

2016 年 11 月 21 日

 **招銀國際**
CMB INTERNATIONAL

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



2017 雲鵲飛舞 恒指可見 25800

招銀國際年度策略報告

招財
日報



睿智
投資

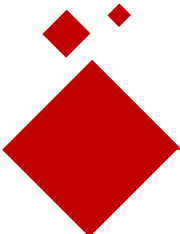
市場
策略



宏觀
經濟

目錄

宏觀與策略.....	2
2016 年市場回顧.....	3
2017 年中國經濟展望 蓄勢待發，穩中求進.....	7
2017 年市場展望及投資策略.....	15
行業分析.....	24
TMT 板塊 優於大市.....	25
中國銀行板塊 同步大市.....	43
中國保險板塊 優於大市.....	56
中國證券板塊 優於大市.....	66
中國房地產板塊 同步大市.....	80
中國汽車板塊 同步大市.....	89
中國醫藥板塊 優於大市.....	98
中國新能源板塊 同步大市.....	104
行業首選股份.....	112
附錄：大差價 A/H 股.....	140
附錄：恒指及國指估值表.....	142



宏觀與策略



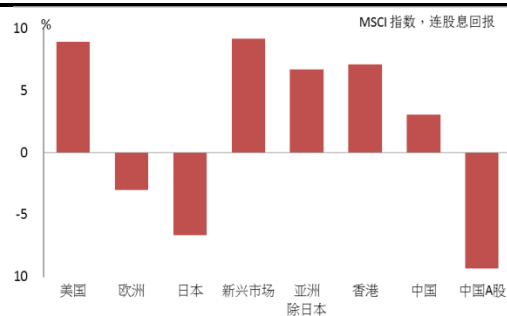
2016 年市場回顧

美國及新興股市造好，A 股獨憔悴

今年以來，環球股市相當波動，年初人民幣急速貶值，拖累中、港股市，但商品價格反彈，帶動巴西、俄羅斯等新興市場造好，一洗近年頹風。6 月底市場出現第一隻“黑天鵝”——英國公投脫歐，是市場一大轉捩點。投資者憧憬環球央行加碼放寬貨幣政策，股市普造上揚，美國、德國、英國等成熟市場均創新高，港股亦由低位反彈逾兩成。11 月初，第二隻“黑天鵝”出現——特朗普當選美國總統，美國通脹及加息預期升溫，美元、美國債息上升，新興市場反而受壓。

綜觀全年，美股於成熟市場之中一枝獨支，新興市場亦表現不俗，但中國 A 股逆市下挫（圖 1）。A 股跑輸港股，加上第三季有較多內地資金通過「港股通」南下，AH 股差價由年初逾 40%，一度收窄至 20% 以下（圖 2）。

圖 1：環球主要股市 2016 年初至今表現



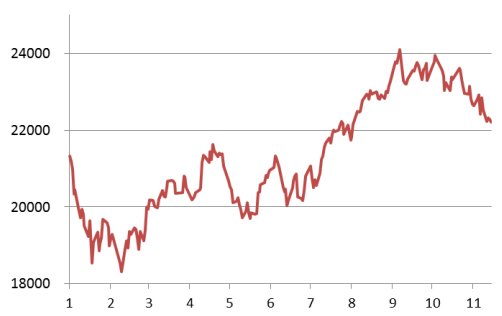
資料來源：彭博，招銀國際

圖 2：恒生 AH 股溢價指數



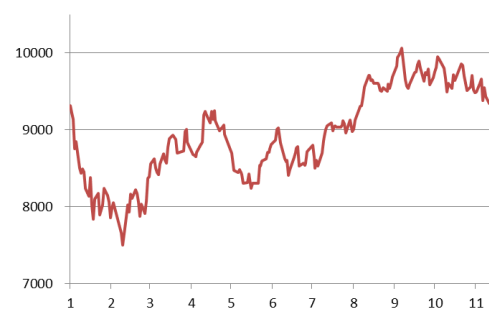
資料來源：彭博，招銀國際

圖 3：恒生指數 2016 年初至今走勢



資料來源：彭博，招銀國際

圖 4：恒生國企指數 2016 年初至今走勢



資料來源：彭博，招銀國際

美元強勢，商品回歸

匯市今年亦十分波動，上半年美元偏軟。歐洲及日本央行進一步放寬貨幣政策，推行負利率，但歐元及日圓匯價不跌反升，因市場對負利率成效存疑。但 6 月英國公投後，英鎊匯價急挫，歐元亦轉弱，美國聯儲局則極大機會於 12 月加息，造就美元強勢（圖 5）。人民幣匯價亦持續貶值，今年兌美元累貶約 5%，於第四季尤其貶得急。

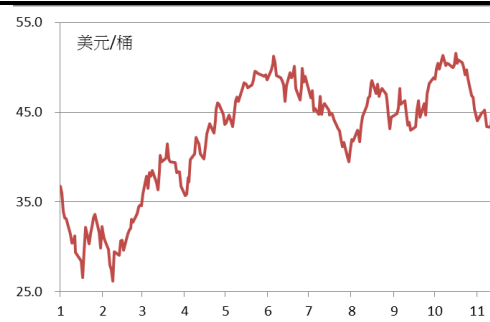
商品價格經歷去年大跌後，今年大幅反彈，油價年初曾跌穿 30 美元一桶，其後反彈七成（圖 6）。特朗普當選總統，市場憧憬他明年 1 月上任後將推出大規模基建計劃，基本金屬價格上漲。中國的「供給側改革」有助舒緩部份行業的產能過剩問題，煤炭等資源價格亦回升。

圖 5：美元指數 2016 年初至今走勢



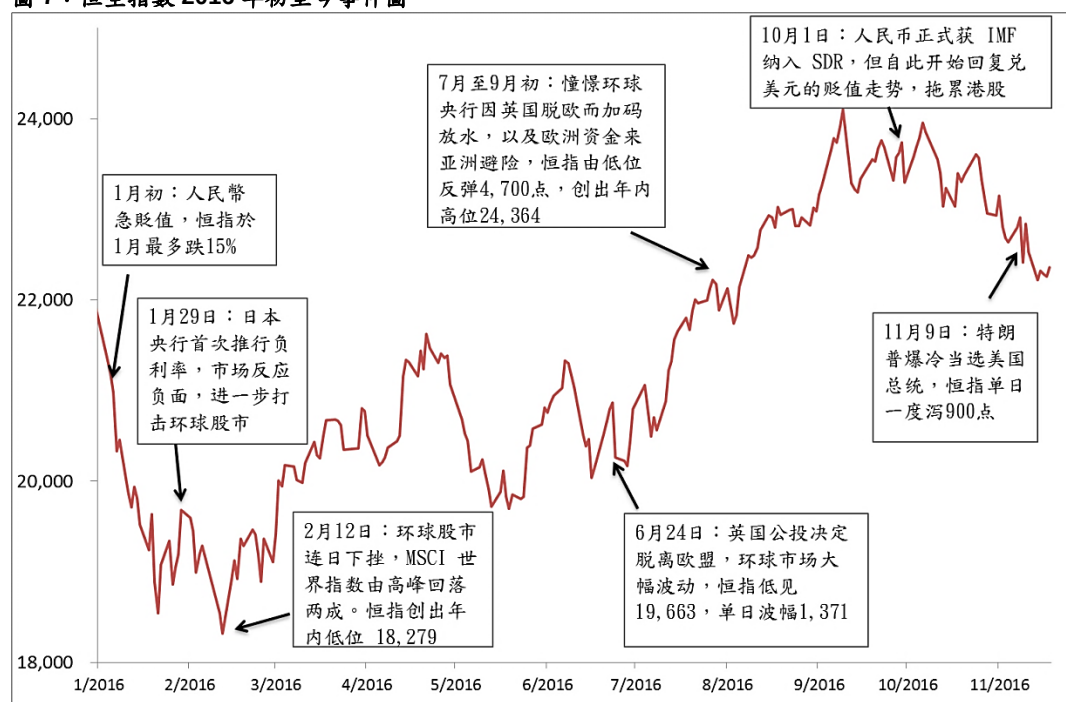
資料來源：彭博，招銀國際

圖 6：紐約油價 2016 年初至今走勢



資料來源：彭博，招銀國際

圖 7：恒生指數 2016 年初至今事件圖



資料來源：彭博、招銀國際

成份股表現 — 醜股大翻身，銀娛神華領漲

恒生指數 50 只成份股之中，去年大跌的銀河娛樂（27 HK），今年大翻身，升逾四成，冠絕藍籌股，因澳門博彩業收入見底。同業金沙中國（1928 HK）升幅排第三。排第二是今年 8 月被獲納入恒指的瑞聲科技（2018 HK）。表現最差的是聯想集團（992 HK），因手機業務受行業競爭激烈打擊。

國企指數成份股方面，同樣出現醜股大翻身，去年最差的中國神華（1088 HK），今年升逾三成，拋離其他成份股，受惠供給側改革及煤價反彈。其餘成份股升幅均不過兩成。反而弱勢股頗多，跌幅逾兩成者達八隻，最差是電力股華能國際（902 HK），因成本隨煤價上升。保險股亦普遍下跌。

圖 8：2016 年初至今恒指最強及最弱 10 股

恒指表現最強 10 股	股價變動 (%)
銀河娛樂（27 HK）	42.9
瑞聲科技（2018 HK）	42.5
金沙中國（1928 HK）	36.9
中國神華（1088 HK）	33.0
九龍倉（4 HK）	27.8
騰訊（700 HK）	27.7
中國海洋石油（883 HK）	20.0
蒙牛乳業（2319 HK）	18.5
中銀香港（2388 HK）	17.9
新世界發展（17 HK）	15.0

恒指表現最弱 10 股	股價變動 (%)
聯想集團（992 HK）	-40.0
利豐（494 HK）	-36.4
百麗（1880 HK）	-25.1
國泰航空（293 HK）	-21.6
招商局港口（144 HK）	-20.7
中國人壽（2628 HK）	-20.5
中國海外發展（688 HK）	-19.3
昆侖能源（135 HK）	-19.1
華潤置地（1109 HK）	-18.8
中國旺旺（151 HK）	-16.8

資料來源：彭博

圖 9：2016 年初至今國指最強及最弱 10 股

國指表現最強 10 股	股價變動 (%)
中國神華（1088 HK）	33.0
民生銀行（1988 HK）	14.1
中國中鐵（390 HK）	13.2
中國石化（386 HK）	12.6
國藥控股（1099 HK）	12.1
中國交建（1800 HK）	11.9
新華保險（1336 HK）	8.8
中國銀河（6881 HK）	8.3
中海油服（2883 HK）	7.6
交通銀行（3328 HK）	7.3

國指表現最弱 10 股	股價變動 (%)
華能國際（902 HK）	-31.1
中國中車（1766 HK）	-28.0
東風集團（489 HK）	-24.7
長城汽車（2333 HK）	-24.7
中國財險（2328 HK）	-23.0
中廣核電力（1816 HK）	-22.4
中國人壽（2628 HK）	-20.5
中國人保（1339 HK）	-20.0
中國國航（753 HK）	-17.3
中車時代（3898 HK）	-16.1

資料來源：彭博

模擬投資組合

招銀國際證券於 2014 年 1 月 13 日成立模擬港股投資組合。每個交易日收市後，上載至招銀國際公司網頁，客戶登入帳戶便可參閱。

模擬組合的選股準則，結合基本分析及技術分析，股份分為“中長線”及“短線”部分：

“中長線”部份為核心持股，佔模擬投資組合較大比重（50%至 70%），主要投資基本因素良好及/或估值偏低之股票。預期買賣頻率較低。

“短線”部份佔模擬投資組合的比重較小（0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

模擬組合進行每宗買賣前，會於前一個交易日收市後預告，讓客戶可預先參考。如有需要，組合亦會列出個別持股之目標價及止蝕價。

圖 10：模擬港股投資組合

	股份	代号	行业	本年度 預測市盈率	下年度 預測市盈率	股息率 (%)	买入价 (港元)	收市价 (港元)	总回報 (連股息)	占组合比重
中長線 (38.1%)	深圳国际	152	物流	11.7	11.0	4.3	8.21	11.62	53.2%	7.2%
	騰訊	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%
短線 (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	内險	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	保險	19.1	17.0	1.6	47.00	46.85	-0.3%	6.9%
現金 (12.2%)										12.2%
组合整体回報 (由2014年1月13日成立起計)									6.2%	
组合整体回報 (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，由成立日起計，模擬組合回報 +6.2%，同期恒生指數 -2.2%，國企指數 -8.0%。2016 年初至今，模擬組合回報 +0.3%，同期恒生指數 +2.0%，國企指數 -3.2%。

2017 年中國經濟展望 蓄勢待發，穩中求進

宏觀經濟師：丁文捷, Ph.D. dingwenjie@cmbi.com.hk

經濟增速恐放緩至 6.5%

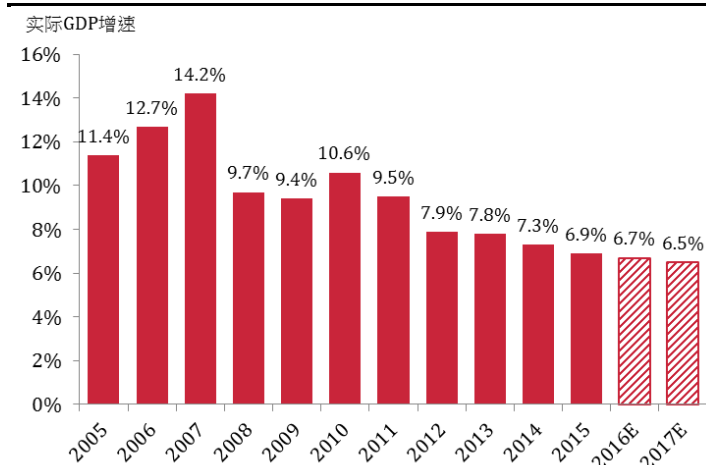
2016 年即將進入尾聲，這一年中全球經濟和政治局勢風雲變幻，“黑天鵝”事件層出不窮，中國經濟自身也面臨供給側結構性改革的種種挑戰。在如此複雜的局面下，中國經濟在前三個季度均實現了 6.7% 的增長，且經濟結構發生著積極的變化，質量效益穩步提高，可謂在平穩的主基調下孕育著蛻變。

展望 2017 年，全球經濟和政治仍面臨著巨大的不確定性。美國大選後各項政策可能發生改變甚至轉向，歐洲政治局勢動盪，英國或啟動脫歐進程；貨幣政策方面，美聯儲加息、歐洲量化寬鬆到期等因素可能掀起新一輪對全球流動性收緊的擔憂。而中國自身在未來較長時間內將處於轉型升級的過程中，供給側結構性改革任重道遠，需求不振和產能過剩等矛盾依然突出，近期熱點城市房地產政策全面收緊使得 2017 年經濟下行壓力增大，經濟穩定運行的基礎並不牢固，難以輕言“拐點”。

雖然消費的貢獻率逐年提升，但中國經濟在短期內難以改變穩增長依賴投資的局面。我們預計投資放緩將是 2017 年中國經濟面臨的最大風險之一。2016 年支撐經濟增長的幾個重要因素，如房地產和汽車銷售的高增長預計在 2017 年難以為繼。貨幣政策趨於謹慎，將更注重降杠杆、去資產泡沫，可能會使房地產等行業面臨流動性收緊的風險。此外，中國出口行業可能將面對來自歐盟和美國貿易保護主義者更多的挑戰。人民幣貶值壓力仍較大，匯率環境不穩定、投資者信心下降亦將是未來中國經濟面對的風險之一。

我們預計 2017 年中國經濟仍將砥礪前行，穩中求進，實際 GDP 增速恐進一步放緩至 6.5%。

圖 11：預計 2017 年實際 GDP 同比增速進一步放緩至 6.5%



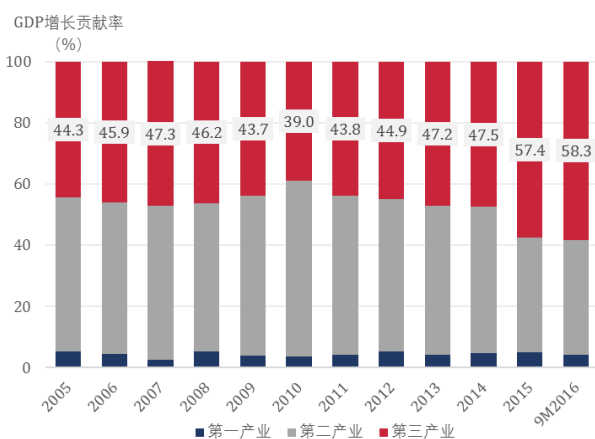
資料來源：國家統計局，招銀國際預測

經濟結構不斷改善

服務業較快發展對經濟穩定發揮重要作用。2016 年前三季度，第三產業增加值同比分別增長 7.6%、7.5% 和 7.6%，高於同期第二產業增加值增速 5.9%、6.3% 和 6.1% 以及第一產業增加值增速 2.9%、3.1% 和 4.0%。前三季度，第一、二、三產業對經濟增長的貢獻率分別為 4.1%、37.4% 和 58.5%。第三產業在保持自身平穩較快增長的同時，對經濟增長的貢獻率逐年穩步提升，並於近年來穩定在 60% 左右。預計未來幾年，服務業仍將保持平穩的發展勢頭，為穩定經濟增長發揮重要作用。

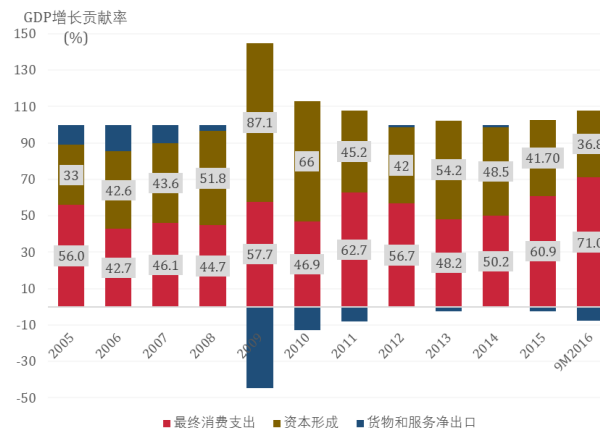
消費是促進經濟增長的主要動力。從三大需求驅動因素來看，2016 年前三季度，消費對經濟增長的貢獻率達到 71%，比 2015 年提高 10.1 個百分點；資本形成和淨出口對經濟增長的貢獻率分別為 36.8% 和 -7.8%。消費已經成為經濟增長最主要的貢獻力量。同時，消費對經濟增長貢獻的提升也有助於改善經濟結構，進一步提高經濟增長的穩定性。預計 2017 年“三駕馬車”將延續消費穩中有進、投資緩中趨穩、進出口繼續承壓的變化趨勢。

圖 12：第三產業對 GDP 增長的貢獻率逐年提升



資料來源：萬得數據，招銀國際

圖 13：消費對 GDP 增長的貢獻率逐步提升



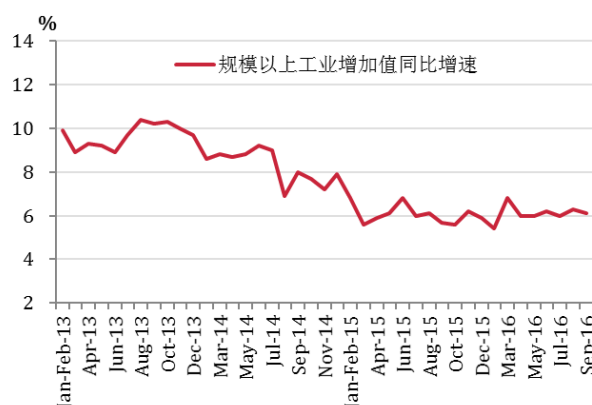
資料來源：萬得數據，招銀國際

工業築底企穩，活力提升

工業築底企穩跡象不斷顯現。自 2016 年 3 月份以來，工業增速保持在 6.0% 以上小幅波動，趨於穩定，工業用電量、貨運量有所回暖。前三季度，全國工業用電量同比增長 2.0%，增速較上半年和一季度分別加快 1.5 和 1.8 個百分點。製造業採購經理人指數（PMI）自 8 月起重回 50 榮枯線以上，已連續 3 個月持續回升。在國內去產能、去庫存的政策作用下，工業產品供需矛盾有所緩解，工業品價格回升明顯。自二季度以來，PPI 降幅持續收窄，9 月份同比由負轉正，終止了 54 個月連跌的態勢。

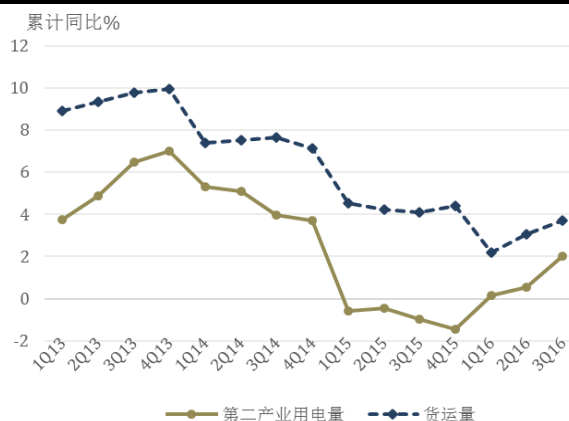
但工業整體回升任重道遠。雖然工業領域積極因素增多，但也不難發現工業增速的趨穩亦受到去年底基數效應和大宗商品價格回升的助推，其回彈的基礎仍比較薄弱，缺乏持久的動力。國際和國內市場總體需求仍較為疲軟，“三去一降一補”需要較長的過程，傳統產業轉型升級仍面臨艱巨的挑戰，未來應當警惕因暫時回暖出現過度生產、過度投資、結構性改革出現倒退的現象。此外，我們也觀察到，在本輪工業企穩的過程中，很多中小企業尚未擺脫困境，PMI 中小企業分項指數持續位於 50 榮枯線以下（儘管整體 PMI 指數逐月上升）。據此，我們預計 2017 年工業將呈現持續企穩、小幅波動的態勢，全年規模以上工業增加值同比增速預計為 6.2%。

圖 14：2016 年 3 月以來工業增速保持在 6.0% 以上小幅波動



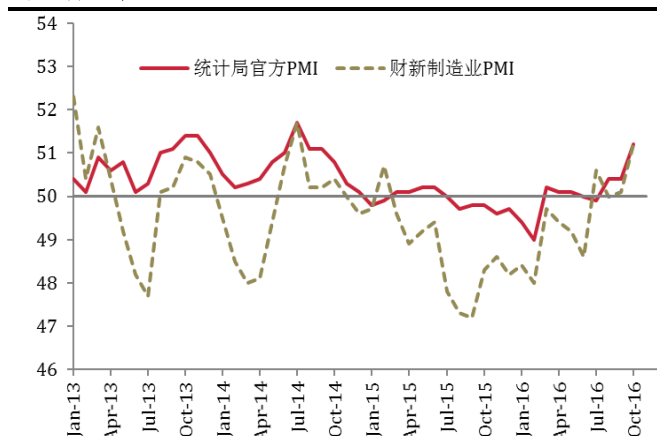
資料來源：國家統計局，招銀國際

圖 15：第二產業用電量、貨運量增速有所回升



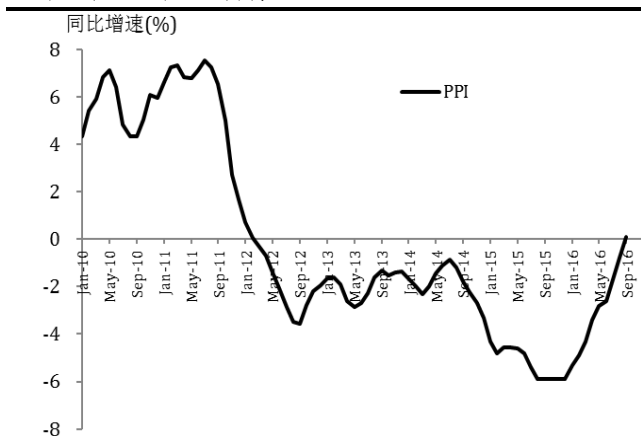
資料來源：萬得數據，招銀國際

圖 16：統計局製造業 PMI 指數自 2016 年 8 月起連續回升



資料來源：國家統計局，Markit，招銀國際

圖 17：工業品價格回升帶動工業企穩——2016 年以來 PPI 跌幅逐月收窄，9 月份由負轉正



資料來源：國家統計局，招銀國際

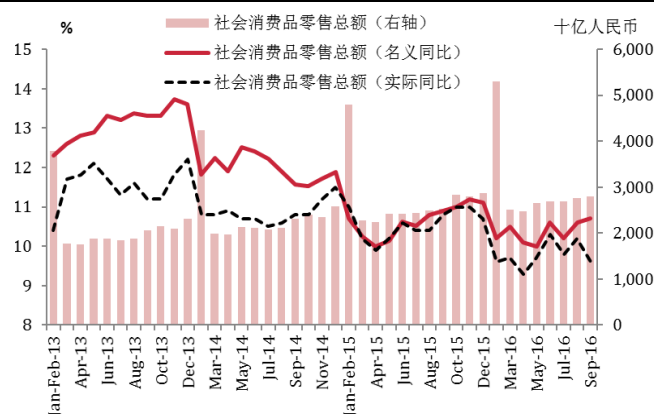
消費望穩中有進

2016 年消費呈穩中有升的變化態勢。前三季度，社會消費品零售總額同比增長 10.4%，較去年同期下降 0.1 個百分點，但比上半年加快 0.1 個百分點，其中 8 月和 9 月當月同比增速分別達到 10.6% 和 10.7%。汽車和住房類相關商品銷售形勢較好是帶動三季度消費回升的重要因素之一。受到消費升級、購置稅優惠政策即將到期等因素帶動，前三季度限額以上單位類汽車零售額同比增長 9.1%，較上年同期加快 1.4 個百分點，拉動整體消費品零售總額同比增速約 1 個百分點。2016 年前三季度商品房銷售面積按年增長 26.9%，帶動了居住類商品的消費。限額以上家具、建築及裝潢材料類商品同比增速分別達到 13.9% 和 15.4%，拉動整體消費增速約 0.25 個百分點。

2017 年消費增速恐承壓。（1）房地產銷售放緩影響居住類商品消費，例如家具、家用電器、建築及裝潢材料等；（2）若房地產調控政策導致部分城市房價下降、購房者財產縮水，在短期內可能通過財富效應抑制家庭消費傾向；（3）由於汽車購置稅減半優惠政策將於 2016 年底到期，明年汽車類銷售可能會出現一定下滑，對整體消費品零售額增長的拉動效果可能明顯減弱；（4）收入增速放緩可能拖累消費。從失業率數據看，中國就業情況保持穩定：9 月份 31 個大中城市城鎮調查失業率自 2013 年 6 月以來首次低於 5.0%，全國城鎮新增就業 1067 萬人，提前一個季度完成全年新增就業目標。然而自 2016 年以來，城鎮居民實際可支配收入同比增速連續三個季度低於 GDP 增速。收入增速放緩在未來可能會對居民消費造成不利的影響。

穩中有進的“進”主要體現為消費升級和新業態的蓬勃發展。（1）隨著移動支付、網絡平臺的不斷發展，網絡消費維持快速增長，其在整體消費中的比重也不斷提升。前三季度全國網上零售額同比增長 26.1%，其中實物網上零售額增長 25.1%，在社會消費品零售總額中佔比為 11.7%，比 2015 年提高 0.9 個百分點，增速高於社會消費品零售總額增速 14.7 個百分點，拉動後者增速約 2.9 個百分點。（2）近年來，五大“幸福產業”——旅遊、文化、體育、健康、養老的相關消費不斷增加，代表著消費升級過程中的新增長點，2016 年前三季度五大幸福產業的營業收入均實現同比兩位數增長。

圖 18：2016 年前三季度社會消費品零售總額呈穩中有升的變化態勢；前三季度累計同比增長 10.4%



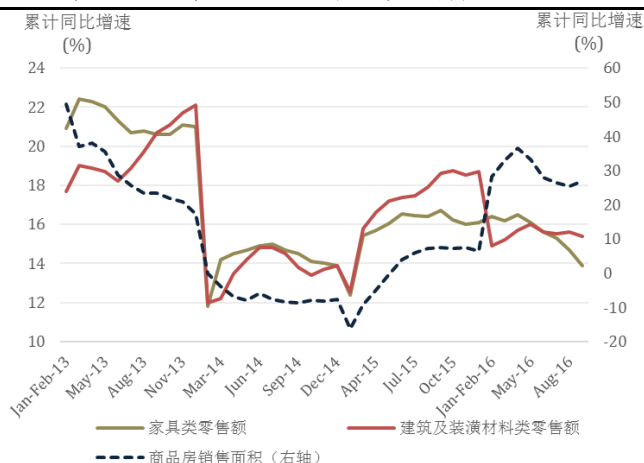
資料來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際

圖 19：2016 年前三季度汽車銷售額同比增長 9.1%，對社會消費品零售總額增速貢獻率近 10%



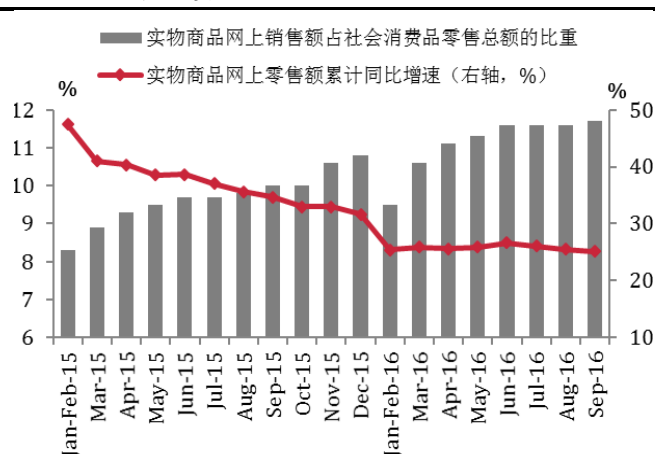
資料來源：萬得數據，招銀國際

圖 20：房地產銷售降溫可能將拖累住房類消費



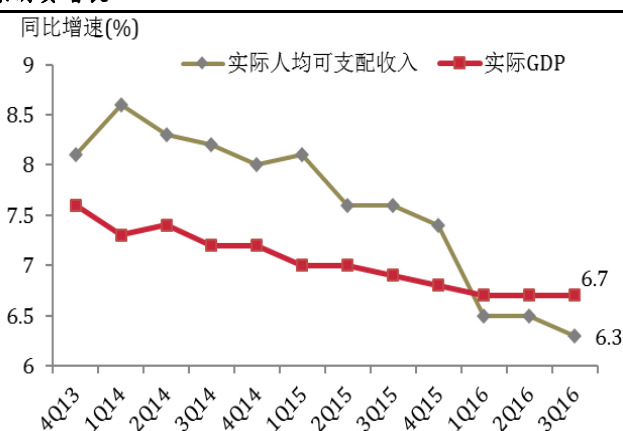
資料來源：國家統計局，招銀國際

圖 21：網上零售蓬勃發展



資料來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際

圖 22：人均可支配收入增速連續三個季度低於 GDP 增速，恐拖累消費增長



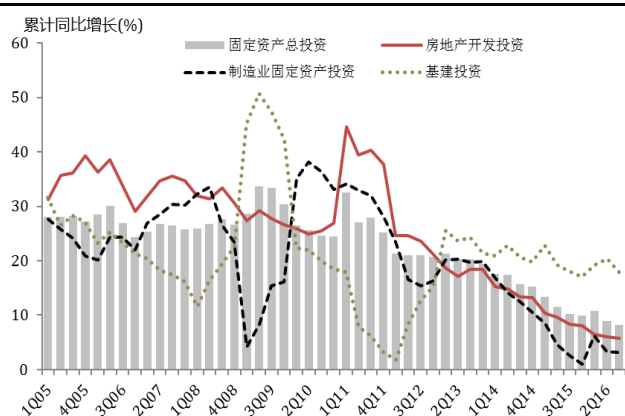
資料來源：國家統計局，招銀國際

投資增速恐緩中趨降

2016 年投資增速放緩，9 月份有企穩跡象。2016 年前三季度全國城鎮完成固定資產投資 42.69 萬億元，同比增長 8.2%，增速較去年同期回落 2.1 個百分點，但 9 月當月投資增長 9%，連續兩月出現當月增速回升。民間投資增速今年遭遇“滑鐵盧”，前三季度民間投資同比增速僅為 2.5%，比去年同期下滑 7.9 個百分點，但 9 月份當月同比增長 4.5%，結束了自去年以來持續回落的走勢。

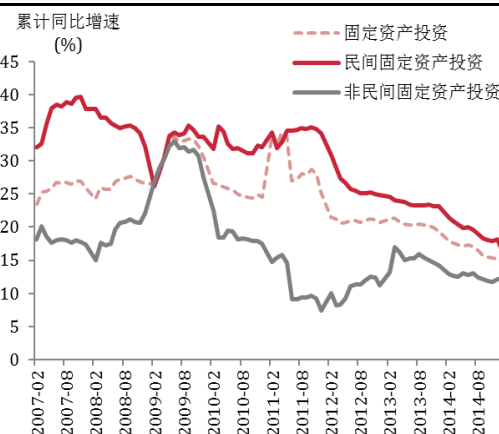
穩投資靠基建。從固定資產投資的各項構成來看，基建投資仍是穩投資的關鍵。我們預計 2017 年仍將延續穩增長靠投資、穩投資靠基建的發展趨勢。製造業固定資產投資預計將繼續築底企穩，而房地產投資增速恐受調控政策影響出現明顯降溫。

圖 23：按類別固定資產投資增速



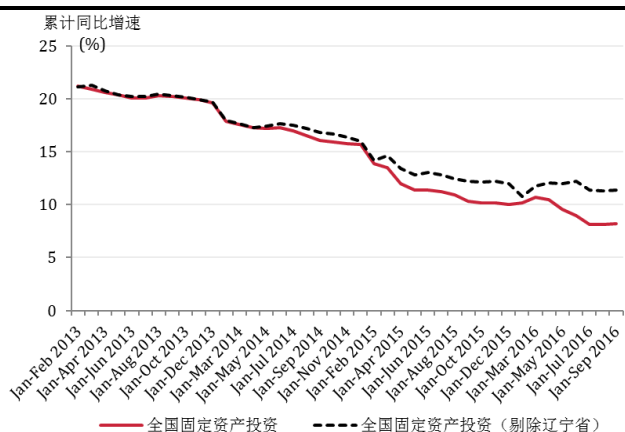
資料來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際

圖 24：民間投資增速遭遇“滑鐵盧”



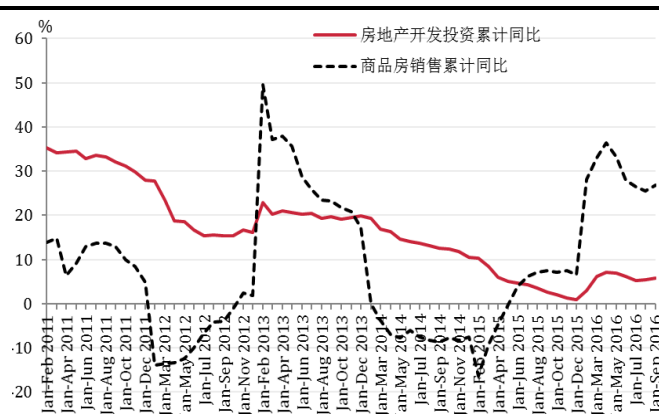
資料來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際

圖 25：剔除遼寧省數據後，全國固定資產投資尚能維持兩位數同比增速



資料來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際

圖 26：隨著調控政策陸續推出，房地產投資和銷售增速可能出現顯著下降



資料來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際

未來有一定的積極因素穩投資。（1）2016 年固定資產投資增速下滑，除去基本面因素，亦受到遼寧投資數據“擠水分”效應的拖累。前三季度遼寧省固定資產投資同比削減 63.5%，剔除遼寧省數據後，全國固定資產投資增速尚能維持在 10% 以上。考慮到數據修正的時點和 2016 年的低基數，我們認為遼寧對全國投資數據造成的負面影響從 2016 年四季度開始會逐漸減弱，明年的投資數據將更貼近實際情況；（2）我們認為前期穩增長、穩投資的措施正在逐漸體現出效果。比如上半年國務院開展民間投資專項督查，梳理民間投資中存在的問題，對於促進政策落地速度，激發民間投資活力，提振民間投資信心都有著積極的作用；（3）我們認為 2017 年財政政策繼續加碼，專項建設基金繼續推進、PPP 合作模式進一步落地，將為基建投資的增長提供較為持續的動力。

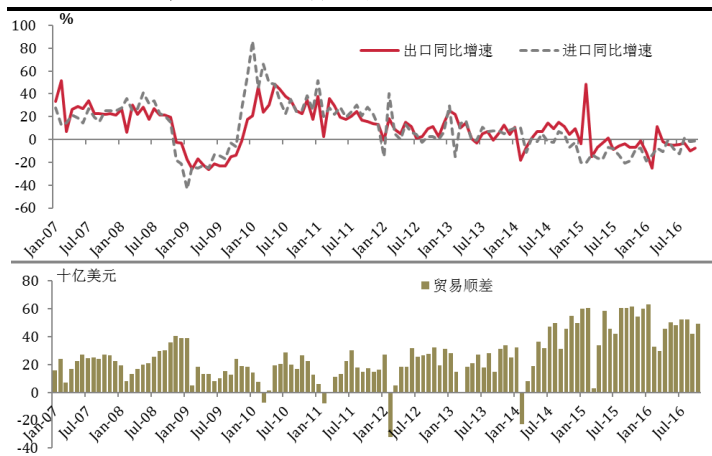
恐受到房地產調控政策的負面影響。2016 年十一黃金周期間，包括北京、上海、南京、廈門、杭州、深圳、蘇州等 18 個一二線城市出臺了房地產調控政策，大幅提高限購或限貸標準，並提高首付比例。統計局隨後公佈的數據顯示，調控後出現量價降溫——有 15 個一線和熱點二線城市新建商品住宅價格在 10 月上半月的環比漲幅較 9 月份有所下降；多數城市 10 月上半月的網簽成交量比 9 月下半月明顯下降。調控政策還陸續擴展到土地市場和信貸市場。隨著房地產銷售降溫、開發商融資渠道收緊，我們預計明年房地產投資增速將出現明顯下滑。

綜上，我們預計 2017 年投資增速將緩中趨降，城鎮固定資產投資同比增速預計為 7.5%。

進出口繼續承壓

在全球經濟復蘇緩慢、需求萎靡、貿易衰退的大背景下，中國的出口恐繼續承壓。此外，國際經濟和政治不確定性較大，英國脫歐公投、特朗普當選新一屆美國總統後，歐盟和美國對於中國出口產品的政策可能更為嚴苛，對中國的出口形勢產生不利影響。我們預計 2017 年出口仍呈同比下降態勢，降幅為 4.5%。儘管國際大宗商品價格有回升跡象，但國內經濟深度調整、需求有限，我們預計 2017 年進口同比下降 2.0%，降幅較 2016 年收窄。

圖 27：2017 年進出口恐繼續下滑



資料來源：海關總署，招銀國際

人民幣有貶值壓力，但空間有限

2016 年至今人民幣兌美元貶值約 4.3%。人民幣兌美元大致經歷了三個急速貶值期，分別為今年年初、英國脫歐公投後和國慶黃金周後，在其餘的時間段內可謂正常波動，有升有降。如果說年初第一周人民幣兌美元的急貶是央行通過調低中間價的主動性貶值，那後兩次更多意義上則是被動的貶值，主要由美元的急速上漲所帶動。比如在 10 月初的三周左右時間內，美元指數受到美聯儲加息預期升溫的影響攀升近 3.4%，同期人民幣兌美元貶值 1.6% 左右，但人民幣兌一籃子貨幣保持穩定。CFETS 匯率指數自年初貶值約 7.1%，自 7 月起保持在 94-95 的區間內小幅波動。

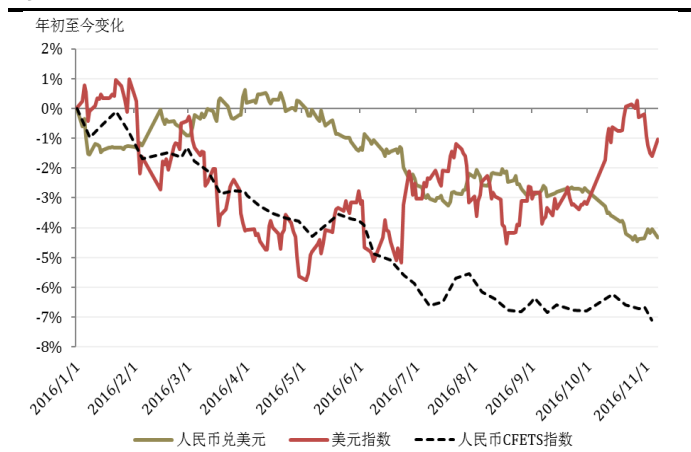
未來貶值壓力仍存在，但整體可控。我們認為，2017 年人民幣在兩大背景下仍面臨一定的貶值壓力：（1）美聯儲加息，美國經濟平穩向好，使得美元繼續走強；（2）國內家庭及企業擔心資產價格泡沫，海外資產配置需求日漸強烈，從而帶來資本流出的壓力。然而，這我們認為兩大因素最終對人民幣造成的貶值幅度是可控的：

首先，在美聯儲加息的背景下，美元不一定持續走強，也不一定走得太強。觀察上一次即 2015 年 12 月的加息進程不難發現，美元走強主要發生在加息預期逐漸消化的前期，而在真正加息之後，美元指數則開啟了一輪跌勢，由 100 左右的高位一度下跌至 93 左右。另外，美元的走勢是影響美國自身經濟和外交關係的重要因素之一。從主觀上來說，美國自身並不希望美元過於強勢以至於影響本國出口和本國經濟，更不希望美元強到“沒有朋友”。

其次，我們認為有一些積極因素會緩解資本外流，減輕人民幣貶值壓力。境外機構和個人持有人民幣金融資產的規模雖然較 2015 年二季度末 4.59 萬億有所回落，但 2016 年前三季度一直保持 3.3 萬億左右。從資產結構來看，主要減少的是人民幣存款，對債券的需求則連續 7 個月增加。截至 2016 年 9 月末，境外機構和個人持有人民幣債券的規模達到近 8,060 億元，創歷史新高。隨著境內債券市場向境外投資者加大開放力度，預計未來外資對人民幣債券的需求將持續增長。人民幣正式加入 SDR 後境外主體配置人民幣資產的需求提升也將促進跨進資本均衡流動。

我們認為 2017 年人民幣兌美元貶值空間在 3% 左右。自今年 10 月起，人民幣已開啟寬幅波動態勢。儘管市場猜測人民幣將開啟新一輪大規模貶值，但我們認為貶值的幅度是有限的。除前述分析之外，我們認為人民幣兌美元相對匯率的走勢亦取決於兩國貨幣當局及政府的態度。中國經濟的發展需要一個較為穩定的匯率環境，而處於加息大背景下的美國也不希望美元過於強勢影響本國經濟和外交。所以，美元“稍”強、人民幣“稍”弱很可能是兩方博弈的最終結果。我們預計今年人民幣兌美元繼續貶值的空間在 1% 左右，明年可能還有 3% 左右的貶值空間。相應的，我們對於 USDCNY 在 2016 年年末的預測值為 6.90，2017 年年末預測值為 7.10。

圖 28：人民幣兌美元、美元指數、人民幣 CFETS 指數年初至今變化



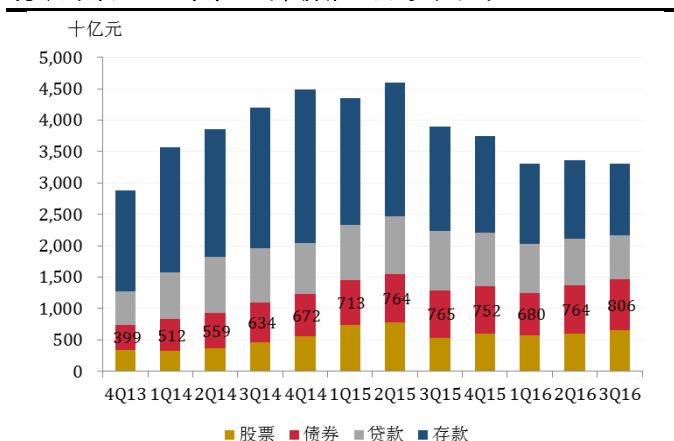
資料來源：彭博，中國外匯交易中心，招銀國際

圖 29：2015 年 12 月加息後，美元指數並未持續上升，而是開啟一輪跌勢



資料來源：彭博，招銀國際

圖 30：境外機構對人民幣債券需求不斷增加，2016 年 9 月末，境外機構和個人持有人民幣債券規模達到近 8,060 億元



資料來源：中國人民銀行，招銀國際

貨幣政策謹慎中性,財政繼續加碼發力

堅持穩健的貨幣政策。寬鬆的貨幣政策對當前的經濟疲軟效果不大。經濟面臨的主要問題還是結構性的問題，貨幣政策的“放水”會導致新的過度投資和資產泡沫的產生。根據最新的政策文件，未來的貨幣政策將“在保持流動性合理充裕的同時，注重抑制資產泡沫和防範經濟金融風險”，以營造中性適度的貨幣金融環境,配合結構性改革做好相應的總需求管理。

我們預計 2017 年央行不會實行大規模降息、降准，將繼續運用好抵押補充貸款工具、常備借貸便利和常態化的公開市場操作、中期借貸便利操作等，加強信貸政策指導，更精準、更有針對性地支持實體經濟轉型升級。

財政繼續發力。預計 2017 年財政政策將繼續加碼，支持實體經濟增長。那麼財政刺激還有多少空間？僅從財政收支數據看，在財政政策進一步加碼的過程中，預算內財政面臨的壓力不斷增大：2016 年前三季度財政赤字約 1.46 萬億元，佔同期 GDP 總量的 2.75%，且 2016 年上半年便已經出現收不抵支的情況，這在以往年份（即便是全球金融危機期間）都鮮有發生。但我們觀察到，2015 年下半年以來，預算外的准財政措施，例如政策性銀行、專項建設基金、平臺融資、推動 PPP 項目等，逐漸成為穩增長、穩投資的重要工具。以專項建設基金為例，自 2015 年下放 8,000 億元後，2016 年已陸續下放兩批，額度達到 1 萬億，該基金可以以項目資本金、股權投資等方式支持重點項目建設，撬動銀行貸款。所以我們認為，未來仍有相當大的財政空間穩增長、穩投資，而主要的限制可能還是在於可供投資的優質項目日漸稀缺。

主要經濟指標預測

我們對於 2016、2017 年主要經濟指標的預測如下：

圖 31：中國主要經濟指標預測

	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

資料來源：彭博，中國外匯交易中心，招銀國際

2017 年市場展望及投資策略

策略師：蘇沛豐，CFA – danielso@cmbi.com.hk

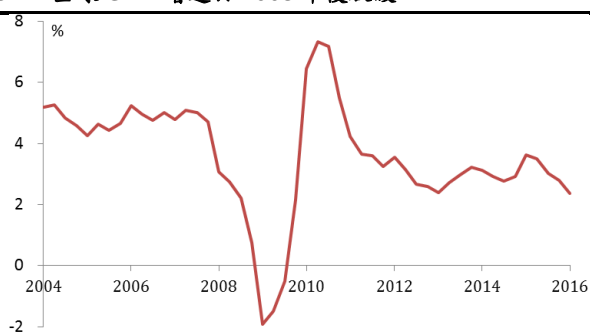
展望 2017 年，環球經濟及金融市場充滿挑戰，包括貨幣政策寬鬆程度減低、利率有上行壓力、債臺高築、政局不明朗，香港則面對房地產泡沫風險及人民幣貶值壓力。危中有機，港股盈利料復蘇，估值有望追落後，且受惠更多內地資金流入，恒生指數明年基本目標為 23,800，較現水平有 6.5% 上升空間。整體而言，預料港股明年相當波動，恒生指數高低位介乎 18,300-25,800，建議採取較靈活的買賣策略，捕捉市場恐慌及貪婪的時機，而非簡單的買入並持有。

環球通脹升溫、央行收水、債息上升

2008 年雷曼兄弟倒閉，觸發「金融海嘯」，全球股市大跌。8 年後的今天，美國股市較海嘯低位反彈 2.2 倍，屢創新高，較海嘯前高峰高出 39%；德國及英國股市亦先後創歷史新高。但其實此 8 年間，撇除海嘯後兩年之大起大落外，環球經濟增長明顯較海嘯前弱（圖 32），推動股市上升的一大動力，來自極度寬鬆的貨幣政策。美國自 2008 年底便實行零利率，並多次推行量化寬鬆（QE）買債計劃，其後歐洲、英國、日本亦推行 QE，歐、日央行更實施負利率。如此史無前例的寬鬆政策，既推低企業及投資者之融資成本，亦直接向市場注入龐大資金，成功推高股票及債券等資產價格。

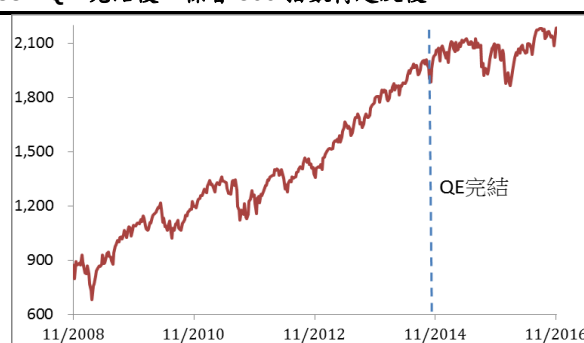
不過，2017 年環球主要央行的政策寬鬆度料逐漸減低，美國於 2015 年 12 月開始加息週期，料今年 12 月再加，並於明年再加 2 次。事實上，自從美國聯儲局於 2014 年 10 年終止 QE，美股 6 年升浪告終，轉為反復上落（圖 33）。當央行水喉漸漸扭細，需要經濟及企業盈利增長接力推動，否則股市動力料將減弱。

圖 32：全球 GDP 增速於 2008 年後放緩



資料來源：彭博、招銀國際

圖 33：QE 完結後，標普 500 指數轉趨反復



資料來源：彭博、招銀國際

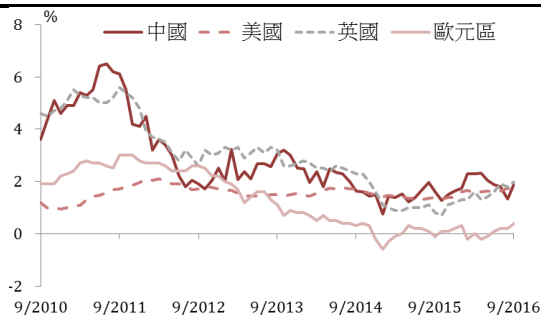
2008 年以來，全球主要央行最怕通縮風險，極力寬鬆以求通脹能回升至目標水平。目前尚未達標，但近一兩年通脹明顯見底回升（圖 34），而今年以來油價反彈，由年初低位回升 71%，若油價維持於相對高水平，明年通脹勢將升溫，央行或須加快「利率正常化」的步伐。美國候任總統特朗普將於明年 1 月上任，他主張的政策傾向令通脹升溫，例如加中國貨品關稅，及減少輸入外勞，料令美國消費品價格及工資上升。他亦提出大減企業稅，及增加基建，亦令通脹有上升壓力。

除了通脹，央行還會考慮金融業及退休基金的前景。例如歐洲央行行長德拉吉表示，意識到超寬鬆貨幣政策令金融業付出很大代價（淨利差甚低），故不傾向維持負利率太長時間。退休基金方面，由於主要投資於定息市場，投資回報受累超低利率，長此下去，或不足以支持市民退休所需，政府或傾向儘快調高長年期息率。美國債券牛市持續了三十年，十年期國債孳息率早前低見 1.32%，現已反彈至 2.34%，隨著聯儲局加息，孳息明年或上試長期下降軌，大約 2.5%（圖 35）。

債息反彈，福禍難料

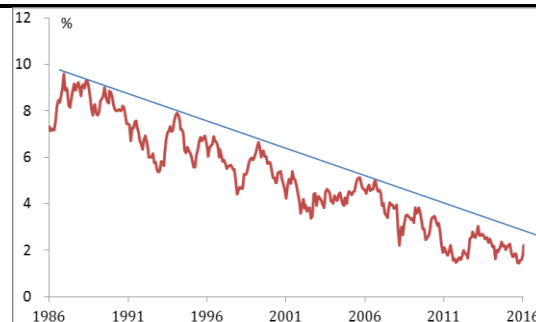
若債息上升，福禍難料。傳統上，債息與股市方向一致，當市場情緒樂觀，資金從避風港債券流向股市，造成債息升、股價升。若明年債息緩升，部份資金轉為追求回報，則股市料受惠。相反，若債息急升，可能反映通脹預期及聯儲局加息預期升溫，恐怕令已現泡沫的債市有爆破之虞，則全球金融市場動盪難免。

圖 34：美、歐、英、中通脹回升



資料來源：彭博、招銀國際

圖 35：美國十年期債息趨升



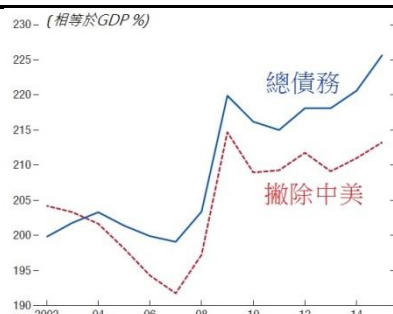
資料來源：彭博、招銀國際

債市風險

國際貨幣基金組織（IMF）於 10 月初發佈的資料顯示，2015 年全球債務創歷史新高，公營與私營債務升至 152 萬億美元，相當於全球 GDP 的 225%，超越 2008 年金融海嘯時水平（圖 36），並且仍在上升。IMF 特別指出，部份主要新興國家（如中國、巴西）之私人債務近年擴張之急，好比金融海嘯前夕發達國家的情況。如此急速增長的債務，明顯難以持續，但減債難免造成經濟陣痛。

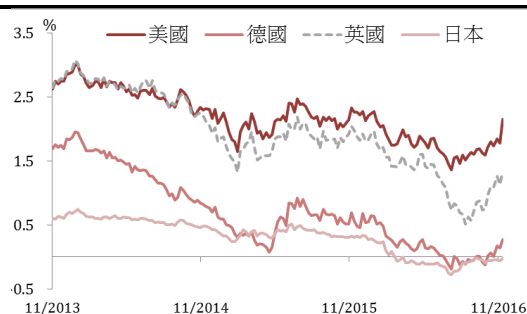
環球債務如此迅速擴張，主要由於央行的超寬鬆政策，超低利率鼓勵借貸，而世界經濟增長疲弱下，遊資湧進相對安全的發達國家債券，令孳息率屢創新低，甚至跌至負數（圖 37），明顯出現泡沫征狀。一旦通脹上升，債券提供的實質孳息（扣除通脹）將更加低，有可能觸發大量資金從債市撤走，債息急升，除了令金融市場動盪外，屆時企業再融資須承受較高利率，政府的債息開支將上升，或令私人投資及政府開支減少，不利經濟增長。

圖 36：全球債臺高築



資料來源：IMF、招銀國際

圖 37：主要國債孳息超低



資料來源：彭博、招銀國際

美國新總統改弦易轍

美國總統選舉塵埃落定，共和黨特朗普將於 2017 年 1 月上任。特朗普沒從政經驗，部份政策于競選時沒說得很具體，就算是有詳細說明的政綱，會否於上任後實行亦難料，整體而言是市場的一大不明朗因素。以下政策是較受關注的幾方面：

1. 貿易政策

保護主義：特朗普主張貿易須保護美國本土企業及職位，反對泛太平洋經濟夥伴關係協定，點名批評中國及墨西哥的貿易政策，例如非法補貼出口、操控匯率、侵犯知識產權，可能會向中國進口徵收新關稅，而這有機會引起中方報復，對來自美國的入口貨加征關稅，觸發貿易戰。

影響：中美貿易將會減少，航運需求首當其衝。中國出口受壓，人民幣貶值壓力增加。美國企業將部份於中國的生產線遷移至其他低成本地區或回美國，有利美國就業，但企業成本增加。長遠而言，美國消費者承擔較高物價，通脹上升，消費能力減弱。

2. 貨幣政策

加息或加快：特朗普於貨幣政策的立場較搖擺不定，曾指加息將重創美國經濟，卻又抨擊耶倫為支持奧巴馬政府才維持低利率。耶倫是民主黨奧巴馬提名，特朗普抨擊她，可能只是競選技倆，上任後料不會立刻換人，如無意外，耶倫會完成任期至 2018 年 2 月。聯儲局原則上是政治中立，但主席由總統提名，因此特朗普可任命立場與自己接近的人選。

影響：特朗普將令貨幣政策前景較不明朗，而由於聯儲局維持接近零息已長達八年，唯一加息是去年 12 月，未來若有任何轉變，應傾向是加快加息步伐。

3. 財政政策

擴張性財政政策：特朗普主張減稅及放寬監管，以振興經濟、創造職位，包括企業稅由 35% 大減至 15%。主張投資基建，改善破舊的道路橋樑。

影響：美國製造業傾向將部份生產線由海外遷回美國，以享較低稅率，資金回流美國，職位增加，企業盈利因減稅而增加。長遠則國庫赤字惡化，美元有貶值壓力。有美國智庫估計，特朗普將令國庫收入十年減少 5.9 萬億美元。

4. 外交及軍事政策

減少出兵：特朗普於外交及國防未有詳細政綱，但曾表示不保證會出兵保護北約成員國，似乎不主張美國繼續做「世界警察」。

影響：若美國於全球的軍事干預減少，可能引起地緣政治局勢緊張，例如較多領土爭議的亞太區，若出現軍事衝突，美國又不介入調停，難免打擊區內股市，同時利好避險資產。

綜合而言，特朗普競選時口不擇言，部份政綱激進，但美國總統權力有議會制衡，不能獨行獨斷，上任後推行的政策應會較參選政綱溫和。特朗普明年上任後，對環球經濟及金融市場有何影響，仍需觀望，但無疑會造成市場波動，較可能造成的影響包括：1) 美元偏強，因貿易保護及減稅令美國企業回流，並吸引海外企業投資；2) 新興市場資金流走，因與美國的貿易受打擊，從而拖累當地經濟及匯率；3) 通脹升溫，債息上升，已有泡沫跡象的成熟市場國債有較大沽壓；4) 金價上升，政策不明朗，加上地緣政治風險或升溫，令避險情緒上升，資金流向避風港。

歐洲政局不明朗

比起美國，歐洲的政治風險更大。首先，英國政府計劃於明年 3 月底前啟動脫歐程序，雖然英國高等法院裁定，政府必須先經國會投票通過，才能啟動脫歐，但政府料會上訴，就算維持原判，料國會議員亦不會逆選民意向地否決脫歐。因此，脫歐可說勢在必行，英國或會爭取採用挪威模式“軟脫歐”（享受歐盟單一市場待遇，同時重奪移民審批權）但歐盟料會採取強硬態度，許殺一儆百，只容許“硬脫歐”，而此模式料對英國及整個歐盟的經濟損害較大。

更大的風險，是歐元區的潛在政局變遷。意大利將於今年 12 月 4 日舉行修憲公投，若民眾否決修憲，現任政府將下臺，疑歐派（反對歐盟，偏向脫歐）或會上臺。明年法國及德國將分別於 4 至 5 月及 8 至 10 月舉行大選。近年環球選民右傾、反建制、反全球化，加上德國及法國現任政府於恐怖襲擊及難民政策的處理頗失民心，明年可能選出右翼疑歐派政府。若歐元區三大國均由疑歐派領導，歐盟將面臨分裂瓦解的危機，歐元匯價將劇烈波動，長遠甚至消失。

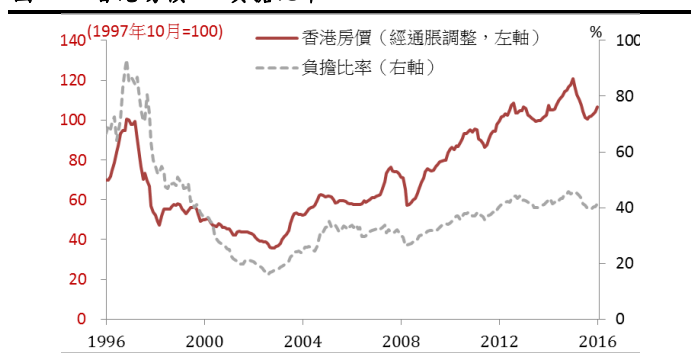
香港樓市泡沫

香港股市向來較受外圍經濟及資金流向影響，但自身經濟亦不能忽略。明年香港面對的一大風險，是房價會否下滑。金融海嘯後，香港跟隨美國的超低利率，加上房屋供不應求等因素，房價（中原城市指數）由 2008 年低位至今上升 1.4 倍。經通脹調整後，8 年來升幅仍達 86%，比 1997 年樓市泡沫爆破前夕高 7%。

現時房價雖高，但若看負擔比率，危險程度卻遠不及 1997 年。現時負擔比率為 42%，反映一個典型家庭的按揭供款佔收入之 42%，1997 年曾高達 93%（圖 38），因為當時按揭利率遠高於今日。可見來年樓市走向的關鍵之一，是按揭利率。香港的按揭一般與銀行「最優惠利率」或「香港銀行同業拆息」掛鉤，而前者大致跟隨美國聯儲局指標利率升跌，後者亦有間接關係。我們預期，由現時至 2017 年底，聯儲局將加息三次共 0.75 厘，若香港按揭利率跟隨，其他因素不變，負擔比率約升至 46%，將會是 2003 年樓價見底以來最高。

政策的影響亦舉足輕重。2010 年開始，香港特區政府多次收緊按揭成數，並先後推出三項新的物業印花稅，試圖減低房屋投資需求，更於本年 11 月初調高印花稅至劃一 15%（首次置業沿用舊稅率）。高昂的稅項，料令投資者幾乎絕跡住宅市場，成交量減少下，若經濟或金融市場出現震盪，少量業主減價賣樓，便足以令價格急挫。若樓市明顯轉弱，恐會造成負財富效應，市民減少消費及投資，本港經濟衰退風險上升，港股亦會受拖累。雖然未見樓市急挫的短期催化劑，唯必須密切留意市場變化。

圖 38：香港房價 vs 負擔比率



資料來源：彭博、招銀國際

港股盈利料回升

港股盈利連續兩年下跌，但明年有望回升。根據彭博數據，恒生指數之 2015 年每股盈利（撇除了個別公司之非經常收益，例如長和(1 HK)重組及恒生銀行(11 HK)出售興業銀行股權）按年下跌 18%，2016 年預料回升 3%，但如計及 2015 年之非經常收益，2016 年盈利料下跌 16%，僅約相當於 2011 年水平（圖 39）。盈利缺乏增長，是恒指近五年一直有波幅、沒升幅的主要原因。市場預料恒指每股盈利於 2017 年增長約 9.3%（圖 41），總算扭轉過去兩年跌勢。

以行業分類（詳見第 143 頁之附錄），電訊及資訊科技盈利表現最強，今年料升 17%，明年料升 18%，主要靠騰訊(700 HK)帶動。非銀行金融緊隨其後，今年料升 24%，明年料升 10%。能源股盈利料穀底反彈，今年料跌 54%，明年料升 191%，主要是「三桶油」受惠油價回升。明年盈利增長最慢的預料為公用及銀行業，分別僅增 2%及 4%。

不過，須注意人民幣貶值對恒指盈利的影響。從圖 40 可見，人民幣匯價與恒指盈利有一定關連度，原因是恒指成份股逾半為中資股，盈利以人民幣為主。自 2014 年初人民幣開始貶值，恒指盈利不久後便下跌。假如明年人民幣匯價貶值幅度較我們及市場預期更大，則恒指之盈利預測亦很可能被下調。

圖 39：恒指每股盈利 vs 市盈率



資料來源：彭博、招銀國際

圖 40：人民幣貶值影響恒指盈利



資料來源：彭博、招銀國際

圖 41：恒生指數盈利預測

	2015 實際	2016 預測	2017 預測
每股盈利(點)	1762	1800	1967
變動		2.2%	9.3%
市盈率	12.7	12.4	11.4
股息率	3.7%	3.6%	3.7%
市賬率	1.14	1.14	1.07

資料來源：彭博、招銀國際

圖 42：恒生國企指數盈利預測

	2015 實際	2016 預測	2017 預測
每股盈利(點)	1170	1119	1214
變動		-4.3%	8.5%
市盈率	8.0	8.4	7.7
股息率	3.9%	3.6%	3.8%
市賬率	0.92	0.92	0.84

資料來源：彭博、招銀國際

市場資金充裕，港股估值追落後

雖然明年環球央行的貨幣政策略為收緊，但市場資金仍然充裕。港股現時估值較主要海外市場折讓較大。圖 43 所見，為恒指市盈率與 MSCI 世界指數及 MSCI 新興市場指數之比例，現時恒指市盈率僅相當於世界指數之 0.58 倍，及新興市場指數之 0.83 倍，較過去七年的大部份時間低，而明年恒指盈利料回升，可望獲得資金流入追落後。

圖 43：恒指市盈率落後

資料來源：彭博、招銀國際

恒生指數基本波動區間：20,000-23,800

過去五年，恒生指數處於大型上落市，波幅介乎 16,170-28,589，大部份時間於 20,000-24,000 上落。從估值分析（圖 44），此五年間，恒指之預測市盈率介乎 9.3-13.5 倍，平均為 11.2 倍。其中 2011-2014 年市場波幅相對較小，而 2015-2016 年則先後受 A 股牛市帶動，估值高見 13.5 倍，及人民幣大幅貶值、英國脫歐等拖累，估值低見 9.3 倍。

最高可見 25,800

預料 2017 年港股亦會相當波動。一方面憧憬恒指盈利回升、估值追近海外市場、內地資金南下等等，另一方面憂慮環球央行收水、債務危機、歐洲政局不穩等等，預料明年恒指估值波動區間為平均值 ± 2 個標準差，即 9.3 倍至 13.1 倍，對應明年的預測盈利推算，**明年恒指波動區間料為 18,300-25,800。**

平均值 ± 2 個標準差為較極端的估值，一般不會持久，**明年恒指大部份時間料處於 20,000-23,800**，相當於估值位於平均值 ± 1 個標準差之間，即 10.2 倍至 12.1 倍。

鑒於恒指明年最終升幅料不多，以基本目標 23,800 計，潛在升幅僅 6.5%，**建議採取較靈活的買賣策略，捕捉市場恐慌及貪婪的時機，於 20,000 以下積極買入，23,800 以上趁高套利。**

圖 44：恒生指數預測市盈率（2011-2016）

資料來源：彭博、招銀國際

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長，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裡巴巴(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，於是股市資金由近幾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 24 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（政府和社會資本合作）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，中國于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，公司上半年新簽合同增長迅速，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滙豐控股(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。

港股上較佳的選擇是國際保險股，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，黃金供應卻有限。環球通脹回升，金價料受惠。黃金亦具避險功能，明年美國新總統特朗普上臺，此君無從政

經驗，言論及立場較激進，政策風險較高。歐洲方面，多國舉行大選，若「疑歐派」上臺，歐盟及歐元區有解體危機，資金料流向避險資產。

招金礦業(1818 HK)業務集中于黃金開採的上游業務，盈利與金價的相關性較高。

五. 香港房產信託

通脹及利率回升，理論上不利高息股，因為其實際息率（real yield）下降。但如果某些高息股的盈利能隨通脹上升，便能保持吸引力。香港的房產信託基金(REITs)主要持有商廈、商場、停車場等物業。一般而言，物業價格及租金水平與通脹相關性高，某程度具抗通脹特性。近年不少內地資金南下購買香港物業，以避人民幣貶值風險，料明年此趨勢持續。另外，香港特區政府今年 11 月加強住宅市場調控，大幅調高印花稅至劃一 15%，相信會令投資者轉往商業物業。

領展房產基金(823 HK)是本港最大房產基金，是恒生指數成份股，資產組合龐大，旗下商場之租戶以超級市場、快餐店、銀行等日常生活所需為主，對經濟週期敏感度低，防守力強。

六. 覆蓋行業的首選股份

招銀國際分析員從覆蓋的行業中挑選出首選股份，分別為銀行業之**國銀租賃(1606 HK)**、保險業之**中國太保(2601 HK)**、證券業之**中金公司(3908 HK)**、房地產業之**中國海外(688 HK)**、汽車業之**華晨中國(1114 HK)**、醫藥業之**石藥集團(1093 HK)**，及新能源行業之**信義光能(968 HK)**，詳見第 112 頁。

圖 45：2017 年首選股份

公司	代碼	收市價 (港元)	市值 (億港元)	市盈率 (倍)	市帳率 (倍)	下年度預測		
						股本回報率 (%)	股息率 (%)	每股盈利 增長(%)
騰訊控股	700 HK	195.40	18,498	28.6	8.00	30.7	0.4	30%
阿裡巴巴	BABA US	94.07	2,347	23.5	4.85	18.8	0.0	25%
中國鐵建	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%
招金礦業	1818 HK	6.92	205	23.4	1.56	6.8	1.5	38%
領展房產	823 HK	52.85	1,179	22.2	0.89	4.1	4.5	8%
國銀租賃	1606 HK	1.80	228	8.4	0.8	12.6	3.3	24%
中國太保	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%
中國海外	688 HK	22.00	2,410	6.0	0.89	15.9	4.1	14%
華晨中國	1114 HK	9.53	480	10.0	1.60	17.1	1.2	21%
石藥集團	1093 HK	7.92	479	18.6	4.02	22.9	2.0	22%
信義光能	968 HK	2.60	175	6.8	1.89	31.7	6.4	29%

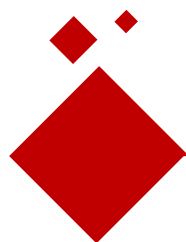
資料來源：彭博、招銀國際

看空板塊：運輸、出口、公用、低增值工業

美國候任總統特朗普主張調高中國商品關稅，亦可能會退出某個跨國貿易協定，恐怕會打擊全球貿易量，尤其是中國的出口，航運、航空、碼頭、出口股料受壓，其中航空股外幣債務沉重，同時受累人民幣貶值。

美國現時至明年底料加息三次共 0.75 厘，債券孳息率已率先上升，有損公用股的吸引力。一般公用股盈利平穩，派息穩定，於經濟疲弱、利率下降時，為上佳避險之選。相反，通脹及利率上升時，扣除通脹的實際股息率下跌，股價傾向受壓。

通脹升溫，石油、煤炭、基本金屬等價格回升，製造業成本上升。從事低增值產品的生產商，利潤微薄，原材料成本壓力尤其大。



行業分析

- ❖ 中國 TMT 板塊 – 優於大市
- ❖ 中國銀行板塊 – 同步大市
- ❖ 中國保險板塊 – 優於大市
- ❖ 中國證券板塊 – 優於大市
- ❖ 中國房地產板塊 – 同步大市
- ❖ 中國汽車板塊 – 同步大市
- ❖ 中國醫藥板塊 – 優於大市
- ❖ 中國新能源板塊 – 同步大市

TMT 板塊 優於大市

媒介革新掀起科技浪潮，產業聚變捕捉文娛風口

喧囂下的冷思考：人口紅利減弱，馬太效應顯現

底層設施築底，行業整合大幕開啟。2016 年中國網絡人口首次突破 7 億，其中手機網民佔比達到 92.5%。91.7% 的手機用戶為入網用戶，同時整體網民 wifi 入網率高達 92.7%。就我國網絡人口的規模而言，其數量已經超過世界第一互聯網國家美國的總體人口數量。值得關注的是，網民平均每週上網時長高達 26.5 小時，而 2010 年 PC 時代高峰期用戶平均在線時長僅為 18.3 小時。可以說，智能手機的大規模普及成為這 5 年國內移動互聯網發展主要的推動力——數以億計的網民直接跳過 PC 時代成為移動互聯網的一份子。而由於無線網絡 24 小時在線的特質，使得人們無時不刻都處於網絡的覆蓋之下，用戶在線時長大大增加，這種爆發性的人口紅利使得互聯網行業迅速發展——社交平臺、自媒體、O2O 及各種互聯網應用野蠻生長直到 2016 年。這一年，出行領域的兩個巨頭 UBER 與滴滴合併成為 TMT 行業並購規模的頂峰（此後再無天量並購案發生），隨後騰訊發佈微信應用號（即微信小程序）以及百度低調將其於 2012 年以 19 億美金高價收購的 91 無線出售，宣告了整個移動互聯網 APP 分發時代的結束。以上標誌性事件及網絡數據普及率數據都表明，移動互聯網歷經 5 年的快速發展，人口紅利效應將逐漸減弱，行業進入整合洗牌期。

圖 46: 互聯網宏觀用戶數據

年代	網絡人口結構	網民上網時長	通信基礎	主流設備
2010	4.57 億，手機網民占比 66.2%	每周上網時長 18.3 小時	手機用戶數量 2G 用戶占比 94.5%/3G 用戶/4G 用戶/寬帶用戶/網民總量 4.57 億/手機網民 3.56 億	互聯網普及率 34.3%
2011	5.13 億，手機網民占比 69.3%	每周上網時長 18.7 小時	2G 用戶占比 87%/網民總量 5.13 億/手機網民 4.19 億	互聯網普及率 38.3%
2012	5.64 億，手機網民占比 74.5%	每周上網時長 20.5 小時	2G 用戶占比 94.5%/網民總量 5.64 億/手機網民 5 億	互聯網普及率 42.1%
2013	6.17 億，手機網民占比 81%	每周上網時長 25 小時	2G 用戶占比 79.1%/網民總量 5.9 億	互聯網普及率 45.8%
2014	6.48 億，手機網民占比 85.8%	每周上網時長 26.1 小時	2G 用戶占比 67.3%/網民總量 6.5 億	互聯網普及率 47.9%/台式電腦入網率 70.8%/筆記本電腦 43.2%/手機上網率 85.8%
2015	6.88 億，手機網民占比 90.1%	每周上網時長 26.2 小時	2G 用戶占比 54.7%/4G 用戶占比 29.6%/網民總量 6.88 億/手機網民 6.02 億	互聯網普及率 50.4%/台式電腦入網率 67.6%/筆記本電腦入網率 38.7%/手機上網率 90.1%/平板電腦入網率 31.5%/電視入網率 17.9%
2016	7.01 億，手機網民占比 92.5%	每周上網時長 26.5 小時	手機網民/3G/4G/入網率 91.7%，整體網民 wifi 入網率 92.7%	互聯網普及率 51.7%/台式電腦 64.6%/筆記本電腦 38.5%/手機 92.5%/平板電腦 30.6%/電視 21.1%

資料來源：CNNIC、招銀國際

跑馬圈地之後，馬太效應顯現。回顧 2016 年，中國互聯網服務的垂直細分市場經歷了從 BAT 跑馬圈地後進入流量爭奪戰的激烈拼殺，而最終剩下的垂直應用各自又被 BAT 牽手聯姻成為獨當一面的細分巨頭，未來“馬太效應”（強者愈強、弱者愈弱，兩極分化嚴重）將更加凸顯。同期，中國市場總體宏觀經濟也出現了調整，隨著人口紅利效應減弱，各個主要領域垂直細分應用的流量已經脫離高速增長期，這意味著未來客戶留存的成本將會越來越高。服務成本的提升加上消費者對於服務和產品要求的提高，產品和服務的效率和質量將面臨著重大考驗。在這一輪戰鬥當中將會只有優質的大型企業得以繼續存活，互聯網市場的競爭點逐漸從流量獲取轉向對用戶時長的爭奪，而流量巨頭 BAT 們都已經做好了穩定自己的流量格局的準備。

圖 47: 互聯網上市公司估值 Top20 中，阿裡和騰訊的市值合計佔比 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%

資料來源：易觀智庫、招銀國際

注釋：市值統計：截止 2016/05/16 收盤價 匯率計算：1 美元=6.5184 元人民幣；1 港幣=0.8398 元人民幣

圖 48: BAT 2015 年移動收入合計突破千億元，超過 TOP 30 中其他 27 家之和

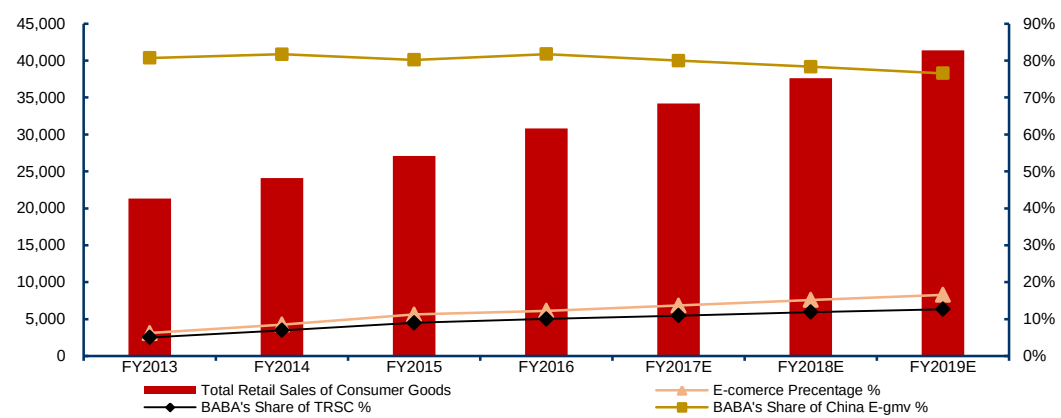
排名	企业名称	2015年移动收入 (亿元)	移动数字用户 (万人)	排名	企业名称	2015年移动收入 (亿元)	移动数字用户 (万人)
1	腾讯控股	447	62,095	16	猎豹	24	7,767
2	阿里巴巴	425	30,232	17	新浪	23	13,316
3	百度	352	43,211	18	58赶集	23	2,238
4	京东	149	4,004	19	胜利游戏	23	398
5	唯品会	84	2,827	20	龙图游戏	21	266
6	网易	84	7,188	21	爱奇艺	21	18,113
7	携程网	77	713	22	神州专车	17	130
8	新美大	59	7,391	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	/

資料來源：易觀智庫、招銀國際

電商滲透率大幅提升，但增長高峰已過

數年高速發展後，電商行業進入穩定增長期。2012 年至 2016 年第一季度中國國內全社會零售總額從 21.3 萬億增長至 30.8 萬億，而電商交易 GMV 則由 1.3 萬億成長至 3.8 萬億，電商滲透率由 6.3% 躍升至 12.3%。電商滲透率經歷 2013-2014 年移動互聯網浪潮已經迅速攀升，在沒有新的流量導入及品類大幅擴張的情況下，結合當前國內經濟形勢判斷，電商滲透率將可能維持每年 1-1.5 個百分點的提升直至 2018 年（即公司財務年度 2019 財年）達到 15-16% 的飽和水平。因此，國內電商交易規模已經跨越大規模增長階段，開始步入穩定發展階段。

圖 49: 中國全社會零售總額（十億美元）及電商滲透率



資料來源：Bloomberg，招銀國際

內容成為推動網絡廣告市場發展的核心要素

1) 關鍵字搜索流量衰退：百度廣告受到新廣告法的重創，變成了負增長。3Q16 達到 RMB16,490 百萬，同比倒退 6.7%，市場份額可能只有 23%。穀歌在美國市場上的關鍵詞搜索收入也是低單位數增長。搜索廣告將可能會向垂直領域轉變，而淘寶，餓了麼，點評，58 趕集之類的商品和服務搜索的需求正在增加；

2) 2016 年第三季度阿裡巴巴及騰訊系廣告份額加總超過 40%，未來幾個季度可能持續增長到 60%-70%。但是從側面也看出一個問題就是，整個互聯網廣告市場增長也在放緩，上個季度增長只有 34.5%，這個季度增長可能由於百度的影響可能跌破 30%。

3) 優質內容將能拉動互聯網廣告變現：正如優質手游能夠為原本用戶增量觸頂的手遊市場帶來活力，優質的內容：如電影、體育直播、網絡劇、段視頻及自媒體內容將可能拉動網絡廣告的流量，從而帶來直接的變現。而對於優質內容的爭奪，版權及渠道將會成為“兵家必爭之地”。由於網絡發佈渠道實際上與流量入口重合（微信、淘寶、微博、百度搜索等），實際上更激烈的爭奪將會在於版權上（如海外優質電影人物形象 IP、動漫、音樂等）。

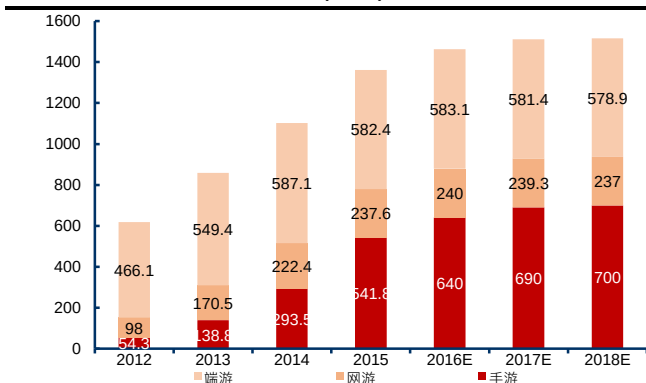
娛樂消費：“口紅效應”下的文娛浪潮，遊戲與影視豐收進行時

所謂“口紅效應”，源於美國經濟低潮期而導致口紅熱賣的一種經濟現象，也叫“低價產品偏愛趨勢”。隨著中國經濟步入新常態、文娛產業佔 GDP 比重的提升，我們認為經濟增速放緩將伴隨著以遊戲、影視為代表的娛樂消費大幅攀升。

遊戲行業集中度提升，遊戲重度化趨勢顯著

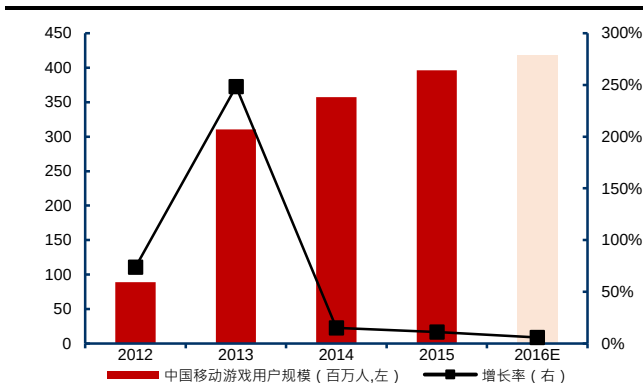
手游仍為增長源泉。2016 年，中國遊戲市場格局逐漸明朗。雖然網絡直播和電競賽事的興起將玩家的視野帶回了 PC 端，但競技類遊戲仍不足以支撐整個端遊市場的增長。在移動端，隨著用戶規模增長停滯，人口紅利效應減弱，手遊繼續延續增速放緩的趨勢，但是依然能夠憑藉相對較高的增速，保持市場份額的提升。短期來看，手遊仍是中國遊戲市場最主要的增長源泉，2016 年有望佔據遊戲市場超 50% 以上的份額。根據艾瑞諮詢數據顯示，2016 中國遊戲行業營收預計為 1463.1 億元，手游將超越端遊成為遊戲行業的第一大市場。

圖 50: 中國遊戲市場收入分佈(億元)



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

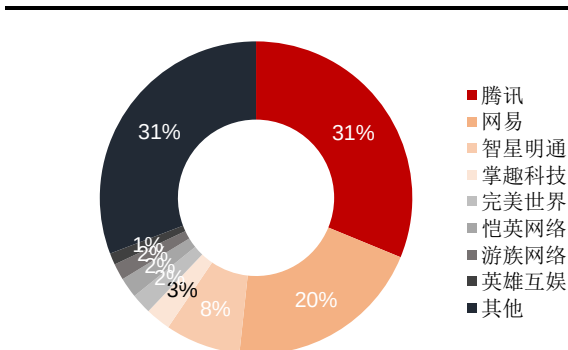
圖 51: 2012-2016 中國移動遊戲用戶規模及增長趨勢



資料來源：DataEye &S+，招銀國際

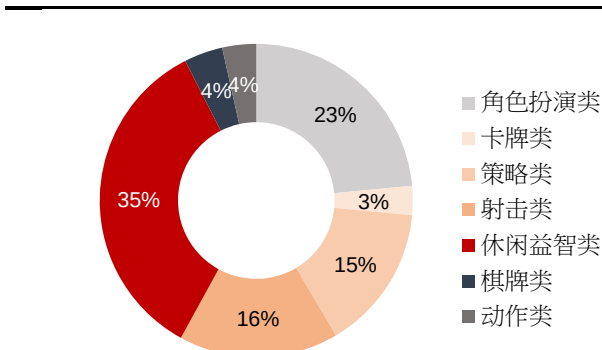
從量變到質變：重度化趨勢日益明顯。儘管手遊行業發展趨勢明朗，但移動人口紅利早已透支。2016 年手遊行業一大趨勢為巨頭壟斷局面格外顯著：2016H1 騰訊及網易兩大巨頭佔據了整個中國手遊市場份額的 62%，遠超市場上其他 CP 的市場份額。同時今年以來一個最大的變化就是遊戲行業的重度化趨勢日益明顯，對 IOS 暢銷榜的較長觀察後我們發現，MMORPG、MOBA 以及 FPS 長期佔據榜單前 10，而幾個現象級的手游網易《夢幻西遊》生命週期出乎意料得長於同類產品、MOBA 爆款《王者榮耀》單日同步在線人數高峰突破 2500 萬人，網易回合制遊戲新作《陰陽師》上線不足 2 月迅速攀登榜首。這些現象都表明了手遊經歷移動互聯網初期的大規模發展，用戶偏好逐漸向重度化沉澱。隨著休閒類、先進休閒類遊戲對流量獲取使命結束，用戶更多地注重遊戲的質量、內容、文化以及社交化，更重要的是，移動互聯網支付技術的完善以及手機運算能力的大幅提升，為用戶創造了非常好的體驗和支付條件。重度手遊大規模發展的環境成熟、遊戲生命週期延長將進一步促進貨幣化率加速提升。

圖 52: 中國移動遊戲市場 2016 上半年各廠商總收入分佈



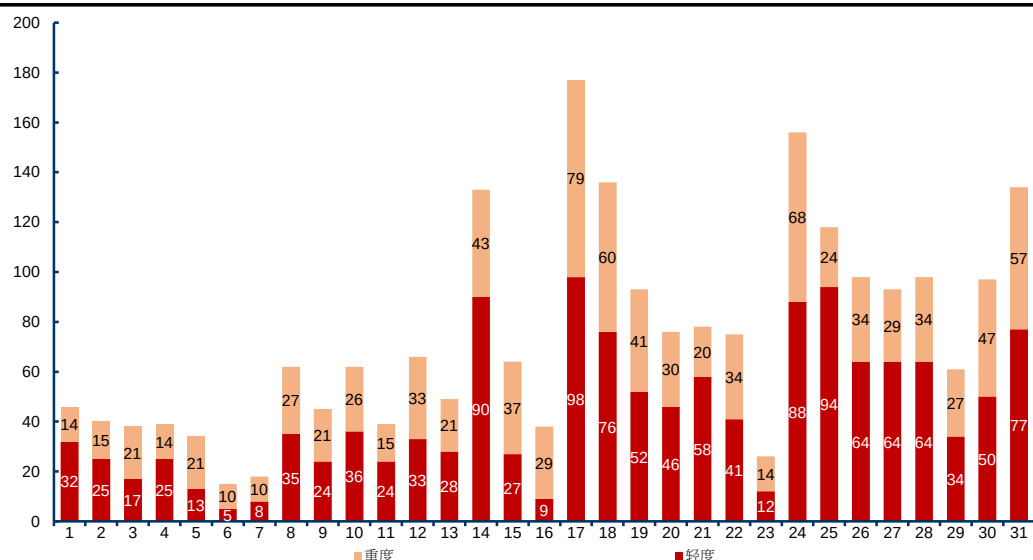
資料來源：DataEye &S+，招銀國際

圖 53: 3Q16 網絡遊戲類型佔比



資料來源：DataEye &S+，招銀國際

圖 54: 2016 年 10 月份新品數量趨勢圖



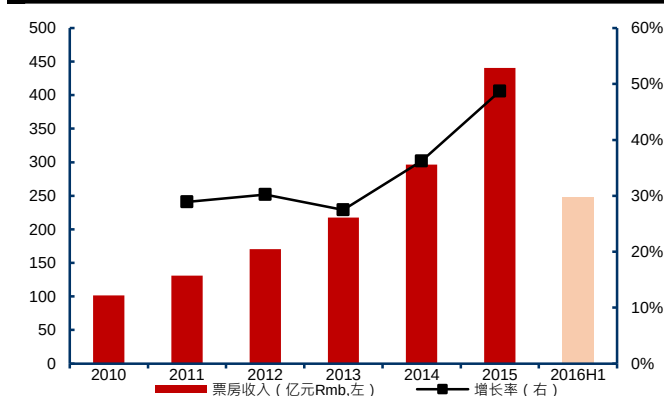
資料來源：DataEye &S+，招銀國際

展望 2017 年，我們不認為手遊市場會出現如 2014 年移動互聯網普及浪潮高峰期時“百花齊放”的局面，相反，由於重度化用戶對於手遊的品質期望提升，政策上對於新遊審批從嚴，中小 CP 將會面臨更為惡劣的市場局面。相對於以自研為主的網易，我們更看好騰訊。騰訊具備顯著的渠道優勢（微信平臺及應用寶），且採取半開放的市場策略，既參與協助 CP 發行同時自身又是實力強大的自研 CP。而參與騰訊手遊發行的 CP 也將有不少大作，如端遊大廠西山居將於 2017 年 5 月推出的《劍網 3》手遊版等。

影視內容消費火熱，精品 IP 衍生長期投資價值

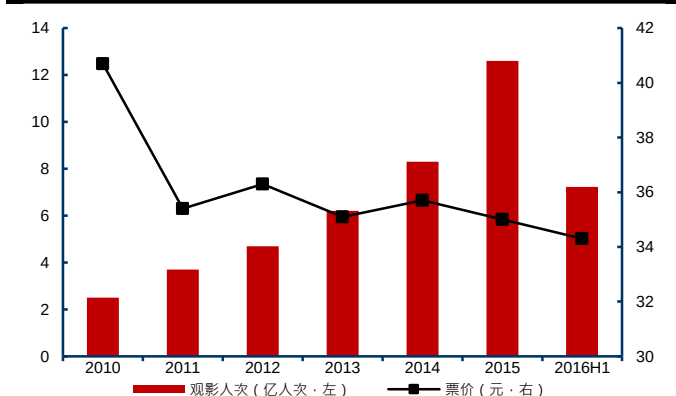
內地票房屢創新高，影視內容消費火熱。在消費新生代逐步崛起、文化產業蓬勃發展的背景下，中國影視消費市場持續保持旺盛增長態勢。2016Q2 中國內地電影票房收入達 103.1 億元，上半年達 248.1 億元，接近 2014 全年收入，預計 2016 全年票房收入將再創新高。2016 上半年中國內地電影觀影人次達 7.23 億，預計 2016 年有望超 15 億。隨著影片宣發方愈來愈願意從營銷費用中留出足夠多的預算通過在線電影平臺補貼用戶，電影平均票價持續走低，2016 上半年降至 34.3 元。

圖 55: 中國內地電影票房收入及增長率



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

圖 56: 中國內地電影觀影人次及票價



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

內容端：精品 IP 成制勝法寶，精品劇需求日益旺盛。近年來，在優質 IP 作品的帶領下，電視劇、電影收視率及票房屢創新高。2016 年播映的由遊戲《魔獸世界》拍制的《魔獸》電影，上映 33 天累計票房高達 14.7 億元；近期熱播的《歡樂頌》、《琅琊榜》等經典大劇均由頂級 IP 衍生。此外，隨著大眾對於熒幕演技、畫質、情節的注重，精品劇已逐漸成為影視創收的一大利器。我們認為，隨著新生代粉絲經濟的興起、內容消費需求日益凸顯，擁有精品 IP 的公司將掌握絕對議價權力，並有望以影視為核心向泛娛樂全產業鏈延伸，其商業價值將加速輻射至商城、遊戲、玩具等衍生品領域。

圖 57: 2016 年 1-6 月 IP 電視劇 Top10

排名	電視劇	IP 名稱	IP 類型
1	歡樂頌	《歡樂頌》	網絡文學
2	親愛的翻譯官	《翻譯官》	網絡文學
3	女醫明妃傳	《女醫明妃傳》	網絡文學
4	青丘狐傳說	《聊齋志異》	經典文學
5	因為愛情有幸福	《順藤而上的你》	韓劇
6	山海經之赤影傳說	《山海經》	經典文學
7	寂寞空庭春欲晚	《寂寞空庭春欲晚》	網絡文學
8	仙劍雲之凡	《仙劍奇俠傳五》	遊戲
9	最好的我們	《最好的我們》	網絡文學
10	我是杜拉拉	《最好的我們》	出版文學

來源：艾瑞諮詢、招銀國際

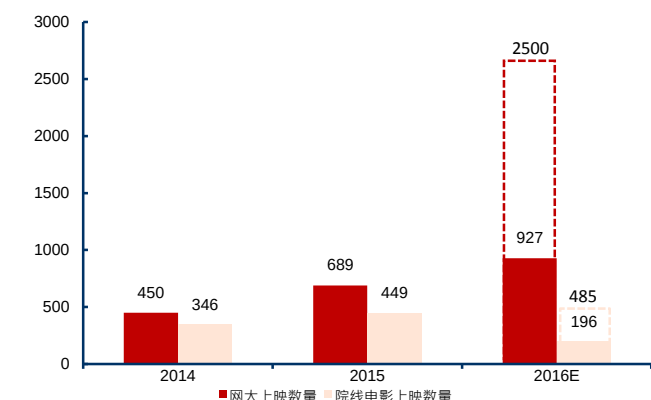
圖 58: 2016 年 1-6 月 IP 電影 Top10

排名	電影	IP 名稱	IP 類型	票房
1	魔獸	《魔獸世界》	遊戲	14.7 億
2	美國隊長 3：英雄內戰	《內戰》	漫畫	12.4 億
3	西游記之孫悟空三打白骨精	《西游記》	經典文學	12.0 億
4	澳門風雲 3	《澳門風雲》	電影	11.2 億
5	功夫熊貓 3	《功夫熊貓》	電影	10.0 億
6	奇幻森林	《森林王子》	動畫	9.8 億
7	星球大戰：原力覺醒	《星球大戰》	電影	8.3 億
8	X 戰警：天啓	《X 戰警》	漫畫	8.0 億
9	北京遇上西雅圖之不二情書	《北京遇上西雅圖》	電影	7.8 億
10	叶問 3	《叶問》	電影	7.7 億

來源：艾瑞諮詢、招銀國際

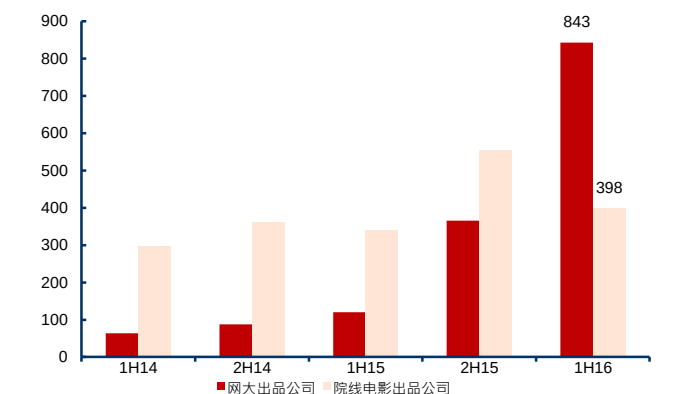
渠道端：網絡端成制播發展方向。以互聯網為代表的新媒體的崛起，使得網絡端口成為影視內容和影視 IP 變現的重要渠道之一，且持續表現出強大的生命力。2016 上半年網大出現爆發式增長，預計全年上映網大可達 2500 部，而 2016 年上映院線電影數量預計在 485 部左右；網大出品公司 2016 年上半年環比增長 130.3%，一舉達到院線電影出品公司的 2.1 倍。我們認為，院線電影投資門檻高、風險大、競爭激烈等瓶頸恰恰讓成本較低、高產、可傳播性強的網絡視頻/電影成為觀眾青睞的內容渠道。網絡數據的可追蹤、可交互、可留存等屬性，輔之巨大流量的導入，將強化網絡渠道在產業鏈中的議價能力。

圖 59: 2014-2016 年網絡大電影和電影上映數量



資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

圖 60: 電影/網大出品公司數量



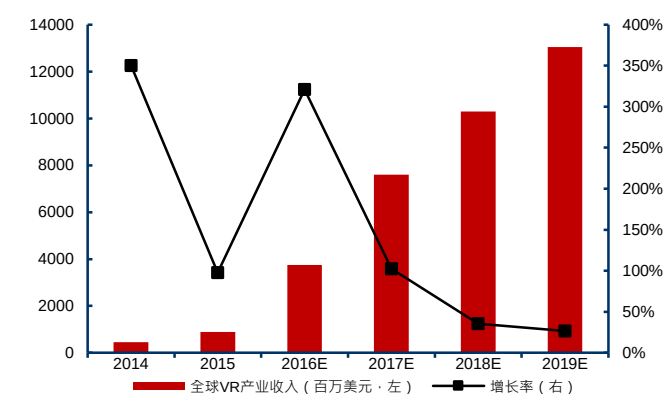
資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

文娛新軍：VR 黃金時代，網紅經濟元年

VR 黃金時代：媒介進化帶來視覺革命，優質內容與前沿技術成核心競爭力

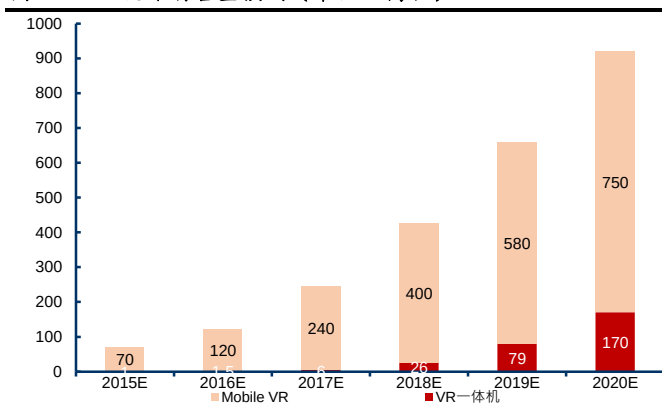
沉浸式體驗打開 VR 藍海。自 2015 年以來，VR 行業迅速崛起，並憑藉其“沉浸感+交互性+實時渲染”的獨特體驗，迅速普及至文娛、教育等多個行業。從行業趨勢來看，用戶激增及硬件銷量將有力支撐全球 VR 產業的爆發。根據 Technavio 預測，全球 2016 年 VR 頭顯設備出貨量將超過 1000 萬台，VR 產業總值將達到約 38 億美元，同比增長 321%。艾瑞諮詢預計，至 2020 年我國 VR 用戶規模將超過 2500 萬。我們認為，VR 帶來的行業變遷將不止於媒介革新，在硬件產品加速優化、內容產業逐漸豐富的進程中，VR 產業有望輻射更多交互場景及應用領域，從視覺體驗逐漸提升到應用導向，並進一步豐富貨幣化途徑。

圖 61: 全球 VR 產業收入（百萬美元）及增速



資料來源：Technavio，招銀國際

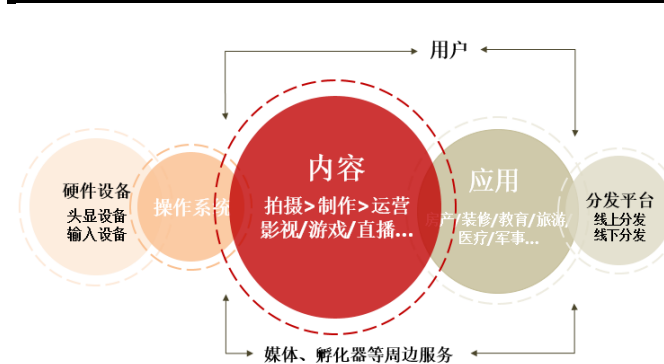
圖 62: VR 硬件銷售量預測（單位：萬台）



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

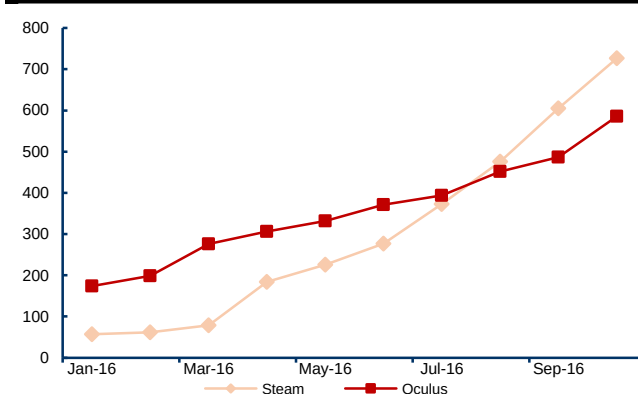
硬件降溫，VR 內容崛起。對比 2016 年年初企業蜂擁 VR 設備及硬件供應鏈的狀況，近期 VR 行業在應用場景及內容層面的佈局明顯加重，尤以涉及裝飾、旅遊、培訓、文娛等領域居多。YiViAn 數據顯示，全球兩大 VR 平臺中，Steam 平臺 10 月累計 VR 內容數達 727 款，環比增長 20.2%，Oculus 平臺 10 月累計 VR 內容數達 586 款，環比增長 20.3%。考慮內容的爆發往往遲於硬件普及 2-3 年，隨著 VR 硬件設備於 2016-2017 年的迅速普及，我們認為 2018 年將迎來 VR 內容的高速發展期。盈利層面，雖然硬件製作商在行業現狀下盈利能力略強於內容提供商，但從智能手機的普及情況來看，優秀的開源系統會擁有更大的市場份額，優秀的開源系統則擁有更高的利潤率。基於：1) VR 內容的盈利能力的逐步升級（從銷售硬件、積累用戶到依靠特色內容再到利用用戶行為數據對接服務盈利）；2) 近年來用戶對於優質內容的需求表現愈發強烈，我們堅定看好 VR 內容佈局的長期投資價值。

圖 63: VR 產業鏈



資料來源：招銀國際

圖 64: 2016 年各平臺 VR 內容總數



資料來源：YiViAn，招銀國際

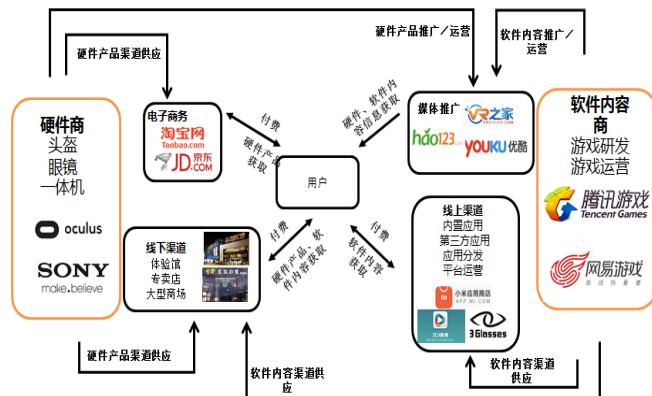
內容生態中，VR 遊戲仍為消費第一風口。根據 Superdata 預測，2016 年全球 VR 遊戲市場規模將達 51 億美元，至 2018 年遊戲將佔 VR 軟件市場營收的 48%。目前 VR 主流遊戲硬件廠商已形成產業生態佈局，基於市場格局趨於穩定、核心遊戲用戶的深度需求及遊戲本身的高利潤屬性，我們認為 VR 遊戲仍為消費第一風口，隨著硬件設備的大規模普及盈利模式的探索，VR 遊戲產品將於 2018-2019 年逐漸精品化，進而引發資本市場不斷關注。

圖 65: VR 遊戲展示圖



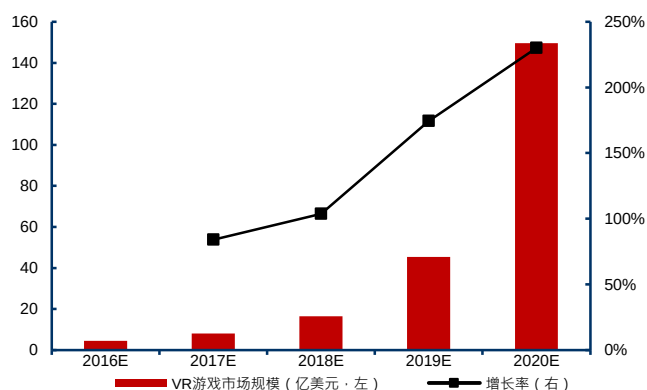
資料來源：招銀國際

圖 66: VR 遊戲產業鏈



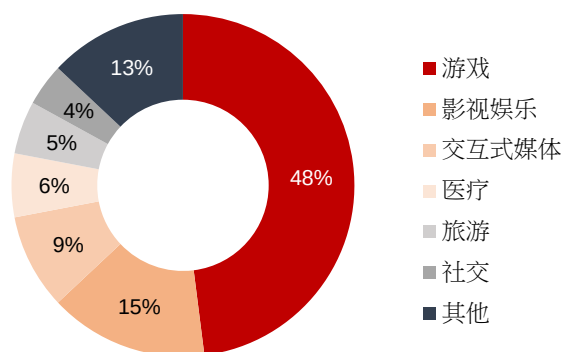
資料來源：中投顧問產業研究中心，招銀國際

圖 67: 全球 VR 遊戲市場預測規模



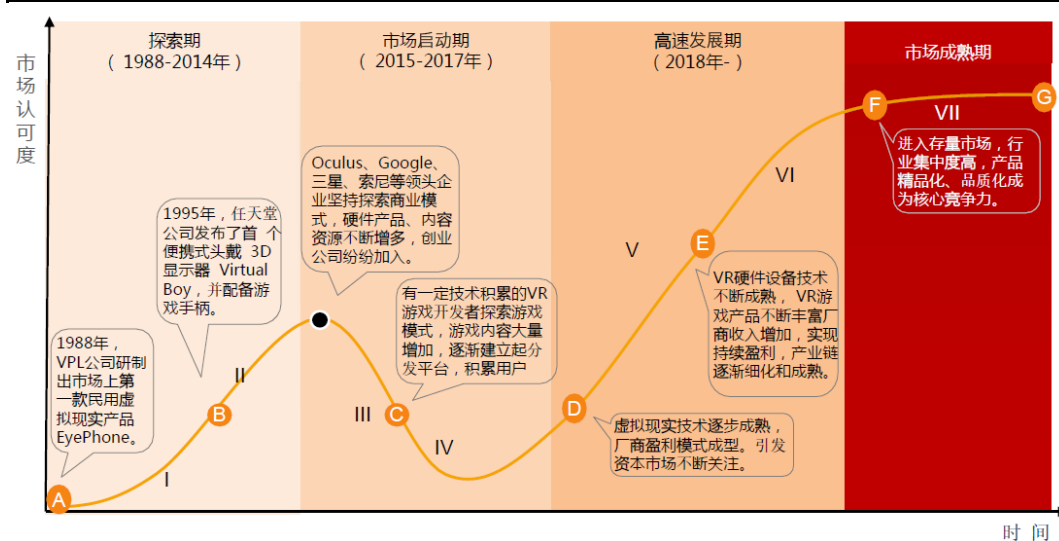
資料來源：易觀智庫，招銀國際

圖 68: 2018 年全球 VR 產業收入細分預測



資料來源：Superdata，招銀國際

圖 69: VR 遊戲市場尚處於啟動期，內容豐富及變現優化為後期發展方向



資料來源：易觀智庫，招銀國際

不止於遊戲：VR 影視將是真正在最廣泛 C 端可以形成現金流收入模式的成長型產業。根據中投顧問產業研究預測，2020 年全球影視市場規模將達 100 億元，影視內容將佔 VR 市場總額的 20%。我們看好 VR 影視在未來的場景運用，基於：1) 行業進入壁壘低。拍攝資源日趨豐富、入行技術門檻相對較低，諸多企業選擇以影視作為進入 VR 的跳板行業，使得 VR 視頻比 VR 遊戲更加活躍。2) 沉浸式體驗吸引力強。VR 設備超過每秒 24 幀刷新率提供獨特的沉浸式體驗。3) 屢創新高的票房收入折射出巨大的觀影需求。4) VR 在影視板塊已取得顯著進展：Oculus 成立電影工作室製作原生 VR 內容，愛奇藝、優酷等視頻網站開通 VR 頻道，VR 產業聯盟將在美國建 VR 影視內容製作創新中心等。

VR 直播或將是 VR 視頻實現收費化的最快突破口。VR 視頻中全景內容可劃分為：UPGC、影視劇目、綜藝節目、直播等四個大類，目前國內 VR 影視行業中最高為活躍的部分為 UPGC 以及綜藝節目。但鑒於直播用戶的迅速崛起、用戶需求顯現（VR 直播以演唱會、體育賽事、綜藝節目等內容形態為主，更需現場感、沉浸感）及粉絲效應帶動消費意願，我們認為 VR 直播有望成為 VR 視頻的突破口。根據中投預計，2020 年 VR 直播用戶數將達到 2800 萬，市場規模為 45 億元。

圖 70: VR 視頻展示圖



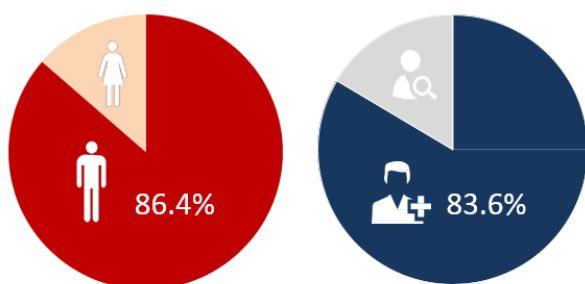
資料來源：招銀國際

圖 71: VR 多目全景拍攝器材



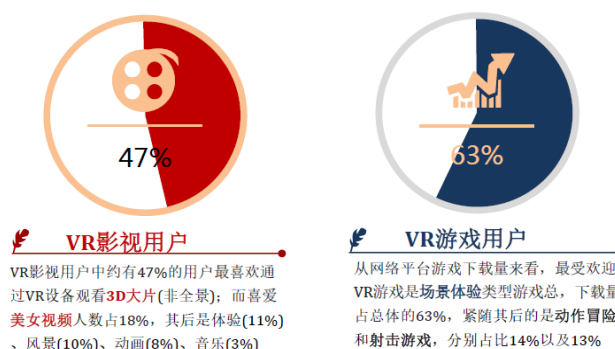
資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

圖 72: VR 視頻用戶：男性佔 86%，白領階層佔 84%



資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

圖 73: VR 用戶需求與偏好



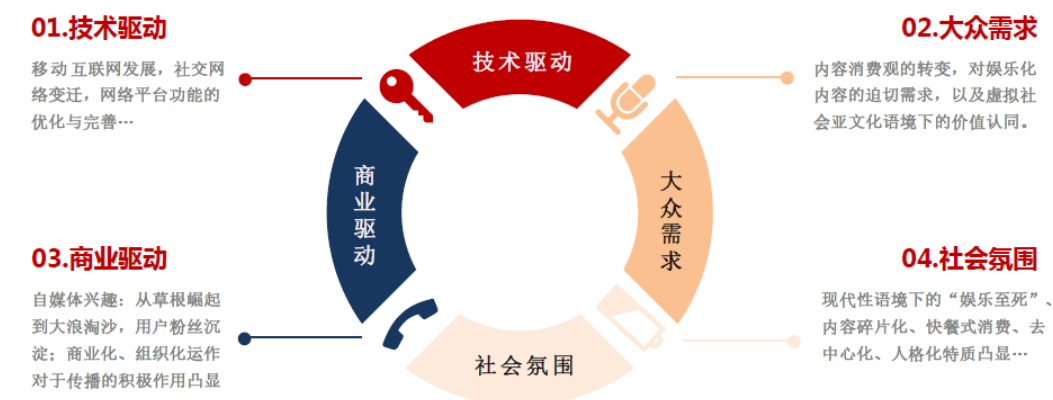
資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

基於以上分析，我們認為，VR 從 B 端逐漸向 C 端過渡的進程中，硬件廠商會最先受益，同時能夠生產優質內容、與渠道平臺建立良好聯繫的內容製作公司將會表現出更多優勢。而數字王國（0547 HK）旗下掌握全球頂尖的 360 度全景拍攝實時串流技術，同時 VR 內容廣泛覆蓋 CG 虛擬，坐擁多個頂級影視 IP，在全球內容產業都沒有摸索出 VR 最成熟的玩法前，其先發優勢將逐漸凸顯，並有望受益於 VR 行業高速發展的春風。

網紅經濟元年：風口產業交織，千億市場亟待挖掘

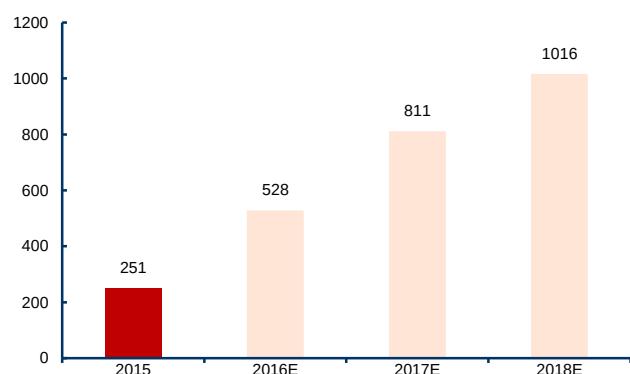
大眾文化需求導向+技術商業驅動，網紅經濟規模增長潛力巨大。受社交網絡變遷、用戶粉絲沉澱、內容消費觀的轉變驅動，網紅經濟於 2016 年迅速點燃，並預計於 2018 年中國網紅產業規模達 1016 億元，2015-2018 年 CAGR 為 59.4%。雖然目前拼顏值、拼內容、拼團隊、拼製作已成為當前網紅競爭的主要內容，但個性特色的突出、內容質量的深耕以及變現渠道的多元化將是網紅經濟產業優化的方向。

圖 74: 網紅經濟是互聯網迎合當代大眾文化需求的產物



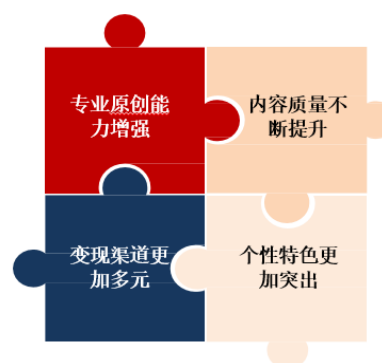
資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

圖 75: 中國網紅產業規模預測（億元 Rmb）



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

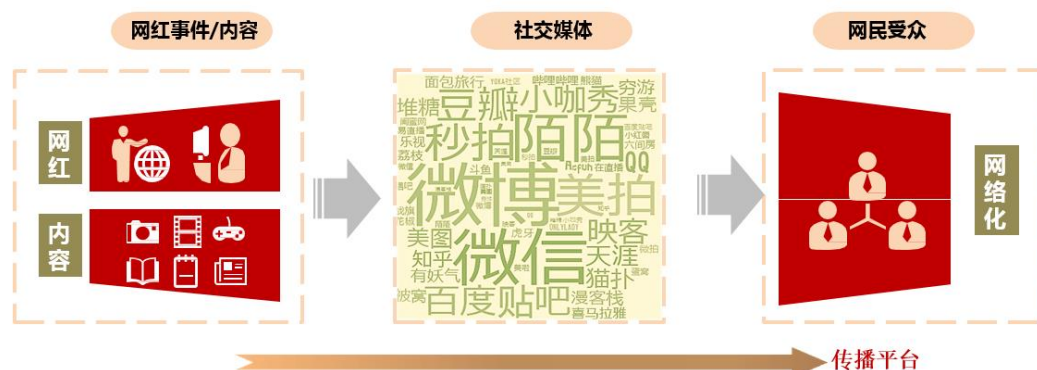
圖 76: 網紅經濟四大特徵



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

渠道傳播：媒介與網紅導流交互，相輔相成。網紅內容的傳播依賴微博、微信為主的社交傳播平臺，進而觸達用戶及沉澱粉絲。龐大的活躍用戶規模（截止 2Q16，微博 2.82 億 MAU，微信 8.06 億 MAU）將支撐更大規模的用戶獲取和傳播觸及。同時網紅反哺社交媒體，為之提供話題與內容、吸引流量，提供交互。傳播過程中，視頻技術的升級進一步豐富傳統以圖文為主的網紅內容方式，並形成極強的內容 IP 價值。

圖 77: 媒介傳播是網紅經濟產業中的重要環節

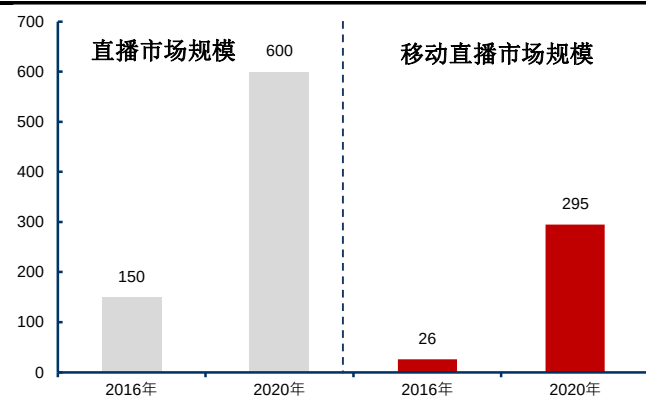


資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

“電商+直播”成“網紅經濟”主要變現方式。在包括廣告、IP 品牌化、影視演藝、電競代言等多元化變現渠道中，電商和直播預計 2016 年將佔中國網紅產業總收入的 86.4%。其中電商主要依靠廣告收入變現及導購佣金，網紅通過內容沉澱粉絲，並進而售賣對應匹配的消費產品。而直播平臺的推廣，以及社交網絡平臺對直播的引入，使以往頗具亞文化色彩的直播生態逐漸向主流文化融合。

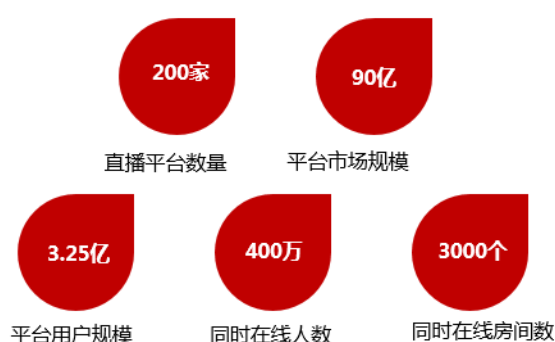
直播市場從野蠻生長進入行業洗牌階段。自 Facebook Live 推出以來，資本市場的大風席捲了整個直播市場。CNNIC 報告顯示，截至今年 6 月，網絡直播用戶規模達到 3.25 億，佔全部網民的比例為 45.8%。直播應用興起速度之快、直播用戶覆蓋面之廣，讓直播變成了一股不可能的洪流。2020 年直播市場規模將會接近 600 億，移動直播約佔一半市場。而在目前中國市場 200 多家直播平臺中，直播 App 在經歷資本追逐、跑馬圈地及近期的規管加緊後，將逐漸進入行業洗牌時期。根據獵豹全球智庫數據顯示，純直播 App TOP20 近 2 個月格局已基本穩定，如江湖爭鬥般草莽遍地的直播 App 將逐漸在激烈的競爭中優勝劣汰，而映客表現最為吸精：MAU/DAU 等趨勢來看，從年初開始扶搖直上，貫穿了熊貓、虎牙、鬥魚乃至 YY，並自今年 5 月 12 日以來，遠遠甩出 YY 近 200 萬的日活。我們預期短期內直播市場競爭格局仍較為分散，有平臺特色、突出互動屬性、高頻入口導流的直播平臺將更容易贏得資本市場青睞。

圖 78: 網絡直播潛在市場空間 (億元 Rmb)



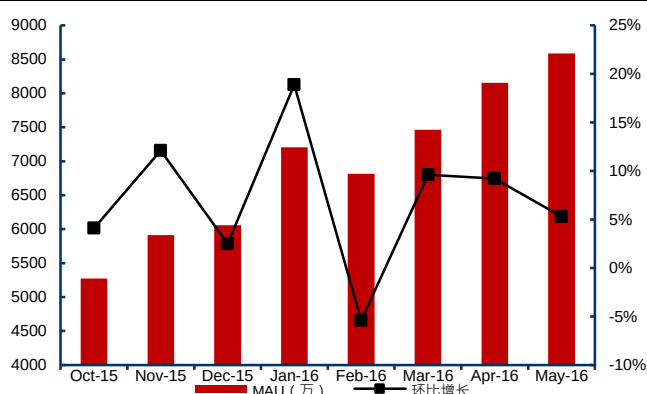
資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

圖 79: 國內網絡直播平臺市場現狀



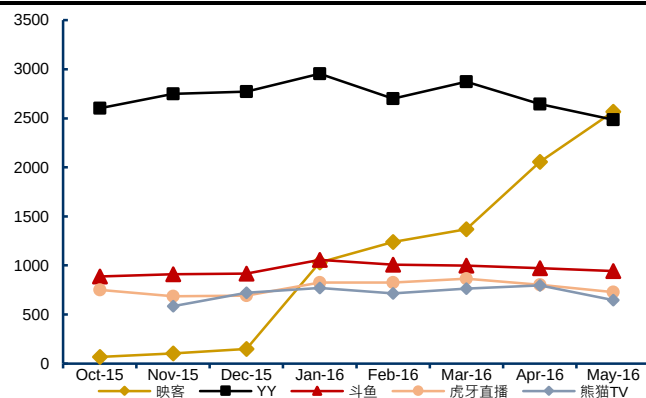
資料來源：艾瑞諮詢，CNNIC，招銀國際

圖 80: 網絡直播 App 月活及環比增速



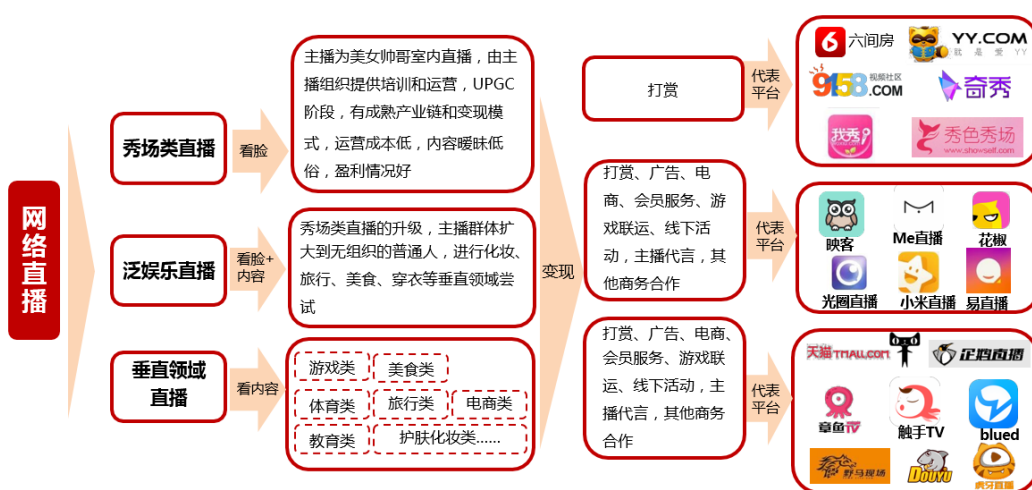
資料來源: Quest Mobile, 招銀國際

圖 81: TOP5 網絡直播 App 月活趨勢 (單位: 萬)



資料來源: 艾瑞諮詢, CNNIC, 招銀國際

圖 82: 網絡直播的三種類型



資料來源: 藝恩諮詢, 招銀國際

直播市場盈利哪家強? 遊戲直播仍為變現王道, 泛娛樂直播貨幣化模式逐漸多元化。目前直播市場中泛娛樂直播逐漸取代秀場類直播, 但由於其低頻、弱用戶粘性等特點, 往往依賴於高頻入口導流和活躍度維持, 目前變現模式逐漸從單一化的“打賞”功能向廣告、電商、會員服務等多元化途徑探索。而遊戲直播作為垂直領域直播的代表, 其盈利模式已初步成型, 盈利模式較泛娛樂平臺多樣化。

圖 83: 泛娛樂直播盈利模式

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

資料來源: 藝恩諮詢, 招銀國際

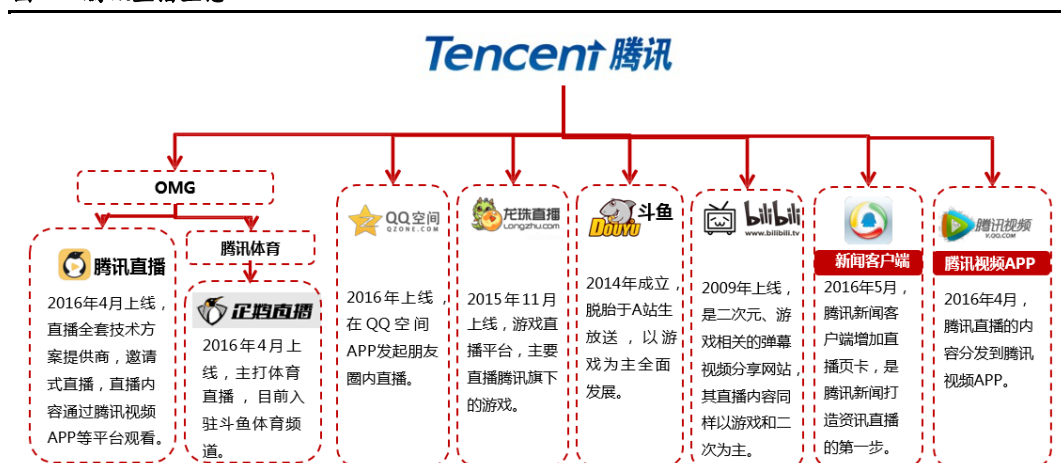
圖 84: 遊戲直播盈利模式

對比項		國內遊戲直播	Twitch
盈利模式	用戶付費	打賞 ，觀眾在線上商城中購置各類虛擬禮品，而後網站與主播對消費金額按照一定比例進行分成	訂閱頻道 ，主播與Twitch分成，訂閱特權包括：直接支持主 播、頻道內無廣告、專有聊天表情、在“僅限訂閱者”模 式中聊天、不受“慢速聊天”模式影響 網站會員 ，享受無廣告、專屬表情、顯示等級徽章、昵稱 多種顏色選擇、增加直播視頻儲存時間、高清晰度 捐贈 ，與“打賞”類似，網站與主播分成
	廣告	直播間廣告 ，主播與平台分成	
		網站廣告 ，網頁遊戲導流廣告最為常見	
		商業合作 ，與商戶合作進行促銷、或者與遊戲廠商合作承辦賽事等	
互動方式		賽事竞猜 ，類似於体彩，主播開啟竞猜 後，受眾在觀看直播時對直播中的比賽 進行投注或竞猜	-
		彈幕	評論區

資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

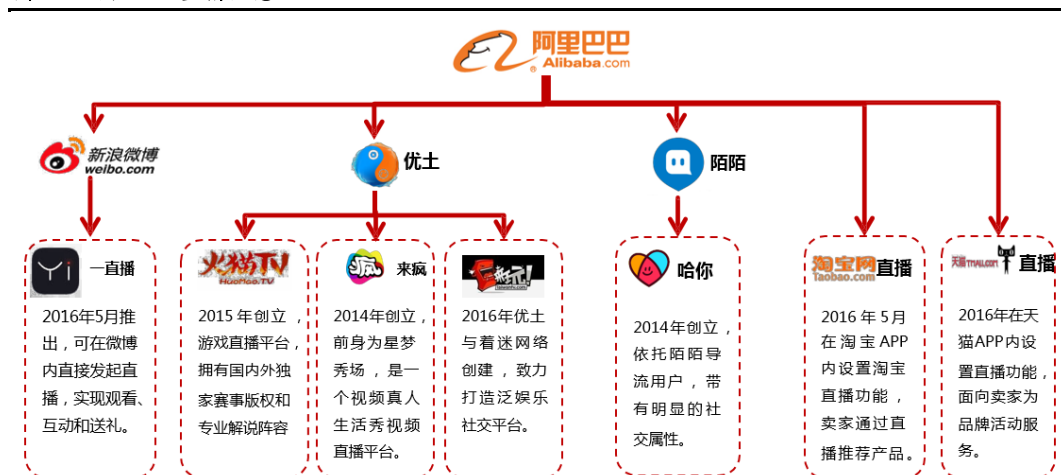
行業巨頭齊佈局，呈現“單入口多分發”生態。騰訊直播生態專注遊戲、泛娛樂、體育領域，拍攝端和社交入口分離，通過多平臺和終端分發，最大限度導流和吸引互動與營銷。而阿裡巴巴直播生態圍繞電商、社交、泛娛樂、遊戲四大核心佈局，其中一直播、哈你分別依託新浪微博、陌陌的強大導流吸引內容生產者及用戶。

圖 85: 騰訊直播生態



資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

圖 86: 阿裡巴巴直播生態



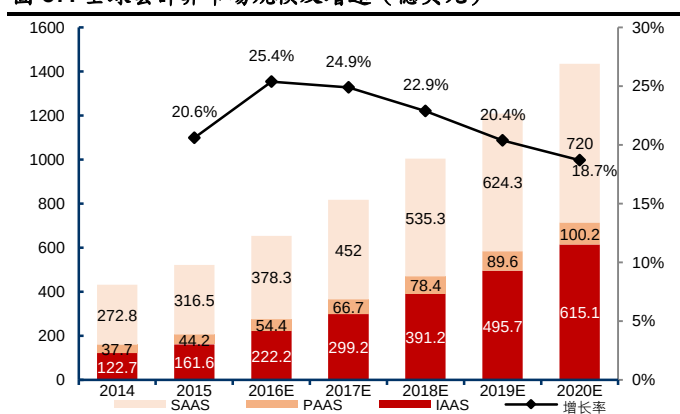
資料來源：藝恩諮詢，招銀國際

新技術、新入口：雲計算、人工智能及移動支付

夢想照進現實，雲計算登上資本舞臺

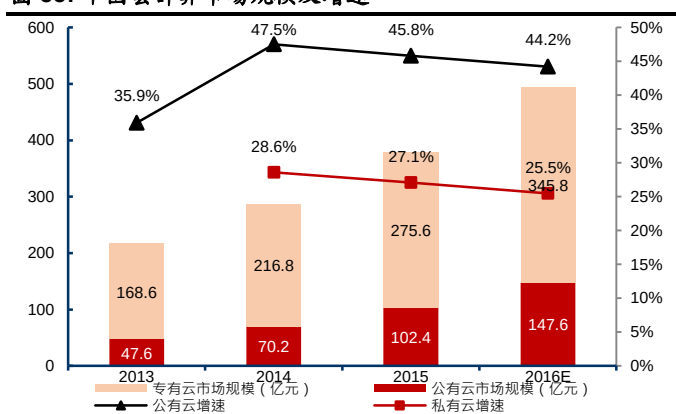
雲服務已經進入盈利階段。亞馬遜是目前全球收入規模最大的雲服務提供商之一，2016 年二季度公司業績靚麗，利潤呈爆發式增長，雲計算正是其利潤爆發的主要貢獻來源。其雲服務品牌 AWS 所服務的客戶包括通用電氣(GE US)、奈飛及 Spotify。當季 AWS 收入同比增長 58%至 28.9 億美元，以 9.5%的收入佔比貢獻了亞馬遜公司整體 56%的經營利潤。國內市場臨近爆發，阿裡雲一家獨大：隨著互聯網的普及，用戶間產生巨量數據。而企業為了適應新的管理模式，將會增加對數據存儲、交互和挖掘等管理需求。這種需求始於最基礎的私有雲，然後拓展至公有雲，隨後在平臺型服務的基礎增加對應用的需求。根據阿裡研究院統計，2015 年全球雲計算市場規模已達到 1800 億美元，而國內公有雲服務總體規模僅為 255 億元人民幣，僅佔全球總量的 3%。證明國內對於雲計算服務的需求仍處於爆發前夕，市場空間巨大。而阿裡雲憑藉電商用戶沉澱優勢，已然成為國內雲服務行業的龍頭。2016 年阿裡雲收入將可能突破 80 億元人民幣，同時宣佈因為技術優勢及規模效應體現，正式將其基礎服務降價 50%，希望能夠拉動行業普及率，迅速建立先發優勢。2015 年雙十一當天，阿裡雲支撐了支付寶 8.59 萬筆/秒的交易峰值，大幅超越了 Visa 和 MasterCard 的實際處理能力。同時，阿裡雲跨越了 1000 公里實現異地多活，雙十一所有數據同步控制在 1 秒以內，數據處理能力行業領先。2014 年 12 月阿裡雲“雲盾服務”幫助一家知名遊戲公司抵禦了峰值流量達 453.8Gb/秒的 DDoS 攻擊。

圖 87: 全球雲計算市場規模及增速 (億美元)



資料來源：Gartner，招銀國際

圖 88: 中國雲計算市場規模及增速

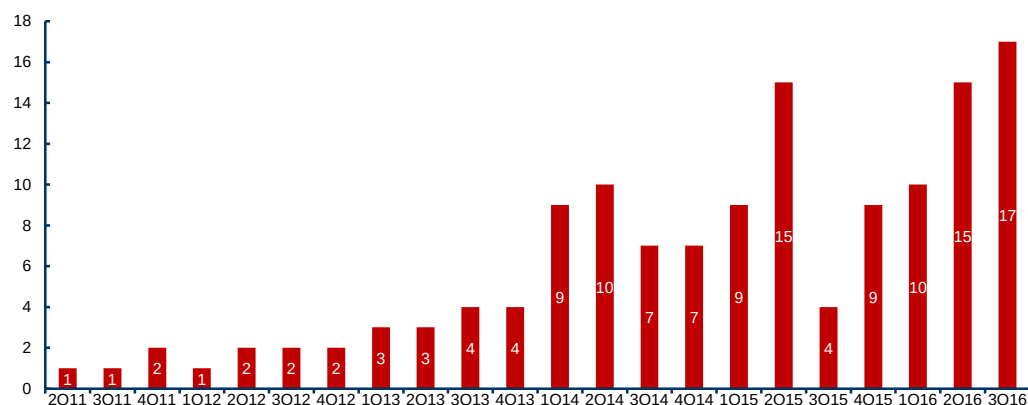


資料來源：中國通信院，招銀國際

人工智能不再陌生，算法公司成為巨頭佈局焦點

人工智能向來是影視題材的主要靈感來源，而人工智能的應用通過今年 AlphaGo 圍棋大戰正式走進了我們的視線。實際上，對於人工智能的並購從來都沒有停止過，自 2011 年以來大約 140 家致力於先進人工智能技術的企業被收購，而超過 40 個收購發生在 2016 年。業界巨頭 Google, IBM, Yahoo, Intel, Apple 和 Salesforce 競相通過並購來搶佔這個領域中的優勢地位，也有 Samsung 這樣的新進入者，收購了 Viv Labs 開始研發類似 Siri 的 AI 助手。

圖 89: 人工智能領域季度並購案發生數量



資料來源：CB Insight，招銀國際

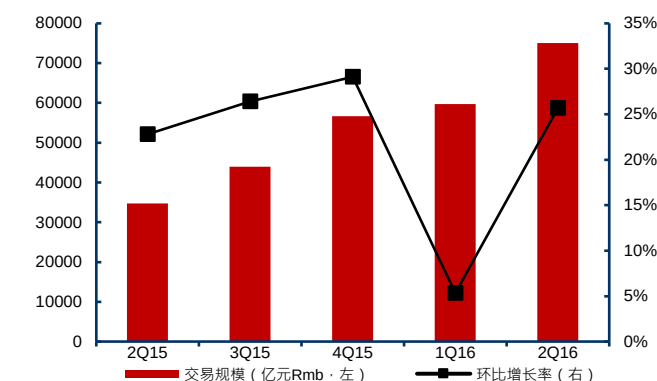
Google 是全球最突出的 AI 領域參與者，一共收購了 11 家公司。自從 2013 年收購來自多倫多大學計算機系，由大神 Geoffrey Hinton 創辦的公司 DNNresearch(計算機視覺)，極大地提升了 Google 的圖像搜索功能。2014 年，更是收購了英國的 DeepMind(計算機模擬)，通過與韓國圍棋大師李世石的對弈，讓 AlphaGo 一夜爆紅，人工智能也隨之在大眾視野內被迅速點燃。與 Google 相比，Apple 進場明顯較晚，基本上是從 2015 年下半年開始的。之前收購的有 Perceptio(計算機視覺)、Vocal IQ(語音界面)和 Emotient(計算機視覺)三家，最近收購了 Turi(大數據開發)和 Tuplejump(計算機視覺)。Turi 主要面向機器學習領域的開發和數據人員，提供一系列的開源工具，也將提升蘋果在人工智能領域的地位。AI 初創公司 Emotient，在今年早些時候被收購，該公司使用人工智能技術讀取圖片中的面部表情。2015 年蘋果還收購了 Perceptio 和英國初創公司 VocallQ，他們都專注於用於智能手機的 AI 技術。Intel 與 Apple 並列第二，今年收購了三家計算機視覺公司：Itseez, Nervana Systems, and Movidius。Intel 花費 4 億美元收購了深度學習初創公司 Nervana Systems。作為芯片製造商，它想要通過 Nervana Systems 在矽層實現機器學習，而不是在圖形處理芯片上發展機器智能。5 月，Intel 又收購了從事計算機視覺算法的 Itseez，計劃利用 Itseez 專業能力來創建從汽車到安全系統的物聯網。Itseez 將幫助 Intel 的用戶打造創新型深度學習的計算機視覺應用，如自動駕駛，數字安全監控和工業檢測。Facebook 於 2015 年 1 月低調收購 wit.ai。wit.ai 的目標是為開發者提供語音識別及自然語言處理相關的基礎設施。Facebook 收購 wit.ai 之後，把它作為針對 chatbot 的自助開發平臺在進行主推。隨著 Messenger 開放平臺新版本的發佈，wit.ai 的核心部件 bot engine 也正式發佈，成為一個重要的里程碑。和 Facebook 一樣，Microsoft 也押寶對話系統，大推“Conversation as a Platform - 對話即平臺”這個概念。微軟亞洲研究院開發人工智能聊天機器人“小冰”，用戶可加其為好友並拉到微信群中群聊；還有在 Twitter 平臺推出的新一代智能聊天機器人“Tay”；另外還有最主打的一款個人智能助理產品 Cortana，都是其在人工智能領域的嘗試。微軟在 2016 年 8 月收購了 Genee，其主要產品是一款擁有 AI 技術的智能日程工具。微軟在 6 月末還收購了自然語言信息平臺 Wand 實驗室，讓他們專注於微軟 Cortana 產品的改進。此外，微軟於今年早些時候，花費 2.5 億美元收購了總部位於倫敦的初創公司 SwiftKey，其產品可以讓鍵盤輸入法學習記憶用戶的輸入習慣，並做出相應調整。

我們認為，目前國際互聯網及科技巨頭廣泛涉及 AI 領域是具有非常現實的經濟意義的。隨著全球互聯網普及程度提升，網絡巨頭紛紛觸及流量增長瓶頸。而 AI 領域中的視覺圖像技術、用戶數據分析算法將會是這些巨頭將流量貨幣化的重要利器。AI 算法的基本邏輯是設定程序運算模式，讓多個變量同時輸入至程序中讓其自行尋找規律。一旦規律尋找後結果達到目標（比如說戰勝對手或者答對題目）則程序將獲得獎勵。如此重複鍛煉程序，程序逐漸進化形成人工智能，達到最佳結果，永不停息不需要休息和吸引知識所需要的時間。這種 AI 算法如果應用到互聯網用戶數據的分析，而結果輸出為廣告收入，則有極大地促進互聯網公司的廣告變現能力。如應用到遊戲中，結果輸出為遊戲社區活躍度，則可能成為遊戲公司獲取更長生命週期的有效工具。諸如此類的應用空間舉不勝舉，綜上所述，人工智能的應用既現實，其未來的擴展性也是沒有邊界的，在不遠的將來，運用 AI 技術的行業將會越來越多，企業將會獲得更高的效率，而用戶也將獲得更具有個性化及符合自身需求的產品及服務。

還是巨頭的遊戲——移動支付普及化勢不可擋

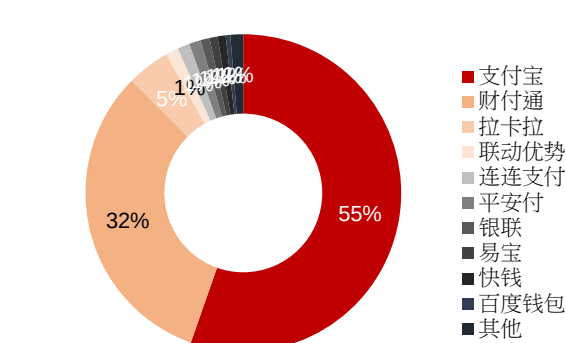
目前中國移動支付市場還處於群雄逐鹿的階段，根據市場參與者的不同，主要分為四種運營模式：銀聯主導、第三方支付主導、銀行主導及運營商主導。其中第三方支付主導的運營模式佔據移動支付最大的市場份額。

圖 90: 2Q15-2Q16 第三方移動支付市場交易規模



資料來源：易觀智庫，招銀國際

圖 91: 2Q16 第三方移動支付市場交易份額



資料來源：易觀智庫，招銀國際

由於傳統銀聯、電信及銀行的體制問題，在支付落地方面遠遠落後於第三方支付的發展速度，目前處於增長乏力階段，而第三方支付則在網絡購物和各類補貼大戰的驅動下逐步發展成為目前國內主流移動支付形式。從第三方支付的市場格局上來看，支付寶佔據著天然的優勢（市場份額 55%），騰訊財付通（微信支付+手機 QQ）市場份額已擴大至 32%，其他市場參與者份額加總約 13%。

實際上，移動支付本身並不能直接讓市場參與者獲得顯著收入增長，不僅如此，為了普及支付，騰訊及阿里甚至不得不背負巨額銀行提現費用成本，對他們自身的盈利能力都造成了影響。可是移動支付又是非常敏感、非常重要的 O2O 入口——這是互聯網技術入侵傳統金融領域的突破點。第一代互聯網誕生於 PC 時代，人們從信息獲取逐步開始通過信息交流獲取商品及服務，但仍不成熟，網絡安全和信任度成為了制約人們網絡支付及理財的關鍵因素。進入到了移動互聯網時代，人們徹底離不開網絡，並在各個網絡場景下進行消費——網絡購物、手游付費、出行付費、網絡理財、旅遊預訂等，可以說，移動支付解決了人們非常實在的消費支付需求，同時也打開了人們進行網絡金融投資及理財的新領域。

我們認為，隨著支付寶及財付通的市場佔有率不斷提升，第三方移動支付將會侵蝕運營商及銀行銀聯的市場份額，成為主流支付模式。而支付寶及財付通可能成為未來互聯網金融體系的流量入口，而各銀行、理財公司、小額貸款公司等可能將各自的產品通過該入口向客戶進行推廣；而用戶端方面，互聯網用戶的信用都將被掌握支付渠道數據的巨頭進行整合分析，最終以信用評級和用戶偏好的形式進行分類，以方便產品及服務推送。因此，移動支付入口目前看起來仍然是巨頭的遊戲，而未來互聯網金融的發展趨勢也將大概率地掌握在互聯網巨頭的手中。

投資以行業巨頭為首選

由於行業發展特徵所導致，互聯網領域平臺型公司持續性地壟斷流量，並在投資佈局上具有無可比擬的優勢。而中國互聯網經歷 2013-2015 年三年的超速發展，人口紅利已經消失殆盡，流量爭奪大戰早已塵埃落定，以阿裡巴巴（BABA）、騰訊（700 HK）為首的互聯網巨頭牢牢把控流量入口，不僅各自壟斷社交、媒體及電商等傳統互聯網應用，還同時不斷深入到雲計算、移動支付及互聯網金融等新興應用領域，使得這一時代的信息服務創業不得不面臨艱難的格局。從投資的角度而言，儘管互聯網人口紅利已然消亡，但巨頭的觸角卻沒有停止過創新的步伐。阿裡巴巴及騰訊的傳統業務不僅沒有倒退，反而都在業績上都各自創下新高，維持驚人的增長速度。在新業務領域中，兩個巨頭保持著強大的統治力——如移動支付及雲計算領域。因此，我們認為行業首選依然為這兩大行業龍頭騰訊（700 HK）及阿裡巴巴（BABA）。

從技術創新的角度思考，人工智能、VR 及 AR 更多地處於初始階段，這些新興技術的突破性發展將毫無疑問會深刻影響整個中國 TMT 領域，甚至改變整個社會。但從目前的發展階段，無論是硬件、軟件還是信息服務應用上都非常不成熟，且在二級市場上並無強相關的投資標的。

從二級市場投資的角度而言，隨著深港通的開放，港股上市的部分中小市值股票將可能獲得流動性上的改善，而大部分 TMT 行業的上市公司都屬這一板塊。我們在選擇標的的時候，需要在估值提升及基本面情況兩者間進行權衡，儘量選擇市值較大且業績良好的公司。因此，建議 IGG (799 HK) 及中軟國際 (354 HK)。

騰訊（700 HK）

2016 年上半年公司收入同比增長 48%，達 677 億元，公司權益持有人應佔盈利 199 億元，同比增加 40%；第二季度淨利潤創新高，大增 47% 至 109 億元。1）遊戲領域維持高速增長：同期網遊收入增長 32% 至 171 億元，該項增長主要來自玩家對戰及角色扮演類主要智能手機遊戲的貢獻；2）網絡廣告勢不可擋：2016 年第二季度，公司網絡廣告收入同比增長 60% 至 65 億元；效果廣告收入增長 80% 至 37 億元，主要受益於微信朋友圈、移動端新聞應用及微信公眾賬號的效果廣告收入的增長。3）並購遊戲巨頭：公司牽頭發起收購開發了《部落衝突》《皇室戰爭》的芬蘭手游開發商 Supercell 的 84 % 股權（總金額 86 億美元），深化移動遊戲影響力；將 QQ 音樂業務與中國音樂集團 CMC 進行合併，拓展數字音樂業務。公司近期高調佈局遊戲文娛板塊，在強化核心競爭力的同時期待協同效應的釋放。我們認為，公司未來業績將持續受益於海量用戶及多渠道收入，短期手遊及廣告將保持動力，長期雲計算及支付服務將逐漸釋放規模效應。

阿裡巴巴（BABA）

2016 財年第二季度財報顯示，第二季度公司收入 221.7 億元人民幣，同比增長 32%；經調整非會計準則下的利潤為 92.52 億元，同比增長 36%；整體 GMV 7,130 億人民幣，同比增長 28%，佔當季中國社會消費品零售總額約 9.6%。1）儘管電商滲透率飛速提升的高峰期已過，但憑藉對電商流量的把控以及移動端滲透率的提升，阿裡的貨幣轉化率有了顯著提升，電商業務利潤貢獻持續增長，為公司帶來可觀的現金流；2）阿裡雲計算付費用戶數量同比增長 108%，覆蓋金融、醫療、公共交通、能源、製造、政府機構、遊戲、多媒體等更加廣泛的行業和企業類型。在全球雲計算 3A（AWS、Azure、Alibaba Cloud）陣營中，阿裡雲繼續以 130% 的營收增幅領跑市場。同期，亞馬遜 AWS 營收增幅 55%，微軟 Azure 營收同比增 116%；3）移動支付領域，阿裡巴巴旗下金融服務公司螞蟻金服支付寶持續佔領超過 50% 市場份額，是未來中國互聯網金融領域流量入口的霸主。因此，我們認為阿裡巴巴既有電商業務貢獻穩定業績，長期來看，雲計算及互金等新興應用領域也有著無與倫比的控制力及戰略佈局眼光，是具備長期投資價值的優質標的。

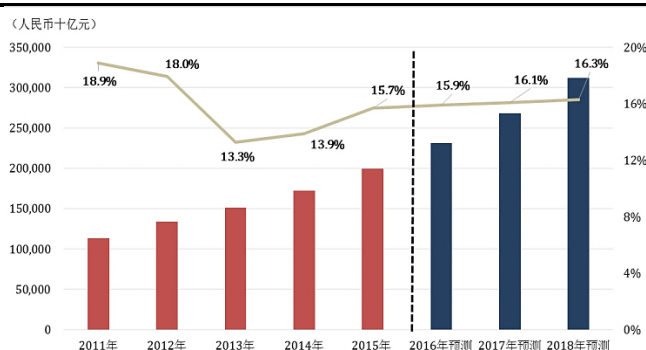
中國銀行板塊 同步大市

高增長時代一去不復返，行業寒冬即將來臨

以商業銀行為核心，中國銀行業金融機構組織架構不斷完善

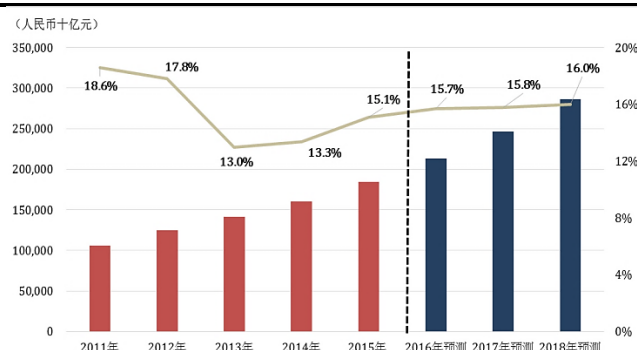
自上世紀 70 年代末以來，中國銀行業在近 30 年的時間中不斷推進革新與開放，建立了更為開放和市場化的銀行體制。現階段，中國形成了以中國人民銀行為央行、國有及股份制商業銀行為主導、國家政策性銀行及其他金融機構協作共存的銀行業體系。與此同時，在以商業銀行為核心的基礎上，中國銀行業金融機構組織架構不斷完善，還包括金融租賃公司、汽車金融和消費金融公司以及信託公司和財務公司等機構。

圖 92：銀行業金融機構總資產總額和增長



資料來源：中國銀監會，招銀國際預測

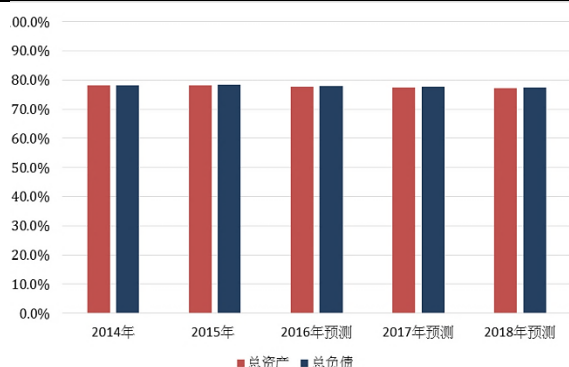
圖 93：銀行業金融機構總負債總額和增長



資料來源：中國銀監會；招銀國際預測

經過多年的發展，雖然商業銀行整體規模增速有所放緩，但是我們認為未來它仍將保持在 B 中的核心地位。截至 2016 年第三季度，商業銀行總資產和總負債分別按年增長 14.6% 和 14.5%，至人民幣 173.7 萬億元和人民幣 160.9 萬億元，分別佔銀行業金融機構總資產和總負債的 77.9% 和 78.2%。現階段，商業銀行體系的主要構成包括三大類銀行，分別是五家大型商業銀行、全國性股份制商業銀行以及城市商業銀行。截至 2016 年第三季度，這三大類銀行合共佔商業銀行總資產和總負債的比例分別達到 87.4% 及 87.6%。

圖 94：商業銀行資產與負債佔比



資料來源：中國銀監會，招銀國際預測

圖 95：大型、股份制及城市商業銀行佔商業銀行總資產比例

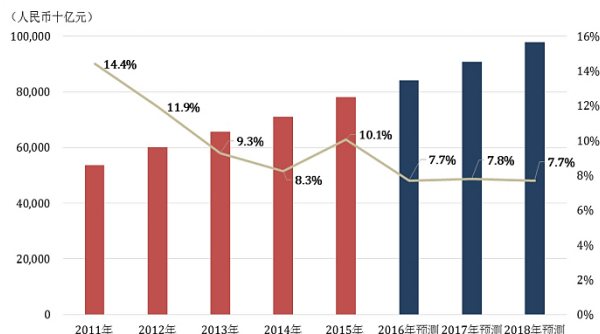


資料來源：中國銀監會；招銀國際預測

第一類包括“工、農、中、交、建”五間國有商業銀行，也是我國銀行業系統主體中的主體。截至 2016 年第三季度，國有大型商業銀行的總資產及總負債分別佔銀行業金融機構總體的 37.8% 及 37.8%；不過在近年銀行業金融機構日趨多樣化的形勢下，這一數字已較 2011 年末時下降了約 10 個百分點。國有商業銀行在規模上具有其他銀行所無法比擬的優勢，同時在支付結算類業務及國際化進程方面也領先同業。

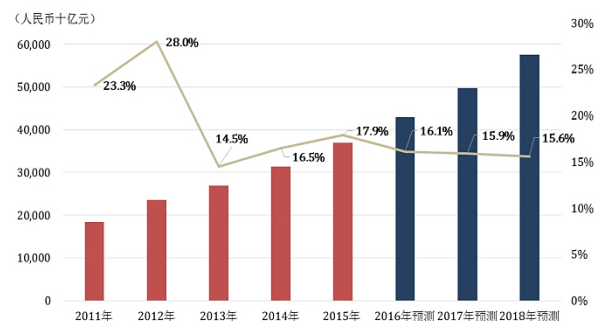
商業銀行的第二大類是股份制商業銀行，目前共有招商銀行、中信銀行、光大銀行等共 12 家。自 2011 年底至 2016 年第三季，股份制商業銀行的總資產及總負債佔比穩步增長，總資產佔比由 16.2% 提升至 18.5%，總負債佔比由 16.3% 提升至 18.8%。股份制商業銀行是我國最早上市的銀行類型，在體制上更具有靈活性，在業務方面也更注重創新與特色發展。

圖 96：大型商業銀行總資產及按年增速



資料來源：中國銀監會，招銀國際預測

圖 97：股份制商業銀行總資產及按年增速

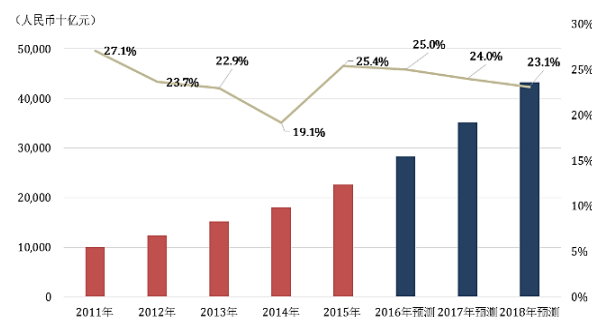


資料來源：中國銀監會；招銀國際預測

第三類商業銀行是城市商業銀行。上世紀 90 年代中期，城商行以曾經的城市信用社為基礎開始組建；根據銀監會網站，目前已有 132 家城商行。截至 2016 年第三季，城商行佔銀行業金融機構總資產及總負債 11.8% 及 11.9%，較 2011 年底數據各增長約三個百分點。與全國佈局的國有商業銀行及股份制銀行相比，城商行規模雖然較小，但更具有地緣優勢。

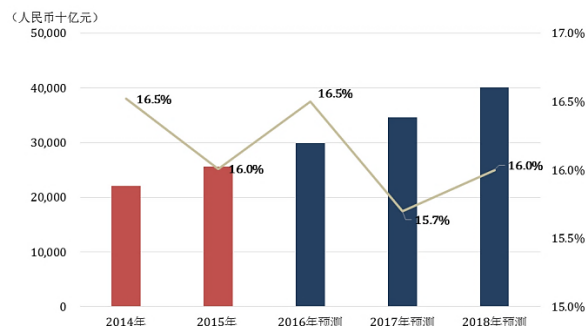
除此之外，我國銀行業金融機構還包括進出口銀行及國家開發銀行等政策性銀行、農村商業銀行、外資銀行、郵政儲蓄銀行等。另外，隨著國內對民營銀行放開試點，已有五家獲批籌建，另有 12 家已進入論證階段，相信未來中國銀行業的體系結構將會得到進一步改善。

圖 98：城市商業銀行總資產及按年增速



資料來源：中國銀監會，招銀國際預測

圖 99：農村金融機構資產總額及增速



資料來源：中國銀監會；招銀國際預測；*農村金融機構包括農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用社和新型農村金融機構

“百業之母”，也有其煩惱

相較其他以追求盈利作為第一目標的行業，我們認為銀行業，尤其是中國的銀行業，與之有著極大的不同，那就是在追求利潤增長的同時，銀行業更多地肩負著調節社會經濟的重大責任，特別是國有大型銀行，更是現今國家調節經濟的重要渠道之一。然而，銀行業作為“百業之母”，現今的發展也面臨著嚴峻的挑戰，主要來自收入端、資產質量端，以及互聯網金融不斷發展所帶來的變革。

傳統業務面臨挑戰，“輕型銀行”轉型戰略持續推進

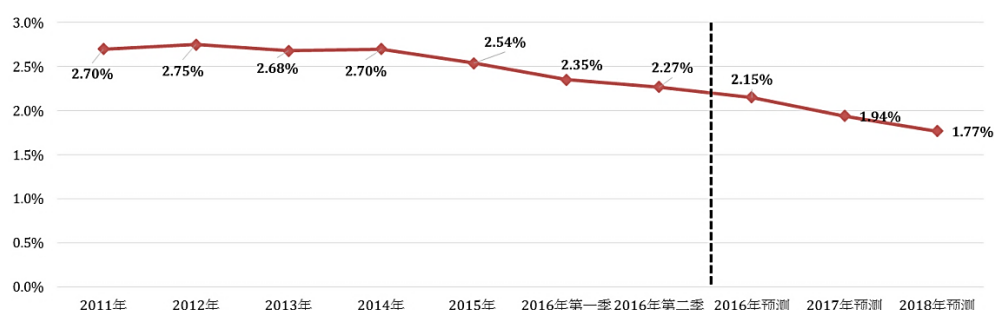
現階段，以傳統借貸業務為主的淨利息收入仍然是銀行業收入的主要來源。2016 上半年，我們預測銀行業淨利息收入佔比仍然高達 73.9%。但是，隨著利率市場化改革的不斷深入、銀行業金融架構的不斷完善以及網絡金融平臺創新業務的衍生等因素，都使銀行業傳統業務競爭不斷加大，盈利能力持續受壓。這些因素也促使銀行業在紮根傳統業務的同時，不斷拓展新的收入渠道。

至 2016 年第三季度，中國銀行業的淨息差為 2.24%，同比和環比分別下降了 29 個基點和 3 個基點。我們預測 2016 全年行業的淨息差將會按年下降 39 個基點至 2.15%，降幅也將達到近幾年最大。這主要是由於以下幾個原因引起的：

1. 2015 年全年，人民銀行一共 5 次下調了一年期貸款基準利率，從 5.35% 下調至 4.35%。我們認為 5 次利率下調的影響將在今年銀行貸款重定價過程中得到集中釋放，從而給銀行的淨息差帶來一定的壓力。
2. 營改增的全面實施也將加劇淨息差收窄的壓力。雖然我們預測營改增的實施對淨利潤的影響非常微小，但是從淨息差的角度分析，我們認為營改增在 2016 年將會給整個銀行業的淨息差帶來 8 至 11 個基點的負面影響。
3. 銀行負債端的成本隨著資產端的收益率下降也呈現出下降的趨勢，但負債端成本降幅明顯小於資產端收益率的降幅。面臨資本持續流出的壓力，相較於直接降准，人民銀行更多地傾向於通過公開市場的操作以及貨幣政策工具，主要包括中期借貸便利和常備借貸便利等，來調節金融市場的流動性。雖然我們看到各種流動性工具的利率基本保持平穩，但是這無疑也加重了銀行負債端的成本。

展望未來，我們預測 2017 年和 2018 年行業淨息差將會分別按年下降 21 個基點和 17 個基點至 1.94% 和 1.77%。淨息差收窄幅度預計放緩，主要是由於現階段中國面臨著宏觀經濟持續下行壓力和資本外流日益增加的雙重壓力。相較於傳統的減息降准等調節貨幣供應去調節經濟的手段，我們預測未來的經濟刺激將更多地依賴財政政策，尤其是各項稅務制度的改革，這也在一定程度上減輕了銀行淨息差持續收窄的壓力。

圖 100：銀行業淨息差



資料來源：中國銀監會；招銀國際預測

與此同時，我們認為淨利息收入增長放緩除了受到息差這一主要因素的影響之外，還有近年來直接融資比例的不斷上升也會拓寬企業的融資渠道，減少對銀行融資的依賴。

圖 101：五間國有商業銀行淨利息收入按年增速

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%

資料來源：公司

圖 102：港股上市股份制商業銀行淨利息收入按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
中信銀行	998 HK	15.9%	13.5%	10.6%	10.2%
光大銀行	6818 HK	27.4%	1.2%	14.5%	14.1%
民生銀行	1988 HK	19.0%	7.6%	11.0%	2.3%
招商銀行	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%

資料來源：公司

圖 103：港股上市城市商業銀行淨利息收入按年增速

公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
天津銀行	1578 HK	32.7%	27.3%	16.8%	16.7%
青島銀行	3866 HK	13.4%	18.4%	16.5%	14.4%
哈爾濱銀行	6138 HK	38.2%	2.4%	23.2%	14.7%
重慶銀行	1963 HK	24.9%	24.8%	20.3%	12.4%
盛京銀行	2066 HK	27.0%	15.6%	26.2%	20.7%
鄭州銀行	6196 HK	-	31.9%	28.8%	30.7%
錦州銀行	416 HK	-	0.8%	71.5%	92.0%
徽商銀行	3698 HK	20.9%	12.1%	19.0%	29.9%
平均值		26.2%	16.7%	27.8%	28.9%

資料來源：公司

圖 104：港股上市農商行及郵儲銀行淨利息收入按年增速

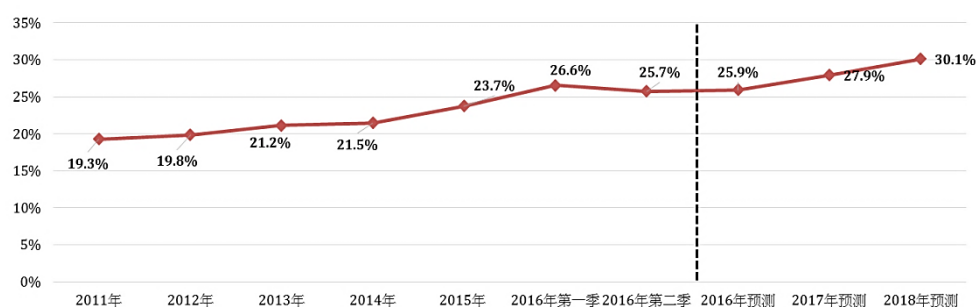
公司名称	股份代码	2012	2013	2014	2015
重農行	3618 HK	24.6%	19.9%	16.8%	9.9%
郵儲銀行	1658 HK	-	-	20.8%	6.8%

資料來源：公司

面臨傳統收入端和資產質量端的雙重挑戰，銀行業轉型也在逐步推進。展望未來，我們認為傳統業務雖然具有不可動搖的位置，但是銀行依託其廣闊的網點佈局以及強大的客戶基礎，也在逐步從傳統的資金調節機構逐步轉型成為綜合金融業務提供商。其中，非利息收入佔比的逐步提升也是銀行業轉型的重要標誌。

然而，我們認為銀行非利息收入增速的加快以及佔比的提升，除了受益於銀行自身多元化收入渠道的建設以外，也離不開政策的扶持以及中國金融體系的不斷完善和金融產品的不斷創新。銀行非利息收入主要受益於以下幾個方面業務的擴張：

1. 銀行業理財產品業務規模高速增長。2013 年至 2015 年，銀行業理財資金賬面餘額由人民幣 10.2 萬億元上升至人民幣 23.5 億元，年複合增長率達到 51.5%，並持續上升至 2016 上半年的人民幣 26.3 萬億元。相關銀行業機構的理財業務收益也在 2016 上半年達到人民幣 950.3 億元。銀行理財業務面臨日趨嚴格的監管（請參見章節：中國銀行業，下一步該怎麼走？），我們預測未來理財產品發行規模將有所放緩，但是過去幾年理財產品業務的銷售佣金、管理費和託管費等相關收入確實是整個行業非利息收入增長的重要引擎。
2. 國內金融市場不斷創新，產品內容日趨豐富。近年來，受益於保險、證券和基金行業的高速發展以及產品種類的多元化，銀行廣闊的網點佈局和手機銀行的不斷升級使其代銷業務收入大幅增長。與此同時，託管和受託佣金也大大提高。
3. 大金融集團的逐步建立、海外業務的持續擴張以及優異的投資表現，都豐富了銀行非利息收入的來源。其中，保險業務和融資租賃業務預計將是未來大金融戰略的業務發展重點。

圖 105：非利息收入佔比

資料來源：中國銀監會；招銀國際預測

在監管日趨嚴格的今天，充分提高資本的利用率、大力發展輕低資本消耗的業務以提高抗風險能力將是銀行業發展轉型的重點。值得投資者注意的是，我們認為銀行非利息收入業務的優異表現不僅使其財務表現受益，更重要的是體現出一家銀行逐步轉型為綜合金融服務提供平臺的能力。這其中，大型股份制商業銀行作為零售銀行市場拓展的先驅，依託其較為靈活的經營模式，以零售客戶和零售業務為核心，在輕資產升級轉型中表現最為突出。

圖 106：五間國有商業銀行非利息收入佔比

公司名稱	股份代碼	2011	2012	2013	2014	2015
工商銀行	1398 HK	22.9%	21.1%	23.4%	22.3%	24.1%
中國銀行	3988 HK	30.5%	29.8%	30.4%	29.6%	30.7%
建設銀行	939 HK	23.7%	23.6%	23.8%	21.4%	22.0%
農業銀行	1288 HK	19.1%	19.6%	19.2%	18.0%	19.4%
交通銀行	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%

資料來源：公司

圖 107：港股上市股份制商行非利息收入佔比

公司名稱	股份代碼	2011	2012	2013	2014	2015
中信銀行	998 HK	15.5%	15.9%	18.2%	24.1%	28.2%
光大銀行	6818 HK	14.6%	16.3%	22.4%	26.0%	28.8%
民生銀行	1988 HK	21.1%	25.0%	28.5%	31.8%	38.7%
招商銀行	3968 HK	21.0%	22.3%	25.6%	29.6%	32.4%
浙商銀行	2016 HK	-	9.3%	17.6%	16.5%	18.1%
平均值		18.1%	17.8%	22.5%	25.6%	29.2%

資料來源：公司

圖 108：港股上市城市商業銀行非利息收入佔比

公司名稱	股份代碼	2011	2012	2013	2014	2015
天津銀行	1578 HK	7.3%	6.6%	4.6%	8.0%	10.4%
青島銀行	3866 HK	7.5%	9.7%	13.2%	17.6%	17.8%
哈爾濱銀行	6138 HK	11.0%	13.7%	20.2%	18.1%	19.4%
重慶銀行	1963 HK	7.0%	10.9%	11.8%	16.7%	18.5%
盛京銀行	2066 HK	1.3%	1.8%	11.9%	11.6%	15.8%
鄭州銀行	6196 HK	-	13.1%	3.6%	4.0%	12.1%
錦州銀行	416 HK	-	6.7%	16.3%	2.9%	6.2%
徽商銀行	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%

資料來源：公司

圖 109：港股上市農商行及郵儲銀行非利息收入佔比

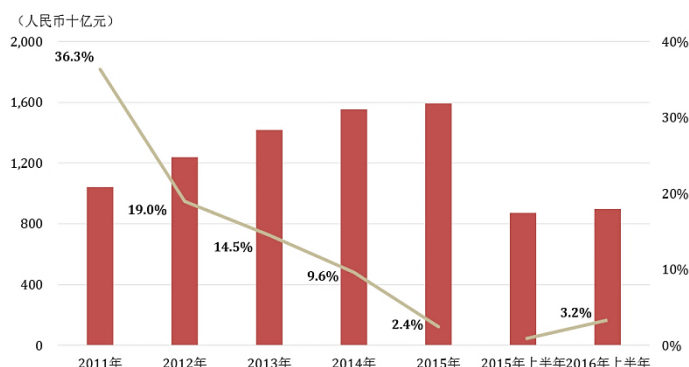
公司名稱	股份代碼	2011	2012	2013	2014	2015
重農行	3618 HK	5.5%	4.1%	3.8%	7.3%	7.9%
郵儲銀行	1658 HK	-	-	4.3%	3.5%	6.0%

資料來源：公司

銀行業高增長時代一去不復返

近年來，國內外經濟形勢日趨複雜，中國的宏觀經濟也面臨不斷下行的風險，銀行作為各類經濟活動的主要中介機構和參與者，也面臨著日趨嚴峻的經營環境。信貸資產質量的持續轉弱已經成為整個行業現在面臨的最嚴峻考驗，隨之而來的是淨利潤增長的大幅下跌。

圖 110：銀行業淨利潤及增速



資料來源：中國銀監會

港股上市的幾類銀行表現也與行業一致；其中，5 大國有商業銀行由於規模較大加之其特殊的行業領頭地位，其淨利潤增速也明顯低於行業平均水平。

圖 111：五間國有商業銀行淨利潤按年增速

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%

資料來源：公司

圖 112：港股上市股份制商行淨利潤按年增速

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%

資料來源：公司

圖 113：港股上市城市商業銀行淨利潤按年增速

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%

資料來源：公司

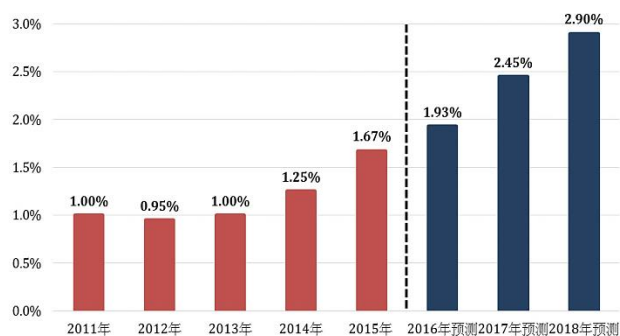
圖 114：港股上市農商行及郵儲銀行淨利潤按年增速

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%

資料來源：公司

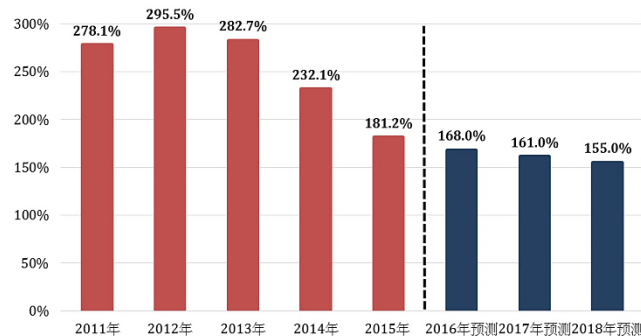
伴隨著撥備總額的持續上升，銀行業整體撥備覆蓋率大幅下降已成大勢所趨。截止 2016 年三季度，商業銀行的不良貸款率按年上升 0.17 個百分點至 1.76%；同時，其撥備覆蓋率則按年大幅下降 15.3 個百分點至 175.52%。換言之，即使是超低增長，也受惠於持續下跌的撥備覆蓋率。展望 2017 和 2018 年，我們認為不良貸款將會加速暴露，不良率的上升伴隨撥備覆蓋率下降的大趨勢仍然看不見明顯的拐點。

圖 115：不良貸款率



資料來源：中國銀監會，招銀國際預測

圖 116：撥備覆蓋率

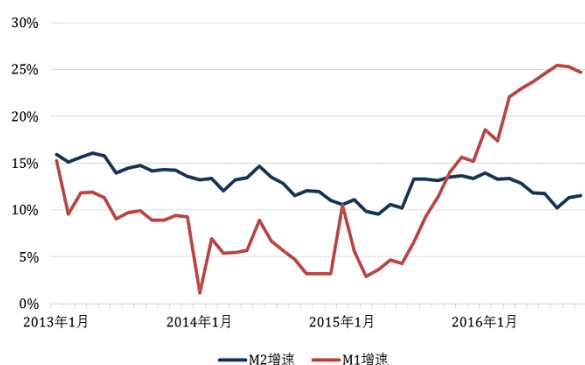


資料來源：中國銀監會；招銀國際預測

我們認為不良貸款率仍然維持在較低的水平主要是由以下幾個原因導致的：

1. “借新還舊”情況日益嚴重。2016 年 1-3 季度，新增社會融資規模按年上升了 12.9% 至人民幣 13.5 萬億元，其中新增人民幣貸款以及企業債券融資金額分別按年上升了 11.2% 和 42.4% 至人民幣 10.0 萬億元和人民幣 2.6 萬億元。與此同時，我們看到 M1 和 M2 增速的剪刀差卻在不斷加大。因此，我們推斷現在中國的整體投資氣氛仍然疲軟，優秀的企業更傾向保留資金。所以我們認為新增社會融資很大一部分是為了“借新還舊”。不良貸款的問題只會被延遲，而不會被解決。雖然不良貸款率較低，但是不良貸款餘額在過去幾年也保持了較高增長，2011 至 2015 年，不良貸款餘額的年複合增長率也達到 31.4%。

圖 117：M1、M2 貨幣增速變化



資料來源：中國人民銀行

圖 118：商業銀行不良貸款餘額



資料來源：中國銀監會

2. 五級貸款分類過程或存在不恰當的人為判斷。五級貸款的分類包含了諸多銀行專業人員的判斷，然而，過多的人為判斷也許不是完全合適的。我們認為許多暫時被歸類為正常和關注類的貸款也面臨著被重新分類的風險。
3. 中國宏觀經濟仍然面臨下行壓力。日趨複雜的宏觀經濟環境不僅僅對銀行的表現有影響，更重要的是會負面影響企業的還款能力，從而促使不良貸款持續增加。

4. 與宏觀經濟走勢相一致，銀行業貸款結構逐步發生改變。2016 年 10 月，新增人民幣貸款為 6,513 億元。其中，居民住戶中長期貸款增加 4,891 億元，佔新增人民幣貸款的 75%；非金融企業中長期貸款僅增加 728 億元，僅佔新增人民幣貸款總額的 11.2%，規模佔比大幅縮減。與此同時，從境內人民幣貸款的角度來看，信貸結構惡化的趨勢則更加明顯。2016 年 7 月，非金融企業新增人民幣境內貸款錄得負增長，當月新增人民幣境內貸款全部來自新增住戶貸款，其中，住戶中長期貸款則為主要推動引擎。但是，在中國房地產市場保持平穩運行的狀態下，新增人民幣貸款的不良率將也預計維持在一個很低的水平。然而，長遠來看，信貸結構的持續惡化將會給未來的經濟增長埋下潛在的隱患，與房貸相關的潛在不良貸款風險不可忽視。

圖 119：2016 年新增境內人民幣住戶中長期貸款情況



資料來源：中國人民銀行

以上，我們可以看到，銀行業的高增長時代已經一去不復返。這是內外因素的共同影響，也是銀行業持續轉型的必經之痛。然而，我們認為銀行增速的放緩已經在投資者的預期之內。面向未來，提升風險管控的能力，持續推進業務戰略轉型才是投資者關注的焦點。

中國銀行業，下一步該怎麼走？

綜上所述，我們看到中國銀行業面臨著越來越多的考驗，包括宏觀經濟下行、利率市場化程度加深以及資產質量持續惡化等。面對這些考驗，銀行業自身也在積極探索解決辦法。展望 2017 年，我們認為銀行業在以下三個方面進程將是值得投資者持續關注的。

1. 不良資產證券化和債轉股的實施將會給銀行的未來帶來哪些不確定性？
2. 擬實施的銀行理財業務新規將會怎樣影響銀行的資產負債表？
3. 商業銀行應該如何面對互聯網金融的不斷發展和第三方移動支付的迅速崛起？

債轉股與不良資產證券化

為應對未來越來越多的壞賬暴露，政府及監管機構出臺了多項政策，其中有兩項很早以前已經誕生的措施重新進入市場的視野，那就是債轉股以及不良資產證券化。

2016 年 10 月 10 日，國務院正式出臺《關於積極穩妥降低企業杠杆率的意見》，並隨《意見》刊發《關於市場化銀行債權轉股權的指導意見》，明確提出了以市場化、法制化方式，探索銀行債轉股模式來降低企業杠杆。

《意見》發佈後，建設銀行率先公佈為武漢鋼鐵集團及雲南錫業實施債轉股。建行與武鋼共同成立的合夥制基金已經落地，首期資金共人民幣 120 億元，其中建行通過募集社會資本出資 100 億元，預期總共兩期基金將幫助武鋼降低杠杆率約 10 個百分點。建行與雲南錫業的債轉股計劃涉及資金人民幣 100 億元，同樣通過籌集社會資本出資，預計可共幫助雲錫集團降低杠杆率 15 個百分點。而在此之前，中鋼集團的債轉股方案也獲得正式批准。

早在 1999 年，我國就曾成功通過債轉股化解銀行業巨額不良資產，並解除了國企大面積虧損的困境。當時的做法是，透過成立四大金融資產管理公司（即華融、信達、東方和長城），將銀行對企業的債券轉換為金融資產管理公司對企業的股權。企業的債務負擔由此減輕，短期內經營狀況得到了改善，同時，剝離了這些債權之後，銀行自身的資產質素也得到了增強。

不過，國家此次重啟債轉股，並不是對 17 年前的複製。與過去相比，我們認為新債轉股在操作上主要有以下幾點不同：

1. **主導部門不同。**1999 年的債轉股是由政府主導的，參與的企業也是由政府部門挑選並審查過的國有企業。而這次債轉股則將遵循法制化原則、通過市場化方式進行，政府不再干預其中，商業銀行、實施機構和對象企業成為最重要的主角。這也意味著，對象企業不再有政府兜底，而涉及的企業也不僅僅局限於國有企業。
2. **實施機構不同。**上一次債轉股中，債券與股權的轉換是透過成立四大金融資產管理公司實現的。而在這次的債轉股中，《指導意見》明確規定，除國家另有規定外，銀行不得直接將債券轉為股權。介入銀行與企業之間的便是實施機構。根據《指導意見》，實施機構可以是金融資產管理公司、保險資產管理公司、國有資本投資運營公司等，也可以是銀行在符合規定情況下設立的新機構；鼓勵機構引入社會資本，同時也鼓勵不同銀行間通過旗下機構交叉進行債轉股。新債轉股下，實施機構的多樣性大幅提升，符合市場化的要求，但另一方面，並非所有機構都有參與過債轉股的經驗，因此也為未來帶來了一定的不確定性。
3. **退出機制尚不明確。**在 1999 年的債轉股中，四大金融資產管理公司對持有的企業股權，一般通過企業回購、轉售、重組後上市等方式退出。新一次的債轉股《指導意見》，提出要採取多種市場化方式實現股權退出，包括轉讓、掛牌上市等方式。鑒於 1999 年的債轉股中，仍有大量企業股權持有在四大金融資產管理公司手中，未能順利退出，對於此次債轉股的退出機制能否有效運行仍然存疑。另外，儘管《指導意見》禁止將“僵屍企業”、有惡意逃廢債行為的企業、產能過剩行業的企業等列為債轉股對象，但在衡量標準沒有明確的情況下，銀行與實施機構或許很難做出正確判斷，能否真正落實也是影響退出機制有效性的的重要因素。

《指導意見》鼓勵銀行通過設立新機構參與債轉股。在這種情況下，銀行身份由債權人轉為股東。原本的企業債權人，當企業宣告破產時，其清償順序中排在股東之前；而一旦轉為股東後，將成為清償順序的末位，意味著一旦發生破產，銀行將基本得不到企業分配的剩餘財產，面對的損失將遠大於作為債權人時。作為股東的有利方面是，銀行可透過持有較高比例的股權，參與企業的管理與重組，以改善其經營狀況，通過企業價值的增加來獲得收益。但銀行在經營企業方面是否有足夠經驗和能力，以及對象企業本質上是否真的能夠起死回生，都為這一方式增加了不確定性。

本輪債轉股並非專門針對銀行的不良貸款，同時還包括關注類甚至正常類貸款。不良貸款轉股顯然可能在短時間內令銀行的不良貸款額下降、減少減值損失，但這些不良貸款究竟是由於前景良好的企業暫時遇到困難所造成，還是企業本身經營已出現無法扭轉的問題而造成，銀行需要謹慎判斷，如果是後者，那麼銀行面對的風險更甚於未轉股前。而對關注類以上貸款進行轉股，相當於銀行生息資產的減少，銀行利潤額最大來源——利息收入相應會受到影響；同時，被列入關注類及正常類的企業存在多少債轉股的意願仍然是個問號。

債轉股還可能對銀行的資本充足率產生負面影響。根據當前的資本管理辦法，在權重法下，銀行對被動持有的對工商企業的股權投資和因政策性原因並經國務院特別批准的對工商商業企業的股權投資權重達到 400%，而對工商企業的其他股權投資權重高達 1,250%。這意味著若銀行較大規模地進行債轉股，風險加權資產將顯著增加，令資本充足率受到考驗。除此之外，債轉股還有諸多不確定的細節，暫時難以評估它的效果。這其中包括轉股如何定價、實施機構如何退出、銀行的持股期限以及持股期間的會計處理等。

綜上所述，我們對於銀行債轉股持負面看法。對於債臺高築的企業而言，債轉股能夠幫助他們降低杠杆率、緩解流動性短缺。但由於實施機構主體仍為資產管理公司、銀行旗下子公司等金融行業機構，風險並沒有解除，而很有可能只是從金融系統的一端轉移到了另一端。不良資產的問題或許未能解決，只是被延遲。

不良資產證券化

2016 年初，國務院批准五大國有銀行及招商銀行共六家銀行為首批不良資產證券化試點，試點額度為人民幣 500 億元。這是自 2008 年監管機構叫停商業銀行不良資產證券化以來的首次重啟。3 月 26 日，中國銀行及招商銀行打響頭炮，發佈“中譽一期”及“和華一期”兩隻不良資產證券化產品，至今，六家試點銀行已全部完成產品發行，總額達到人民幣 96.3 億元，未償還本息額共計人民幣 332.5 億元。這些產品的基礎資產主要為對公不良貸款，而招商銀行的“和華一期”和建設銀行的“建鑫二期”則分別以信用卡不良資產及個人按揭貸款的不良資產為基礎資產。

2016 年下半年，試點銀行在發行不良資產證券化產品方面明顯提速，但以發行總額計，已發行產品僅佔批准額度的 19.3%。與此同時，截止 2016 年上半年，我國商業銀行總體不良貸款餘額達到人民幣 1.44 萬億元，較 2015 年年末增長人民幣 1627 億元。

未來，我們預期這六家試點銀行將繼續發行不良資產證券化產品，另一方面，試點範圍有望放寬，有更多商業銀行加入到發行產品的行列。透過發行不良資產證券化產品，銀行可以將不良貸款快速地轉移至表外，降低不良貸款率以及相應撥備。已發行的產品獲得了市場的廣泛歡迎，但據我們估計，半數以上的產品仍然為銀行間機構所購買，這也意味著風險仍然留存在金融系統內。2016 年 10 月，銀監會下發《關於適當調整地方資產管理公司有關政策的函》，放寬地方資產管理在處置不良資產上的限制，允許各省增設一家地方資管公司，並允許以債務重組、對外轉讓等方式處置不良資產。相信未來不良資產證券化產品將更加成熟，處置不良資產的渠道也將愈發多元化，這都將大大提升銀行化解不良貸款的效率。

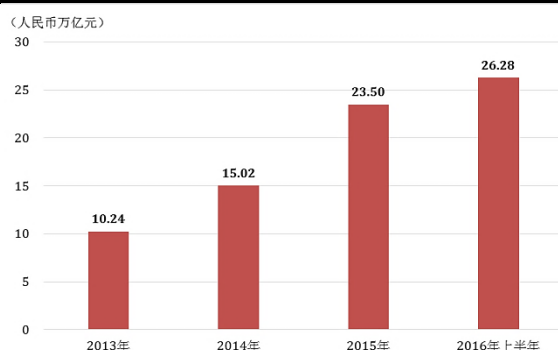
圖 120：商業銀行已發行的不良資產證券化產品統計

股份	時間	名稱	總金額 (人民幣億元)	優先級 (人民幣億元)	次級 (人民幣億元)
中國銀行 (3988 HK)	2016年5月26日	“中譽一期”	3.01	2.35	0.66
招商銀行 (3968 HK)	2016年5月26日	“和萃一期”	2.33	1.88	0.45
招商銀行 (3968 HK)	2016年6月28日	“和萃二期”	4.70	3.60	1.10
農業銀行 (1288 HK)	2016年7月29日	“農盈一期”	30.64	20.62	10.02
建設銀行 (939 HK)	2016年9月20日	“建鑫一期”	7.02	4.64	2.38
建設銀行 (939 HK)	2016年9月23日	“建鑫二期”	15.60	12.00	3.60
工商銀行 (1398 HK)	2016年9月27日	“工元一期”	10.77	6.64	4.13
招商銀行 (3968 HK)	2016年9月28日	“和萃三期”	6.43	4.00	2.43
交通銀行 (3328 HK)	2016年11月8日	“交誠一期”	15.80	11.50	4.30

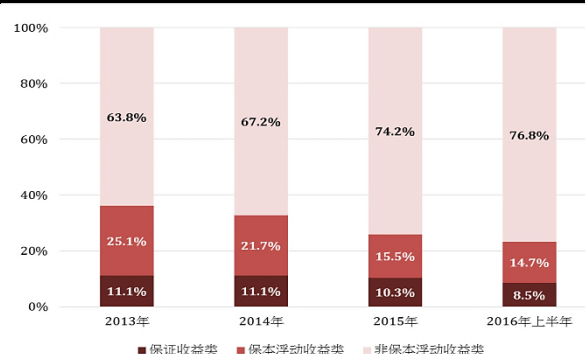
資料來源：中國債券信息網

理財產品監管收緊

近年來，理財業務所帶來的銷售收入、管理費以及託管業務收入等都是銀行業淨手續費及傭金收入增長的重要引擎。其中，股份制商業銀行充分利用其零售銀行業務的先驅優勢，截至 2016 上半年，股份制銀行的理財存續餘額達到人民幣 10.9 萬億元，市場佔比高出大型銀行 7.2 個百分點達到 41.5%。展望未來，銀行業理財業務規模增長預計有所放緩，資金鏈將經受考驗。與此同時，理財業務的分類將更加明確且有從表外逐步轉移至表內的趨勢。

圖 121：理財資金賬面餘額

資料來源：銀行業理財登記託管中心

圖 122：不同收益類型產品佔比

資料來源：銀行業理財登記託管中心

2016 年 7 月，根據媒體報道，銀監會下發《商業銀行理財業務監督管理辦法（徵求意見稿）》。這份文件較之此前一版徵求意見稿，主要有以下幾點更新：

- 商業銀行的理財業務將被分為兩類，即“基礎類理財業務”和“綜合類理財業務”。只有綜合類理財業務允許投資非標準化債券資產或權益類資產。與此同時，可以從事綜合類理財業務的銀行也需要具備以下條件，包括公司治理良好、擁有發展理財業務的專業人員、監管評級良好以及資本淨額不低於人民幣 50 億元等。我們相信，目前大部分在港上市的銀行都符合這些條件，能夠開展綜合類理財業務。
- 根據新規，銀行需以產品管理費收入為基礎，為理財業務計提風險準備金。除結構性理財產品外的預期收益型產品，需按產品管理費收入的 50% 計提；淨值型產品、結構性產品及其他理財產品則按管理費收入的 10% 計提，直到準備金餘額達到理財產品餘額的 1%。我們預期，這項風險準備金更有可能體現在資產負債表上，從留存收益中轉移到準備金中。但如果新規要求風險準備金自損益表中的管理費中扣除，那麼銀行的盈利將受到負面影響，並預計會相應減少派息。

3. 同時，理財產品的投資渠道監管更加嚴格。信託計劃預計將是日後唯一可與理財產品對接的非標投資渠道。其他非信託渠道，包括證券公司的資產管理計劃或基金子公司都不得與理財產品對接。我們相信，這主要是因為信託公司受銀監會監管，而證券公司和基金公司則受證監會監管；銀監會傾向於將理財產品全部納入自己的管轄範疇。

與此同時，銀監也有意將銀行表外理財業務也正式納入宏觀審慎評估（MPA）廣義信貸範圍，逐步引導銀行加強表外業務的風險管理。雖然短期內對銀行表外理財業務的實質衝擊有限。但是，理財業務產品作為影子銀行最主要的組成部分，其規模的迅速擴大以及可能帶來的風險引起了監管機構的重視。監管機構擬逐步壓縮影子銀行規模、規範理財資金投向的意圖已然十分明確。

移動支付市場，銀行背水一戰

隨著互聯網金融的不斷發展，銀行業的許多業務也出現了由線下向線上不斷轉移的趨勢，經營成本得到了更好地控制。除此之外，利用大數據的檢測，銀行業更好地掌握了資金的流向以及預測了客戶的需求，客戶的粘性也不斷提高。但是，這些改變並未使銀行的業務發生實質的變化。我們認為，互聯網金融的發展，尤其是第三方支付平臺的擴張，真正對銀行影響較大的是客戶資金沉澱的平臺逐步發生轉移以及其中蘊含的潛在風險和挑戰。

截至目前，央行共計頒佈了 270 張第三方支付牌照。任何一項經濟活動都離不開支付環節。第三方支付，尤其是移動端支付的迅速擴張，在很大程度上改變了傳統的以銀聯為主導的銀行卡支付模式。隨著智能手機的運用範圍迅速擴大，第三方（不包括銀聯、銀行以及運營商）移動支付市場規模也迅速擴大。根據比達數據中心的信息，2015 年，第三方移動支付交易規模按年增長 57.1% 到人民幣 9.31 萬億元；其中，支付寶和財付通的市佔率分別到達 72.9% 和 17.4%。面對第三方支付規模的迅速擴張，與銀聯攜手的 Apple Pay 以及 Samsung Pay 也逐步進入中國市場。我們認為這絕對不僅僅是為了搶佔移動支付端的市場，更加重要的是重新引導客戶資金的流向。

初始階段，銀行與第三方支付更多的是相互協作的關係。然而，以支付寶和財付通為主要代表的第三方支付平臺近年來建立了一個相對完整且封閉的平臺運營模式，充分運用平臺優勢大力拓展各種支付場景且逐步搭建出一個創新型的金融業務平臺，主要代表為理財通和螞蟻聚寶等投資理財和生活繳費等服務。隨著第三方支付平臺的不斷完善，銀行在整個環節裡只能作為一個資金流向的通道，完全脫離了對客戶資金流向的監管，同時也逐步失去了引導客戶沉澱資金的能力。我們認為，支付端市場競爭格局的改變所帶來的客戶資金沉澱和流向的變化以及潛在的金融監管風險，才是最值得監管機構和銀行警惕的。

展望未來，我們相信銀行會更積極地投入移動支付端市場的競爭。然而，Apple Pay、Samsung Pay 以及銀聯雲閃付由於推出時間較短且適用範圍仍然僅維持在支付環節，暫時很難動搖支付寶和財付通的市場地位。不過，我們看到，第三方支付平臺是由擴展支付場景端逐步向綜合金融服務端轉移，與銀行發展方向相反。我們認為銀行也可以逐步由綜合金融服務端轉為擴展更多的支付場景，通過交叉補貼、構建更多的應用場景、逐步培養用戶習慣等方式逐步完善其支付系統，從而更好地引導客戶的資金流。

銀行業寒冬預計仍將持續

最後，我們認為未來幾年中國銀行業的寒冬仍然還將持續。收入增長以及盈利能力持續受壓、不良資產持續暴露以及監管規則日趨嚴格等都將是整個行業的總體趨勢。但是，以現在香港上市銀行的整體估值來看，我們認為銀行業未來預計面臨的挑戰已經絕大部分反映在了其較低的估值裡，未來估值向下的空間也比較有限。與此同時，在全球低息環境預計延續的大環境之下，我們認為大型銀行的較高股息率也是吸引投資者的一個重要因素。

圖 123：港股上市銀行估值以及息率概覽

1・大型商業銀行

公司名稱	股份代碼	市帳率			股息率		
		2015	2016預測	2017預測	2015	2016預測	2017預測
工商銀行	1398 HK	0.83	0.73	0.66	5.8%	5.8%	5.9%
中國銀行	3988 HK	0.73	0.66	0.59	5.9%	5.8%	5.8%
建設銀行	939 HK	0.85	0.76	0.69	5.7%	5.6%	5.7%
農業銀行	1288 HK	0.80	0.69	0.63	6.0%	5.9%	5.9%
交通銀行	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%

資料來源：彭博、招銀國際預測

2・股份制商業銀行

公司名稱	股份代碼	市帳率			股息率		
		2015	2016預測	2017預測	2015	2016預測	2017預測
中信銀行	998 HK	0.66	0.59	0.54	4.9%	5.0%	5.1%
光大銀行	6818 HK	0.65	0.62	0.57	6.1%	6.0%	6.2%
民生銀行	1988 HK	0.93	0.82	0.73	3.1%	3.2%	3.2%
招商銀行	3968 HK	1.11	0.99	0.89	4.3%	4.4%	4.7%
浙商銀行	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%

資料來源：彭博、招銀國際預測

3・城市商業銀行

公司名稱	股份代碼	市帳率			股息率		
		2015	2016預測	2017預測	2015	2016預測	2017預測
天津銀行	1578 HK	0.87	N/A	N/A	3.2%	N/A	N/A
青島銀行	3866 HK	1.06	N/A	N/A	4.6%	N/A	N/A
哈爾濱銀行	6138 HK	0.69	0.60	0.54	5.2%	5.5%	6.2%
重慶銀行	1963 HK	0.78	0.71	0.62	4.9%	5.1%	5.5%
盛京銀行	2066 HK	0.94	N/A	N/A	4.2%	N/A	N/A
鄭州銀行	6196 HK	1.19	1.02	0.88	4.9%	5.6%	6.3%
錦州銀行	416 HK	1.58	N/A	N/A	1.9%	N/A	N/A
徽商銀行	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%

資料來源：彭博、招銀國際預測

4・農村商業銀行及郵儲銀行

公司名稱	股份代碼	市帳率			股息率		
		2015	2016預測	2017預測	2015	2016預測	2017預測
重農行	3618 HK	0.79	0.71	0.63	5.1%	5.1%	5.1%
郵儲銀行	1658 HK	0.94	0.85	0.77	0.0%	2.3%	2.5%

資料來源：彭博、招銀國際預測

中國保險板塊 優於大市

業務穩健增長，估值修復可期

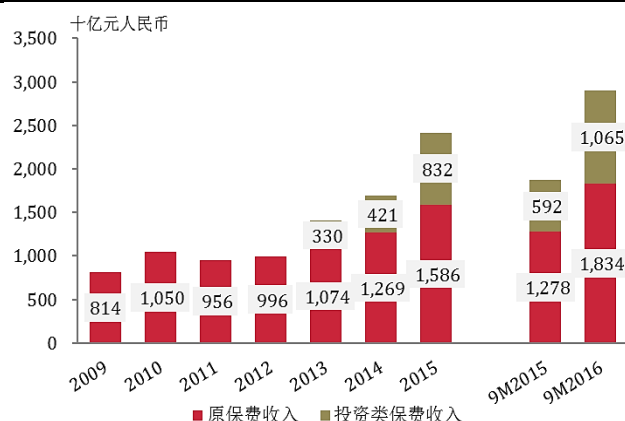
承保業務不斷進步

壽險業迎來前所未有的發展機遇

近年來保險業政策支持力度加強，銷售隊伍快速擴張，在低利率環境下保險產品比同期其他理財產品更具吸引力，壽險行業迎來了前所未有的發展機遇，保費收入持續增長。2015 年，壽險公司原保費收入 1.59 萬億元，同比增長 25%。2016 年前三季度，壽險公司原保費收入共計 1.83 萬億元，同比增速達到 43.6%。由於今年下半年加強了保障性產品的佔比，前三季度萬能險和投連險等投資類保費收入同比增長 79.7%至 1.07 萬億元，增速較上半年明顯減緩；前三季度合計規模保費 2.90 萬億元，同比大增 55.0%。

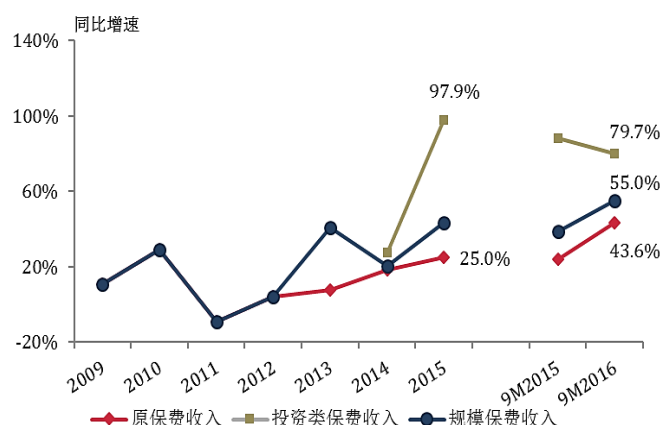
市場格局發生顯著變化。近年來一些新晉壽險公司表現搶眼，通過大量銷售短期理財類產品快速崛起，並迅速搶佔市場份額。傳統上市壽險企業受到一定衝擊，市場份額（按原保費計算）出現不同程度下滑，其中新華人壽（1336 HK）、太平人壽（966 HK）在 2016 年前三季度的市場排名也較 2015 年出現下降。

圖 124：2016 年前三季度壽險公司原保費收入 1.83 萬億元



資料來源：萬得數據，招銀國際

圖 125：原保費和規模保費均大幅增長



資料來源：公司，招銀國際

圖 126：上市壽險企業原保費及規模保費增速低於行業平均

公司	股票代碼	原保費收入(百萬元人民幣)			規模保費收入*(百萬元人民幣)		
		9M2015	9M2016	同比	9M2015	9M2016	同比
中國人壽	2628 HK	310,500	376,302	21.2%	325,604	496,432	52.5%
平安人壽	2318 HK	163,992	218,491	33.2%	232,450	291,771	25.5%
太保人壽	2601 HK	89,552	117,335	31.0%	95,297	128,377	34.7%
人保人壽	1339 HK	80,040	95,351	19.1%	85,179	105,771	24.2%
新華人壽	1336 HK	94,623	93,418	-1.3%	96,885	96,978	0.1%
太平人壽	966 HK	63,383	76,492	20.7%	65,464	80,793	23.4%
行業		1,277,763	1,834,334	43.6%	1,870,096	2,899,034	55.0%

資料來源：保監會，招銀國際

*規模保費收入包含原保費收入，以及萬能險和投連險等投資類保費收入

圖 127：按原保費收入計算，上市壽險企業市場份額下滑

公司	股票代碼	2016年1-9月 市場份額		2015年市場份額	
		%	排名	%	排名
中國人壽	2628 HK	20.5%	1	23.0%	1
平安人壽	2318 HK	11.9%	2	13.1%	2
太保人壽	2601 HK	6.4%	3	6.8%	4
和諧健康	N/A	5.7%	4	1.9%	11
人保人壽	1339 HK	5.2%	5	5.6%	5
新华人壽	1336 HK	5.1%	6	7.1%	3
富德生命人壽	N/A	5.0%	7	5.0%	7
安邦人壽	N/A	4.8%	8	3.4%	9
泰康人壽	N/A	4.2%	9	4.8%	8
太平人壽	966 HK	4.2%	10	5.0%	6
合計：上市壽險公司		53.3%		60.6%	

資料來源：保監會，招銀國際

財產險保費增速放緩，綜合成本率保持穩定

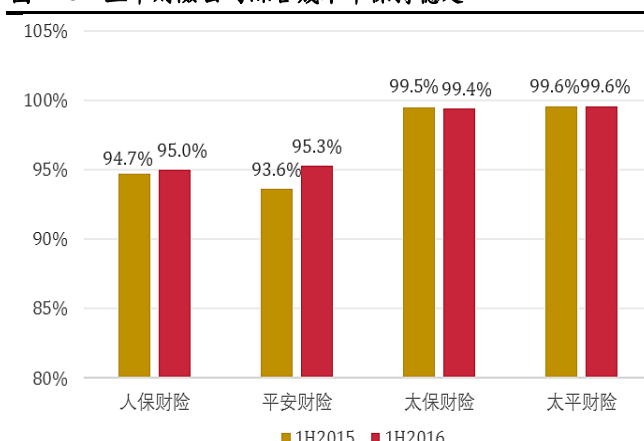
在宏觀經濟下行、自然災害頻發、車險費率改革等背景下，財產險保費增速自 2013 年以來呈逐年下降的趨勢。2016 年前三季度，財產險公司實現保費收入 6,825 億元，同比增長 9.0%，較去年同期放緩 2.4 個百分點。在三大財險企業中，人保財險（2328 HK）前三季度保費收入同比增長 10.6%，超過行業平均，平安財險（2318 HK）和太保財險（2601 HK）由於自身業務調整、注重提質增效等原因，保費增速分別為 4.8% 和 1.2%。儘管保費增速放緩，但上市財險公司在承保質量管控和成本控制等方面均取得一定成效，2016 年上半年綜合成本率較去年同期基本保持穩定。

圖 128：財產險公司保費收入增速繼續放緩



資料來源：保監會，萬得數據，招銀國際

圖 129：上市財險公司綜合成本率保持穩定



資料來源：公司，招銀國際

圖 130：上市壽險企業原保費及規模保費增速低於行業平均

公司	股票代碼	原保費收入(百萬元人民幣)			2016年1-9月 市場份額		2015年市場份額	
		9M2015	9M2016	同比	%	排名	%	排名
人保財險	2328 HK	211,658	234,002	10.6%	34.3%	1	33.4%	1
平安財險	2318 HK	121,638	127,427	4.8%	18.7%	2	19.4%	2
太保財險	2601 HK	70,632	71,495	1.2%	10.5%	3	11.2%	3
太平財險	966 HK	11,722	13,451	14.8%	2.0%	8	1.9%	9
行業		626,280	682,484	9.0%				

資料來源：保監會，招銀國際

保險資金運用餘額逐年攀升，投資渠道更寬

隨著保費收入的提升，保險業總資產和資金運用餘額也逐年提升。2008-2015 年，保險業資金運用餘額符合增長率高達 20.36%。2016 年三季度末，保險資金運用餘額達到 12.83 萬億元，較年初增長 14.75%。

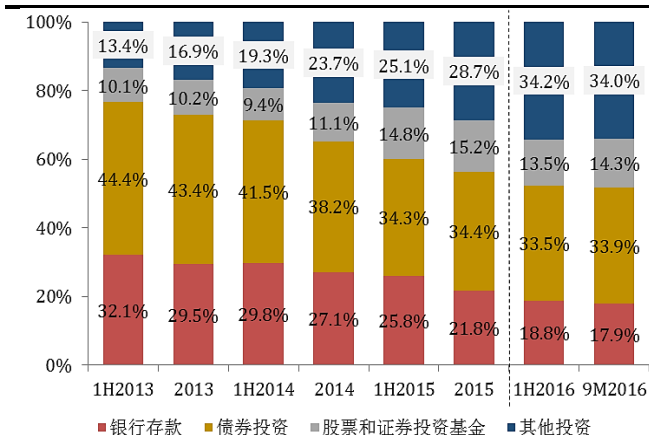
2012 年以來，監管部門在“管住後端”的同時，逐步放開保險資產管理範圍和投資渠道。保險公司的投資標的逐漸從銀行存款、債券等品種擴大到收益率較高的權益類資產、不動產資產和其他“非標資產”。2015 年在 A 股“牛市”的帶動下，保險公司股票和證券基金投資佔比較 2014 年提升 4.1 個百分點至 15.2%。隨後 A 股進入調整期，2016 年保險公司適當減少股票和基金配置，加大了收益率較高、較為穩定的非標資產投資的佔比，以抵禦利率下行和股市動盪雙重風險。

圖 131：2016 年三季度末保險資金運用餘額達 12.83 萬億元



資料來源：保監會，萬得數據，招銀國際

圖 132：保險資金運用情況



資料來源：公司，招銀國際

上市壽險企業業務結構優化，新業務價值增長迅猛

在保費穩健增長的同時，上市壽險企業的業務結構持續優化，產品結構持續改善，長期保障型產品對收入和利潤的貢獻穩步提高。新業務價值率較高的個險渠道業務迅速發展，若論個險渠道首年保費在首年總保費中的佔比，中國人壽、新華保險均比去年同期提升近 10 個百分點，太保壽險比去年同期提升 7.8 個百分點，平安雖略降 1.7 個百分點，但仍保持在 80.5% 的較高水平。除此之外，各壽險公司更重視期繳業務，首年期繳保費在首年總保費中的佔比均有不同程度的提升。

業務結構的改善帶來了可持續的價值增長。2016 年上半年，上市壽險公司平均新業務價值同比增速高達 47.5%。太平壽險、太保壽險、人保壽險、中國人壽新業務價值同比增速均超過了 50%。可以說，2016 年險企新業務價值的突破性增長是近年來堅持業務結構轉型的集中體現、也與營銷員隊伍的不斷壯大密不可分。2017 年，我們預計壽險企業業務結構將持續優化，新業務價值的增長是可持續的。

圖 133：個險渠道及期繳業務佔比穩步提升

公司	股票代碼	2012	2013	2014	2015	1H15	1H16
個險渠道首年保費/總首年保費							
中國人壽	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%
太保壽險	2601 HK	N/A	42.4%	53.6%	76.0%	74.4%	82.2%
新華保險	1336 HK	33.3%	27.1%	26.9%	31.6%	24.3%	34.2%
首年期繳保費/總首年保費							
中國人壽	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%
太保壽險	2601 HK	40.6%	45.4%	54.4%	75.8%	75.7%	80.2%
新華保險	1336 HK	44.5%	32.3%	28.0%	32.8%	24.2%	39.0%

資料來源：公司，招銀國際

圖 134：2016 年壽險新業務價值同比增速喜人

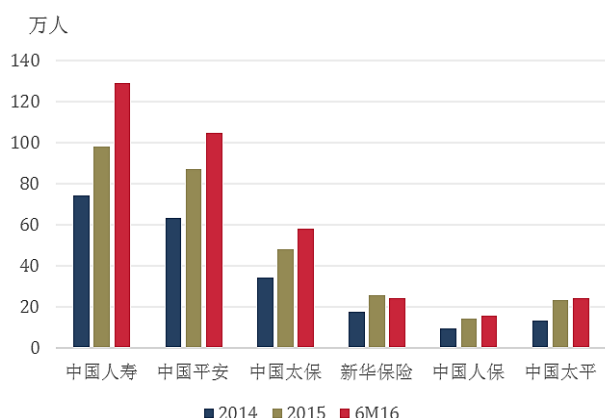
公司	股票代码	1H16 (百万人民币)	1H15 (百万人民币)	同比增速
中国人寿	2628 HK	28,021	18,637	50.4%
平安寿险	2318 HK	24,017	16,825	42.7%
太保寿险	2601 HK	11,264	7,227	55.9%
新华人寿	1336 HK	4,049	3,428	18.1%
太平寿险（百万港币）	966 HK	5,236	3,246	61.3%
人保寿险	1339 HK	2,880	1,839	56.6%
平均				47.5%

資料來源：公司，招銀國際

抓住機遇擴張壽險營銷員隊伍

自 2015 年下半年起，保險公司抓住壽險行業發展的黃金窗口和保險營銷員資格考試取消等政策機遇，大力發展保險代理人隊伍。2016 年上半年，六家上市壽險公司代理人總人數較 2015 年末增長 20.1%，達到近 356 萬人。據媒體統計，截至 2016 年一季度，整個壽險業約有 710 萬保險代理人，較 2015 年 10 月底的 505 萬提升了 40.6%，保代滲透率（即保險代理人人數佔全國總人口的比重）在 0.5% 左右，與發達國家或地區尚有差距。所以整體來看，未來中國保險代理人不僅在人數方面，更在學歷、專業素養等方面都有提升的空間。

發展個險業務，需要一定的代理人規模，但是提升舉績率和人均產能則更為關鍵。我們預計 2016 年各上市險企人均產能將與上年基本持平或小幅提升。2017 年，我們預計各上市險企增員速度將放緩，此前不合格的代理人將陸續淘汰，公司更注重代理人隊伍的提質增效，在控制傭金支出方面將面臨挑戰。

圖 135：保險代理人隊伍迅速擴張

資料來源：保監會，萬得數據，招銀國際

保險牌照依然搶手

近年來，各路資本紛紛湧入保險行業，一方面是基於保險行業規模迅速增長、政策扶持力度加大等利好，另一方面則是看中保險資金運用的靈活性和險資巨大的運用空間。

2016 年共有 15 家保險公司拿到了牌照，審批速度相較於 2015 年的 13 家和 2014 年的 8 家有所加快。但相對於目前超過 200 多家排隊申請牌照的企業而言，保險牌照依然屬稀缺資源。擬設立保險公司的股東中不乏上市公司。其中，中國人保集團和人保財險聯合發起成立人保再保險股份有限公司，開啟人保在再保險領域的佈局；太平財險與多家企業聯合發起太平科技保險股份有限公司，從事財產險業務。

圖 136：2016 年至今共有 15 家保險公司獲得牌照

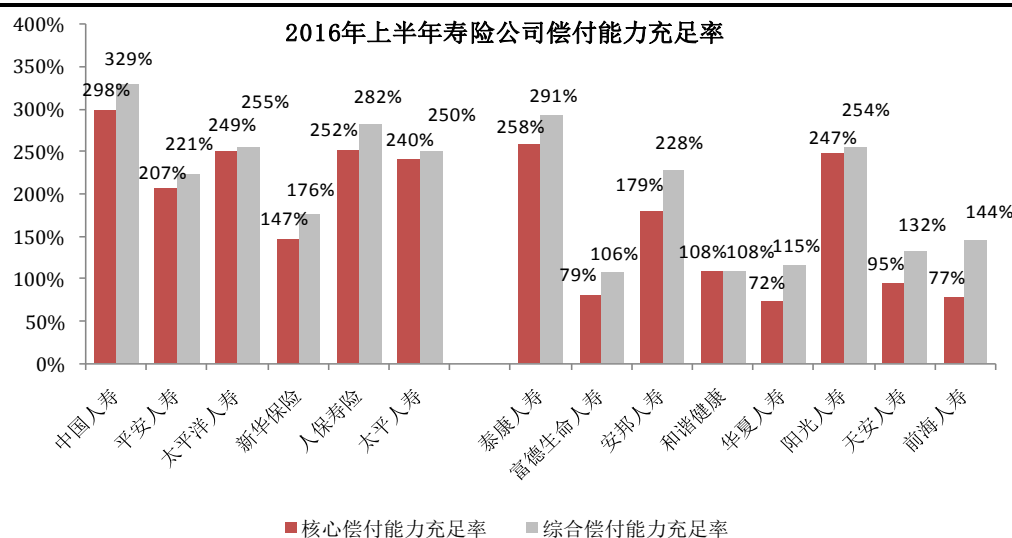
批准日期	公司名	公司種類	發起人	註冊資本
3/23/2016	三峡人寿保险股份有限公司	寿险	重庆渝富资产管理集团有限公司、重庆高科集团有限公司新华联控股有限公司、重庆迪马工业有限责任公司、江苏华西同诚投资控股集团有限公司等	10亿
6/23/2016	华贵人寿保险股份有限公司	寿险	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司、华康保险代理有限公司、贵州贵安金融投资有限公司、贵州省贵民投资有限责任公司等	10亿
7/29/2016	爱心人寿保险股份有限公司	寿险	北京保险产业园投资控股有限公司、深圳市同心投资基金股份公司、吉林省煤业集团有限公司、深圳市中洲置地有限公司等	17亿
7/29/2016	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

資料來源：保監會，招銀國際

行業更趨市場化，上市保險公司不斷進步

更多市場主體的進入，意味著未來保險行業市場化趨勢會越來越明顯，競爭更為激烈，有益於行業長遠發展。但我們認為，保險行業或將出現洗牌，優勝劣汰在所難免。保監會“放開前端、管住後端”的監管指引對保險公司資產負債管理能力和風險管控能力提出了更高的要求。在“回歸保險本源”、保險公司應姓“保”的要求下，一些商業模式激進短視、資本充足率不達標的保險公司會面臨更多的監管限制。

目前上市的保險公司是業內的龍頭和標杆，產品結構以保障型業務為主，注重業務的質量 and 價值增長。近年來，各家上市保險公司積極推動自身轉型升級，從以產品為導向逐步轉化為以客戶需求為導向，在產品創新、服務創新等方面都取得不錯的成效，同時業務模式和管理模式更趨市場化，這些積極的進步都有利於上市保險公司的長遠發展，並在日趨激烈的市場競爭中立於不敗之地。雖然面臨新晉保險企業的挑戰，但我們看到傳統的上市保險公司能夠做到保持定力，堅持自身戰略方向穩紮穩打，儘管保費增速低於行業平均，但新業務價值增速喜人，在“償二代”下保持良好穩健的償付能力充足率。

圖 137：上市壽險企業償付能力充足率更為穩健

資料來源：公司，招銀國際

繼續受惠於政策支持，健康和養老保險發展空間巨大

近年來，國家先後出臺政策支持商業健康保險的發展。2015 年稅優型健康險破冰而出，意在通過稅收杠杆，撬動商業健康險行業的發展。2016 年 10 月中共中央、國務院發佈的《“健康中國 2030”規劃綱要》指出，要落實商業健康險稅收等優惠政策，鼓勵企業、個人參加商業健康保險及多種形式的補充保險；豐富健康保險產品，鼓勵開發與健康管理服務相關的健康保險產品；促進商業保險公司與醫療、體檢、護理等機構合作；到 2030 年，商業健康保險賠付支出佔衛生總費用比重顯著提高。

可以預見，未來大健康領域將開啟一個萬億市場。上市險企也在積極佈局，不僅局限於開發和銷售健康險產品，更是將觸角延伸至大健康產業鏈中醫療、健康管理等各個環節。健康險牌照競爭十分激烈，目前僅有五大專業健康險公司——人保健康、平安健康、太保安聯、昆侖健康、和諧健康。另有三家已獲得牌照，正在籌備階段，包括複星聯合健康保險、和泰人壽（騰訊子公司參投）和愛心人壽（北京保險產業園區牽頭）。

另一個新的萬億市場將在養老領域開啟。“十三五”期間，將促進保險機構參與社會養老服務體系建設，參與社會養老基金的市場化管理，全面推開個人稅收遞延型商業養老保險；支持有條件的保險機構投入養老服務業和老齡產業，推動保險養老社區的建設，促進老年人住房反向抵押養老保險和長期福利保險的發展。

2017 年投資風險

儘管行業發展潛力巨大，但是近幾年保險企業面臨著階段性困境。投資收益率下行、低利率環境持續、股市波動等因素，導致投資收益下滑、傳統險準備金增加計提，保險公司整體利潤下滑壓力較大。2016 年上半年，在港股上市的 7 家直保公司除中國平安（2318 HK）外，均錄得淨利潤同比下跌，跌幅在 26.2%至 67%不等。預計 2016 全年利潤仍將維持同比下跌，但由於下半年股票投資表現或優於去年同期，故我們預計全年利潤跌幅將較上半年有所收窄。

全行業保費增速可能會放緩

產險在宏觀經濟下行壓力增大的背景下，保費收入增速可能繼續下行的態勢。壽險保費增速預計亦將放緩，一方面是由於 2016 年高基數效應的影響，另一方面，2016 年 3 月和 9 月，保監會連續發文規範中短存續期人身險產品（以往稱為高現金價值產品）的銷售。由於這部分產品的銷售多在年初“開門紅”季，所以監管的收緊並未對今年的壽險保費收入產生實質性影響，但我們預計 2017 年受此影響，保險公司產品策略將作出調整，主打中短存續期產品的壽險公司業務模式將受到挑戰，壽險行業整體的保費增速可能會放緩。對於上市保險公司而言，由於中短存續期產品的佔比很小，故監管收緊對其影響應該不大，但仍應警惕行業保費增速下滑的風險波及到上市公司。

圖 138: 2016 年保監會加大中短存續期業務的監管

文件	发布时间	涉及到中短存續期業務監管的主要內容
《中國保監會關於規範中短存續期人身保險產品有關事項的通知》	2016/3/18	1. 保險公司銷售中短存續期產品的，應保持綜合償付能力充足率不低於100%且核心償付能力充足率不低於50%。 2. 自2016年1月1日起，中短存續期產品年度保費收入應控制在公司最近季度末投入資本和淨資產較大者的2倍以內。 3. 對2015年度中短存續期產品保費收入高於當年投入資本和淨資產較大者2倍的保險公司，自2016年1月1日起給予公司5年的過渡期。 4. 保險公司所銷售的預期60%以上的保單存續時間在1年以上（含1年）3年以下（不含3年）的中短存續期產品的年度保費收入，2016年應控制在總體限額的90%以內，2017年應控制在總體限額的70%以內，2018年及以後應控制在總體限額的50%以內。
《關於強化人身保險產品監管工作的通知》	2016/9/6	1. 對人身保險產品實行事後備案和事後抽查管理，建立人身保險產品退出機制、問責機制、回溯機制、信息披露機制 2. 禁止保險公司使用“利息”、“預期收益”等詞語宣傳產品，禁止保險公司參加互聯網競價排名銷售活動等 3. 保險公司對萬能險要建立單獨核算制度，單獨管理萬能賬戶。當萬能賬戶的實際投資收益率連續3個月小於實際結算利率且特別儲備不能彌補其差額時，當月實際結算利率應當不低於最低保證利率與實際投資收益率的較大者
《中國保監會關於進一步完善人身保險精算制度有關事項的通知》	2016/9/6	1. 萬能保險責任準備金評估利率上限下調0.5個百分點至3%，普通型人身保險產品評估利率維持3.5%不變 2. 自2019年開始中短存續期業務占比不得超過50%，2020年和2021年進一步降至40%和30% 3. 投資連結保險產品納入中短存續期產品的規範範圍，保單貸款比例不得高於現金價值或賬戶價值的80%

資料來源：保監會，招銀國際

投資收益下降

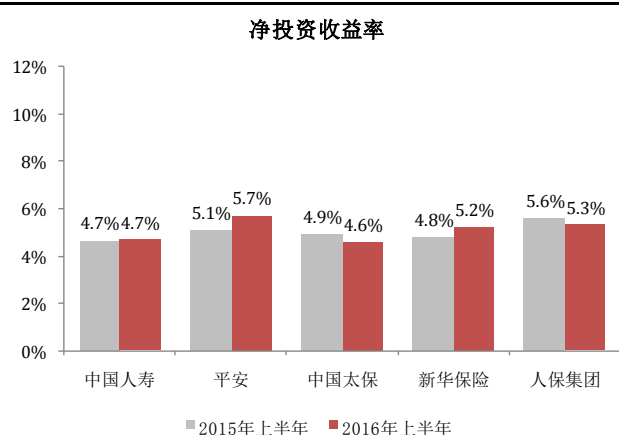
低利率環境和股市調整導致投資收益下滑。從 2016 年上半年的表現來看，低利率的影響並不如市場預期般負面，一些上市險企通過提前鎖定高利率產品、積極調倉把握股票和基金的分紅節奏、增加非標投資等方式平滑收益，其淨投資收益率與去年同期相比基本保持穩定，甚至出現小幅上升。然而股市波動使得交易類金融資產的買賣價差收益及公允價值損益大幅縮水，險企總投資收益率大幅下降。預計未來，低利率和股市波動將繼續使投資收益、利潤承壓，但我們認為該風險已被充分預期並反映在股價中，且未來該風險總體可控：今年 6 月 30 日至今，A 股累計升幅近 6.8%，目前走勢和市場情緒均較為穩定；此外，險企未來可通過滬港通投資港股，有助於其分散風險、挖掘價值投資機會。

圖 139:2016 年上半年險企投資收益下滑，主要由於股票投資收益大幅縮水

		中國人壽 2628 HK 百萬人民幣	中國平安 2318 HK 百萬人民幣	中國太保 2601 HK 百萬人民幣	新華保險 1336 HK 百萬人民幣	人保集團 1339 HK 百萬人民幣	中國財險 2328 HK 百萬人民幣	中國太平 966 HK 百萬港幣
投資收益	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：利息及分紅收益	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%
交易性資產買賣價差及公允價值變動損益等	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%

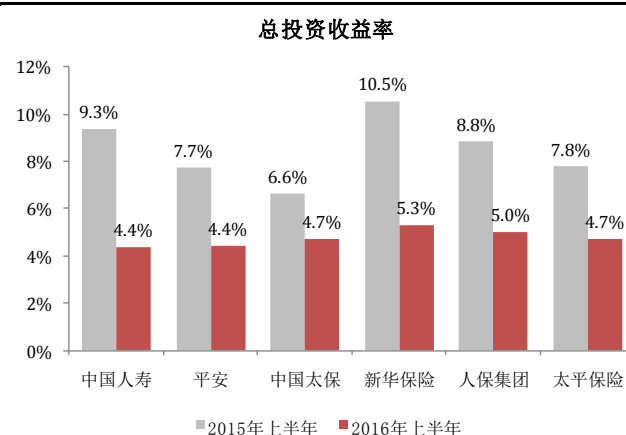
資料來源：公司，招銀國際

圖 140：2016 年上半年淨投資收益率同比保持穩定



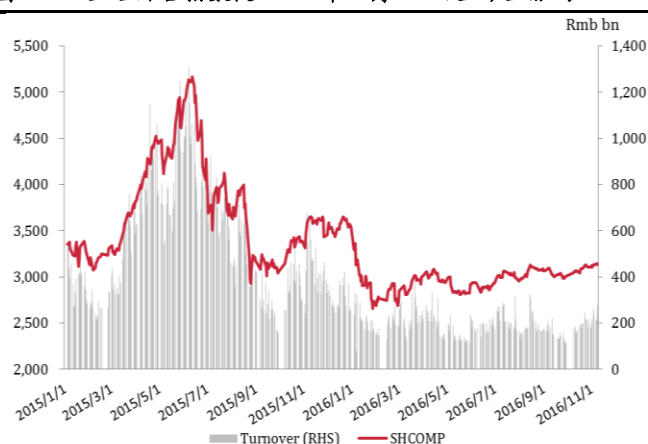
資料來源：公司，招銀國際

圖 141：2016 年上半年總投資收益率同比顯著下滑



資料來源：公司，招銀國際

圖 142：上證綜合指數從 2016 年 6 月 30 日至今上漲約 6.8%

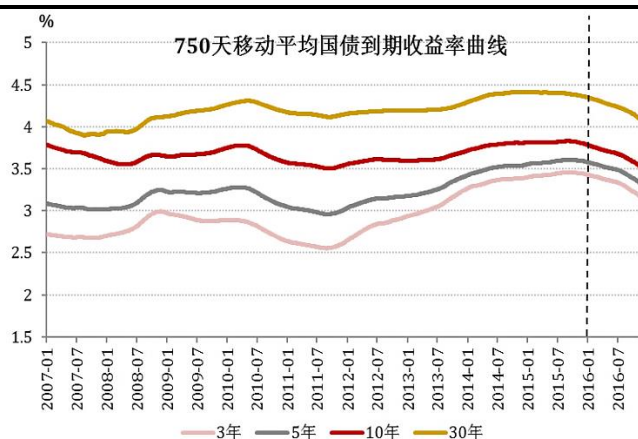


資料來源：彭博，招銀國際。截至 2016 年 11 月 10 日

準備金計提壓力增大

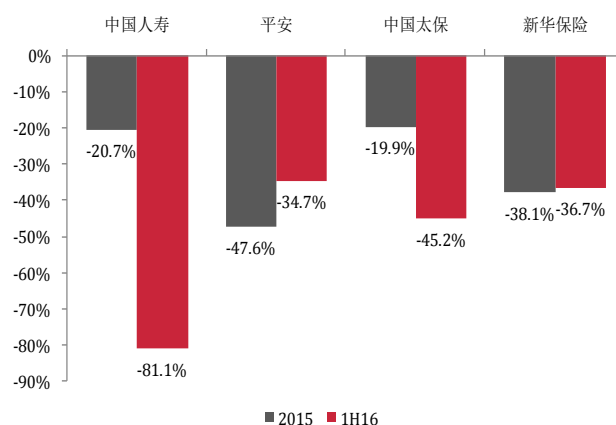
由於 750 天移動平均國債收益率曲線下行導致傳統險基準折現率下調、準備金計提增加，是壽險企業利潤下滑的另一重要原因。據我們測算，目前該曲線各期限較去年同期下降約 25-30 個基點。今年上半年，中國人壽受準備金增提風險影響最大，由於準備金假設變動造成的利潤減少約佔稅前淨利潤的 81.1%。由於 2015 年五次降息的影響將持續體現，我們預計 2017 年 750 天移動平均國債收益率曲線可能還將下降 40-50 個基點，保險企業仍面臨準備金計提增加的風險。

圖 143：各期限 750 天移動平均國債到期收益率曲線較去年同期下降 25-30 個基點



資料來源：萬得數據，招銀國際。*數據截至 2016 年 11 月 10 日

圖 144：上市壽險公司傳統險準備金計算假設調整的影響佔稅前利潤的比例

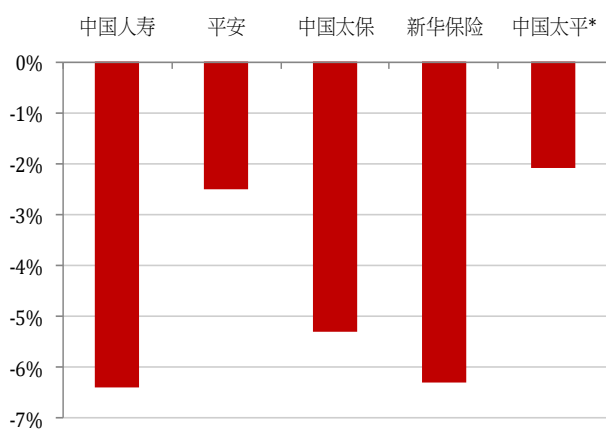


資料來源：公司，招銀國際

內含價值假設變動

在低利率環境下保險公司若下調長期投資收益率假設，則其內含價值將承壓。各上市險企將於 2016 年年末考慮調整內含價值計算假設。根據靜態敏感性分析，若長期投資收益和風險折現率同時下調 50 個基點，各險企內含價值下降幅度在 2.1%至 6.4%的區間內，較之目前的低估值而言並不大，風險可控。

圖 145：若風險貼現率和投資收益率假設同時下調 50 個基點，集團內含價值的變化比例（2016 年 6 月 30 日）

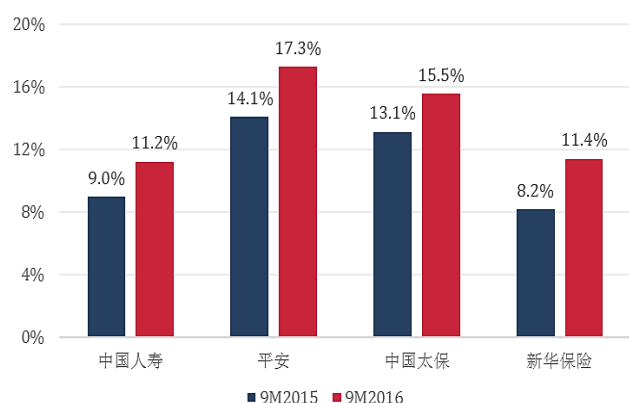


資料來源：公司，招銀國際。*中國太平基於 2015 年末內含價值分析

營銷員隊伍提質增效面臨挑戰

2016 年營銷員隊伍的擴張也導致了各保險公司保費傭金支出迅速攀升（當然，傭金支出的上升還與高傭金率的長繳費期、期繳產品佔比提升等因素有關）。我們發現，2016 年前三季度，上市壽險企業傭金支出佔已賺保費的比例分別較上年同期提升 2.2-3.4 個百分點不等。未來，保險公司應加強代理人管理，提高人均產能和舉績率，使成本與績效相匹配。

圖 146：備金支出佔已賺保費的比例

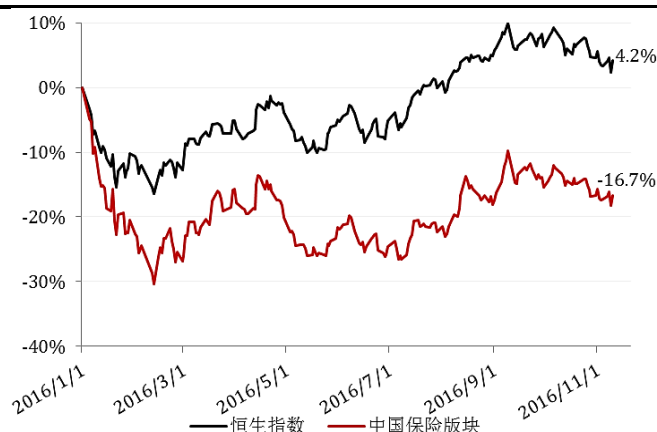


資料來源：公司，招銀國際

目前保險企業估值較低，存在投資機會

險企顯著跑輸恒指，估值接近歷史低谷。2016 年至今，恒指累計漲幅約為 4.2%，而中國保險行業平均跌幅超過 16%。按 2016 年上半年財務數據計算，目前保險行業平均估值約為 0.88 倍 P/EV，接近歷史底部，只有兩家公司估值略超過 1 倍 P/EV。我們認為當前股價已經較為充分地反映了保險企業面臨的風險和困難。隨著險企業務結構持續改善以及一些無謂擔憂逐漸消除，我們認為 2017 年中國保險行業有估值修復的空間。

圖 147：2016 年迄今，中國保險板塊跑輸恒指



資料來源：彭博，招銀國際。*截至 2016 年 11 月 10 日

圖 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%

資料來源：彭博，公司，招銀國際。*截至 2016 年 11 月 10 日

目前，招銀國際覆蓋的保險公司有兩家：中國人壽和中國太保。其中我們以中國太保為首選股份。

中國證券板塊 優於大市

競爭格局不斷改變，行業整合勢在必行

A 股主要指數波動放緩，市場運行逐漸平穩

在經歷了 2015 年的大起大落後，A 股主要指數，上證綜合指數（下稱“上證指數”）和深證成分指數（下稱“深證成指”）在 2016 年 1-10 月都保持了小幅震盪但呈逐步下跌的態勢，兩大指數分別下跌了 12.4% 和 15.5%。中小板指以及創業板指同期也分別錄得了 17.8% 和 20.4% 的跌幅。雖然主要指數和成交量都錄得了下跌，但是我們認為 2016 年是中國股票市場逐步恢復正常的一年。

展望未來，中國資本市場雙向開放的趨勢不會改變且將逐漸加深，逐步加強與境外市場的聯動、提升金融產品的創新能力同時不斷完善各項業務的監管規則，將是中國證券行業未來幾年的主要發展趨勢。證券公司，作為資本市場中最直接的參與者和中介機構，也在不斷加強風險控制的前提下持續推進傳統業務的轉型升級、加強金融產品的研發銷售能力以及客戶資產的主動管理能力，使其業務結構變得更加的多元化、綜合化以及國際化。與此同時，在行業集中度較高且普遍存在經營效率較低的情況之下，對內進行資源整合，對外拓展合作機遇也將是中國證券行業未來的大趨勢。

圖 149：上證綜指 2015 年至 2016 年第三季表現



資料來源：萬得數據

圖 150：深證成指 2015 年至 2016 年第三季表現



資料來源：萬得數據

圖 151：中小板指 2015 年至 2016 年第三季表現



資料來源：萬得數據

圖 152：創業板指 2015 年至 2016 年第三季表現



資料來源：萬得數據

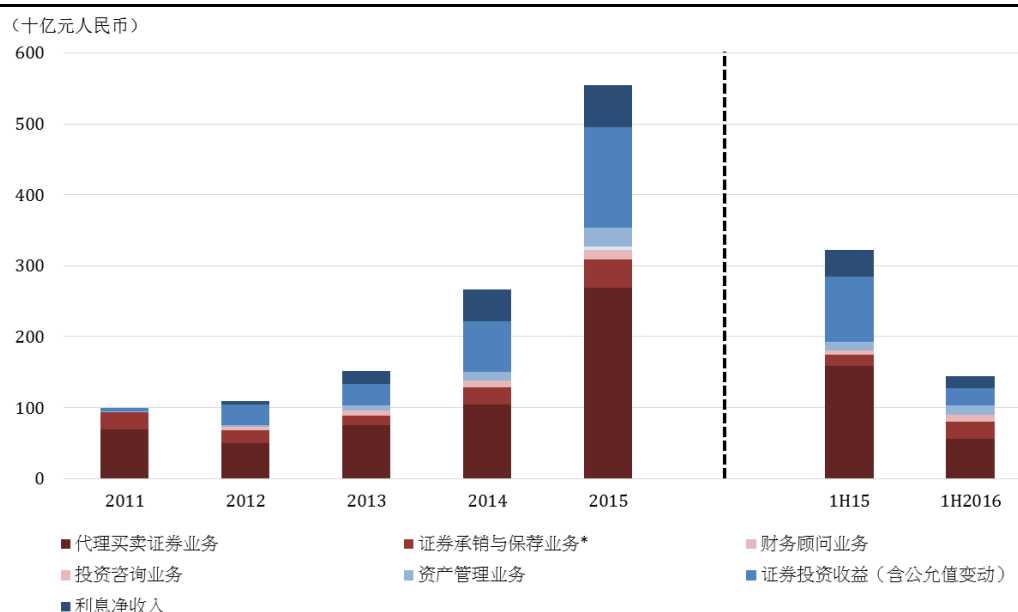
收入結構趨向合理，個別板塊突出重圍

截止 2016 上半年，中國共有 126 家註冊證券公司，當期共有 117 家公司實現盈利。2016 上半年，綜合所有證券公司實現營業收入和淨利潤分別為人民幣 1,571 億元和人民幣 625 億元，分別按年下跌 52.5% 和 59.2%。雖然財務表現錄得較大的跌幅，我們認為這主要是由於去年的高基數所導致的，中國證券行業在未來仍然具有很大的發展空間。

近年來，受惠於市場交易量的持續上升，淨經紀佣金仍然是券商收入的主要來源。同時，隨著融資融券（“兩融”）業務規模的不斷擴大以及券商自主交易的能力不斷提升，利息淨收入以及自營投資收益在總收入中也扮演著越來越重要的角色。2015 年，這三項業務合共佔行業總淨收入的 84.7%。然而，這三項業務也是受市場環境影響最大的三項業務。

2016 上半年，代理買賣證券淨收入、證券投資收益以及利息淨收入分別按年下跌 64.7%、73.4% 和 53.9% 至人民幣 560 億元、人民幣 245 億元和人民幣 169 億元，三項業務收入合共佔同期行業總淨收入的 67.5%，按年下降 21.8 個百分點。雖然三項主要業務收入都錄得按年大跌，但是其他業務板塊收入表現卻突出重圍，行業收入結構也趨向更加合理化。同期，承銷與保薦業務、財務顧問業務以及資產管理業務的淨收入分別逆市錄得按年增長 50.2%、64.1% 和 10.0% 至人民幣 241 億元、71 億元和 134 億元。展望未來，隨著市場的開放以及券商發展多元化業務模式的能力逐步提升，我們預測行業的收入結構也會變得更加合理。逐步擺脫主要依靠經紀業務的格局，也將是主流券商未來發展的重要方向；其中，資產管理業務以及“大”投行業務在未來將還會有更廣闊的發展空間。

圖 153：中國證券行業歷年淨收入佔比概覽



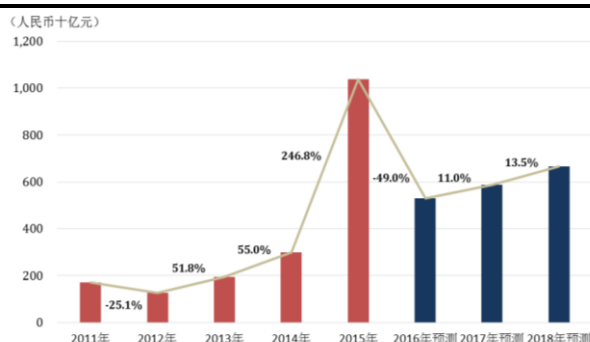
資料來源：中國證監會；*2011 年證券承銷與保薦業務中包含財務顧問業務

傳統經紀業務逐步轉型成為綜合財富管理平臺

近年來，伴隨著行業競爭的不斷加劇、互聯網金融的高速發展以及“一人一戶”限制政策的解除，這些因素都降低了投資者在各個證券公司之間切換的成本，同時增強了投資者的佣金議價能力。整個行業的佣金率呈現不斷下滑的趨勢，中國券商經紀業務收入的上升主要是受惠於不斷提高的市場交易總額，券商經紀業務轉型勢在必行。

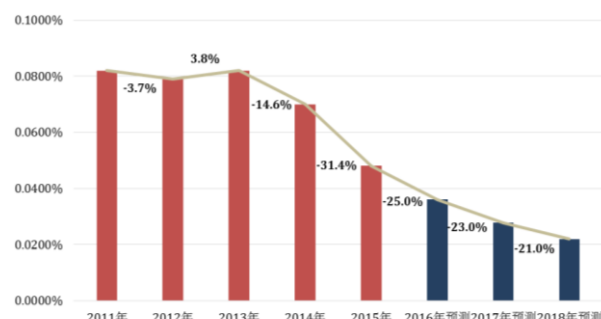
互聯網金融的發展一方面加劇了市場的競爭，另一方面也降低了券商的經營費用，同時為其創造了更廣闊的發展空間。值得注意的是，經紀業務的轉型除了券商自身的努力，還必須配合市場交易人群的不斷改變。現階段，散戶群體仍然是 A 股市場交易的主要貢獻者，佣金水平以及交易平臺的便捷性和安全性才是其關注的焦點。這也是券商經紀業務轉型的大難題之一。展望未來，我們認為行業佣金仍然面臨下降的趨勢。我們預測 2016 年和 2017 年經紀業務的平均佣金率分別為萬分之 3.60 和萬分之 2.77，分別按年下跌 25.0% 和 23.0%。

圖 154：A 股市場日均成交規模



資料來源：萬得數據，招銀國際預測

圖 155：經紀業務平均佣金率



資料來源：萬得數據，招銀國際預測

面臨激烈競爭的市場環境，各個券商都在逐步調整其傳統經紀業務的發展模式，其中，由經紀業務平臺向綜合財富管理業務平臺的轉型將是券商轉型的重中之重。

按 2015 全年二級市場的交易量來衡量，華泰證券（6886 HK, 持有）是中國券商中擁有最大經紀業務規模的公司。我們預測公司經紀業務和財富管理業務的客戶數目約為 1,000 萬。我們認為，公司早前宣佈以交易對價約 7.68 億美元完成收購美國的私人財務顧問管理平臺 AssetMark 的全部股本，是中國券商在傳統經紀業務轉型中的一個標誌性事件。AssetMark 是一家獨立的提供全方位服務的資產管理項目平臺，為美國的獨立財務顧問提供投資和諮詢方面的解決方案，其主要提供的服務包括獲得資產管理產品、第三方和自有託管服務和投資策略產品等。除此之外，AssetMark 還為投資顧問提供一籃子的附加支持服務，包括標書的製作、開設賬戶、風險評估，擁有帳戶管理系統以及財務報表管理系統。雖然收購整合需要時間，但是借助 AssetMark 的運作模式來提高其財務顧問的工作效率和能力，為客戶提供一條龍的財富管理服務，將有助於華泰證券的經紀業務轉型同時鞏固其在二級市場中的龍頭地位、提升互聯網業務平臺的運營效率。

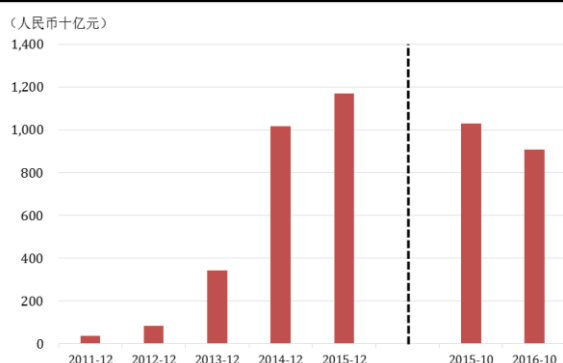
經紀業務的轉型不僅有助於其自身的發展，同時也將提高各個業務板塊之間的聯動效應，其中主要包括資產管理業務以及投資銀行業務。我們認為經紀業務與財富管理業務的逐步融合未來將是大型券商重點整合的業務版塊。通過做大規模、增強研究服務能力和產品創新能力、提升交易平臺的安全性和有效性等都將是此次業務轉型和整合的重要因素。與此同時，我們預測以客戶總資產為衡量標準來進行的客戶分層，以對應不同種類的服務這一策略將會被券商逐漸採納作為轉型過渡時期的發展方向。

信用業務發展曲折

隨著證券市場的不斷發展以及客戶需求的日趨多元化，信用業務在過去幾年也處於急速擴張的階段。2015 年中國股市的大起大落，絕大部分是由資金所主導的，場內融資餘額的迅速攀升也是其中一項重要因素。截止 2016 年 10 月末，兩融餘額為人民幣 9,116 億元，相較於去年峰值的人民幣 22,730 億元下降了 59.9%，其中，融資和融券的餘額分別為人民幣 9,077 億元和人民幣 39 億元。

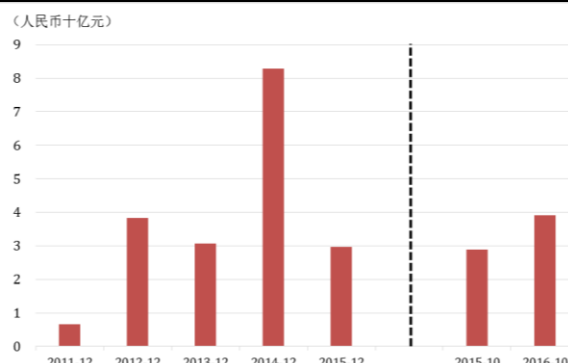
2011 至 2015 年，兩融餘額從人民幣 382 億元增長至人民幣 11,743 億元，年複合增長率達到 135.4%。相比較融資業務的急速膨脹，融券業務的發展則相對滯後，主要原因還是券源的稀缺。現時，券商融券業務的券源主要來自其自營業務。

圖 156：融資業務發展迅速，歷年餘額概覽



資料來源：萬得數據

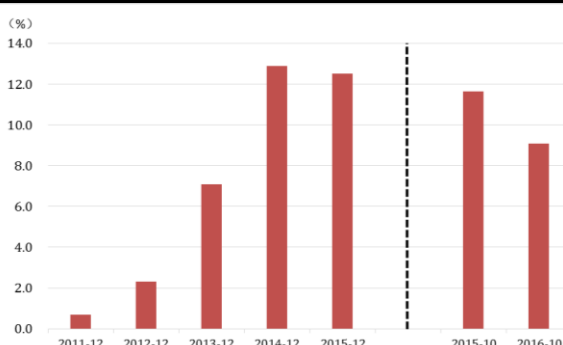
圖 157：融券餘額歷年概覽



資料來源：萬得數據

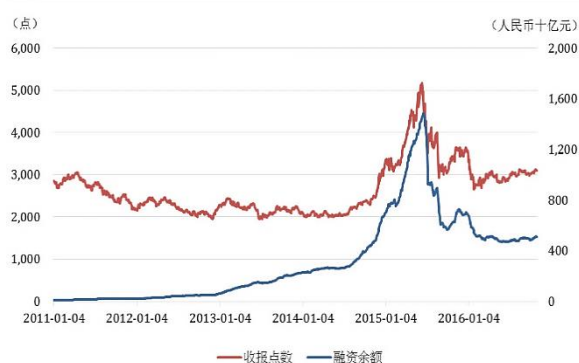
資金的流向與市場的走勢永遠都呈正相關。隨著信用業務的急速擴張，其規模的變化也與上證指數和深圳成指這兩大指數走勢相關聯性日趨增加；其中，融資買入額佔 A 股成交額的比重也快速上升。2011-2015 年，融資買入額佔 A 股成交額的比例也從 0.69% 增長至 12.53%。未來，隨著機構客戶與高淨值客戶數量的逐步增加，我們認為融資融券業務作為中國市場上一項較新的業務還有發展的空間。

圖 158：融資買入額佔 A 股成交額佔比



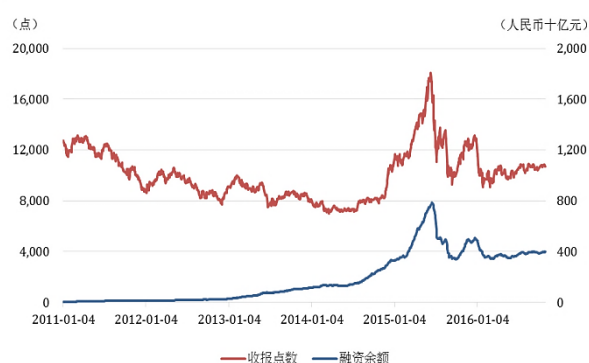
資料來源：萬得數據

圖 159：滬市融資餘額與上證指數



資料來源：萬得數據

圖 160：深市融資餘額與深圳成指



資料來源：萬得數據

回望過去，我們也看到，信用業務的發展必須配合更加完善的風險管控措施。2015 年兩融業務規模急劇變化，很好的考驗了中國券商在兩融業務上的風險管控水平。同年，證監會發佈了《證券公司融資融券業務管理辦法》（“管理辦法”），其中明文規定券商兩融業務規模必須與其自身發展規模相匹配，業務規模不得超出證券公司淨資本的 4 倍；同時也對標的證券範圍、業務集中度以及保證金比例主要指標等進行了差異化調整與控制，進一步規範了融資融券業務的發展，維護市場的穩定同時也加強了投資者權益的保護。

未來，我們認為以下幾點將是證券公司完善兩融業務監管最重要的三個方面：

1. 充分瞭解信用客戶的風險承擔能力和信用記錄，完善可參與客戶的條件。
2. 在滿足客戶資金需求的同時，適時引導兩融規模健康發展，加強對客戶的風險披露，增強投資者的權益保護。
3. 針對不同層級的客戶與融資標的，融出資金的比例、客戶違約的標準以及擔保物處置方式等都應不斷調整與完善。

加強主動管理能力，資產管理業務持續去通道化

近年來，證券公司資產管理業務規模高速增長，資管產品數量日趨多元化。2013 至 2015 年，證券公司資管規模從人民幣 5.2 萬億元增長至人民幣 11.9 萬億元，年複合增長率達到 51.1%。同時，規模的不斷擴大也伴隨著產品內容的日趨多元化。截止 2016 上半年，中國證券公司資產管理規模達到人民幣 15.0 萬億元，資管產品數量到達 21,360 只，分別較 2015 年末上升了 26.1% 和 17.2%。

雖然券商資管規模急速擴大，但是管理規模的結構卻還有待優化。截止 2015 年末，證券公司旗下被動型資管規模（“通道業務”）和主動型資管規模佔比分別為 74.4% 和 25.6%，主動管理的資產規模佔比按年上升了 8.6 個百分點。近年來，隨著銀行理財規模的不斷增長，券商的被動管理資產規模也大幅受益。然而，近日銀監會擬出臺最新的銀行理財監管規則，其中著重強調未來信託計劃將是非標資產投資的唯一渠道，券商資管以及基金子公司渠道將有可能被封閉。作為銀行會監管的範圍之一，信託計劃作為非標資產投資渠道將有助於銀行理財的監管；然而，券商被動管理業務規模在擬推出的新政之下預計將持續壓縮。

面對基金公司和基金子公司業務蓬勃發展帶來的挑戰以及通道業務管理規則的日趨嚴格，增強主動管理的能力且持續推進業務結構去通道化這一發展策略，既是券商自身資管業務發展的需要，同時也是中國資產管理行業發展的大勢所趨。

然而，在資管業務去通道化的過程中，我們預測證券公司資管業務的規模增速將有所放緩。我們預測券商資管規模在 2016、2017 和 2018 年將分別達到人民幣 19.8 萬億元、人民幣 25.8 萬億元和人民幣 33.0 萬億元，年複合增長率為 29.0%。隨著富裕人群的不斷增加以及客戶理財意識的逐步增強，我們預測集合資管計劃和專項資管計劃在未來將是券商資管規模增長的重要引擎。

圖 161：券商資管規模總量及增速



資料來源：萬得數據，招銀國際預測

證券公司的資產管理主要分為集合資管計劃、定向資管計劃（主要包含被動管理業務）以及專項資管業務。根據中國證券投資基金業協會的信息，納入我們覆蓋範圍內的 6 家證券公司有 4 家資產管理子公司的管理規模排名行業前十（數據截止 2016 上半年）。廣發證券（1776 HK，持有）的資管規模雖然行業排名第 4，但是我們認為其資管規模的結構則明顯優於同業，主要表現為較強的主動管理能力。截止 2016 上半年，廣發證券的主動管理型資產規模達到人民幣 4,651 億元，總規模佔比高達 68.5%。這也是我們覆蓋範圍內主動管理資產規模佔比最大的證券公司。

圖 162：證券公司資產管理總規模排名

排名	公司名稱	管理規模 (人民幣十億元)	占行業總 規模比例
1	中信證券股份有限公司	1,571.1	10.5%
2	華泰證券(上海)資產管理有限公司	814.8	5.4%
3	中信建投證券股份有限公司	727.4	4.8%
4	廣發證券資產管理(廣東)有限公司	677.5	4.5%
5	上海國泰君安證券資產管理有限公司	650.4	4.3%
6	申萬宏源證券有限公司	633.6	4.2%
7	上海海通證券資產管理有限公司	593.1	4.0%
8	中銀國際證券有限責任公司	561.2	3.7%
9	招商證券資產管理有限公司	526.9	3.5%
10	華福證券有限責任公司	465.6	3.1%

資料來源：中國證券投資基金業協會；*數據截至 2016 上半年

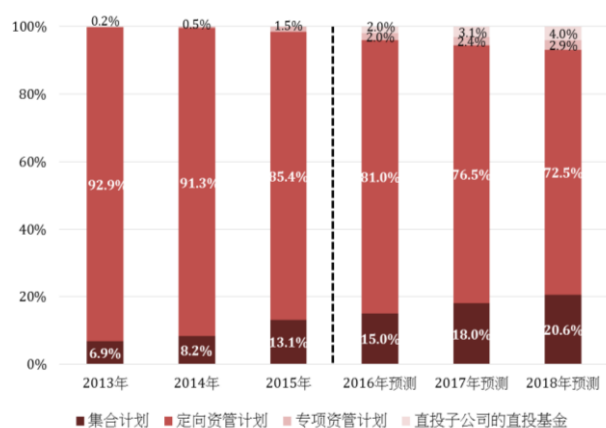
圖 163：證券公司主動管理規模排名

排名	公司名稱	管理規模 (人民幣十億元)
1	中信證券股份有限公司	555.7
2	廣發證券資產管理(廣東)有限公司	465.1
3	上海國泰君安證券資產管理有限公司	229.7
4	華泰證券(上海)資產管理有限公司	209.6
5	華融證券股份有限公司	172.7
6	申萬宏源證券有限公司	168.9
7	中信建投證券股份有限公司	161.2
8	中銀國際證券有限責任公司	161.1
9	齊魯證券(上海)資產管理有限公司	136.3
10	上海光大證券資產管理有限公司	98.3

資料來源：中國證券投資基金業協會；*數據截至 2016 上半年

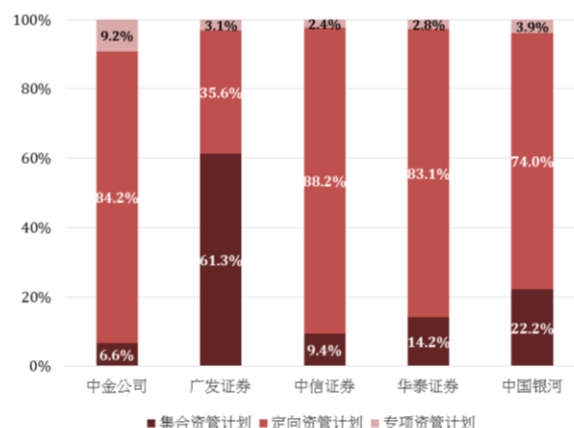
隨著資本賬戶的不斷開放和人民幣國際化進程的持續推進，券商資管業務的境內外聯動性也在不斷加強。在加強主動管理的能力和業務去通道化的同時，逐步增強客戶資產海外配置的能力也是主動管理能力提升的體現。未來，抓住居民海外資產配置的意願不斷加大這一趨勢，我們認為券商資管將會發行更多種類的 QDII 產品以滿足客戶的需求。

圖 164：券商行業資管業務規模佔比



資料來源：中國證券投資基金業協會，招銀國際預測

圖 165：招銀國際證券覆蓋公司資管計劃規模佔比

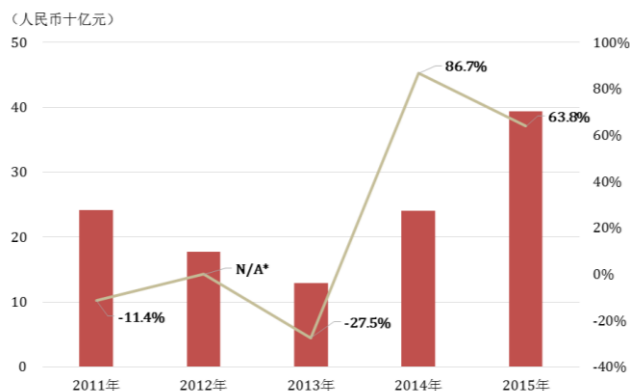


資料來源：公司；*數據截至 2016 上半年

“大” 投行業務持續多元化

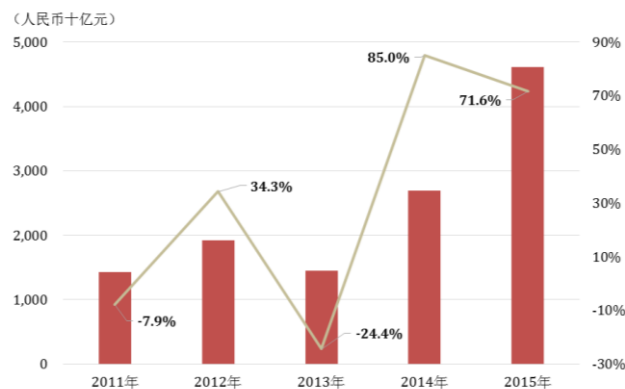
過去券商的投行業務主要依賴於 IPO 以及再融資業務。2011 至 2015 年，證券行業保薦與承銷淨收入從人民幣 241 億元增長至人民幣 394 億元，年複合增長率為 13.0%；然而，A 股市場券商主承銷總金額的年複合增長率則為 34.0%。我們可以看到，保薦與承銷業務競爭不斷加大，隨之而來的則是加大且盈利水平也逐年下滑。雖然註冊制的推出暫時未有明確的時間，但是未來 IPO 審核的過程將逐步改變，券商作為中介機構將承擔更多 IPO 信息披露的真實性的責任以及事後監督的責任。這將促使券商未來在挑選項目的時候更加審慎嚴格，同時積極拓展新的收入增長點。

圖 166：證券承銷與保薦淨收入及增長



資料來源：中國證監會，2011 年數據包含財務顧問業務數據，與 2012 年數據不可比

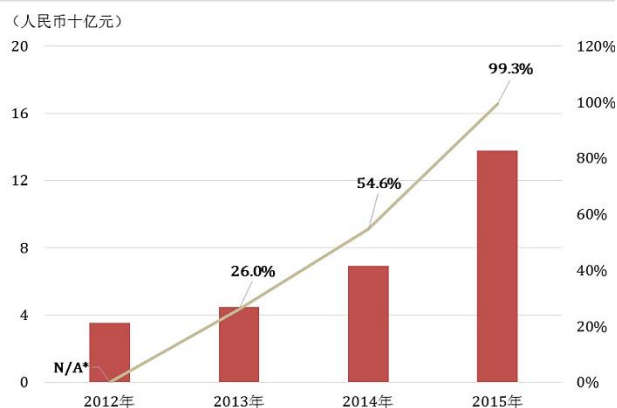
圖 167：券商主承銷金額與增長



資料來源：萬得數據

在供給側改革以及中國企業“走出去”的大背景下，中國的證券公司未來在收購兼併（包括跨境收購兼併）、財務顧問、債券融資、項目融資以及資產證券化等業務領域仍然具有廣泛的發展空間。財務顧問淨收入的高增長則很好地反映出了“大”投行業務的發展前景。2012 至 2015 年，行業財務顧問淨收入由人民幣 36 億元大幅增長到人民幣 138 億元，年複合增長率則高達 57.2%。財務顧問淨收入的高增長一部分源於其過去基數較小，另一部分來自於券商投行業務的逐漸多元化。

圖 168：財務顧問淨收入及增長



資料來源：中國證監會；2011 年數據包含財務顧問業務數據，與 2012 年數據不可比

證券行業集中度高，促使行業整合加速

不管是在發達市場還是發展中市場，證券行業都擁有較高的集中度，中國也一樣。以 2015 年末總資產衡量，前 10 大證券公司的總資產達到人民幣 3.2 萬億元，佔行業 49.1%。同時，以各個業務板塊的主要指標衡量，10 大券商也擁有較高的市場佔有率。

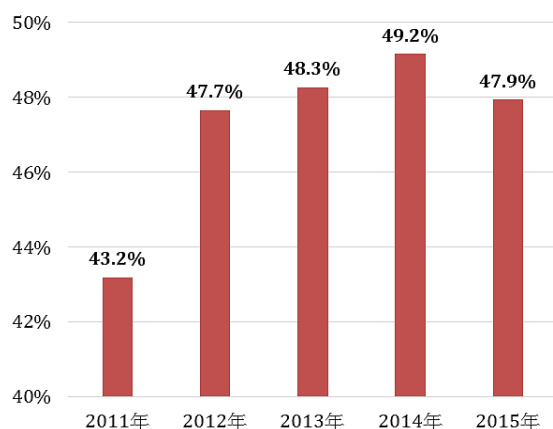
圖 169：2015 年總資產排名前十的證券公司

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

資料來源：中國證監會

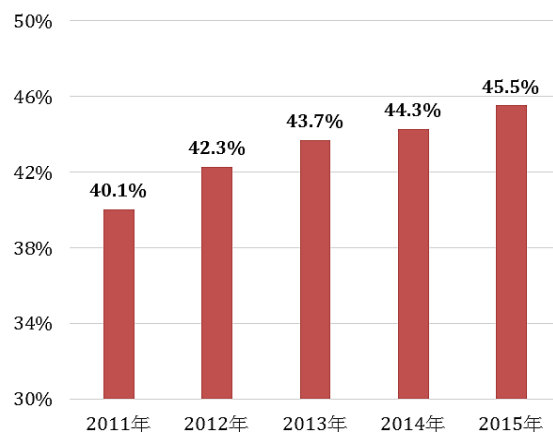
2015 年，10 大券商的二級市場交易市佔率達到 47.9%；其中，股票、證券投資基金以及債券現貨的市佔率分別達到 45.5%、56.0%和 51.8%。與此同時，交易總量的高集中度也會帶來利息收入的集中度。現階段，由於散戶仍是交易主力軍，大型券商和中小型券商的區別暫時只是體現在傭金率以及經紀人管理規則上。展望未來，隨著交易客群的逐步多元化以及可交易品種的逐漸豐富，我們認為大型券商仍然具有較強的優勢，行業集中度仍然預計維持較高。

圖 170：十大券商佔二級市場交易總額比例



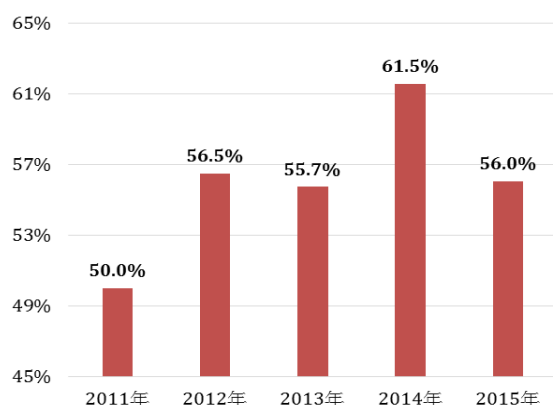
資料來源：萬得數據

圖 171：十大券商佔二級市場股票交易額比例



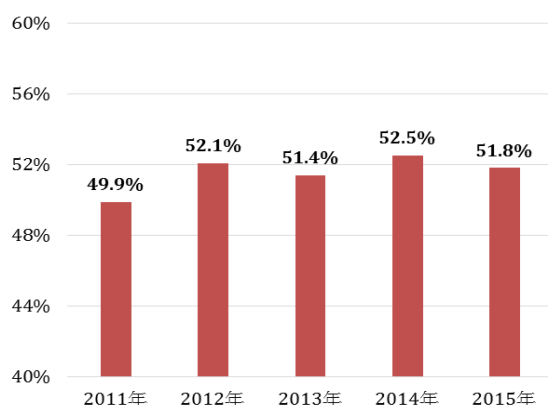
資料來源：萬得數據

圖 172：十大券商佔二級市場證券投資基金交易額比例



資料來源：萬得數據

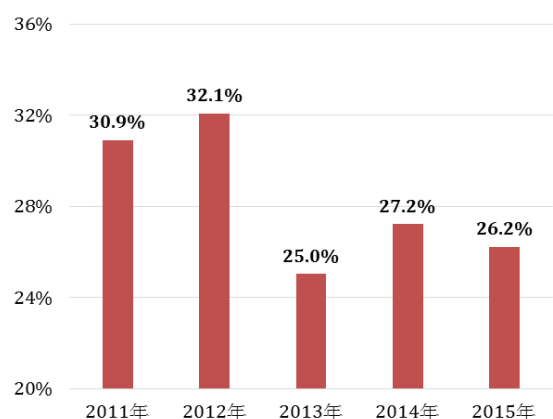
圖 173：十大券商佔二級市場債券現貨交易額比例



資料來源：萬得數據

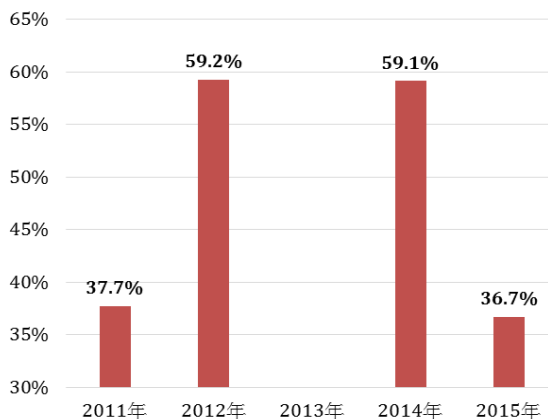
截止 2015 年末，根據中國證券投資業基金協會的信息，10 大券商中的 7 間佔據了券商資管總規模的 36.7%，除此外，10 大券商的主動管理規模也佔據全行業的 52.9%。基於人才優勢和地理優勢這兩大因素，我們預測未來資管規模，尤其是主動管理的資管規模將會持續集中於大型券商。不過，近年來由於中小板和創業板的急速發展，保薦承銷業務較交易與資管業務的集中度為低。

圖 174：十大券商市場承銷總額比例



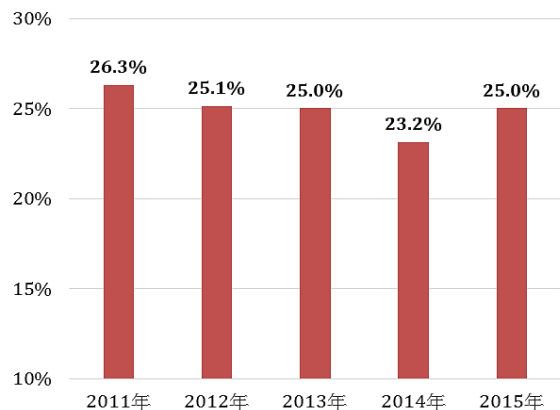
資料來源：萬得數據

圖 175：十大券商佔一級市場首發承銷額比例



資料來源：萬得數據，*2013 年內地無 IPO

圖 176：十大券商再融資承銷額比例



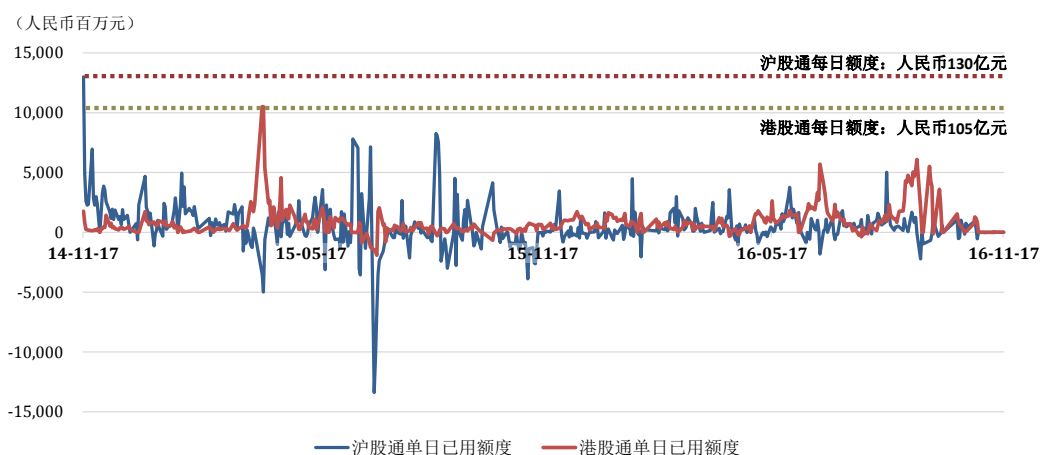
資料來源：萬得數據

市場雙向開放，競爭格局不斷改變

中國的證券行業不僅僅是行業集中度高，同時還普遍存在過於依賴傳統業務和經營效率不高的情況。現時，中國的證券公司已經悄然開始對內進行整合優化、提升效率，對外加強海內外合作、拓展新的機遇。隨著市場的不斷開放和證券資源的逐步整合，我們認為國內的證券公司有望發展出更為成熟和均衡的業務架構。同時，我們也預測未來 1-2 年，內地會逐步將證券公司和基金公司的外資持股比例上限上調至 50% 以上。

2016 年 11 月 17 日，滬港通迎來開通兩周年，經歷第一年的“慢熱”期後，第二年的滬港通表現依然不溫不火，運行穩定，但每日額度使用率仍然維持在較低水平。接下來，深港通也即將開通，我們預測內地與其他股票市場的聯通機制仍將不斷擴展。“互聯互通”的意義不在於券商的業績或是市場交易氣氛的短期提振，其重要意義在於搭建起了一個實時的電子交易平臺從而實現了市場的無縫連接。作為境內外投資者資產多元化配置的橋樑，我們預計未來“互聯互通”機制還將持續開放更多的可投資標的，逐步將中國投資者帶向海外，同時完成海外投資者彌補中國市場資產配置這一短板。

圖 177：滬港通開通後每日使用額度



資料來源：萬得數據；數據截止至 2016 年 11 月 17 日

中金公司（3908 HK，買入）早前宣佈與匯金針對購入中國中投證券 100% 股權一事達成一致。雖然交易仍待獨立股東批准，但是我們認為雙方的潛在合併為中資證券公司的行業內部整合拉開序幕。我們相信，未來行業整合的範圍將進一步擴大，特別是針對中小型券商及區域性證券公司的整合將會陸續有來。

證券公司間的戰略合作不僅僅針對於海外市場的業務擴張，未來資本市場的雙向開放也會讓中國市場成為證券公司們的目標；參與其中的不僅僅是中資券商，同樣也有外資同業。相較於對內資源的整合，我們認為券商以及中國證券市場對外的開放將對整個行業的競爭格局起到更深遠的改變作用。前海，借助其在推動深港兩地金融業合作上具有得天獨厚的地理和政策優勢，將成為下一個重要金融創新和對外開放的重要窗口。

在 2010 年設立之初，深圳前海就被定位為深港合作及現代服務業的試驗田，前海金控（全稱“深圳市前海金融控股有限公司”）正是前海在推動金融業創新方面的實踐主體。按照規劃，前海金控未來的將形成六大業務板塊，包括深港合作、保險/再保險、證券基金、大資管、創新金融及銀行板塊。

目前，前海金控在多個板塊的業務裡都取得了實質性突破，特別是在證券和保險領域。今年 9 月，前海金控與恒生銀行以三七七比例合資成立的基金管理公司正式開業，成為首家港資控股的合資基金管理公司。而在去年 11 月及 12 月，前海金控先後公佈，將分別與滙豐銀行及東亞銀行聯手，在前海組建全牌照的合資證券公司。目前已向證監會提交申請設立的材料，並已獲證監會受理。此外，在前海金控牽頭下，由該公司、中國郵政集團、遠致投資等 7 家公司共同發起的前海再保險，今年 3 月初已獲保監會批准籌建。這也是第一

家社會資本主導的中資再保險公司。前海金融旗下前海新金融與其他幾家公司共同發起設立的眾惠財產相互保險社 6 月亦獲保監會批准，取得國內首批相互保險牌照。

前海在推動深港兩地金融業合作上具有得天獨厚的優勢，一方面是由於其毗鄰香港，地理位置優越，另一方面則是得益於相關政策的大力扶持，特別是在證券行業。去年 8 月出臺的《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》（CEPA）補充協議十，進一步放寬了港資進入內地證券市場的准入條件。滙豐預計將會成為合資證券公司的控股股東同時持有 51.0% 的股份。

能夠受惠於這一協議的不僅僅是香港金融機構，同樣也有內地證券行業以外的社會資本。內地目前尚未完全開放民營資本進入證券行業，但透過補充協議十，社會資本可以透過與港資金融機構合作，在證券行業小試牛刀。

我們認為，短期之內，這些中外合資公司在成立初期不會對中資證券行業帶來重大的挑戰，但是其帶來的行業競爭格局的改變將是其帶來的行業競爭格局的改變將是非常深遠的。雖然已有很多中資的銀行在境外建立起了自己的全資證券子公司，但是由於監管規定，中資銀行仍然不能直接涉足中國內地的證券業務。政府主導的機構仍然中國大型券商直接或間接的實際控制人。然而，這批新近成立的中外合資金融公司卻有著深厚的政府背景和銀行股東背景。這一特殊的股東背景將使其在客戶資源的獲取、財富管理業務、資產管理業務以及跨境金融服務方面具有更獨特的發展優勢；而這些方面的業務亦恰恰是其他中資證券公司在轉型發展過程中的重中之重。

作為廣東自貿區的一部分，《深圳前海蛇口片區建設實施方案》中要求前海推動發展雙向人民幣跨境融資渠道；研究離岸證券交易中心（如“前海國際板”）的可能性，吸引“一帶一路”沿線國家和地區企業在該板塊上市；同時設立跨境金融產品交易服務平臺，重點發展非公開發行固收、股權衍生產品等，促進離岸與在岸市場的資金聯動。此外，《實施方案》還鼓勵開展個人投資者境外投資時點，允許自貿區內的合格個人投資者直接參與香港股票、債券等的投資，同時也要吸引更多香港投資機構參與到外商投資股權投資企業試點（QFLP）中，並發展合格境內投資者境外試點（QDIE）。

海外拓展，前路崎嶇

中國證券公司的對外合作與擴張即具有歷史性，也具有必然性。我們認為，海外業務在營業收入及總資產中的佔比達到 30%，是一間證券公司國際化的基本標杆。近年來，許多中國證券公司都通過收購或者自主擴張的模式逐步涉足海外業務。香港也是許多內地證券公司進行海外業務拓展的第一站。總體而言，中國券商海外擴張仍然處於非常初級的階段，距離成為一間國際化的證券公司還有很長的路要走。

在海外業務的擴張上面，紮根中國市場是中國券商的獨特優勢。然而，近年來大型中資銀行也大展拳腳在香港成立全資證券子公司；結合香港市場近年來的變化，中資券商的獲客能力和跨境資金的協調能力也不及銀行系券商。我們認為中資券商的海外業務擴張難度又進一步加大且紮根中國的優勢也更難發揮。繼交銀國際之後，中資銀行系老牌券商中銀國際也有可能分拆上市，未來，我們預測將會有更多的銀行系券商在港分拆上市。一直困擾銀行系券商發展的資本金問題將逐步被解決，未來銀行系券商在香港的市場份額也將逐步擴大。

證券行業風險管控能力有待逐步提升

2015 年，在經歷了 A 股的大起大落之後，中國證券公司的風險管控能力再一次被推到了風口浪尖。與此同時，創新型業務，主要包括兩融業務和股票質押式回購等業務規模的急速擴大，在經營過程中所暴露出的風險也呈日趨多元化的趨勢。在市場不斷開放以及金融產品種類日益豐富的今天，中國證券公司的風險管控能力還有很大的提升空間。與此同時，我們認為風險管控的加強和完善與業務的轉型和升級永遠都是相輔相成的關係，真正成熟有效的業務模式和框架必須是建立在強有力的風險管控之下。

2016 年 6 月，證監會頒佈了《證券公司風險控制指標管理辦法》（“管理辦法”），通過對主要監管指標的調整，進一步拓寬了證券公司未來發展的空間，也為其業務轉型奠定了政策基礎。管理辦法明確了證券公司的淨資本有核心淨資本和附屬淨資本構成且明確了兩項淨資本的構成要素，核心淨資本將是未來主要監管的風控指標；對風險指標和風險資本準備計算比例等可以進行動態調整；同時要求證券公司任命經驗豐富的首席風險官等措施的修改和頒佈都在拓寬證券公司未來發展道路的同時引導其提升風險管控的能力。

與此同時，證券公司的風險管控工具也相對落後。未來，證券公司在發展的過程中不僅僅要滿足監管的各項要求，還應該充分運用其不斷發展的互聯網與大數據優勢，對業務運營中的潛在風險進行追蹤把控，提升內部風險控制的預警性，爭取做到把風險控制在源頭。展望未來，證券公司的風險管控能力也是核心競爭力之一。

行業首選

隨著市場的不斷開放以及監管的日益完善，金融產品的持續創新不會間斷，我們對中國證券行業未來的發展充滿信心，尤其是大型券商未來的表現仍然值得投資者期待。中金公司（買入，目標價：港幣 13.7）是我們的行業首選。相較於其他大型同業，雖然過去幾年中金公司的業務表現不是最突出的但是隨著市場的開放和整合的逐步完成，我們認為其機構和零售的不斷整合也將使其變得更具競爭力。我們把中金公司作為首選主要是基於以下幾個原因：

1. **我們預計中金公司和中投證券的合併將會順利完成，有助於其未來發展和擴張。**整合完成後匯金在中金的持股比例將上升至 58.7%，我們預計強大的股東背景也將為其帶來更多的發展機會。由於業務重疊性較小，我們認為雙方在業務覆蓋以及客戶群體方面都將產生較強的互補效應。收購完成之後，中金將持續專注服務以機構業務為導向的客戶，同時，中投也將繼續服務以零售業務為導向的客戶。中金未來的發展也將打開一個全新的局面。
2. **海外業務平臺較為成熟，有助於其對外開放的業務競爭力以和內外聯動能力。**雖然中資券商海外業務發展較為曲折，較高的經營費用率也導致利潤率不如國內市場的業務。但是，隨著市場的開放，券商業務內外聯動也日趨頻繁。成熟的海外業務平臺不僅僅是獨立的平臺，同時也是國內業務平臺的補充和延伸。
3. **成熟的業務發展模式能更好地適應行業變革時期帶來的挑戰。**過去幾年，相較中國的大型同業，中金的業務發展和擴張相對較慢，但是其業務結構較為均衡和成熟。中國證券行業正處於變革時期，我們認為中金的業務佈局和客戶結構將能更好地面對行業改革發展時期帶來的挑戰。

但是，我們必須強調，我們覆蓋範圍內的 6 間券商發展雖各有側重點，但是現階段整個行業的業務同質化現象仍然較為嚴重，各個券商的股價走勢也較為一致。

圖 178：招銀國際覆蓋公司股價一覽



資料來源：彭博；數據截至 2016 年 10 月 28 日

圖 179：招銀國際覆蓋公司估值評級概覽

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%

資料來源：彭博、招銀國際預測

中國房地產板塊 同步大市

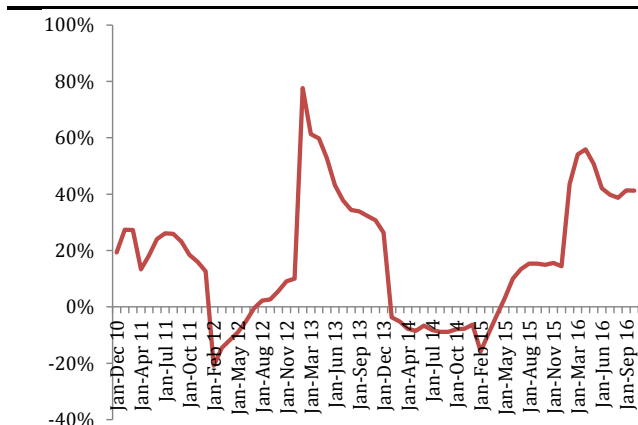
房地產市場救國

中國房地產市場支撐經濟增長

中國的經濟表現由過往的高增長變成現在的 6.7% 增長，市場極為擔心中國經濟增長會出現硬著陸的狀況。中國在 2016 年首 10 個月的房地產銷售金額及投資分別增加 41.2% 至 91,482 億元及 6.6% 至 83,975 億元，我們認為中國房地產市場在過去一年的高速增長是支持中國經濟的其中一個重要因素。根據中國國家統計局的盛來運表示，中國房地產對 2016 年首 3 季度的經濟增長貢獻率約為 8%，如果再加上中國房地產上下游業務(包括鋼筋、水泥、家具、家庭電器及設備)，我們估計中國房地產包括其衍生業務對中國經濟增長貢獻率達雙位數，所以我們認為中國房地產在中國的經濟增長方面扮演重要的角色。

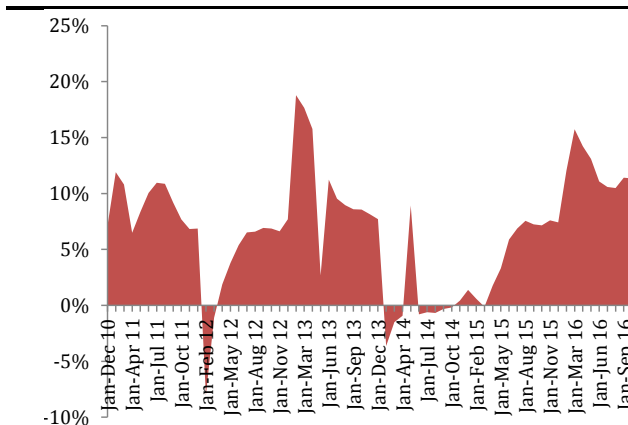
中國政府自 2015 年鼓勵購房，通過下降首付比例及給予房貸利息更多折扣來刺激需求，此外，「一孩政策」的放寬更影響中國房屋的中長線需求，中國房屋銷售金額及銷售均價在 2015 上半年開始止跌回升，並升幅分別在 2016 年 4 月及 2016 年 3 月見頂，但目前仍在上升軌中。

圖 180: 中國房屋銷售金額變化



資料來源：中國國家統計局

圖 181: 中國房屋銷售均價變化



資料來源：中國國家統計局

10 月起多個城市推出限購等政策

中國房價快速地上升。我們相信寬鬆的房貸政策刺激房地產市場膨脹，中國政府擔憂房地產市場風險會危害銀行業。根據中國人民銀行的數據，中國在 2016 年 10 月的新增貸款為 6,513 億元，其中的 4,891 億元或佔總貸款的 75% 為房貸，所以房地產業對中國銀行的貸款質素影響很深。自 2016 年 8 月起，針對房地產市場的宏觀調控措施出臺，並在 2016 年 10 月加強，多個城市對購房實行更嚴厲的控制，不單有限購，更推行限貸、限價及限拍賣，我們害怕中國房地產市場將面對逆境，在 2016 年餘下的日子，我們相信中國房地產市場的增長將會放慢。

圖 182: 2016 年 8-10 月推出調控措施城市

城市	時間	調控種類				具體措施
		RoP	RoM	RoLA	RoPP	
蘇州	11/8/2016, 3/10/2016	✓				非本地人限購第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%；土地拍賣超出限價要抽籤決定；非本地人最多買1套房，本地人最多買2套房；本市戶籍單身人士限購1套住房
廈門	31/8/2016, 5/10/2016	✓				未住滿2年或已有1套房的非本地人，有兩套房的本地人，不得買樓；本地人擁有二套以上房產禁止購買180㎡以下戶型
武漢	18/9/2016, 3/10/2016	✓	✓			房貸未清者，提高最低首期至40%；2套房房貸未清，暫停借貸；市內9個區域提高首套房首期比例至25%，2套房首期比例至50%，其中本地人限購2套，非本地人限購1套
杭州	28/9/2016, 26/09/2016	✓	✓	✓		非本地人不得買第2套房，上調2套房首期比例至50%，土地拍賣不得超過溢價150%
福州	30/9/2016, 6/10/2016		✓		✓	實際銷售價格不得高於備案價格，同一項目新一期預售價格不得高於上一期10%；本地人擁有2套以上者，及非本地擁有1套五城區住房者，暫停向其銷售144平及以下戶型
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	✓	✓			非本地人不得於市內7個區購買第2套房，買首套房首期提高至40%
鄭州	1/10/2016, 3/10/2016	✓	✓			本地人擁有2套房或非本地人擁有1套房，不得於市內指定地區買樓；限購區首套房首期提升至30%，房貸未清者第2套房提高最低首期至40%
成都	1/10/2016	✓	✓			市內多個區域只能買1套房，第2套房首期比例提高至40%
無錫	2/10/2016		✓			第2套房首期比例提高至40%
濟南	28/9/2016, 2/10/2016	✓	✓	✓		提高拍地按金至30%到50%；溢價率逾1倍地皮須15日內繳清全部地價，首套房及2套房首期比例提高至30%至40%；本地人最多買3套房，非本地人最多買1套房
合肥	9/8/2016, 2/10/2016	✓	✓			有2套房及有1筆房貸未清，停止貸款；本地人限購2套，暫停第3套房貸款
深圳	4/10/2016	✓		✓		企業和個人競買土地保證金不得低於出讓底價的50%；非本地人第1套房需要5年以上社保证明，單身限購1套住房
廣州	4/10/2016, 5/10/2016	✓	✓			本地人限購2套住房；非本地人限購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	✓				144㎡及以下住房，非本地人不可購買第二套
東莞	6/10/2016	✓				本地人限購2套住房

資料來源：不同媒體、招銀國際

目前自 10 月份多個地方推出新政只有 1 個多月，效果依然初步。過去中國房地產市場有「金九銀十」的銷售情況，2016 年 9 月份的銷售依然強勁，但 10 月推出新政後買家多采觀望態度，或部份準備購房的人士發現失去買房的資格。因此，中國房地產市場在 10 月開始降溫，房價升幅放緩，交投也減少。根據房地產服務機構亞豪君嶽會統計資料顯示，10 月份，北京商品住宅(不包括保障房與自住房)成交套數和面積分別減少 41%和 32%，成交量也創造了近 5 個月的新低，其他城市如濟南、蘇州、無錫、鄭州成交環比跌幅均超過五成。

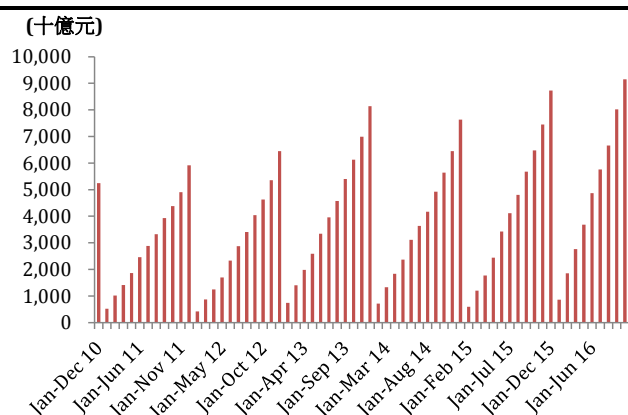
2016 年銷售出現歷史新高

中國在 2016 年首 10 個月的房地產銷售金額及面積分別增長 41.2%至 91,482 億元及 26.8%至 12.03 億平方米，雖然多個地方政府在 2016 年 10 月初推行多個針對房地產市場調控的措施，我們估計會對第 4 季度的交投量有一定的影響，但料 2016 全年的房地產成交量會再創新高。

此外，中國房地產市場的復蘇是由 2015 下半年開始，所以銷售數據會由 2015 下半年開始增加，形成一個較大的基數，所以就算中國地方政府不出臺新措施，銷售增長在 2016 下半年的按年增幅也可能較 2016 上半年的按年增長放慢。

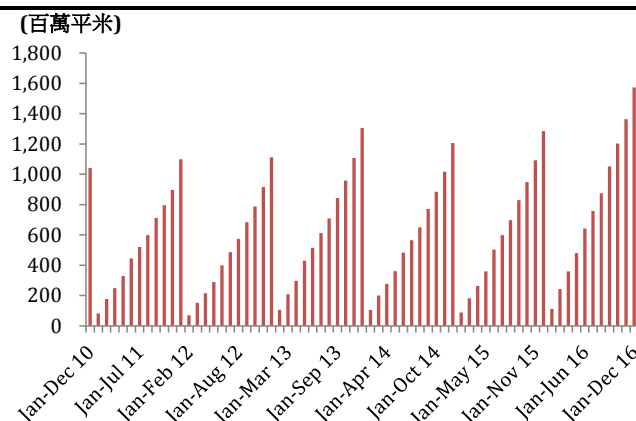
2016 年首 10 個月的房地產銷售金額及面積分別為 91,482 億元及 12.03 億平方米，分別為 2015 全年數字的 104.8%及 93.6%，在還有 2 個月的銷售期，無容置疑地 2016 年銷售會較 2015 年為佳，並創歷史新高。我們預期 2016 全年的房地產銷售金額及面積分別上升 32.4%至 115,580 億元及 22.3%至 15.72 億平方米。

圖 183: 中國房屋銷售金額



資料來源：彭博

圖 184: 中國房屋銷售面積



資料來源：彭博

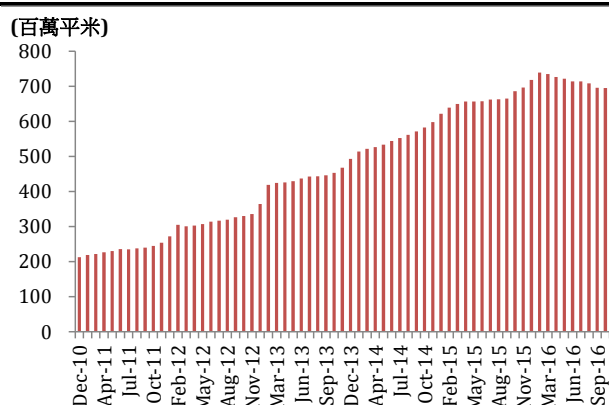
在高基數的環境及主要的地方政府出臺調控政策後，一線及主要二線城市的房屋銷售在 2017 年料受到影響，而且銀行的房貸政策更趨保守，因此我們預期 2017 全年的房屋銷售會較 2016 年下跌大約 20%。

庫存量陸續減少

受益於強勁的房屋銷售及投資規模增長較慢，整體中國的房屋庫存量(已竣工待售的單位)已連續 8 個月下跌，至 2016 年 10 月份，庫存量為 6.95 億平方米，但仍按年上升 1.3%。我們根據庫存量及平均每月銷售面積來計算，至 2016 年 10 月份，現有的庫存需要 5.8 個月的房屋銷售來消化，消化期已降至 2014 年以來的最低水平。我們預期至 2016 年 12 月，庫存量的消化期將進一步降至 5.3 個月。

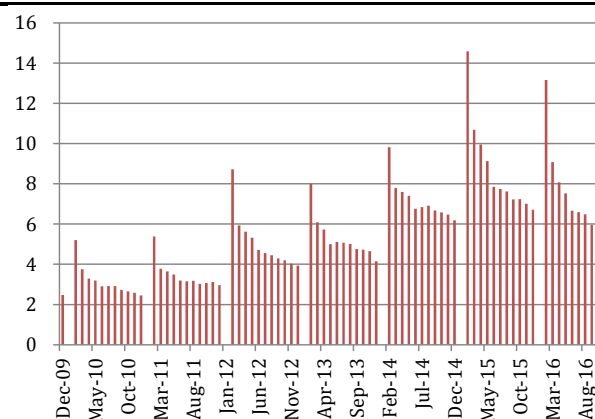
雖然中國整體的庫存量是下跌中，但不同城市或不同等級的城市情況差距太大，一線或熱門的二線城市的庫存量不成問題，聽聞在南京的可銷售庫存只可應付在推出新政前的 2 個月銷售速度。但另一方面，鬼城還是存在，在一些五/六線城市，缺乏新加入的人口，需求依然偏低，在龐大的庫存量下，可能需要數年或十數年的銷售才能消化在五/六線城市的庫存，但現存物業樓齡越大就越難賣出去，形成一個惡性循環。

圖 185: 中國房地產庫存量



資料來源：國家統計局

圖 186: 中國房地產庫存消化期



資料來源：國家統計局

未來出現的兩個可能情況

房地產市場全面萎縮

在目前情況下，限購限貸及其他措施會否加緊或推行的城市會否增加仍是一個未知數，所以調控措施的最後影響力有多大仍是未知數。在目前的措施下，其中一個可能性是全中國的房地產市場(不論是一/二線，或是三/四線城市)的銷售皆出現全面的下跌。如果限購限貸的力度或覆蓋的城市大為增加，全面下跌出現的機會較大，即表示房價及成交面積同時下跌，但我們相信出現加強限購限貸的機會不大。

如果中國房屋市場出現全面萎縮，我們擔心會拖累中國的經濟增長，屆時可能要進一步尋底，也應該是中國政府極力避免的事情。

購買力轉至三/四線城市

這是一個最理想的情況。一線城市及主要的二線城市房價高企，一是普通市民的購買力有限，二是房價再往上走後爆破的傷害更大，所以如果購買力能轉往其他房價升幅較少的地方，對中國來說是一件好事。首先，一般老百姓在三/四線城市買房及生活，他們的生活質素可能得以改善，不用讓高昂的房價來蠶食收入；第二，房地產的庫存(尤其是在三至六線城市)過高，如果購買力轉往三/四線城市而消化當地的庫存，對整體中國房地產市場是一件好事情。如果出現這情況，我們認為整體中國的房價有一個下跌的風險，但總成交量將會上升。

一廂情願也好，理性分析也好，**我們相信出現第二個可能性機會較高**，即購買力轉而往三/四線城市，尤其是在一線城市周邊的地方，例如深圳旁邊的東莞及惠州、廣東旁邊的佛山及增城。因為三/四線城市的房價會較一/二線城市的房價為低，但預期 2017 年銷售面積影響不會太大，所以我們預期 2017 年整體房屋銷售金額下跌約 20%。

房地產商兩極化

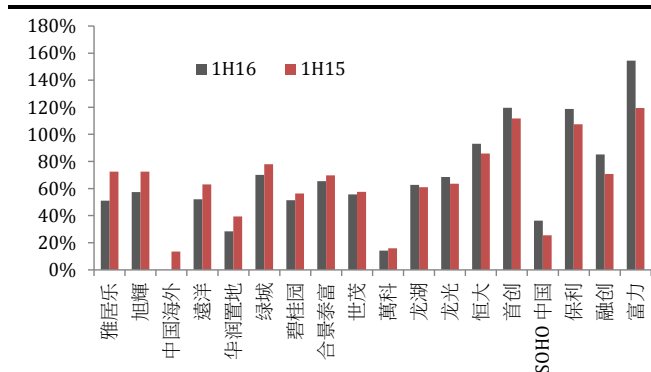
現金為王

在一個轉角的市場，中國房地產市場存在著極多的不明朗因素，例如中國政府會否加大調控力度、中國房地產市場的購買力會否減少，因此我們認為財政狀況極佳、持有大量現金的公司將在另一輪的地產週期中勝出。

受益於強勁的房屋銷售，很多的房地產商在 2016 年上半年減低借貸比率，與一年前相比，雅居樂(3383 HK, 持有)及旭輝(884 HK, 未評級)於 2016 年 6 月的淨負債比率分別下降 21 個百分點至 51%及 15 個百分點至 57%，但富力地產(2777 HK, 未評級)同期的淨負債比率卻上升 35 個百分點至 154%，這正反映公司管理層對市場前景的風險胃納不同。如果中國房地產市場未來表現反覆，我們相信淨負債比率低於 60%的房地產商會有較高的安全網。

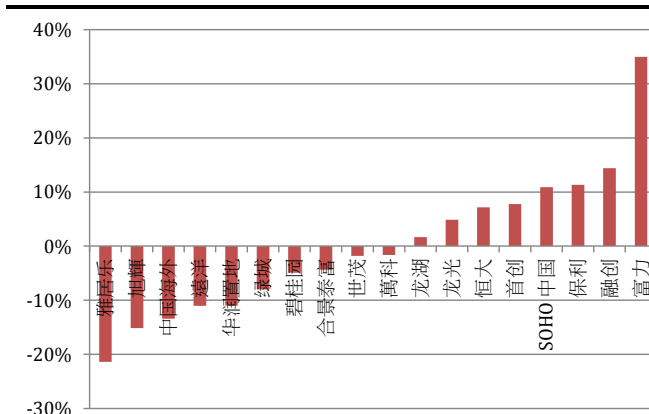
截至 2016 年 6 月底，淨負債比率最低為中國海外(688 HK, 買入)、萬科(2202 HK, 買入)及華潤置地(1109 HK, 買入)，分別為淨現金、14.1%及 27.9%。因為中國海外在 2016 年 8 月成功收購中信地產項目，而中信地產負債極高，所以我們預期中國海外於 2016 年末的淨負債比率將升至 22.0%；另一方面，我們預期萬科及華潤置地於 2016 年末的淨負債比率將分別下降至 10.9%及 26.2%。這三家公司於 2016 年末的淨負債比率仍在安全水平。

圖 187: 中國主要房地產商的淨負債比率



資料來源：國家統計局

圖 188: 中國主要房地產商的淨負債比率 2016 年中的變動



資料來源：國家統計局

搶購地王的公司面對困難

中國房地產市場 2016 年 1-3 季一直向好，並造就大量的地王，不同的城市出現不同的總價地王或單價地王。地王的出現除了是房地產商看好後市外，更因為寬鬆的貨幣政策鼓勵央企地產商積極拿地，做成地價高昂，地價有時比附近的房價相若，更至超越，即所謂的「麵粉貴過麵包」。雖然發展商高價買地，即表示他們看好後市，但房地產銷售是在買地後 1-2 年後才進行，在中間的 1-2 年內，可能因經濟、政策或其他原因的改變，房價的變化並未如預期。如果這樣的話，高價拿地的發展商可能虧損；更嚴重的話，房屋未能銷售出去，可能造成資不抵債，未能償還貸款，有機會倒閉，而銀行更出現壞賬。

圖 189: 中國過去地王記錄

年份	超20億元地塊	溢價率100%	溢價率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

資料來源：鳳凰財經網

更多大型合併繼續發生

中國房地產市場極為分散，最大的開發商市佔率只有 3-4%，市場存在著無數的小型開發商。2016 年，香港上市的內房商出現了 2 項大型的收購，分別是中國海外購入中信地產的業務及融創(1918 HK, 買入)購入聯想控股(3396 HK, 未評級)旗下的房地產業務。

中國海外在 2016 年 3 月宣佈向中信股份有限公司(267 HK, 未評級)收購中信物業組合，總收購代價為 371 億港元，其中的 297 億港元會以每股 27.13 港元發行 10.96 億股新股予中信股份，禁售期為 2 年；餘下的 73.6 億港元將以物業轉讓予中信股份。中信物業組合的總樓面面積為 2,400 萬平方米，分佈國內 25 個城市。此外，融創在 2016 年 9 月宣佈收購聯想控股的房地產業務，總代價是 137.9 億元人民幣，除了北京融科資訊中心園區的 18 萬平方米及 60%的武漢智穀投資有限公司的權益外，是項收購包括聯想控股所有在國內 16 個城市的物業，總可出售的面積為 730 萬平方米。

以上 2 項收購均超過百億及收購的面積超過數百萬平方米，我們認為同樣的大型收購在 2017 年仍會發生，一是之前所說發展商投下地王后發現本身的財政緊絀，所以迫於無奈要出售資產來求生；二是在高價搶地後，發展商發現邊際利潤薄弱，對房地產生意意興闌珊，所以也把房地產業務出售。

首選藍籌房地產商

地產股表現上落

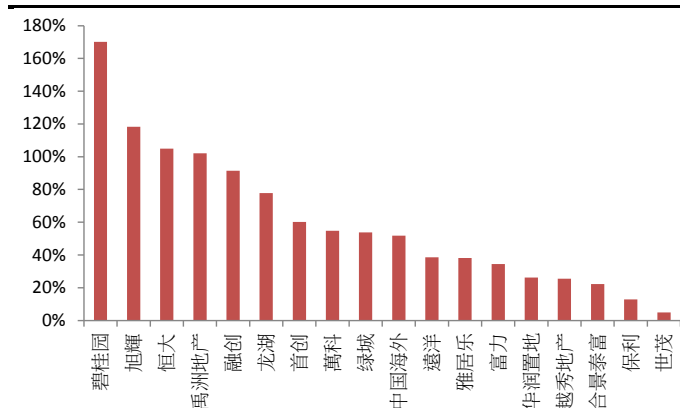
在 2016 年內房股股價跌多升少

雖然中國房地產商在 2016 年銷售亮麗，多家公司的銷售金額在 2016 年首 10 個月翻了一倍，銷售增長最快是碧桂園(2007 HK, 買入)，銷售金額增加 170%，達 2,715 億元，部份原因是其強勁的海外銷售，其他銷售增長超越 100% 包括旭輝(884 HK, 未評級)、恒大(3333 HK, 未評級)及禹洲地產(1628 HK, 未評級)，並有很多公司銷售增長達 50% 以上。

但是高速的銷售增長並不一定反映房地產公司的股價表現，尤其是在 10 月份多個城市對購房實行更嚴厲的控制後。除了是高速的銷售增長能否反映在未來的盈利外，此外政策風險或財政狀況也拖累內房股的股價表現。碧桂園、旭輝及禹洲地產股價年初至今分別上升了 37.6%、32.7% 及 30.1%，相反銷售也同樣造好的恒大及融創，股價表現與銷售表現未能同步，兩家公司股價年初至今分別下跌了 21.6% 及 6.3%，這可能是兩家公司負債過高，其在 2016 年中的淨負債比率分別為 93.0% 及 85.1% 所致。

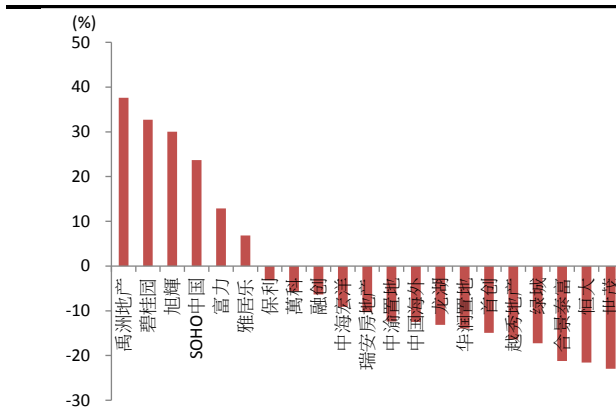
總體來說，內房股 2016 年股價表現跌多升少，表現較大市為差。

圖 190: 中國房地產公司首 10 月銷售表現



資料來源：彭博

圖 191: 中國房地產公司年初至今股價表現



資料來源：彭博

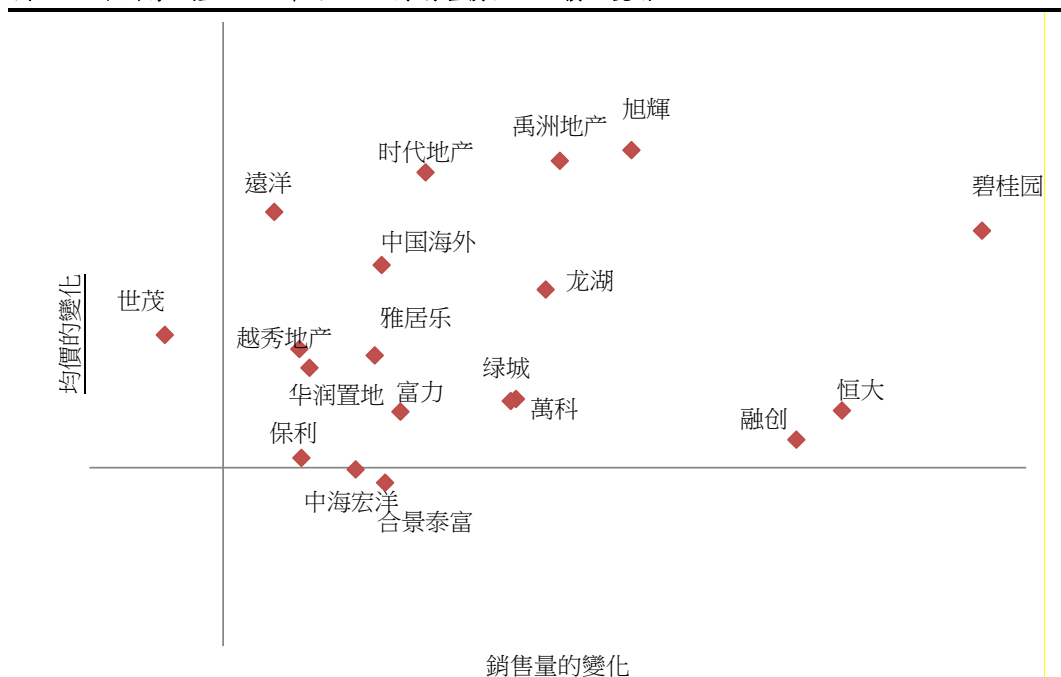
銷售量價齊升

雖然內房股 2016 年股價表現欠佳，但在銷售方面不單是有理想的升幅，大部份公司的銷售皆能達至量價齊升，為日後的盈利表現打好良好基礎。

銷售增長最快是碧桂園、旭輝、恒大及禹洲地產，其中碧桂園、旭輝及禹洲地產在均價及銷量都有良好表現，恒大皆側重銷量(上升 93%)，其均價只增加 6%。

大部份的房地產商在 2016 年首 10 個月的銷售均價及銷售量均出現上升，只有世茂及合景泰富例外。世茂在 2016 年首 10 個月的銷售量下跌 9%；合景泰富在 2016 年首 10 個月的銷售均價下降 2%，2 家公司都是單位數的降幅，對總銷售金額的影響不大。

2016 年的大部份銷售情況將反映在 2017 及 2018 年的業績上，銷售量的上升會對未來 2 年的營業額很大幫助，而銷售均價的上升則對未來 2 年的邊際利潤有正面的影響。

圖 192: 中國房地產 2016 年首 10 個月銷售價格及面積之變動

資料來源：公司

選低負債的龍頭

我們相信中國的房地產市場在 2017 年非常不平坦，如果房屋銷售下跌，房地產商將面對財政困難，我們相信只有財政健康及具財政紀律的房地產商才可生存下來。在我們覆蓋的公司中，我們預測中國海外、華潤置地及萬科在 2016 年末的淨負債比率分別為 22.0%、26.2%及 10.9%，這三家公司是我們在房地產行業的首選。

中國海外 (688 HK)

中國海外及中信地產收購項目的總土地儲備分別為 3,645 萬平方米及 3,155 萬平方米，所以在收購完成後，中國海外的總土地儲備差不多翻一倍至 6,800 萬平方米。此外，新收購項目地價為每平方米 3,500 元人民幣，可帶來成本優勢，而且中國海外及中信集團可利用各自的專長及強項而達成雙贏局面。因為中信地產收購項目的借貸較高，我們估計中國海外的淨負債比率將反彈至 2016 年底的 22.0%，但財務風險可控。我們的目標價為 32.11 港元，較每股資產淨值折讓 10%，維持「買入」評級。

華潤置地(1109 HK)

2016 年 1-7 月合同銷售金額及面積分別上升 26.2%至 909 億元人民幣及 11.4%至 655 萬平方米。截至 2016 年 6 月，約 929 億港元的物鎖定及會在 2016 年入帳。在 2016 上半年，華潤置地購入 15 幅土地，總樓面面積為 498 萬平方米，目前總土地儲備及應佔權益土地儲備分別為 4,209 萬平方米及 3,502 萬平方米。我們的目標價為 30.58 港元，相等於 30% 的每股資產淨值折讓。維持「買入」評級。

萬科 (2202 HK)

萬科於 2016 年 1-10 月的合同銷售金額及面積分別增加 54.8%至 3,119 億元及 43.8%至 2,340 萬平方米。2016 年 1-9 月的竣工面積增加 44.6%至 1,124 萬平方米，相等於年初計劃的 54.4%，即表示約 942 萬平方米的物業預料將在 2016 年第 4 季竣工。截至 2016 年 9 月底，已預售仍待確認收入的物業價值為 3,064 億元或面積為 2,506 萬平方米。淨負債比率由 2016 年 6 月的 14.1%下降至 2016 年 9 月的 8.9%，萬科於 2016 年 9 月手持現金及借貸分別為 752 億元及 880 億元。我們目標價為 26.14 港元，相等於 20% 的資產淨值折讓率，維持「買入」評級。

圖 193: 招銀國際中國房地產覆蓋公司

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%

資料來源：彭博、招銀國際

中國汽車板塊 同步大市

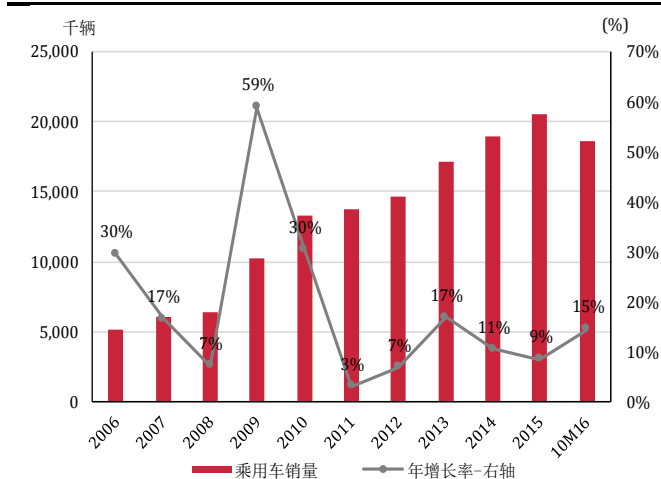
競爭格局分化，政策風險仍存

汽車板塊概況

在 2006 到 2010 年期間，中國的乘用車市場經歷了一個高速增長的階段，年複合年增長率達到了 27.4%。然而在 2011 年之後，增長逐漸放緩。在 2016 年前 10 個月，受惠於中國房地產市場的火爆以及消費稅優惠政策（2015 年 10 月到 2016 年 12 月，1.6 升或以下排量的乘用車可以享受 5% 的稅費減免，也即是購車消費稅由 10% 變為 5%），乘用車銷售量實現了 15% 的同比增長，達到 1865 萬輛。據中國乘聯會預測，2016 年中國乘用車的增長將會達到 13%。然而隨著減稅結束，我們預計 2017 年開始中國乘用車市場將重新回歸到低單位數的增長率，因稅費優惠政策一定程度上預支了 2017 年的部分消費需求。

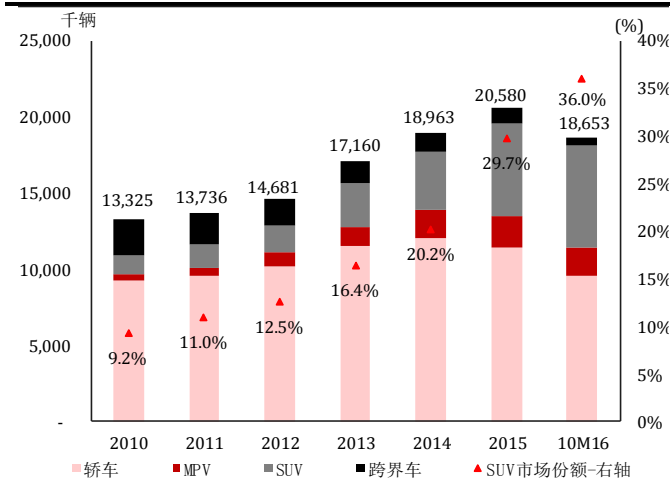
另一方面，中國消費者對於不同類型乘用車的偏好也在悄悄發生變化。隨著國民收入的上升以及消費者口味開始變得多元化，內部空間較大的車開始變得流行，因此我們看到 SUV 和 MPV 的市佔率在不斷上升。以 SUV 為例，2010 年的時候僅佔總體乘用車銷量的 9.2%，然而到 2016 年前 10 個月這一比例已經攀升至 36%。我們預計這一趨勢在 2017 年繼續延續，SUV 和 MPV 的比重繼續上升，壓縮轎車市場的比重。

圖 194: 中國乘用車銷售情況 2006-2016

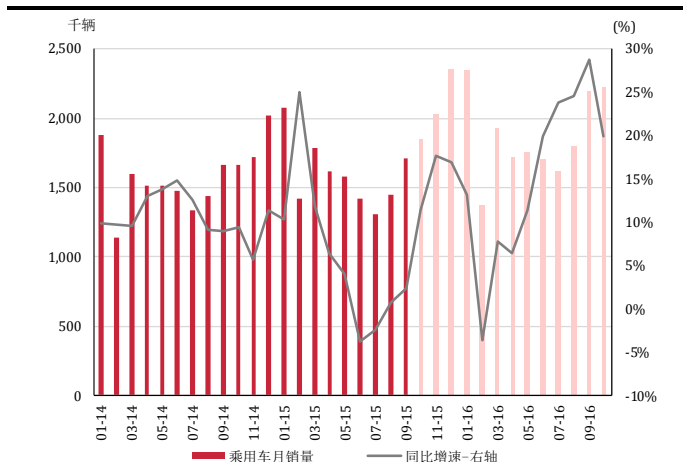


資料來源：乘聯會、招銀國際

圖 195: 不同種類乘用車銷售 2010-2016



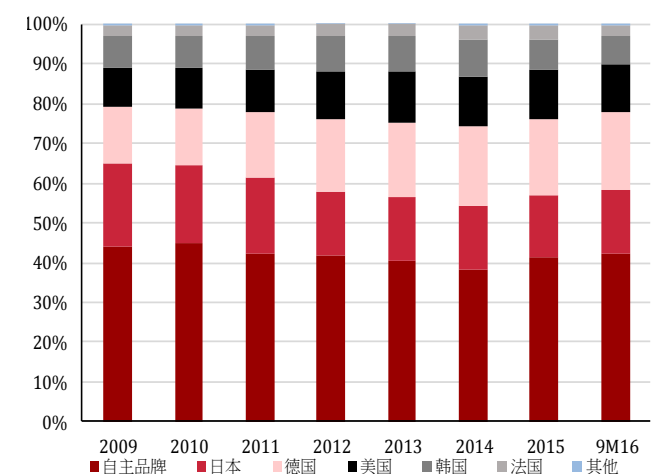
資料來源：乘聯會、招銀國際

圖 196: 購置稅減免前後中國乘用車月度銷量比較

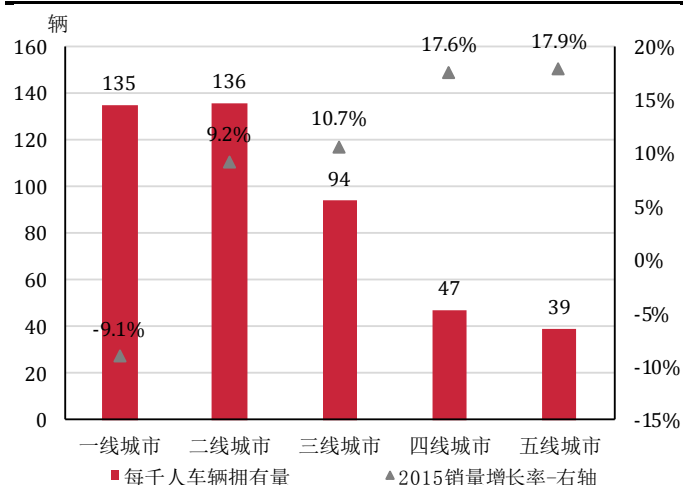
資料來源：乘聯會、招銀國際

更進一步，近年來乘用車市場在地域和產品特點分佈上也發生了一些變化。一方面，2009年以來日系品牌就在逐漸喪失優勢，市佔率慢慢縮小，而德系（以奔馳、寶馬、奧迪為代表）和美系品牌則後來居上。國產品牌在經歷了一段時間的消沉後在 2014 年後開始反彈，目前市場份額約為 42.3%，而我們覺得這是由於三至五線小城市的銷售增長所推動的——中國的一、二線城市由於限購和汽車保有量已經達到高水平的原因，乘用車銷售在 2015 年低速增長甚至是負增長，小城市則仍然保持著 10%以上的增長，而小城市的消費者是購買自主品牌的主力軍。另一方面，中國消費者越來越偏好排量較大的車而小排量的車型（1.6 升或以下）的市場份額則在不斷萎縮。目前，排量在 1.6-2.0 升之間的车型佔市場主流。

綜上，我們預計在 2017 年中國的乘用車的消費需求增長將會來源於兩個方面，一是大城市的消費者收入上升以及家庭升級帶來的換車需求，這類消費者將偏好內部空間更大，更高檔的車型；二是小城市消費者的第一次購車的需求，自主品牌在這些城市會較佔優勢。因此，我們認為在 2017 年優質的自主品牌和高端豪華車品牌會跑贏中端乘用車品牌。

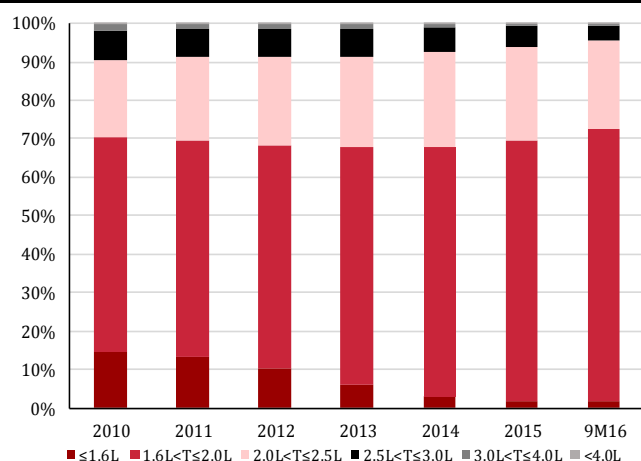
圖 197: 消費者對不同國家品牌偏好的變化

資料來源：中國汽車工業信息網、招銀國際

圖 198: 2015 年一至五線城市車輛擁有量比較

資料來源：經濟學人、招銀國際

圖 199: 消費者對不同排量的偏好變化

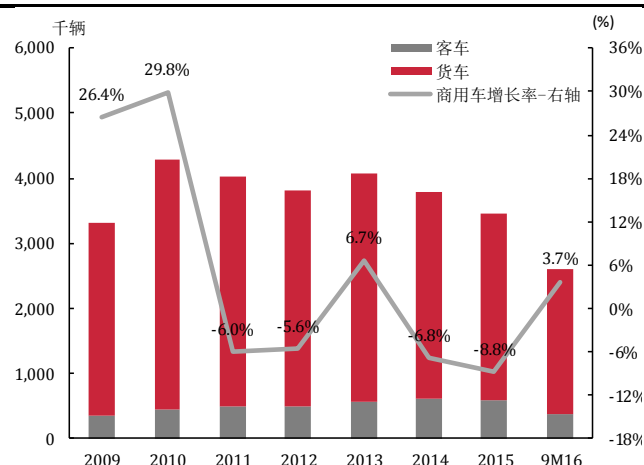


資料來源：中國汽車工業協會、招銀國際

與乘用車市場不同的是，商用車市場因受到國家經濟增速回落以及商用車出口市場形勢不佳等因素的影響，從 2013 年開始就開始走向一個下行區間。然而受到宏觀經濟好轉、消費稅減半、以及基數低的影響，2016 年前 9 個月商用車銷售同比增長了 3.7%。這其中主要是受到了貨車銷售的影響。從圖 200 可以看到，商用車主要包括了貨車和客車。客車銷售從 2009 年以來一直處於一個穩定或輕微增長的態勢，而貨車銷售則受宏觀經濟影響較大。

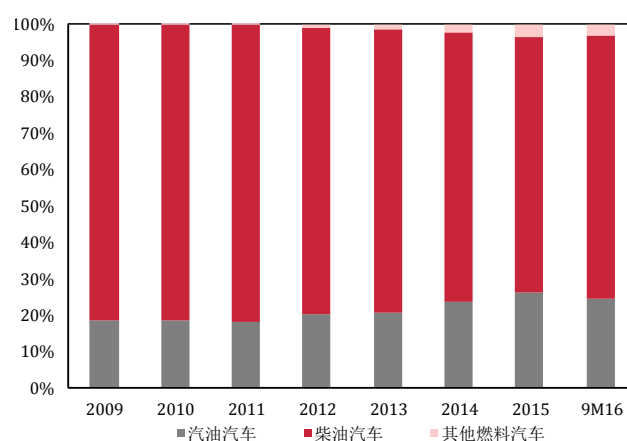
從 2017 年 1 月 1 日起，全國所有重型柴油車和輕型汽油車必須符合國五標準，從 2018 年 1 月 1 日起，全國所有車型都須符合國五標準要求。這個這將會為商用車市場尤其是貨車市場帶來不少的衝擊。國五排放主要是對汽車尾氣中氮氧化物排放限值嚴格了 25%—28%、顆粒物排放限值嚴格了 82%，並增加了污染控制新指標顆粒物粒子數量。這樣一來不少商用車企業需要在產品上進行加裝顆粒捕捉器（DPF）來符合國五標準，因而生產成本很可能會上升，進而影響產品價格。因此我們預計在 2017 年全國商用車市場仍然會處於一個調整期，不排除會出現小幅下滑的局面。

圖 200: 中國商用車銷售情況 2009-2016



資料來源：中國汽車工業信息網、招銀國際

圖 201: 使用不同燃料的商用車市場份額變化



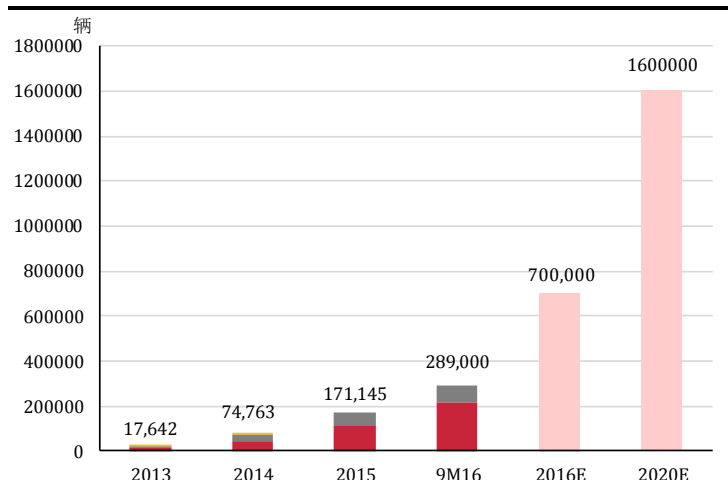
資料來源：中國汽車工業協會、招銀國際

新能源汽車

中國的新能源車市場主要包括純電動車和插電混合式動力電動車。新能源車自 2013 年以來便開始爆發性增長，在 2015 年達到 17 萬的銷量，同比增長達 129%。2016 年前 9 個月的新能源車銷量達到 28.9 萬輛，同比增長 114%。然而，這個目標卻與中國汽車工業協會在 2016 年年初時推算的 70 萬的年銷量相去甚遠，主要是由年初騙補貼事件和某些城市補貼減退導致銷量減少引起的。雖然說 2016 前 9 個月的銷量並沒有達到年初的預期，不過從長遠來看新能源汽車的發展在國家扶持下會有很大的發展空間。

根據國家的“十三五”規劃，到 2020 年全國新能源汽車累計產銷能達到 500 萬輛，經過我們的計算，這個目標相當於到 2020 年實現 160 萬的年銷量。這意味著從 2016 到 2020 年，年複合增長率會達到 50% 以上。另外，根據文件《電動汽車充電基礎設施發展指南(2015-2020)》，到 2020 年全國計劃增加 1.2 萬個集中式充電站和 480 萬個分散充電樁。

政府對環境問題的關注、一線城市對傳統能源汽車的限購政策、國家對汽車工業的扶持以及對消費者的補貼，都會成為新能源汽車成長的驅動因素。

圖 202: 中國新能源車銷量

資料來源：中國汽車工業協會、招銀國際

從 2013 年開始，國家實施對新能源車的補貼政策。在 2015 年 4 月，國家財政部、科技部、工業和信息化部和發展改革委聯合公佈了《關於 2016-2020 年新能源汽車推廣應用財政支持政策的通知》，進一步規定從 2016 至 2020 年的補貼標準的變化。2017-2018 年的補貼在 2016 年基礎上下降 20%，2019-2020 年在 2016 年基礎上下降 40%。除了國家的補貼外，不少地方政府也對新能源車消費者進行補貼，並可能附帶著如單獨搖號、免購置稅等的額外政策優惠。

以一台比亞迪“秦”純電動車為例（其續航里程為 300 公里），在 2016 年購買這款車的位於深圳的消費者可以享受到國家 5.5 萬元的補貼和深圳市政府的 6 萬元的補貼，並額外享受單獨搖號、免購置稅、免車船稅、免首小時停車費的優惠。以“秦”純電動版大約 28 萬的官方零售價來算的話，實際購買價格只有 16.5 萬（不包括 2.4 萬左右的購置稅減免）。

表 203: 中國新能源乘用車國家補貼標準

人民幣千元	续航里程	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
純電動車	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
插電混動	50≤R	35	33.25	31.5	30	24	24	18	18

資料來源：財政部、科技部、工業和信息化部、發改委、招銀國際

表 204: 中國新能源客車補貼標準

人民幣千元	單位載質量 量消耗量(E_{kg}) $E_{kg}, Wh/km/kg$	10m<客車長度(R)≤12m					
		6≤R<20	20≤R<50	50≤R<100	100≤R<150	150≤R<250	250≤R
純電動客車	$E_{kg}<0.25$	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
插電混動		0	0	200	230	250	250

資料來源：財政部、科技部、工業和信息化部、發改委、招銀國際

然而，我們預期新能源車在 2017 年的銷售增長還是主要來源於有一線城市，原因在於這些城市充電設施較為完善，而傳統能源汽車由於限購政策難以實現像過去一樣的快速增長，部分消費者會轉而選擇新能源汽車。在較為落後的城市情況則不大相同。目前大部分新能源汽車續航里程低、某些技術指標未能媲美傳統能源汽車、價格稍高，再加上地方充電設備不完善，在欠發達地區並未能得到很好的推廣。短期內，如國家沒有出臺更進一步的刺

激措施，我們並不認為新能源汽車銷售會在欠發達地區會迅猛發展。長期來看，隨著技術進步、續航里程的上升、以及各種基礎設施的完善，新能源汽車可能會在全國範圍內實現一個大的突破。

在國家政策的推動下，許多國內傳統車企和一些非傳統車企（如互聯網公司）開始踏足新能源車領域，因新能源車相比傳統汽車領域進入門坎較低。目前新建企業中獲得新能源汽車生產資質的企業已經有四家：北汽新能源、五龍長江 EV、長城華冠前途汽車、和奇瑞新能源。這些車企正在大力擴張產能，以便未來搶奪市場份額。不過我們認為，各廠商實力良莠不齊，擁有發展新能源汽車先進的核心技術（如電池技術）的企業屈指可數。由表 205 我們可以看到，目前香港上市公司中有新能源車概念的標的並不多，除了整車製造商外，大多數新能源汽車概念股市值較小，盈利能力有進一步提升的空間。

綜上所述，整車製造商裡我們比較偏好在市場上已經有較高市場份額並且有較大技術優勢的企業，如比亞迪，另外一些中上游基礎設施建造商和擁有先進技術的零部件供應商將會表現較好。

表 205: 香港上市新能源汽車相關企業

公司	股票代碼	收市價 (港元)	市值 (港幣百萬)	2015 收入 (人民幣百萬)	2015 淨利潤 (人民幣百萬)	彭博每股盈利預測 (人民幣)			市盈率預測			淨利潤率	淨杠杆率
						16E	17E	18E	16E	17E	18E		
比亞迪	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
長城汽車	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
泰坦技術能源	2188 HK	1.2	1,101	196	(26)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-13.30	10.13
五龍電動車	729 HK	0.4	8,622	363	(228)	-0.05	-0.01	0.03	NA	NA	12.83	-62.79	35.40
天能動力	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
理士國際	842 HK	1.0	1,367	4,331	107	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2.46	90.36

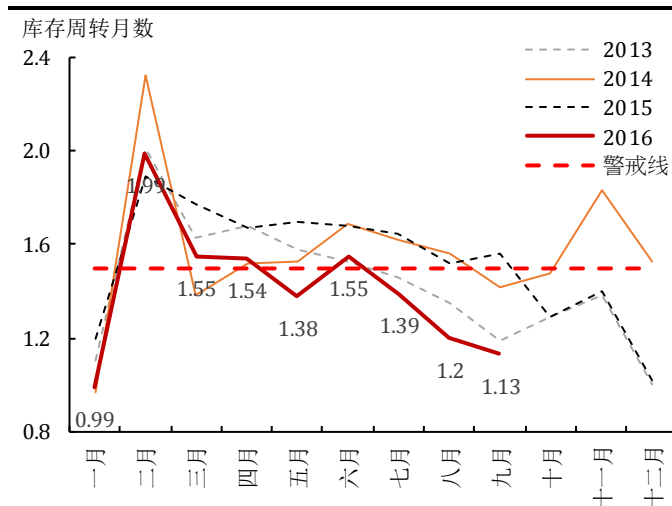
*2016年11月18日收市價

資料來源：彭博，招銀國際

汽車經銷商

汽車經銷商在 2013 至 2015 年上半年經歷了一段競爭劇烈、庫存堆積、利潤率下降以及現金流緊張的日子之後，開始慢慢走向一個新時期。不少經銷商開始積極並購，大魚吃小魚的現象不斷湧現，另外一些開始轉型，售後服務和金融保險類的業務收入佔比開始上升。從圖 11 可看到，百強汽車經銷商的二手車銷售、售後服務和金融保險的收入佔比從 2010 年的 13% 上升到 2015 年的 17.7%，而且我們預計這種趨勢將會在 2017 年延續。原因是這些種類業務的利潤率要比傳統新車銷售業務的利潤率高得多。以售後服務為例，2015 年較大的汽車經銷商的毛利率可以達到 40-50%，而新車銷售的毛利率則大多在 5% 以下。另外，隨著兼併收購的增多行業集中率也越來越高。據中國汽車流通協會數據顯示，2015 年百強經銷商銷售數量佔總銷量的比重為 25%，而 2013 年這個數字約為 23%。

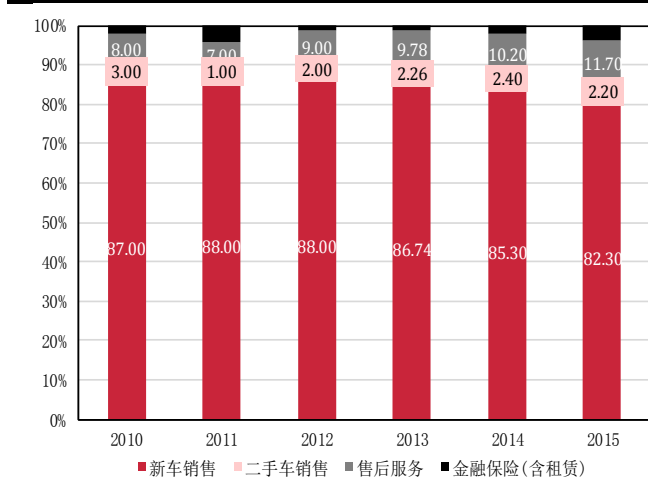
在 2015 年第四季度，國家實行了對部分車型購置稅減半的優惠政策，汽車市場起死回生，銷量再次攀升，這給汽車經銷商帶來不少喘息的機會。經銷商庫存周轉月數從 2014 年的高峰到 2015 年第四季度開始周轉月數下降到警戒線以下。大大緩解了經銷商的現金流壓力。

圖 206: 經銷商庫存周轉月數 2013-2016

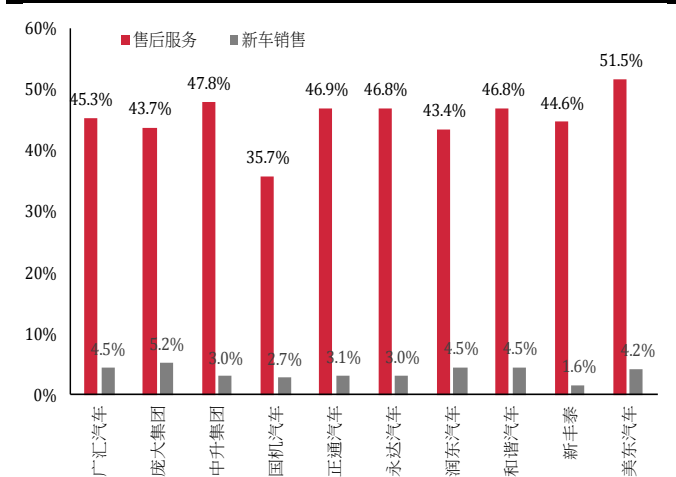
資料來源：中國汽車流通協會、招銀國際

不過，跨入 2017 年，汽車經銷商仍然面臨許多挑戰。一方面，由於減稅政策所帶來的不確定性，汽車經銷商位於汽車產業鏈的最終端可能會首當其衝受到最直接明顯的影響。雖然經銷商們在極力開拓更多的收入來源，但新車銷售仍然是其收入來源主體。另一方面，隨著中國汽車產業的變化，汽車經銷商們的利潤率和收益率也在承現下降趨勢，利潤空間越來越窄。經銷商們需要經過積極的業務結構調整並提升組織管理能力，減少費用和提高 4S 店效益，才能維持較好的利潤水平。

綜上所述，在 2017 年，在較大的政策和經濟風險下，我們認為在拓展新業務較為突出並且運營能力較強的企業會取得較好的表現。

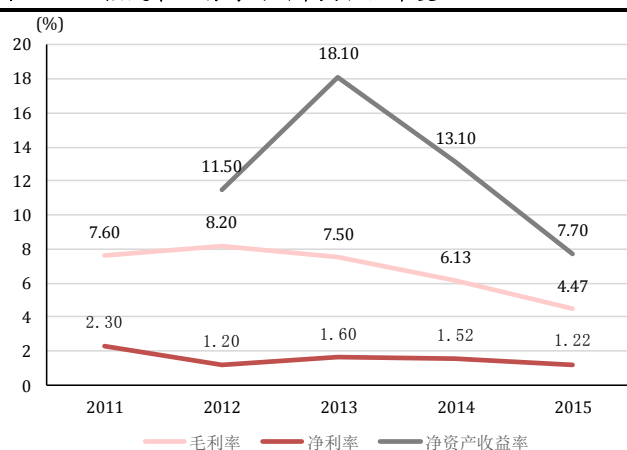
圖 207: 百強汽車經銷商主營業務收入構成變化 2010-2015

資料來源：中國汽車流通協會，招銀國際

圖 208: 部分上市汽車經銷商售後服務與新車銷售毛利率比較

資料來源：萬得，招銀國際

圖 209: 百強汽車經銷商利潤率與收益率變化



資料來源：萬得，招銀國際

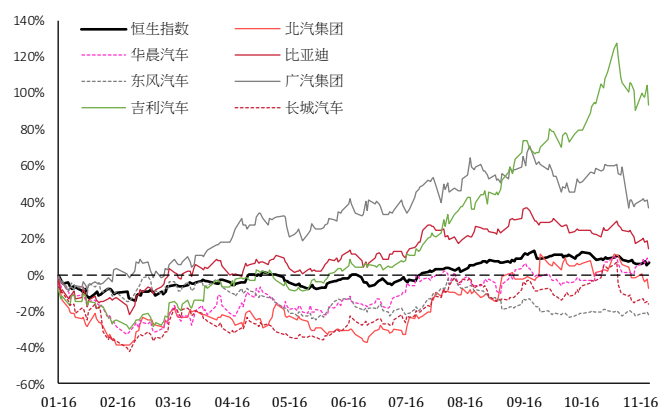
表 210: 2016 上半年汽車經銷商業績比較

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

資料來源：萬得，招銀國際

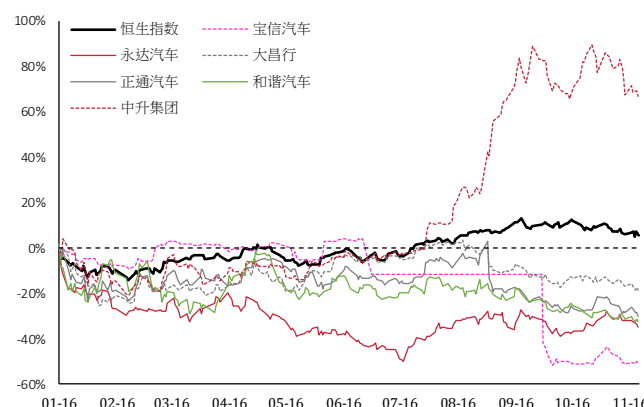
相關股份表現

圖 211: 香港上市汽車製造商 2016 年累計回報率表現



資料來源：彭博，招銀國際

圖 212: 香港上市汽車經銷商 2016 年累計回報率表現



資料來源：彭博，招銀國際

表 213: 香港上市汽車製造商相關企業

公司	股票代號	收市價 (港幣)	市值 (港幣百萬)	股本回報率 (%)	股息率 (%)	彭博每股盈利預測 (人民幣)			市盈率預測			市淨率	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
華晨汽車	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
比亞迪	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
東風汽車	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
廣汽集團	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
吉利汽車	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
長城汽車	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 (除比亞迪)			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日收市價

資料來源：彭博，招銀國際

表 214: 香港上市汽車經銷商相關企業

公司	股票代號	收市價 (港幣)	市值 (港幣百萬)	股本回報率 (%)	股息率 (%)	彭博每股盈利預測 (人民幣)			市盈率預測			市淨率	市盈率
						16E	17E	18E	16E	17E	18E		
寶信汽車	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
永達汽車	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
正通汽車	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
中升集團	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
和諧汽車	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日收市價

資料來源：彭博，招銀國際

目前，招銀國際覆蓋的汽車行業企業有兩家：華晨汽車和吉利汽車，兩隻股份均為持有評級。考慮到 2017 年政策風險與行業下行的風險較大，我們推薦 2017 年盈利前景較為明朗且受政策因素影響較小的股份，**華晨汽車(1114 HK)**。

中國醫藥板塊 優於大市

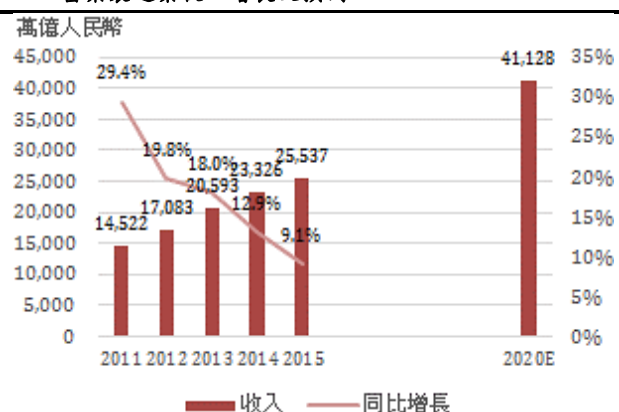
政策方向明確 重新起航

行業整合機遇，粗放式增長不再

在“十二五”期間，中國醫藥工業持續強勁的增長勢頭，規模以上企業的營業收入及利潤分別年均增長 17.4%及 14.5%，始終居於中國工業各行業前列位置。但事實上，由於中國經濟增長的放緩及行業基數擴大的影響，規模以上企業的營業收入及利潤增速由 2011 年高位的 29.4%及 23.5%下降至 2015 年的 9.1%及 12.9%。雖然截至 2016 年 9 月底的收入及利潤增速稍為反彈至 10.0%及 13.9%，但經歷了數了粗放式的增長後，預料政策往後方向主要為提升行業效率，淘汰落後企業及資源的合理使用，相信現水平的增速應為醫藥行業增長的新常態。

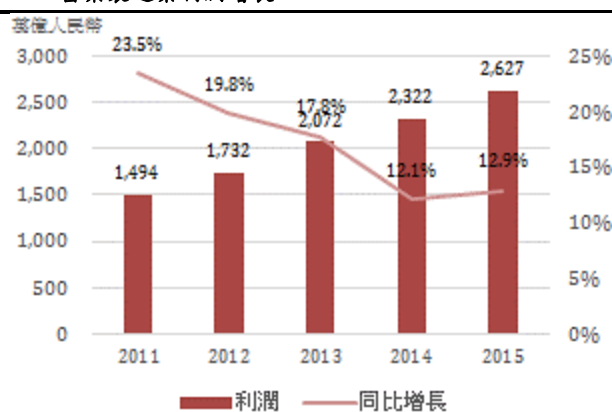
按工信部、發改委、科技部、商務部、衛計委及食藥總局等 6 部委於 2016 年 11 月 7 日印發的（工信部聯規〔2016〕350 號）的預測，於“十三五”期間，醫藥工業的收入將年均增長 10%，5 年後市場規模達到 4 萬億元。

圖 215: 醫藥製造業收入增長及預測



資料來源：中國國家統計局、工信部、招銀國際

圖 216: 醫藥製造業利潤增長



資料來源：中國國家統計局、招銀國際

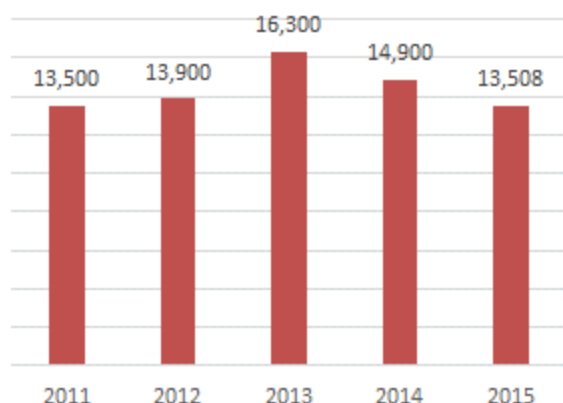
事實上，雖然行業增速顯著，但醫療服務問題亦越趨明顯，藥品素質參差、藥費高昂、過度處方藥物、三甲醫院負荷過重、醫保收支失沖等問題日益惡化，作為民眾醫療健康其一重大產業，情況不容接受。是故一系列的政策如兩票制、藥品一致性評價、取消醫院藥品加成等等的政策在 2015 年一一出臺，對醫藥產業來說，2016 年是政策方向變動較大的一年，也可視為為“十三五”醫療發展定調的一年，經歷一年的調整後，相信醫藥產業在 2017 年開始往更健康的方向發展。

行業整合方向明顯，兩票制淘汰落後分銷商

企業多、小、散可以說是現在醫藥行業的寫照，以藥品流通行業為例，截至 2015 年 11 月底，全國共有藥品批發企業 13,508 家，2015 年醫藥流通行業銷售總額為 16,613 億元人民幣，當中 13,290 億元為批發總額，以此計算，每家批發企業的平均收入約為 1 億元，但前 100 位藥品批發商收入已位去同期全國醫藥市場收入的 68.9%，換句話說，剩下 13,408 家藥品企業的年收入僅為 3,000 萬元。過多小型的批發企業造成行業資源重迭浪費、行業效率低下、及成本的上升，為中國藥價虛高其中一個原因，所以推動行業整合及淘汰落後企業實為解決藥價虛高的一個重要措施。兩票制限制了藥品由生產商到醫院當中經過幾多分銷批發商(生產商到批發商為一票，批發商到醫院為一票)，變相限制了較小形批發商的存在空間，減低了層層疊加的批發費用，從而降低藥品的成本。我們預計兩票制將會由試點城市落實在全國推行，小型分銷商的生存空間將日益收窄，而大型分銷商如國藥(1099 HK, 未評級)、上藥(2607 HK, 未評級)及華潤(3320 HK, 未評級)等則可從而擴大市佔率。我們相信兩票制的推行長遠而言亦是利於藥品生產商，可簡接降低生產商的分銷成本，但短線而

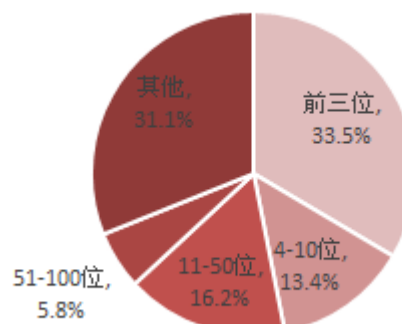
言，部份依賴第三分銷商作產品推廣及分銷的公司將受到分銷商去庫存及自建銷售團隊等因素的影響。

圖 217: 藥品批發企業數量



資料來源：商務部、招銀國際

圖 218: 醫藥批發企業按規模劃分市佔率(2015 年)



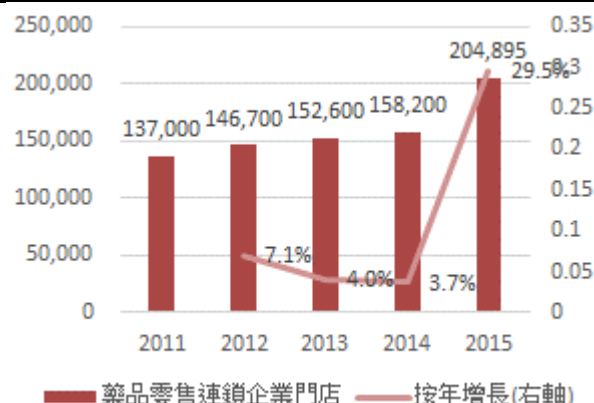
資料來源：商務部、招銀國際

圖 219: 藥品零售店總數及增長



資料來源：商務部、招銀國際

圖 220: 藥品零售連鎖門店總數及增長



資料來源：商務部、招銀國際

提升藥品質量才是王道

《醫藥工業發展規劃指南》明確指出，中國藥品原始創新能力不強，基礎研究和轉化研究能力薄弱，高質量創新成果少；產品質量升級任務緊迫，化學仿製藥、中藥材和中成藥、醫療設備、輔料包材等領域質量標準和質量水平亟待提高。預料提升藥品質量為未來一個重要發展方向，亦符合 2015 年以來政策方向的脈絡。

基於中國藥品質量偏低、同質化嚴重、醫保收支失沖等問題，國家衛生部、食品藥品監督管理局等自 2015 年下半年開始推出政策旨在改善中國藥品的質量、加快新藥審批速度等。預料在未來三年，大量產能落後、生產不合規及質量低下的藥廠及藥品將會被淘汰，新藥審批將更為嚴格，而其速度亦會加快，將利於高效的創新藥及首仿藥的推出，及中國藥品的質量將得到全面提升，預料國內擁有優秀仿製藥及新藥的企業將可受惠。

一致性評價：提升質量，淘汰劣等仿製藥

藥品一致性評價，就是仿製藥必須和原研藥“管理一致性、中間過程一致性、質量標準一致性等全過程一致”的高標準要求，基本上要求仿製藥的質量達到原研藥水平的要求。由於仿製藥的價錢一般在原研藥的 50% 以下，仿製藥的使用能有效降低用藥成本及醫療開支，提高藥品的可用性。但由於早年研發審批要求相對寬鬆，導至現時在中國的仿製藥素量參差，不時有醫護病患，在仿製藥及原研藥之間，選擇價格高昂的原研藥以確保療效，故此

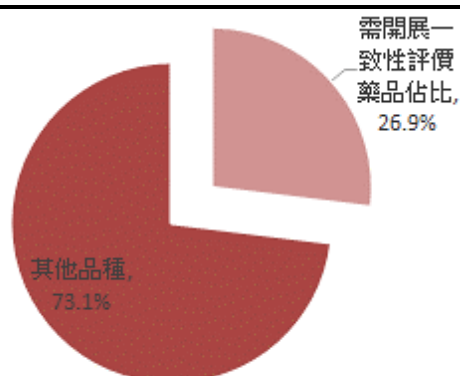
仿製藥的質量偏低亦為現時藥價虛高、醫療開支高昂的個成因。為了解決相應問題，推動一致性評價，改善藥品質量實為當前急務。

國家食藥監總局發佈關於落實《國務院辦公廳關於開展仿製藥質量和療效一致性評價的意見》有關事項的公告，明確 289 個必須於 2018 年年底前完成一致性評價的化學藥品仿製藥口服固體製劑品種及其相應的規格。

1. 化學藥品新註冊分類實施前批准上市的仿製藥，包括國產仿製藥、進口仿製藥和原研藥品地產化品種，均須開展一致性評價。
2. 凡 2007 年 10 月 1 日前批准上市的列入國家基本藥物目錄（2012 年版）中的化學藥品仿製藥口服固體製劑（附件），原則上應在 2018 年底前完成一致性評價。
3. 上述第(2)款以外的化學藥品仿製藥口服固體製劑，企業可以自行組織一致性評價；自第一家品種通過一致性評價後，三年後不再受理其他藥品生產企業相同品種的一致性評價申請。

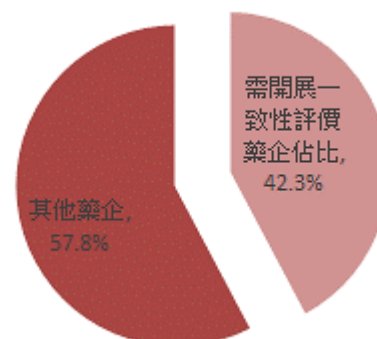
據瞭解，由於現時國內能處理一致性評價的機構嚴重缺乏，一款藥品的一致性評價費用已上漲至 300 萬元人民幣以上，對小型藥企來說無疑是一沉重負擔；此外，國家局還規定自第一家品種通過一致性評價後，三年後不再受理其他藥品生產企業相同品種的一致性評價申請，相當於藥監部門給藥企三年的市場壟斷權，這意味著，這些品種的一致性評價實際上也是迫在眉睫，因為誰率先完成了一致性評價，誰就搶得了市場三年獨佔權。基於這兩個原因，相信小型藥企在未來醫藥市場裡難以佔一席位，相信未來兩至三年藥企的數量將大幅減少。預計未來每個仿製藥的生產商數量將由現時動輒 20-30 家大幅減至 5 家以下，而由於經歷一致性評價後藥品的質量可跟原研藥看齊，可與之直接競爭市場空間，通過一致性評價的藥企料可迎來一波良好的增長。

圖 221: 需要開展一致性評價藥品佔比



資料來源：Insight China pharma data、招銀國際

圖 222: 需要開展一致性評價藥企佔比

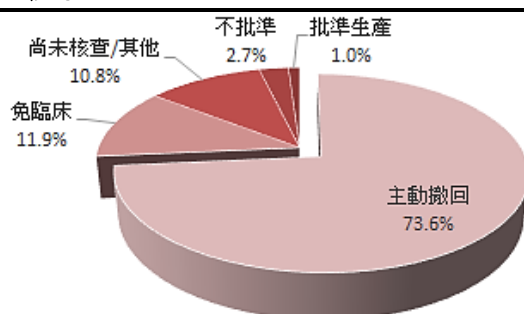


資料來源：Insight China pharma data、招銀國際

新藥審批標準從嚴，長遠利好龍頭企業

一直以來藥監總局審批新藥的速度緩慢，導致大量新藥申請積壓，不但對藥企的研發進度帶來負面時響，亦拖慢具有臨床意義新藥上市的速度，或使病患未來及時得到應有治療，亦簡接加大醫療開支。新藥申請積壓其中一個原因為過往對新藥申請要求過於寬鬆，導致藥企大量申報質量較低的新藥。有見及此，藥監總局於 2015 年中開始要求藥企對已申報產品進行數據自查，確保臨床數據的準確性，亦迫使未達標的企業撤回申請，結果在 1,622 個申請中，193 個免臨床，1,193 個主動撤回，佔總數的 83.5%。

圖 223: 1622 個自查品種現況



資料來源：國家食品藥品監督管理總局、招銀國際

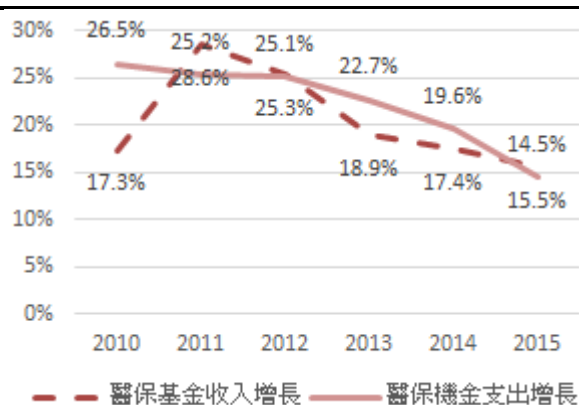
藥監總局通過自查，大幅提升對新藥研發及臨床數據準確性的要求，不但可降低新藥申請的數量，同時亦可提升藥品的質量。由於對臨床研發要求的提升，預料將提升企業研發新藥的臨床試驗成本。但長遠來看，由於要求的提升，將提高研發新藥的門檻，集中資源在高效益新藥上，減少新藥申請的數量，加快藥品審批速度，對擁有優質研發團隊的龍頭企業發展有利。

醫保入不敷出情況稍緩

經歷過去數年醫藥行業爆發性的增長後，醫保收入的增速已逐開始逐步落後於支出的增長。醫保基金支出的增長在 2013 及 2014 年為 22.7% 及 19.6%，分別超過醫保基金收入增長的 18.9% 及 17.4%，費用過快的增長是影響醫保制度可持續發展的重要原因。故此政府各部委開始推出一連串的措施如取消醫院藥品加成、降低藥佔比、監控大用量藥物的使用等途徑以控制增長過快的開支。經過嚴厲的措施後，醫保基金開支增速於 2015 年回落至收入增速以下，可以預期，雖然預期醫保控費的加度並不會減弱，但在當前醫保資金收入增幅高於支出的現狀下，對於醫保控費的恐慌應可以暫緩一段時間。

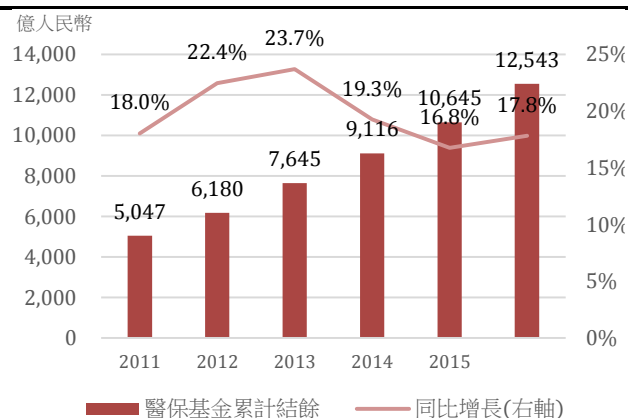
對藥企來說，2016 年因為醫保控費引發的價量齊跌絕對是血雨腥風的一年，雖然並不預期降低藥佔比、控費等措施會得到放鬆，但在醫保基金收支情況改善下，相信暫時出現進一步激進的收緊措施的機會並不大。

圖 224: 醫保基金收入及支出增長



資料來源：中國國家統計局、工信部、招銀國際

圖 225: 醫保基金結餘及增長

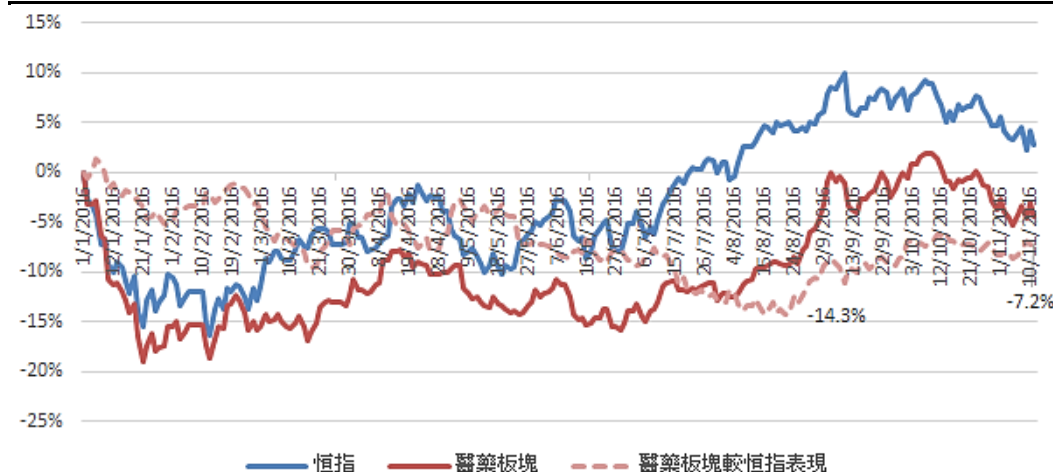


資料來源：中國國家統計局、招銀國際

行業估值水平吸引，預料情況將可改善

相對之前幾年，2016 年醫藥股板塊的表現可謂乏善足陳，雖然有部份公司的股價表現亮麗，但總體板塊 2016 年至平均下跌 4.4%，差於恒指同期 2.8% 的升幅，最主要因為投資者擔心醫療板塊中的政策不確定性。但值得注意的是，相方的表現自 8 月底後開始逐步收窄，由最多落後於恒指 14.3% 收窄至 11 月中時的 7.2%。我們相信主要因為政策的明朗化及中期業績的表現優於預期。

圖 226: 恒指及醫藥板塊 2016 年至今股價表現



資料來源：彭博、招銀國際

如果看醫藥板塊的估值，平均預測市盈率在 2016 年下半年經歷了一波較大的收復，可看出市場對醫藥板塊的看法漸趨正面。醫藥板塊較恒指的估值溢價亦於 2016 年下半年邁向 60%，重回 3 年平均以上的水平。

圖 227: 恒指及醫藥板塊 2016 年至今股價表現



資料來源：彭博、招銀國際

圖 228:醫藥板塊對比恒指估值溢價



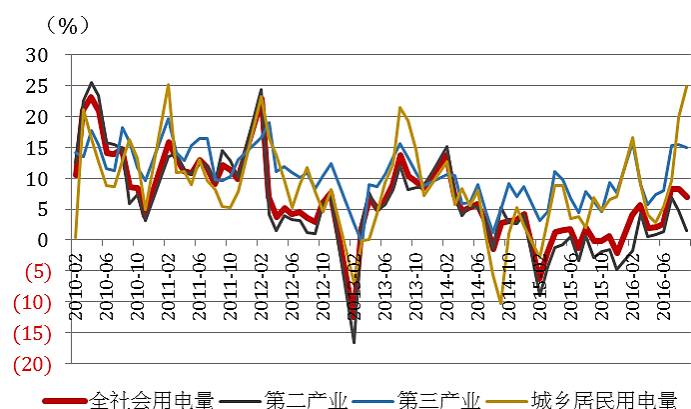
資料來源：彭博、招銀國際

中國新能源板塊 同步大市

變局中尋找機遇

回顧 2016 年，在經濟處於築底過程中，中國的用電量增長雖有所恢復，但整體上依然延續了用電量需求增速放緩趨勢，與中國經濟發展換擋，供給側改革以及結構性轉型的特點互相印證。用電量增長主要來自於第三產業以及城鄉居民用電，第二產業仍然保持低增速運行，對傳統的火電企業、新能源企業以及核電企業產生了無可避免的影響。隨著各類電源裝機的快速增加，我國開始出現較為明顯的電力產能過剩，不單擠壓了傳統煤電企業的發電空間，也對新能源企業帶來較為嚴峻的限電影響。在這樣的經濟及用電形勢下，國家針對煤炭、火電產業產能，以及新能源發電的消納問題出臺了大量政策，並引導對電力銷售進行市場化改革。隨著政策導向的轉變，我們認為電力行業將出現巨大變局。

圖 229: 中國用電量增速有所恢復，但增速明顯放緩



資料來源：萬得數據，招銀國際

中國政策變局：十三五電力規劃

十三五開局之年，國家能源局於 16 年 11 月發佈十三五電力規劃，是時隔十五年後中國電力主管部門再次對外公佈電力發展五年規劃，釋放了政策導向改變的信號。

- 十三五期間全社會用電量增速 3.6%-4.8%。**考慮到經濟增長的不確定性，能源局對 2020 年的電力規劃全社會用電量預測為 6.8 萬億-7.2 萬億千瓦時區間，對應十三五期間年均用電量增速為 3.6%-4.8%，增速明顯下降。伴隨近兩年煤炭價格下行所帶來的火電裝機劇增，以及新能源高速增長，未來幾年我國將持續面臨電力裝機過剩困擾。對此，能源局在電力十三五規劃中提出的目標是嚴控煤電裝機規模，到 2020 年將煤電裝機規模控制在 1,100 吉瓦以內，十三五期間取消和推遲沒點建設項目 150 吉瓦以上。
- 扶持水電、新能源及核電，著力調整能源結構。**到 2020 年，非化石能源消費比重將從 2015 年的 12% 左右提升至 15%，並提出具體的分解性指標。2020 年非化石能源發電裝機目標為 770 吉瓦，比 2015 年增加 250 吉瓦，佔各類電源發電產能比重 39%，發電量佔比提升至 31%。其中，常規水電裝機達到 340 吉瓦，風電裝機 210 吉瓦以上，太陽能裝機 110 吉瓦以上，核電裝機 58 吉瓦。
- 繼續推進電力體制改革。**2016 年我國已啟動多個電力市場化交易試點，能源局進一步提出，2017 年底前，完成電網企業分電壓等級核定准許收入和輸配電價，逐步減少交叉補貼；2018 年底前啟動現貨交易試點；2020 年全面啟動電力現貨市場交易，同時逐步取消優先發電權以外的非調節性發電計劃。

圖 230: 電力規劃十三五 - 七大關鍵指標

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	

資料來源：萬得數據，招銀國際

全球能源變局：巴黎氣候協議

對於全球能源格局的變化，我們關注 16 年 11 月正式簽署生效的《巴黎氣候協議》。55 個共計佔據全國溫室氣體排放超過一半的國家將開始執行氣候協議，或將在未來的十五年內達至前所未有的溫室氣體減排總量。根據協議：中國將力爭在 2030 年左右達到碳排放峰值，並承諾 2030 年的單位 GDP 二氧化碳排放量較 2005 年下降 60%-65%；美國方面奧巴馬政府則承諾到 2025 年，美國將在 2005 年基礎上減排 26%-28%，實現硬減排。中美兩國的大力支持對協議的執行有著非常重要的影響，尤其是對目前尚未達到碳排放峰值的發展中國家。我們認為《巴黎氣候協議》將對全球能源格局產生深遠影響，使全球各國逐步降低對於化石燃料的依賴，並積極扶持新能源產業發展以滿足減排目標，這是全球能源變局中的明朗因素。

唐納德·特朗普在美國總統選舉勝出或為《巴黎協議的執行》帶來阻力，我們認為這是全球能源變局中不甚明朗的部分。特朗普的能源政策與奧巴馬政府有很大不同，他更傾向於傳統能源，包括煤炭、石油，以及天然氣，並且反對奧巴馬政府所提出的《清潔電力計劃》以及在巴黎協議中就美國所作出的承諾。我們認為碳減排及能源清潔化利用趨勢無可逆轉，但特朗普的勝選或為巴黎協議的執行帶來陰雲。我們認為，全球能源格局的改變需要密切關注特朗普對於美國能源領域的具體政策，以及美國對於巴黎氣候協議的執行態度是否有變。

產業變局：壓煤電、收新能源、促售電交易市場化

為了滿足巴黎氣候協議目標，十三五電力規劃，以及適應中國經濟和用電需求的變化，電力產業也隨之出現了深刻的調整。具體而言：

1. **對於煤電企業，產能過剩帶來利用小時受壓，同時面臨煤炭價格上漲風險。**根據能源局數據，2015 年底，全國火電裝機容量 990 吉瓦，設備平均利用小時 4,329 小時，同比降低 410 小時，是 1978 年以來最低水平；2016 年上半年，火電裝機容量繼續擴張至 1,020 吉瓦，上半年火電設備平均利用 1964 小時，同比進一步縮減 194 小時。與此同時，受煤炭行業去產能影響，煤炭價格快速上漲，對煤電運營商利潤帶來進一步擠壓。步入 2017 年，在經濟下行週期，我們認為“煤電聯動”實現困難，因此預期煤電企業困境持續。
2. **對於新能源企業，新能源電力消納問題在區域性電力供應過剩，風電光伏搶裝的背景格外突出。**為解決限電問題，十三五電力規劃中明確棄風棄光的目標控制在 5% 以內，並提出較為保守的十三五裝機目標（風電 210 吉瓦，光伏 110 吉瓦）。我們認為要實現這些目標，十三五的新能源發展優先級將從增量轉移至存量，即控制新增裝機節奏，以解決存量裝機的限電問題為主，同時逐步落實增量新能源補貼退坡。我們認為這樣的主導思路將會對中國新能源較為豐富的中上游企業產生影響，觸發進一步產業整合，並將產品市場加速拓展至海外。對於新能源下游運營商，項目擴張將面臨更加激烈的競爭。
3. **對於電力交易，市場化交易的實現速度之迅猛，遠超預期。**低利用小時狀態下，煤電企業對售電饑渴，新能源企業也紛紛力圖通過交易來緩解限電問題。展望 2017 年，我們預期電力市場化交易將更加常態化，市場化售電佔能源企業發電比例將進一步提

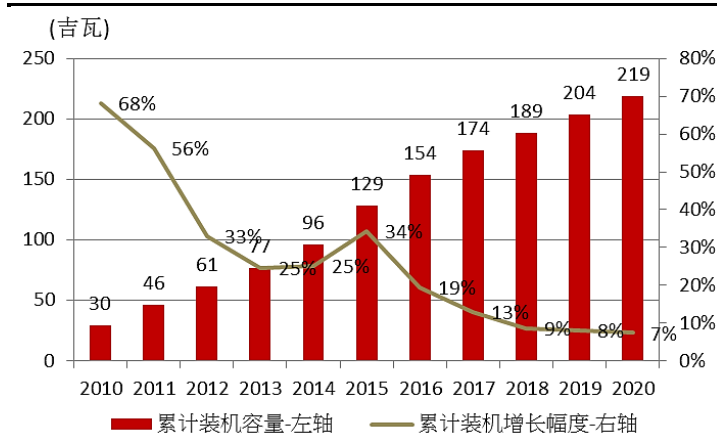
升。隨著電力交易市場化的日漸成熟，我們預期電力企業或將開始在售電領域尋找新的機遇。

中國風電行業：增勢放緩，存量為王

歷經風電搶裝潮後，根據能源局統計數據，2015 年中國風電裝機已達 129.3 吉瓦，當年實現新增裝機 32.97 吉瓦，裝機增速創下新高。2016 搶裝結束，裝機增速恢復常態，我們預期風電裝機將回落到 25 吉瓦左右，預計年末實現累計裝機 154 吉瓦。受電力需求不旺、新能源大規模並網、以及跨區域特高壓送電建設滯後等綜合因素影響，2015 年全國棄風率高達 15%。2016 年上半年，棄風問題顯得更加嚴峻，再上升 6 個百分點至 21%。棄風已成為制約風電產業發展的核心問題。

電力規劃十三五對 2020 年風電裝機規劃基本目標僅為 210 吉瓦，意味著未來 4 年的年均增量僅為 14 吉瓦，較目前的年裝機水平有一定落差，體現國家決心解決限電問題的思路。據此，我們認為從風電運營商，到風機設備製造商，在國內增量發展上勢將放緩。2017 年我們需要從限電改善而帶來的存量風機效益提升角度來審視中國風電行業的投資機會。

圖 231：中國風電裝機增速下滑趨勢明顯



資料來源：水電總院、中電聯、國家能源、招銀國際預測

進一步推進平價上網

針對 2020 年實現風電發電側平價上網目標，發改委在 2015 年定下的風電上網標杆電價調整的基礎上，發佈徵求意見稿，計劃進一步對 2018 年啟開始實施的風電上網電價進行下調。徵求意見稿提出在原電價基礎上，再進一步對陸上四類風資源區標杆上網電價下調 5.2%-6.8% 不等。在近海、灘塗風電項目方面，則首次提出將 2018 年末以前並網項目電價分別調整到 0.80 元/千瓦時以及 0.70 元/千瓦時，下調幅度分別為 5.9% 及 6.7%。我們認為風電項目標杆電價的調整依然體現了發改委期望控制增量的思路，在風機設備成本沒有明顯降低的情況下，將對 2018 年以後風電運營商對於增量風場的投資回報有所打擊，而這將很可能引發風電運營商就已獲得核准的項目進行搶裝。因此，我們認為 2017 年中國將繼續錄得較高的風電裝機量，而轉入 2018 年，風電裝機將因較低的回報和搶裝結束出現萎縮。

圖 232：風電標杆上網電價及發改委徵求意見稿方案

風資源區	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%
灘塗	0.75	0.75	0.75	0.70*	-6.7%

資料來源：發改委，招銀國際

圖 233: 國際能源署主要預測顯示風電設備成本 2015-2020 年不會有明顯下降



資料來源：國際能源署《全球風電展望 2016》

注：新政策情景為國際能源署的基準情景假設預測，2020 年全球累計裝機 639 吉瓦，2030 年為 1,260 吉瓦，2050 年為 2,870 吉瓦。

棄風依舊嚴峻，多渠道化解

受搶裝影響，嚴峻的棄風問題成為了制約風電運營商業務發展的核心因素。基於對 2017 年繼續搶裝的判斷，市場或對棄風限電問題增添憂慮，然而我們對此保持較為樂觀的態度。從政策到執行層面，我們看到多個化解棄風問題的渠道。政策層面，對於限電地區嚴格實施增量控制將確保棄風問題不再進一步惡化。與此同時，發改委和能源局在 16 年 5 月聯合發佈可再生能源全額保障性收購政策，對 I-IV 類風資源區重點地區設定了 1800-2000 小時不等的最低保障利用小時數，明確了緩解棄風問題的基本目標。執行層面，16 年下半年及 2017 年密集投運的特高壓線路將成為解決棄風問題最直接有力的方式，我們預期 6 條與新能源相關的特高壓項目竣工將對棄風有極大改善。此外，較為靈活的電力市場化交易也有助於風電企業通過市場化交易提升發電表現。基於對上述多個渠道形成合力的預期，我們認為 16 年上半年 21% 棄風率已經到頂，下半年到 2017 年棄風問題將獲得持續改善。

圖 234：16-17 年密集投運的特高壓線路，為新能源提供消納渠道

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

資料來源：國家電網，招銀國際

風電行業投資重點：存量改善

基於對風電裝機增勢放緩，存量資產有望獲得大幅度限電改善的預期，我們認為 2017 年風電行業的關注重點應該放在 1) 存量資產規模領先，2) 限電水平較高的上市企業。我們同時認為風電設備製造商在增量縮減，美國能源政策在特朗普上臺後面臨變局的情形下面臨較大不確定性。基於上述理解，在風電行業我們建議關注龍源電力（916 HK 無評級），作為風電運營龍頭企業，具有最大的存量風機資產，公司業績將對限電改善具有較大的正向彈性。

圖 235：主要風電企業數據統計

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%

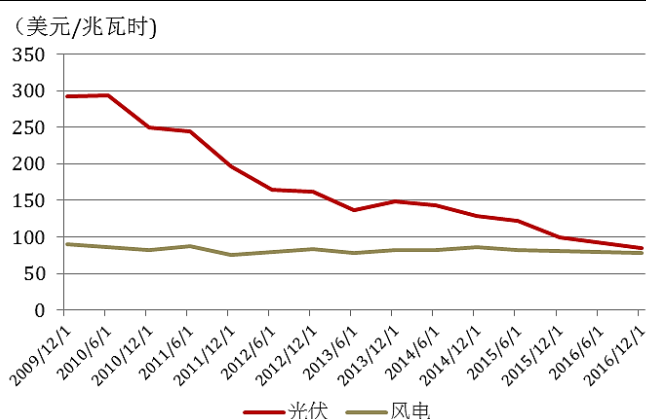
資料來源：公司資料，招銀國際

中國光伏行業 - 需求短期波動，競爭力明顯提升

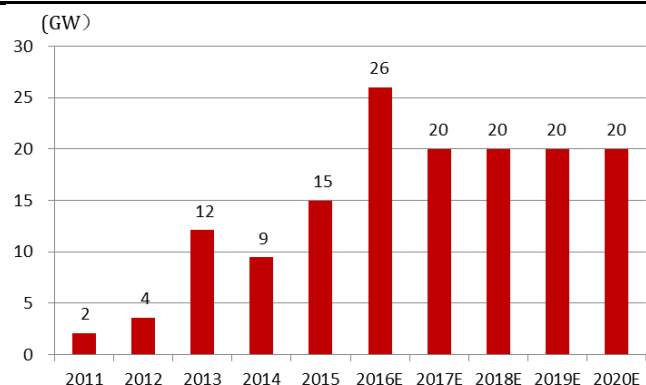
與風電行業相似，中國光伏行業同樣歷經搶裝，裝機增速更為迅猛。由於上網電價調整時點不同，中國光伏電站搶裝潮截止到 16 年 6 月。根據國家電網數據，上半年並網 22 吉瓦，已大幅超過了 2015 年全年 15 吉瓦的裝機量，刺激光伏中上游量價齊升，光伏製造企業 16 上半年多數取得不俗業績表現。與風電類似，高裝機增速同樣帶來非常嚴重的棄光問題。根據能源局數據，上半年棄光率達 19.7%，其中新疆和甘肅棄光率分別高達 32.4% 及 32.1%。有鑒於棄光率快速攀升，電力規劃十三五對於光伏 2020 年基本裝機目標也低於市場此前 150 吉瓦預期，僅為 110 吉瓦。如果以 110 吉瓦下線作為目標，對應未來 4 年，年均新增容量僅略多於 10 吉瓦，我們認為這同樣是國家對於大型光伏項目控制增量思路的體現。搶裝結束及對未來的增量控制將使光伏需求存在短期扭曲，讓我們觀察到 3 季度光伏中上游產品出現價格暴跌，中上游光伏製造商壓力倍增。儘管如此，我們對於光伏需求並不悲觀，價格快速下降將顯著提升光伏能源的競爭力，使我們對於中國的分布式光伏市場，以及新興國家的光伏需求依然有所期待。

成本下降明顯，光伏能源競爭力提升

光伏產品價格在過去幾年實現快速下降，這使得光伏電站項目開發成本得以迅速降低。根據彭博新能源財經數據顯示，光伏能源的度電成本（LCOE）已從 2009 年的 292.4 美元/兆瓦時下跌至 2015 年的 99.4 美元/兆瓦時，年均實現下跌 16.5%。對於 2016 年，有鑒於光伏組件價格依然快速下降，我們預測 2016 年度電成本仍然能夠獲得 15-20% 的下降空降，這將使光伏發電的度電成本迅速貼近風電，有效提升光伏能源的競爭力。我們認為這將刺激美國及其它新興市場需求，平順中國光伏需求放緩所帶來影響。2017 年，雖然沒有中國市場的搶裝助力，我們認為新增光伏裝機依然能夠有所保持，並預測新增裝機為 69 吉瓦。我們同時預測 2015-2020 年，全球光伏裝機能夠保持年均 10% 增速。

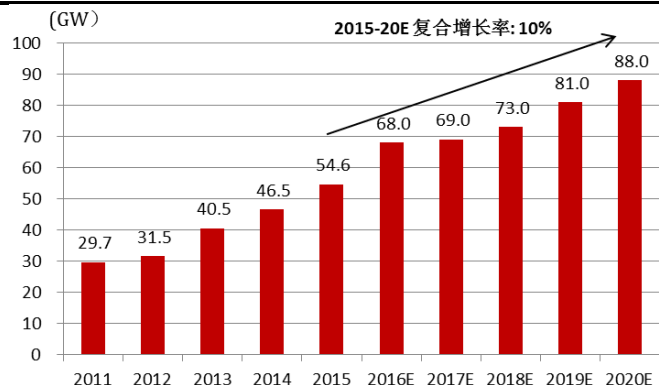
圖 236: 風電與光伏的度電成本比較

資料來源：彭博，新能源財經，招銀國際預測

圖 237: 中國年度光伏裝機出現扭曲

資料來源：EPIA, Aprium, GTM, 招銀國際預測

注：含分布式光伏

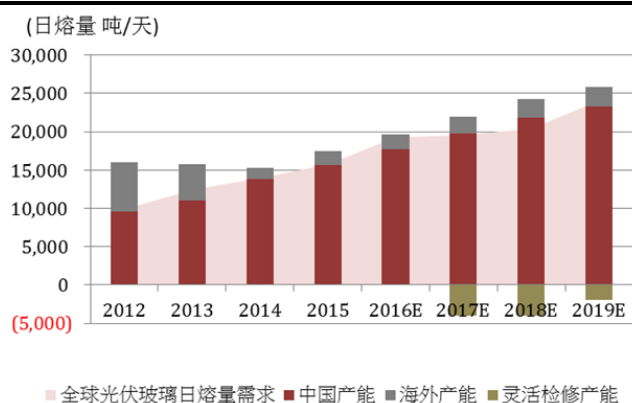
圖 238: 全球光伏裝機將得以平順增長

資料來源：EPIA, Aprium, GTM, 招銀國際預測

光伏玻璃獨樹一幟

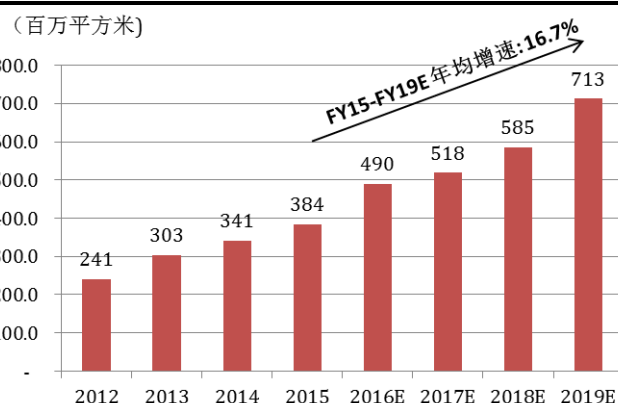
光伏玻璃是整個光伏產業鏈中較為獨特的一環。受需求急速冷卻影響，三季度光伏供應鏈從多晶矽、矽片、到電池片、在到組件的價格均錄得快速大幅下跌的背景下，光伏玻璃價格下跌幅度較小，並且保持了較好的價格粘性。我們認為這歸因於 1) 光伏玻璃在光伏組件成本佔比僅為 4% 左右；2) 目前供應及需求處於較為平衡的狀態；3) 光伏玻璃窯爐每隔 5-7 年需要進行冷修，目前有較多產能可根據市場形勢靈活退出檢修，可穩定支持光伏玻璃價格。此外，我們的分析結果顯示，隨著雙玻組件、雙面組件等新技術產品日益流行，光伏玻璃的需求增速將持續快於全球光伏裝機增長。因此，儘管信義光能（968 HK）及福萊特玻璃（6865 HK）等光伏玻璃領先企業均計劃於 2017 年實現產能大幅擴張，我們對供需平衡保持樂觀態度，並認為率先實現大型窯爐化擴張企業有望鞏固領導地位，並維持將近 40% 的較高毛利水平。

圖 239: 光伏玻璃處於較為平衡的供需狀態



資料來源: Frost & Sullivan, 招銀國際預測

圖 240: 光伏玻璃需求增速快於全球光伏裝機增長



資料來源: EPIA, Apricum, GTM, 招銀國際預測

下游競爭激烈，電價下調將加速市場整合

光伏電站項目的發展演進出了與風電不太一致的趨勢。自 16 年下半年開始，我們持續觀察到中國的光伏電站下游市場電價競爭愈發激烈。這種競爭不僅僅出現在能源局 16 年發佈的 5.5 吉瓦的領跑者項目指標，也同樣存在於 12.6 吉瓦的普通電站指標。根據 7 個以競價方式進行的領跑者項目招標信息，中標企業平均報價較當地的光伏標杆電價折讓幅度達 15.3% 到 35.9%，一方面體現了光伏發電成本實現快速降低，另一方面也體現下游運營商對於光伏電站項目展開激烈爭奪。最低報價已經貼近甚至低於風電上網電價。

圖 241: 以競價方式進行的領跑者項目信息匯總

領跑者項目	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%	

資料來源: 公司資料, 招銀國際

針對快速降低的競爭性上網電價，發改委也提出了針對 2017 年光伏上網電價的徵求意見稿，計劃將三類資源區的光伏電站上網電價分別調低 23.5% 至 31.3%，部分地區調整後的電價較領跑者項目的競爭性報價更低。除此之外，也第一次按照資源區條件對分布式光伏的補貼作出區分。我們認為中國光伏項目獲取已轉向全面競價，未來發改委的標杆上網電價將很可能以電價上限方式存在，因此我們認為上網電價調整空間仍存在討論空間。另外，在目前調控增量，同時項目以電價競爭方式獲取的市場狀態下，我們判斷中國的光伏下游再次出現大規模搶裝的幾率不大。

圖 242: 發改委計劃下調 2017 年光伏上網電價 (徵求意見稿)

地面	2015	2016	2017	較2016年
大型电站			(征求意见稿)	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%

資料來源: 國家發改委

低電價、高競爭態勢下，我們認為光伏下游市場將實現快速整合。具備規模效應，寬融資渠道，以及資金雄厚的光伏下游開發商將迅速擴大市場份額，並在項目成本快速降低的情況下仍然能保持較好的利潤水平。中小開發商受投資回報快速縮減影響，將逐步被淘汰出

市場。同時，基於對未來大型電站增量控制的預期，我們預期光伏下游將很可能出現“跑馬圈地”的競爭格局。

投資重點：光伏玻璃行業龍頭及成本領先的下游開發商

基於光伏玻璃獨樹一幟的產業格局，我們偏好光伏玻璃龍頭企業。此外，光伏產品的價格下降符合行業長期發展趨勢。我們認為中上游產品價格在需求短期波動，中長期平穩增長的狀態下難以恢復下跌以前的水平，因此中上游製造商將持續面臨價格壓力。組件價格的走低將對下游電站開發企業構成利好。在下游“跑馬圈地”格局下，我們也偏好項目開發成本領先、具備規模效應以及融資成本較低的光伏運營商。**信義光能（968 HK）**作為光伏玻璃行業龍頭，同時具有低成本光伏項目開發的優勢，可謂兩項均沾，是我們對光伏行業投資的首選。其次，因其較低的光伏電站投資成本，快速擴張獲取項目能力，我們也將**協鑫新能源（451 HK）**納入投資偏好。

圖 243: 港股上市風電可比公司

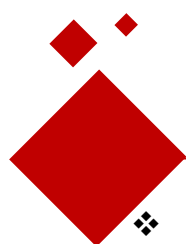
		收市价	市值	市盈率			市帐率	
公司名称	港股代号	(港元)	(百万港元)	目前	16年	17年	16年	17年
风电运营商								
龙源电力	916 HK	5.72	45,968	12.1	11.4	9.4	1.0	0.9
华能新能源	958 HK	2.43	23,639	n/a	8.2	6.9	1.0	0.9
华电福新	816 HK	1.71	14,378	5.4	5.4	5.0	0.6	0.6
大唐新能源	1798 HK	0.75	5,455	n/a	16.2	8.3	0.4	0.4
中国电力新能源	735 HK	4.48	5,316	8.3	8.3	6.4	0.5	0.5
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

資料來源：彭博，招銀國際

圖 244: 港股上市太陽能可比公司

		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
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

資料來源：彭博，招銀國際



行業首選股份

- ❖ 中國 TMT 板塊 – 騰訊(700 HK)
- ❖ 中國 TMT 板塊 – 阿裡巴巴(BABA US)
- ❖ 中國金融租賃板塊 – 國銀租賃(1606 HK)
- ❖ 中國保險板塊 – 中國太保(2601 HK)
- ❖ 中國證券板塊 – 中金公司(3908 HK)
- ❖ 中國房地產板塊 – 中國海外(688 HK)
- ❖ 中國汽車板塊 – 華晨汽車 (1114 HK)
- ❖ 中國醫藥板塊 – 石藥集團(1093 HK)
- ❖ 中國新能源板塊 – 信義光能(968 HK)

騰訊 (700 HK)

中國互聯網社交龍頭，具有稀缺性的長期投資標的

內容造血+手遊勁增，為增值服務注入持續動力。1H16 公司收入同比增長 48%，達 677 億元，公司權益持有人應佔盈利 199 億元，同比增加 40%；第二季度淨利潤創新高，大增 47%至 109 億元。其中增值業務依舊靚麗，1H16 增值收入同比增長 37%至 506 億元。主要受益於網遊收入增長 32%至 171 億元，該項增長主要來自玩家對戰及角色扮演類主要智能手機遊戲的貢獻。手游再創驚喜業績，次季手遊收入同比大漲 114%。

多種載體+定向投放+城市開拓，拉動廣告增收上揚。2Q16 公司網絡廣告收入同比增長 60%至 65 億元；效果廣告收入增長 80%至 37 億元，主要受益於微信朋友圈、移動端新聞應用及微信公眾賬號的效果廣告收入的增長。品牌展示廣告收入增長 41%至 28 億元，主要受騰訊新聞及騰訊視頻收入的增長推動。目前公司效果廣告在向三四線城市下沉過程中已打造成成熟機制，地區性廣告主可通過廣告自助投放平臺購買三四線城市朋友圈定向流量。我們相信，隨著微信的高普及率、朋友圈廣告資源進一步開放及視頻、新聞、廣點通等多種載體的定向投放，公司廣告收入尚有巨大上升空間。

8 億微信月活打造高凝聚力社區，加速“連接器”戰略落地。基於 QQ 的極高覆蓋率，QQ 月活增速放緩（QQ 月活 899 百萬，同比增長 7%），但近期視頻 GIFS 功能的引入、第三方在線教育平臺的合作及 UGC 直播服務的推出使得 QQ 及 QQ 空間利潤化改善。微信及 WeChat 的合併月活躍賬戶 8 億，同比增長 34%。在功能佈局上：坐擁 2000 萬微信企業號，加速滲透辦公領域；拓展三線城市以加速 O2O 戰略；佈局微信支付加速應用貨幣化。考慮微信月活的上升趨勢及貨幣化效率的改善，可以預期，微信強大的用戶粘性將推動“電商+付費表情+朋友圈廣告+遊戲平臺+支付”模式的發展，為騰訊的核心主業提供資源嫁接共創協同效應，並加速“連接器”戰略落地。

多元化投資佈局，打造“遊戲+音樂+視頻+文學”內容生態體系。公司牽頭發起收購開發了《部落衝突》《皇室戰爭》的芬蘭手游開發商 Supercell 的 84 %股權（總金額 86 億美元），深化移動遊戲影響力；將 QQ 音樂業務與中國音樂集團 CMC 進行合併，拓展數字音樂業務。公司近期高調佈局遊戲文娛板塊，在強化核心競爭力的同時期待協同效應的釋放。我們認為，公司未來業績將持續受益於海量用戶及多渠道收入，短期手遊及廣告將保持動力，長期雲計算及支付服務將逐漸釋放規模效應。基於公司主業的超預期增長及未來業務的可觀前景，我們調高 2016 財年收入至 1590 億元，目標價由 192 港幣提升至 232 港幣，相當於 2017 財年調整後每股盈利的 31 倍，評級重申為「買入」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	78,932	102,863	159,018	210,016	260,748
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	24,224	32,410	44,872	60,407	76,119
每股收益 (元人民幣)	2.6	3.4	4.7	6.4	8.0
每股收益變動 (%)	42%	33%	38%	35%	26%
市盈率(x)	67.6	56.3	36.4	27.0	21.4
市帳率(x)	19.6	13.3	10.0	7.5	5.7
股息率 (%)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
權益收益率 (%)	29.1	23.8	27.9	27.9	26.6
淨財務杠杆率 (%)	32.1	40.3	24.4	6.6	淨現金

資料來源：公司，招銀國際

買入

目標價	HK\$232.1
向上/向下	+18.7%
當前價格	HK\$195.4

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

黃群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT

市值(百萬港元)	1,844,165
3 個月平均值(百萬港元)	3,340.19
52 周高/低(港元)	220.86/132.1
發行股數(百萬)	9403.9

資料來源：彭博

股權結構

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

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-5.7%	-2.5%
3 個月	-3.0%	0.2%
6 個月	22.2%	8.8%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：PwC

網址：www.tencent.com

利潤表

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

資料來源: 公司, 招銀國際

資產負債表

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
初步为期限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

資料來源: 公司, 招銀國際

現金流量表

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

資料來源: 公司, 招銀國際

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
淨利潤	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
稅前利率	36.8	35.2	34.8	35.0	34.7
淨利潤率	30.2	28.0	28.2	28.8	29.2
调整后淨利潤率	30.7	31.5	28.2	28.8	29.2
有效稅率	17.7	19.6	18.0	17.0	15.0

資產負債比率

流動比率 (x)	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
平均應收賬款周轉天數	47.9	54.7	53.9	57.5	59.1
平均應付帳款周轉天數	264.4	498.5	498.5	498.5	498.5
平均存貨周轉天數	9.6	2.0	1.6	1.7	1.8
淨負債/ 總權益比率 (%)	32.1	40.3	24.4	6.6	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	29.1	23.8	27.9	27.9	26.6
資產回報率	14.0	9.5	11.7	13.1	13.8

每股數據

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

資料來源: 公司, 招銀國際

阿裡巴巴(BABA US)

全球電商霸主，向著雲計算和互聯網金融狂奔

強勁電商：貨幣化加速+跨境涉農藍海打開，齊驅電商核心強勁增長。1Q17 集團收入同比增長 59%，達 321.5 億元，成為上市以來營收增長最為強勁的單個財季。其中電商業務依舊靚麗，收入同比增長 47%至 272.4 億元，經調整 EBITA 為 166.2 億元，經調整 EBITA 利潤率達 61%；旗下中國零售平臺（天貓+淘寶+聚划算）收入同比增長 49%，達 233.8 億元。主要受益於：（1）貨幣化效率提升；（2）跨境涉農藍海打開：受快速消費品、數字設備及家電等類目的強勁銷售帶動，天貓國際季度 GMV 按年增長逾 130%；農村淘寶已覆蓋中國逾 17,700 個村點；（3）移動化進程加速：移動端收入佔比高達 75%。

漫步雲端：阿裡雲爆發增長，國際化戰略升級。季度內阿裡雲共發佈 319 個產品和功能，1Q17 雲計算業務收入達 12.4 億元，同比增長 156%，付費客戶數同比上升 119%至 57.7 萬戶，再次成為全球雲計算增長標杆。隨著全球雲計算的爆發及人工智能元年的開啟，阿裡雲將成為公司淡化電商標籤後的下一級創收火箭。技術革新層面，阿裡雲成為國內首家正式通過 SOC2 審計的廠商，同時被新加坡多層雲安全 MTCS 頒發最高安全評級 Level 3 認證；戰略佈局層面，和軟銀在日本成立雲計算合資公司，與韓國電訊巨頭 SK 控股達成戰略合作，完成擴建新加坡數據中心，歐洲、中東、日本、澳洲數據中心年內開服。我們相信，隨著阿裡雲收入規模的提升、雲服務內容的豐富以及虧損迅速收窄，阿裡雲 2017 財年收入將有望突破 80 億元規模，並可能於年內實現盈利；其全球化戰略升級有望構建公司軟實力輸出和硬件出海新常態。

進軍數娛：矩陣式業務整合，構建“大文娛”帝國。“文娛”板塊佔阿裡總營收的 9.75%，調整後 EBITA 虧損為 10 億元。“大文娛”收入同比大漲 286%至 31.4 億元，主要受益於優酷土豆並表，及 UCWeb 在移動搜索、新聞推送和遊戲發行等業務增長的收入貢獻。同時，今年 6 月 15 日公司宣佈正式成立“阿裡巴巴大文娛版塊”，囊括旗下阿裡影業、合一集團（優酷土豆）、阿裡音樂、阿裡體育、UC、阿裡遊戲、阿裡文學、數字娛樂事業部。憑藉強大的互聯網入口及多元化娛樂平臺，公司矩陣化業務整合及自我變革升級商業形態將逐漸凸顯“數娛”內容價值及協同效應，並進一步強化造血功能。

產業森林：多元化佈局展現最豐富生態。我們認為，公司已實現從單核到四核驅動的華麗轉型，“雲計算+大文娛”料將成為公司收入增長新引擎。隨著菜鳥物流的高效擴張、支付寶的社區媒體化、創新業務的深耕細作以及多元業務整合的漸入佳境，公司有望打造多個新生態帝國並重塑估值回升。在維持其他假設不變的情況，我們調高 2017 財年電子商務滲透率至 13.7%，從而調整 2017 財年收入至 1353 億元，提升公司目標價由 107.9 美元提升至 116.0 美元，相當於 2017 財年調整後每股盈利的 32 倍，評級重申為「買入」。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	76,204	101,143	135,306	180,170	233,758
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	34,810	42,912	50,371	60,464	72,821
每股收益 (元人民幣)	13.9	16.7	20.4	24.4	29.4
每股收益變動 (%)	15.0	20.3	21.6	20.0	20.4
市盈率(x)	38.5	32.0	26.3	21.9	18.2
市帳率(x)	8.5	5.5	4.6	3.8	3.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	22.0	17.2	17.4	17.5	17.6
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	3.6	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，招銀國際

買入

目標價 US\$116.0
 向上/向下 +23.3%
 當前價格 US\$94.1

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

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

TMT

市值(百萬美元)	231,711
3 個月平均值(百萬美元)	1,656.80
52 周高/低(美元)	109.87/59.25
發行股數(百萬)	2,473.9

資料來源：彭博

股權結構

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

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-9.7%%	-6.6%
3 個月	-4.3%	-1.1%
6 個月	17.5%	4.6%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：PwC

網址：www.alibabagroup.com

利潤表

年結: 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

資料來源: 公司, 招銀國際

資產負債表

年結: 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

資料來源: 公司, 招銀國際

現金流量表

年結: 3月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	24,320	71,289	34,114	48,383	64,188
折舊和攤銷	17,443	22,783	19,781	16,181	13,191
營運資金變動	11,881	10,454	-	-	-
其他	(12,427)	(47,690)	1,044	1,056	1,068
經營活動所得現金淨額	41,217	56,836	54,939	65,620	78,447
購置固定資產、無形資產及土地	(7,705)	(10,845)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
聯營公司	(34,857)	(24,209)	-	-	-
其他	(10,892)	(7,777)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(53,454)	(42,831)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
股份發行	61,831	693	-	-	-
淨銀行借貸	7,223	1,859	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	18,443	(18,398)	(7,040)	-	-
融資活動所得現金淨額	87,497	(15,846)	(7,040)	-	-
現金增加淨額	75,260	(1,841)	33,899	53,120	66,947
年初現金及現金等价物	33,045	108,193	106,818	140,717	193,837
匯兌	(112)	466	-	-	-
年末現金及現金等价物	108,193	106,818	140,717	193,837	260,784
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	108,193	106,818	140,717	193,837	260,784

資料來源: 公司, 招銀國際

主要比率

年結: 3月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
中國電商	82.6	83.4	86.1	83.4	79.0
國際電商	8.5	7.5	6.4	5.6	4.9
云计算及網絡基礎服務	1.7	3.0	5.9	9.8	15.1
其他	7.2	6.1	1.6	1.3	1.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增長 (%)

收入	45.1	92.6	33.8	33.2	29.7
毛利	33.8	27.5	29.7	35.2	29.7
經營利潤	(7.2)	16.8	29.8	42.2	32.8
調整後淨利潤	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
稅前利率	42.4	80.5	29.6	31.0	31.5
有效稅率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
淨利潤率	31.9	70.5	25.2	26.9	27.5
調整後淨利潤率	45.7	42.4	37.2	33.6	31.2

資產負債比率

流動比率 (x)	3.6	2.6	3.2	4.2	5.5
平均應收賬款周轉天數	42.3	54.1	45.9	34.5	26.6
平均應付賬款周轉天數	242.9	250.6	204.8	158.2	121.9
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	3.6	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

NonGAAP資本回報率	22.0	17.2	17.4	17.5	17.6
NonGAAP資產回報率	13.7	11.7	12.5	13.1	13.7

每股數據

NonGAAP每股盈利 (人民幣)	13.9	16.7	20.4	24.4	29.4
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值 (人民幣)	63.2	97.5	116.8	139.6	167.6

資料來源: 公司, 招銀國際

國銀租賃 (1606 HK)

以風險管控為前提，持續推動「雙輪驅動」業務模式

「雙輪驅動」業務模式進一步得到增強。作為一間綜合金融租賃業務的提供商，國銀租賃依託大股東國開行的強大背景在飛機租賃、基礎設施租賃、船舶、商用車和工程機械租賃以及其他租賃業務等多個領域具有領先地位。展望未來，隨著宏觀經濟形勢不斷下行以及公司自身發展策略的調整，公司將持續推進以飛機租賃業務和基礎設施租賃業務為基礎的“雙輪驅動”業務模式；與此同時，不斷提升的風險管控能力也將公司業務持續發展的堅實基礎。

飛機租賃業務增長態勢持續。飛機租賃業務是經營租賃業務增長的重要引擎，2017 年預計收入佔比將達到 98.0%。2016 年及 2017 年，我們預測飛機租賃業務的收入將按年分別增長 15.0%及 24.1%至人民幣 54.4 億元及人民幣 67.5 億元；主要是受惠於新交付的飛機及業務盈利能力的提升。未來，直接訂單將是公司新交付飛機的主要渠道。我們預計 2016 年及 2017 年將各有 21 架波音和空客飛機通過直接訂單交付。同時，公司的淨租金收益率在 2016 年及 2017 年預計將分別提升至 8.81%及 9.01%。遵循國際慣例，飛機租賃業務的購買及結算均以美元進行且公司飛機租賃業務有超過一半的收入來源於海外，在人民幣不斷貶值的壓力下，我們相信公司的飛機租賃業務更將從中受益。

融資租賃業務以風險管控為首要任務。由於部分中小企業客戶面臨經營苦難且公司自身在船舶、商用車和工程機械租賃以及其他租賃兩個業務板塊經驗有限，其融資租賃業務的不良資產率也從 2013 年的 0.67%持續上升至 2015 年的 2.21%。雖然受益於不良資產的大力度核銷，不良資產率在 2016 上半年末降至 1.45%；但是，我們認為中國經濟仍然面臨較大挑戰，以上兩大業務板塊仍然看不見經營環境有明顯的好轉，不良資產仍然有持續暴露的風險。2016 至 2018 年，我們預測融資租賃業務的不良資產率分別為 1.99%，2.27%和 2.60%。風險管控在未來將是發展融資租賃業務的首要前提，然而，較低的風險必然帶來較低的收益率。我們預計，2016 年公司的淨利差及淨利息收益率分別為 2.17%及 2.56%，按年分別下降 0.04 及 0.05 個百分點；2017 年則將進一步下降至 2.10%及 2.51%。今明兩年，我們預測融資租賃業務收入將分別按年下跌 9.4%及 2.4%，至人民幣 54.3 億元及人民幣 53.0 億元。

維持「買入」評級。我們對公司的“雙輪驅動”業務模式維持正面的看法，我們預測 2016 和 2017 公司的平均融資成本將下降至 3.31%和 3.21%，淨利潤增長也將持續受惠。公司目前股價相當於 2017 年預測市賬率的 0.88 倍，估值明顯低於同業但是股價表現並不突出，其中一個重要原因是公司股份成交並不活躍，過去 3 個月平均成交額僅為港幣 898 萬元且自由流通的股票佔比僅為 5.9%。我們給予公司目標價 2.32 元，相當於 2017 年預測市賬率的 1.14 倍，同時也是同業 2017 年的平均預測市賬率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	11,665	10,981	11,081	12,041	13,145
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	1,916	1,053	1,662	2,107	2,332
每股收益 (元人民幣)	0.20	0.11	0.15	0.17	0.18
每股收益變動 (%)	1.55	(45.07)	35.52	11.02	10.67
市盈率(x)	7.80	14.20	10.48	9.44	8.53
市帳率(x)	0.95	1.00	0.94	0.88	0.83
股息率 (%)	0.0	1.0	2.5	3.2	3.5
權益收益率 (%)	14.7	7.3	9.2	9.6	10.0
淨財務杠杆率 (%)	785.3	802.6	543.5	528.5	500.7

資料來源：公司，招銀國際

買入

目標價	HK\$2.32
向上/向下	+28.9%
當前價格	HK\$1.80

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

隋曉萌
(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國金融租賃行業

市值 (港幣百萬)	22,756
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	8.98
52 周高/低 (港幣)	2.19/1.80
發行股數 (百萬)	12,642.4
主要股東 (H 股)	中國長江三峽集團公司 (37.80%)

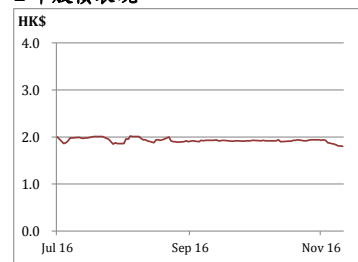
來源：彭博

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-5.7%	-0.9%
3 個月	-5.7%	-2.9%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

利潤表

年結：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

資料來源：公司，招銀國際

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
現金及銀行結餘	6,011	6,314	22,956	28,525	31,833
應收賬款	14,065	13,827	12,648	13,146	13,865
應收融資租賃款	76,912	80,945	81,938	82,334	82,876
物業及設備	36,202	42,249	45,643	49,289	52,775
其他資產	7,177	12,360	11,699	12,435	12,418
資產總值	140,366	155,695	174,885	185,729	193,767
借款	93,460	102,494	104,785	107,520	112,952
同業拆入	3,500	4,900	6,300	6,895	7,100
賣出回購金融資產款	5,512	5,922	3,156	2,800	2,685
應付債券	13,017	13,835	23,834	29,693	29,158
其他負債	10,866	13,551	15,583	16,345	17,843
負債總額	126,356	140,702	153,658	163,253	169,738
實收資本/股本	8,000	9,500	12,642	12,642	12,642
儲備與留存利潤	6,010	5,493	8,585	9,834	11,388
股東權益	14,010	14,993	21,227	22,476	24,030
少數股東權益	0	0	0	0	0
權益總額	14,010	14,993	21,227	22,476	24,030

資料來源：公司，招銀國際

現金流量表

年結：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

資料來源：公司，招銀國際

主要比率

年結：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

資料來源：公司，招銀國際

中國太保 (2601 HK)

專注保險，聚焦價值增長

中國太保多年以來深耕保險主業，聚焦價值增長，轉型升級卓有成效。在市場競爭日趨激烈的背景下，太保集團多項經營指標穩步提升。

壽險業務結構持續優化。2016 年前三季度，中國太保實現壽險保費收入 1,173 億元，較上年同期增長 31.0%。聚焦個險和期繳的戰略得到進一步貫徹，實現業務結構持續轉型：（1）個險業務佔首年保費的比例達到 82.4%，比 2015 年全年提升 6.4 個百分點；（2）期繳業務保費在首年保費中的佔比達 80.1%，比 2015 年提升 4.3 個百分點。業務結構的優化帶動新業務價值持續增長。2016 年上半年，太保壽險實現新業務價值 113 億元，同比提升 55.9%。

財險發展態勢良好。2016 年前三季度車險保費收入同比上升 1.3% 至 553 億元，非車險保費同比上升 0.6% 至 163 億元。雖然財險保費增速較為緩慢，但太保財險嚴格控制承保質量，並加大力度發展承保盈利較好的產品（比如農險），2016 年上半年綜合成本率較去年同期下降 0.1 個百分點至 99.4%。其中，車險的綜合成本率下降 0.2 個百分點至 98.2%。在車險銷售中，2016 年前三季度承保質量較高、綜合成本率較低的三大核心渠道（即交叉銷售、電網銷、車商銷售）佔比達到 55.6%，同比提升 2.5 個百分點。

投資風格謹慎穩健。中國太保投資風格較為謹慎和穩健，2016 年上半年總投資收益率達 4.7%，高於上市同業平均。2016 年前三季度投資收益和淨利潤降幅分別為 20.2% 和 41.3%，小於上市同業平均，也較上半年有所收窄。集團管理投資資產規模於三季度末達到 9235 億元。在資產配置方面，今年集團減少了協議存款、現金、股票和股票型基金的配置數額和比例，加大優先股、理財產品、債券型基金和其他非標資產的配置，以期在低利率的環境下鎖定更高、更穩定的收益。

未來的增長引擎。（1）客戶臉譜繪製、差異化銷售、挖掘現有客戶潛在需求、高端高淨值客戶綜合理財服務；（2）農險，上半年保費同比增長 58.3%；（3）第三方資產管理業務，上半年第三方資管規模增長 13.3%。

維持買入評級。我們相信，中國太保堅持保險主業和戰略轉型，能夠實現可持續的價值增長。基於分部加總法，我們給予目標價 35.48 港元。此目標價分別對應 2016 年和 2017 年集團預測內含價值的 1.24 倍和 1.11 倍。當前的股價分別對應 2016 年和 2017 年集團預測內含價值的 0.99 倍和 0.87 倍。

財務資料

（截至12月31日）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
總保費收入(百萬元人民幣)	191,805	203,305	235,928	263,042	292,444
總收入(百萬元人民幣)	216,205	246,963	270,933	304,302	341,295
淨利潤(百萬元人民幣)	11,049	17,728	10,534	11,095	12,809
每股收益(人民幣)	1.22	1.96	1.16	1.22	1.41
每股收益變動(%)	19.31	60.75	(40.69)	5.32	15.45
市盈率(x)	20.21	12.57	21.20	20.13	17.44
市帳率(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%
淨資產收益率(%)	9.4%	13.3%	7.9%	8.0%	8.7%

資料來源：公司，招銀國際

買入

目標價	HK\$35.48
向上/向下	+25.8%
當前價格	HK\$28.2

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

中國保險業

市值(百萬港元)	291,496
過去三月平均交易(百萬港元)	251
52 周高/低(港元)	33.8/23.7
發行股數(百萬股)	9,062

來源：彭博

股權結構

華寶投資	14.2%
申能集團	13.5%

來源：公司

股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.5%	-0.6%
3 月	-1.2%	1.7%
6 月	9.3%	-3.4%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

審計：安永

網址：www.cpic.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
保險業務收入	191,805	203,305	235,928	263,042	292,444
- 壽險	98,692	108,589	137,234	159,102	182,865
- 財產險	93,113	94,710	98,694	103,940	109,579
分出保費及提取未到期責任準備金	(18,914)	(13,929)	(14,988)	(16,034)	(17,163)
已賺保費	172,891	189,376	220,941	247,008	275,281
投資收益	41,428	55,287	47,309	54,294	62,671
其他業務收入	1,886	2,300	2,683	3,000	3,343
收入合計	216,205	246,963	270,933	304,302	341,295
保戶給付及賠款淨額	(84,477)	(103,465)	(81,155)	(85,206)	(92,032)
提取保險責任準備金	(62,107)	(56,436)	(106,758)	(127,604)	(147,221)
其他業務及管理費用	(55,143)	(62,786)	(68,764)	(76,476)	(84,700)
給付、賠款及費用合計	(201,727)	(222,687)	(256,677)	(289,286)	(323,953)
享有按權益法入賬的投資的利潤份額	22	35	35	35	35
利潤總額	14,500	24,311	14,292	15,051	17,377
所得稅	(3,255)	(6,273)	(3,573)	(3,763)	(4,344)
淨利潤	11,245	18,038	10,719	11,289	13,033
非控制性權益	(196)	(310)	(184)	(194)	(224)
歸屬母公司股東淨利潤	11,049	17,728	10,534	11,095	12,809

資料來源：公司，招銀國際

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
現金及存款	179,604	178,589	192,364	205,829	223,476
債券	420,281	430,633	490,002	558,123	637,218
其他固定收益類投資	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
其他權益類投資	18,129	43,678	53,594	59,032	64,451
投資性房地產	6,563	6,344	6,920	7,760	8,792
投資資產合計	761,886	854,458	957,034	1,073,314	1,216,065
非投資資產	63,214	69,385	76,495	92,074	106,878
總資產	825,100	923,843	1,033,529	1,165,388	1,322,943
保險合同負債	564,643	621,079	727,837	855,441	1,002,662
投資合同負債	35,662	40,033	46,038	51,563	55,688
次級債	19,496	19,497	19,498	19,499	19,500
其他負債	86,104	107,552	104,853	97,353	94,697
總負債	705,905	788,161	898,226	1,023,856	1,172,546
歸屬於母公司股東權益	117,131	133,336	132,610	138,764	147,511
非控制性權益	2,064	2,346	2,693	2,769	2,886
股東權益合計	119,195	135,682	135,303	141,533	150,397

資料來源：公司，招銀國際

主要比率

年結：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

資料來源：公司，招銀國際

中國國際金融股份有限公司 (3908 HK)

醉翁之意不在酒，大力推進財富管理業務

抓住行業變革機遇，業務發展即將迎來拐點。中金日前公告，確認向中央匯金收購中國中投證券有限責任公司（“中投證券”）100%的股權，收購代價將通過向中央匯金發行新股份支付，交易作價人民幣 167 億元，以中投證券 2016 上半年末的淨資產計，相當於 1.13 倍市帳率。收購完成後，匯金對中金的持股比例將由 28.57% 提升至 58.65%。我們相信，在中國證券行業的大變革時期，以大股東匯金為依託，中金較之其他同業能夠更有利地把握市場機遇。本次收購還有待獲得獨立股東的通過，預期將於 2017 年第一季度完成。

收購將為中金帶來財務及戰略方面的協同效應。作為第一間中外合資的投行，我們預期本次收購將在以下幾個方面為中金帶來積極影響：1) 預期 2017 年末中金的總資產及淨資產將在收購完成後提升至人民幣 2,156 億元和人民幣 389 億元，預期將較 2016 年中期分別增長 100.4% 及 127.8%；2) 手續費及傭金仍將是中金收入重要的增長引擎，由於業務結構的調整，融資融券業務的收入及經紀傭金收入佔比將有望大幅增加；3) 中金的財富管理業務和中投證券的零售業務將形成互補，中金仍將關注以機構業務為導向的客戶，零售業務為導向的客戶則是中投持續關注的重點，雙方整合之後的協同效應值得期待；4) 未來，以提升營運效率為目標，證券行業將有更多資源整合。

珠聯璧合，財富管理業務發力。中投證券與中金在業務結構和客戶群體上不甚相同，中投證券收入結構較為傳統，80% 以上的收入來自經紀業務；而中金在投行、股票、固收等業務方面多點開花，收入結構較為多元化且更均衡，因此雙方不存在業務重合的問題。我們認為，中金收購中投證券的醉翁之意，不在於經紀業務，而在乎財富管理業務。目前，中金資管業務管理的資產規模已超過人民幣 4,000 億元，戶均資產也達到了人民幣 1,500 萬元。2016 年上半年，財富管理業務對中金收入的貢獻比例達到了 16.2%。中國證券公司由傳統單一經紀業務向財富管理平臺轉型的大勢不可抵擋，中金也將藉助此次收購著力發展財富管理業務。中金財富管理業務以機構和高淨值人群為目標客戶，而中投證券則在全國佈局了 192 家營業網點。整合之後，雙方將形成優勢互補；中金雄厚的研究實力以及不斷加強的產品研發能力，搭配上中投證券龐大的零售客戶基礎和網點，都將為財富管理業務的發展形成有力支撐。

目標價港幣 13.7 元。業務整合需時，但財務影響則會很快顯現。我們預計，中金 2017 年的收入和純利將分別較我們 2016 年的預測按年上升 131.0% 及 154.0%，達到人民幣 172.7 億元及人民幣 37.7 億元。同時，中投證券並表之後，中金的收入結構也將發生相應的改變。公司現時的股價分別相當於 2016 和 2017 財年預測市帳率的 1.3 倍和 1.0 倍。我們對中金未來發展保持樂觀，給予目標價港幣 13.7 元，相當於 2017 財年預測市帳率的 1.23 倍，同時也是同業公司的平均預測市帳率加一個標準差。維持「買入」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	6,156	9,507	7,474	17,268	19,909
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	1,118	1,953	1,482	3,766	4,628
每股收益 (元人民幣)	0.67	0.85	0.64	0.94	1.16
每股收益變動 (%)	202.19	26.21	(24.09)	47.05	22.88
市盈率 (x)	14.7	11.6	15.3	10.4	8.5
市帳率 (x)	2.1	1.4	1.3	1.0	0.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	15.1	16.0	8.6	13.3	11.3
淨財務杠杆率 (%)	37.8	5.9	11.2	33.6	36.9

資料來源：公司，招銀國際

買入

目標價 HK\$13.7
 向上/向下 +21.5%
 當前價格 HK\$11.28

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

隋曉萌
 (852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國證券業

市值 (港幣百萬) 26,019
 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) 33.58
 52 周高/低 (港幣) 13.6/ 9.52
 發行股數 (百萬) 2,306.7
 主要股東

GIC Private Limited (18.0%)

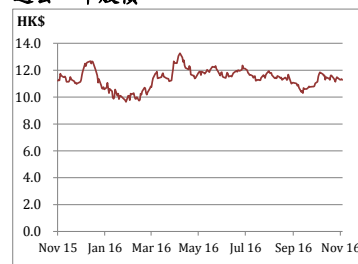
來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-1.7%	3.3%
3 月	-2.6%	0.4%
6 月	-2.6%	-13.8%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利潤表

年結：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

資料來源：公司，招銀國際

資產負債表

年結：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
融资产户垫款	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

資料來源：公司，招銀國際

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
經營活動					
稅前利潤	1,506	2,621	1,950	4,950	6,082
折舊及分攤	60	51	65	190	265
營運資本變動	(62)	(7,671)	(2,144)	(29,594)	(4,929)
稅務開支	(131)	(382)	(156)	(831)	(1,038)
其他	(332)	155	559	1,385	469
經營活動所得現金淨額	1,042	(5,227)	274	(23,901)	849
投資活動					
投資變動	(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)
投資活動所得現金淨額	(239)	(764)	(404)	(2,586)	(3,005)
融資活動					
股票發行	0	5,300	0	16,701	0
銀行貸款、債務工具以及債券變動	(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
融資活動所得現金淨額	(427)	10,360	6,468	29,048	3,632
現金增加淨額	376	4,369	6,337	2,561	1,476
年初現金及現金等價物	2,973	3,352	7,992	14,354	16,930
外匯差額	3	271	25	15	15
年末現金及現金等價物	3,352	7,992	14,354	16,930	18,422

資料來源：公司，招銀國際

主要比率

年結：12月31日（百萬人民幣）	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	67.4%	69.3%	69.2%	64.5%	64.9%
利息收入	7.3%	10.7%	16.9%	24.2%	26.2%
投資淨額收益	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%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	52.2%	54.4%	-21.4%	130.5%	15.4%
收入及其他收益增長	51.4%	54.4%	-21.4%	131.0%	15.3%
經營利潤增長	217.7%	75.0%	-27.9%	161.9%	23.6%
淨利潤增長	202.2%	74.6%	-24.1%	154.0%	22.9%
資產負債比率					
流動比率 (x)	125.6%	132.3%	125.4%	127.8%	131.0%
總負債 / 權益比率	80.6%	57.2%	91.5%	77.7%	79.7%
淨負債 / 權益比率	37.8%	5.9%	11.2%	33.6%	36.9%
回報率					
資本回報率	15.1%	16.0%	8.6%	13.3%	11.3%
資產回報率	2.6%	2.7%	1.5%	2.3%	2.1%
每股數據					
每股利潤（人民幣）	0.67	0.85	0.64	0.94	1.16
每股股息（人民幣）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股賬面值（人民幣）	4.79	7.13	7.82	9.72	10.89

資料來源：公司，招銀國際

中國海外 (688 HK)

越大越強

2016 年 9 月完成收購中信物業。中國海外在 2016 年 9 月完成收購中信股份(267 HK)總值 370.8 億港元的物業組合，公司會以每股 27.13 港元發行 10.96 億股新股予中信股份，其將 4 個共 100 萬平方米在上海、南京、瀋陽及濟南的商業物業交換予中信股份。完成交易後，中海集團在擴大後股權由 61.2%下降至 55.1%；中信股份則持中國海外股權 10.0%，而且中信股份會委派常穎進入中國海外董事局為非執行董事。

完成 2016 年銷售目標 93%。2016 年 1-10 月的合同銷售金額及面積分別增加 43.1%至 1,960 億港元及 23.7%至 1,189 萬平方米，已完成 2,100 億港元新目標的 93.3%。香港「啟德 1 號」1 期在第 3 季度銷售，反映熱烈，而港島鴨脷洲的「南區·左岸」及「啟德 1 號」2 期在第 4 季度推出，料可支持公司在第 4 季求的銷售。此外，新收購的中信物業可成為 2017 年銷售增長的新動力。

2016 年首 3 季經營溢利升 29%。2016 年 1-9 月的營業額及經營溢利分別增加 34.3%至 1,066 億港元及 29.1%至 352 億港元。預期在第 4 季度的物業交付高峰期會進一步支持 2016 年的增長，我們預期 2016 年營業額及純利分別增加 28.0%至 1,896 億港元及 22.6%至 408 億港元，料可成為盈利最高的內房公司。

負債略為上升，但具實力擴張。在中信地產完成收購後，中國海外由 2016 年中的淨現金情況變成在 2016 年 9 月的 16%淨負債比率。雖然負債率上升，但仍然偏低及在健康範圍；此外，公司在 2016 年 9 月持有 1,518 億港元，為過去最高的水平，或相等於市值的 63.0%。我們預期在未來的一年市場充滿機會，是補充土地儲備的良機，中國海外具備充足子彈購買土地。

重申「買入」評級。我們認為中國海外是眾多的內房公司中最具實力及策略的公司，未來仍存在著持續的增長。我們分維持 2017 年及 2018 年盈利預測不變，分別為 434 億港元及 508 億港元。我們將目標價維持為 32.11 港元，較每股資產淨值 35.68 港元折讓 10%，維持「買入」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (港幣百萬元)	119,997	148,074	189,552	220,067	252,910
淨利潤 (港幣百萬元)	27,680	33,312	40,832	43,369	50,801
每股收益 (港幣)	3.39	3.61	3.99	3.96	4.64
每股收益變動 (%)	20.1	6.6	10.6	(0.9)	17.1
市盈率(x)	8.1	7.4	6.7	6.8	5.8
市帳率(x)	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
股息率 (%)	2.0	2.3	3.0	3.2	3.9
權益收益率 (%)	20.3	17.4	16.1	15.1	15.5
淨財務杠杆率 (%)	31.7	6.6	22.0	15.0	6.1

資料來源: 公司, 招銀國際

買入

目標價	HK\$32.11
向上/向下	+46.0%
當前價格	HK\$22.00

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

中國房地產

市值(百萬港元)	241,036
3 個月平均值(百萬港元)	667
52 周高/低(港元)	28.25/20.45
發行股數 (百萬港元)	10,956

資料來源: 彭博

股權結構

中海集團	55.1%
中信股份	10.0%
流動股本	34.9%

資料來源: 聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-11.5%	-7.0%
3 個月	-18.7%	-16.2%
6 個月	0.9%	-10.7%

資料來源: 彭博

1 年股價表現



資料來源: 彭博

審計: Pricewaterhouse

網址: 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

現金流量表

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

華晨汽車 (1114 HK)

最壞的時期已經過去

正在順利度過上一個模型週期末期。得益于高端產品閣瑞斯和華頌的良好的銷售表現，華晨汽車在 2016 年上半年錄取人民幣 24.86 億的收入，同比上升 20.8%。華晨寶馬在 2016 年上半年貢獻的利潤同比下降 6.9%，至人民幣 19.08 億元，因為新的生產設施和新車型需要較高的前期投入和開支，另外銷售費用也有所上升，其淨利潤率在 2016 年上半年則同比下降 38 個基點至 8.5%。因為在 2017 年新車型所帶來的較高的銷量將會降低單位生產成本，同時華晨寶馬也會採用更為有效的節約成本措施，我們預計華晨寶馬業務的淨利潤率會在 2016 年下半年上升至 8.6%，並在 2017 年上升至 9.3%。

華晨寶馬銷量增長持平，平均銷售價格下降。華晨寶馬在 2016 年上半年銷量小幅同比增長 1.7%（3 系銷售量同比增長 3.3%，5 系銷售量同比下降 4.1%，而 X1 銷售量同比下降 8.5%）。我們相信，它的旗艦車型寶馬 5 系將會在 2016 年下半年面臨激烈的競爭，因而影響銷量，不過新車型的銷售（新 X1、寶馬 2 系）則會成為主要增長動力。而在 2017 年隨著 1 系和新長軸版 5 系的上線，我們可以預見到更多的增長點。華晨寶馬的平均銷售價格在 2016 年上半年錄得人民幣 31.42 萬元，同比下降 4.4%，因較高價格的車型銷售佔比減少，而小型車寶馬 2 系和長軸型 X1 的銷售佔比增加。平均銷售價格下降的趨勢很可能在 2016 年下半年持續，因為打折促銷老 5 系車型會在年底揭開序幕，同時新 X1 和 2 系的銷售佔比繼續上升。

新發動機工廠有助於降低華晨寶馬生產成本。華晨寶馬的新發動機工廠在 2016 年 1 月投產，初步具有每年 40 萬台的設計產能。我們相信發動機的本地生產將有效降低華晨寶馬的生產成本。此前華晨汽車的管理層曾提到 2016 年新發動機工廠的產量將不超過 10 萬台，但隨著更多的車型（1 系、5 系）使用新發動機廠生產的發動機，發動機廠產能利用率會在 2017 年和 2018 年有顯著的上升，從而降低單位成本攤銷。受發動機及汽車零部件的成本下降趨勢的影響，我們預測華晨寶馬的分部利潤率將在 2016 年下半年和 2017 年略有提高--2016 年下半年將同比上升 28 個基點，2017 年同比上升 98 個基點。

目標價為 10.34 港元。我們將華晨汽車在 2016、2017 和 2018 年的每股盈利分別從人民幣 0.80 元、0.88 元和 0.94 元調整至人民幣 0.71 元、0.90 元和 0.99 元，並應用了 9 倍 2017 年市盈率計算出在基本情況下其合理估值為每股港幣 9.47。然後應用 8 倍的 2018 年市盈率，計算出 2018 年推出的新車型 X3 能帶來的估值增量為每股港幣 0.88，因此得到我們的目標價為 10.34 港元，相比現價有 5.83% 的上漲空間。鑒於華晨汽車的股價從我們的首發報告發表至今已經上升了 27%，我們將華晨汽車降級至持有。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	5,515	4,863	5,739	5,969	6,111
淨利潤 (百萬人民幣)	5,403	3,066	3,607	4,518	4,998
每股收益 (人民幣)	107.1	60.8	71.5	89.5	99.1
每股收益變動 (%)	60.1	-43.3	3.2	25.3	10.6
市盈率(x)	7.3	11.3	11.0	8.8	7.9
市賬率(x)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
股息率 (%)	1.2	1.2	1.2	1.6	1.7
權益收益率 (%)	36.1	19.0	16.7	18.1	17.2
淨財務杠杆率 (%)	5.0	3.8	5.9	8.2	9.9

資料來源：公司，招銀國際

持有

目標價 HK\$10.34
 向上/向下 +8.5%
 當前價格 HK\$9.53

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

中國汽車業

市值(百萬港元)	48,007
3 個月平均值(百萬港元)	109
52 周高/低(港元)	10.78/6.06
發行股數 (百萬港元)	5,025.8
主要股東 (H 股)	華晨集團 (42.38%)

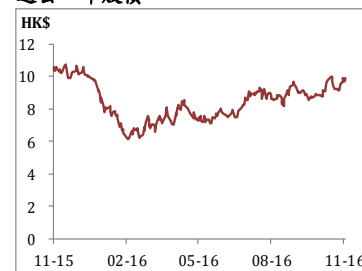
資料來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	12.6%	16.1%
3 月	16.3%	15.9%
6 月	30.6%	13.9%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利潤表

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)
非控制股东权益	103	214	265	263	253
净利润	5,403	3,495	3,607	4,518	4,998

資料來源：公司，招銀國際

資產負債表

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

資料來源：公司，招銀國際

現金流量表

年結: 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

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
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

資料來源: 公司, 招銀國際

石藥集團(1093 HK)

高質產品及強大研發能力帶動成為中國醫藥行業長遠的勝利者

創新藥繼續為公司帶來增長動力。由獨家具專利的暢銷治療缺血性腦卒中藥恩必普、高潛力的腫瘤科藥物，以及信譽卓著的歐來甯及玄寧所組成的產品線，我們相信創新藥物可繼續維持高速增長。恩必普的收入在 2016 上半年按年增長 40% 至 12.55 億港元，佔 2016 上半年總收入的 20.4%；歐來甯及玄寧分別按年增長 13% 及 15%。抗腫瘤產品的收入在 2016 上半年按年升 28% 至 2.5 億港元。總的來說，我們預測創新藥物佔石藥總收入的比例將由 2015 年的 33.1% 擴大至 2016/17 年的 37.8%/42.4%

普藥業務利潤率持續改善。石藥擁有一條龐大的普藥產品線，產品數量超過 150 種。石藥亦計劃改善普藥產品線，以每年提升普藥業務的毛利率 1-2 百分點。縱使我們並不預期普藥業務短期內收入有很大的增長，但預期毛利率的改善仍可帶動淨利潤的增長。另一方面，由於藥監局推行的藥致性評價，預料不少中小型藥廠將被迫放棄部份普藥市場。石藥的有數款美國 ANDA 品種，質量在較高水平，相信可在未來維持較高的增長水平。

中國其中一個領先的研發平臺。從公司在 2012 年改變業務重點於創新藥開始，石藥就開始加大對研發的投入，研發開支由 2012 年的 7,800 萬港元上升至 2015 年的 3.3 億港元。公司現在有超過 170 個在研的藥物，當中 15 個為國家 1 類新藥，21 個為美國 ANDA 品種(美國仿製藥)。我們相信石藥有著中國其中一個領先的研發平臺，可以持續推出新產品支持增長，對公司長遠成功尤其重要。

我們預測核心純利於 2016/17 年將增長 21.2%/23.4%。預計創新藥品的增長不單會帶動總收入的增長，同時亦會改善石藥的利潤率。我們預測公司整體的營業利潤率將由 2015 年的 19.0% 增長至 2016/17 年的 20.9%/23.0%。故此，即使收入預期增長較慢，我們依然預期核心利潤將於 2016/17 年增長 21.2%/23.4% 至 20.3 億/25.1 億港元，2015-18 年間年均複合增長為 22.7%。

維持買入評級。2016 年上半年業績重申我們的觀點，即強大的創新藥產品線可繼續推動公司的增長，我們維持買入的評級，目標價在 9.50 港元。我們的目標價 2016/17 預測市盈率為 27.6x/22.4x，雖較同業平均值的 18.7x/15.4x 高，但我們認為石藥能在行業逆境中維持一個快速的增長，給予行業龍頭企業一個較高估值亦是合理的。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬港元)	10,955	11,394	12,675	14,174	15,936
核心淨利潤 (百萬港元)	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
每股核心收益變動 (%)	38.6	32.6	21.1	23.4	23.4
市盈率(x)	37.0	27.9	23.0	18.7	15.1
市帳率(x)	5.8	5.4	4.6	4.0	3.4
股息率 (%)	1.3	1.4	1.7	2.1	2.6
權益收益率 (%)	15.7	19.1	20.1	21.2	22.3
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源: 公司, 招銀國際

買入

目標價	HK\$9.50
向上/向下	+20.0%
當前價格	HK\$7.92

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

醫藥行業

市值 (港幣百萬)	47,936
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	88.6
52 周高/低 (港幣)	8.59/5.92
發行股數 (百萬股)	5,911

來源: 彭博

股權結構-H 股

蔡東晨及管理層	31.3%
UBS Group AG	6.3%

資料來源: 聯交所

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.7%	1.1%
3 月	12.0%	15.3%
6 月	16.5%	3.1%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

審計: 德勤

網址: www.e-cspc.com

利潤表

年結: 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

資料來源: 公司, 招銀國際

資產負債表

年結: 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

資料來源: 公司, 招銀國際

現金流量表

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

資料來源: 公司, 招銀國際

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

資料來源: 公司, 招銀國際

信義光能 (968 HK)

領導產能擴張浪潮

領導產能擴張浪潮。信義光能是世界最大的光伏玻璃生產商，公司目前控制 19.8% 全球光伏玻璃日熔量。2014 年，信義光能領先投資大型光伏熔爐，並成功抓住了 15 年下半年及 16 年上半年的中國光伏搶裝潮機遇。自 2015 年起，公司啟動了下一輪產能擴張計劃。我們預計到 2017 年 1 季度末，信義光能的光伏玻璃日熔量將提升 74% 至每天 6,800 噸，分別佔全球及中國光伏玻璃日熔產能的 33% 及 34%。

大型化生產設備有助於公司維持高毛利。我們認為公司啟動的下一輪產能擴張將使信義光能維持在光伏玻璃毛利方面的領先優勢，因為 1) 大型化熔爐所製備的低成本產出佔比將繼續提升；2) 馬來西亞的生產設施將對人工及能源方面的成本縮減將釋放進一步貢獻。基於市場供應及需求趨於平衡，光伏玻璃價格展望維持平穩，以及更低的能源成本預期，我們預測光伏玻璃板塊的毛利率將在 2016 年提升 4.5 個百分點至 39.4%，並於 2017-18 年維持於 39% 水平。

光伏發電業務：新的增長引擎。信義光能的光伏電站業務聚焦於玻璃產線已有佈局的安徽和天津地區，我們認為公司對這些地區更加熟悉並有利於更好的調配當地已有資源。在較短的業務發展期內，公司實現了低成本的電站開發，並獲取了低成本的債務融資。與此同時，公司也創立了信義能源作為光伏電站建成後的持有及運營實體。我們預測信義光能在 2015-18 年間，在光伏電站裝機可獲年均複合增長高達 48.7%。我們預期高裝機增速將使光伏發電業務成為強勁的增長引擎而驅動營收和利潤實現雙增長。

15-18 年預測淨利潤複合增長達 34.3%。我們預期信義光能將在 2016 年取得不俗的業績，預測淨利潤 19.9 億港元，並且淨利潤率達 30.4%。對於 2017 及 2018 年，我們預測淨利潤將隨產能擴張分別增長至 26.6 億及 29.2 億港元，期間淨利潤率維持高位於 29.3% 及 29.6%，預測 15-18 年淨利潤年均複合增長率達 34.3%。

給予買入評級。我們對於信義光能採用三階段 DCF 模型進行估值，預測公司股權公允值為 263.9 億港元，對應每股價值 3.91 港元。在目前的 2.60 港元的交易價格，我們的 2016 及 2017 年的預測股息率為 5.5% 及 7.3%。從 DCF 估值及股息率角度考慮，估值均具有吸引力。首次覆蓋信義光能，我們給予買入評級，我們的 DCF 目標價為 3.91 港元，對應現價存在 50.4% 的上漲空間。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	2,410	4,750	6,558	9,089	9,864
淨利潤 (百萬元人民幣)	493	1,206	1,994	2,660	2,923
每股收益 (人民幣)	8.4	18.5	29.5	39.4	43.3
每股收益變動 (%)	n/a	120	60	34	10
市盈率(x)	31.0	14.1	8.8	6.6	6.0
市帳率(x)	4.8	3.1	2.6	2.1	1.7
股息率 (%)	1.5	3.3	5.5	7.3	8.0
權益收益率 (%)	15.4	21.7	29.6	32.0	29.0
淨財務杠杆率 (%)	22.9	12.6	83.0	103.1	109.3

資料來源：公司，招銀國際

買入

目標價	HK\$3.91
向上/向下	+50.4%
當前價格	HK\$2.60

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

新能源行業

市值 (港幣百萬)	17,547
3 月平均交易 (港幣百萬)	61.85
52 周高/低 (港幣)	3.40/2.03
發行股數 (百萬)	6,749

資料來源：彭博

股權結構

信義玻璃	28.9%
李賢義	11.4%
流動股本	34.9%

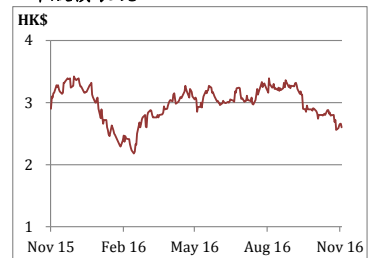
資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 月	-5.7%	-0.9%
3 月	-19.4%	-17.0%
6 月	-6.7%	-17.4%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：普華永道

網址：www.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

現金流量表

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

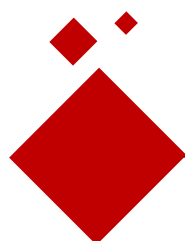
回報率 (%)

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



附錄：大差價 A/H 股

A/H 股差價**H 股較 A 股折讓最大的 25 只股份**

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 折讓(%)
浙江世寶	1057 HK	12.26	002703 SZ	44.54	-75.6
新華文軒	811 HK	7.92	601811 SH	28.72	-75.5
山東墨龍	568 HK	3.67	002490 SZ	11.84	-72.5
昆明機床	300 HK	2.71	600806 SH	8.61	-72.1
京城機電	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
第一拖拉機	38 HK	4.45	601038 SH	11.89	-66.8
廣汽集團	2238 HK	9.54	601238 SH	25.19	-66.4
中海集運	2866 HK	1.75	601866 SH	4.56	-65.9
東北電氣	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
中船防務	317 HK	11.60	600685 SH	28.25	-63.6
兗州煤業	1171 HK	5.43	600188 SH	13.01	-63.0
山東新華製藥	719 HK	5.89	000756 SZ	13.80	-62.1
洛陽鉬業	3993 HK	1.88	603993 SH	4.16	-59.9
大連港	2880 HK	1.47	601880 SH	3.18	-59.0
南京熊貓電子	553 HK	7.17	600775 SH	14.82	-57.1
天津創業環保	1065 HK	4.34	600874 SH	8.95	-57.0
東方證券	3958 HK	8.25	600958 SH	16.49	-55.6
大唐發電	991 HK	2.05	601991 SH	3.98	-54.3
中國中冶	1618 HK	2.59	601618 SH	4.95	-53.6
中國遠洋	1919 HK	3.03	601919 SH	5.77	-53.4
江西銅業	358 HK	11.36	600362 SH	20.92	-51.8
中國東方航空	670 HK	3.54	600115 SH	6.46	-51.4
中國交通建設	1800 HK	8.84	601800 SH	15.55	-49.5

資料來源：彭博、招銀國際

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

H 股較 A 股溢價的股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 溢價 (%)
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
濰柴動力	2338 HK	12.10	000338 SZ	9.97	7.7
中國平安	2318 HK	40.45	601318 SH	35.01	2.5
江蘇寧滬高速公路	177 HK	10.24	600377 SH	9.00	1.0

資料來源：彭博、招銀國際

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



附錄：恒指及國指估值表

恒生指數估值表

恒生指數 (50間公司)	代碼	占指數 比重	股價 (港元)	市盈率			市賬率			股息率(%)		
				去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測
銀行		31.0%										
匯豐控股	5	11.2%	61.10	11.5	14.0	12.8	0.82	0.91	0.91	6.5%	6.4%	6.0%
建設銀行	939	7.3%	5.48	5.3	5.4	5.3	0.91	0.78	0.71	5.6%	5.6%	5.6%
工商銀行	1398	4.6%	4.48	5.1	5.2	5.2	0.77	0.74	0.67	5.9%	5.7%	5.8%
中國銀行	3988	3.7%	3.36	5.1	5.3	5.2	0.68	0.67	0.60	5.9%	5.7%	5.7%
恒生銀行	11	1.5%	145.00	10.1	17.0	16.0	1.95	1.97	1.89	3.9%	4.0%	4.1%
中銀香港	2388	1.4%	28.05	11.1	12.4	11.7	1.54	1.28	1.22	4.4%	6.3%	4.4%
交通銀行	3328	0.7%	5.91	5.9	5.9	6.0	0.68	0.68	0.63	5.1%	4.9%	4.9%
東亞銀行	23	0.6%	31.55	15.4	22.1	18.8	0.92	1.01	0.98	2.8%	2.5%	2.5%
電訊及資訊科技		19.0%										
騰訊控股	700	9.9%	195.40	57.0	37.5	28.8	11.76	10.57	8.01	0.2%	0.3%	0.4%
中國移動	941	7.2%	84.60	14.2	14.2	13.0	1.62	1.57	1.47	3.0%	3.1%	3.4%
中國聯通	762	0.7%	9.07	18.3	56.3	25.4	0.80	0.83	0.80	2.1%	1.1%	1.7%
瑞聲科技	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%
非銀行金融		16.0%										
友邦保險	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%
地產		10.4%										
新鴻基地產	16	1.8%	100.30	9.3	11.6	10.9	0.57	0.60	0.58	3.3%	3.9%	4.0%
長實地產	1113	1.9%	50.75	11.4	10.5	10.6	0.74	0.70	0.67	2.8%	3.3%	3.4%
領展房產基金	823	1.6%	52.85	7.2	24.3	22.4	0.93	0.91	0.89	3.9%	4.2%	4.5%
中國海外發展	688	1.2%	22.00	7.2	7.4	6.2	1.13	0.99	0.89	2.8%	3.5%	4.1%
恒基地產	12	0.6%	41.90	7.1	14.3	14.1	0.61	0.57	0.56	3.1%	3.5%	3.5%
九龍倉	4	0.9%	55.30	10.5	13.5	12.9	0.48	0.52	0.51	3.4%	3.7%	3.8%
華潤置地	1109	0.7%	18.56	7.3	7.7	6.5	1.12	0.98	0.87	3.1%	3.6%	4.2%
新世界發展	17	0.7%	8.80	4.3	11.8	10.9	0.46	0.46	0.39	4.8%	5.0%	5.0%
恒隆地產	101	0.5%	17.00	15.0	15.0	15.4	0.60	0.59	0.59	4.4%	4.4%	4.4%
信和置業	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%										
中國海洋石油	883	2.4%	9.77	19.1	-269.1	15.3	0.97	1.05	1.02	4.8%	2.7%	3.5%
中國石化	386	1.9%	5.28	17.5	15.0	12.1	0.80	0.80	0.77	3.2%	3.5%	4.3%
中國石油	857	1.5%	5.18	23.7	85.6	19.7	0.69	0.71	0.69	1.9%	0.9%	2.4%
中國神華	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%
綜合類		5.0%										
長和	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%										
中電控股	2	1.9%	73.70	11.7	15.4	14.7	1.95	1.86	1.77	3.7%	3.8%	3.9%
香港中華煤氣	3	1.5%	14.54	24.9	24.7	24.1	3.50	3.13	2.99	2.2%	2.4%	2.6%
電能實業	6	1.4%	72.70	20.1	20.5	20.4	1.29	1.26	1.25	3.7%	3.7%	3.8%
長江基建	1038	0.6%	64.30	14.6	16.1	16.4	1.71	1.45	1.40	3.3%	3.6%	3.7%
華潤電力	836	0.3%	12.84	5.9	6.6	7.4	0.87	0.80	0.77	6.6%	6.3%	6.2%
消費品		2.3%										
恒安國際	1044	0.6%	59.30	17.8	17.6	16.7	3.83	4.02	3.68	3.5%	3.6%	3.8%
百麗	1880	0.4%	4.39	11.2	9.4	9.8	1.26	1.22	1.16	5.6%	6.6%	6.4%
中國旺旺	151	0.5%	4.82	99.9	15.4	15.4	4.27	0.59	0.51	3.0%	21.7%	22.5%
蒙牛乳業	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%
賭業		2.4%										
金沙中國	1928	1.2%	36.95	26.3	28.9	25.4	6.58	7.43	8.14	5.4%	5.3%	5.2%
銀河娛樂	27	1.2%	35.95	36.9	27.1	26.8	3.73	3.40	3.15	0.0%	1.1%	1.2%
運輸		1.3%										
港鐵	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%
國泰航空	293	0.2%	10.52	6.9	31.7	34.4	0.86	0.84	0.82	5.0%	1.2%	1.6%

資料來源: 彭博、招銀國際

恒生國企指數估值表

恒生國企指數 (40間公司)	代碼	占指數 比重	股價 (港元)	市盈率			市賬率			孳息率(%)		
				去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測
銀行				41.0%								
建設銀行	939	9.7%	5.48	5.3	5.4	5.3	0.76	0.78	0.70	5.6%	5.6%	5.6%
工商銀行	1398	9.2%	4.48	5.5	5.6	5.6	0.76	0.74	0.67	5.9%	5.7%	5.8%
中國銀行	3988	10.0%	3.36	5.6	5.8	5.7	0.63	0.67	0.60	5.9%	5.7%	5.7%
招商銀行	3968	2.9%	18.16	7.8	7.5	7.0	1.07	1.00	0.90	4.3%	4.3%	4.7%
農業銀行	1288	3.1%	3.12	5.6	5.7	5.8	0.74	0.70	0.64	6.0%	5.8%	5.8%
民生銀行	1988	2.2%	8.67	7.1	7.0	6.9	0.88	0.83	0.74	3.1%	3.1%	3.2%
交通銀行	3328	2.1%	5.91	6.1	6.2	6.3	0.70	0.68	0.63	5.1%	4.9%	4.9%
中信銀行	998	1.8%	4.82	6.8	6.7	6.5	0.61	0.60	0.55	5.0%	5.0%	5.0%
非銀行金融				29.2%								
中國平安	2318	8.6%	40.45	11.9	10.8	10.4	1.73	1.69	1.47	1.5%	1.5%	1.7%
中國人壽	2628	6.1%	19.96	17.6	28.9	21.9	1.65	1.55	1.45	2.4%	1.6%	1.9%
中國太保	2601	2.7%	28.20	14.6	20.4	18.5	1.79	1.66	1.54	4.0%	2.6%	2.6%
中國財險	2328	2.3%	11.98	7.2	8.7	7.8	1.41	1.30	1.14	2.9%	3.0%	3.1%
海通證券	6837	1.6%	14.22	11.3	19.6	16.1	1.38	1.28	1.19	3.6%	2.1%	2.6%
中信證券	6030	1.5%	17.44	10.3	18.4	14.5	1.34	1.29	1.21	3.2%	1.8%	2.4%
華泰證券	6886	1.1%	16.96	12.8	20.2	15.3	1.31	1.28	1.19	3.3%	2.0%	2.7%
廣發證券	1776	1.2%	17.50	10.4	16.8	13.9	1.61	1.47	1.36	5.2%	2.3%	2.6%
中國銀河	6881	1.1%	7.64	6.6	13.8	11.7	1.18	1.09	1.02	4.8%	2.1%	2.5%
中國人保保險	1339	0.9%	3.04	5.9	8.5	7.5	0.95	0.91	0.81	0.8%	0.6%	0.6%
中國信達	1359	1.0%	2.70	6.2	5.7	5.1	0.83	0.77	0.70	4.8%	5.2%	5.6%
新華保險	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%								
中國石化	386	5.5%	5.28	18.3	15.7	12.6	0.82	0.80	0.77	3.2%	3.5%	4.3%
中國石油	857	4.5%	5.18	36.5	131.8	30.3	0.71	0.71	0.69	1.9%	0.9%	2.4%
中國神華	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%
消費品				5.1%								
國藥控股	1099	1.7%	35.55	23.2	18.9	16.7	2.79	2.50	2.20	1.3%	1.6%	1.8%
長城汽車	2333	0.9%	6.97	10.3	9.0	8.9	1.29	1.28	1.12	4.4%	5.0%	5.1%
東風集團	489	0.9%	7.84	5.2	4.9	4.8	0.67	0.62	0.55	2.9%	3.1%	3.2%
比亞迪	1211	1.2%	45.80	48.7	28.5	23.1	2.37	2.15	2.00	0.0%	1.3%	1.3%
青島啤酒	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%								
中廣核電力	1816	0.9%	2.24	13.7	12.2	11.3	1.60	1.44	1.31	2.1%	2.4%	2.7%
華能國際	902	0.8%	4.64	6.9	9.6	11.5	0.74	0.72	0.69	11.4%	8.0%	6.4%
龍源電力	916	0.7%	5.72	14.2	11.3	9.3	1.11	1.02	0.93	1.4%	1.7%	2.1%
電訊				2.1%								
中國電信	728	2.1%	3.65	13.1	13.6	12.0	0.85	0.83	0.79	2.5%	2.7%	3.0%
地產建築				5.0%								
中國交建	1800	1.6%	8.84	13.7	12.6	11.4	0.85	0.81	0.74	2.4%	2.8%	3.1%
中國中鐵	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%
工業				0.8%								
中國中車	1766	1.2%	6.97	22.0	21.7	19.7	1.73	1.57	1.42	2.4%	2.1%	2.2%
中車時代電氣	3898	0.8%	37.80	13.3	13.4	12.1	2.79	2.47	2.12	1.3%	1.6%	1.8%
運輸				0.4%								
中國國航	753	0.4%	5.05	12.1	10.0	11.4	0.93	0.86	0.78	2.4%	2.7%	2.4%

資料來源: 彭博、招銀國際

研究部成員

文幹森	中國房地產行業 3900 0853, samsonman@cmbi.com.hk
蘇沛豐	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

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的新酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

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

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

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

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

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

對於接收此份報告的美國投資者

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