	1,580	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,878	5,110	2,661	2,135	1,856
現金增加淨額	265	2,349	(1,410)	210	607
年初現金及現金等價物	279	543	2,869	1,459	1,669
匯兌	(2)	(23)	-	-	-
年末現金及現金等價物	543	2,869	1,459	1,669	2,276
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	543	2,869	1,459	1,669	2,276

資料來源：公司，招銀國際

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	98.7	82.3	75.0	75.0	70.9
太陽能發電業務	1.3	6.6	17.3	19.5	24.0
EPC業務	-	11.1	7.6	5.5	5.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	31.6	36.0	46.0	45.9	47.1
稅前利率	23.7	29.3	37.9	36.8	37.8
淨利潤率	20.5	25.4	30.4	29.3	29.6
有效稅率	13.8	13.5	13.0	12.5	12.0

Balance sheet ratios

流動比率 (x)	1.2	1.8	1.4	1.4	1.5
速動比率 (x)	1.0	1.7	1.3	1.3	1.4
現金比率 (x)	0.4	1.1	0.4	0.3	0.4
平均應收周轉天數	93.2	89.1	135.0	155.0	181.2
平均存貨周轉天數	43.2	29.9	24.2	24.0	26.6
平均應付周轉天數	162.8	196.7	263.4	244.6	264.9
債務/股本比率 (%)	39.3	52.1	87.6	103.5	110.6
淨負債/股東權益比率 (%)	22.9	12.6	83.0	103.1	109.3

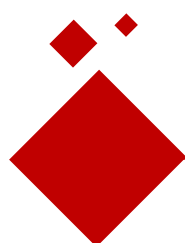
回報率 (%)

股本回報率	15	21	30	32	29
資產回報率	9	10	11	11	10

每股數據

每股盈利 (港仙)	8.42	18.53	29.54	39.42	43.31
每股股息 (港仙)	4.00	8.70	11.80	15.80	17.40
每股淨值 (港元)	0.54	0.85	1.00	1.23	1.49

資料來源：公司，招銀國際



附录：大差价 A/H 股

A/H 股差价**H 股较 A 股折让最大的 25 只股份**

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 折让(%)
浙江世宝	1057 HK	12.26	002703 SZ	44.54	-75.6
新华文轩	811 HK	7.92	601811 SH	28.72	-75.5
山东墨龙	568 HK	3.67	002490 SZ	11.84	-72.5
昆明机床	300 HK	2.71	600806 SH	8.61	-72.1
京城机电	187 HK	3.59	600860 SH	10.75	-70.4
安徽皖通高速公路	995 HK	6.44	600012 SH	18.06	-68.4
第一拖拉机	38 HK	4.45	601038 SH	11.89	-66.8
广汽集团	2238 HK	9.54	601238 SH	25.19	-66.4
中海集运	2866 HK	1.75	601866 SH	4.56	-65.9
东北电气	42 HK	3.14	000585 SZ	8.09	-65.6
中石化油服	1033 HK	1.56	600871 SH	4.00	-65.4
中船防务	317 HK	11.60	600685 SH	28.25	-63.6
兖州煤业	1171 HK	5.43	600188 SH	13.01	-63.0
山东新华制药	719 HK	5.89	000756 SZ	13.80	-62.1
洛阳钼业	3993 HK	1.88	603993 SH	4.16	-59.9
大连港	2880 HK	1.47	601880 SH	3.18	-59.0
南京熊猫电子	553 HK	7.17	600775 SH	14.82	-57.1
天津创业环保	1065 HK	4.34	600874 SH	8.95	-57.0
东方证券	3958 HK	8.25	600958 SH	16.49	-55.6
大唐发电	991 HK	2.05	601991 SH	3.98	-54.3
中国中冶	1618 HK	2.59	601618 SH	4.95	-53.6
中国远洋	1919 HK	3.03	601919 SH	5.77	-53.4
江西铜业	358 HK	11.36	600362 SH	20.92	-51.8
中国东方航空	670 HK	3.54	600115 SH	6.46	-51.4
中国交通建设	1800 HK	8.84	601800 SH	15.55	-49.5

资料来源：彭博、招银国际

*A 股代码后的最后 2 位英文字母 SZ 代表深圳买卖的 A 股、SH 代表上海买卖的 A 股。

H 股较 A 股溢价的股份

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 溢价 (%)
福耀玻璃	3606 HK	23.70	600660 SH	18.11	16.2
安徽海螺水泥	914 HK	22.20	600585 SH	17.88	10.2
潍柴动力	2338 HK	12.10	000338 SZ	9.97	7.7
中国平安	2318 HK	40.45	601318 SH	35.01	2.5
江苏宁沪高速公路	177 HK	10.24	600377 SH	9.00	1.0

资料来源：彭博、招银国际

*A 股代码后的最后 2 位英文字母 SZ 代表深圳买卖的 A 股、SH 代表上海买卖的 A 股。

附录：恒指及国指估值表

恒生指数估值表

恒生指数 (50间公司)	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率			市账率			股息率(%)		
				去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测
银行				31.0%								
汇丰控股	5	11.2%	61.10	11.5	14.0	12.8	0.82	0.91	0.91	6.5%	6.4%	6.0%
建设银行	939	7.3%	5.48	5.3	5.4	5.3	0.91	0.78	0.71	5.6%	5.6%	5.6%
工商银行	1398	4.6%	4.48	5.1	5.2	5.2	0.77	0.74	0.67	5.9%	5.7%	5.8%
中国银行	3988	3.7%	3.36	5.1	5.3	5.2	0.68	0.67	0.60	5.9%	5.7%	5.7%
恒生银行	11	1.5%	145.00	10.1	17.0	16.0	1.95	1.97	1.89	3.9%	4.0%	4.1%
中银香港	2388	1.4%	28.05	11.1	12.4	11.7	1.54	1.28	1.22	4.4%	6.3%	4.4%
交通银行	3328	0.7%	5.91	5.9	5.9	6.0	0.68	0.68	0.63	5.1%	4.9%	4.9%
东亚银行	23	0.6%	31.55	15.4	22.1	18.8	0.92	1.01	0.98	2.8%	2.5%	2.5%
电讯及资讯科技				19.0%								
腾讯控股	700	9.9%	195.40	57.0	37.5	28.8	11.76	10.57	8.01	0.2%	0.3%	0.4%
中国移动	941	7.2%	84.60	14.2	14.2	13.0	1.62	1.57	1.47	3.0%	3.1%	3.4%
中国联通	762	0.7%	9.07	18.3	56.3	25.4	0.80	0.83	0.80	2.1%	1.1%	1.7%
瑞声科技	2018	0.8%	73.85	25.9	20.9	16.8	4.81	5.72	4.60	1.6%	1.6%	1.9%
联想集团	992	0.5%	4.73	-52.9	9.9	9.2	2.26	1.93	1.66	5.6%	4.4%	3.9%
非银行金融				16.0%								
友邦保险	1299	7.8%	46.85	27.1	18.9	17.1	2.05	2.06	1.89	1.5%	1.7%	1.9%
香港交易所	388	3.2%	203.00	31.2	40.5	35.5	7.83	8.02	7.80	2.9%	2.2%	2.6%
中国平安	2318	2.9%	40.45	12.1	11.0	10.6	1.82	1.69	1.47	1.5%	1.5%	1.7%
中国人寿	2628	2.0%	19.96	14.4	23.8	18.0	1.50	1.55	1.45	2.4%	1.6%	1.9%
地产				10.4%								
新鸿基地产	16	1.8%	100.30	9.3	11.6	10.9	0.57	0.60	0.58	3.3%	3.9%	4.0%
长实地产	1113	1.9%	50.75	11.4	10.5	10.6	0.74	0.70	0.67	2.8%	3.3%	3.4%
领展房产基金	823	1.6%	52.85	7.2	24.3	22.4	0.93	0.91	0.89	3.9%	4.2%	4.5%
中国海外发展	688	1.2%	22.00	7.2	7.4	6.2	1.13	0.99	0.89	2.8%	3.5%	4.1%
恒基地产	12	0.6%	41.90	7.1	14.3	14.1	0.61	0.57	0.56	3.1%	3.5%	3.5%
九龙仓	4	0.9%	55.30	10.5	13.5	12.9	0.48	0.52	0.51	3.4%	3.7%	3.8%
华润置地	1109	0.7%	18.56	7.3	7.7	6.5	1.12	0.98	0.87	3.1%	3.6%	4.2%
新世界发展	17	0.7%	8.80	4.3	11.8	10.9	0.46	0.46	0.39	4.8%	5.0%	5.0%
恒隆地产	101	0.5%	17.00	15.0	15.0	15.4	0.60	0.59	0.59	4.4%	4.4%	4.4%
信和置业	83	0.5%	11.24	7.4	12.7	13.0	0.57	0.55	0.54	4.4%	4.6%	4.6%
能源				6.8%								
中国海洋石油	883	2.4%	9.77	19.1	-269.1	15.3	0.97	1.05	1.02	4.8%	2.7%	3.5%
中国石化	386	1.9%	5.28	17.5	15.0	12.1	0.80	0.80	0.77	3.2%	3.5%	4.3%
中国石油	857	1.5%	5.18	23.7	85.6	19.7	0.69	0.71	0.69	1.9%	0.9%	2.4%
中国神华	1088	0.7%	15.80	15.8	11.9	10.8	0.90	0.89	0.85	2.3%	3.2%	3.5%
昆仑能源	135	0.2%	5.60	330.0	9.5	9.5	0.92	0.88	0.83	1.1%	2.2%	2.6%
综合类				5.0%								
长和	1	3.5%	94.90	3.1	11.8	10.4	0.93	0.84	0.79	2.7%	2.9%	3.2%
中信股份	267	0.9%	11.68	7.9	7.7	7.6	0.71	0.66	0.62	2.6%	2.6%	2.9%
太古	19	0.5%	77.50	8.3	13.2	12.3	0.49	0.52	0.52	5.0%	4.3%	4.4%
公用				5.8%								
中电控股	2	1.9%	73.70	11.7	15.4	14.7	1.95	1.86	1.77	3.7%	3.8%	3.9%
香港中华煤气	3	1.5%	14.54	24.9	24.7	24.1	3.50	3.13	2.99	2.2%	2.4%	2.6%
电能实业	6	1.4%	72.70	20.1	20.5	20.4	1.29	1.26	1.25	3.7%	3.7%	3.8%
长江基建	1038	0.6%	64.30	14.6	16.1	16.4	1.71	1.45	1.40	3.3%	3.6%	3.7%
华润电力	836	0.3%	12.84	5.9	6.6	7.4	0.87	0.80	0.77	6.6%	6.3%	6.2%
消费品				2.3%								
恒安国际	1044	0.6%	59.30	17.8	17.6	16.7	3.83	4.02	3.68	3.5%	3.6%	3.8%
百丽	1880	0.4%	4.39	11.2	9.4	9.8	1.26	1.22	1.16	5.6%	6.6%	6.4%
中国旺旺	151	0.5%	4.82	99.9	15.4	15.4	4.27	0.59	0.51	3.0%	21.7%	22.5%
蒙牛乳业	2319	0.6%	15.08	22.2	22.7	18.9	2.29	2.19	2.01	1.0%	1.1%	1.3%
利丰	494	0.3%	3.49	8.4	12.6	12.0	1.51	1.34	1.32	8.0%	7.3%	7.3%
赌业				2.4%								
金沙中国	1928	1.2%	36.95	26.3	28.9	25.4	6.58	7.43	8.14	5.4%	5.3%	5.2%
银河娱乐	27	1.2%	35.95	36.9	27.1	26.8	3.73	3.40	3.15	0.0%	1.1%	1.2%
运输				1.3%								
港铁	66	0.8%	39.15	17.8	25.2	23.6	1.35	1.43	1.52	2.7%	8.4%	8.4%
招商局港口	144	0.4%	19.42	10.6	11.9	10.7	0.74	0.78	0.77	4.0%	3.6%	3.9%
国泰航空	293	0.2%	10.52	6.9	31.7	34.4	0.86	0.84	0.82	5.0%	1.2%	1.6%

资料来源: 彭博、招银国际

恒生国企指数估值表

恒生国企指数 (40间公司)	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率			市账率			孳息率(%)		
				去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测
银行				41.0%								
建设银行	939	9.7%	5.48	5.3	5.4	5.3	0.76	0.78	0.70	5.6%	5.6%	5.6%
工商银行	1398	9.2%	4.48	5.5	5.6	5.6	0.76	0.74	0.67	5.9%	5.7%	5.8%
中国银行	3988	10.0%	3.36	5.6	5.8	5.7	0.63	0.67	0.60	5.9%	5.7%	5.7%
招商银行	3968	2.9%	18.16	7.8	7.5	7.0	1.07	1.00	0.90	4.3%	4.3%	4.7%
农业银行	1288	3.1%	3.12	5.6	5.7	5.8	0.74	0.70	0.64	6.0%	5.8%	5.8%
民生银行	1988	2.2%	8.67	7.1	7.0	6.9	0.88	0.83	0.74	3.1%	3.1%	3.2%
交通银行	3328	2.1%	5.91	6.1	6.2	6.3	0.70	0.68	0.63	5.1%	4.9%	4.9%
中信银行	998	1.8%	4.82	6.8	6.7	6.5	0.61	0.60	0.55	5.0%	5.0%	5.0%
非银行金融				29.2%								
中国平安	2318	8.6%	40.45	11.9	10.8	10.4	1.73	1.69	1.47	1.5%	1.5%	1.7%
中国人寿	2628	6.1%	19.96	17.6	28.9	21.9	1.65	1.55	1.45	2.4%	1.6%	1.9%
中国太保	2601	2.7%	28.20	14.6	20.4	18.5	1.79	1.66	1.54	4.0%	2.6%	2.6%
中国财险	2328	2.3%	11.98	7.2	8.7	7.8	1.41	1.30	1.14	2.9%	3.0%	3.1%
海通证券	6837	1.6%	14.22	11.3	19.6	16.1	1.38	1.28	1.19	3.6%	2.1%	2.6%
中信证券	6030	1.5%	17.44	10.3	18.4	14.5	1.34	1.29	1.21	3.2%	1.8%	2.4%
华泰证券	6886	1.1%	16.96	12.8	20.2	15.3	1.31	1.28	1.19	3.3%	2.0%	2.7%
广发证券	1776	1.2%	17.50	10.4	16.8	13.9	1.61	1.47	1.36	5.2%	2.3%	2.6%
中国银河	6881	1.1%	7.64	6.6	13.8	11.7	1.18	1.09	1.02	4.8%	2.1%	2.5%
中国人民保险	1339	0.9%	3.04	5.9	8.5	7.5	0.95	0.91	0.81	0.8%	0.6%	0.6%
中国信达	1359	1.0%	2.70	6.2	5.7	5.1	0.83	0.77	0.70	4.8%	5.2%	5.6%
新华保险	1336	1.1%	35.55	14.5	20.2	16.4	1.65	1.57	1.41	0.9%	0.7%	0.9%
能源				12.7%								
中国石化	386	5.5%	5.28	18.3	15.7	12.6	0.82	0.80	0.77	3.2%	3.5%	4.3%
中国石油	857	4.5%	5.18	36.5	131.8	30.3	0.71	0.71	0.69	1.9%	0.9%	2.4%
中国神华	1088	2.2%	15.80	18.5	13.9	12.7	0.90	0.89	0.85	2.3%	3.2%	3.5%
中海油服	2883	0.5%	7.28	45.4	-6.3	-723.5	0.81	0.82	0.83	1.1%	0.4%	0.3%
消费品				5.1%								
国药控股	1099	1.7%	35.55	23.2	18.9	16.7	2.79	2.50	2.20	1.3%	1.6%	1.8%
长城汽车	2333	0.9%	6.97	10.3	9.0	8.9	1.29	1.28	1.12	4.4%	5.0%	5.1%
东风集团	489	0.9%	7.84	5.2	4.9	4.8	0.67	0.62	0.55	2.9%	3.1%	3.2%
比亚迪	1211	1.2%	45.80	48.7	28.5	23.1	2.37	2.15	2.00	0.0%	1.3%	1.3%
青岛啤酒	168	0.4%	30.55	22.9	26.2	26.5	2.14	2.07	1.95	1.4%	1.3%	1.4%
公用				2.5%								
中广核电力	1816	0.9%	2.24	13.7	12.2	11.3	1.60	1.44	1.31	2.1%	2.4%	2.7%
华能国际	902	0.8%	4.64	6.9	9.6	11.5	0.74	0.72	0.69	11.4%	8.0%	6.4%
龙源电力	916	0.7%	5.72	14.2	11.3	9.3	1.11	1.02	0.93	1.4%	1.7%	2.1%
电讯				2.1%								
中国电信	728	2.1%	3.65	13.1	13.6	12.0	0.85	0.83	0.79	2.5%	2.7%	3.0%
地产建筑				5.0%								
中国交建	1800	1.6%	8.84	13.7	12.6	11.4	0.85	0.81	0.74	2.4%	2.8%	3.1%
中国中铁	390	1.1%	6.57	16.0	15.1	13.8	1.10	0.97	0.89	1.5%	1.6%	1.7%
海螺水泥	914	1.1%	22.20	12.9	11.6	10.6	1.47	1.35	1.24	2.2%	2.5%	2.8%
万科	2202	1.2%	21.95	16.3	14.1	11.8	2.14	1.92	1.70	3.7%	4.2%	5.0%
工业				0.8%								
中国中车	1766	1.2%	6.97	22.0	21.7	19.7	1.73	1.57	1.42	2.4%	2.1%	2.2%
中车时代电气	3898	0.8%	37.80	13.3	13.4	12.1	2.79	2.47	2.12	1.3%	1.6%	1.8%
运输				0.4%								
中国国航	753	0.4%	5.05	12.1	10.0	11.4	0.93	0.86	0.78	2.4%	2.7%	2.4%

资料来源: 彭博、招银国际

研究部成員

文干森	中國房地產行業 3900 0853, samsonman@cmbi.com.hk
蘇沛丰	策略師 3900 0857, danielso@cmbi.com.hk
丁文捷	經濟師，保險行業 3900 0856, dingwenjie@cmbi.com.hk
黃程宇	保險行業 3761 8773, huangchengyu@cmbi.com.hk
張淳鑫	銀行及證券行業 3900 0836, zhangchunxin@cmbi.com.hk
隋曉萌	銀行及證券行業 3761 8775, suixiaomeng@cmbi.com.hk
蔡浩	TMT 行業 3761 8776, simontsoi@cmbi.com.hk
黃群	TMT 行業 3900 0889, sophiehuang@cmbi.com.hk
吳永泰	醫藥行業 3761 8780, cyrusng@cmbi.com.hk
梁甫茵	汽車機械行業 3900 0826, fionaliang@cmbi.com.hk
蕭小川	新能源行業 3900 0849, robinxiao@cmbi.com.hk

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。