



招銀國際年度策略報告

招財
日報



睿智
投資



市場
策略



宏观
经济

目录

宏观与策略.....	2
宏观视角	3
2018 年中国经济展望	7
2017 年市场回顾.....	18
2018 年市场展望及投资策略.....	23
行业分析.....	33
TMT 板块-优于大市	34
中国医药板块-优于大市	55
中国新能源板块-优于大市	63
中国消费板块-优于大市	76
中国机械及设备板块-优于大市	96
中国证券业板块-优于大市	104
中国银行业板块-同步大市	112
中国保险业板块-同步大市	125
中国房地产服务板块-同步大市	138
中国房地产板块-落后大市	147
行业首选股份	154
附录：大差价 A/H 股	
附录：恒指及国指估值表	



宏观视角

首席经济学家：丁安华 - dinganhua@cmbi.com.hk

秉烛观险：低波幅增长和高估值资产

年近岁末，我们需要对当下全球和中国经济形势以及资本市场态势做个基本的判断。梳理一下关于全球增速、经济波动和资产估值等重要指标所处的位置，在此基础上为未来找出方向。

关于增长：温和而同步的复苏

首先，让我们分析一下全球经济处于一个怎样的时代。我们都知道，“次贷”危机之后全球经济进入漫长而痛苦的调整时期，先是衰退，而后是疲软的复苏。从危机爆发到现在已经十年了，最困难时候是2009年，当年全球排名前45位的主要经济体，其中大约35个处于经济收缩的状态。经过长时间的调整，到了2017年这45个国家或地区的经济或处于稳定增长或处于加速增长状态。中国经济增长从去年6.7%的位置回升至今年的6.8%，增速下滑的势头得到遏制；美国的经济增长从去年的1.5%上升到今年第三季度的3%，全年增长可能超过2.2%；欧元区的经济复苏势头明显，前几年备受主权债务危机困扰的西班牙、意大利均实现超出预期的增长，欧元区今年可能实现2%以上的增长；日本经济复苏势头稳健，连续多个季度录得正增长，安倍可能成为战后最长任期首相。在这种背景下，IMF今年已经连续三次上调对世界经济的预测，全球各大经济体处于同步增长的态势。这是当前全球经济大势的一大特征。

第二，我们来看看中国经济的表现。在外围需求同步复苏的背景下，刺激中国的出口从去年的负增长恢复到今年实现8%左右的正增长（按美元计），这无疑是拉动中国经济增长的一个重要外部因素。同时，中国经济的内在因素也在改善，强有力行政手段推动供给侧“去产能”取得成效，周期行业的集中度和产能利用率上升，盈利和资本回报水平明显改善；实体部门结束长达54个月的通缩，工业企业资产负债率下降，偿债能力提升。“十九大”描绘的美好愿景鼓舞人心，不断刺激市场情绪，各大机构纷纷上调明年的经济展望，预计中国经济可望保持稳定增长。

关于波幅：增速的波幅可能是历史上最低的时期之一

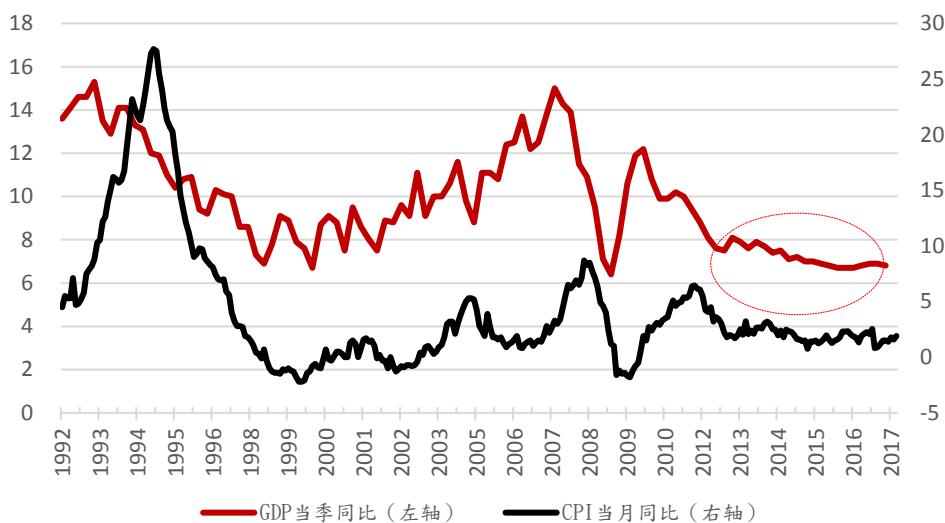
仔细观察，我们会发现一个有趣的现象，就是无论从全球的角度还是中国的情况来看，经济增长速度的波动似乎被某种神秘的力量控制住了。过去五年，G20国家的总体增长水平被框定在3%上下的一狭小区间，这是有记录以来最低的波幅水平；而中国的情况就更加明显，2013年以来经济增速自8%以下形成一条几乎没有波幅的非常平滑的“微笑曲线”，更为史上仅见之奇观。全球经济低波幅与中国经济的平滑换挡是相互关联的，毕竟中国贡献全球增长的三分之一。

图1：全球经济增长波幅处于历史低位



资料来源：PIMCO、IMF、招银国际

图2：中国经济增速出现一条平滑的“微笑曲线”



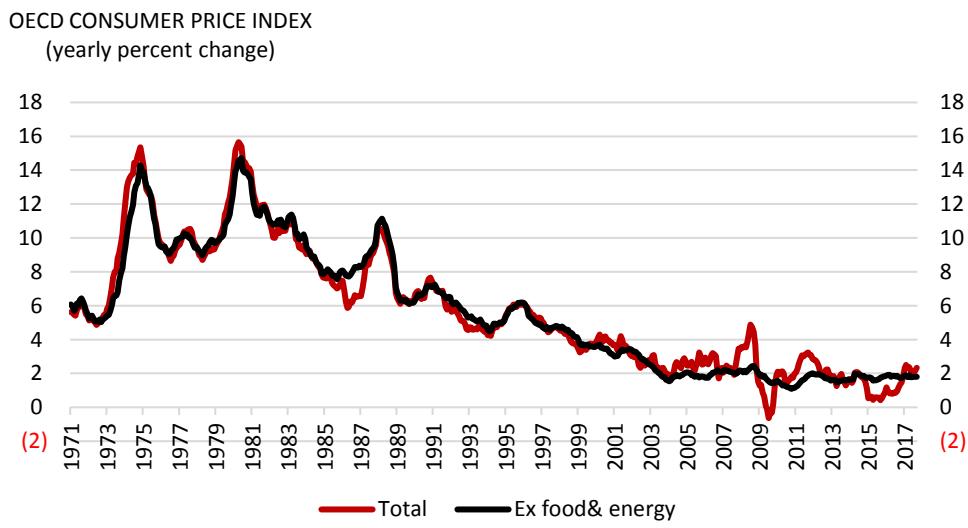
资料来源：万得、招银国际

简单而言，全球经济的同步增长从正面说是温和的，从负面说却是乏力的。更重要的是，目前的增长速度上也上不去，下也下不来，处于一种低波幅的“平衡”状态。这种情况是怎样形成的？它会持续下去吗？什么力量会打破这种同步、乏力而低波幅的增长格局？这是我们所需要回答的问题。

关于通胀：为何还如此之低呢？

从更大范围和更长时间的视角观察，我们可能进入了一个长期的低通胀时期。从全球看，上一次与严重通胀作斗争的是保罗·沃尔克（Paul Volcker）时期，他在上世纪八十年代出任美联储主席时采取严厉的加息手段对付通货膨胀。自此之后，发达国家包括美国的消费品物价指数（CPI）就进入了一个长期的下行通道。

图3：OECD消费价格指数处于长期下行轨道



资料来源：OECD、招银国际

金融危机之后，全球各大央行均采取了进取的、非传统的量化宽松政策工具，其目的就是希望压低长期利率、刺激资本投资，拉动经济增长。从货币主义的框架看，量化宽松政策的一个预期结果是通胀水平上升。然而，事与愿违。经济的确实现了增长，就业到达自然充分水平，而工资上涨乏力、通胀迟迟起不来。对于这种现象经济学家和货币政策制定者深感困惑，各大央行为了实现 2%的通胀目标可以说是殚精竭虑，费尽思量。如此低的通

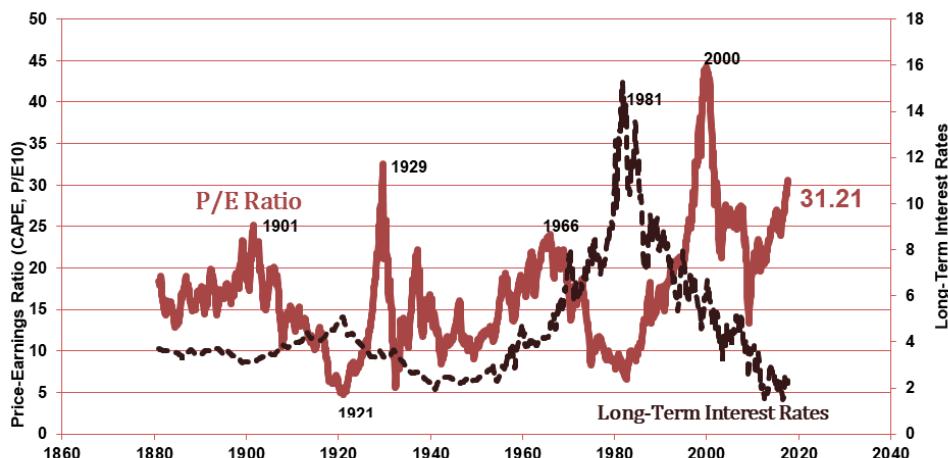
胀水平导致货币政策的“鹰派”与“鸽派”理念分歧加大，政策的不确定性成为当前资本市场的头之患。

可以观察到近年来的一个有趣的现象，无论是学术模型还是市场预期，常常与实际通胀数据之间出现系统性的偏差。密歇根大学消费者预期指数模型 2008 年以来的通胀预测效果就很差，长期高估通胀走势。对华尔街的投行分析师和基金经理的通胀预测调查也是如此，实际通胀长期低于市场预期。如何解释通胀水平在量化宽松政策背景下长期处于低位，成为一个难题。

关于资产价格：从历史的角度看处于高估值水平

全球各大央行采取的激进的量化宽松政策，并没有带来消费价格通胀，但是以股票为代表的资产价格却开始变得很贵。以美国标普 S&P500 的估值来看，从罗伯特·希勒（Robert Shiller）所提供的经周期调整的市盈率（CAPE Ratio）曲线观察，目前的 P/E 水平已超过 31 倍，高于历史均值（17 倍）一个标准差以上，这说明资本市场的权益资产是昂贵的。今年以来，全球主要股市指数均实现上涨，恒生指数上涨 28%，标普 500 上涨 15%，德国 DAX 指数上涨超过 13%，日经指数上涨 11%；上证指数和英国富时 100 指数涨幅也超过 9%。其它主要资产价格（房地产和大宗商品）大都录得不错的涨幅，例如铜铝锌铅价格上涨幅度都在 20% 以上，铜价上涨 27%。

图 4：标普 500 指数经周期调整的市盈率（CAPE Ratio）



资料来源：Robert Shiller、标普、招银国际

尽管全球股市畅旺，股票估值也不便宜，投资者的风险意识却严重不足。11 月份美国股市的隐含波动率 VIX 曾经低于 10，上一次处在如此之低的位置正是 2007 年金融风暴之前。VIX 指数的启示在于通过期权对冲来观察投资者的风险意识，当 VIX 上行就意味着投资者对股市前景感到忧虑而在期权市场进行对冲，反映他们存在某种焦虑或风险意识。当 VIX 下跌时就意味着市场对于风险逐渐失去警觉，投资者不再焦虑。历史告诉我们，VIX 在 10 附近说明风险可能被错误低估。

资产价格上涨而消费价格不涨，这种现象应该带给我们更多的思考。盯住消费价格通胀的货币政策目标，面临严重的挑战。

风险来源于何处？黑天鹅与灰犀牛

然而，这种低波幅增长和高估值资产并存的状况可能不会持续太久，全球资本市场目前处于一种典型的“弱势平衡”，需要小心应付。一方面，长期的低波幅和高估值会逐渐消磨投资者的风险意识，容易使人们失去警觉。另一方面，任何出人意料的变化都可能导致弱势平衡的打破和资产价格的重估，甚至出现市场踩踏现象。古人云：“安者非一日而安也，危者非一日而危也，皆以积渐然，不可不察也。”（《汉书·贾谊传》）

图 5：美国股市的隐含波动率（VIX）处于极低位置



资料来源：StockCharts、招银国际

什么事件可能会成为打破这种弱势平衡？谁是黑天鹅？谁是灰犀牛？短期看，通常年底会出现“粉饰橱窗”和“锁定盈利”两个相反方向的操作，后者可能是今年的主流，毕竟 2017 年有个好收成。可以预见年底市场波动会加剧。展望明年，就目前的观察，风险因素可能来自几个方向。一是全球地缘政治风险，总体而言是朝着紧张的方向发展，冲突爆发时点难以预料，具有黑天鹅特性，在此不表。二是货币政策不确定性的风险，在退出量化宽松、缩表和加息的过程中，全球各大央行的如何加强沟通协调引导市场预期实在“费煞思量”，特别是在经济温和增长与通胀略低于央行合意水平的尴尬区域。货币政策的演变具有不确定性，鹰派过于激进可能损害充分就业，鸽派裹足不前可能会导致通胀重临。三是选民逐渐对传统政治人物失去信心，西方另类政治领袖崛起，可能对全球化进程造成冲击。四是特朗普的税改成败可能影响全球资金流动。总之，任何超预期变化都可能产生“蝴蝶效应”，导致资产价格重估。

从过去十年的实践来看，极端宽松的货币政策应对金融危机尚算合格，但在促进经济增长和实现充分就业方面成效不彰。一个可以预见的变化是，全球范围出现摈弃利伯维尔场教条的倾向，“东风”压倒“西风”，政府开始伸出“有形之手”，经济政策转向供给侧（减税）和财政工具（基础设施投资），货币政策在回归正常化的进程中，让出主角的位置。

2018 年中国经济展望

首席经济学家：丁安华 - dinganhua@cmbi.com.hk
 宏观经济师：丁文捷，博士 - dingwenjie@cmbi.com.hk

扬帆但信风

梗概：“新时代”聚焦“质量、效率、动力”。回望即将结束的 2017 年，世界经济逐渐驶入复苏通道，中国经济也显示出较强的韧性，前三季度经济总量实现 6.9% 的增速（我们预计全年增速 6.8%），经济结构得到进一步优化。十九大于 10 月份顺利召开，中国特色社会主义新时代的提出和主要矛盾的重新定义，可以说从政治理论的高度指明了未来中国发展的目标和方向。未来经济的可持续增长取决于“质量、效率、动力”三方面的变革，而这三方面的变革也将塑造出中国经济更强的韧性。

展望 2018 年，中国经济仍将面临方式转变、结构调整、动能转换的挑战，下行压力不减。消费增速预计保持稳健，归因于收入的持续增长、消费升级需求、新消费业态和模式（线上线下加速融合）、消费信贷的指数级增长以及鼓励消费的政策支持等。预计投资增速稳中趋缓，基建投资企稳，制造业投资有望在“制造强国”战略加速落地、鼓励研发的背景下回升，房地产投资略有下降。预计明年通胀回升，CPI 在服务价格带动下预计增速在 2.0% 以上，一定程度上会限制货币政策的操作空间。政策方面，“货币政策+宏观审慎”双支柱调控框架日渐清晰，继续关注金融稳定相关的监管措施，货币政策稳健中性基调不变，存在边际收紧的可能性。供给侧结构性改革仍将作为主线。

明年的不确定性和下行风险主要包括，(1) 房地产市场降温幅度超预期、政府对“租售并举”等长效机制的政策支持不及预期；(2) 基建投资继续下行；(3) 金融监管加强、货币政策边际收紧力度超预期。

浩渺行无极，扬帆但信风。站在辞旧迎新的节点，我们期待中国经济继续以韧克艰，期盼供给侧结构性改革的贯彻和实施继续言出必践、只争朝夕。

图 6：2018 年中国主要经济指标预测

	2014A	2015A	2016A	CMBIS 2017E	CMBIS 2018E
实际 GDP (同比增速, %)	7.3	6.9	6.7	6.8	6.7
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	8.3	6.3	6.0	6.7	6.6
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	15	9.9	8.1	7.3	7.5
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	11.9	10.7	10.4	10.4	10.3
CPI (同比增速, %)	2.0	1.4	2.0	1.6	2.3
PPI (同比增速, %)	-1.9	-5.2	-1.4	6.0	3.2
出口 (以美元计, 同比增速, %)	6.1	-2.6	-7.7	7.2	6.9
进口 (以美元计, 同比增速, %)	0.4	-14.4	-5.5	15.8	10.5
贸易顺差 (十亿美元)	383	600	510	410	372
广义货币供应量 M2 (期末同比增速, %)	12.2	13.3	11.3	9.5	9.3
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	9,781	11,720	12,650	13,292	13,824
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	16,413	15,289	17,710	19,073	20,313
1 年期存款基准利率 (%，期末值)	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50
1 年期贷款基准利率 (%，期末值)	5.6	4.35	4.35	4.35	4.35
大型金融机构存款准备金率 (%，期末值)	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0
USD/CNY即期汇率 (期末值)	6.21	6.49	6.95	6.70	6.75

资料来源：国家统计局、中国人民银行、海关总署、万得、彭博、招银国际预测

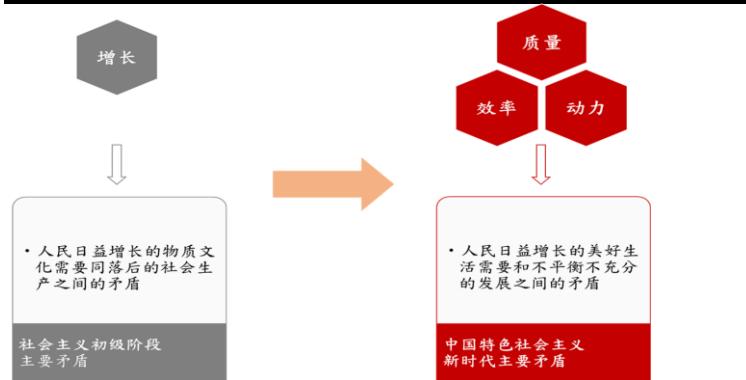
一. 中国经济增长展望：聚焦质量、效率、动力

“质量、效率、动力”三个变革推动经济发展

十九大报告提出中国特色社会主义进入“新时代”，面临的主要矛盾也从原先“人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾”转变为“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”，解决主要矛盾的对策也相应由推动经济总量增长转变为推动经济发展“质量变革、效率变革和动力变革。”注意到十九大报告并未延续或重申十八大报告中提及的GDP和人均收入“两个翻番”目标，继续弱化对于GDP的量化目标。

“新时代”的提出和主要矛盾的改变，从政治理论的层面明确定义了中国经济在新时代、新常态下主要的发展目标和方向。我们认为未来几年中国经济将以供给侧改革为主线，聚焦“质量、效率、动力”三个变革带来的发展机遇。2018年，我们最为看好制造强国、消费升级等战略进一步落地带来的投资机会。

图 7：“质量、效率、动力”三个变革解决主要矛盾

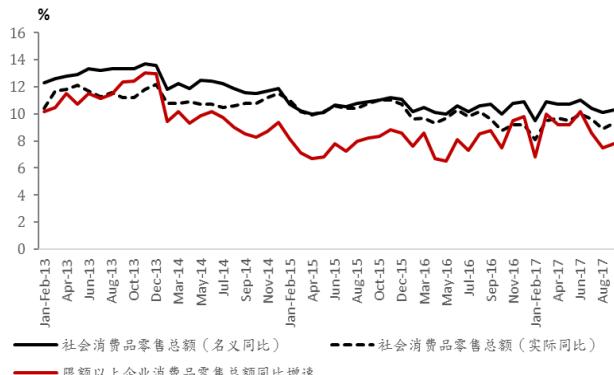


资料来源：十九大报告、招银国际

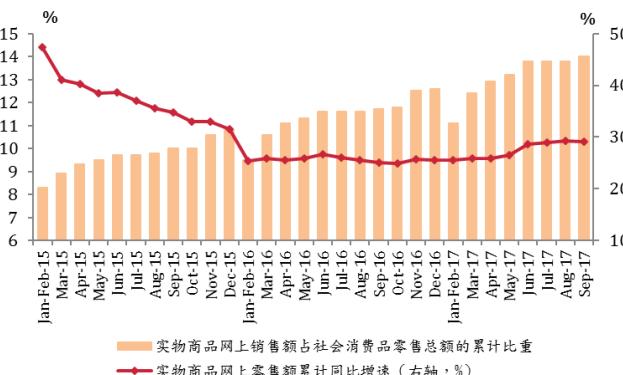
消费：增速稳、模式新、升级快

消费不仅担当了经济增长的主要动力，在经济结构升级方面也表现抢眼。近年来，消费增速持续超过投资和GDP，实际增速超过7%，名义增速超过9%。我们预计2018年中国消费将维持强劲，主要受到以下几大趋势的影响：(1)消费升级需求，新业态和新商业模式丰富供给结构，线上线下加速融合；(2)居民收入不断增长；(3)消费相关政策不间断，尤其激励服务性消费行业的壮大；(4)移动支付普及、消费信贷蓬勃发展。

业态和模式升级、线上线下加速融合。统计局按月公布的数据显示，2017年前三季度社会消费品零售总额同比名义增长10.4%，与2016年全年增速持平，显示出商品消费保持平稳增长。网购无疑是近年的亮点，AI和大数据技术的运用提升消费体验、挖掘消费潜力，不断打开互联网消费的“天花板”。实物商品网上销售额维持25%以上的同比增速，在社会消费品零售总额中的占比已达到14%。从商业模式上，也实现了从互联网消费异军突起到如今线上线下加速融合、相互促进的演变。我们从微观的行业和企业数据能够观察到，2017年部分实体店（尤其是专业店、专卖店）的销售也告别寒冬，实现同店增长。

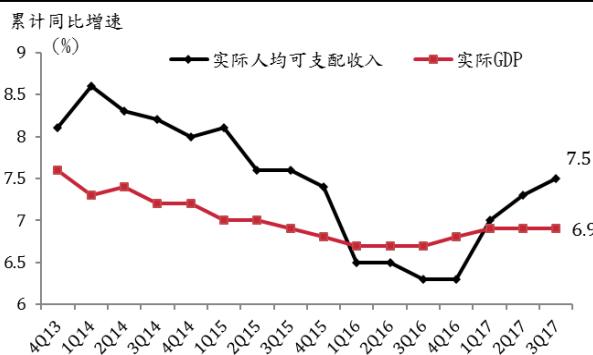
图 8：社会消费品零售总额

资料来源：万得、招银国际

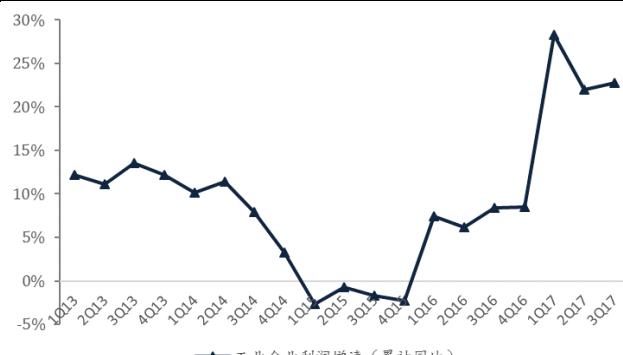
图 9：实物商品网上销售

资料来源：万得、招银国际

收入增长是消费稳健的最重要助推因素。2017 年前三季度人均可支配收入实际增长 7.5%，实现连续三个季度超过经济总量的增速。我们预计 2018 年收入增长仍将维持 7.0%以上的增速，因为各项就业指标表现平稳、企业利润稳步上升，将为收入上涨提供持续动力。就业方面，2013-2016 年城镇新增就业年均 1,300 万人以上，城镇调查失业率基本稳定在 5.0%左右，今年 9 月份为 4.83%，为自 2012 年以来最低；制造业及非制造业 PMI 从业人员指数稳中略升。工业企业利润出现加速上涨，2017 前三季度规模以上工业利润总额同比增长 22.8%，可能会对工业企业从业人员的工资收入产生正面影响。

图 10：人均可支配收入增速快于 GDP 增速

资料来源：万得、招银国际

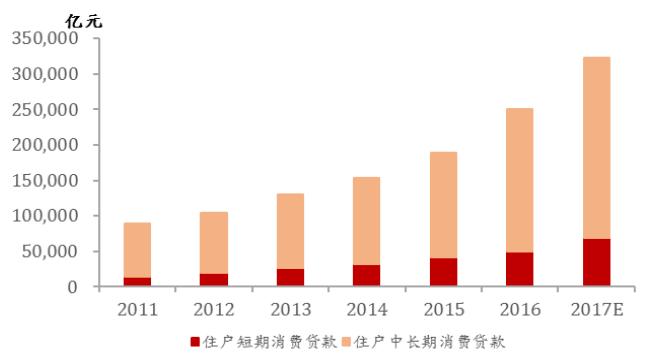
图 11：工业利润增速

资料来源：万得、招银国际

政策层面：继续鼓励、服务消费亮点多。近年来，各种鼓励消费的政策可谓层出不穷，不仅有刺激需求端的，如降低小排量汽车购置税，也有发力于供给端的，如国务院已决定将跨境电商监管过渡期政策再延长一年至 2018 年底。跨境电商不仅形成了外贸增长的新亮点，也通过引进国外好商品好品牌丰富了国内的消费供给，有力地引导境外消费回流。此外，服务消费异军突起，北京等多省市服务型消费额增速快于社会消费品零售额。在 2016-2017 密集政策孵化下以及发改委《服务业创新发展大纲（2017-2025 年）》的指引下，服务消费供需失衡的状况将得到进一步改善，旅游、文化、体育、健康、养老、教育培训等领域的新兴服务消费发展将加速。

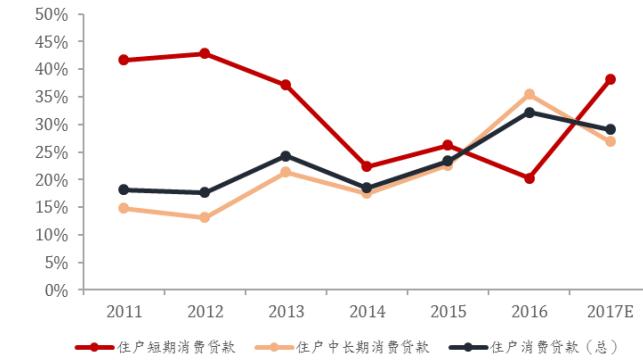
信贷驱动消费，移动支付、互联网消费金融培育新增长点。作为万亿规模的蓝海领域，中国消费金融市场发展迅速，(居民)消费信贷余额从 2011 年底的 8.9 万亿元增长到 2016 年的 25 万亿元，占金融机构信贷余额也从当期的 16.2%上升到 25.7%。但剔除以房贷为主的中长期消费信贷后，短期消费信贷占 GDP 的比重预计 2017 年仅为 8.5%左右，从宏观杠杆的角度看，短期消费信贷渗透率具备提升空间。此外，移动支付快速普及于各类场景，移动支付产品越来越多样化；互联网现金贷、分期付等消费金融产品迅速崛起，均为短期内信贷驱动消费的增长点，当然后者的发展进程取决于互联网金融监管的态度。

图 12：消费信贷增长迅猛，料 2017 年突破 6.8 万亿元



资料来源：万得、招银国际预测

图 13：短期消费贷增速于 2017 年回升



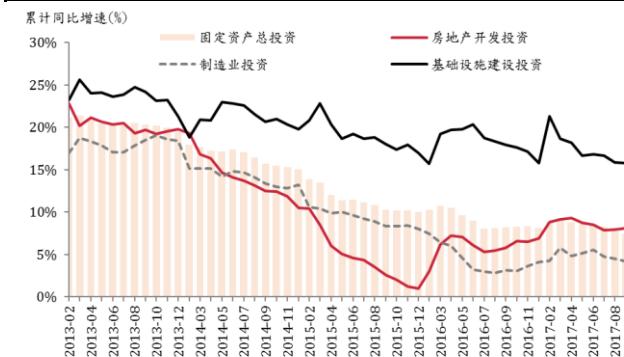
资料来源：万得、招银国际预测

2018 年消费增速面临的主要下行风险：(1) 房地产销售及相关活动放缓减少与住房相关的产品销售；(2) 收入增速不及预期；PPI 增速放缓、工业和企业利润涨幅放缓，对工业企业尤其是周期性行业员工的名义收入的提振效果减弱；(3) 经济结构转换、供给侧改革短期内拖累就业，但从 2017 年去产能的实际经验来看，员工安置稳步推进，出现大规模裁员、就业难的可能性较小。

投资：有望保持稳健增长

基建投资有望高位企稳。2017 年前三季度基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 19.8%，较去年同期提升 0.4 个百分点，但较上半年降低 1.3 个百分点；基建投资全年呈现高位下行态势，9 月份有所企稳。我们预计 2018 年基建投资将高位企稳，保持 15%-20% 的同比增速，主要支撑因素有以下几点：(1) 十九大会议后、部分地方政府换届，政治格局和政策方向更为明朗，地方政府投资方向更为清晰，今年由于政策观望积压的基建投资需求可能在明年得到释放；(2) 2017 年 PPP 项目合规监管加强，但三季度落地显着提速，订单快速放量，该趋势有望延续到明年；(3) 固定资产投资国家预算内资金增速开始回升，该指标对于判断基建投资具有一定的领先意义。

图 14：2017 年固定资产投资增速缓中有降



资料来源：国家统计局、万得、招银国际

图 15：2018 年基建投资增速料保持稳健



资料来源：万得、招银国际

盈利改善、“制造强国”政策提振制造业投资。2017 年前三季度制造业投资 14.1 万亿元，同比增长 4.2%，增速较上年同期加快 1.1 个百分点。2017 年以来，随着供给侧改革深入推进，国内和全球经济复苏势头进一步确立，同时，“三去一降一补”等结构性政策的实施使市场供求关系更为平衡，制造业盈利明显改善，资产负债表更为健康。2017 年前三季度制造业营业收入同比提升 12.3%，利润总额同比增长 19.6%，资产负债率由 54.7% 下降至 54.2%。制造业可谓进入了复苏和扩张的新周期，盈利质量提升和企业现金流改善有望提振制造业投资。此外，十九大后将在细分领域出台密集政策出台贯彻“制造强国”战略，如深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网等，也将激励制造业企业加大投资，尤其是高技术产业、装备制造业等中高端领域投资。

政府主导新增量，房地产投资不会大幅下滑。在调控不断升级的背景下，房地产投资增速并未出现“滑铁卢”，2017 年前三季度同比增长 8.1%，比上年同期加快 2.3 个百分点。究其原因，我们认为主要是本轮的房地产调控在范围上并不是“一刀切”，而是因城因地施策，特别是在一线城市供需矛盾突出的地方，通过加大住宅用地供应解决房地产市场的主要矛盾；在调控方式上，也不是一味限制需求，而是坚持分类调控，在抑制投机需求的同时，引导和保障合理自住需求。展望 2018 年，房地产开发投资下行压力会增大，前期商品房销售下滑的负面影响会逐渐传导到投资端。但我们认为房地产投资下行的幅度不会太大，主要原因有以下两方面：(1) 2017 年房地产企业土地购置面积增速仍较快，(2) 政府在建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度的过程中，会培育出租住房、共有产权房等新增长点和新投资风口，而这些新投资增量将弥补商品房投资可能出现的下滑。

图 16：房地产开发投资增速

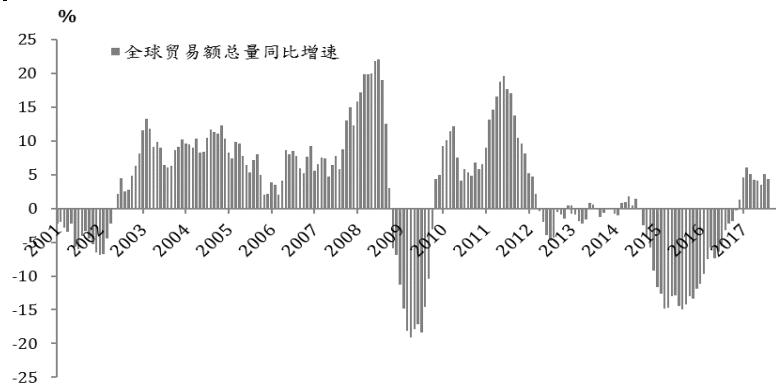
资料来源：国家统计局、万得、招银国际
 *注：基于统计局 40 个大中城市样本

图 17：土地购置面积累计同比增速

资料来源：国家统计局、万得、招银国际
 *注：基于统计局 40 个大中城市样本

进出口料稳健增长，人民币稳中略降

内外需增长保持稳定，进出口有望稳健增长。新一轮全球经济复苏势头正在形成，并且复苏的范围覆盖各主要经济体。在中国、日本、美国及亚洲新兴市场经济体周期性回升加快的情况下，IMF 在今年 10 月发布的《世界经济展望》报告中将全球经济增长预测从 3.6% 调升至 3.7%。在经济复苏的带动下，全球贸易增速 2017 年由负转正。预计 2018 年外需增长保持稳定，人民币升值压力不大，中国出口有望维持稳健增长。进口增速料大于出口增速，贸易顺差收窄；进出口占 GDP 的比重可能出现进一步下降（2016 年为 2.2%）。

图 18：全球贸易进入复苏轨道

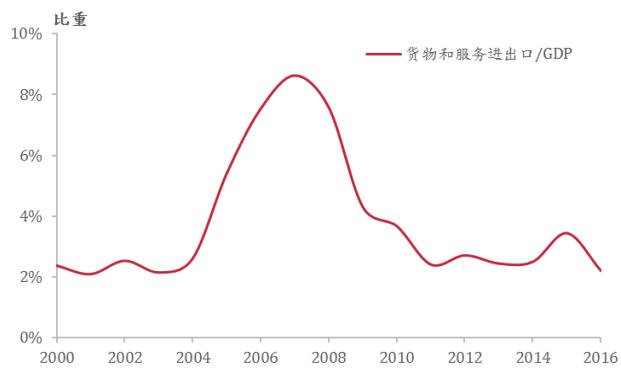
资料来源：CPB World Trade Monitor、招银国际

图 19：预计 2018 年进出口维持稳健增长



资料来源：CPB World Trade Monitor、招银国际

图 20：进出口在 GDP 中的占比降低



资料来源：万得、招银国际

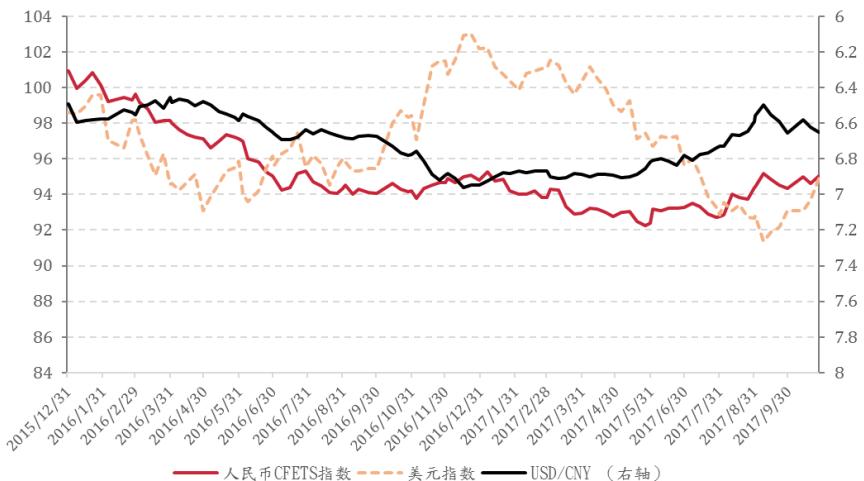
中美贸易合作升级，有助缩小贸易顺差。11 月特朗普访华，中美在经贸合作领域成果丰硕，尤其是在扩大进口和市场准入方面取得较大进展，签署的商业合同和双向投资协议涉及总金额超过 2535 亿美元。其中，与能源相关的项目超过 1600 亿元，占比约 65%，一定程度上将两国的能源关系从竞争推向合作；尤其是加大能源与农产品进口，有助于缩小中美贸易顺差。此外，在开放金融、新能源汽车等领域市场准入方面，也取得突破性进展，将两国经贸合作推向新高度。

人民币汇率料稳中略降。今年以来，由于美元大幅走弱，人民币相对美元略有升值，汇率由去年底 6.95 升至 6.65 左右；代表兑一揽子货币汇率水平的人民币 CFETS 指数则于年中下探后回到年初 95 左右的位置。自中间价定价模型引入“逆周期因子”后，人民币汇率弹性进一步增强，双向波动格局得到延续。十九大报告重申“深化人民币汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的定调，但在金融监管换届、内外部经济金融环境和预期并不稳定的情况下，汇率市场化改革的窗口期恐怕仍需待以时日。综合市场因素和政治因素考虑，我们认为人民币在 2018 年仅有小幅贬值压力，我们预计 2017 年底人民币兑美元汇率在 6.70 左右，2018 年底在 6.75 左右。我们的理由如下：

(1) 美元指数料有小幅上行空间，预计 2018 年在 93~100 区间内波动。美国经济增长持续向好，就业改善，通胀暂时低迷但有回升可能性。政策方面，税改和基建是特朗普政府令人期待的看点之一；短期而言，税改进程的急缓的不确定性是影响美元短期波动的重要因素之一；而基建设议案。货币政策方面，随着费舍尔和杜德利辞职、耶伦任职到期，实施货币政策正常化的联储前三号人物同时卸任。鲍威尔将于明年 2 月接任美联储主席，他是一名温和的中立派，在过去的议息会议中从未投过反对票。可以预见美联储高层将由更为鸽派的人员构成，货币政策和金融监管政策将更注重配合经济增长，偏宽松的可能性较大。我们预计 2018 年正式加息 2~3 次，按既定缩表进程推算的缩表效果近似于 0.5 次加息。综合来看，美元指数在 2018 年的波幅可能会较 2017 年减小，影响美元走势的不确定性因素会较 2017 年有所削弱，“黑天鹅”事件的发生概率降低。

(2) 除去市场因素之外，汇率水平亦是中美两国博弈的结果，也是两国经济合作、贸易往来的核心关注点。随着特朗普访华、中美经贸大单落地，我们预计中美在经贸领域合作大于竞争，贸易结构将更为平衡，汇率作为两国关系尤其是在经贸领域关系的核心变量，在两国货币当局的预期引导下，出现大幅单边变动的可能性不大。

图 21：人民币和美元指数走势

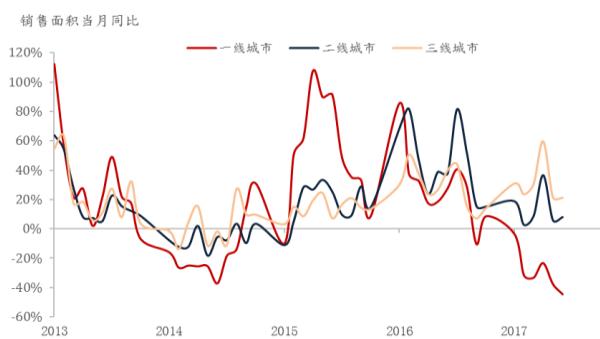


资料来源：外汇交易中心、彭博、招银国际

房地产： 政府角色更进一步，调控摸索长效机制，住房租赁为政策风口

因城施策、分类调控效果逐步显现；三四线城市发挥稳增速中坚力量。2016 年 10 月国家采取了一系列因地制宜、因城施策的房地产调控政策，坚持分类调控，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，一年多以来房地产调控效果逐步显现，在抑制住房投机性需求方面，发挥了一定作用。2017 年房地产市场平稳发展，销售量出现回落的同时，房价过快上涨的势头得到一定遏制，市场对房价的预期比较稳定。前三季度全国商品房销售面积同比增速从去年同期的 26.9% 回落到 10.3%，其中，商品住宅从 27.1% 回落到 7.6%。从地区分布上看，三线城市销售增速仍较为坚挺，其中一个重要的原因是三四线城市棚改货币化安置对商品房销售、库存消化以及市场情绪起到了助推作用。此外，在信贷方面，流向投资、投机性需求的购房资金受到严格限制，2017 年 9 月末，居民中长期贷款（房贷为主）余额 23.8 万亿元，同比增长 26.9%，增速比上季末低 3.8 个百分点。

图 22：商品房销售面积增速：三线城市仍较为坚挺



资料来源：万得、招银国际

*注：基于统计局 40 个大中城市样本

图 23：新建住宅价格增速放缓，一线城市出现环比下跌



资料来源：万得、招银国际

*注：基于统计局 70 个大中城市样本

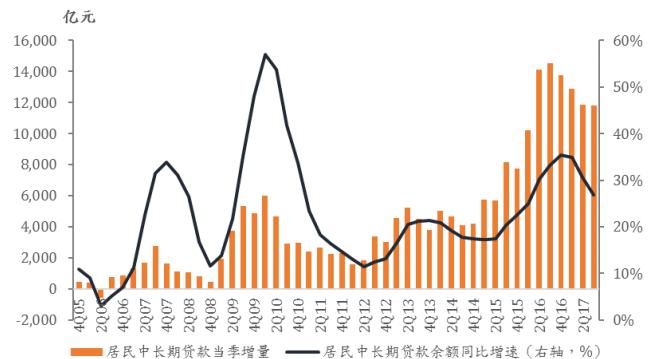
图 24：商品房去库存：三线城市成效显著



资料来源：CIRC、招银国际

*注：基于 CIRC 35 个城市样本

图 25：居民中长期贷款较 2016 出现下行



资料来源：万得、招银国际

政策展望：探索长效机制，租赁住房成为新增长点。十九大报告为未来的房地产政策提出了较为明确的方向，即坚持“房子是用来住的，不是用来炒的定位”，建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。具体来看，未来房地产市场的发展方向一方面是以市场为主满足多层次的居住需求，供给结构更加多元化；另一方面是以政府为主提供基本保障，让人民住有所居。在建立房地产长效机制的各个选项中，我们认为培育住房租赁市场应该会继续作为重点方向。2017 年以来，已有 12 个大中城市开展住房租赁试点工作；超过 10 个城市推出租赁土地，探索租赁土地供应模式；北京、上海正积极探索发展共有产权住房。预计 2018 年将密集出台一系列支持住房租赁建设的政策，鼓励发展专业化、规模化的住房租赁企业，住房租赁 REITs 也有望打开发展空间。

商品房销售或零增长。在商品房销售方面，我们认为在分类调控、信贷限制等措施的持续推进下，明年商品房销售增速很可能接近于零，一二线城市销售下行趋稳，三四线城市可能出现转冷，主要由于棚改力度及其货币化安置力度边际减弱（2018-2020 年棚改平均每年开工目标已由 2014-2017 年的 600 万套下降到 500 万套，且货币化安置比率已经接近 49%）。

2018 年房地产销售与投资的主要下行风险：(1) 鼓励建立租售并举等长效机制的财政补贴、税收优惠、专项供地等政策力度不够或落地速度不及预期，难以带动房地产投资；(2) 居民对房价的负面预期升温；(3) 三四线城市去库存、棚改货币化安置进展放缓超预期，助长悲观市场情绪。

工业：新旧转换、“制造强国”

供给侧改革推进新旧动能平稳转换。近年来工业发展平稳向好。2017 年前三季度规模以上工业增加值同比增长 6.7%，增速较去年同期加快 0.7 个百分点。供给侧改革、“三去一降一补”深入推进，工业结构得到优化，新旧动能平稳转换。在“旧”的方面，采矿业跌幅扩大，高耗能、高污染行业结构调整进程加快。六大高耗能行业增加值同比增长 3.1%，较上年同期回落 2.7 个百分点。而在“新”的方面，装备制造业、高技术产业、战略性新兴产业加速成长，2017 年前三季度增加值分别同比增长 11.6%，13.4% 和 11.3%，均高于全部规模以上工业的整体增速。

政策加码制造强国。十九大报告高度重视发展先进制造业，指出要“加快建设制造强国，加快发展先进制造业”、“促进我国产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群”。以供给侧改革为主线，贯彻十九大报告精神，结合“中国制造 2025”、“互联网+先进制造业”等战略部署，预计未来相关部委将积极推进相关政策落地。先进制造业的发展离不开研发投入。研发费用税前加计扣除、将研发支出计入国民生产总值的计算等政策的落地，不仅有利于提升制造业企业现金流水平，更激励企业加大研发投入、提升创新能力；高端制造业在国内生产总值的占比预计将有所提升。

图 26：规模以上工业增速保持稳定



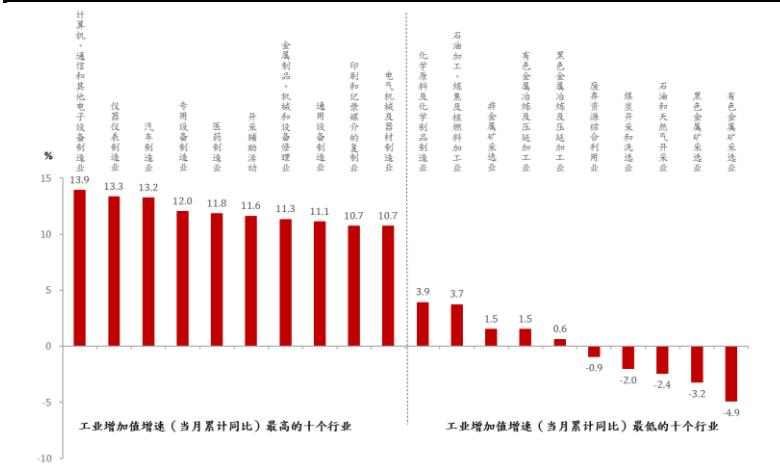
资料来源：国家统计局、万得、招银国际

图 27：“中国制造 2025”中的五大工程和十大领域



资料来源：《中国制造 2025》、招银国际

图 28：前三季度工业增加值增速排名前十和后十位的行业



资料来源：万得、招银国际

二. 通胀展望：温和上涨趋势不变

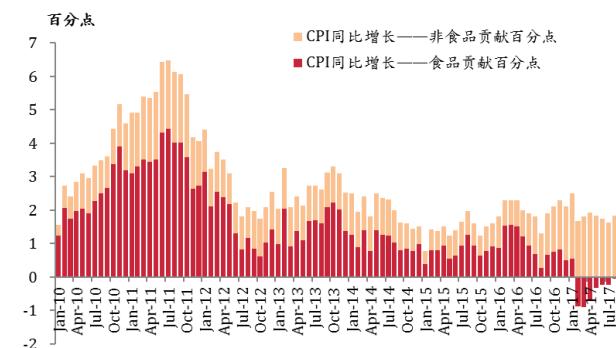
服务价格料继续带动 CPI 温和上行。2017 年前三季度，居民消费价格（CPI）同比上涨 1.5%，较上年同期回落 0.5 个百分点；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 2.3%，较上年同期提升 0.6 个百分点。食品价格在基数效应、天气和周期性因素影响下，2017 年前三季度同比下降 1.7%，但降幅较上半年有所收窄。而随着服务消费需求逐步提升，以及部分竞争性服务领域告别“低价竞争”时代、逐步理顺和建立起市场决定价格的机制，服务价格稳步上涨，前三季度同比涨幅为 2.9%，比上年同期扩大 0.8 个百分点。展望 2018 年，我们认为 CPI 同比增速将提升至 2.3%，上行压力来自于（1）食品类价格降幅收窄、由降转升；（2）服务类价格继续提升；（3）前期高 PPI 增速逐步传导到消费品价格。

图 29：非食品类价格带动 CPI 温和上涨



资料来源：国家统计局、万得、招银国际

图 30：CPI 中非食品类价格贡献提升



资料来源：国家统计局、万得、招银国际

工业品供需关系改善，价格保持上涨，PPI 涨幅料回落。2017 年前三季度，工业生产者出厂价格同比上涨 6.5%。PPI 的强劲走势折射出中国经济的韧性以及工业的稳中向好，但也应注意到，如此高的涨幅也受到上年低基数等非基本面因素的助推，和去产能、环保限产等非市场化、行政干预性因素的影响，且 PPI 波动受钢铁价格走势影响较大。我们预计 2018 年工业供求关系继续改善，工业品价格保持上涨态势。但随着 PPI 翘尾因素逐渐减弱以及供给侧改革和环保督查的常态化推进，我们认为 2018 年 PPI 同比涨幅将显著回落至 3.2% 左右。

三. 财政和货币政策展望

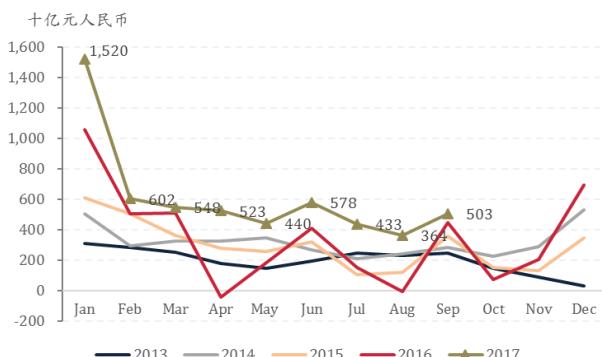
金融和货币政策：“货币政策+宏观审慎”双支柱，金融稳定委员会。金融服务实体经济，是未来货币政策和金融监管的最终目标。十九大报告提到“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，即央行在通过货币政策完成宏观调控的同时，也负责统筹宏观审慎，运用审慎政策工具有效防范和化解系统性金融风险。国务院金融稳定委员会于 2017 年 11 月成立，以统筹协调金融稳定和改革发展问题，使金融更好地服务实体经济，其权威性高于“一行三会”；金融监管格局升级为“一委一行三会”。金融稳定委员会近期的工作重点可能会关注影子银行、资管、互联网金融以及金融控股公司（通过并购取得牌照）四个方面的问题。

货币政策：稳健+边际收紧。货币政策方面，将继续坚持稳健基调。央行将延续相机决策（兼顾国内流动性和外部利率汇率环境）、流动性方面削峰填谷的操作思路，但由于明年通胀面临上行压力，货币政策边际收紧的可能性更大。我们预计央行明年不加基准存贷利率，但可能调升公开市场操作利率 25 个基点。信贷和社融规模增速方面，预计有以下趋势：
 (1) 社融增量继续回归“本源”，即靠表内人民币贷款驱动；(2) 支持实体经济，企业中长期贷款增量及占比进一步提升。2017 年前三季度非金融企业及机关贷款增加 5.5 万亿元，比去年同期多增 2.3 万亿；(3) 直接融资比重将提高，十九大报告中提及将“提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。

金融开放步伐稳。加入 MSCI(摩根斯坦利国际资本指数) 以及 启动“债券通”，长期来看将大力促进外资进入 A 股及内地债券市场。因为市场对这两步已有预期，外资涌入的过程会相对缓和。在十一月“习特会”之后中方进一步强调了将大幅度放宽金融业，包括银行业、证券基金业和保险业的市场准入。中国资本市场深入对外资开放并与国际接轨的进程本身，会给予中国资本市场结构性改革以推动力，也是人民币国际化的强大推手。

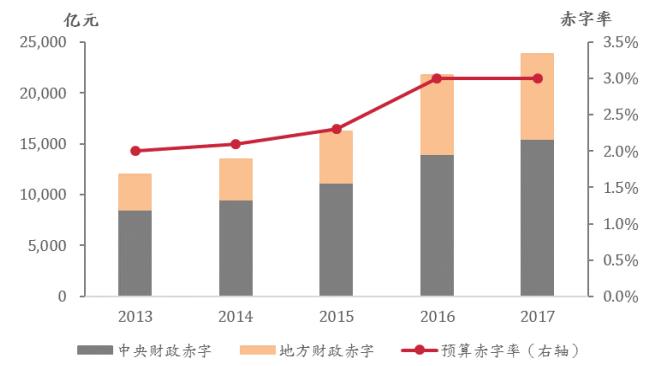
图 31：社会融资规模增量回归由表内贷款驱动

资料来源：中国人民银行、招银国际

图 32：非金融企业中长期贷款增量提升

资料来源：中国人民银行、招银国际

财政宽松、结构性改革进入攻坚期。从全球范围看，货币逐渐收紧、转向财政扩张和结构性改革，应该是各主要经济体未来政策发展的主要方向。中国也不例外。我们预计 2018 年官方预算财政赤字仍维持在 3% 左右。但如果考虑到城投债、政策性金融债、铁路债以及 PSL 和专项建设债券等货币政策财政化手段对应的非预算内财政支出，以及政府资本在产业基金、PPP 项目融资中的杠杆作用，实际的财政刺激力度和支出规模将持续增加。改革方面，未来将不断深化供给侧结构性改革这一主线，注重质量、效率、动力三个变革，提高全要素生产率；同时，在绿色发展方面，将继续贯彻“改革推进到哪里，（环保）督查就跟进到哪里”的要求，建设美丽中国。

图 33：预计 2018 年预算赤字率维持在 3% 左右

资料来源：中央政府工作报告、招银国际

2017 年市场回顾

策略师：苏沛丰, CFA – danielso@cmbi.com.hk

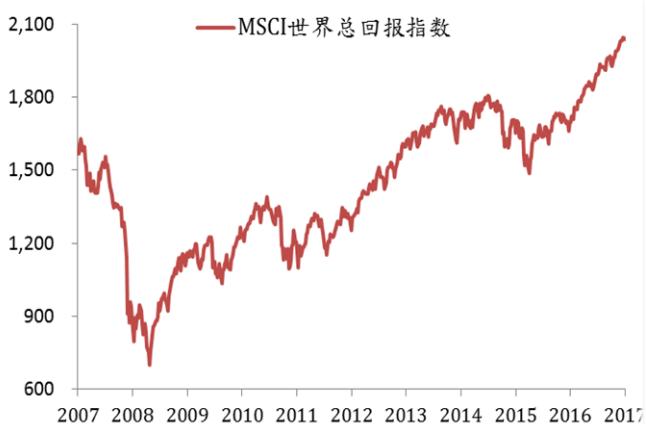
全球股票牛市持续

各地股市全面上升

2017 年至今，全球经济增速加快，货币政策仍然宽松，市场资金充裕，推动环球股市于 2017 年有不俗升幅，延续金融海啸后市场见底以来之长期牛市（图 34）。反映全球股市表现的 MSCI 世界指数，本年至今总回报 16.3%。环球政治及金融风险缓和（相对于 2016 年英国公投脱欧、特朗普当选；过往几年欧洲债务危机等等），亦有助股市表现。虽然今年亦有地缘政治风险，例如朝鲜半岛核危机，曾令市场出现短暂震荡，但局势暂未恶化，市场很快便重拾升势。

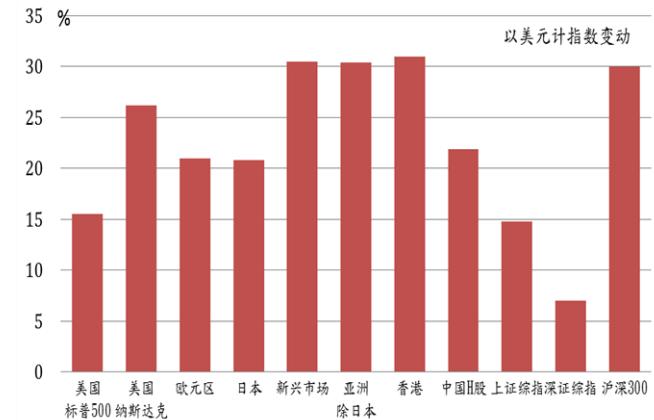
分地区计，环球主要股市全线上市（图 35），而且升幅差距不大。成熟市场之中，美国、欧元区、日本的升幅介乎 15%-21%。新兴市场上涨 31%，亚洲除日本、香港恒生指数及中国沪深 300 指数亦录得相若升幅。

图 34：环球股市延续升势



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

图 35：主要股市指数表现



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

港股随新兴市场大涨

美元跌、商品升

新兴市场股票今年累升逾三成（以美元计）（图 36），是 2009 年以来最佳表现，除了因为本身经济增速加快，美元汇价回落亦为一大推动力。美汇指数今年下跌 8.1%，促使部份资金流向新兴市场，新兴市场货币指数上升 3.6%（图 37），拉高了新兴市场股市回报。

港股亦受惠资金流向新兴市场，而中国经济胜预期、香港经济增速加快、人民币兑美元回升、港股企业盈利回升、部份权重股如腾讯(700 HK)及中国平安(2318 HK)累升逾一倍，均有助推动恒指升逾三成，同样录得 2009 年以来最佳表现。

随着环球经济增速加快，以及美元下跌，商品价格普遍造好：原油价格先跌后反弹，基本金属及贵金属则反复上升，累升一成至两成多（图 38）。

图 36：港股与新兴市场上涨



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

图 37：美元跌，新兴市场货币升



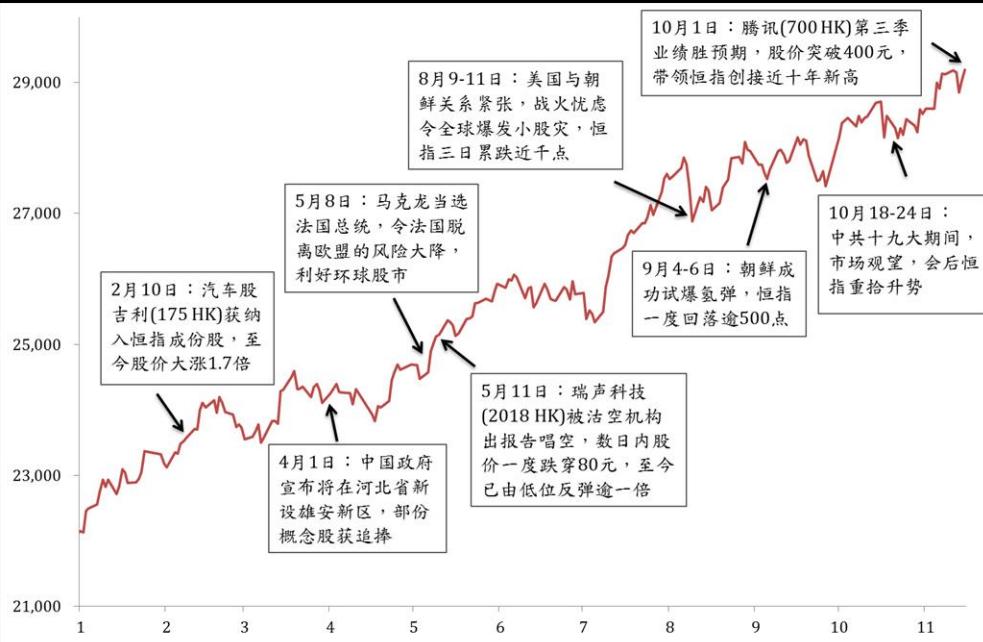
资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

图 38：商品价格普遍上升



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

图 39：恒生指数 2017 年初至今事件图



资料来源：彭博、招银国际，截至 2017 年 11 月 17 日

成份股表现一强者愈强，腾讯领风骚

今年恒指成份股的表现，明显是“强者愈强”：今年的十大升幅蓝筹股当中，吉利汽车(175 HK)、瑞声科技(2018 HK)、腾讯(700 HK)、银河娱乐(27 HK)、九龙仓(4 HK)、蒙牛(2319 HK)，均属于去年十大升幅蓝筹股（吉利今年初才成为蓝筹股，假设其去年已是蓝筹）。

表现最弱的蓝筹股之中，大部份属于“旧经济股”，包括石油、地产、银行、电力，以及盈利增长疲弱者如中国移动(941 HK)。

国企指数成份股的表现却颇不同蓝筹股，并非强者愈强，反有点“强弱逆转”的趋势：今年的十大升幅国指成份股当中，中国国航(753 HK)、万科(2202 HK)、中国人民保险(1339 HK)、中国人寿(2628 HK)，均属于去年十大跌幅成份股。唯独新华保险(1336 HK)连续两年打入十大升幅榜。

相反，去年的十大升幅国指成份股当中，民生银行(1988 HK)、中国石油(857 HK)、中国铁建(1186 HK)、龙源电力(916 HK)、中国中铁(390 HK)、中国交通建设(1800 HK)沦为今年十大跌幅股之一。

图 40：2017 年恒指最强及最弱 10 股

恒指表现最强 10 股	股价变动 (%)
*吉利汽车(175 HK)	269.8
瑞声科技(2018 HK)	146.3
腾讯控股(700 HK)	106.5
中国平安(2318 HK)	100.6
银河娱乐(27 HK)	63.8
友邦保险(1299 HK)	49.3
新世界发展(17 HK)	40.0
蒙牛乳业(2319 HK)	39.2
九龙仓集团(4 HK)	38.9
长江实业(1113 HK)	38.2

图 41：2017 年国指最强及最弱 10 股

国指表现最强 10 股	股价变动 (%)
中国平安(2318 HK)	100.6
比亚迪(1211 HK)	67.7
招商银行(3968 HK)	66.7
海螺水泥(914 HK)	59.5
中国国航(753 HK)	58.0
万科(2202 HK)	56.8
新华保险(1336 HK)	51.1
中国太保(2601 HK)	44.4
中国人民保险(1339 HK)	33.7
中国人寿(2628 HK)	33.2

恒指表现最弱 10 股	股价变动 (%)
中国石油(857 HK)	-9.3
联想集团(992 HK)	-5.5
中国移动(941 HK)	-5.0
电能实业(6 HK)	-2.7
太古股份(19 HK)	0.3
中国石化(386 HK)	0.5
中信股份(267 HK)	1.4
交通银行(3328 HK)	3.0
恒隆地产(101 HK)	6.6
金沙中国(1928 HK)	7.9

国指表现最弱 10 股	股价变动 (%)
海通证券(6030 HK)	-11.4
民生银行(1988 HK)	-10.6
中国石油(857 HK)	-9.3
中国铁建(1186 HK)	-8.1
^龙源电力(916 HK)	-7.8
中国中铁(390 HK)	-7.7
中国银河(6881 HK)	-6.7
国药控股(1099 HK)	-1.3
中国交通建设(1800 HK)	-1.0
广发证券(1776 HK)	-0.1

资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 17 日

*吉利于 2017 年内获新纳入恒指

资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 17 日

^龙源将于 2017 年 12 月 4 日起被剔出国指

2017 年首选股份—平均上升 47.2%，跑赢大市

招银国际于 2016 年 11 月 21 日发表的<2017 年策略报告>，首选了 13 只股份，以推介前的收市价计，至今平均股价上升 47.2%，跑赢期内恒生指数之 34.3% 升幅，及国企指数之 27.9% 升幅。若以期内最高股价升幅计，该 13 只首选股份平均上升 56.5%，亦跑赢期内恒生指数最高 35.2% 升幅，及国企指数最高 29.4% 升幅。

图 42：招银国际 2017 年首选股份表现回顾

股份	代码	推介时股价 (元)	最新收市价 (元)	股价变动 (%)	期内最高价 (港元)	期内最高 升幅(%)
腾讯控股	700 HK	195.4	426.8	118.4	439.6	125.0
阿里巴巴	BABA US	93.39	190.90	104.4	188.80	102.2
中国铁建	1186 HK	10.68	9.12	-14.6	11.98	12.2
宏利金融	945 HK	131.2	165.0	25.8	166.0	26.5
招金矿业	1818 HK	6.92	6.05	-12.6	7.96	15.0
领展房产	823 HK	52.85	68.15	28.9	68.80	30.2
国银租赁	1606 HK	1.80	1.80	0.0	2.06	14.4
中国太保	2601 HK	28.20	41.20	46.1	40.55	43.8
中金公司	3908 HK	11.28	17.64	56.4	19.08	69.1
中国海外	688 HK	22.00	24.75	12.5	28.30	28.6
华晨中国	1114 HK	9.53	22.55	136.6	23.85	150.3
石药集团	1093 HK	7.92	16.16	104.0	16.16	104.0
信义光能	968 HK	2.58	2.78	7.7	2.92	13.1
平均			47.2		56.5	
恒生指数		22,344	30,003	34.3	30,200	35.2
国企指数		9,349	11,959	27.9	12,101	29.4

资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

模拟投资组合一跑赢恒指国指

招银国际证券于2014年1月13日成立模拟港股投资组合。每个交易日收市后，上载至招银国际公司网页，客户登入帐户便可参阅。

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

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

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

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

图 43：模拟投资组合

股份	代号	行业	本年度预测市盈率	下年度预测市盈率	股息率(%)	买入价(港元)	收市价(港元)	总回报(连股息)	占组合比重
长线 (52.8%)	腾讯控股	科网	52.8	40.6	0.1	113.93	426.80	276.6%	16.7%
	领展房产基金	房产基金	27.7	25.4	3.5	46.04	68.15	56.2%	9.9%
	新华保险	保险	24.0	18.3	1.0	35.32	56.15	61.4%	7.4%
	友邦保险	保险	20.3	19.6	1.3	47.00	68.15	46.9%	7.7%
	长实地产	地产	12.1	10.5	2.4	52.83	65.25	26.5%	5.9%
	汇丰控股	金融	14.8	14.0	5.2	74.92	76.95	2.7%	6.8%
短线 (39%)	中信建投证券	券商	8.4	7.3	3.0	7.10	6.92	0.4%	4.9%
	中国银行	银行	5.6	5.2	5.0	3.84	3.87	6.2%	5.3%
	IGG	科网	8.9	7.2	2.3	12.31	9.29	-21.7%	4.3%
	锦江酒店	消费服务	20.6	18.2	3.2	2.63	2.84	7.9%	6.1%
	中国海外宏洋	地产	6.2	5.6	0.2	5.12	4.16	-18.8%	4.6%
	香港交易所	金融	43.2	38.0	1.8	208.0	254.2	22.2%	6.9%
信义光能								-1.9%	5.6%
现金 (8.2%)								7.9%	
组合整体回报 (由2014年1月13日成立起计)								38.3%	
组合整体回报 (2017年度)								36.6%	

数据来源：彭博、招银国际证券 (截至2017年11月22日)

截至2017年11月17日，由成立日起计，模拟组合回报+38.3%，同期恒生指数+31.3%，国企指数+17.6%。2017年初至今，模拟组合回报+36.6%，同期恒生指数+36.4%，国企指数+27.3%。

2018 年市场展望及投资策略

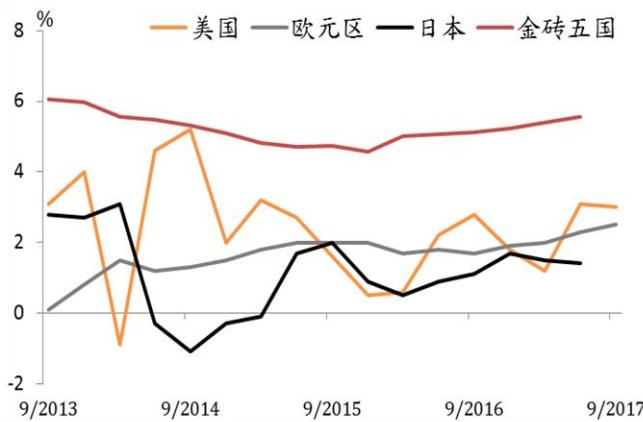
策略师：苏沛丰, CFA – danielso@cmbi.com.hk

经济复苏加速，全球央行收水

过去两年，全球经济稳中向好，已发展地区包括美国、欧元区及日本之 GDP 增速均加快，唯独英国因公投决定脱离欧盟后，前景不明朗，经济因而受损。主要发展中国家（合称“金砖五国”的中国、印度、巴西、俄罗斯、南非）之 GDP 增速同样回升（图 44），其中中国经济增速回稳，未有进一步放缓。

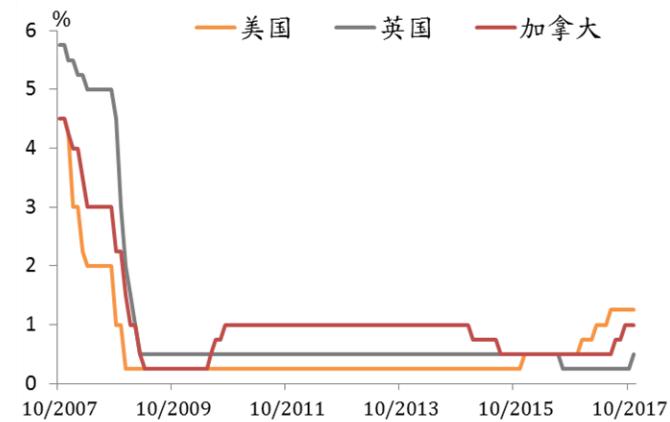
既然经济重拾动力，2008 年金融海啸以来的全球超宽松货币政策，正逐渐收紧：美国联储局 2015 年底开始加息周期，至今累计加息四次共 1 厘，并于今年 10 月开始“缩表”，逐步减少将持有债券到期后再投资的金额；欧洲央行继今年 4 月削减每月买债金额后，宣布明年 1 月起每月买债金额再减半至 300 亿欧元；英伦银行今年 11 月宣布加息 0.25 厘；加拿大央行今年 7 月以来两度加息共 0.5 厘（图 45）。

图 44：主要经济体之 GDP 同比变化



资料来源：彭博

图 45：已进入加息周期的主要央行之指标利率



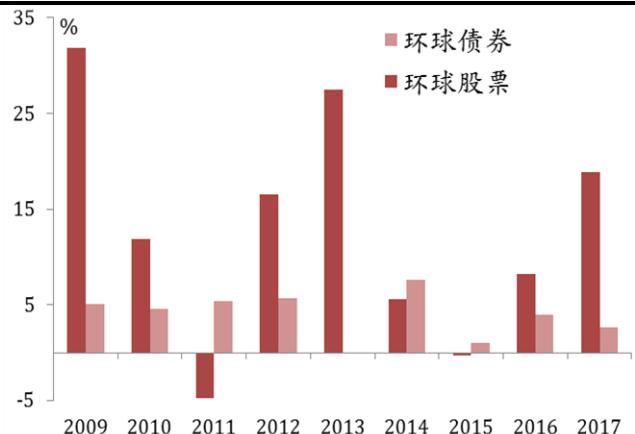
资料来源：彭博

股债齐升难持续

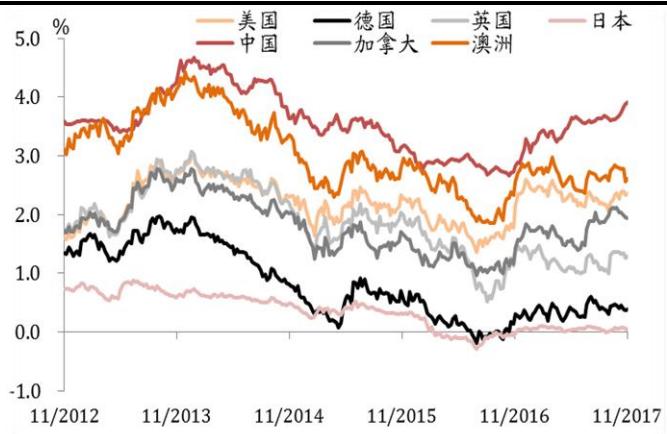
2008 年底金融海啸后，各主要央行纷纷推行超宽松货币政策（零利率甚至负利率、量化宽松购买债券），巨额资金流向金融市场，直接推高资产价格，环球股票及债券回报甚丰，股票（MSCI 世界指数）仅于 2011 年及 2015 年录得轻微负回报，某程度受美国联储局于 2011 年 6 月结束第二轮量宽及于 2014 年 10 月结束第三轮量宽拖累；债券（彭博巴克莱环球综合信贷美元对冲指数）更只于 2013 年微跌 0.14%（图 46）。

既然环球央行开始收紧货币政策，纵使收水步伐温和，仍难免令多年来推动资产价格的一大动力减弱。过去一年，主要国家之主权债券孳息全线上升（图 47），正反映此趋势。展望 2018 年，市场游资逐渐减少下，而经济增速较 2015-2016 年加快，此环境较有利受惠经济增长的股票、不利派息固定的债券。

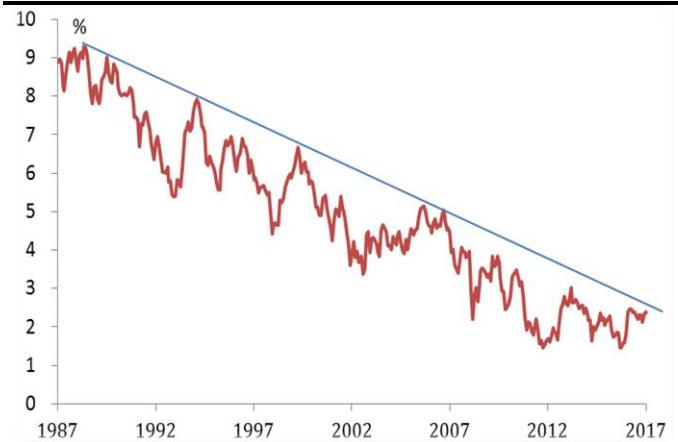
环球债券会否进一步转弱，其中一个重要指标是美国十年期国债孳息。此孳息已下跌逾 30 年，形成长期下降轨，降轨现约处于 2.5%（图 48），若果升穿，可能意味债券长期牛市告终。若孳息升穿降轨，须留意上升速度，若只是反复缓升，料债券资金会逐步流出，部份流向股市；但若孳息大幅急升，可能令企业融资成本大增，触发经济衰退甚至金融危机等忧虑。

图 46：环球股票与债券之年度总回报

资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 14 日

图 47：各国主权债券十年期孳息趋升

资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 10 日

图 48：美国十年期国债孳息

资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 10 日

恒生指數目標 35,000

經濟穩、盈利增、估值升

2018 年，港股的主要利好因素包括：1) 中國經濟顯示較強的韌性及結構優化，2) 中資金外流憂慮下降，3) 港股企業盈利繼續上升，估值有望小幅上調，4) 北水南下增加。另一方面，一些因素將限制港股升幅，包括 1) 人民幣回升之勢暫告一段落，2) 恒指估值與外圍股市之折讓已收窄，3) 美國聯儲局收水，本港市場資金料受影響而逐漸減少。

人民幣兌美元於 2014 年 1 月見頂，中國外匯儲備於同年中於近 4 萬億美元見頂回落，到 2017 年 1 月跌至 3 萬億才見底，期間部份投資者憂慮中國將持續出現資金外流，A 股及港股均受壓。及後內地經濟增速勝預期，外匯儲備連升九個月，人民幣兌美元亦回升（圖 49），走資憂慮降溫。預料此利好因素將延續至 2018 年。

企業盈利方面，市場預料恒指每股盈利於 2018 年上升 9.0%（圖 51），是於 2015、2016 年盈利下跌後，連續第二年回升。盈利上升周期之中，估值往往趨升。由於股價反映對未來之預測，一般會領先盈利。若將恒指預測盈利移前 210 天（7 個月），與恒指之預測市盈率走勢頗為接近（圖 50）。若果預測盈利如目前所料於未來一年繼續上升（因預測數字由 2017 年變成 2018 年），恒指估值料仍有上調空間。

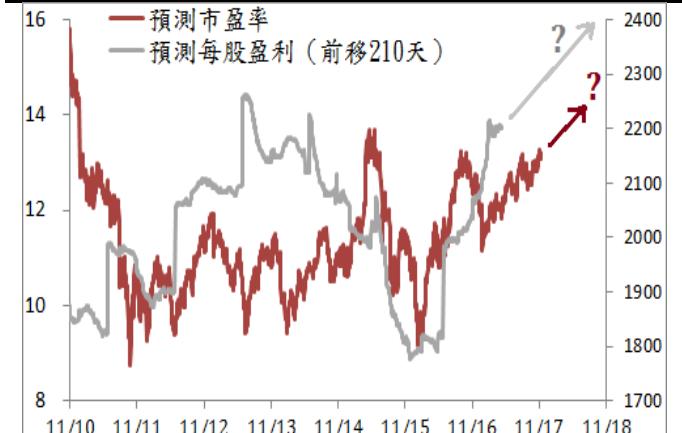
目前恒指之 2017 年預測市盈率為 13.7 倍（圖 53），我們參考 2015 恒指見頂時之 15 倍預測市盈率（經調整一次性盈利），考慮到現時與 2015 年的主要分別，在於恒指盈利現處於上升周期，當年處於下跌周期，因此相信恒指估值可繼續向上重估，但現時環球貨幣政策已較當年略為收緊，且預期於來年進一步收緊，估值上須略打折扣，以 14.6 倍 2018 年預測市盈率為目標，相當於 35,000 點，較現水平潛在升幅 17%。

圖 49：人民幣匯價隨外匯儲備回穩



資料來源：彭博

圖 50：恒指預測盈利及市盈率



資料來源：彭博、招銀國際

圖 51：恒生指數預測估值

	2016 实际	2017 预测	2018 预测
每股盈利(点)	2,154	2,196	2,394
同比变动		1.9%	9.0%
每股股息(点)	1,013	988	959
同比变动		-2.5%	-2.9%
每股账面值(点)	21,547	21,093	22,514
同比变动		-2.1%	6.7%
市盈率	13.9	13.7	12.5
股息率	3.4%	3.3%	3.2%
市账率	1.39	1.42	1.33

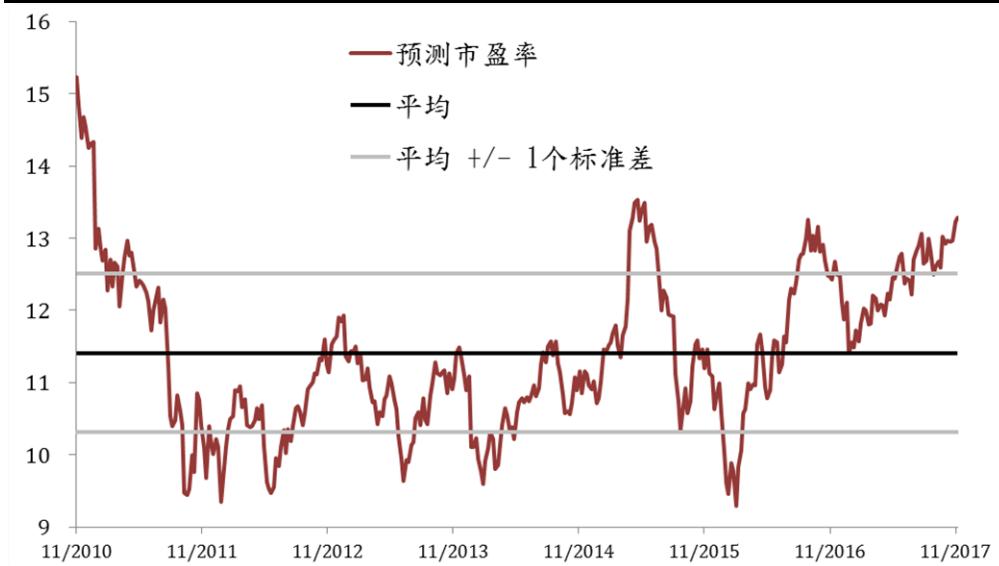
資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

圖 52：國企指數預測估值

	2016 实际	2017 预测	2018 预测
每股盈利(点)	1,259	1,310	1,438
同比变动		4.1%	9.8%
每股股息(点)	415	402	437
同比变动		-3.2%	8.7%
每股账面值(点)	10,991	11,406	12,459
同比变动		3.8%	9.2%
市盈率	9.5	9.1	8.3
股息率	3.5%	3.4%	3.7%
市账率	1.09	1.05	0.96

資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

图 53：恒生指数预测市盈率



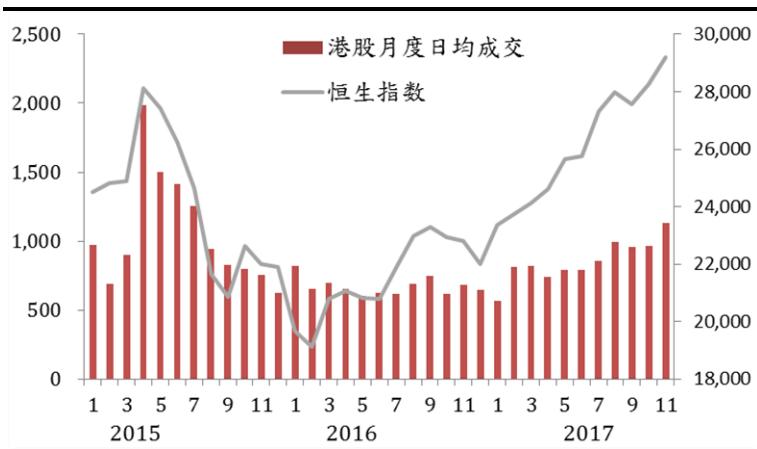
资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

成交趋升，未届亢奋

要判断恒指何时见顶，可留意大市成交额。今年以来，港股成交额稳步上升，由第一季日均 732 亿港元，升至第四季至今之 1,018 亿（图 54）。成交上升，一方面反映恒指及总市值上升，同时反映投资者日益乐观。

历史告诉我们，每逢股市见顶，成交必定大幅上升。港股最近一次见顶，是 2015 年 4 月，当月大市日均成交达 1,981 亿港元，较 3 月份飙升 1.2 倍。恒指同月于 28,589 见顶，其后十个月最多跌一万点。现时大市成交上升，无论从成交额（远低于 2015 年 4 月水平）或环比增幅（11 月至今环比增加 18%）看，皆远远未到亢奋地步。万一成交额再如 2015 年 4 月般急升，则须防港股见顶。

图 54：恒生指数与港股日均成交



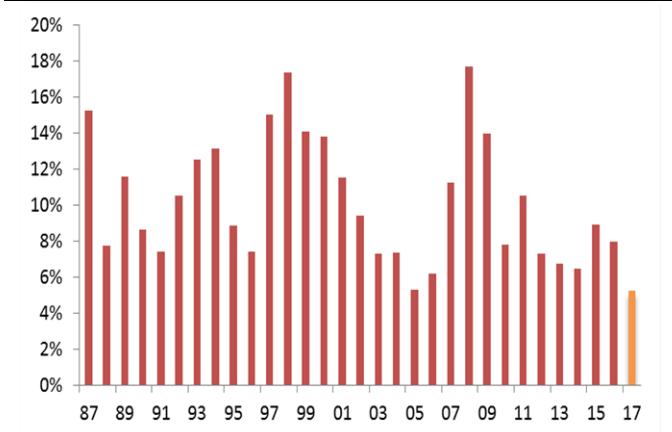
资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 17 日

波幅扩大，升势放缓

过去三十年，恒指平均每月高低波幅为 10.2%。2017 年恒指升幅虽大，但波幅异常地低，首十个月平均高低波幅仅得 5.26%，几乎只相当于过往一半，创至少三十年新低（图 55）。随着恒指今年累积了颇大升幅，估值较外围股市之折让已收窄，获利回吐的压力增加，加上美国联储局继续加息及开始缩表，料香港银行于 2018 年将开始加息，资金趋紧的风险增加，估计恒指波幅将回升。

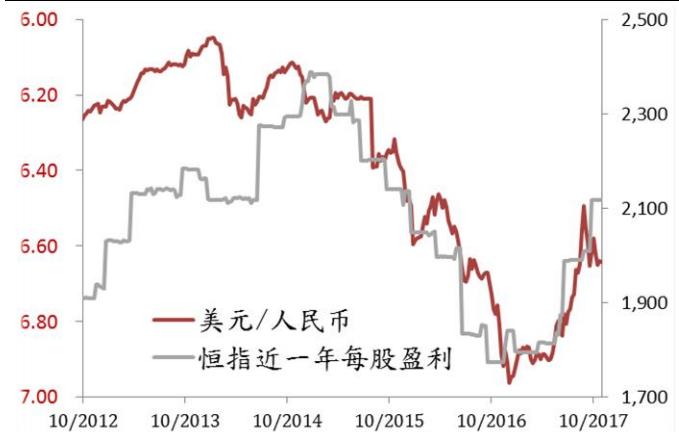
部份支持港股上升的因素正减弱。第一，人民币反弹暂告一段落。人民币兑美元于 2014 年 1 月见顶，2015 年 8 月 11 日汇改后，贬值幅度加剧，到 2016 年 12 月才见底，同期恒指之每股盈利下跌（图 56），部份原因当然是恒指逾半为中资公司，主要收入是人民币，盈利随人民币贬值而减少。我们的经济师预计，2018 年底美元兑在岸人民币为 6.75，意味较现时贬值近 2%。

图 55：恒指过去三十年之月均高低波幅



资料来源：彭博、招银国际

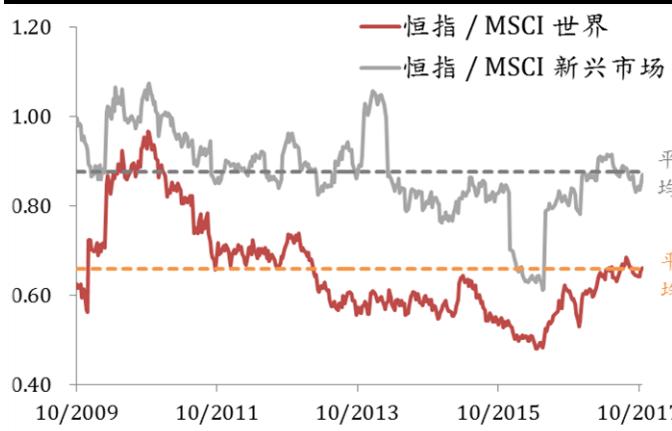
图 56：恒指每股盈利 vs 人民币汇率



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 10 日

第二，港股与外围市场之估值折让已收窄。2016 年底，恒指之市盈率仅 12 倍，环球股市（MSCI 世界指数）为 22 倍，新兴股市（MSCI 新兴市场指数）为 15.3 倍，亦即恒指较环球股市及新兴市场之估值折让分别高达 45% 及 22%。恒指今年跑赢环球股市，估值折让因而已收窄至 34% 及 13%，与近八年平均之 34% 及 12% 相若（图 57）。虽然恒指之估值仍低于外围，但其对外资的吸引力已不如一年前。

图 57：恒指与海外市场之市盈率比例



资料来源：彭博、招银国际，截至 2017 年 11 月 17 日

国企指数可跑赢，目标 14,400

内银坏帐忧虑降温

市场预料国企指数 2018 年每股盈利上升 9.8%。我们以 2018 年预测市盈率 10 倍为目标，估值等于 2015 年高位，相当于 14,400 点，潜在升幅 20%。

过去六年，恒指国企指数估值低迷，市盈率绝大部分时间于 10 倍以下，最低仅 5 倍多，主要因为投资者忧虑中国的债务风险。宏观而言，投资者担心中国于 2008 年底推出的四万亿元人民币刺激经济方案，令债务急升，并埋下地方政府债务平台与影子银行等不透明的债务风险，对经济带来重大风险；微观而言，内银股成众矢之的，坏帐急升的忧虑、接连供股配股集资的消息，令估值大幅下调，国有银行（工商银行(1398 HK)、建设银行(939 HK)、中国银行(3988 HK)、交通银行(3328 HK)；剔除了农业银行(1288 HK)，因上市时间较短及不良资产率特别高）的平均不良贷款率于 2012 年中见底回升，但股市反映预期，该四大行 H 股之平均市盈率由 2010 年中之大约 10 倍，到 2011 年中大跌至 5 倍多，至今一直处于该水平上落（图 58）。内银股合共占国企指数 42%，自然拖低国指之估值。

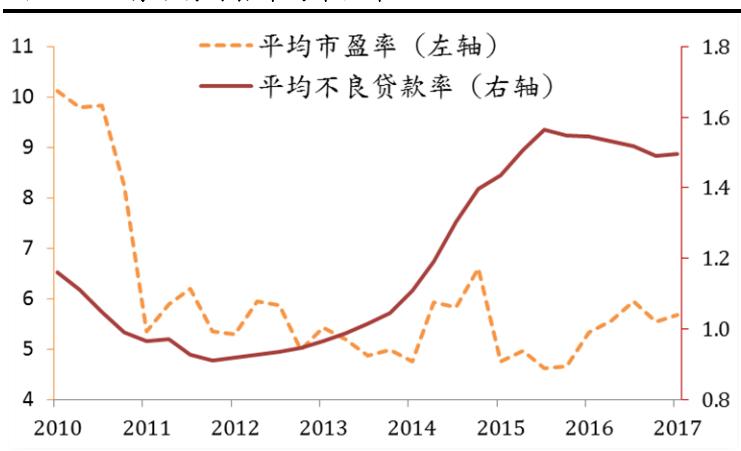
上述四大国有银行之不良贷款率已于 2016 年首季见顶并逐步回落（不良贷款金额仍然上升），股份市盈率同步见底，由 4.6 倍回升至现时 5.9 倍。我们的银行业分析员认为：

“展望 2018 年，在宏观经济保持稳定的前提下，商业银行的资产质量预计不会再度大幅恶化，但同时也没有条件支撑其明显好转……整体而言，由强监管及偏紧的流动性带来的资产负债表结构性调整影响仍在持续，盈利能力的回升和资产质量拐点也尚未得到确认，未来一年中，整个板块不足以向上重估……银行业板块的估值依然偏低……预计大行在本轮盈利复苏中将成为领跑者。”

简言之，身为国指权重股的大银行，仍有望获得估值提升，拉动指数估值。而且，不但内银股估值可获向上重估，投资者（尤其是外资）对中国经济之债务忧虑降温，整体中资股之估值亦可获提升。

另外，美联储局料于 2018 年继续加息及缩表，实行联系汇率的香港，市场资金流动难免因而减少。对比之下，中国的货币政策料保持稳健，我们的经济师预计人民银行明年不加基准存贷利率，但可能调升公开市场操作利率 25 个基点。简言之，恒指有四成多比重为本港及国际公司，料将较受美国回收流动资金影响，而国企指数面对紧缩货币政策的风险较小。

图 58：国有银行坏帐率与市盈率



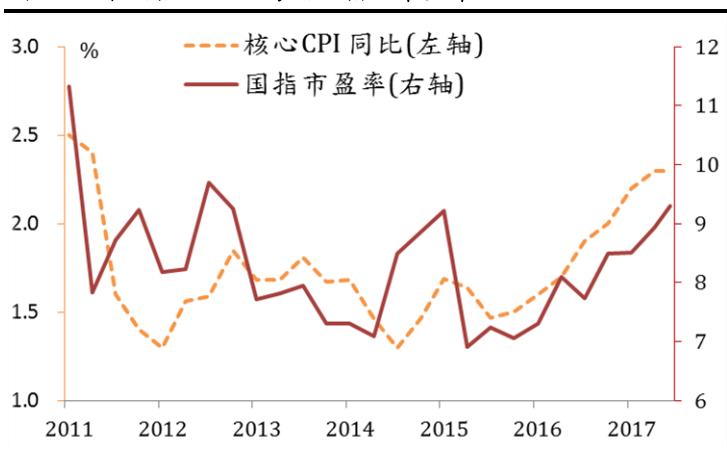
资料来源：彭博、公司业绩、招银国际

通胀温和上升有利估值

我们的经济师预计，2018 年中国通胀回升，长期困扰的食品价格通缩不再，CPI 在服务价格带动下，预计同比增速 2.3%，较 2017 年预计之 1.6% 升幅加快，虽然某程度会限制货币政策的宽松操作空间，但同时有助提升 H 股之估值。

2008 年金融海啸后，内地 CPI 通胀大部份时间偏低，平均在 1.4% 以下，PPI 更于 2012 年中至 2016 年中连续四年同比下跌，引起通缩忧虑。图 59 显示，近年核心 CPI（扣除食物及能源）同比变动与国企指数走势接近。若明年通胀如预期温和上升，企业（尤其是服务业）盈利及居民消费随之增加，国企指数之估值亦可望继续调升，除非通胀升势过急，令人民银行不得不考虑收紧货币政策。

图 59：中国核心 CPI 与国企指数市盈率



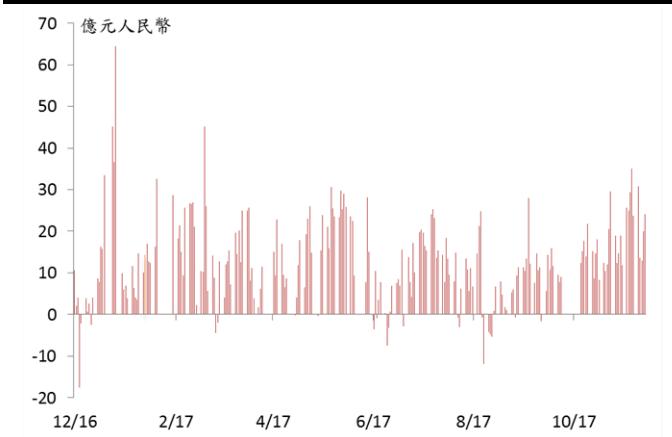
资料来源：彭博

北水推升中资新经济股

2014 年 11 月 17 日“沪港通”开通，首两月之南下日均成交额仅 4.6 亿港元。“沪港通”现在刚满三年，“深港通”亦已于 2016 年 12 月 5 日开通，港股通（沪深合计）成交额亦升近九倍，今年前十个月之日均成交额达 44.65 亿港元。港交所披露，截至 10 月 31 日，港股通三年累计成交 33,270 亿港元，北水累计净流入 6,375 亿港元，港股持仓达 8,088 亿港元，较 2016 年底翻倍。

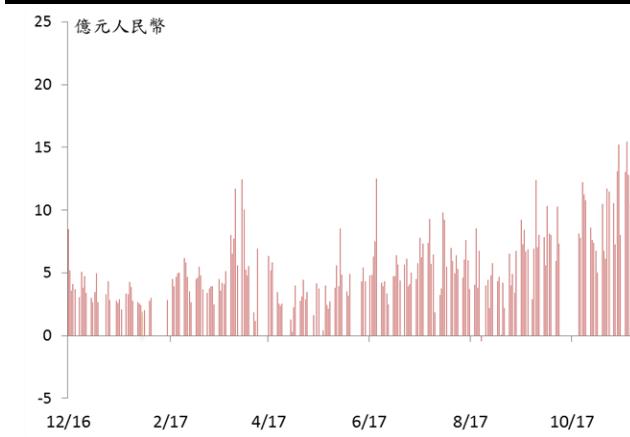
最近三个月，港股通南下资金规模明显趋升（图 60、图 61），尤其是经深港通渠道，11 月至今之日均耗用额度为 13.4 亿元人民币，较 8 月份大升两倍。由于深港通合资格股份包括小型股（沪港通主要包括大中型股），相信近月内地资金对香港小型股兴趣增加。

图 60：沪港通南向每日耗用额度



资料来源：彭博、招银国际，截至 2017 年 11 月 17 日

图 61：深港通南向每日耗用额度



资料来源：彭博、招银国际，截至 2017 年 11 月 17 日

从持仓比例的趋势看，南下资金似乎偏好中资新经济股（图 62）。第一，蓝筹股之中，非中资股（香港或国际公司）之持仓比例普遍趋跌。第二，中资股当中，旧经济股如金融、地产、石油，持仓比例多数减少；相反，新经济股或盈利增长动力强劲的股份，持仓比例多数上升。

图 62：部份股份之港股通持股比率

		17/3/2017	30/6/2017	7/11/2017	
非中资 恒指成份股	长和	1	0.46%	0.43%	0.30% ↓
	长实	1113	0.26%	0.28%	0.19% ↓
	中电控股	2	0.17%	0.17%	0.11% ↓
	汇丰控股	5	2.32%	3.70%	4.96% ↑
	友邦保险	1299	0.58%	0.82%	0.20% ↓
	金沙中国	1928	0.46%	0.45%	0.43% ↓
新经济/ 增长型中资股	腾讯控股	700	0.79%	1.18%	1.56% ↑
	瑞声科技	2018	0.91%	2.45%	3.45% ↑
	吉利汽车	175	10.96%	10.13%	8.70% ↓
	比亚迪股份	1211	1.33%	1.91%	1.94% ↑
	中国平安	2318	0.90%	1.48%	2.39% ↑
	石药集团	1093	2.42%	3.74%	5.68% ↑
	上海医药	2607	2.93%	5.99%	10.24% ↑
旧经济中资股	建设银行	939	4.02%	3.82%	3.99% ↓
	中国移动	941	0.32%	0.32%	0.12% ↓
	中国石油	857	2.39%	1.95%	2.84% ↑
	中国人寿	2628	5.15%	4.45%	1.81% ↓
	中国海外	688	1.87%	2.22%	1.67% ↓
	华润置地	1109	2.01%	1.54%	1.82% ↓
	中国恒大	3333	3.58%	2.84%	1.91% ↓

资料来源：彭博、招银国际

美国中期选举年，股市表现逊平均

四年一度的美国国会中期选举，将于 2018 年 11 月 6 日举行。自 1928 年美股“标普 500 指数”有纪录以来，至今 89 年，平均每年回报 7.5%（简单平均数，未计股息；下同）。若按美国总统任期四年划分，股市于任期第三年的表现最佳，平均回报 12.8%；第二年（即国会中期选举年）最差，平均回报 4.8%（图 63）。

对于上述现象较合理的解释，是总统为争取个人或所属政党连任，倾向于任期之后半推出较多财政刺激及宽松货币政策，以营造歌舞升平。相反，于任期前半，总统较能容忍经济疲弱。另一主要原因，是任期第二年 10 月左右之国会中期选举带来的政治不明朗因素，例如执政党或失去国会的多数议席，令总统于余下任期之施政遇到较大阻力。事实上，过去 21 次中期选举，执政党平均于众议院失去 30 席。因此，中期选举年之美股表现一般较差。

香港经济及股市向来甚受美国影响，港股表现亦与美股出现相近规律：自恒生指数组于 1964 年创立以来，平均回报 18.1%，同样于美国中期选举年表现最差，平均回报负 0.67%；总统任期第三年最佳，平均回报 31.3%。

若再细看美股于中期选举年之月度平均回报，9 月份最差，平均下跌 1.05%，相信是中期选举前的不明朗因素拖累股市。

图 63：美国总统任期每年之平均股市回报

	恒生指数	标普 500 指数
总统任期第一年	11.1	5.13
中期选举年	-0.67	4.80
总统任期第三年	31.3	12.8
总统选举年	30.6	7.11
所有年份平均	18.1	7.46

资料来源：彭博、招银国际

风险

以下因素，可能令港股走势偏离我们的预期。

正面因素：

1. 中央政府或进一步放宽内地投资者配置海外市场的限制，令北水南下金额持续增加
2. 环球债息缓步回升，资金逐步弃债转股
3. 美国税务改革顺利通过，市场调高美国企业盈利预测，美股带领全球股市造好
4. 恒生国企指数改革，逐步加入腾讯(700 HK)等非 H 股后，盈利增长潜力提高，指数估值获提升
5. H 股全流通试点或会启动，刺激港股交投量

负面因素：

1. 商品价格持续上升，通胀升温，令环球主要央行收水步伐加快
2. 美国经济增长胜预期，联储局加息及缩表步伐加快
3. 港元银行同业拆息持续上升，港元汇价偏弱，兑美元逼近弱方保证 7.85，引发资金外流忧虑
4. 环球债息（尤其是美国国债）大幅上升，令企业融资成本大增，触发经济衰退甚至债市泡沫爆破等忧虑
5. 地缘政治危机，例如朝鲜半岛爆发核战风险，或沙特阿拉伯早前的肃贪带来政局动荡



行业分析

- ❖ TMT 板块 - 优于大市
- ❖ 中国医药板块 - 优于大市
- ❖ 中国新能源板块 - 优于大市
- ❖ 中国消费板块 - 优于大市
- ❖ 中国机械及设备板块 - 优于大市
- ❖ 中国证券业板块 - 优于大市
- ❖ 中国银行业板块 - 同步大市
- ❖ 中国保险业板块 - 同步大市
- ❖ 中国房地产服务板块 - 同步大市
- ❖ 中国房地产板块 - 落后大市

TMT 板块**优于大市**

分析师：黄群 - sophiehuang@cmbi.com.hk

数据为王：新零售、富文娱、大融合

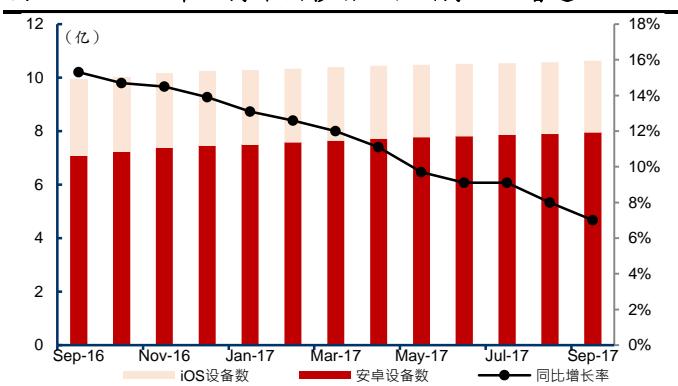
展望 2018，紧扣“升级”一词，衍生两大升级诉求：消费升级+文娱需求升级。技术革新层面，视频化、数字化将深度渗透；竞争格局层面，中国互联网已从流量为王进入数据为王时代，而海量数据依旧为巨头所掌握，故而马太效应仍将持续。此外，关注到近期监管步调显着加快，呈现出“广覆盖、高频次、深渗透”的监管特色，预计互联网将进入规范化高质化发展时代，政策春风、技术创新和内容监管将并行。

在数据化、富媒体、大融合的趋势下，我们首选电商行业，其次为泛文娱，源于：1) 实体消费复苏、消费升级、数据货币化下电商强劲内生增长动力；2) 契合“十九大”基调下，供给侧结构性改革（互联网与实体经济深度融合、创新引领）、数字中国、精准脱贫/乡村振兴、增强消费驱动、脱虚向实的政策导向。

趋势一：马太效应持续

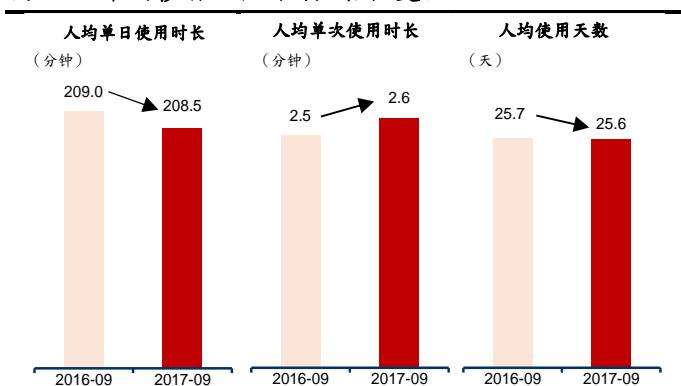
强者恒强：流量+数据的双重优势。中国移动互联网历经 6 年的快速发展，人口红利效应褪去。至 2017 年，移动互联网月活稳定在 10 亿以上，月活增速及用户时长渐缓，而用户碎片化时间分配更为聚焦。后期，互联网竞争点逐渐从流量获取转向对用户时长的争夺。在获客成本高企之际，预计未来强者恒强格局将持续，源于巨头在流量及数据上的双重优势，以及新技术、新趋势的超前布局：**1) 流量：**BAT 等互联网巨头对流量入口的垄断，保证内容分发、用户触达；**2) 数据：**海量用户数据的掌握，是互联网公司后期进行算法优化、数字化运营（精准营销、智能供货、个性化定制等）以及发掘长尾衍生价值的关键；**3) 新技术：**人工智能、云计算、移动支付等新技术，长期来看依旧为巨头的游戏，源于科技巨头的前瞻研发布局及数据沉淀；**4) 投资布局、平台孵化上市。**诸多新兴业态，如内容付费、物联网等平台，或于 2018 年迎来上市热潮，入股公司拆分上市或助于释放估值。基于目前版图储备，腾讯（700 HK,买入）、阿里巴巴（BABA US,买入）将成为最大受益者。

图 64：2017 年 9 月中国移动互联网月活及增速



资料来源：QuestMobile，招银国际

图 65：中国移动互联网用户粘性变化



资料来源：QuestMobile，招银国际

趋势二：大融合

我们预计未来将迎来两大融合的加速推进：**1) 互联网+实体经济。**十九大“深化供给侧结构性改革”中，强调“推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合”。政策导向下，新零售、云计算、人工智能等对经济建设发挥实效的板块将充分享受政策春风。例如：AI+电商/零售（新零售、全息画像），AI+汽车（智能驾驶），AI+安防、共享单车等；**2) 互联网垂直细分领域将进入深度融合，以媒介革新为代表。**①直播+：电商嵌入直播，游戏衍生游戏直播，直播融入短视频等；②线上线下融合：如移动支付、AR、线下娱乐活动线上化的推进。媒介内容的革新和技术的加持，预计将打开细分领域的用户天花板，同时优化运行及变现效率。

趋势三：数字化智能化

十九大报告中两次提及“数字中国”“数字经济”，四次提及“信息化”，十七次提及“科技”关键词，强调加快建设创新型国家。在政策支持及技术革新的双重推动下，我们看好未来数字经济长期应用空间。在“云+网+端”的底层基础架构下，新技术“ABCD”成为数字经济的助推器。1) 大数据(D)：算法优化下广告的精准推送、金融科技智能风控等，基于数据驱动商业的货币化变现将加速显现；2) 云计算(C)：看好以阿里云、腾讯云为代表的云计算全行业渗透；云计算付费客户拓展的同时逐渐向 SaaS 衍生；3) 人工智能(A)：AI+应用多场景渗透；语音/图像识别、智能家居为中短期变现，智能驾驶为长期产业机会；4) 区块链(B)：仍处于早期发展阶段（应用于公益、扶贫等），行业发展取决于自上而下推行及技术完善。

趋势四：视频化

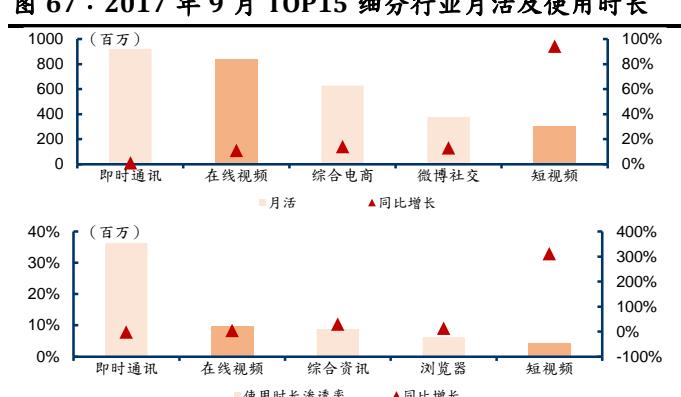
“移动浪潮+媒介革新+技术驱动”，开启视频大时代。随着移动互联网用户渗透率的提升，社交分享媒介逐渐从文字信息，迁移到影像视频。而在富媒体中，碎片化时间、宅文化、带宽普及、分享诉求等进一步催生了视频产业的蓬勃发展。1) 技术驱动：云计算、多屏互动、高速宽带网络、未来 5G 的普及等技术升级构建视频基础架构；2) 媒介革新：娱乐休闲时间碎片化、用户习惯移动化，直播、短视频兴起；3) 内容升级：PUGC 内容升级及用户分享意愿提升。我们预计内容细分领域将逐渐进入视频化大时代，体现在：1) 短视频的高速增长（e.g. 快手、抖音的风靡）；2) 多个平台推出视频社交，迎接“95/00”后新风口；3) 视频广告的渗透（e.g. 微信、微博）。

图 66：UGC 内容变迁途径：从文字信息到影像视频



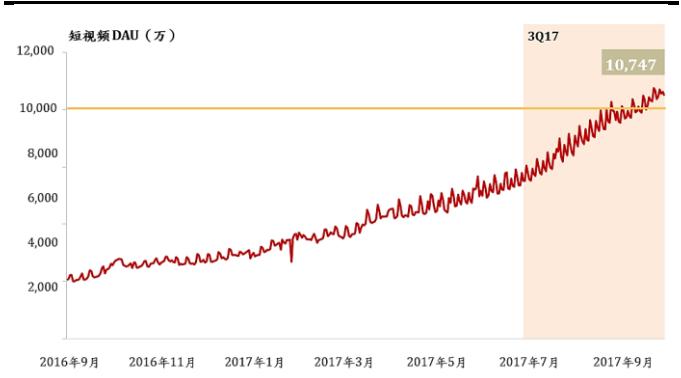
资料来源：TalkingData，招银国际

图 67：2017 年 9 月 TOP15 细分行业月活及使用时长



资料来源：iResearch，招银国际

图 68：3Q17 短视频快速增长态势未减，DAU 突破 1 亿



资料来源：Trustdata，招银国际

图 69：视频加速渗透至内容/社交平台



资料来源：应用截图，招银国际

趋势五：政策春风与监管肃清并行

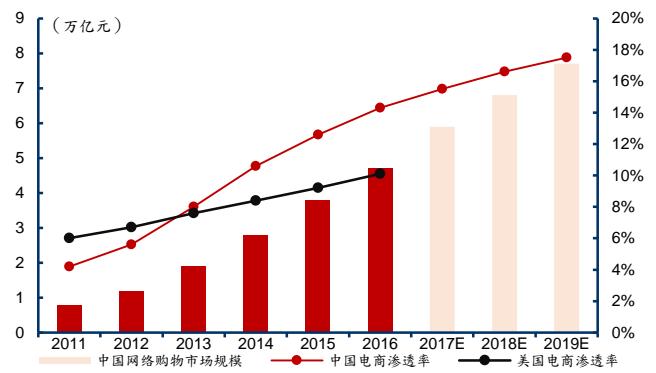
在政策支持科技创新的同时，我们也关注到近期内容监管步调显着加快，呈现出“广覆盖、高频次、深渗透”的监管特色。**1) 广覆盖**：游戏告别宽松监管时代，多部门强力监管双“11”，OTA 平台“搭售”整改等，充分体现出监管盲区的缩小；**2) 高频次**：直播行业在经历野蛮生长后于 2017 年进入监管肃严期。广电局、网信办、文化部纷纷针对直播行为下发系列文件，对平台运营、主播行为、用户互动的监控要求不断提高，监管内容愈加细化。其中 1H17 几乎保持每月一查的高频次监管。**3) 深渗透**：体现在对即时通讯、视频流媒体等内容监管的健康导向性；同时，游戏也迎来防沉迷新规、生存类游戏健康化等监管升级。

同时，“十九大”明确提出“加强互联网内容建设，建立网络综合治理体系，营造清朗的网络空间”。政策导向下，我们认为，文娱板块平台的精细化运营、健康导向将更加注重。展望未来，我们预计互联网将进入规范化高质化发展时代，政策春风、技术创新和内容监管将并行。

电商：开启数字消费新零售大幕

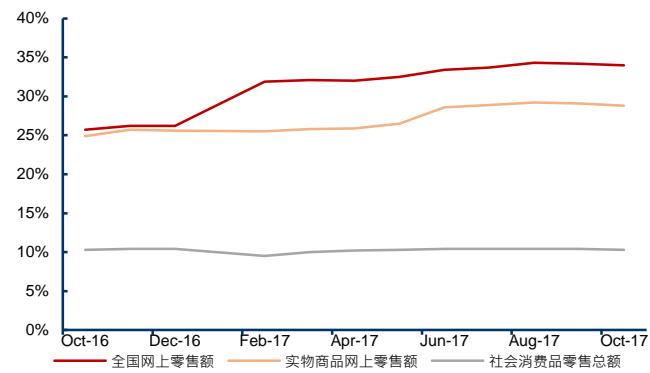
后红利时代，电商依旧后劲十足。2017年1-10月份，全国网上零售额55,350亿元，同比增长34.0%。而电商渗透率自2014年首次超过美国后，跃升至2016年的14.3%。虽然电商人口红利已过，但我们对于电商行业的长期增长更为乐观，受益于：1) 实体消费数据已逐步回暖，政策导向明确“投资让位于消费”；2) 新零售推进下线下零售与线上的融合；3) 消费升级下B2C市场质与量的提升；4) 跨境、涉农电商空间巨大。

图 70：中国电商渗透率



资料来源：iResearch, Euromonitor, 招银国际

图 71：网上零售额同比增速上升



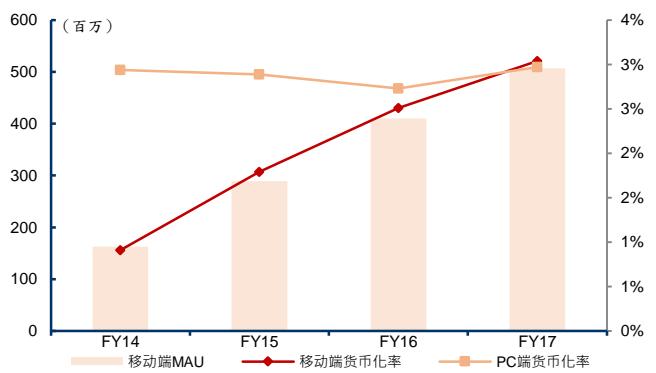
资料来源：国家统计局，招银国际

具体而言，我们认为如下新元素的加入将顶高行业天花板：

数据驱动下的货币化率提升

内容化、社区化及算法优化带来的点击率及转化率的提高。例如，阿里“千人千面”、“淘宝直播”等元素的丰富后，MAU/活跃买家数/ARPU不断创新高，驱动FY18收入增速指引高于市场预期10个百分点，是数据驱动最直接的体现，而这个利好，才刚刚开始。京东(JD US)则利用大数据优势，通过智能供货、库存预测等数据分析控制成本，改善净利润率。我们预计后期会看到更多有关全域营销、数据银行的变现：即，庞大的客户数据池及AIPL数据全链路通过刻画/预测消费行为，反哺在品牌的广告投放、乃至生产制造等环节，助于电商大平台在数字广告中抢占更大市场份额。

图 72：阿里巴巴移动货币化率持续走强



资料来源：阿里投资日，招银国际

图 73：阿里巴巴社区化、内容化、数字化布局



资料来源：阿里投资日，招银国际

新零售推进，打开电商15%的渗透率天花板

2017年是新零售元年，由阿里首次提出，随后京东、苏宁等纷纷布局。有别于线上线下的简单融合，新零售是以消费者体验为中心的数据驱动的泛零售形态，受益于双升驱动：1) 技术升级（云+网+端的构建）；2) 消费升级。在便利店、生鲜电商布局初尝成果后，我们认为新零售未来将会是生产链供应链的优化（如，智能供货、生产模式的转变—C2B），乃至真正实现消费方式逆向牵引生产方式。这些变革，一方面促进实体消费、助力零售数字化运营，一方面更好的反馈用户数据，补全消费数据链条。

图 74：“新零售”前中后解析

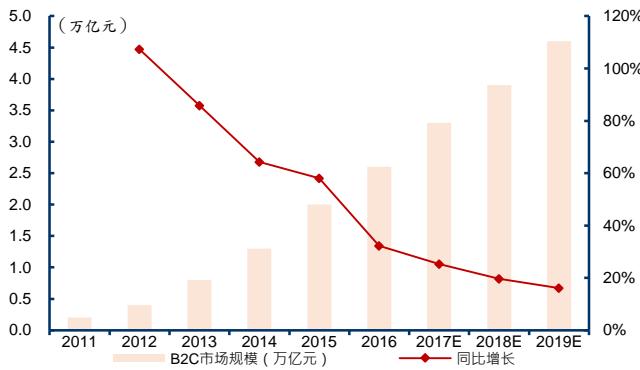
	主要元素	阐述	举例	图示
前台	场景	打通线下+线上，全渠道+场景触发式购物（链接百货公司、购物中心、直播等）	阿里+银泰：基于阿里云服务体系，银泰实现了“商品+买家+会员+供应链”全面数字化；天猫与卡西欧合作的“智慧门店”，促进卡西欧专柜月营业额提升近1倍	
	消费者	全息消费者画像	淘宝“千人千面”，实现精准营销；天猫与某化妆品深度合作，进行消费者全息画像后反哺其研发环节，缩短了产品研发周期	
	商品	满足新消费诉求（商品+服务+内容），优化购物体验，提升流通环节效率	打造社区化购物氛围，无缝物流+支付体验	
中台	营销	全域营销，通过数据实时回流、AIPL数据全链路可视化去刻画沉淀消费行为	银泰百货建立“生活选集”，帮助线上品牌开拓线下渠道，同时增加线上品牌粉丝购买转化率	
	市场	基于数字经济的统一市场		
后台	流通链条	智能物流（按需智能供货），数字化供应链	盒马鲜生“30分钟”快递到家，极大提升门店坪效（是传统零售店的3-5倍）	
	C2B生产模式	数据驱动的深度个性化，实现按需生产、发展柔性定制	淘宝“造物节”	
	基础设施/技术	大数据+云端服务+移动支付+物流	菜鸟物流实时监控平台	
3D/4D打印/AR/VR	改变产品生产方式；虚实结合的消费体验	维多利亚的秘密3D打印服装；阿里Buy+购物		
	人工智能/物联网	传感器和物联网（自动结账、客户追踪、库存优化）	无人超市	

资料来源：阿里研究院，商务部，招银国际整理

消费升级下 B2C 市场的持续强劲

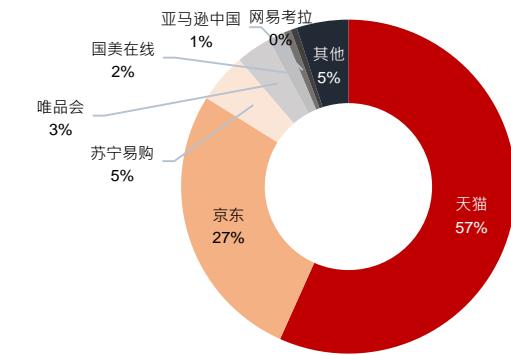
随着千禧一代成为电商主力军、居民消费购买力日益攀升，中国消费结构进入快速升级阶段：1) 质量诉求逐渐取代价格诉求；2) 高品质、高科技、个性化、小生活主义成消费升级方向。为把握消费升级春风，各大平台频繁进行升级革新：1) 天猫升级：从“上天猫就够了”升级为“理想生活上天猫”；推出超级品牌日、天猫小黑盒等产品，围绕消费者和品牌商，构建更好的连接关系；2) 京东双 11 主打“全球好物节”，对于产品销售的导向过渡到“大牌+特色”。与此同时，网易(NTES US)严选业绩不断超预期、天猫及京东的 GMV 加速增长，均释放出 B2C 市场的强劲增长动力。我们认为，未来 B2C 市场内生动力依然强劲，预计 2019 年 B2C 市场 GMV 占比趋近 60%。

图 75：中国 B2C 电商市场规模及增长



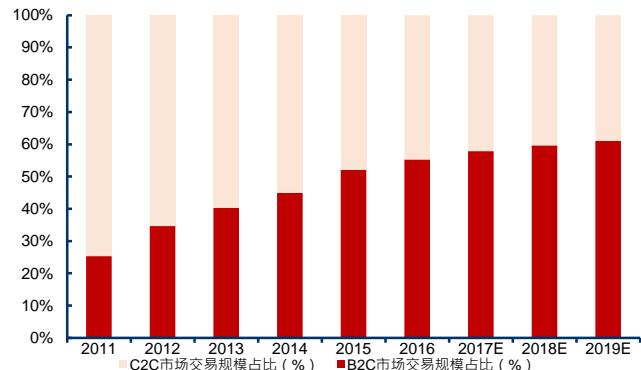
资料来源：iResearch，招银国际

图 76：2Q17 B2C 市场份额



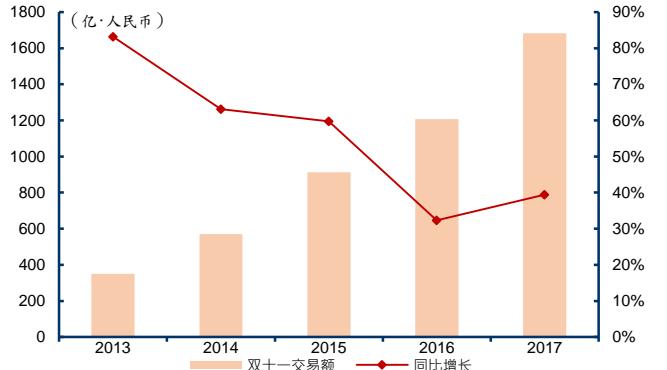
资料来源：iResearch，招银国际

图 77：中国 B2C 市场占比扩大



资料来源：iResearch，招银国际

图 78：天猫双十一成交额历年增速



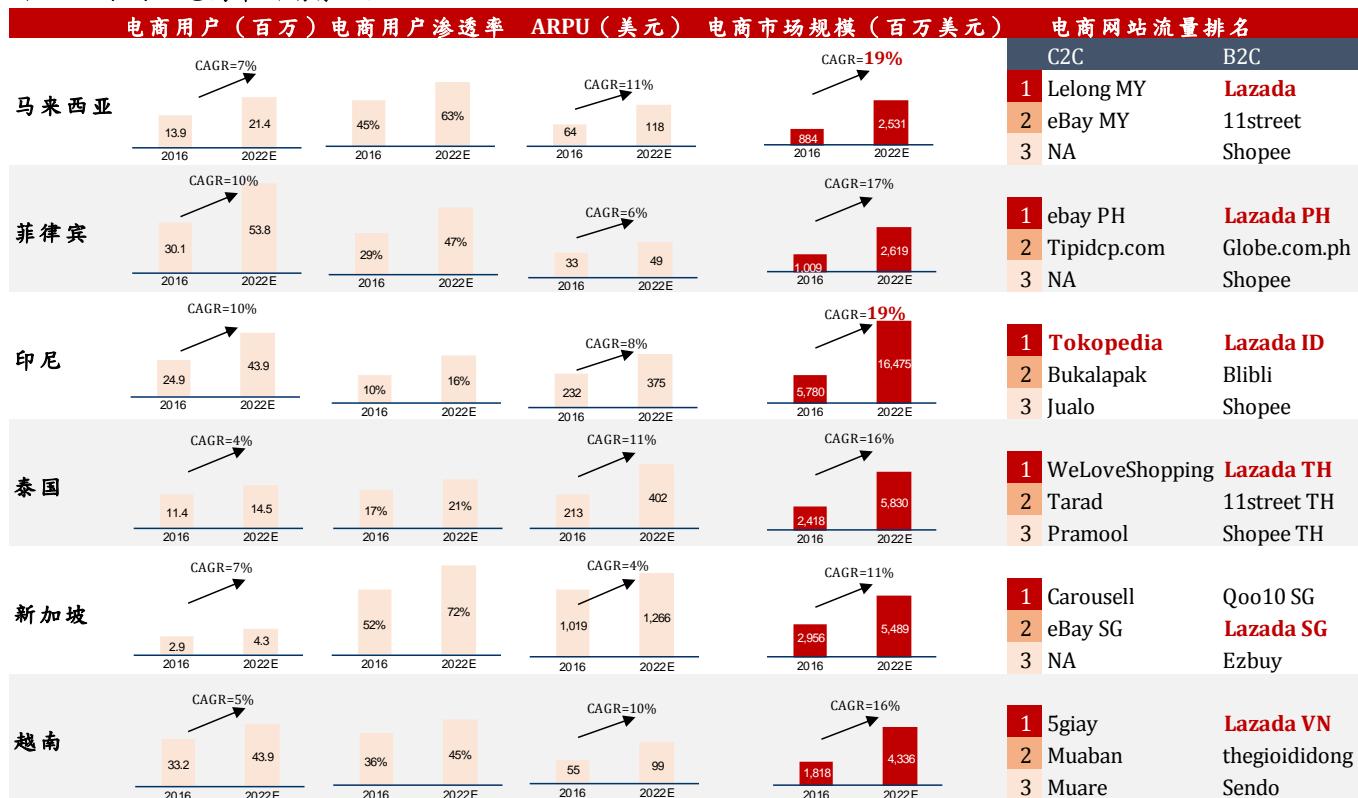
资料来源：公司，招银国际

纵横延伸：垂直-母婴+生鲜；延伸-跨境+涉农

延伸：跨境-起点布局东南亚

在消费升级、经济一体化、贸易全球化驱动下，各大电商巨头不断开拓海外市场。而东南亚市场成为电商布局第一站。受益于：1) 较低的电商渗透率 (~3%，贝恩数据)；2) 年轻人口下互联网渗透率攀升；3) 大型购物中心的匮乏；4) 中产阶级的快速增长，东南亚预计将成全球互联网发展最快的地区（根据 Google 和 Temasek 报告数据）。至 2025 年，预计东南亚电商市场规模将达到 880 亿美元，远超线下零售增长 (32% vs. 7%)。其中，印尼将会成为东南亚地区电商 TOP1 市场，Statista 预测 2016-2022E CAGR 高达 19%。而目前东南亚市场主要电商平台 Lazada、Tokopedia 均为阿里巴巴投资控股公司。看好电商巨头在东南亚市场的超前布局，同时期待国内外电商的深度合作与协同。

图 79：东南亚电商市场前景巨大



资料来源：Statista, ecommerceIQ (2017年9月数据)，招银国际

延伸：涉农-渠道下沉、产品上行，任重道远

政策导向+智能手机普及，打开农村电商蓝海。“十九大”政策积极导向下（惠农+脱贫），加之智能手机在农村的普及/基础设施升级、及电商下沉，涉农电商发展步伐加快。根据中投顾问报告，2017年中国农村电商市场规模将达到6.3亿元，2017-2021年均复合增长率约为38.9%，至2021年市场规模将达23.3亿元。

巨头布局，“产品上行”任重道远。自2014年起，阿里巴巴、京东、苏宁开启涉农电商布局，分别从渠道下行、产品上行入手，通过优化物流、采购等基础设施、普及互联网金融多方面渗透至基层。近期，阿里巴巴推出“兴农扶贫”专区等。借助电商天然入口导流及较低的边际成本，成效显著。虽然电商模式下的农产品出口有着天然的优势，但目前中国“农产品上行”依然面临物流成本高、宽带覆盖偏低、产品竞争力偏弱等挑战。

图 80：阿里巴巴及京东涉农电商布局

		阿里巴巴	京东
涉农战略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 投资基础：在县村建立运营体系，加强物流； ◆ 激活生态：发展更多农村卖家/买家；培训县级电商综合服务商；拓展物流/仓储/代运营服务；淘宝商学院进入县乡； ◆ 创新服务：创新农村代购服务、农村金融、农村O2O等； ◆ 创造价值：提供农民收入、增加就业、实现新型城镇化。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 农村金融战略：京东白条等解决农民贷款难问题； ◆ 工业品进农村战略：通过提升物流体系，疏通商品购买途径 ◆ 生鲜电商战略：农产品上行 	
案例	淘宝村计划+千县万村计划+“兴农扶贫”专区等		县级服务中心（公司自营模式）+京东帮服务店+“星火试点”计划等
成效	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 贫困地区GMV连续三年创新高：2016年280多个贫困县GMV超过1000万元；总GMV增至2074亿元，超过2013年的3倍。 ◆ 截至2017年3月，网商银行向1540万贫困县用户累计提供超过1400亿元信用贷款。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 农村电商平台交易量上扬：2016年的双十一，覆盖了44万个行政村的1700多家京东帮服务店占据了京东大家电30%的销售额 ◆ 优化物流：“京东帮服务店”覆盖1700多个县的44万个行政村，提供大型家电的配送、安装和售后等。 ◆ 金融：京东金融覆盖1500多个县30多万个行政村 	

资料来源：阿里研究院，招银国际

垂直-母婴+生鲜

虽然以阿里、京东为代表的电商巨头将持续扩大市场份额，但我们认为其他电商将有望持续挖掘垂直细分市场，包括跨境、社交、母婴、生鲜电商等。

图 81：电商垂直细分格局

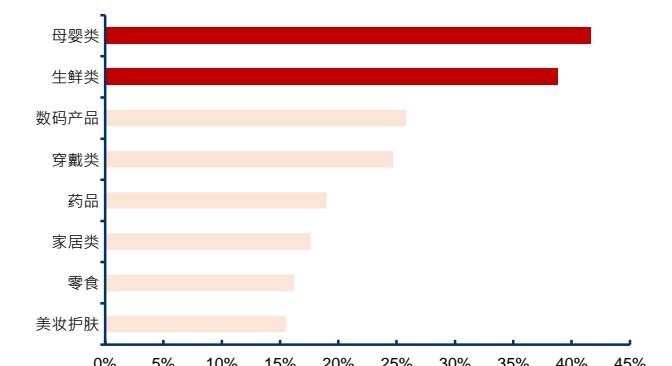


资料来源：招银国际

消费升级下，消费者倾向于为质量可控、营养均衡、加工便捷的食材买单，而这一需求升级集中体现在生鲜品类。基于生鲜电商高频次消费、复购率高、刚性需求，生鲜电商市场巨大（预计2017年生鲜电商市场规模达1650亿，同比增长81%）。线下生鲜零售依然为主流，但在新零售刺激下，配合冷链物流的智能优化，生鲜电商融合线下实体消费购买增长势头迅猛。其中盒马的MAU同比增长高达663%，“新零售”的模式也促使其成为生鲜电商行业2017年当之无愧的增长黑马。

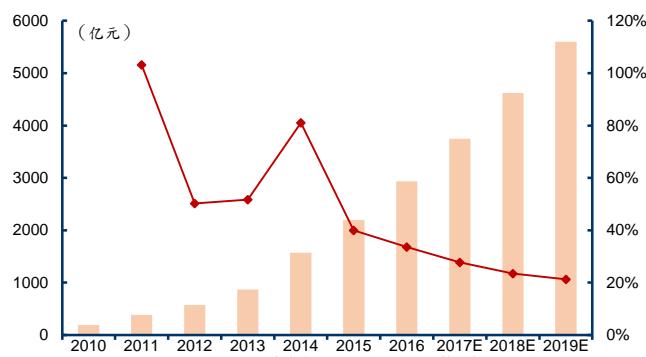
随着二胎政策放开、消费升级以及“80/90”后步入育龄，母婴电商有望迎来高速增长。其中，艾瑞咨询预计母婴电商未来三年CAGR高达24%，母婴电商向社区化、精选化升级。多数平台基于社区用户、知识分享诉求，打造强势流量入口并形成社区+内容+电商闭环，覆盖更长用户周期、深挖用户需求实现品类扩展。其次，多数平台以“平台+自营”模式运营，逐渐拓展非标品占比，在大数据支持下，提供个性化精准推送及导流。

图 82：1H17 电商用户对于商品高品质要求种类分布



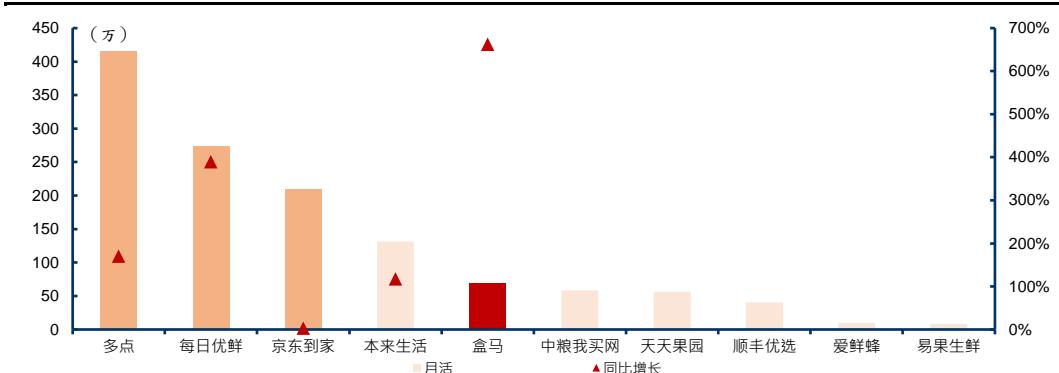
资料来源：iMedia，招银国际

图 83：母婴电商市场规模



资料来源：iResearch，招银国际

图 84：生鲜电商 APP 月活规模及增速



资料来源：QuestMobile (2017/07 数据)，招银国际

泛文娱：内容为王，社交加码

展望2018年，虽然游戏进入用户后红利时代，但我们认为，在重度化趋势下，玩家付费率及ARPU均存在上升空间。除了重度化、加速整合（腾讯、网易加速垄断市场）持续之外，我们预计未来将受益于两大新趋势：1) 社交游戏方兴未艾（e.g.吃鸡游戏的风靡）；2) 电竞赛事增量市场显现。同时，游戏将进入规范化高质化发展时代，创新玩法和内容/时长监管将并行。基于游戏长期风口及“爆款为王”黄金定律，我们持续看好腾讯，同时建议积极关注网易、金山(3888 HK)。

直播行业，在获客成本高企、监管加强之际，我们认为用户流量、潜力主播将逐渐向大平台集中。存量争夺中，持久社交、增量游戏、创意玩法为平台核心竞争力。而YY(YY US,买入)和陌陌(MOMO US,买入)将受益于监管肃严下“两牌+健康内容”的隐形优势、游戏直播的火热消费、视频化及娱乐线上化的风口。

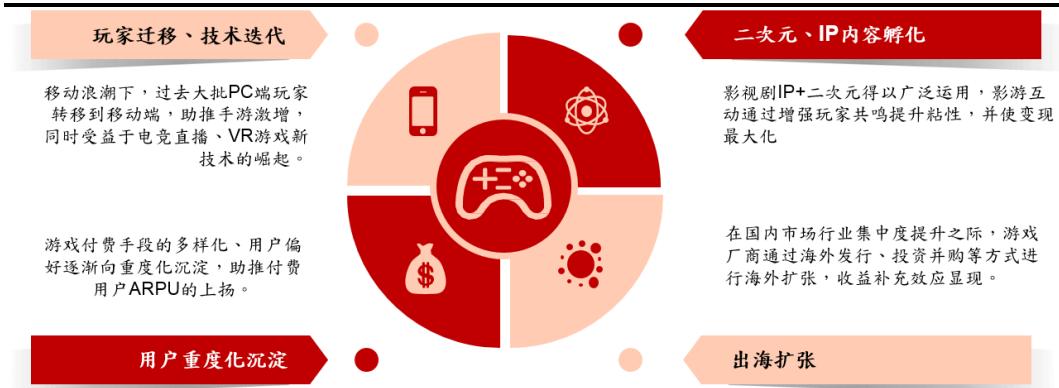
此外，我们认为内容/知识付费时代正在到来，受益于用户付费行为的培养以及平台对内容的专有性/版权性的注重。从科技巨头布局来看，2018年或成为内容付费平台上市大年，而独立平台的分拆有助于提升整体估值。重点利好腾讯、百度(BIDU US,持有)、阿里巴巴和网易。

游戏行业：存量盘活，重度沉淀，社交风潮

旧势：移动化、重度化并行，行业集中度提升

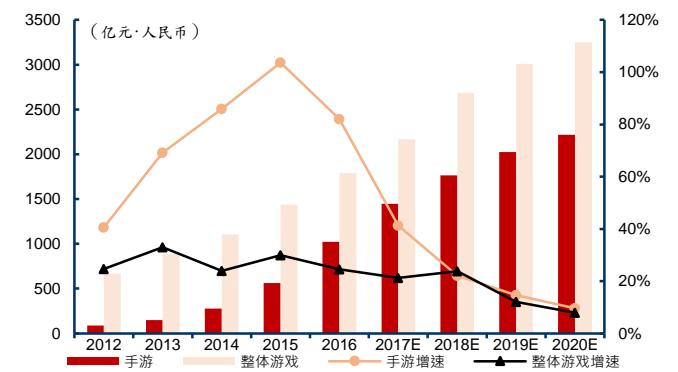
在国民游戏《王者荣耀》、《阴阳师》的火热消费下，2017年成为中国“游戏大年”。展望2018年，手游依然为主要增量市场，预计2017-2020年年均复合增长率达15%，至2018年手游将占游戏市场66%的份额。驱动力为：1) 用户偏好向重度化沉淀下，游戏玩家付费率及ARPU的提升；2) 精品IP的内容孵化；3) 国内游戏的海外扩张。

图 85：中国游戏市场四大驱动力



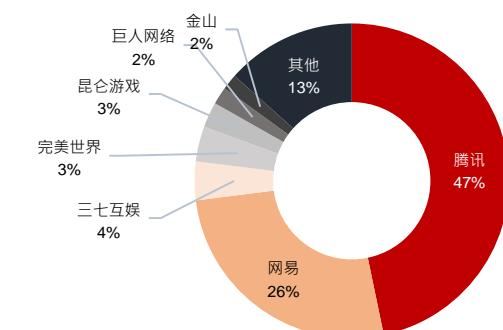
资料来源：公司、招银国际

图 86：中国游戏市场规模及增速



资料来源：iResearch、招银国际

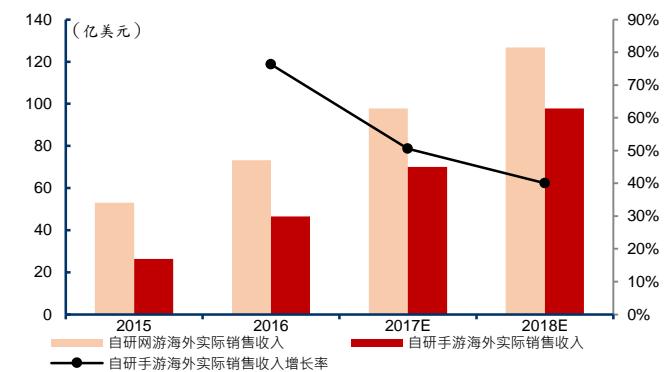
图 87：1H17 中国移动游戏市场竞争格局



资料来源：易观、招银国际

巨头垄断、两极分化，海外市场待挖掘。1H17 腾讯及网易两大巨头持续垄断市场份额（73%）。在新游审批从严、巨头紧密布局之际，国内游戏公司开始通过海外战略另寻出路。如智明星通旗舰游戏《列王的纷争》在海外表现强势后，亦吸引国内用户积极参与；**IGG(799 HK, 目标价重审中)**凭借《王国纪元》晋级全球第 27 大游戏研运商。其中，亚太地区凸显增量市场优势。根据 Newzoo 数据，2016 年亚太地区贡献全球游戏市场 58% 的增长，而东南亚地区 2015-2019 年手游年均复合增长率预计为 45.3%。

图 88：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增速



资料来源：游戏工委、伽马数据、招银国际

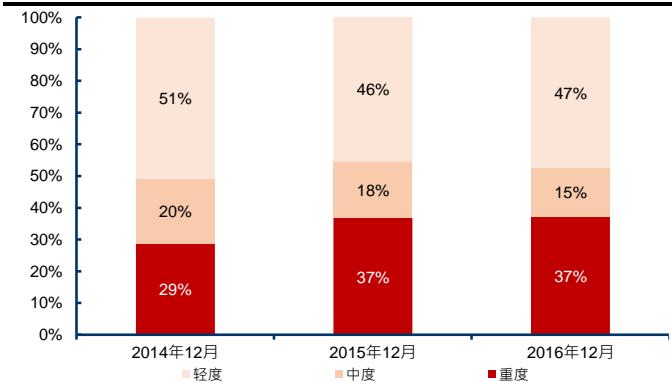
图 89：2016 年手游市场规模及增速



资料来源：Newzoo、招银国际

用户偏好重度化沉淀，RPG、MOBA 游戏持续走强。MMORPG、MOBA 以及 FPS 游戏依旧长期占据 iOS 畅销榜前 10（如：王者荣耀、梦幻西游、乱世王者），中重度游戏持续走强，且展现强大的吸金能力。而休闲类游戏依旧为主要拓客应用。1H17 新游中重度游戏持续发力，用户付费意愿也持续增强。重度游戏凭借生命周期长、收入潜力大等优势，将为后期手游市场消费注入持续流水。

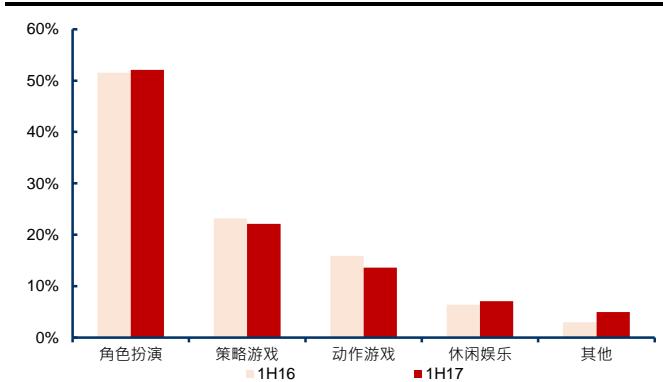
图 90：用户重度化沉淀



资料来源：TalkingData、招银国际

注释：重度游戏包括：角色扮演、动作、策略（包括 MOBA）和赛车；中度指模拟、桌面、探险、体育；轻度指休闲、智力、棋牌等。

图 91：新品手游类型向重度化过渡



资料来源：DataEye & S+、招银国际

新趋：社交游戏方兴未艾，电竞增量市场显现，监管与创新并行

展望 2018，除了重度化、加速整合持续之外，我们预计未来将受益于两大新趋势：1) 社交游戏方兴未艾；2) 电竞赛事增量市场显现。同时，游戏将进入规范化高质化发展时代，创新玩法和内容/时长监管将并行。

内容精品化，游戏回归以玩法、设计制胜。随着游戏玩家对于高质量游戏需求的日益攀升，以及监管的介入，我们认为游戏精品化成必然趋势。此外，苹果 10 月新版本的 App Store 取消畅销榜，将倒逼游戏厂商回归玩法设计本身。即便是拥有流量天然优势的腾讯，也将逐渐提高自研游戏占比及流量倾斜，不断打磨研发实力。

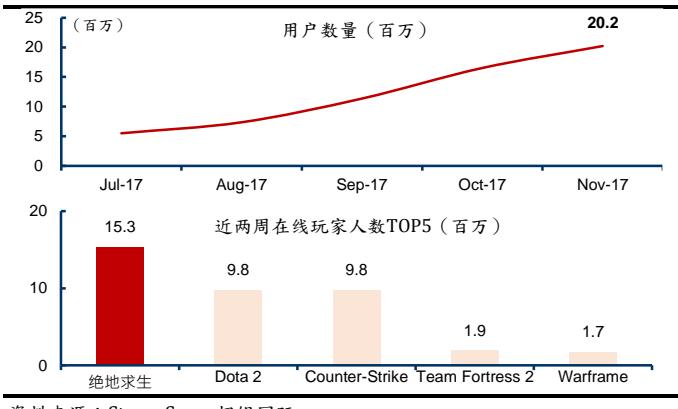
社交游戏风起时。<王者荣耀>、<绝地求生>等现象级游戏的火热消费再次印证了社交游戏的高粘性及吸睛能力。虽然生存类游戏此前面临一定监管风险（目前已释放），但我们认为，在手游趋同、社交需求渗透、直播交互之际，具备高自由度+延展性+社交属性的游戏有望迎来新风口。而“吃鸡”类游戏的风靡，基于社交/射击类游戏的生命周期，或将成为 2018 年另一款国民游戏（在线玩家人数、活跃度、活跃度均为全球 TOP1，上线 8 个月销售额粗略估算突破 6 亿美元）。近日，腾讯已宣布获得绝地求生的中国代理运营权。在此之前，腾讯、网易、金山软件均开发布局吃鸡手游，近期预约、下载量持续创新高（且持续占据免费下载排行榜前五）。目前多款吃鸡游戏同质化较严重，后期游戏表现将依赖于分发能力及玩法革新。

移动电竞成增量市场。在爆款游戏带动下，电竞成为 2017 年游戏市场关键词。在重度化趋势下，长期看好电竞发展空间，受益于：1) 市场占比小，有望承接增量用户迁移。目前移动电竞仅占手游市场 21%，有望吸引女性及年轻用户涌入；2) 电竞纳入 2018/2022 年亚运会标志着电竞赛事的火热及认可度提升；3) 巨头布局：腾讯成立独立电竞部门；4) 直播支持下的观感体验优化及传播。

监管与创新并行。有别于此前游戏监管宽松的大环境，我们关注到近期监管步调显着加快：1) 手游审批从严；2) 伴随着<王者荣耀>的火爆，防沉迷新规及渠道自律升级；3) 内容健康导向：广电总局对生存类游戏的基本表态及吃鸡手游的内容规范，再次体现了内容监管的健康导向性。展望未来，我们预计游戏将进入规范化高质化发展时代，创新玩法和内容/时长监管将并行。

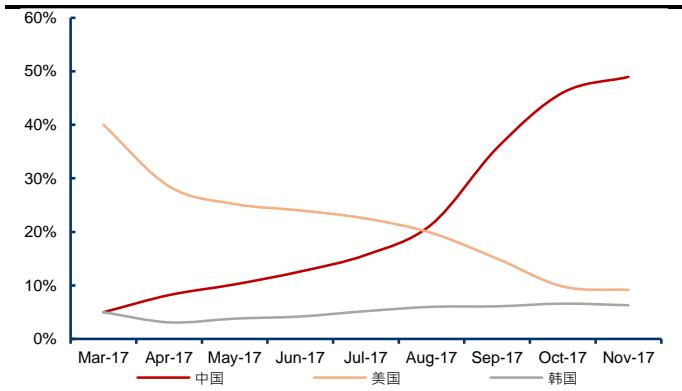
基于游戏的长期风口，我们持续看好腾讯，同时建议积极关注网易、金山软件、网龙。凭借天然流量优势，腾讯将长期受益于社交游戏及电竞赛事的高速发展，庞大手游储备保证梯度借力。而网易在经历头部游戏流水波动后，部分已回归领先位置，且<荒野行动>、<终结者 2：审判日>等新游有望丰富后期头部产品矩阵；看好网易匠心研发实力，估值吸引。

图 92：<绝地求生>持续走热（销量突破 2000 万套）



资料来源：Steam Spy、招银国际

图 93：<绝地求生>中国玩家占比趋近 50%



资料来源：Steam Spy、招银国际

图 94：中国主要“吃鸡”类手游表现

图标	游戏名称	研发商	代理商	发行时间	iOS游戏下载排名	游戏界面	虎牙开播数	虎牙观众(万)	评分	特色
	光荣使命	巨人网络	腾讯	2017/11/21测试	预约数超2,000万		146	7.4	8.3	画面精美，光影效果佳，可选天气多，打击感强，但人物模型待完善
	CF荒岛特训	Smilegate	腾讯	2017/11/15	4		490	17.4	7.6	军事画风、操作界面简单，枪械无需搜索配件，地图较小
	荒野行动	网易	网易	2017/11/3	3		610	18.6	8.6	地图大，界面简洁，载具丰富，但闪退问题较突出、画质一般
	终结者2	网易	网易	2017/11/4	1		176	3.9	8.1	画质细节处理较细腻，色彩明亮，但载具较少、可视距离较小
	小米枪战	西山居	小米	2017/11/3	10~80		61	2.8	7.5	画质还原度高，枪战节奏更快，但地图较小、载具较少

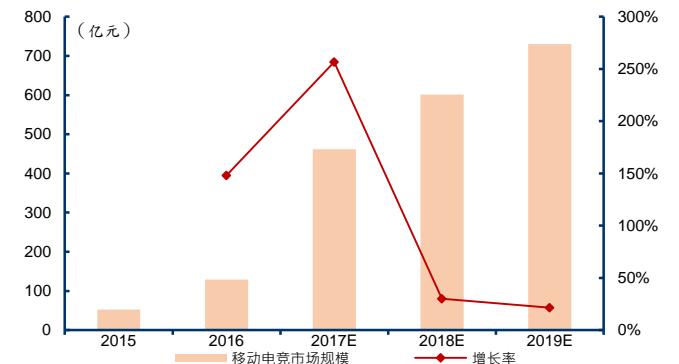
资料来源：App Annie、<光荣使命>公众号、虎牙、TapTap、游戏体验、招银国际

图 95：现象级产品激活移动电竞市场进入高速增长期



资料来源：iResearch、招银国际

图 96：中国移动电竞市场规模



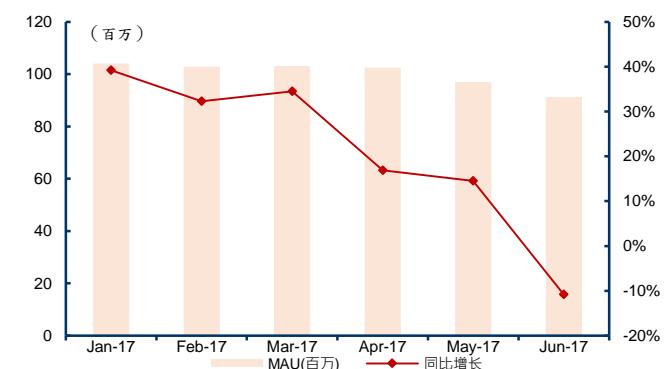
资料来源：iResearch、招银国际

直播行业：从用户红利到内容主导

用户端：人口红利褪去，流量向头部平台集中

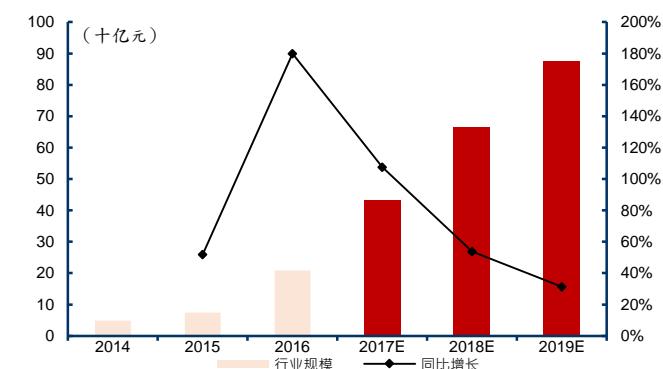
用户规模、频次时长增速乏力，平台获客趋于理性。移动直播月活从快速增长进入平稳发展期。2016年，在明星进驻、网红吸睛、奇闻轶事等直播造势下，用户基于尝鲜的直播体验带来用户规模、粘性的持续增长；至2017年，尝新体验淡化，加之监管趋严、竞争加剧，直播用户的人均单次启动次数和人均单日使用时长均趋于平缓。而随着平台竞争的加剧、内容的推陈出新，满足主要男性用户群体“陪伴型”诉求的直播平台逐渐凸显高频及付费优势（根据艾瑞咨询统计，泛娱乐直播用户中男性占比67%）。其中，寻求陪伴型、电竞型用户为直播重度使用者，付费意愿最强、私下打赏意愿最高。

图 97：直播行业月活进入存量时代



资料来源：Questmobile，招银国际

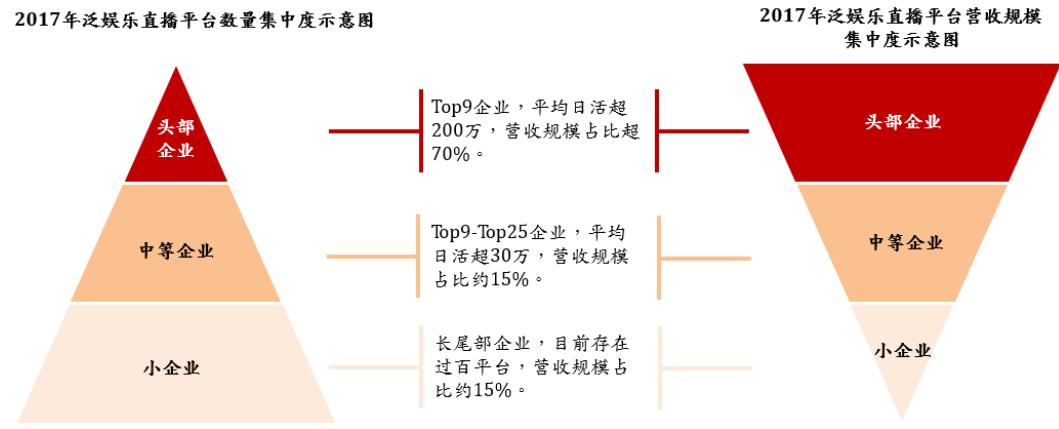
图 98：中国直播市场规模



资料来源：iResearch，招银国际

行业洗牌：马太效应显现，头部企业营收占比超70%。至2017年初直播行业用户规模第一梯队格局基本稳定，预计未来用户会向第一梯队进一步集中。中小平台将面临更为严峻的市场格局：一方面，未来用户拉新成本企高；另一方面，泛娱乐直播平台小企业众多，且多数平台内容不雅，但因流量过小仍处于政府监管盲区，在政府加大查处力度趋势下，此类平台将面临大量关停。

图 99：直播行业流量逐渐向头部平台集中



资料来源：iResearch，招银国际

政策不断收紧，倒逼行业良性发展。直播野蛮生长期不良现象层出不穷。对此，2016年9月以来，广电局、网信办、文化部纷纷针对直播行为下发系列文件。对平台运营、主播行为、用户互动的监控要求不断提高，监管内容愈加细化。监管趋严下，行业短期将进入阵痛期，但长期反而助于行业的良性发展及大平台的精细化运营。

图 100：直播相关政策梳理

政策概览	下发文件名称	平台要求	限制内容范围	表演者要求	用户
文化部	《网络表演经营活动管理办法》	持有《网络文化经营许可证》 突发事件应急能力 自审信息季度上报 建立举报系统 日志信息保留60日及以上 与表演者签订协议	网络表演活动 游戏技法展示	真实身份信息 外籍，港澳台需 向文化部提出申 请	违法信息 停止服务
网信办	《互联网直播服务管理规定》	建立直播内容审核平台 日志信息保留60日 即时阻断互联网直播的技术能力 监管弹幕、评论活动 与表演者签订协议；	新闻 线下活动 网络表演 网络视听节目		真实信息认证
广电局	《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》	持有《信息网络传播视听节目许可证》 平台不得使用“电视台”、“广播电台”、“电台”、“TV”			
2017年监管升级					
4月	国家互联网信息办公室会同有关部门关停了“红杏直播”“蜜桃秀”等18家传播色情淫秽内容的直播企业。				
5月	文化部关停10家直播平台，行政处罚48家，关闭直播间30235间，整改3382间，处理表演者31371人次，解约547人。				
6月	文化部对50家平台进行集中执法检查，虎牙、YY、龙珠、火猫、秒拍等30家内容违规的网络表演平台被依法查处。				
7月	国家网信办发出通知，要求全国互联网直播服务企业自7月15日起，向属地互联网信息办公室进行登记备案工作。				

资料来源：文化部、广电局、网信办、招银国际

监管趋严下，头部企业“两牌+健康内容”优势凸显。我们认为，监管着眼点主要来自“牌照+内容”两方面，政策收紧于持牌及健康运营的头部平台是隐性利好。

牌照：直播平台需持有《网络文化经营许可证》和《信息网络传播视听节目许可证》；目前陌陌、YY 均持有两牌，而花椒、9158 等目前均未持有《信息网络传播视听节目许可证》。根据该牌照申请条件（新申请单位现要求“为国有独资或国有控股单位”；注册资本应在 1,000 万元以上），我们认为非持牌平台获得牌照渠道将更为艰难且进程缓慢；而非持牌平台，发布内容仅限于自制原创内容 UGC，PGC 内容不允许发布。

图 101：主要直播平台持牌情况梳理

	《网络文化经营许可证》	《信息网络传播视听节目许可证》
陌陌 (MOMO US)	√	√
哈你	√	√
YY Live (YY US)	√	√
虎牙(YY US)	√	√
映客	√	√
一直播	√	
花椒	√	
来疯	√	√
9158 (1980 HK)	√	

资料来源：公司、文化部、广电局，招银国际

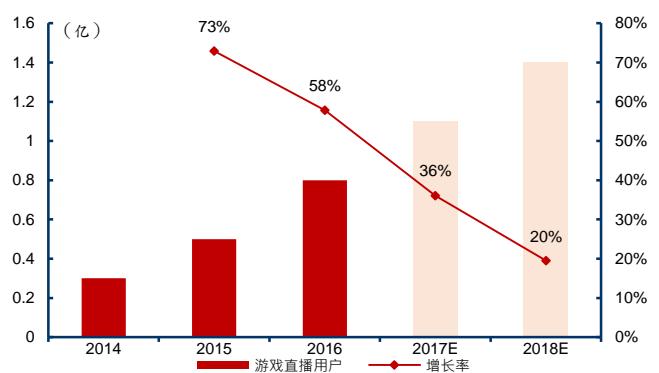
内容：各部门于直播平台内容监管主要集中在涉政、涉枪、涉毒、涉暴、涉黄等方面，而涉黄内容目前为直播主要规范对象。内容肃清于头部平台是利好，归因于：1) 中小平台野蛮生长期主要通过非健康内容吸睛，监管从严下该类平台易出现用户流失或面临内容、主播整改压力；2) 头部平台人工检测团队更为庞大（陌陌约 400 人，YY 约 100 人，其他较多中小平台缺少检测团队）；3) 优质主播将逐渐向头部平台集中，平台自主造血能力以及话语权增强；4) 头部平台或使用云计算及人工智能等技术，进一步加强对内容筛选的优化。

平台端：持久社交、增量游戏、创意玩法

我们认为，行业洗牌期，有平台特色、突出互动属性、高频入口导流的直播平台将更易赢得资本市场青睐。而存量争夺中，持久社交、增量游戏、创意玩法为平台核心竞争力。

- 1) **持久社交**：在获客成本高企之余，平台的社交属性将成为增强用户粘性、保证客户留存率的关键因素。此外，随着“95/00后”（对个性化追求最强、易接受新鲜事物的群体）的崛起，以陌陌为代表的平台开启视频社交，有望充分挖掘年轻群体社交市场。
- 2) **游戏增量**：相对泛娱乐直播，游戏直播的变现周期较短，用户互动体验较强。而游戏直播自带流量基础（原有游戏玩家），且受益于近期吃鸡游戏的火热消费，多数游戏直播有望迎来营收高增长。此外，预计明年各大游戏直播平台会逐渐进入盈利阶段。
- 3) **创意玩法**：随着泛娱乐直播平台实力不断提升，头部平台开始涉猎版权变现及综艺联动，狼人杀、短视频、多人连麦等创新功能不断引进，变现模式从单一付费打赏衍生至电商导购、视频广告等。平台捕捉风口的能力及精细化运营将成为获客关键因素。

图 102：增量用户驱动游戏直播高速增长



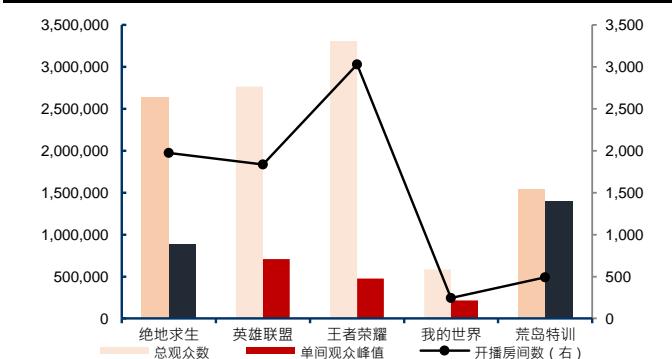
资料来源：iResearch，招银国际

图 104：各平台产品出新+内容升级



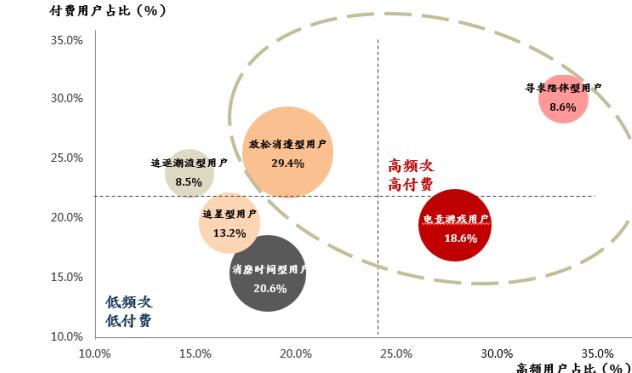
资料来源：各应用截图，招银国际

图 106：虎牙头部游戏观看数量



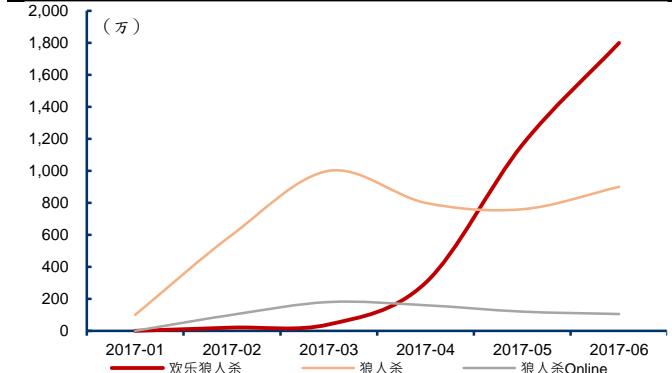
资料来源：虎牙（数据取自 2017/11/19）、招银国际

图 103：寻求陪伴型、电竞型用户为凸显高频及变现潜力



资料来源：iResearch，招银国际

图 105：狼人杀社交游戏迅速爆发（MAU 走强）



资料来源：QuestMobile，招银国际

图 107：虎牙<PUBG>单房间观众高峰超过 100 万



资料来源：虎牙（数据取自 2017/11/22）、招银国际

未来趋势研判：5G 技术利好，直播向社交化、“直播+”演进

在政策收紧下短期行业回归理性，但长期有望受益于技术创新与直播的多元化应用：

技术创新利好：1) 伴随智能手机为代表的终端普及，视频传输技术走向成熟；2) 高速宽带网络建设加快，将受益于未来 5G 网络覆盖率的提升；3) 多屏互动、横竖切换 VR 等直播技术更加成熟，为用户提供更好的直播体验。

“直播+”打开行业天花板：1) 直播+短视频：短视频为直播内容提供了后续沉淀/储备空间，经过剪辑、优化而产出的短视频更能集中展现直播中的精髓内容，短视频的引入有助于打破直播用户天花板。2) 直播+电商：直播已逐渐成为基础架构渗透至传统电商行业，如淘宝、唯品会等平台均上线直播频道，纯直播平台也从单一化的打赏模式向电商导购演进；3) 直播+教育：得益于直播教育的即时互动性，语言学习及职业技能有望在教育直播浪潮中占得先机，且该类直播平台学生的学习迫切性与付费意愿较为强烈。

展望 2018 年，我们认为用户流量、潜力主播将逐渐向大平台集中。重点推荐欢聚时代、建议积极关注陌陌。归因于：1) 陌陌及 YY 将受益于监管肃严下“两牌+健康内容”的隐形优势、视频化及娱乐线上化的风口；2) 强社交关系链、游戏直播爆发分别为陌陌及 YY 的催化剂；3) 待行业步入理性发展后，直播行业仍有望迎来增量空间，驱动因素为 5G 春风及直播应用场景多元化；4) 目前陌陌与 YY PE 及 PEG 均低于互联网行业平均，估值吸引。

文娱新军：内容/知识付费时代到来

文娱板块两大行业之外，我们认为内容/知识付费时代正在到来，受益于用户付费行为的培养以及平台对内容的专有性/版权性的注重。而“十九大”中对“强化知识产权创造、保护、运用”的引导，再次为内容付费长期发展提供政策温床。根据 iResearch 及 Frost & Sullivan 预测，三大细分行业（在线视频、音乐、阅读）市场规模未来三年 CAGR 均达 30%以上，其中在线视频为 TOP1 市场。

我们长期看好内容付费行业的强劲内生增长，驱动力为：1) 年轻文娱主流消费群体对内容质量需求攀升及可支配收入的提高，拉动用户内容付费意愿的快速提升；2) 版权授权产业方兴未艾，电影制片厂、游戏厂商等对于 IP 内容的产业衍生、内容挖掘有望推动后期市场增长；3) 相较于海外市场，内容付费上升空间巨大（各细分行业会员付费用户数仍处于低位）；4) ARPU 值较低，憧憬多元化变现及产业链递延；5) 海外巨头成功案例为国内平台发展提供参考。

我们预计内容付费将呈现如下趋势：1) 版权为王，内容/IP 纠纷将更为激烈，各平台对于内容的把控和优化将更为注重；2) 反映在平台上，各平台的盈利能力将逐渐提升，商业模式日趋多元化（产业链递延），如：在线视频正逐渐从依赖广告收入为主的单一模式转向会员收入为主的“类 Netflix”模式；3) 在线视频及在线音乐领域，预计未来 2-3 年各平台会释放盈亏平衡的信号。从各大科技巨头布局规划来看，2018 年或成为内容付费平台上市大年，而独立平台的分拆有助于提升整体估值。重点利好腾讯、百度、阿里巴巴和网易。其中腾讯将成为内容付费新兴市场的最大受益者，得益于在三大细分领域的领先乃至垄断优势，同时“文娱商业闭环+社交天然优势”将持续为其丰富内容产业链、反哺核心游戏、广告收入。

图 108：内容付费细分行业分析



资料来源：iResearch, QuestMobile, Frost & Sullivan，各公司交流内容，招银国际整理

注释：在线视频/在线音乐各平台月活分别为 2Q17/3Q17 数据

投资要点：首选行业巨头

2017 年板块上涨主要受利润增长带动，估值重塑持续

年初至今，港股软件及互联网板块中，三大细分行业均略跑赢恒指，其中游戏板块走势稳健且强劲。但考虑港股上市公司数量较少，个股走势出现明显分化。以游戏板块为例，腾讯、IGG 受业绩强劲驱动（EPS 增速在 30%以上），涨幅均>100%，而其他公司（基本面无惊喜）与大市同步。其次，考虑游戏公司业绩增长多依赖于及新游表现及头部游戏周期，判断个股后期走势时，我们建议密切关注三大关键词：爆款、递延收入及游戏储备。

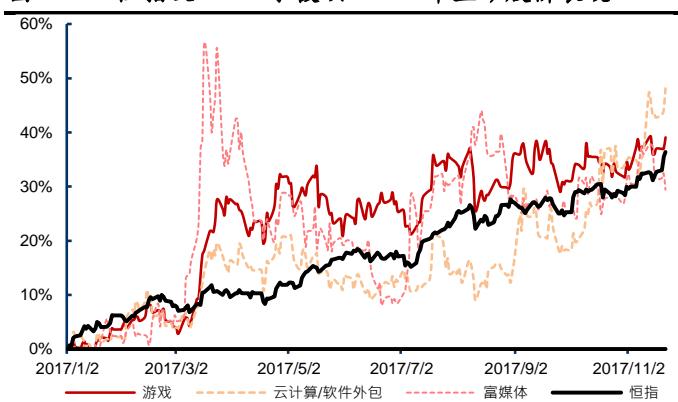
美股市场，中概科技股表现远远强于大市，除在线旅游板块外，其他细分板块涨幅均在 50%以上，其中直播、社交/广告、游戏、电商年初至今分别上升 139%、86%、69%、59%。但细分板块的长期发展前景与股价表现并非一致。比如，我们看好旅游市场受益于消费升级大趋势，但由于近期 OTA“搭售”、监管肃严、行业竞争加剧等事件，导致携程(CTRP US)股价走弱，该风险或持续至 1H18，如若 OTA 平台开启收取服务费（以对冲“搭售”损失），或对行业产生直接利好。

直播行业表现最为强势，源于仅有的两家直播标的陌陌、YY 均为行业龙头，且在 2016 年延续至今的直播火热消费下，两家公司 2017 年净利润增速预计均在 40%以上。其中，陌陌股价上升 (+76%) 主要受益于盈利驱动 (+95% YoY), YY (+201% YoY) 则受益于盈利 (+40% YoY) 及估值重塑。展望 2018，我们认为直播板块后期增长点将主要来自于游戏直播的持续火热（电竞赛事+吃鸡游戏热潮），且预计 2018 年将迎来游戏直播盈利点及上市潮。

社交/广告行业股价表现与业绩增长密切相关，其中新浪(SINA US)、微博(WB US)股价涨幅均超过 100%，受益于信息流广告的强劲增长。而百度在经历整改后逐渐步入复苏通道，辅之业务重心聚焦（去亏损业务、有效成本控制），自 2H17 开始业绩释放惊喜，后期建议密切关注信息流、爱奇艺两大增长点表现。猎豹移动(CMCM US, 持有)转型持续，需等待新内容平台变现优化。

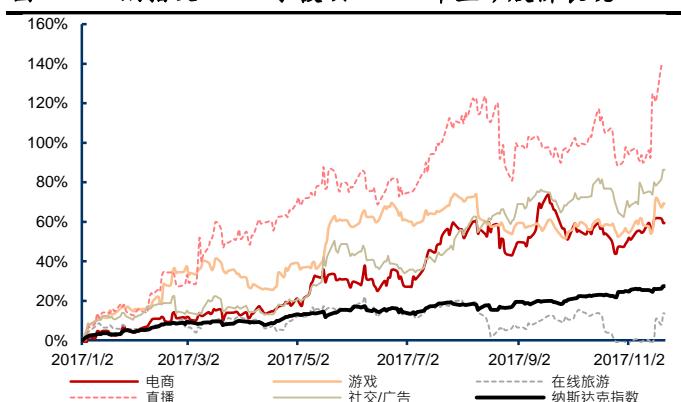
电商板块业绩分化、强者恒强局面持续。电商个股表现两极分化较为严重，其中阿里巴巴、京东股价年初至今分别上升 117%、57%，受益于业绩驱动及业绩新增量（新零售、B2C 消费升级、数据驱动）。而唯品会(VIPS US)、聚美优品(JMEI US)股价分别下跌 25%、46%，主要受业绩疲态、金融业务拖累。

图 109：恒指及 TMT 子板块 2017 年至今股价表现



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

图 110：纳指及 TMT 子板块 2017 年至今股价表现



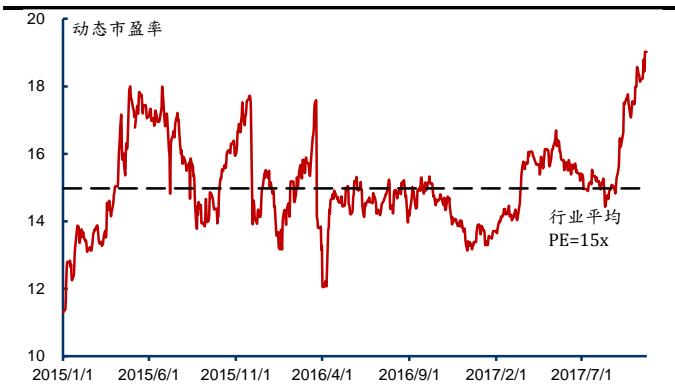
资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

板块估值创新高，但电商、游戏、直播估值依旧处于低位

估值层面，港股及美股中概 TMT 板块估值创新高，我们认为主要受益于科技巨头业绩持续释放惊喜、南下资金双重带动（港股）。从细分行业来看，电商、游戏、直播板块估值依旧处于低位，均低于行业平均及指数。港股估值上升主要受云计算/软件（金蝶、中软）及腾讯带动，而美股中概主要受在线旅游、社交/广告及阿里巴巴带动。

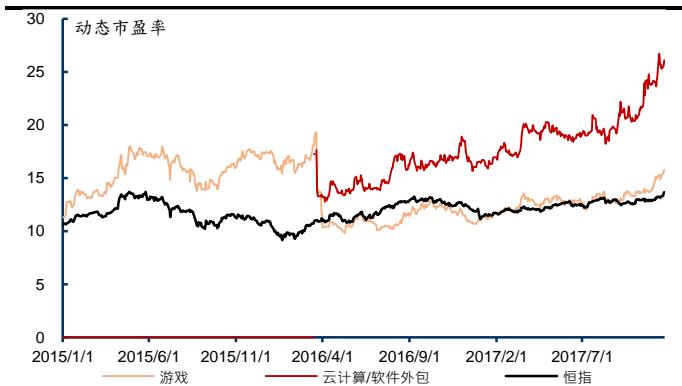
故而我们认为 2018 年可重点关注电商、游戏、直播板块中业绩展望较好的标的。

图 111：香港 TMT 板块估值创新高



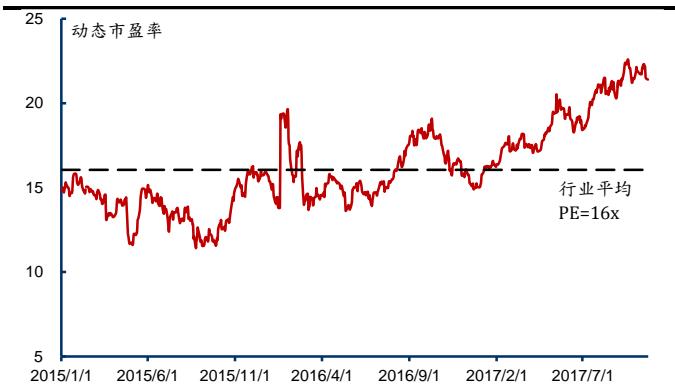
资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

图 112：游戏估值依然处于低位



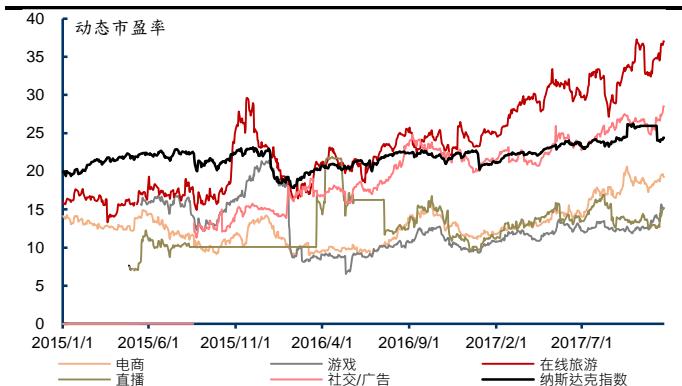
资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

图 113：中概股 TMT 板块估值创新高



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

图 114：电商、游戏、直播估值依然处于低位



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

图 115：互联网&软件同业估值

公司	代码	货币	股价	市值 (百万美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
					FY1E	FY2E	FY3E	FY1E	FY2E	FY3E		
综合												
腾讯	700 HK	HKD	426.8	519,335	6.8	8.9	11.5	52.8	40.6	31.4	30%	1.36
阿里巴巴	BABA US	USD	190.9	488,924	33.2	43.6	54.7	38.1	29.0	23.1	28%	1.02
百度	BIDU US	USD	244.3	84,497	55.9	60.7	78.0	28.9	26.6	20.7	18%	1.47
网易	NTES US	USD	345.0	44,905	102.2	119.1	141.5	22.3	19.2	16.1	18%	1.08
京东	JD US	USD	39.9	56,963	2.7	5.2	8.7	96.6	50.7	30.4	78%	0.65
平均								47.8	33.2	24.3	34%	1.12
电商												
阿里巴巴	BABA US	USD	190.9	488,924	33.2	43.6	54.7	38.1	29.0	23.1	28%	1.02
京东	JD US	USD	39.9	56,963	2.7	5.2	8.7	96.6	50.7	30.4	78%	0.65
聚美优品	JMEI US	USD	2.7	404	0.7	0.8	NA	4.2	3.4	NA	NA	NA
唯品会	VIPS US	USD	8.2	4,851	4.7	5.3	6.1	11.6	10.2	8.9	14%	0.72
慧聪网	2280 HK	HKD	6.2	855	0.3	0.4	0.5	18.0	13.4	10.6	30%	0.45
平均								33.7	21.3	18.3	38%	0.71
在线旅游												
携程	CTRP US	USD	48.1	24,692	6.2	8.6	12.8	51.7	37.0	24.8	45%	0.83
途牛	TOUR US	USD	9.4	1,183	-5.0	-0.2	1.5	NA	NA	41.9	NA	NA
平均								51.7	37.0	33.3	45%	0.83
游戏												
腾讯	700 HK	HKD	426.8	519,335	6.8	8.9	11.5	52.8	40.6	31.4	30%	1.36
金山软件	3888 HK	HKD	23.7	3,970	0.9	1.2	1.7	22.3	16.2	12.1	36%	0.45
IGG	799 HK	HKD	9.3	1,606	0.13	0.17	0.18	8.9	7.2	6.8	15%	0.48
网龙	777 HK	HKD	24.5	1,682	0.14	0.44	0.47	149.3	47.6	44.1	84%	0.57
飞鱼	1022 HK	HKD	1.1	207	0.0	0.1	NA	44.5	6.1	NA	NA	NA
联众	6899 HK	HKD	2.5	247	0.1	0.2	0.3	18.4	8.9	7.5	57%	0.16
网易	NTES US	USD	345.0	44,905	102.2	119.1	141.5	22.3	19.2	16.1	18%	1.08
畅游	CYOU US	USD	37.8	1,976	2.5	3.4	3.5	15.0	11.2	10.8	17%	0.64
平均								41.7	19.6	18.4	37%	0.68
平均 (剔除网龙)								26.3	15.6	14.1	29%	0.70
直播												
陌陌	MOMO US	USD	32.3	6,370	1.6	2.2	2.9	20.1	14.4	11.2	34%	0.42
YY	YY US	USD	118.8	7,489	41.0	49.8	61.0	19.2	15.8	12.9	22%	0.72
天鸽互动	1980 HK	HKD	6.0	980	0.3	0.4	0.5	17.1	14.2	11.3	23%	0.61
美图	1357 HK	HKD	11.2	6,139	-0.1	0.2	0.4	NA	45.3	24.1	NA	NA
平均								18.8	22.4	14.9	26%	0.59
平均 (剔除美图)								18.8	14.8	11.8	26%	0.59
社交/广告												
百度	BIDU US	USD	244.3	84,497	55.9	60.7	78.0	28.9	26.6	20.7	18%	1.47
新浪	SINA US	USD	110.5	7,903	2.9	4.2	5.4	37.9	26.5	20.5	36%	0.74
微博	WB US	USD	119.5	26,136	1.7	2.7	3.9	70.6	44.0	30.8	52%	0.85
搜狐	SOHU US	USD	53.3	2,074	-6.9	-3.5	-1.1	NA	NA	NA	NA	NA
猎豹移动	CMCM US	USD	12.8	1,831	2.9	3.9	5.3	NA	21.6	15.8	NA	NA
平均								45.8	29.7	22.0	35%	1.02
总平均								37.4	23.1	19.8	35%	0.73

资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

2018：掘金细分行业龙头，捕捉电商+文娱风口

我们认为，在流量和数据的双重优势下，未来马太效应仍将持续。建议优先选择行业龙头、估值合理/低估及有上市憧憬的标的。

投资主线：1) 强者恒强趋势下，掘金细分行业龙头：首选阿里巴巴及腾讯，不仅垄断社交、电商流量入口，且掌握海量用户数据，业绩持续释放惊喜，且于 2018 年有望看到多个控股公司上市；2) 在数据化、富媒体、大融合的趋势下，**我们首选电商行业，其次为泛文娱**，源于实体消费复苏、消费升级、数据货币化下电商强劲内生增长动力，以及十九大“互联网服务实体经济”、扶贫、强调消费驱动的政策导向。同时建议积极关注京东；3) 泛文娱板块，我们认为业绩分化将持续，而“吃鸡游戏”主题投资机会已显现，核心受益标的：腾讯、网易、金山及欢聚时代；4) **估值落后但基本面向好：**重点推荐欢聚时代、建议积极关注陌陌。

阿里巴巴 (BABA US)

我们认为阿里巴巴会是中国经济回暖、消费数据复苏的最直接受益者。长期而言其核心电商有坚实内生增长动力，来源于：1) 货币化率有望延续上升趋势（预计 FY20 提升至 3.8%），受线上电商内容化、社区化及算法优化带来的点击率及转化率的提高。2) 重点布局 B2C 市场：天猫“重品质消费、弱价格红利”策略契合消费升级趋势。3) 拥抱线下零售，打开电商 15% 的渗透率天花板：“人、货、场”新零售战略已从单纯连接线下（大举投资线下零售商）发展至产业融合（全渠道零售、优化供应链+物流）。4) 海外市场补充效应。此外，云计算依旧保持高速增长。超前投资或短期摊薄净利润率，但对长期净利润增长影响有限。而 2QFY18 收入增速创新高、公司上调收入指引等，不断释放利好。我们重申长期看好观点，目标价为 US\$222.3，对应 FY19 32x PE。维持「买入」评级。

腾讯 (700 HK)

在社交流量加持下，持续看好游戏及广告的内生增长：1) **游戏：**游戏爆款增势不减，多款头部新游数量稳中有升 (e.g.《乱世王者》)；庞大游戏储备保证新游梯度借力，“吃鸡”游戏有望再掀游戏消费热潮（已获得 PUBG 代理权、《光荣使命》预约数超 2,000 万）；电竞赛事为增量补充。2) **广告：**媒体广告收入增长将持续受益于视频和新闻广告的用户粘性增强、点击量的增加；社交广告将受益于算法优化下点击量的提升及广告库存的扩大（微信朋友圈填充率 < 1%）。此外，我们认为腾讯将成为内容付费新兴市场的最大受益者，得益于在三大细分领域（在线阅读、音乐、视频）的领先乃至垄断优势，憧憬独立平台的分拆对整体估值的提升。维持买入评级，目标价 491.8 元。

欢聚时代(YY US)

在获客成本高企、监管加强之际，我们认为用户流量、潜力主播将逐渐向大平台集中。而 YY 将受益于监管肃严下“两牌+健康内容”的隐形优势、游戏直播的火热消费以及娱乐线上化的风口。此外，公司 3Q17 业绩和用户数据均超预期，受益于新玩法驱动下 YY Live 增速反弹、虎牙高速增长持续。近期<PUBG>虎牙直播观众已超 300 万，晚间时段已赶超<王者荣耀>，我们预计未来生存类游戏有望再掀游戏直播热潮，尤其考虑最新上线/将上线的<穿越火线>、<光荣使命>等直播素材的充盈（目前单款游戏贡献比重均未超过 10%）。我们分别上调 FY17/18/19E EPS 预测 4%/4%/6%。目标价上调至 US\$141.3，对应 FY18 18x PE，估值吸引。重申「买入」评级。

图 116：招银国际中国 TMT 行业覆盖公司

公司	代码	货币	股价	目标价	评级	涨幅空间	市值 (百万美元)	EPS			PE(基于目标价)			EPS CAGR	PEG
								FY1E	FY2E	FY3E	FY1E	FY2E	FY3E		
腾讯	700 HK	HKD	426.8	491.8	买入	15%	519,335	6.8	9.0	11.5	61.5	46.4	36.4	30%	1.55
阿里巴巴	BABA US	USD	190.9	222.3	买入	16%	488,924	32.2	44.0	56.2	44.6	32.6	25.5	32%	1.02
百度	BIDU US	USD	244.3	251.4	持有	3%	84,497	49.2	55.4	70.3	33.0	29.3	23.1	20%	1.50
陌陌	MOMO US	USD	32.3	50.9	买入	58%	6,370	1.7	2.2	2.8	30.7	23.1	17.9	31%	0.75
YY	YY US	USD	118.8	141.3	买入	19%	7,489	40.2	50.2	61.6	22.7	18.2	14.8	24%	0.76
猎豹移动	CMCM US	USD	12.8	11.5	持有	-10%	1,831	2.2	4.0	5.6	33.7	18.6	13.3	60%	0.31
IGG	799 HK	HKD	9.3	15.2	买入	64%	1,606	0.14	0.16	0.17	13.9	12.2	11.5	10%	1.19
睿见教育	6068 HK	HKD	4.5	4.6	买入	1%	1,181	0.12	0.15	0.19	32.4	26.0	20.5	26%	1.00
平均											34.1	25.8	20.4	29%	1.01

资料来源：彭博、招银国际预测，截至 2017 年 11 月 22 日

中国医药板块**优于大市**

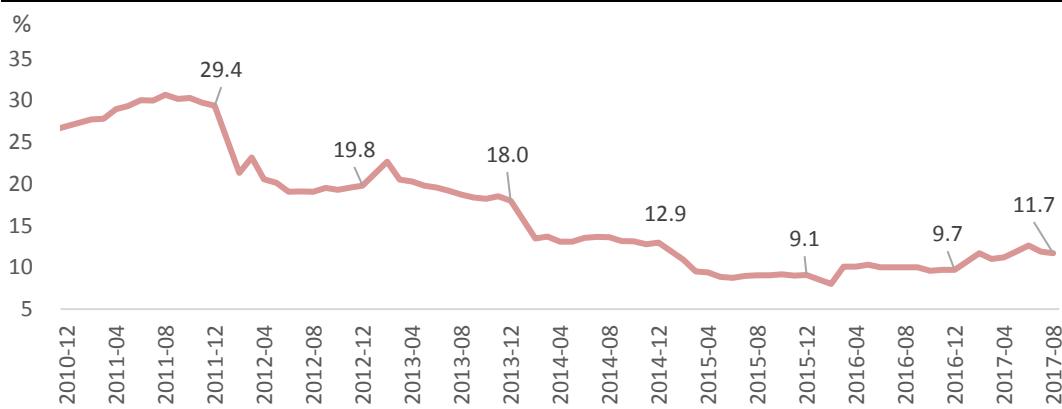
分析师：吴永泰, CFA - cyrusng@cmbi.com.hk

分析师：葛晶晶 - amyge@cmbi.com.hk

柳暗花明又一村**简化医药流通环节，推动药企盈利能力**

2017 年对于中国的医药行业来说绝对是多事之秋，两票制、新版医保目录、药品一致性评价、医院药占比等等的政策纷纷在 2017 年推进，市场因而担心政策方向的不明朗性和新政对医药行业将带来重大的不利影响，虽然市场仍然追捧业绩透明度较高的几家公司，但整个板块在 2017 年股价表现相对疲弱。

尽管政策风险限制了股价的表现，但观乎行业数据，增长反而是过去三年当中最优秀的一年：医药制造业主营业务收入增长从 2011 年开始逐步下滑，至 2015 年跌至 9.1% 的谷底后，2016 年出现小幅反弹，今年首 8 月的增长更至近 3 年的新高的 11.7% 水平。市场此前认为医保控费、降低药占比等政策会大幅压低医院对药品的需求，但事实上，对药物的刚性需求只是从医院转向较低端的市场，整体需求增长持续。预料经过 2017 年政策落地明朗化后，医药板块的可望继续保持增长。

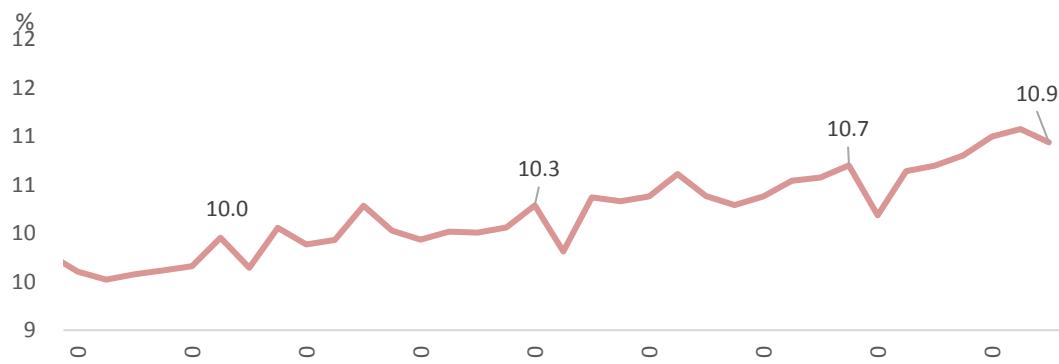
图 117：医药制造业收入增长

资料来源：国家统计局、招银国际

医药制造业利润总额增长更加达到过去 5 年最好的增长，2017 年首 8 月增长 18.3%，远高于 2015 及 2016 年的 12.9% 及 13.9%。值得留意的是利润增长速度已连续三年高于收入的增长，2017 年首 8 月利润增长速度更较收入增长速度高出 6.6 个百份点，是 2008 年以来的最高水平。与市场此前预期药品降价会对企业的盈利造成不利影响不同，医药制造业利润率在过去三年维持上升态势，从 2014 年的 10.0% 上升至 2017 首 8 月的 10.9%。虽然普遍认为药品降价对药企的利润产生一定的压力，但我们看见企业的利润率不跌反升，相信降格压力很大程度因两票制所带动的医药流通环节简化而缓解。

图 118：医药制造业利润增长

资料来源：国家统计局、招银国际

图 119：医药制造业利润率

资料来源：国家统计局、招银国际

2018 年核心方向：创新、渠道、收购合并

经过一年的政策实施推进后，预期相关的效应会在 2018 年继续释放，我们认为医药企业的核心方向将围绕创新、渠道及整合三方面。就创新方面，显而易见把中国药品创新升级至国际水平会是往后一个重要方向，me-too (快速跟踪性新药)或者换个剂型的伪新药将逐渐失去市场地位，只有 First-in-class(同类第一)或 me-better (更佳的效果)才会是往后的发展方向，要研制出这类重磅产品，必需经过长久的科研投入及产品线的积累，并不是临阵磨枪或单靠一两项收购便能收窄的差距。所以我们认为，着重科研的药企依然会受惠于政策的方向如加速新药审批、医保目录的动态调整及一致性评价等。

由于两票制的实施，预期将淘汰大量的中小型分销商，再加上医药代表不能卖药、分级诊疗渠道下沉等的发展，药企需要有更大的资源通过学术推广的方式推广药品，过往依赖于第三方推广商销售的药企将需改变营运模式，加上渠道的下沉需要更广更深的覆盖，对没有掌控渠道的药企形成一大挑战。

多散乱仍是中国医药行业的写照，不论制药企业到分销企业，行业都是严重分散。而由于两票制的推行，大量的中小型分销商将被领先企业收购；由于药品一致性评价将淘汰一批资本实力及药产质量较弱的企业，预料亦将出现一系列的并购机会，另一方面，由于跨国药企将继续集中资源在核心产品的开发及销售，他们将继续出售非核心产品的权利出售，这将给予本地企业快速拓展产品线的机会。

提升药品质量仍是重要方向

我国医药质量远远落后发达国家实为不争事实，是故提升药品质量已成为近年医改方向的其中一条主轴。中国药品质量低下主要源于两个问题：(1) 新药审批的速度缓慢，拉长了企业的回报期，减低企业研发新药的积极性；(2) 药品同质化情况严重，质量要求偏低。

2001 - 2016 年美国批准上市 433 个新药，但在中国上市的暂时只有 133 个，仅占美国上市新药的 30.7%。近 10 年在我国上市的 29 个典型新药，上市时间比欧美晚 5 - 7 年。一方面是因为此前国内新药申请要求低，申请量多而同质化情况严重，另一方面药品审批人手不足，造成中国药品审批速度缓慢。有见及此，CFDA 已完成清理囤积的新药申请，亦提高对临床数据真实性的要求，避免新申请的再囤积。另一方面，药品审评中心工作人员从 2011 年的约 120 人增加到现时的 600 多人，大大提升药品审批的速度。虽然如此，预期当局会继续提升药品审批速度，支持创新，提升药品质量，未来几年研发的力度、质量将成为药企成功的一个重要因素。

研发投入仍远低于国际水平

虽然近年国内企业在研发方面已大幅加强，但与国际领先水平仍有一段距离。中国生物制药(1177 HK)在 2016 年研发开支为 13.7 亿人民币，为国内领先企业，但依然被国外企业大幅抛离，不及罗氏研发开支的 2%；研发开支占比方面，国内企业普遍占收入的约 5-10% 水平，亦远低于国外企业的 15-20% 水平。

图 120：国内外药企研发投入比较

公司	研发开支 (百万人民币)	收入占比 (%)	公司	研发开支 (百万人民币)	收入占比 (%)
中国生物制药	1,368	10.1	罗氏	77,775	22.8
恒瑞医药	1,184	10.9	默克	67,257	25.4
海正药业	775	8.0	强生	60,426	12.7
复星医药	633	4.4	诺华	60,049	18.3
华润医药	621	0.5	辉瑞制药	52,296	14.9
科伦药业	613	7.3	阿斯利康	39,129	25.6
健康元	609	6.4	赛诺菲安万特	38,016	14.9
人福医药	502	4.1	礼来	34,837	24.7
丽珠集团	475	6.3	拜耳股份	34,297	10.0
步长制药	459	3.8	百时美施贵宝	32,818	25.4
天士力	440	3.2	葛兰素史克	32,632	13.0
现代制药	365	4.1	艾伯维	29,005	17.0
华海药业	364	9.0	诺和诺德	14,378	13.0
康缘药业	362	12.3			
石药集团	345	3.3			

资料来源：彭博、招银国际

完善新药研发审批流程，缩短新药研发周期

在十月初公布的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》(《意见》) 中关于临床试验部分，明确方向改善新药临床试验机制，支持临床试验机构和人员开展临床试验，完善伦理委员会机制提高伦理审查效率，并鼓励社会力量投资设立临床试验机构。可以预见政府旨在增加对新药研发的支持，简化不必要的关卡，缩短新药研发所需的时间，从而降低研发新药的资本开支，增加药企对新药研发的动力。

针对临床试验资源短缺，鼓励社会力量投资设立临床试验机构。中国临床资源的短缺不但拖慢新药研发进度，亦会增加新药研发的开支，有见及此，《意见》明确推行临床试验机构资格认定实行备案管理，支持临床试验机构和人员开展临床试验，鼓励医疗机构设立专职临床试验部门，鼓励临床医生参与药品医疗器械技术创新活动，鼓励社会力量投资设立临床试验机构。此系列政策全面铺开后，可以预见临床试验资源及试验机构将遍地开花，全面支持药企的新药研发。

全面提升药品审批程序。《意见》亦指出政府将优化临床试验审批程序，建立完善注册申请人与审评机构的沟通交流机制，受理药物临床试验和需审批的医疗器械临床试验申请前，

审评机构应与注册申请人进行会议沟通，提出意见建议。此外，在 10 月底发布的《〈中华人民共和国药品管理法〉修正案（草案征求意见稿）》当中亦有提及，国务院药品监督管理部门应当自受理新药临床试验申请之日起六十个工作日内决定是否同意开展临床试验；逾期未通知的，申请人可以开展临床试验。这有利于加快创新药上市审评、现场检查的进度，破除限速步骤加快新药研发进程。

完善医保目录动态调整机制。在过去，新药推出后，由于未被纳入到医保目录之中，其使用往往受到限制，新药可能要在推出后的两到三年才会开始得到更多的使用，这个常态会加大药企市场推广的开支，亦减低新药的潜在回报，另一方面亦使患者因未能负担相关费用而做成有药亦不能用的困境。政府将支持新药临床应用，完善医疗保险药品目录动态调整机制，探索建立医疗保险药品支付标准谈判机制，及时按规定将新药纳入基本医疗保险支付范围，支持新药研发。

与国际接轨

中国国家食品药品监督管理总局(CFDA)在 2017 年中成功加入国际人用药品注册技术协调会(ICH)，成为其全球第 8 个监管机构成员。ICH 于 1990 年由美国、欧盟和日本三方药品监管部门和行业协会共同发起成立，于 2015 年 12 月由一个封闭的国际会议机制，转变成为技术性非政府国际组织。ICH 的基本宗旨是在药品注册技术领域协调和建立关于药品安全、有效和品质的国际技术标准和规范，作为监管机构批准药品上市的基础，从而减少药品研发和上市成本，推动安全有效的创新药品早日为患者健康服务。ICH 发布的技术指南已成为药品注册领域的核心国际规则制订机制。

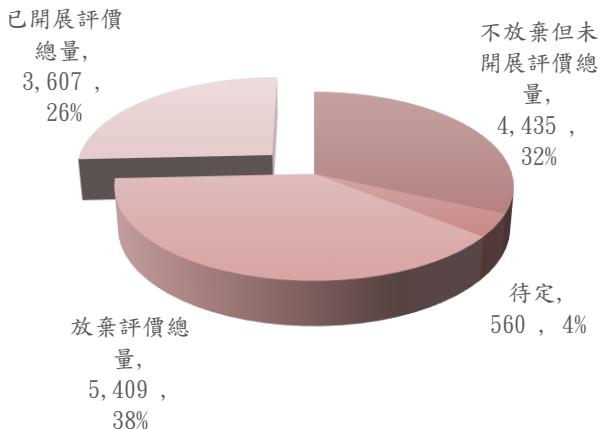
CFDA 加入 ICH 将有利于提升我国的药品监察能力，逐步参与并引导药品注册国际规则的制定，推动安全有效的创新药品早日满足国内外患者临床用药需求。同时，也意味着中国的药品监管部门、制药行业和研发机构将逐步转化和实施国际最高技术标准和指南，可以有效提升国内制药产业创新能力和国际竞争力。

接受境外临床试验资料，加快国际化步伐。《意见》提出，在境外多中心取得的临床试验资料，符合中国药品医疗器械注册相关要求的，可用于在中国申报注册申请。对在中国首次申请上市的药品医疗器械，注册申请人应提供是否存在人种差异的临床试验资料。这既是加快药物在中国上市的迫切需要，也是一个与国际接轨的问题。解决这个问题，有利于减少临床试验的重复和浪费，加快临床试验进程；有利于降低药品上市成本和价格，让更多患者受益。

提高药品质量的要求

医药行业的供给侧改革 - 药品一致性评价。作为近年来最重要的供给侧改革政策，一致性评价工作的有效推进，将在各方参与主体，包括原研/仿制企业、药品审评审批及监管部门、药品使用者之间产生正和博弈或至少是零和博弈，具有深远的社会意义。目前政策要求仿制药一致性评价品种为化学药品新注册分类实施之前批准上市的仿制药（包括国产仿制药、进口仿制药、原研药品地产化）。强制实施品种为 2007 年 9 月 1 日之前批准的基药目录里的化学仿制口服固体制剂，共 289 个品种，需在 2018 年底完成；其余品种自首家通过一致性评价之后，其他企业同品种原则上 3 年内完成，未完成不予以注册。目前来看，完成一致性评价工作整个流程大约需要 20~28 个月。

根据 CFDA 在 17 年 8 月份发布的《关于企业开展 289 目录内仿制药品质量和疗效一致性评价基本情况资讯》的统计，强制实施 289 个品种 14,011 个文号当中，当中有 5,409 个(38.6%)表明会放弃一致性评价，亦即他们将放弃该款产品的销售，在剩余的 8,602 个品种当中，仅 3,607 个(25.7%)已开展一致性评价的工作。尚未展开评价的企业可能因为药品质量不足、市场竞争激烈或欠缺资源而放弃，而预期走完整个一致性评价流程需时要达到两年，尚未开展一致性评价的公司要在 2018 年底完成基本上已极困难，所以预期在 14,011 个文号当中能通过的将不到三份之一，大量质量低下，或规模较小的药企及药品将被淘汰，提升整体药物的质量，领先企业料可借此提升市占率。

图 121：289 个品种一致性评价进度

资料来源：国家食品药品监督管理总局、招银国际

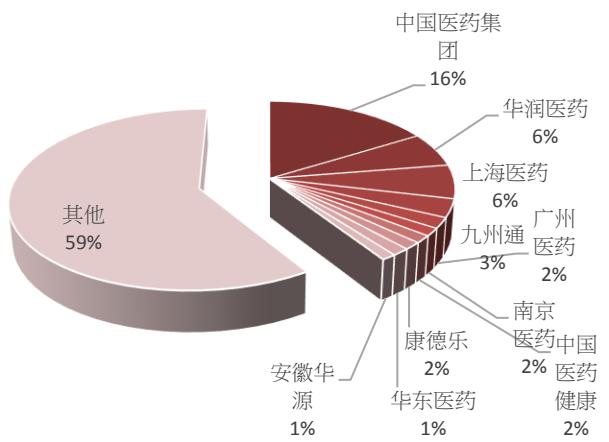
监管从严，全面提升药品质量。继 2015 年中出的数据自查，要求药企确保临床数据的真实性后，《意见》亦明确要求严肃查处资料造假行为，临床试验委托协定签署人和临床试验研究者是临床试验资料的第一责任人，须对临床试验资料可靠性承担法律责任。长久以来临床数据的真确性成疑，直接造成中国药品质量远远落后进口药品的原因，对临床数据监管从严，从源头上控制减低质量低下的药品进入审批程序，一方面保障药品质量，另一方面亦可减少重复劣质申请拖慢新药审批流程。

“能吃药不打针，能打针不输液”，杜绝伪创新。严格药品注射剂审评审批，从源头上对于改剂型的规范，旨在杜绝一些毫无意义的“伪创新”品种流入市场。无明显临床优势的改剂型申请将不予批准。《意见》亦首次提出了“对已上市药品注射剂进行再评价，力争用 5 至 10 年左右时间基本完成。面对大量不良效果的案例，中药注射剂的大时代应将面临终结，另外各大药企亦难以再运用改剂型这一方法来挂上创新名衔。

医药商业游戏规则的改变

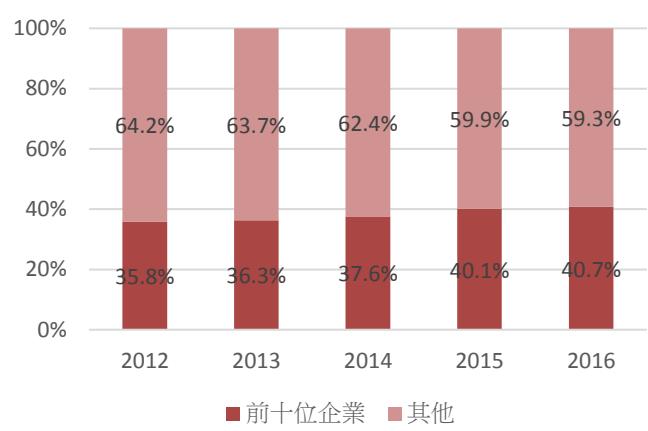
两票制的全面推行。自2016年4月6日国务院常务工作会议决定实施两票制以来，截至10月底，全国16个省份已在执行两票制，预料17年底前会再有9个省份推行，剩下的6个省份料将在18年初推行。对于医药流通企业而言，中间多余的商业如过票商及二级以下流通企业都将被淘汰，两票制的执行无疑会提升行业的集中度，但由于调拨业务(即大型分销商销售到中小型分销商)的减少，两票制实施初期的收入增长将受负面影响，但由于两票制的全面开展，料相关影响在2018年开始将逐步减退。

图 122：2016 年医药商业行业市占率情况



资料来源：中国国家统计局、招银国际

图 123：医药商业集中度正逐步提高



资料来源：中国国家统计局、招银国际

分级诊疗：对管道的需求。高级别医院使用率过高，低级医院没人去，医疗资源的错配造成看病难的问题，分级诊疗的推行旨在把病人流从过度使用的高级医院导向使用率偏低的低级医院，可以预见药企的销售管道必需下沉才能做好营销，再不能像以往只紧盯各省的三级医院便能大卖。

另一方面，药占比的控制、用药临床路径及按病种付费等种种政策，可以预见医护人员往后对药品疗效、性价比等的要求会逐步提升，为医护人员带来药品知识的推广会变得越来越重要。

药厂需要掌控管道，重学术推广。对于药厂而言，两票制迫使其改变经营思路，不能再依赖代理商掌控销售渠道，需要有经营规范、自建队伍开发终端。另一方面政府将规范药品学术推广行为，医药代表负责药品学术推广，向医务人员介绍药品知识，听取临床使用的意见建议，禁止向医药代表或相关企业人员提供医生个人开具的药品处方数量。医药代表误导医生使用药品或隐匿药品不良反应的，应严肃查处；以医药代表名义进行药品经营活动的，按非法经营药品查处。显然政策对销售人员的要求明显提高，药企需改变营销策略至学术推广的方向。

政策对中药的支持

政策将继续支持中药传承和创新，简化经典名方类中药的审评审批，保持中药传统优势与现代药品研发要求的关系，鼓励发挥中药传统剂型优势研制中药新药，体现临床应用优势。中药有望迎来利好。鼓励运用现代科学技术研究开发传统中成药，鼓励发挥中药传统剂型优势研制中药新药，加强中药品质控制。中成药在过去几年的发展进入了瓶颈，市场情况多散乱，中药注射剂不良反应不断，中成药没有明显的临床效用轮为辅助用药，但我们亦见到中药饮片因医院可维持药价加乘及不纳入药占比计算等政策而为持强劲增长势头。

可以预期，经历一段时间的沉淀整合后，中药产业将迎来发展的机遇，除了中药饮片、中药配方颗粒等本身就可维持高速增长的产业外，持有具确实临床效益的中成药亦将迎来爆发期。

行业估值贴近历史高位，股价表现将由利润增长带动

2017 年医药板块的表现较为分化，四大子板块升幅相距甚远：药企平均升幅达 35.6%，较恒指约 30% 的升幅高，而其他板块则表现疲软，器械平均升 17%，医疗商业只升约 7%。医院相关企业更下跌约 2%，我们认为股价的表现很好的反映了行业状况：在药价经历了一系列的政策压力后，市场忧虑医疗器械将成为政策调控的下一个目标；医药商业等企业正经历两票制等政策所带来的阵痛；医院业务受药品零加成、控药占比等政策影响盈利模式，而且行业整合速度逊预期。相反，制药企业基本已消化药价压力等的因素，如前文所述，药品销售已开始重拾增长动力，使药企的股价被受追捧。

图 124：恒指及医药子板块 2017 年至今股价表现



资料来源：彭博、招银国际

而由于制药企业的升幅拉动，医药板块平均预测市盈率亦已升至近 4 年最高的水平，而相较恒指估值溢价亦已升至 50% 以上，贴近 4 年高位的约 60% 水平。我们看不见有对行业重大利好因素能继续推动估值上扬，故此相信医药企业的股价催化剂将回归基本面，由利润增长所带动。故此我们认为有稳定盈利增长及可预测性高的企业会有更好的表现。

图 125：医药板块估值升至近年高位

资料来源：彭博、招银国际

图 126：医药板块估值较恒指溢价贴近近年高位

资料来源：彭博、招银国际

中国新能源板块**优于大市**分析师：萧小川 - robinxiao@cmbi.com.hk

格局变迁，昂首迈向美丽新时代

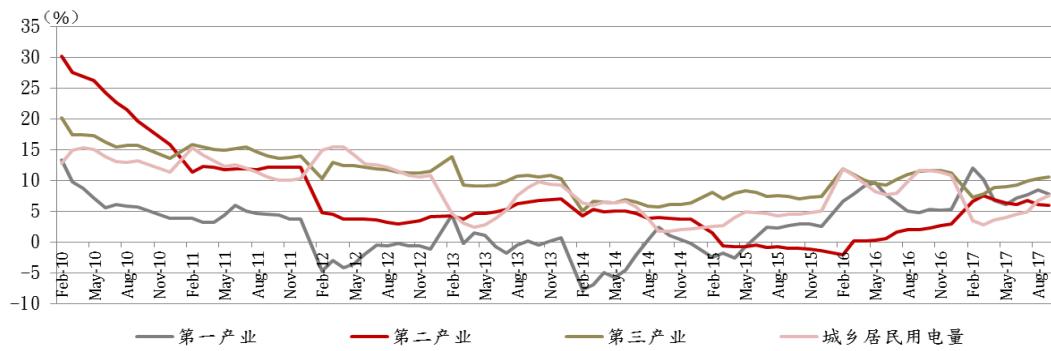
站在一个极为关键的历史时点，2017 年我们见证了中国电力行业的深刻变革。建立在中国经济发展动能转换的背景下，中国电力行业逐步展开了供给侧改革，在电力消费结构上也出现了明显的结构性转型趋势，同时电力市场化交易机制也日渐成熟。伴随着人民日益增长的美好生活需要，中央在十九大中会议已将“绿色”、“低碳”、“环保”等关键字纳入了战略规划，并将“美丽中国”列为四项建设任务之一。结合新能源行业近几年的飞速发展，我们相信，中国的新能源，将会是国家实现绿色低碳环保发展，构筑美丽中国的重要版图之一。随着供给侧改革的逐渐深入，我们认为国家将继续针对煤电产业做减法，同时针对新能源产业做加法以进一步推动能源结构的转型。正因如此，我们认为政策趋势的变化也将进一步带来电力行业格局的变迁。身处这样的历史变革之下，我们相信，新能源行业将昂首迈向美丽新时代。

经济韧性推动用电需求重回强劲增长

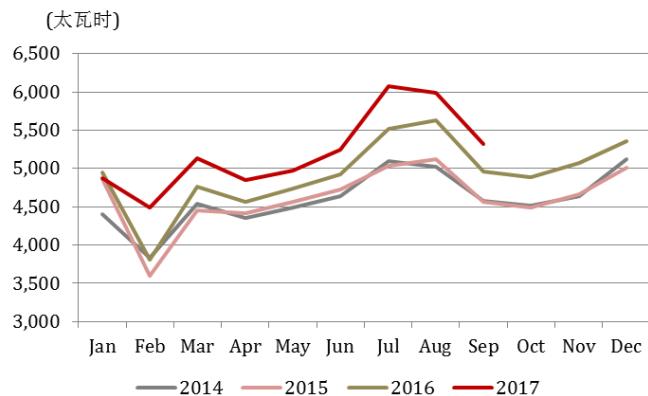
回顾 2017 年，在中国经济结构性转型的过程中，全社会用电量展现了令人惊喜的增长势头，与经济发展的韧性相互印证。根据中电联数据，2017 前 9 月全社会用电量累计 4.68 万亿千瓦时，同比增长 6.9%。分产业看，前九个月，第一产业用电量同比增长 7.8%，用电量增速明显加快，反映了我国农村电气化发展趋势；占比最高的第二产业在历经了 2015 年的用电量增速下滑（2015 年同比下降 1.4%），2016 年增速迟缓过后（2016 年同比增长 2.9%），在 2017 年实现了明显的复苏（前 9 月同比增长 6.0%）；第三产业则依旧表现强势，前 9 月用电量同比增长 10.5%；城乡居民用电量同比增长 7.5%，增速略有放缓，但从月度表现上看仍然具备潜力。数据图表显示，全社会用电量在 2017 年踏上了另一个台阶。

在用电结构上，中国经济结构性转型效果显著。第二产业用电量占比从 2010 年的 75%持续下跌，并在 2015 年随结构性转型步伐加快。截止 2017 年前九个月累计，第二产业用电占比已低于 70%，与此同时，第三产业以及城乡居民用电量占比则持续扩大，显示服务业对于电力需求迅猛增长，同时也反应了城镇居民日渐增长的日常生活及消费领域的电气化需求。展望十三五期间，随着国家对于高耗能产业的落后产能持续淘汰，新兴经济产业（如新零售、互联网、数据中心等），城市乡镇镇民终端电力应用（如电力制暖、制冷以及电动车等）不断增加，我们判断这样的用电结构转变趋势将获得持续。此外，相较于第二产业，我们认为第三产业及城乡居民对于电价的敏感程度更低，并且更容易接受绿色电力。

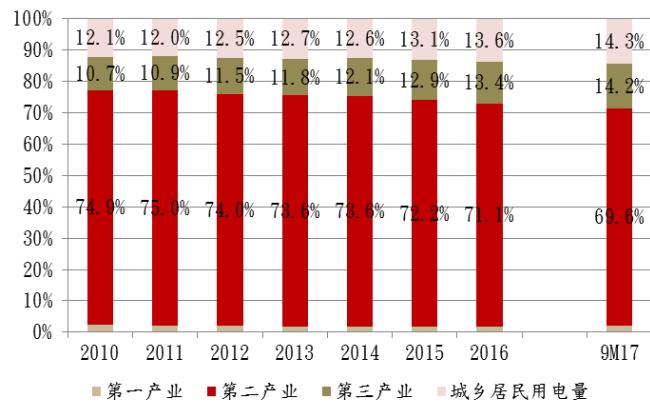
图 127：2017 年用电量增速动能强劲，第二产业用电量增速实现 V 型反转



资料来源：万德，招银国际

图 128：全社会用电量踏上新台阶

资料来源：中电联、万德、招银国际

图 129：用电结构显示经济结构性转型效果显著

资料来源：万德、招银国际

新能源成为新增电源主力军

尽管电力消费增速恢复较快增长，国家对于火电去产能的政策态度依然明确。3月，国务院在2017年政府工作报告中提出淘汰、停建、以及缓建煤电产能共计50吉瓦以上，并就此目标作出了细致部署，其中2017年内计划关停5.12吉瓦、停建41.72吉瓦，以及缓建6.46吉瓦煤电产能。根据中电联数据，2017年1-9月火电新建产能投运30.98吉瓦，受历史项目带动仍然保持一定惯性。全国火电规模以上发电量3,452.5太瓦时，同比增长6.3%，利用小时则同比上升了47小时。受用电需求强劲增长拉动，2017年煤电行业产能过剩的困境有所缓和，但需要指出，目前煤电利用小时依旧处于历史地位。2017年8月，国家发改委等16部委发布联署文件，显示煤电去产能的决心和力度。根据十六部委计划，“十三五”期间全国将停建和缓建煤电产能150吉瓦，淘汰落后产能20吉瓦以上，并在2020年将全国煤电装机规模控制在1,100吉瓦以内。

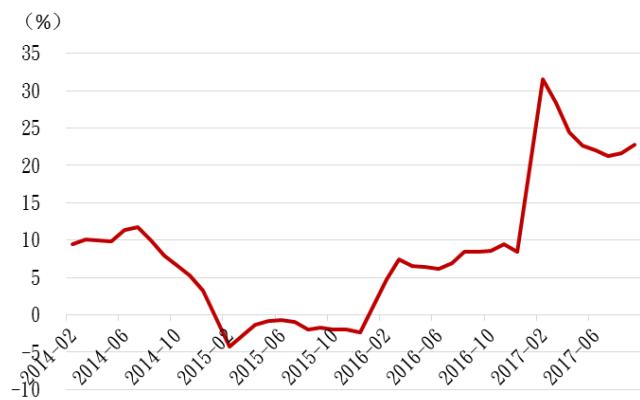
用电需求动能强劲，结合煤电产能增长受限，为新能源项目发展带来有利的市场机遇。中电联数据显示2017年1-9月，全国电力新增装机93.4吉瓦，其中风电9.7吉瓦，太阳能42.3吉瓦，风电光伏合并第一次超过全国新增电源装机的半壁江山，成为新增电源的主力军。国家能源委员会通过《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》对中国的能源发展作出了中长期规划，除了非化石能源占一次性能源消费比重分别在2020、2030年达到15%和20%以外，还提出1)通过建立“用能权”来实现对能源消费总量和强度实现双控，并且2)大幅提高新能源和可再生能源比重，使清洁能源基本满足未来新增能源需求。基于上述背景，我们判断风电、光伏等新能源在未来相当长的一段时间内将保持新建电源的主力军地位，并在高比例可再生能源应用场景中承担重要作用。

火电标杆电价调整：依赖具体条件

2017年，煤电联动在经济转型时期的压力之下没有启动。受到煤炭价格高企影响，部分地区出现了标杆电价与煤炭价格倒挂，致使煤电行业运营陷入困难局面。发改委在2017年7月起，通过取消、降低部分政府性基金及附加，调整电价结构，变相提高了标杆电价以缓解燃煤发电企业的经营困难。即将转入2018年，在经济转型韧性初现，产业发展初现复苏之际，煤电联动备受期待。基于煤电联动的触发机制，我们认为2017年煤价全年维持高位运行已满足触发2018年实施电价调整。然而参考历次电价调整，煤电联动均有很强的政治经济考虑，因此我们认为并不应对煤电联动产生过高的期待，理由有三：1)工业企业利润增长刚刚复苏，基础并不稳固；2)供给侧和结构性改革尚在进行，维持标杆电价保持稳定有助于降低经济结构转型的成本，变相对工业经济创造较为宽松环境；3)煤电行业

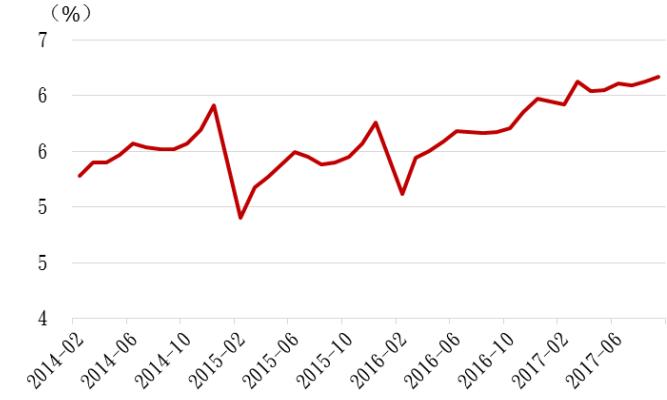
去产能伊始，恢复较高的利润水平将对产能结构调整增加难度。需要指出，2018 年如煤电实现联动，除了有利于煤电产业的盈利水平以外，也将使新能源产业受惠。建立在国家目前的可在生能源补贴机制下，煤电标杆电价上调将显着改善新能源项目现金流以及补贴强度。

图 130：工业企业利润总额累计同比：
利润增长刚刚复苏



资料来源：国家统计局、万德、招银国际

图 131：工业企业主营业务收入利润率：
2017 年利润率开始上升



资料来源：国家统计局、万德、招银国际

新能源补贴退坡，增加补贴资金来源亟待破题

可再生能源附加补贴资金不足以支撑新能源产业快速发展

可再生能源补贴附加资金，是目前风电和光伏发电补贴的唯一来源，正面临着严峻的缺口问题，我们预料资金缺口将在未来的几年随着新能源项目的发展逐步扩张。对于前 6 批补贴名录中的新能源装机，截止 2016 年，我们测算累计补贴资金缺口达人民币 558 亿，如将第七批补贴名录（我们预期第七批装机量为风电 29.3 吉瓦，光伏 24.4 吉瓦，生物质 2.5 吉瓦）纳入计算，我们预料当年的资金征收对应资金需求将持续处于亏空状态。对于前 7 批，预测到 2020 年累计资金缺口将达 1600 亿。如果将第 7 批名录剥离，我们预料自 2018 年开始，年度补贴资金征收将对前 6 批的资金需求开始出现盈余，并将使累计补贴资金缺口逐步减少至 2020 年 358 亿。基于上述分析，我们认为目前的可再生能源电力附加征收标准并不足以额外覆盖第七批可再生能源补贴名录。我们认为补贴资金不足已经对新能源项目的发展形成了制约，因此如何实现补贴退坡，以及增加新的补贴资金来源，亟待破题。

初尝绿证机制

自愿性的绿证交易自 2017 年 7 月 1 日开始试行，国家能源局就绿证已初步建立了一套固定价格交易机制，目前仍处于试行摸索阶段。市场对于绿证推行，是否会对存量项目产生补贴退坡效应有明显顾虑。我们认为绿证交易目前并不成熟，同时电力交易市场化仍处于起步阶段，配额制及绿证交易的全面推行尚需时日。参考发改委能源研究所观点，我们认为绿证推行并不影响存量项目的补贴问题。在新能源实现平价上网以前的过渡时期，我们认为更为可行的方案将是多种补贴政策并行以兼顾能源转型目标及公平，即“老项目老政策（延续固定电价补贴政策）”和“新项目新政策（绿证交易及配额制）”，因此，我们对于新能源存量项目的项目回报维持稳定预期。

仍有多渠道及政策工具用以解决存量补贴问题

尽管对于目前供电及售电市场处于双重结构性调整阶段，可再生能源资金缺口问题的解决路径看起来并不明确，但我们对此并不悲观，我们认为中国政府仍然拥有多项政策工具用以改善新能源行业的财务状况。我们列举下下列了4条潜在解决方案，1)如2018年火电标杆电价获得提升，那么可再生能源的补贴强度将明显降低；2)绿证交易，在配额制施行以后将为新能源补贴资金提供新的来源；3)提高可再生能源附加征收标准，尽管短期内可能性不高，但将是最直接的解决方式；以及4)财政部直接资金支持仍有可能作为最后的解决方案。我们相信发改委、能源局和财政部有可能选取一种或几种方案的组合来解决可再生能源补贴问题。

图 132：可再生能源附加补贴缺口测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
电价附加基础(太瓦时)	4,243	4,545	4,729	4,720	5,007	5,276	5,540	5,819	6,115
工业用电量	3,673	3,919	4,063	4,005	4,211	4,400	4,576	4,759	4,950
商业用电量	569	626	666	716	796	876	963	1,060	1,166
电价调整附加(人民币分/千瓦时)	0.8	1.5	1.5	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
可再生能源附加回收及估计(百万人民币)	19,611	29,798	49,138	51,487	69,446	73,179	77,887	82,921	88,306
隐含回收率(%)	57.8%	43.7%	69.3%	72.7%	73.0%	73.0%	74.0%	75.0%	76.0%
财政部补贴(百万人民币)	8,590	14,811	-	-	-	-	-	-	-
可再生能源补贴资金(百万人民币)	28,201	44,609	49,138	51,487	69,446	73,179	77,887	82,921	88,306
第1-6批补贴目录下可再生能源装机补贴资金需求	24,684	49,377	77,104	73,854	73,665	75,635	74,968	75,543	76,109
可再生能源补贴资金状况	3,517	(4,767)	(27,966)	(22,367)	(4,219)	(2,456)	2,920	7,378	12,197
滚动资金状况(百万人民币)	3,517	(1,250)	(29,217)	(51,583)	(55,802)	(58,258)	(55,339)	(47,961)	(35,764)
未覆盖资金需求(百万人民币)	5,691	9,923	14,372	27,825	30,654	19,825	24,567	29,651	34,688
考虑到未覆盖装机的资金状况(百万人民币)	(2,173)	(14,691)	(42,338)	(50,192)	(34,872)	(22,281)	(21,647)	(22,273)	(22,491)
滚动资金短缺(百万人民币)	(2,173)	(16,864)	(59,203)	(109,395)	(144,267)	(166,549)	(188,196)	(210,469)	(232,960)
计算假设									
可再生能源补贴强度(人民币/千瓦时)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.19	0.19	0.18
风电	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.55	0.54	0.53
太阳能	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
可再生能源平均利用小时数	1,893	2,080	1,905	1,728	1,742	1,829	1,921	2,017	2,117
风电	1,100	1,100	1,100	1,133	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
生物质能	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
补贴目录下可再生能源装机容量(兆瓦)	44,844	64,657	73,721	73,721	105,504	134,770	134,770	134,770	134,770
风电	986	3,261	6,390	6,390	25,955	50,320	50,320	50,320	50,320
生物质能	3,209	5,222	6,667	6,667	9,396	11,896	11,896	11,896	11,896
可再生能源累计实际装机容量(兆瓦)	62,700	77,200	96,400	129,400	149,000	171,000	193,000	215,000	237,000
风电	4,194	19,420	28,050	43,180	77,420	102,420	127,420	152,420	177,420

资料来源：财政部，万德，招银国际预测

政策春风持续，拨开迷雾见未来

十九大以后，发改委及能源局连续发布多项文件，进一步明确国家解决可再生能源弃电问题的解决思路，并将分布式发电的发展提升到新的高度。具体而言，国家明确1)可再生能源优先接入的市场地位，并鼓励扩大可再生能源电力消费，树立绿色消费理念；2)对弃水弃风弃光问题，以2017年作为参考标准实现逐年下降，并在2020年在全国范围内解决弃电问题(弃电率低于5%)；3)各省市自治区按年度确定可再生能源电力消费最低配额，并第一次明确由电网、售电企业承担配额执行要求；4)完善绿证交易机制，形成绿电生产和消费的新发展模式；5)可再生能源保障性利用小时内全额收购，利用小时外参与市场化交易；6)集中式与分布式并举，推行分布式发电市场化交易。我们认为有关政策的推出，解答了市场关于可再生能源未来进一步发展的诸多疑问，从国家能源发展战略，减排实现路径，分布式导向，新能源电力市场化等多个维度为新能源发展拨开迷雾。

中国光伏行业 - 光芒四射

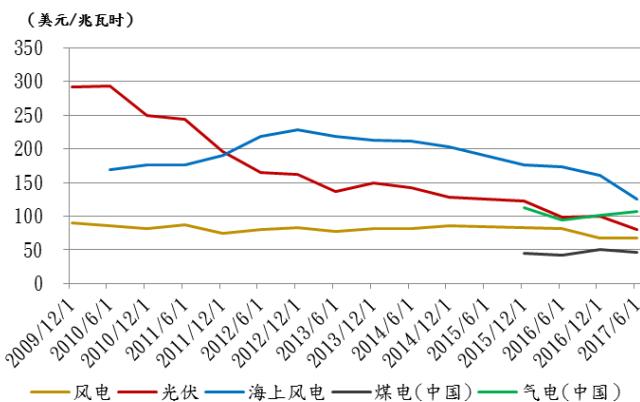
在项目抢装透支了部分光伏装机需求，地面电站指标转向竞价制，西北地区限电，以及光伏项目补贴发放迟缓等多重背景下，市场带着中国光伏市场将面临需求波动的预期进入 2017。然而实际发展却叫人始料未及，中国光伏行业的发展再一次带来了令人惊喜的成绩。根据能源局数据统计，前 9 个月全国实现新增装机 43 吉瓦，其中地面电站装机 27.7 吉瓦，分布式光伏 15.3 吉瓦。前 9 个月装机总数已远超 2016 年因地面电站电价下调抢装而形成 34.5 吉瓦的光伏装机，显示出光伏行业发展动能强劲，全年有望超过 50 吉瓦。我们分析，光伏行业发展动能来自于四个方面：1) 技术进步带来成本持续下降，显着提高光伏能源的竞争力；2) 光伏适用场景灵活多样，为分布式拓展带来诸多便利；3) 政策支持力度持续强劲；4) 分布式项目应对调价预期，加速项目开发。历经多年的发展，我们认为中国的光伏产业，无论从技术进步角度，还是应用拓展的角度已经日趋成熟，同时在成本上已接近大规模平价应用的临界点。展望 2018 年，我们认为 1) 地面电站的装机需求维持稳定；2) 分布式项目即便面临补贴下调，在光伏组件成本下降的通道上仍然具有很强的投资吸引力；3) 更多的增量将来自于海外新兴市场。

技术带动成本下降，2020 平价可期

中国的光伏制造业多年以来持续推进产品在技术和价格上迭代，使光伏产品的价格得以持续下降。自 2015 年以来，单晶硅技术率先实现金刚线切割（提高切割效率），由此带来成本曲线加速向下突破，也迫使多晶技术路线增加技术投入跟进金刚线切割以回应单晶产品技术进步所带来的产品和价格上的竞争。根据彭博新能源财经数据，全球平均的光伏度电成本在 2017 年中降至 80 美元/兆瓦时，显着低于海上风电、中国天然气发电的度电成本，并非常接近陆上风电的度电成本。而根据美国投行 Lazard 对于全球光伏度电成本的测算，地面电站的度电成本已与陆上风电无异（风电：45 美元/兆瓦时，光伏地面电站：49.5 美元/兆瓦时），而工商业屋顶分布式光伏的度电成本则处在较大的可变区间。若将区域性发展的政治环境，借贷成本纳入考虑，自 2016 年中开始，我们已经持续观察到国际光伏项目成本屡创新低。以沙特 Sakaka 项目为例，300 兆瓦项目中标电价已低至 1.79 美分/千瓦时，折合人民币 0.118 元/千瓦时，远低于目前中国的火电电价。

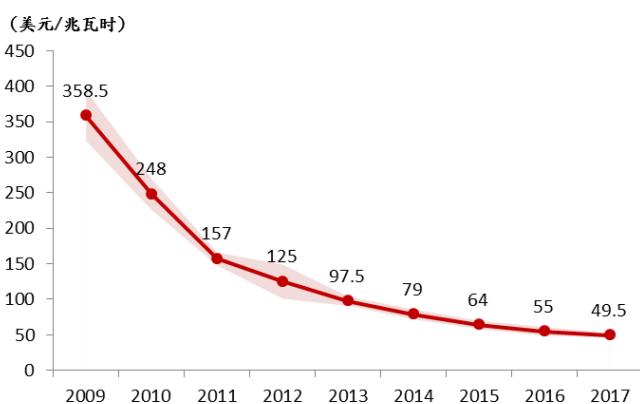
根据行业发展的技术路线储备，我们认为中国的光伏制造业在硫化床反应制造多晶硅、连续直拉单晶，铸锭类单晶、PERC 技术多多方面仍然具备进一步提高效率，降低成本的潜力。基于上述技术所带来的技术及成本进步，以及对于中国光伏运营商更低的项目融资成本预期，我们认为 2020 年光伏电站实现“发电侧”平价上网能够实现。据此，光伏行业的市场前景将逐步扩大。

图 133：光伏发电度电成本已低于海上风电、中国天然气发电



资料来源：彭博新能源财经、招银国际

图 135：Lazard 测算光伏地面电站度电成本均值已降至 49.5 美元/兆瓦时



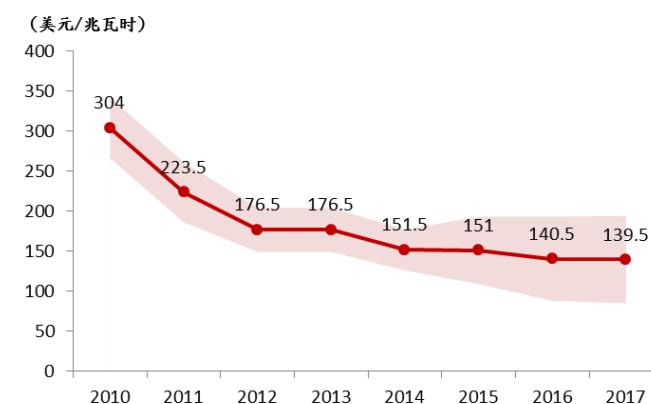
资料来源：Lazard、招银国际

图 134：Lazard 对于风电度电成本测算表明 2017 年风电度电成本均值在 45 美元/兆瓦时



资料来源：Lazard、招银国际

图 136：Lazard 测算工商业屋顶分布式度电成本均值在 139.5 美元/千瓦时，并且成本区间在较宽幅度



资料来源：Lazard、招银国际

图 137：国际光伏项目中标电价屡创新低

项目国	项目名称	日期	项目规模 (兆瓦)	中标电价 (美分/千瓦时)	折合人民币 (人民币/千瓦时)	运营商	计划 投运日期
沙特	Sakaka	2017/10	300	1.79	0.118	MA SDAR, EDF	2019
阿联酋	Sweihan	2016/9	1180	2.42	0.160	丸红株式会社，晶科	2019
智利	n/a	2016/8	120	2.91	0.192	Solarpack	2019
阿联酋	Sheikh Maktoum光伏园	2016/6	800	2.95	0.195	DEWA	2020

资料来源：新闻资料，招银国际整理

分布式装机量爆发式增长

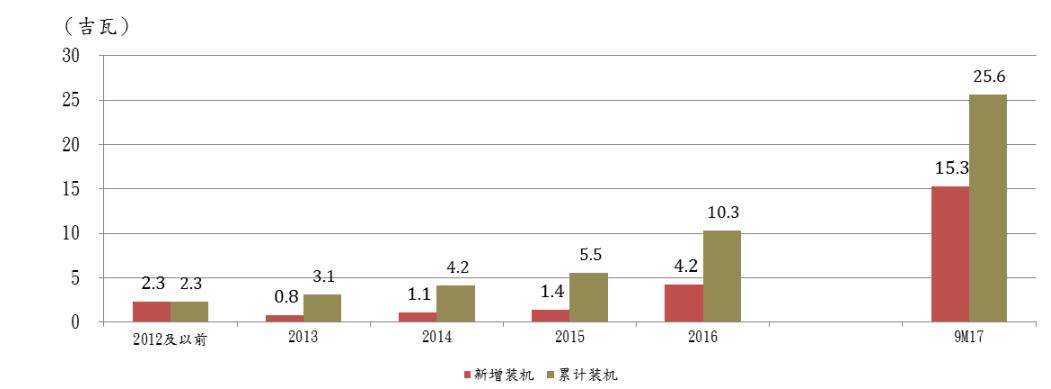
由于大型地面电站项目竞争加剧，光伏标杆上网电价持续面临下调以逐步达到国家平价上网目标，地面电站项目的投资回报水平明显下滑，体现了国家对于大型地面项目扩张的控制。过去三年，分布式项目补贴维持人民币 0.42 元/千瓦时，将逐利资本引入了分布式光伏市场。历经多年不温不火的分布式光伏市场在 2017 年迎来爆发式增长。能源局数据显示，前 9 个月新增分布式光伏装机 15.3 吉瓦，同比增长超过 300%。我们相信火热的分布式市场受三项因素带动：1) 在光伏产品价格明显下降后，分布式项目已有较好的盈利水平，由此带动项目发展；2) 历史累积的分布式项目（主要是工商业项目），在未来分布

式项目调价预期下得到集中释放；3) 户用光伏项目在光伏扶贫、组件供应商销售渠道向乡镇下沉等大面积市场推广后迅速启动。

从项目拓展的角度，我们相信 2017 年工商业屋顶项目是分布式市场主导。此外，项目开发不断扩大的光伏扶贫项目，从商业模式以及市场推广两方面为乡镇户用光伏的发展打下了良好的基础。另外，由于分布式光伏项目开发为备案制，行政上不需要主管机构的指标及审核便可获得项目补贴，也为项目开发创造了便利的条件。我们相信，项目方式灵活多样，规模可变，投资金额较为适宜，以及维护操作方便简单的特性，使分布式光伏在广大的农村及乡镇户用市场具备非常广阔的前景。

展望 2018 年，我们判断分布式补贴将大概率下调。结合光伏产品成本下降趋势，以及国家有意继续扶持分布式产业的发展，我们认为分布式市场增长仍将持续，并且户用光伏市场将成为 2018 年备受期待的光伏应用市场。我们认为户用市场的发展将朝向“家用电器化”。

图 138：分布式光伏在 2017 年呈现爆发式增长



资料来源：能源局、中电联，招银国际

图 139：2018 年分布式项目或将面临补贴退坡，目前补贴退坡的方式和标准尚未明确

	2017 以前	2016 年征求意见稿	降幅	2018 市场预期*	降幅
1类地区	0.42	0.2	-52.4%	0.3	-28.6%
2类地区	0.42	0.25	-40.5%	0.3	-28.6%
3类地区	0.42	0.3	-28.6%	0.3	-28.6%

资料来源：发改委、能源局、招银国际

备注：市场预期分布式电价补贴将有可能 1) 调整至人民币 0.3 元/千瓦时，或 2) 按季度分步调整，具体的调整幅度暂不明确。

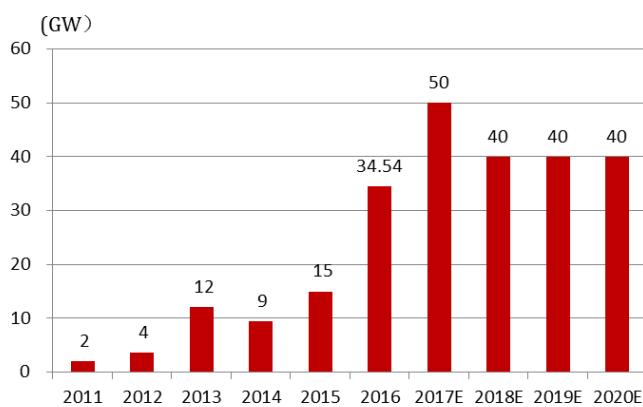
国际市场快速扩张

随着成本下跌和技术进步，除了在中国受惠于固定电价补贴带来良好的市场发展以外，我们认为光伏能源在国际市场的竞争力与日俱增。与火电、风电等其它电力供应方式对比，我们认为项目周期短，维护简便，以及实施门槛较低等多项特点，使光伏能源在新兴市场国家的发展备受青睐。纵观国际光伏装机需求，除中国、美国、日本、欧洲以外，东南亚国家如印度、越南，南美洲国家如巴西、智利等已对光伏电站产生了非常浓厚的兴趣。其中印度更是制定了非常激进的目标，要在 2022 年实现光伏装机 100 吉瓦。

展望 2018，市场对于需求仍然维持有波动预期，但我们对此并不担忧。基于性价比角度，我们认为光伏能源已达到大规模应用的临界点，倘若需求波动带来价格下跌，我们相信光伏需求将迅速扩大。此外，我们认为中国市场对于分布式光伏商业模式的探索及成功经验有望向海外市场快速输出，这也将有助于发展中国家通过光伏项目发展满足快速增长的电力需求。

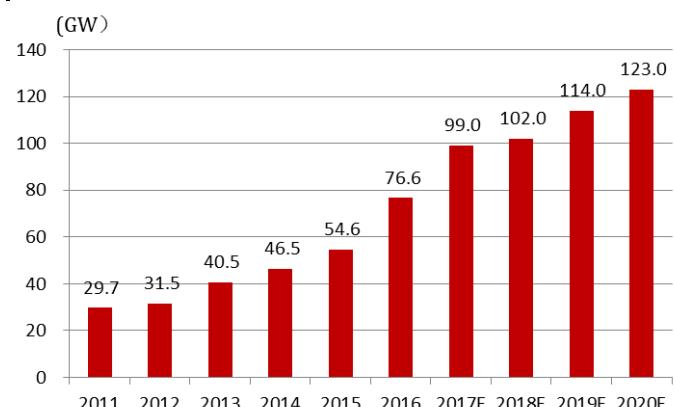
从中国市场角度，我们预测 2017 年实现新增光伏装机 50 吉瓦，并保守估计，2018-2020 年市场规模维持稳定于 40 吉瓦左右。基于国际市场快速发展的判断，我们预测 2017 年全球光伏装机市场规模达 99 吉瓦，并且判断 2018 年，海外新兴市场的发展将足以覆盖中美两国可能出现的潜在需求波动。保守估计，我们判断 2016-2020 年光伏需求年均复合增长率可达 9.9%。

图 140：中国光伏装机



资料来源：EPIA、招银国际预测

图 141：全球光伏装机



资料来源：EPIA、招银国际预测

市场渠道拓宽，价值重估将获持续

基于我们对于光伏行业的理解，我们认为光伏下游市场有望以较高的增速持续扩大。尽管产品售价处于下降通道，我们仍然认为，当光伏能源实现与传统能源平价，市场规模的扩张将显着快于产品价格的下跌。面对这样的行业格局，我们偏好成本领先，产能投放节奏有望跟上市场需求的光伏上游制造企业，在产品供需较为平衡的状态下，2018 年有望通过产能释放和较高的出货量增长获益；中游电池片及组件环节，我们认为技术和价格竞争将维持较为激烈态势；至于下游电站开发上，则继续受到补贴发放迟缓制约，有待绿证和配额制以及相关政策进一步落地。随着下游需求剧增，2017 年我们已经明显观察到光伏板块企业启动价值重估。步入 2018，我们认为光伏行业价值重估有望持续。在港股的光伏上游板块的上市企业之中，我们的行业首选为信义光能（968 HK），其次建议重点关注保利协鑫（3800 HK）。

图 142：光伏板块自 2017 年 6 月启动价值重估，前瞻性估值依然落后恒指

资料来源：彭博、招银国际证券

注：光伏行业代表性企业选自有分析员覆盖的 7 家港股上市企业，包括：保利协鑫(3800 HK)、信义光能(968 HK)、北控清洁能源(1250 HK)、协鑫新能源(451 HK)、福莱特玻璃(6865 HK)、兴业太阳能(750 HK)，以及新特能源(1799 HK)

图 143：港股上市光伏可比公司

公司名称	代码	市值 百万港元	股价 (港元)	目标价 (港元)	评级	PER			PBR		
						16A	17E	18E	16A	17E	18E
保利协鑫	3800	26,395	1.42	1.81	买入	9.7	10.1	9.5	1.1	1.0	0.9
信义光能	968	20,638	2.78	3.48	买入	9.9	8.5	7.7	2.7	2.3	2.0
北控清洁能源	1250	16,517	0.26	N/A	未评级	N/A	13.0	8.8	N/A	2.2	1.8
协鑫新能源	451	11,826	0.62	0.60	买入	28.2	12.7	9.0	2.1	1.4	1.1
熊猫绿能	686	9,816	1.03	N/A	未评级	N/A	18.6	15.9	N/A	N/A	N/A
新特能源	1799	9,321	8.92	N/A	未评级	N/A	6.7	6.0	N/A	0.8	0.7
江山控股	295	4,564	0.305	N/A	未评级	N/A	25.8	11.7	N/A	N/A	N/A
协合新能源	182	3,037	0.35	N/A	未评级	4.7	4.6	3.9	0.5	0.5	0.4
福莱特玻璃	6865	2,772	1.54	N/A	未评级	4.0	4.7	3.7	0.7	0.6	0.5
兴业太阳能	750	2,260	2.71	N/A	未评级	3.9	5.4	4.7	0.4	0.4	0.4
平均						10.1	11.0	8.1	1.2	1.1	1.0

资料来源：彭博、招银国际

中国风电板块 - 静候佳音

中国风电板块，有别于光伏板块装机量高速增长的红火，2017 年陷入了一片闷局。根据能源局发布前三季度风电并网运行情况显示，2017 年前三季度全国新增并网容量仅 9.7 吉瓦，不及我们全年新增装机预测的 50%。我们认为，风电装机明显受到了政策层面收紧的影响。为了着力解决弃风问题，国家能源局在年初发布了“2017 年度风电投资检测预警结果”并将内蒙古、黑龙江、吉林、宁夏、甘肃、新疆（含兵团）列为风电开发建设红色预警区域，并停止了“红 6 省”区域新建项目的核准、并网以及发电许可。此外，中东南部地方政府在中央环保督查的压力下提高了项目环评要求，同时对植被恢复采取了更为严格的态度，也对风电运营商的项目开发形成了制约。所幸弃风限电情况明显好转，2017 年 1-9 月平均利用小时为 1386 小时，同比增加 135 小时，弃风电量 29.55 太瓦时，同比减少 10.3 太瓦时，弃风率同比下降 6.7 个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。随着政策导向的调整，我们认为风电行业在短期内将从大规模集中开发专项集中式和分布式并举态势。在风电项目补贴的发放上，因可再生能源补贴资金存较大缺口，我们亦观察到补贴发放变得较为迟缓。展望 2018，我们认为风电行业需要待分布式风电发展、绿证交易以及配额制政策破题落地作为契机以扭转颓势。

限电好转并未完全反应

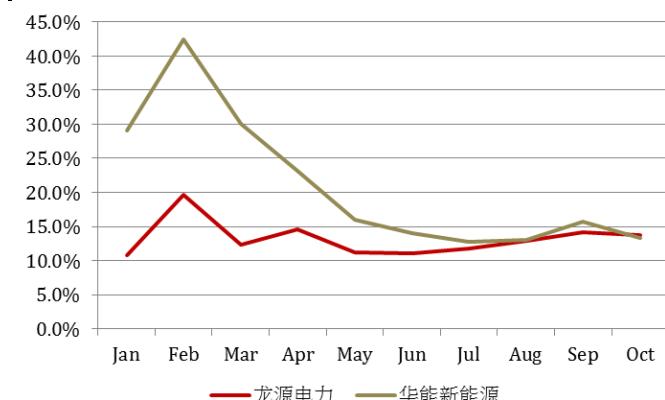
2017 年，我们认为风电投资的主题在于限电改善。根据我们所跟踪的风电上市企业数据，2017 我们持续观测到风电限电情况有明显改善，装机量领先的两家风电运营商，龙源电力（916 HK）限电率自年初 19.0% 持续录得下跌，到 10 月已下降至 5.9%；华能新能源（958 HK）限电率已自 2016 年全年 9% 自 2017 年 6 月起控制在 6% 左右。预计全年的限电率改善能够达到 3 个百分点以上，限电率改善超出预期。然而从发电量表现来看，我们认为上市企业的运营数据并没有完全反应限电改善所带来的发电量提升。纵观前 10 个运营数据，我们认为主要风电上市运营商的发电情况仅反应了装机容量的增长，而部分月份的风况不佳则侵蚀了限电改善所带来的发电增幅。展望 2018，尽管受到各项因素影响风电运营商的新增装机明显下滑，我们认为在用电需求维持强势的情况下，若风况提升，较低的限电率仍然能够带来发电量提升。

图 144：龙源电力及华能新能源 2017 年以来月度限电率明显改善



资料来源：公司资料、招银国际

图 145：龙源电力及华能新能源 2017 年风电按月累计发电量同比

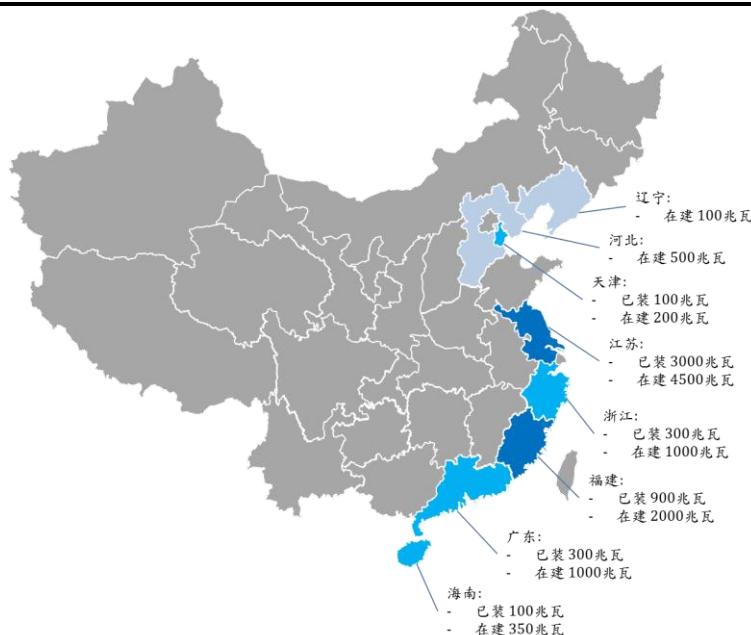


资料来源：公司资料、招银国际

海上风电：发展起速

过去数年，海上风电的发展一直较为迟缓。根据中国风能协会数据，截止 2015 年，累计海上风电装机仅为 1,040 兆瓦，只实现了中国十二五目标的 20.8%。自从 2016 年开始，海上风电发展较为迟缓的局面开始改变，因为 1) 陆上风电项目受限电影响对新增装机带来限制；2) 海上风电电价维持较高水平，近海/潮间带项目度电电价分别为人民币 0.85/0.75 元；3) 海上风电装机及海工船只工程技术持续改进；以及 4) 海上风电项目由多部门多头管理的项目审核程序有所简化。2017 年，海上风电开发速度明显加快。在风机设备的革新方面，针对海上工况设计的机型已经趋向更大型化，主流的风机厂商陆续推出 5-6MW 机型，以供中国海上风电的项目业主进行选择。在这个风电发展的细分市场，我们相信海上风电的发展趋势将持续高速增长。若要实现国家规划的 5 吉瓦并网装机规模，我们测算年均装机复合增长率需要达到 15%。在我们的研究领域中，我们相信龙源电力（916 HK）和金风科技（2208 HK）将会是海上风电发展的主要受益者。

图 146：十三五期间各沿海省份的海上风电发展计划



资料来源：国家发改委，能源局，招银国际

图 147：海上风电专业化海洋工程船只数量统计自 2016 年开始投放量增加

序号	船东	船只名称	吊装载荷 (吨)	交付日期	船型	制造商
1	龙源振华	龙源振华1号	800	2011/06	起重船	振华重工
2	龙源振华	龙源振华2号	800	2014/06	自升式平台	振华重工
3	华电重工	华电1001	700	2014/09	自升式平台	振华重工
4	中交三航	风范号	2x1200	2009	双臂架变幅起重船	山东乳山市造船公司
5	普丰海洋工程	Torben	1,000	2015/03	自升式平台	韩国大宇造船海洋工程
6	中交三航	风华号	1,000	2016/03	自升式平台	振华重工
7	中交三航	三航工5	1,000	2016/03	坐底式安装船	振华重工
8	广东精铟海洋工程	KOE01	800	2017/05	自升式平台	广州黄埔文冲船舶有限公司
9	中铁福船海洋工程	福船三峡	1,000	2017/06	自升式平台	厦门船舶重工
10	龙源振华	待定	2,000	在建	自升式平台	振华重工
11	尚和海工	待定	1,200	在建	自升式平台	中船重工

资料来源：新闻报道，招银国际整理

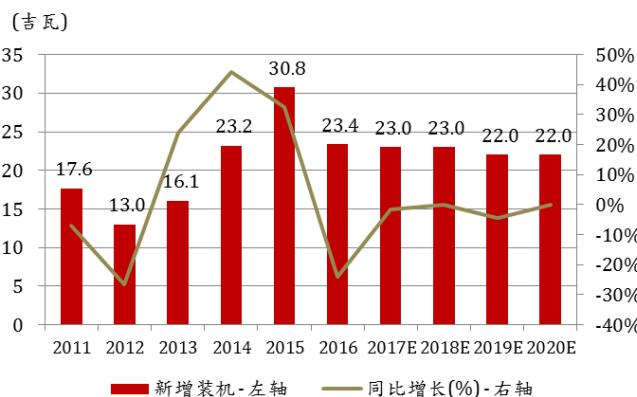
分布式风电：新路启航

随着风机技术的进步，风机设备对于风速的要求要逐步拓宽。可利用风资源从过往的6米/秒降低到了5米/秒甚至以下，不断刷新可实现经济性开发的最低风速，也有效降低了风资源门槛。根据国家气象局最新的资源评估结果显示，全国在80米高风资源技术开发量从3,500吉瓦增加到了4,200吉瓦，其中中东南部的19省/市由300吉瓦增加到了1,000吉瓦，显示在靠近能源消费负荷的地区，仍然有非常丰沛的风资源有待开发。在风电开发运营商思维从三北地区集中开发，转向中东南部地区发展以后，由于中东部地区多以山地丘陵为主并且人口密集的特点，大规模集中开发难以为继。分布式风电将为中东南部地区的风电开发开辟新的道路。相比分布式光伏的大规模拓展，目前分布式风电还存在着项目开发主体过于单一（集中在国有企业），同时还面临着土地权属问题以及环保植被等因素的掣肘。2017年，国家能源局已就分布式风电要求加快推进，并且河南省已率先就分布式风电作出项目核准。展望2018，我们认为将会有更多的配套政策出台，就分布式项目的规划、选址、土地权属、以及市场化交易模式作出细化。我们预料，有关政策将会使风电产业走出闷局，转向新的发展道路，重回活跃。

静候佳音，盼政策带来刺激破局

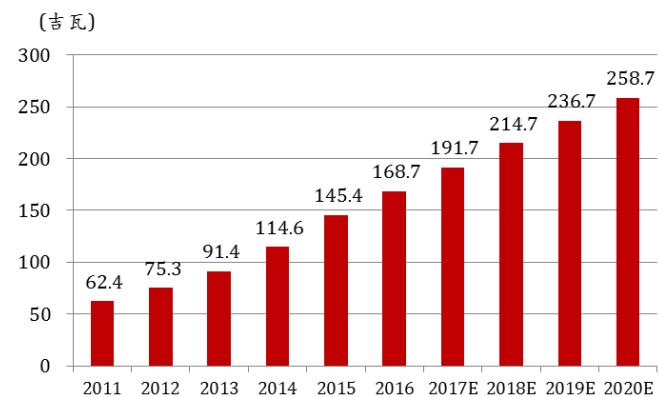
基于我们对于中国能源结构低碳化改革的理解，以及风电将对中国未来新增电力需求扮演重要角色的认识，我们认为风电行业的发展趋势不可逆转。短期之内，中东南部的风电项目仍需理清更加明确的分布式开发模式、土地、电网接入、以及电力销售市场化的具体政策支持。此外对于绿证和配额制政策进一步推进，也有望对目前略显沉闷的风电市场格局带来有益变化。我们判断，十九大以后随着顶层设计主导的能源思路，政策和人事逐步落地，将对风电上市企业的估值水平带来刺激，龙头企业也将获得价值重估的机会。基于风机销售市场竞争趋于激烈的判断，我们更加偏好下游龙头的风电企业。我们建议配合政策的趋势关注装机量领先的风电运营商，如龙源电力（916 HK）和华能新能源（958 HK）。

图 148: 我们预测未来几年风电装机保持平稳



资料来源：国家能源局、招银国际证券预测

图 149: 中国累计风电装机持续增加



资料来源：国家能源局、招银国际证券预测

图 150：风电板块行业前瞻性估值水平持续低于恒生指数。



资料来源：彭博、招银国际

图 151：港股上市风电可比公司

港股上市公司	代码	市值 百万港元	股价 (港元)	目标价 (港元)	评级	PER			PBR		
						16A	17E	18E	16A	17E	18E
龙源电力	916 HK	43316.14	5.39	7.05	买入	10.2	9.4	7.9	0.9	0.8	0.8
金风科技	2208 HK	65423.28	11.46	9.27	持有	11.3	11.2	10.8	1.9	1.5	1.4
华能新能源	958 HK	26522	2.51	3.14	买入	7.8	7.0	6.2	1.0	0.9	0.8
华电福新	816 HK	15975.13	1.9	2.38	买入	5.8	6.5	5.6	0.7	0.6	0.6
中国高速传动	658 HK	15747.86	9.63	N/A	未评级	11.4	13.2	13.0	1.2	1.1	1.0
中国电力新能源	735 HK	5161.855	4.35	N/A	未评级	N/A	N/A	N/A	0.6	0.5	0.5
大唐新能源	1798 HK	6910.016	0.95	N/A	未评级	20.6	9.7	7.5	0.5	0.5	0.5
新天绿色能源	956 HK	7356.018	1.98	N/A	未评级	12.9	7.4	6.4	0.8	0.7	0.6
中广核新能源	1811 HK	4848.631	1.13	N/A	未评级	6.6	11.1	10.3	0.8	0.9	0.8
协合新能源	182 HK	3036.878	0.35	N/A	未评级	4.7	4.6	3.9	0.5	0.5	0.4
平均						10.1	8.9	8.0	0.9	0.8	0.8

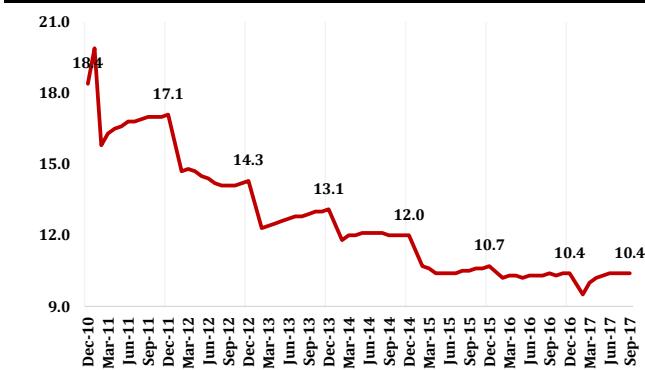
资料来源：彭博、招银国际

中国消费板块**优于大市**

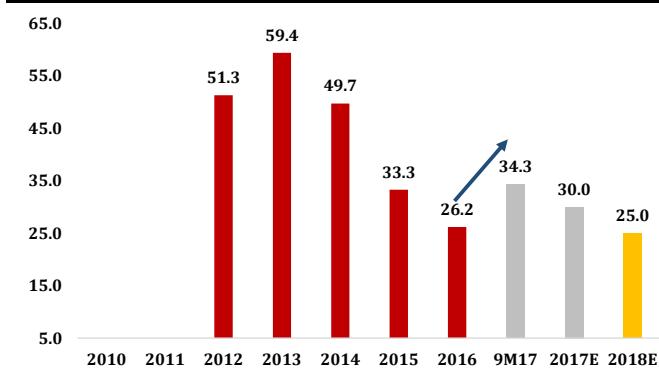
分析师：胡永匡 - walterwoo@cmbi.com.hk

期待已久的中国消费行业转折点**一) 2017年或是7年来首次增速不再放缓。关键词：财富效应**

中国消费行业在2017年见底。我们看到中国零售销售增速从17年的1月的9.5%开始反弹，然后逐渐回升到17年1-9月累计的10.4%，大致跟去年持平。我们认为2017年有可能成为7年来首次增长速度不再放缓的一年。在这个转折背后，有三大驱动因素：1) 2015年下半年起房价升值带来的财富效应，2) 2016年第4季度经济增长出现回暖所带动的消费信心提振，3) 人均收入增长重拾加速。

图 152：中国零售额（累计）增长

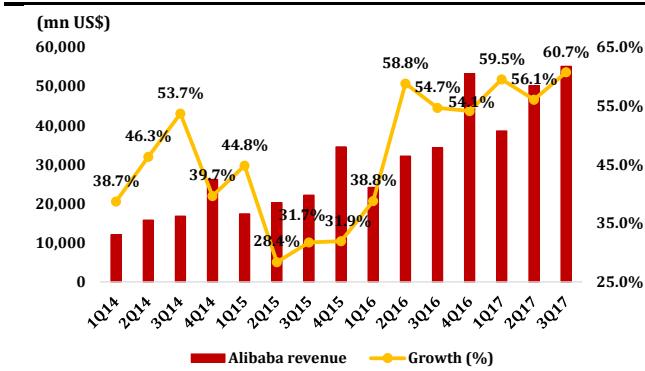
资料来源：中国国家统计局，招银国际

图 153：中国线上零售额增长

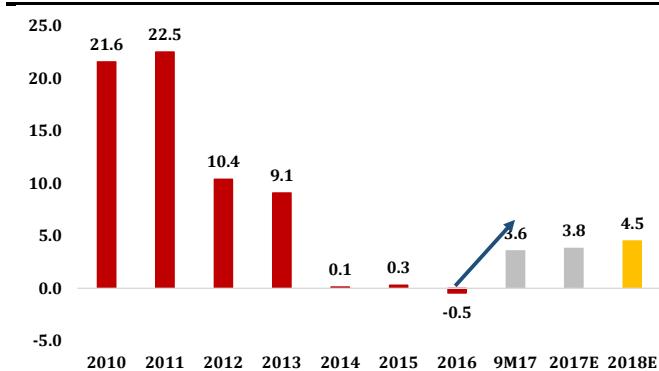
资料来源：艾瑞咨询，中国国家统计局，招银国际预测

1. 线上和线下零售销售同时加速，微观数据比宏观数据更为强劲

微观的数据非常强劲。我们观察到，微观的数据比全国的零售销售情况更为稳健，尤其利好各行业的龙头，事实上，2017年到目前为止，不论线上和线下，都交出了一个令人非常眼前一亮的趋势。尽管去年的基数已经较高，但线上零售销售增长率仍然从2016年的26.2%加速至17年9月的34.3%，今年阿里巴巴也上调了全年的增长指引亦可以看出。同时线下的增长数据也在加速，百大零售商的销售增长率亦自2014年以来三年来首次出现反弹，尽管只是从0增长反弹至低单位数的水平。

图 154：阿里巴巴的收入和增长

资料来源：公司数据，招银国际

图 155：中国百大零售商销售额增长

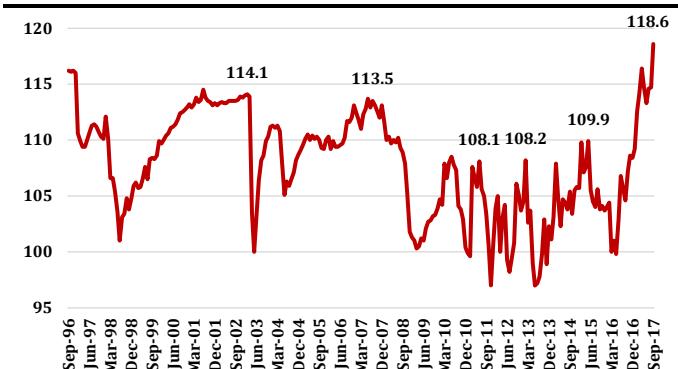
资料来源：中国国家商业信息中心，招银国际预测

2. 主要驱动因素：财富效应以及消费者信心的复苏

事实上，目前的消费信心是 20 年来最高的。实际上，目前中国消费者是非常乐观和有信心的，甚至超越了 2007 年和 1996 年高水平，他们非常愿意掏出钱包去花费。

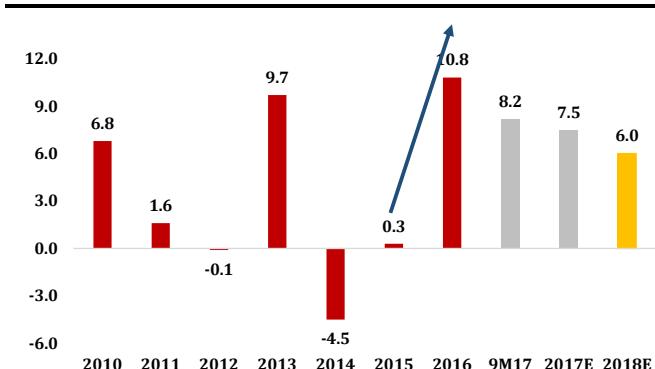
房价飙升是财富效应的主要触发因素。作为财富的一部分，固定资产如房屋占据住重要的地位，2015 年起一线城市的房价开始上涨，在 2016 年二线城市开始跟随，二者都分别较 2014 年底起累计大涨了不少于 40% 和 20%。考虑到买房时的贷款比例（50% 到 90% 不等的借贷），其价格升值加上杠杆效应可以有效地将房产所有者的财富增加一倍到几倍，因此我们认为财富效应在 2016 年和 2017 年的出现是非常容易理解的。

图 156：中国消费者信心指数



资料来源：中国国家统计局，招银国际

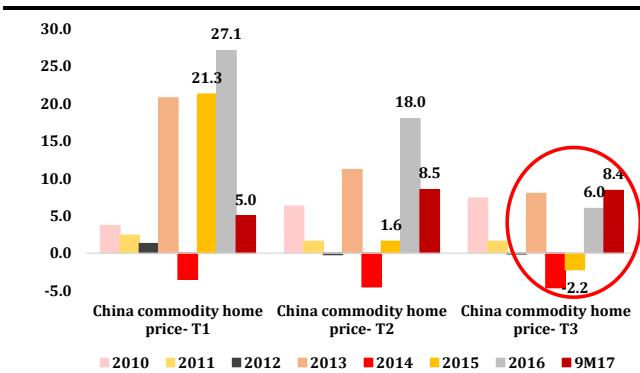
图 157：中国房价--70 个大中城市房价指数增长



资料来源：中国指数研究院，招银国际预测

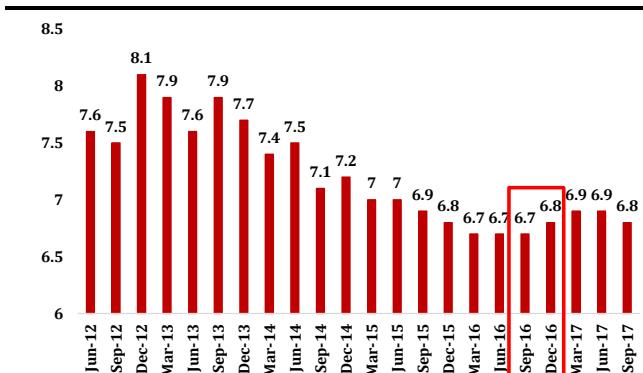
三线城市房价可能继续上涨。有趣的是，近年来三线城市的房价打破了和一二线房价同步升跌的规律，在 2015 年和 2016 年的平稳发展后，在 2017 年开始火热，并走出了上涨的行情，我们认为这是受惠于 1) 购买力因为一二线城市价格渐趋高昂而外溢并转移到三线城市，2) 一二线城市的土地出让量日趋紧张，开发商竞争加剧，而三线城市相对来说推出的地块数量更多，也吸引了大量品牌开发商的入住，有效拉升这些城市楼盘的档次和价格。

图 158：中国 70 个城市价格指数增长，分线城市



资料来源：中国指数研究院，招银国际

图 159：中国 GDP 季度增长



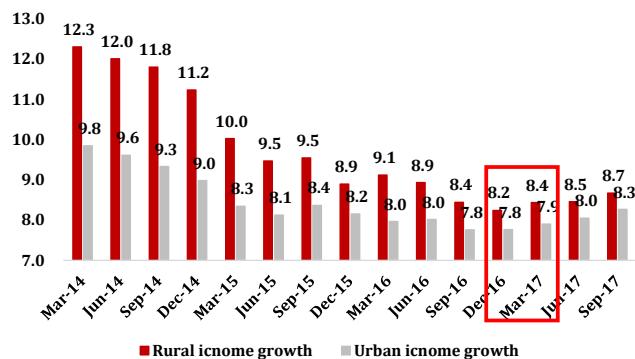
资料来源：中国国家统计局，招银国际

受惠于 GDP 增长和收入增长的重新加速，消费者重拾信心和消费意欲。除房价上涨之外，2016 年第 4 季度中国季度 GDP 增速也有所回升，达到 6.8%，较 2016 年第 1 至第 3 季的 6.7% 改善，农村和城乡地区的收入增速也有所回升，从 2016 年第 4 季的 8.2% 和 7.8% 加速到 2017 年第 1 季的 8.4% 和 7.9%，然后这上升趋势至目前的第 3 季，都仍然在持续。

其实此前的工业利润增长已有一定的指标性，暗示了企业层面的基本面在改善。事实上，工业利润的增长早在2016年第1季度已经从负转正，并且在第3季度起加速了，这也反映出企业层面转趋乐观，亦解释两季度后人均收入的增长加速。

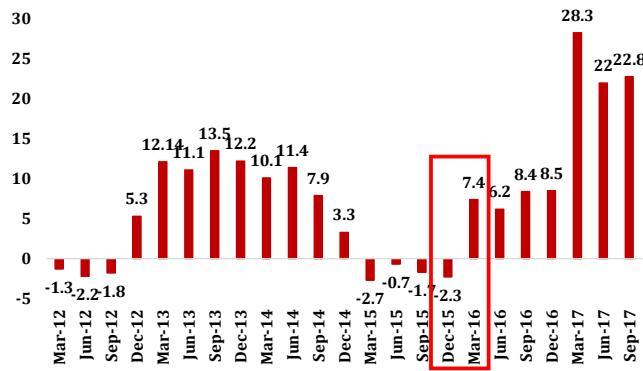
近年来中国财富的增长累积都较收入为快，可花费的钱肯定越来越多，最为担心的只是缺乏消费信心，但2017年人民对未来的前景和情绪都较为乐观，强烈的提振了信心和消费。我们确实相信中国消费者（特别是中产阶级）过去几年在口袋里的财富增长绝对不少，亦比工资增长为快，唯独是缺乏消费的信心或意愿，因此今年像GDP增长加速的确大大燃起了消费的火花。

图 160：中国季度人均收入增长，城镇和农村



资料来源：中国国家统计局，招银国际

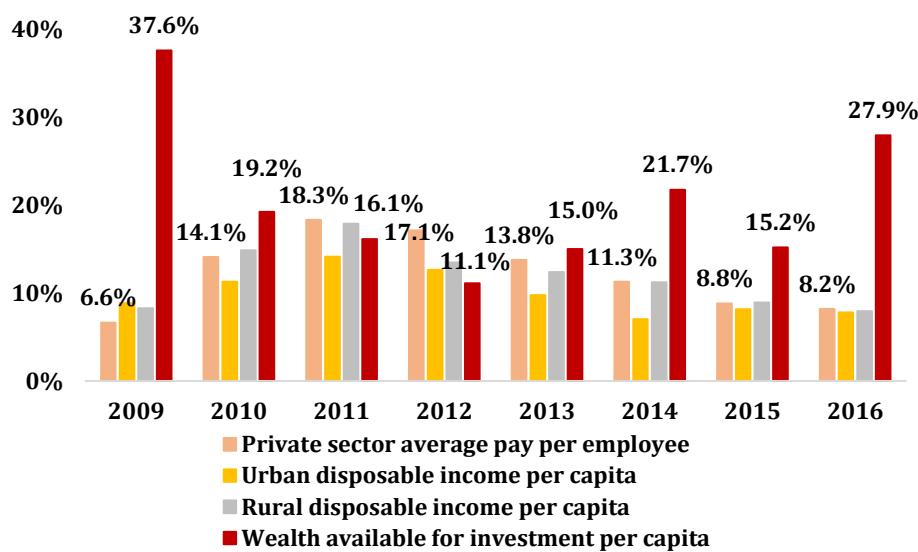
图 161：中国工业利润累积增长



资料来源：中国国家统计局，招银国际

2014-2016年财富增长快于收入增长，但在2017和2018年我们认为随着收入增长会加快，而可能令中间的差距缩小。根据招商银行发布的私人财富报告的数据，对于人均资产净值较高的一群，除了房价之外，其他金融类资产的增长在2014年至2016年3年的平均增长到在20%以上，远远快于中国人均收入的高单位数增长，说明较富裕的一群的消费力增强了不少，对2017年的消费板块复苏贡献相当之大，但在2017-2018年，我们预计中低层的人民收入增长会加快，而与财富增长速度的差距会有所收窄。

图 162：财富增长快于收入增长



资料来源：Wind,中国国家统计局，招商银行，招银国际

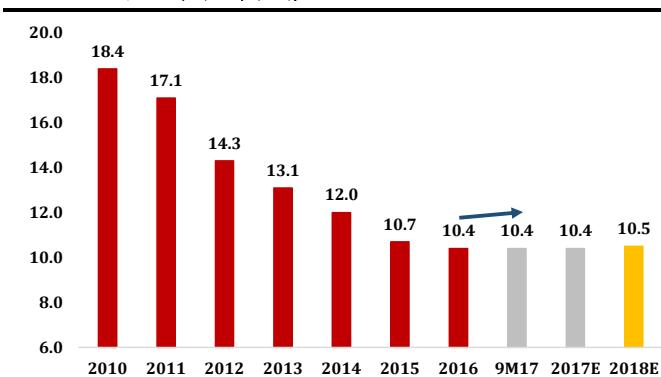
二) 短期趋势：2018年展望 - 大范围的复苏。关键词：大众消费

我们认为 1)2018 年中国零售销售增长可能会与往年持平或有轻微加速，并且预期 2)消费行业上有更大范围，以及更广泛的改善，而不是像 2017 年般较为集中和利好奢侈品和房地产相关像家电和家具的消费。值得注意的是，长线的消费趋势如 1) 人均收入提高带来的消费升级，2) 主力消费群体向 80 和 90 后转移而对优质化和个性化的追求更多，以及 3) 科技创新和电子化而令线上线和下销售和营销全渠道发展等都会持续产生作用。

我们对 2018 年的中国消费行业有“优于大市”的评级，并预期中国零售销售增长可能会持平或轻微加速

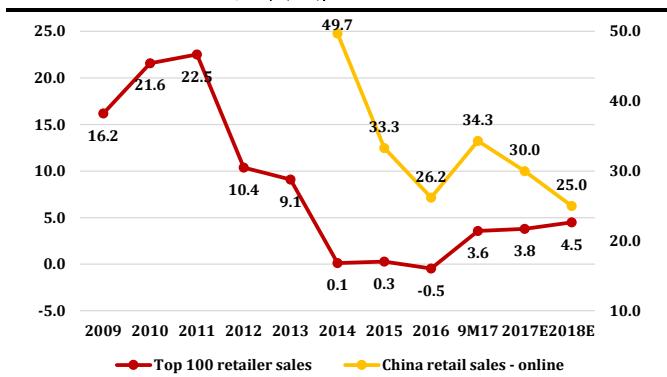
我们在 2018 年对中国消费行业有“优于大市”的评级，预期相比起 2017 年的 10.4% (目前估计)，2018 年的增速将保持在同样的高水平或者轻微加快至 10.5%。这也意味着线上销售的渗透率将从 2016 年零售销售总额的约 12.6% 水平上继续上升，但增长会稍为放缓一点点，从 30% 至 25%，但是线下的销售增长(中国百大零售商的数据)将从 3.8% 加速至 4.2%，受惠于近年来持续改善和更新产品和破格求变的服务，增加了更多和网购不同的，体验为本，如餐饮，家庭和儿童向，以及娱乐为主的服务。

图 163：中国零售销售增长预测



资料来源：中国国家统计局，招银国际预测

图 164：线上和线下销售增长预测

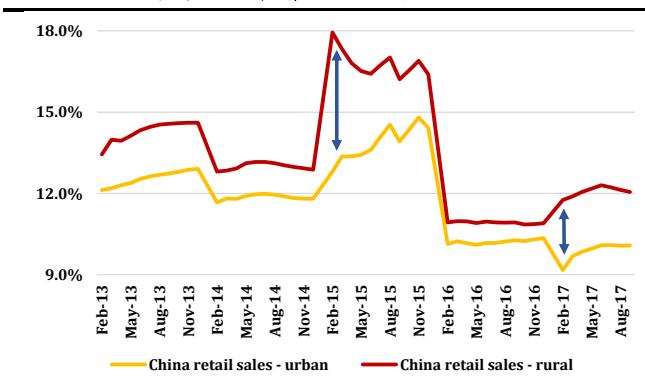


资料来源：中国国家统计局，招银国际预测

农村消费增长加快，对电子商务，大众品牌，旅游，娱乐和运动健身等将更为有利。根据我们的研究，农村消费者，在享受的收入增长的同时，会对电子商务/线上购物习惯有较高的倾向，也更有可能购买一个国产品牌，并且有更高的渴望到国内外旅游，也会逐渐提高生活水平，追求更多快乐和健康生活，亦会利好娱乐和运动健身类的消费。

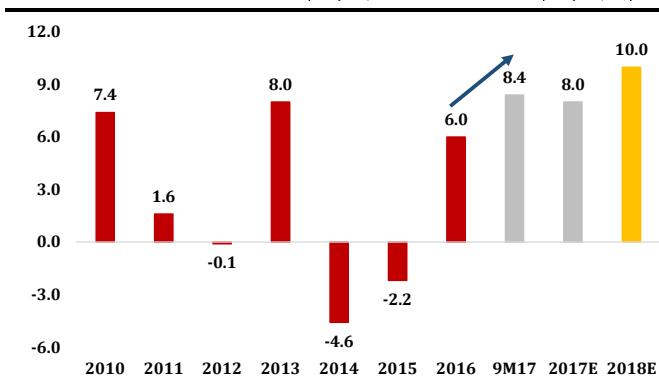
我们预计在 2018 年消费复苏将更为广泛，既有利于富有人群，又有利于中低层市民。预期在消费行业的分类中，零售销售增长应该更为更大范围，以及更广泛的利好，而不是像 2017 年般较为集中于利好奢侈品和房地产相关的商品。

图 165：农村消费近年增长较城镇快



资料来源：中国国家统计局，招银国际

图 166：中国 70 大中城市房价指数 - 三线城市房价增长



资料来源：中国指数研究院，招银国际预测

1. 收入增长回升是重要的原动力(尤其是农村的收入)，三线城市房价的上涨也会成为另一支柱

历史上来说，人均收入增长和零售销售增长非常相关。2017 年以来，人均收入增长明显复苏，绝对有望带动 2018 年的消费增长，而农村收入增长(近 10 年都比城镇要快)受企业投资发展向内陆下沉，增速势头强劲，与城镇差距或会拉高，所以未来农村收入对消费行业增长或会渐趋重要，加上三线城市的房价还是比较落后，在 2017 年才开始上涨，在 2018 年希望保持上升势头，并带动更多消费信心和增长。

图 167：人均收入增长是零售销售的驱动因素



资料来源：中国国家统计局，招银国际预测

图 168：工业利润增长和中国百大零售商销售额增长是正相关的



资料来源：中国国家统计局，中国国家商业信息中心，招银国际预测

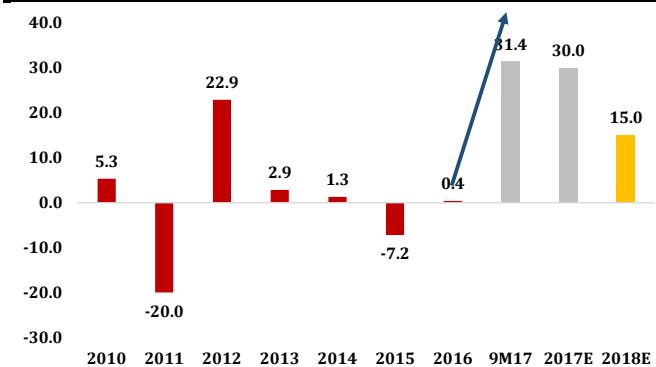
2. 利润增长是另一个重要因素，能牵动工人和老板阶层的消费意欲

另一个重要的因素是利润增长，这可能会大大影响工人和老板阶层的消费意欲。从历史数据上来看，工业利润增长的确和百大零售商的销售数据增长有比较正面的相关，在 2014 和 2015 年的 3.3% 和 -2.3% 增长后，百大零售商的增长在 2015 年和 2016 年亦为 0.3% 和 0.5%，但 2016 年工业利润增长有所改善后，到 9.4%，我们认为有助于恢复工人和老板阶层的信心和支出，百大零售商零售额增长亦反弹了，至 3.6%。自 2017 年前 9 个月以来，工业利润累计增长已经飙升至 22.8%，我们这对 2018 年消费增长的拉动作用非常乐观。

3. 房地产业市场的财富效在 2018 年可能会减弱，但股市却开始做好，指数不仅是香港的恒生指数，在中国的如沪深 300，今年以来，亦上涨了 20% 以上，或可带动部份的财富效应

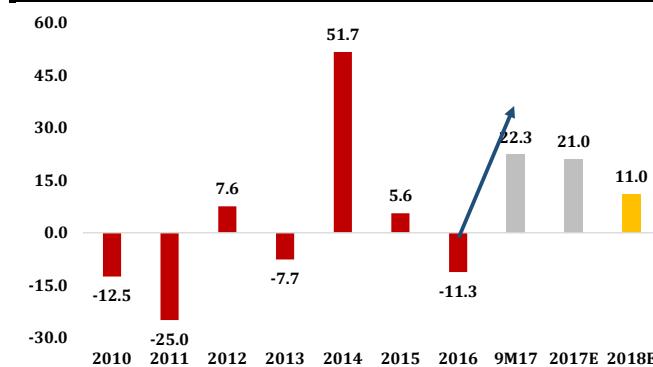
今年中国股市的优越表现也可以刺激消费信心和意欲。我们认为，H 股和 A 股指数在 2017 年都上涨超过 30% 和 20%，这都是可能有利于刺激消费意欲的，即使其财富效应的效力不如房地产市场来得更大，但仍然可以帮助填补一部分的消费增长引擎。

图 169：H 股 - 恒生指数表现



资料来源：香港交易所，招银国际预测

图 170：A 股 - 沪深 300 指数表现



资料来源：沪深证券交易所，招银国际预测

三) 按消费行业子板块的展望

整体而言，在2018年，在消费行业的子板块里，我们优先看好1) 旅游及酒店类，受惠于旅游意欲的提升及过去两年行业整合后需求开始大于供应，这亦包括香港零售商和澳门博彩类，2) 服装类（包括男装，女装和内衣），尤其是产品质量近年有长足改善的和电商业务成长快速的，3) 餐饮类，特别看好中高档/连锁品牌和越来越受欢迎的品类如火锅等，4) 体育用品类，尤其是2018年新产品阵容强劲和有新收购品牌推动增长的，5) 婴童产品类，特别利好高端品牌和设计领先的。

另外，我们也喜欢1) 购物中心或购物中心化的百货，尤其是重资产型(拥有大量自有物业的)，2) 奢侈品牌，受惠于需求持续改善，但估值上升空间较少，但必须在该板块更重视选股。

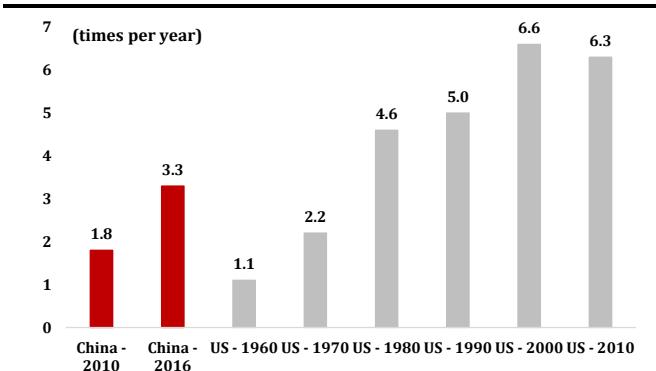
我们对1) 家电类，2) 家具类，都有中立的观点，因为我们担心房地产面积销售增速减慢和原材料价格成本持续上升的压力，以及3) 电影行业都有中立的看法，因为新戏院供应仍然快速，令平均每间戏院的营运利润备受压力。

1. 旅游及酒店（行业首选，受惠于旅游支出和意欲的提升，优于大市）

旅游业将会是2018年利润增长强劲的一个行业。短期内，由于工业利润增长大幅提升，人均收入增长也重新加速，我们认为，更多的消费者会愿意出外旅游，并会提高预算支出。而长远来看，中国人对比美国人的渗透率(每年旅行次数)仍然有很大差距，目前正在落力追赶。重点关注：锦江酒店（2006 HK，未评级）。

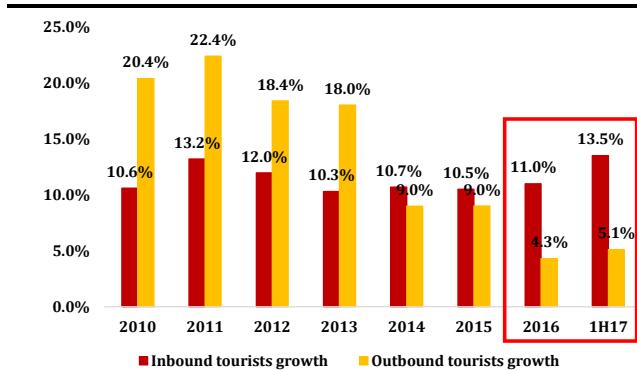
酒店业才刚刚进入2-3年的上升周期。酒店行业是我们2018年最为看好的子板块，是因为：1) 需求和供给的平衡日渐改善，酒店平均房价在2016年下半年开始了4年来的首次整体反弹已经足够说明，2) 而且中国星级酒店的数量在2014年到2016年其实正在下降的，3) 巨大的经营杠杆潜力（其中1/3的经营成本是相对固定的），我们亦预计连锁/品牌酒店继续获得更多的市场份额。

图 171：中国与美国每年的旅行频率



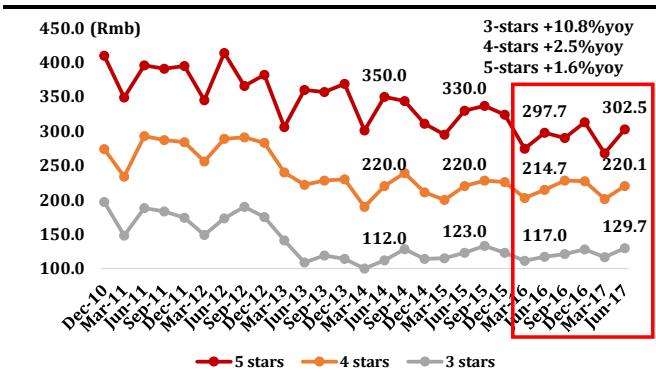
资料来源：中国国家旅游局，美国旅游咨询委员会，招银国际

图 172：中国入境和出境游客增长



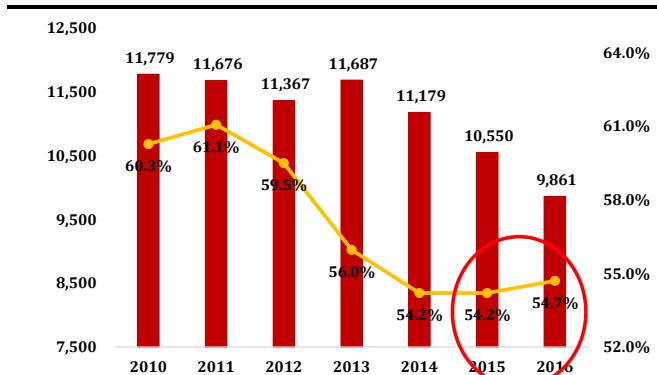
资料来源：中国旅游饭店协会，招银国际

图 173：中国酒店平均可出租客房收入(RevPAR)按星级



资料来源：中国旅游饭店协会，招银国际

图 174：中国酒店与行业入住率



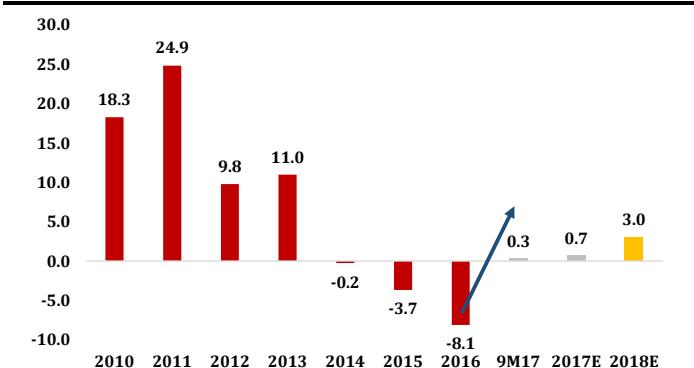
资料来源：中国旅游饭店协会，招银国际

香港零售销售和澳门博彩收益都正在持续复苏。澳门博彩收益增长于 2016 年下半年开始转正，并在 2017 年继续加速，而香港零售则稍为落后，但走势非常相似，因此我们预计 2018 年的趋势和数据将有持续反弹。

我们看好香港零售由于 1) 如无意外，或会有更利好的货币水平（人民币对美元不再贬值，而港元对日元和韩元亦不再升值），2) 2017 年基数较低（尤其是上半年），3) 游客的出游意欲（特别是中国）正在逐渐回归，以及 4)一些大型运输建设如港珠澳大桥和高铁等都有机会在 2018 年开通，5)最后香港本地需求也在回升。重点关注：利福国际（1212 HK，未评级）。

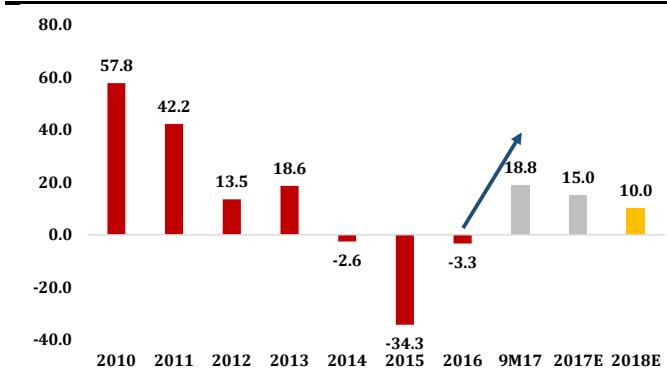
我们对 2018 年澳门博彩业也是看好的，因为 1) 新赌场的不断落成和开幕，如澳博“上葡京”、“美狮美高梅”和新濠的“沐梵世/Morpheus”等等，2) 中国反贪污力度的高峰或许在 19 大时期已经过去，3) 2018 年底“港珠澳大桥”建成后，交通运输得到加强，但同时也更为谨慎，原因是在 2017 年形成的高基数，博彩收益上升超过 20%，而且我们应该亦小心挑选选择个别的股份，比较看好大众市场贡献较高的赌场。重点关注：澳博（880 HK，未评级）。

图 175：香港零售销售增长预测



资料来源：香港政府统计处，招银国际预测

图 176：澳门博彩收入增长预测

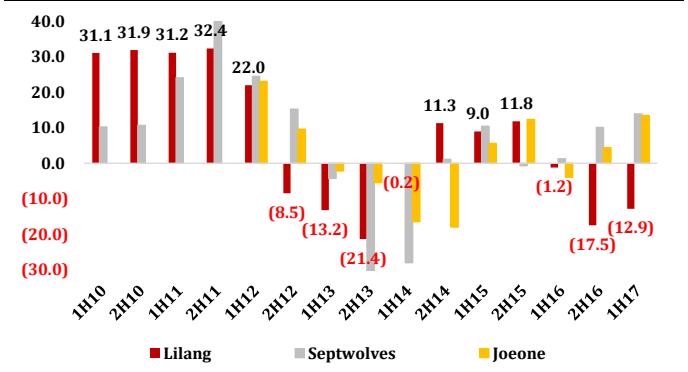


资料来源：澳门博彩监察协调局，招银国际预测

2. 服装（受惠大众消费升级，优于大市）

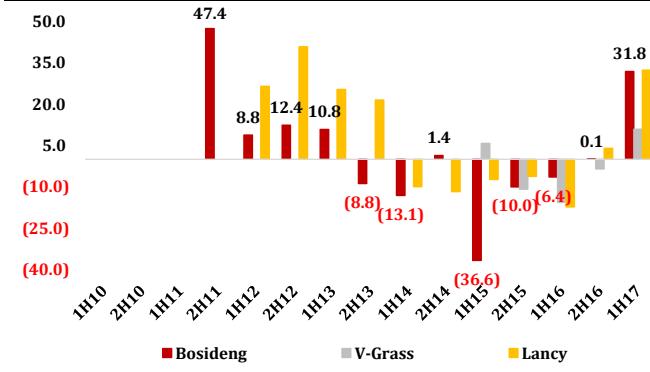
2018 年，我们对服装行业（男装，女装和内衣）看法乐观，因为 1) 2018 年是消费行业大范围复苏的一年，因此我们更看好大众消费定位的产品和品牌，而消费升级亦会加速，所以更利好品牌和产品质量都持续有改善的品牌，2) 电商增长飞快，各大品牌电商业务渐趋成熟，各个平台上都逐渐建立了稳固的地位，3) 行业整合已经到了稳定期，很大部分效率偏低的门店都已关闭，不少品牌 2017 年同店销售的轻微改善都反映了这个情况。重点关注：利丰（494 HK，未评级），JNBY（3306 HK，未评级）。

图 177：中国男装品牌销售额增长



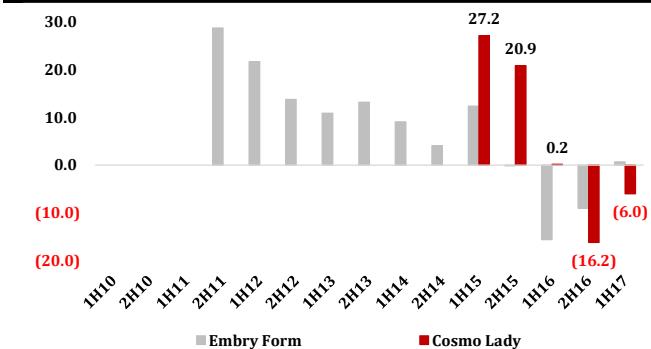
资料来源：公司数据，招银国际

图 178：中国女装品牌销量增长



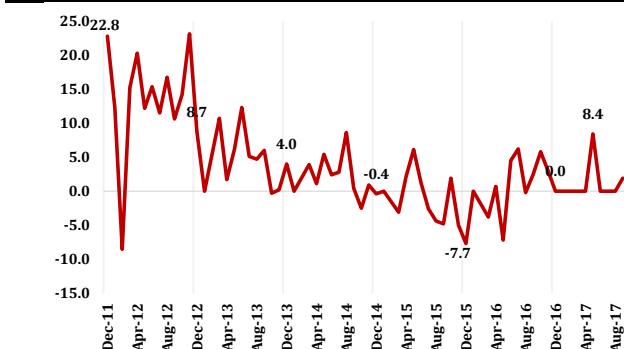
资料来源：公司数据，招银国际

图 179：中国内衣品牌销售额增长



资料来源：公司数据，招银国际

图 180：中国百大零售商服装销售额增长

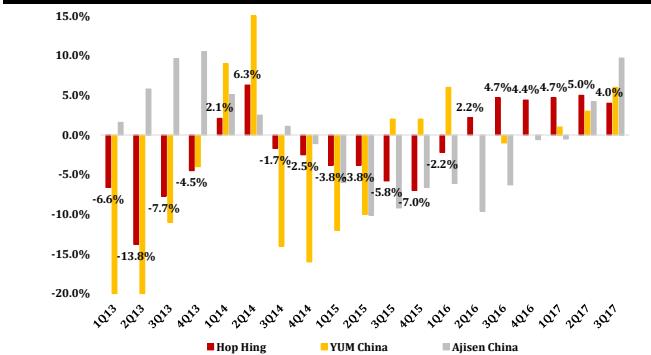


资料来源：中国国家商业信息中心，招银国际

3. 餐饮 (O2O/外送餐饮增长持续快速，优于大市)

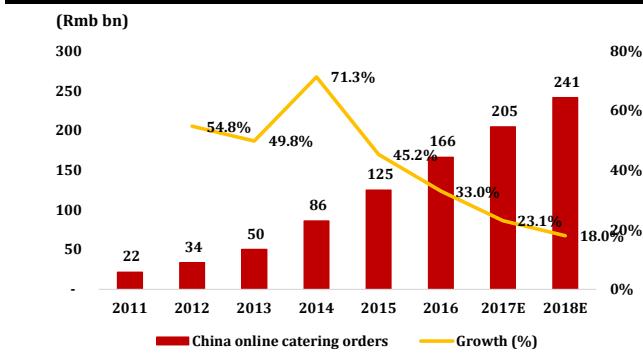
我们对 2018 年的餐饮业有正面的看法，因为 1) 在消费升级的背景下，外出吃饭是一个越来越流行的趋势，在家煮饭的比例正在下降 2) O2O / 外送餐饮的快速增长和渗透率的提高，因为叫餐的便捷程度快速提升，在 30 分钟内就能解决用餐饮需求，而味道和质素亦相当之高，越来越少消费者倾向在家做饭。未来我们特别看好中高档/连锁品牌和越来越受欢迎的品类如火锅等，去占据越来越多的市场份额。重点关注：颐海国际 (1579 HK, 未评级)。

图 181：中国品牌餐厅同店销售额增长



资料来源：公司数据，招银国际

图 182：中国 O2O / 外送餐饮销售增长

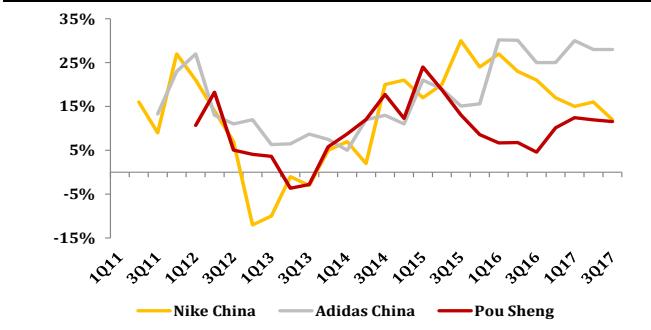


资料来源：艾瑞咨询，中国国家统计局，招银国际预测

4. 体育用品 (2018 年增长重新加速，优于大市)

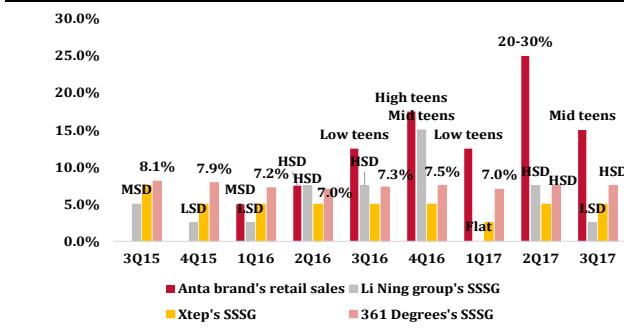
2018 年我们对体育用品板块看法也是正面的，因为 1) 国民体育参与度继续上升，2) 产品功能和时尚水平继续提升，持续抢占传统服装行业市场，并看好国际和国内领先品牌继续获得市场份额，尤其是 2018 年新产品阵容强劲和有新收购品牌推动增长的。重点关注：安踏 (2020 HK, 未评级)，特步 (1368 HK, 未评级)。

图 183：中国国际体育品牌零售额增长



资料来源：公司数据，招银国际

图 184：中国国内运动品牌同店销售增长/零售额增长

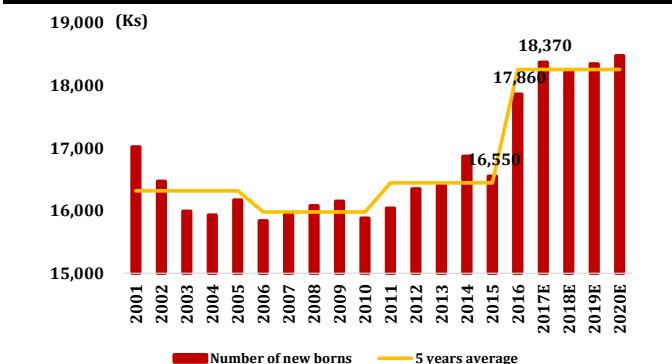


资料来源：公司数据，招银国际

5. 婴童产品（两胎政策效益开始显现，优于大市）

我们在2018年对婴童产品板块相当看好，因为1)自2016年推全面二孩政策之后，新生儿数量出现明显加速，2)未来或会有更多刺激生育的政策的出台，以及3)往往是生活更富裕的家庭才会选择生育二孩，因此亦倾向有更高的花费。我们预计国际或高端品牌将抢占更多的市场份额。重点关注：好孩子国际(1086 HK，买入，目标价：5.46港元)。

图 185：政策放松后，中国新生婴儿有所上升



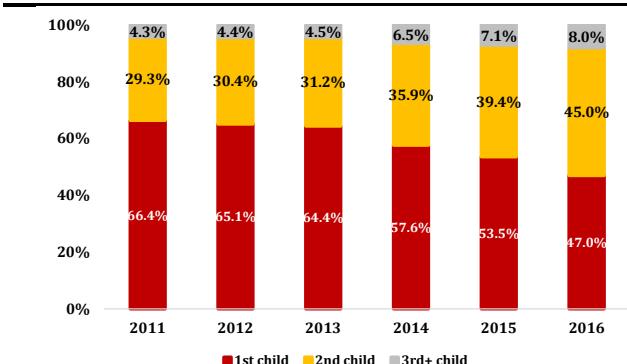
资料来源：中国国家统计局，招银国际预测

图 186：0-14岁的中国人口规模



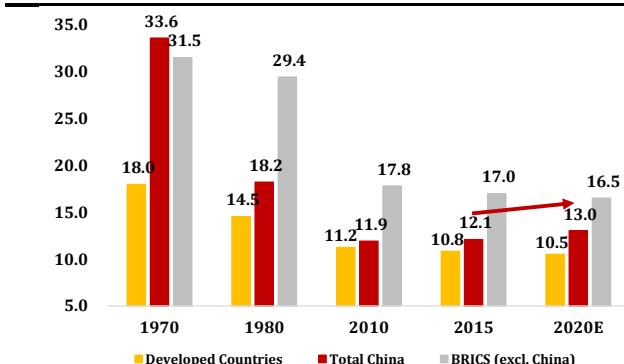
来源：国家统计局 (2015年以后为预测数据)

图 187：政策放松后，二胎比例继续上升



资料来源：中国国家统计局，招银国际

图 188：中国出生率（每一千人计）赶上 BRIC 的平均

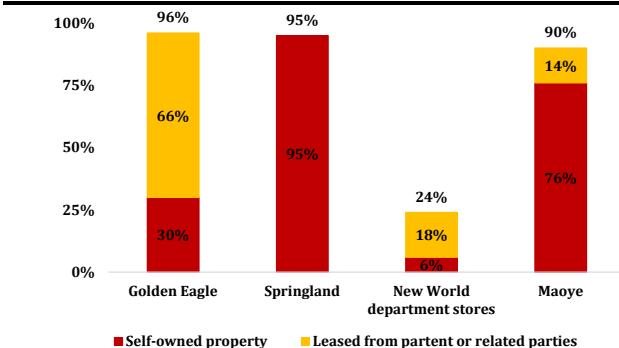


资料来源：Wind，各国官方统计局，国家统计局，招银国际预测

6. 购物中心或购物中心化的百货（体验型元素可更有效的吸引人流，优于大市但更着重选股）

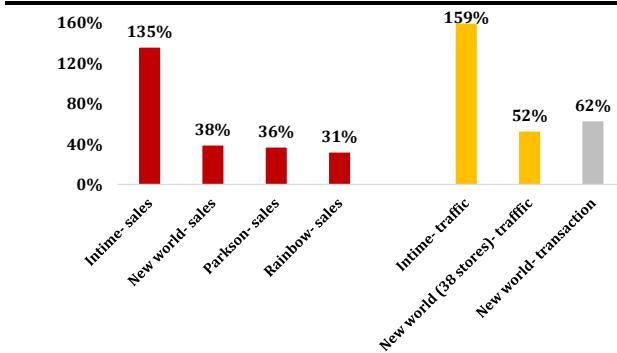
2018年，我们看好购物中心和购物中心化的百货，因为，1)实体店中的体验元素（例如餐饮，家庭和儿童向，以及娱乐向的服务）不断上升，并加入各式各样的创意营销，2)继续百货店的购物中心化，如提升门店的品牌组合，采用更时尚，更宽敞的设计，增加线上和线下的互动，如实体店各种各样的双十一活动，3)百货店购物中心化的同时，专柜销售扣点率续渐提高，而且租赁合约的结构亦越来越有利，而且在业绩回暖和房地产价格飙升的同时，我们特别看好自有物业比例相当高的百货公司集团，可免于租金成本上升的压力和资产变现时价值释放的利好，需要重申一下，这板块更着重选股。重点关注：茂业国际(848 HK，未评级)。

图 189：中国百货公司的自有物业比例



资料来源：公司数据，招银国际

图 190：中国百货公司的双 11 销售增长



资料来源：公司数据，招银国际

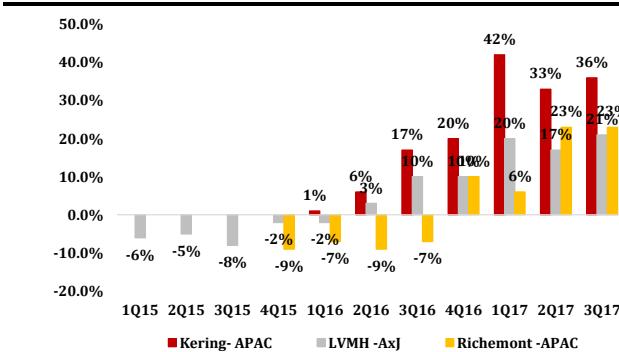
7. 奢侈品（需求继续改善，但价值重估空间较少，优于大市但更着重选股）

在 2017 年，奢侈品消费受益于财富效应，奢侈品牌在中国区销售纷纷回暖，部份涨幅超过 20%，黄金珠宝的销售亦明显改善。

我们对 2018 年的奢侈品行业保持看好的观点，因为：1) 消费者的消费意愿仍然强劲，但我们看法比 2017 年更加谨慎，原因是：1) 由于房价涨幅或不及去年，令财富效应减弱，2) 全球奢侈品牌或会有在其他市场表现不佳的风险。这板块在 2017 年估值已被拉高，目前提升空间较少，因此我们必须更重视选股。

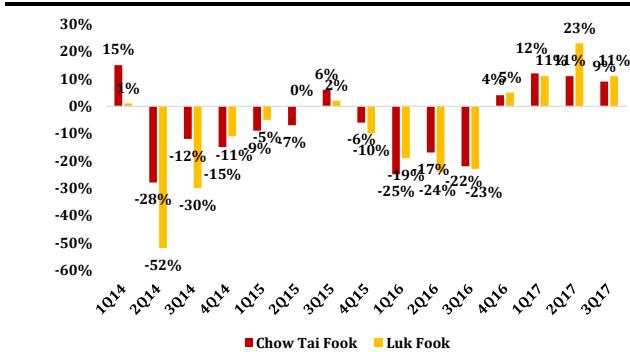
2018 年，我们对黄金珠宝品牌的看好是因为：1) 婚嫁节庆等刚需需求稳定，2) 年轻一代，如 80 和 90 后对时尚设计以及钻石的需求上升，令利润较高的高工艺及附加值产品更受欢迎，3) 电商销售和渗透率日渐上升，4) 反贪污活动越来越少，但还是需要保持谨慎，因为 1) 财富效应在 2018 年或会有所减弱，2) 金价波动不定的风险。我们比较看好香港品牌，因为其产品有较高的信誉，和在港澳地区不用交约 20% 的关税而令价钱较低，性价比较高，而且售卖足金产品的比例较多(国内品牌的金饰只以 K 金为主)，能继续抢占更多市场份额。重点关注：六福 (590 HK，未评级)

图 191：奢侈品牌亚洲销售增长



资料来源：公司数据，招银国际

图 192：黄金珠宝品牌公历年同店销售增长



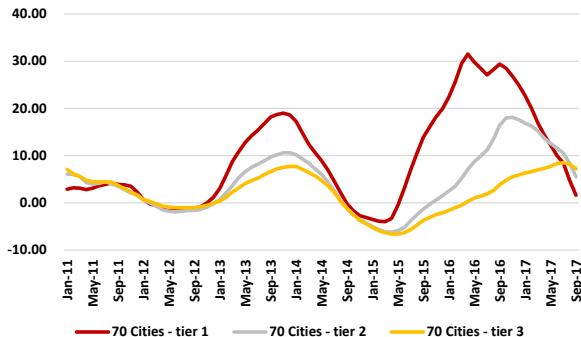
资料来源：公司数据，招银国际

8. 家电和家具（房地产面积销售增长放缓，同步大市）

我们对家电和家具的观点是相当中性，由于 1) 2017 年房地产销售面积放缓，以及未来一二线房价在 2018 年被调控的力度或会加大，2) 原材料，如金属，塑料，木材，皮革，的价格上涨不能全部转介的话，对毛利率会有负面影响，3) 家电销售在 2018 年开始面对高基数，但我也相信部份品牌能做好，如技术创新能力较高的，能开发较高端的智能产品（如变频器冰箱，洗衣机和空调），是可以藉着爆款来拉升平均单价和销量的去抢市场份额。

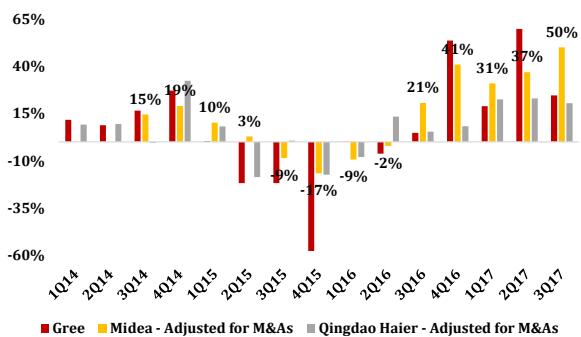
重点关注：海尔电器 (1169 HK，未评级)，敏华 (1999 HK，未评级)。

图 193：中国房价增长速度放缓



资料来源：中国国家统计局，招银国际

图 195：中国家电品牌销量增长



资料来源：公司数据，招银国际

9. 电影（电影院供应仍然超过需求，中性）

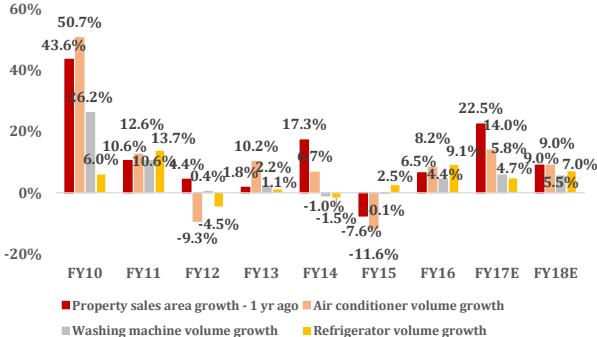
我们对 2018 年的电影业的看法较为中性，因为 1) 虽然票房增长复苏，尤其是在 2017 年第 2 季度起，但 1) 电影院供应仍然超过需求，电影院增长速度仍然较票房增长为快，2) 缺乏卖座的电影而令票房偏低的风险仍然较高，以及 3) IMAX / 3D / 其他格式在中国的受欢迎程度渐渐降低。重点关注：IMAX 中国（1970 HK，未评级）。

图 197：中国电影票房增长



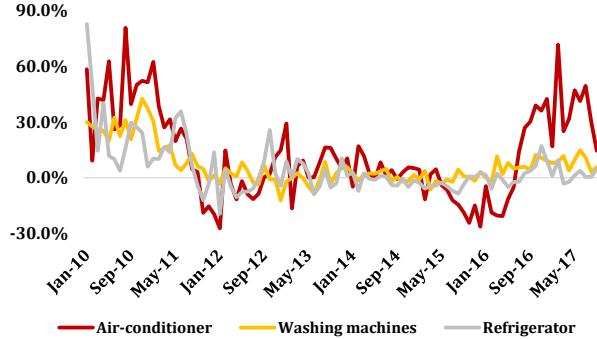
资料来源：艺恩网 EntGroup，招银国际

图 194：中国房地产销售面积增长领先家电销量增长



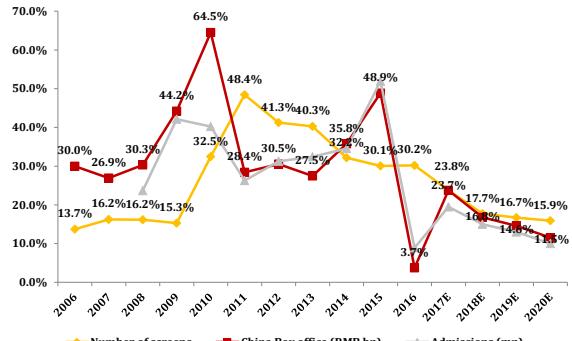
资料来源：中国国家统计局，产业在线，招银国际预测

图 196：中国家电销售额增长



资料来源：产业在线，招银国际

图 198：中国票房，入场人次和电影院的增长



资料来源：国家新闻出版广电总局，艺恩网 EntGroup，招银国际预测

四) 长期的趋势：优质化，个性化，快速和方便

总的来说，我们认为，中国消费者的行为主要有三大趋势：1) 消费者越来越富裕，2) 主力消费群体从 60-70 后转移到 80-90 后，甚至 00 后，3) 更广泛地使用互联网，社交平台和手机等不同科技创新的智能产品。

对于今时今日的消费者来说，他们都希望产品可以 **1)更加优质/Premium**（在合理的性价比的范围以内），他们都越来越愿意花稍微更多的钱来升级产品的质素，因为收入和品味也在同步升级，也许是因为受教育程度更高和视野更为国际化，**2) 更有个性/Personal**，更多的科技创新功能，更时尚，更特别），毕竟年轻的一代，如 80-90 后的需求都较为独特（这种心态可能是在独生子女政策的背景下培育出来的），都比较倾向与众不同，**3) 能更快速的使用/Fast**，年轻一代更倾向于冲动型的购买（顾客想要它，就希望立即购买，和没有丝毫的延迟），以及品味变化更为频繁（快时尚），和 **4) 能更方便的购买/Easy**，不论在什么时间，什么地点，线上或线下，信用卡或现金，都可以以简单的方式购买及支付。

对于品牌来说，为了争夺消费者的心，都必须因应上述的 4 项要求，去适应，和改进自身，去满足消费者的各种欲望，例如，**1) 进一步打造品牌，及提高产品质量**，**2) 提供更多娱乐或体验为主的服务**，以及更多推出更创新，更个性化和功能性的产品，**3) 提高对设计和生产的速度**，**4) 提供更直接的方式来连接客户去营销和销售产品**。

图 199：4 个核心消费者欲望：优质化，个性化，快速和方便

How consumer shifts	Trends	Consumer desires	How brands react to it
1. More wealthy	Consumer upgrades	1. Premium	Brand Quality
2. 80s and 90s becomes the majority	Product differentiation Digitalization Intelligentization	2. Personal	Entertainment Experience Innovation
3. Online channel and social media arises	Onmi channels sales and marketing	3. Fast 4. Easy	Speed Direct

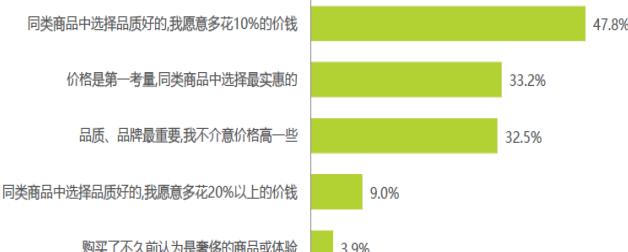
资料来源：招银国际

1. 优质化：随着消费者变得越来越富裕，消费升级会持续

品牌和质量都成为主要焦点。据艾瑞咨询/iResearch，最近对京东平台客户的调查显示，约 47.8% 的用户对产品质量更加重视，并愿意多付 10% 的钱来换取更高质量的产品，另外，亦有约 33.2% 的用户把品牌和质量作为最重要的标准，根本完全不在意价格，这与 80-90 后出生的人的购买行为和心态是相当一致的。

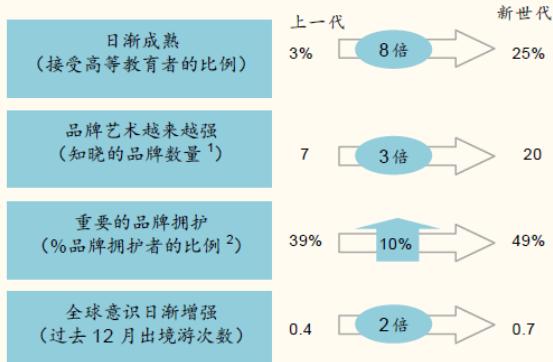
图 200：更愿意多付钱来换取更高质量的产品

2017中国消费者购物时的消费态度



资料来源：艾瑞咨询，招银国际

图 201：年轻一代的品味转变



资料来源：BCG，招银国际

事实上，一些国内知名品牌早已赶超了国外品牌。过去我们可能会有一个印象，就是外国品牌往往会轻易的获得更多的市场份额，但实际上很多国内领先的品牌也已经成功转型和升级，也赢得了这场战斗。如果按照今年 2017 年天猫双 11 的销售排名，排名前 50 位的旗舰店中，有 28 家都是国产品牌，已经超过了 22 个国际品牌。

外国品牌的优势并不明显，也不保证成功。展望未来，我们确实认同品牌是重要的，但作为一个外国品牌的优势已经大大减弱，而且绝不保证成功，国内品牌的成功机率基本上是不相伯仲。

图 202：2017 年双 11 光棍节期间，天猫 50 强品牌旗舰店名单



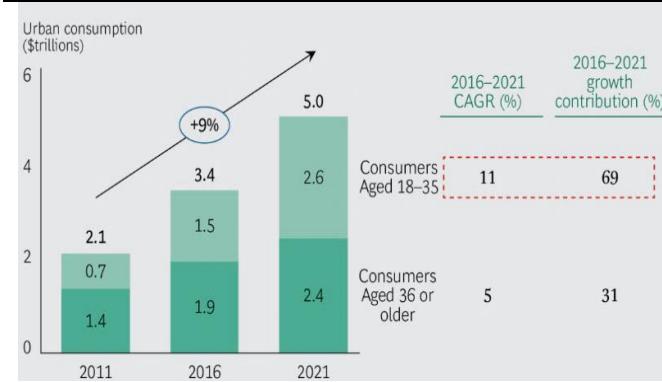
排名	店铺名称	排名	店铺名称	排名	店铺名称
08	adidas官方旗舰店	23	森马官方旗舰店	38	伊美丽官方旗舰
09	林氏木业家具旗舰店	24	太平鸟男装旗舰店	39	方太官方旗舰店
10	美的官方旗舰店	25	JackJones官方旗舰店	40	韩都衣舍旗舰店
11	全友家居官方旗舰店	26	百雀羚旗舰店	41	vivo官方旗舰店
12	GREE格力官方旗舰店	27	veromoda官方旗舰店	42	SK-II官方旗舰店
13	华为官方旗舰店	28	科沃斯旗舰店	43	olay官方旗舰店
14	顾家家居官方旗舰店	29	Lancome兰蔻官方旗舰店	44	创维官方旗舰店
15	海澜之家官方旗舰店	30	ZARA官方旗舰店	45	小天鹅官方旗舰店
16	全棉时代官方旗舰店	31	ONLY官方旗舰店	46	美特斯邦威官方网店
17	三只松鼠旗舰店	32	Estee Lauder雅诗兰黛官方旗舰店	47	喜临门官方旗舰店
18	宝洁官方旗舰店	33	海信电视官方旗舰店	48	李宁官方网店
19	dyson戴森官方旗舰店	34	安踏官方网店	49	西门子家电官方旗舰店
20	GXG官方旗舰店	35	飞利浦官方旗舰店	50	波司登官方旗舰店
21	巴拉巴拉官方旗舰店	36	Gap官方旗舰店		
22	New Balance旗舰店	37	自然堂旗舰店		

资料来源：Tmall，招银国际

2. 个性化：主力消费群体会从 60-70 后转移到 80-90 后。

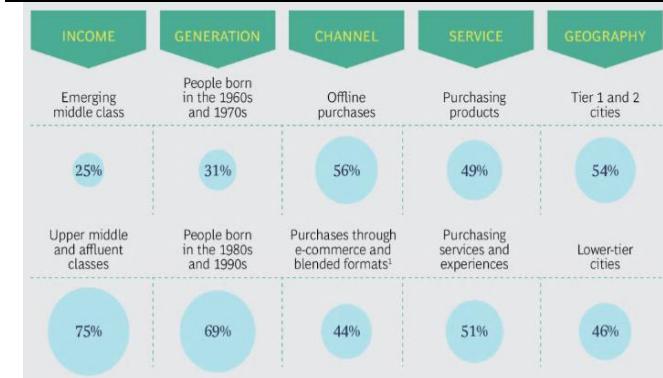
年轻一代的消费者，如 80-90 后，在未来会较 60-70 后，花更多的钱。根据 BCG 的中国的消费调查，2016 年，36 岁以上的中国城镇消费者共花费了 1.9 万亿人民币（占这两个群体总数的 56%），而年龄在 18-35 岁之间的城镇消费者则花费了人民币 1.5 万亿（占 44%），但是到了 2021 年，这个比例将会转移，年龄在 18-35 岁之间的年轻人将花费更多，占 52%，而另一组则只贡献 48%。从增长的角度来看，2016 - 2021 年年轻化的年复合增长率将达到 11%，约占新增长的 69%。

图 203：80-90 后会成为消费主流群体



资料来源：BCG，招银国际

图 204：不同因素/驱动力推动到 2021 年的消费增长

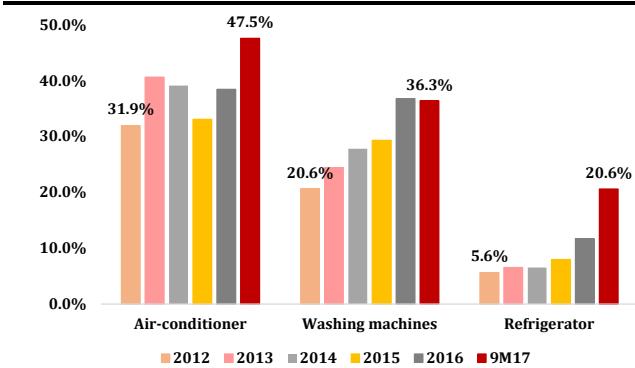


资料来源：BCG，招银国际

从 80-90 年代甚至到 00 年代的“一孩”，都自然从父母获得更多的关爱和更集中的资源，或会令其性格更加独特不同，会崇尚更好的生活方式，对艺术，娱乐或时尚更敏感，亦更为数字化，最后生活负担较少，储蓄率较低，消费意愿更高。我们认为，80 - 90 年代，甚至是 00 年代，尤其是他们普遍都是“独生子女”，自然拥有更多的资源和父母的关爱，生活负担更少，往往有更多的钱去消费，并拥有更多“与众不同”的心态。另一方面，他们也更具审美眼光，对时尚，优质产品有更高的要求，借助社交媒体的普及，更多的接触国际电影或电视节目，消费者都会意识到其他“更好的生活方式”，他们亦比较习惯电子化的世界，互联网和社交媒体等等。

高档品牌，时尚产品，娱乐，创新和智能产品，以及旅游，都将受益。因此，得益于 80-90 后消费者的偏好，高端品牌产品，娱乐，餐饮，旅游，智能设备等，都有望在未来获得更多的市场份额。

图 205：智能家电/设备销售情况良好，普及率稳中有升



资料来源：产业在线，招银国际

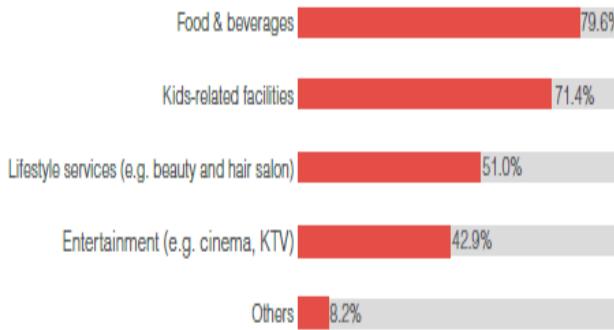
图 206：耐克个性化定制版运动鞋



资料来源：Nike，招银国际

线下零售其实已经改变了很多，以适应新的竞争格局，增加了更多的餐饮，家庭向，和娱乐的元素。许多线下零售商，特别是那些渠道运营商，如百货公司和购物中心，为了抵御快速增长的电商的竞争，已经增加了许多的餐饮，儿童或家庭相关设施，以及更多生活方式服务和娱乐。而且还有很多人正在增加商场，工厂 Outlet 店，和便利店的比例。

图 207：2016 年百货店经营者在店内添加的体验元素



资料来源：中国百货商业协会，冯氏商业情报，招银国际

图 208：百货公司运营商打算采用的零售业态



资料来源：中国百货商业协会，冯氏商业情报，招银国际

3. 快速和方便：在电商和社交媒体平台上，品牌如何更有速度和更直接地，去做好营销和销售，以及消费者如何研究和购买产品

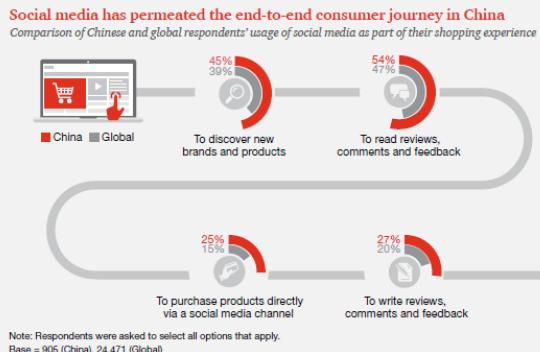
消费者现在可以访问多种渠道和平台，互联网亦已变成消费者体验和认识品牌，产品的渠道，以及随时随地进行购买的主要方式。从普华永道 2017 年的调查结果来看，超过 55% 的中国消费者都在通过互联网寻找产品的讯息，44% 的消费者会存储产品讯息和数据，以便稍后再回来购买，另外其中 42% 的消费者会互联网中与竞争对手的价格进行对比。其他值得一提的，45% 的中国消费者会在互联网认识到新的品牌，而 54% 的消费者会阅读线上的评论，甚至 27% 的消费者会主动写评论和反馈，而且，我们确实认为，大部分消费者都会受到社交媒体上关于品牌的内容的影响。

图 209：消费者互联网/线上渠道的用法



资料来源：普华永道，招银国际

图 210：消费者社交媒体的用法



资料来源：普华永道，招银国际

速度 - 品牌从设计和生产中现在也更快，以满足日新月异的消费者的口味。现在消费者的口味变化比以往任何时候都快，“快时尚”是迎接这一挑战的一种方式，并且在过去几年中已经摸索出来了。品牌现在将不得不提高速度，从设计到生产，以及从线上商店更好的运输，或物流线上销售。

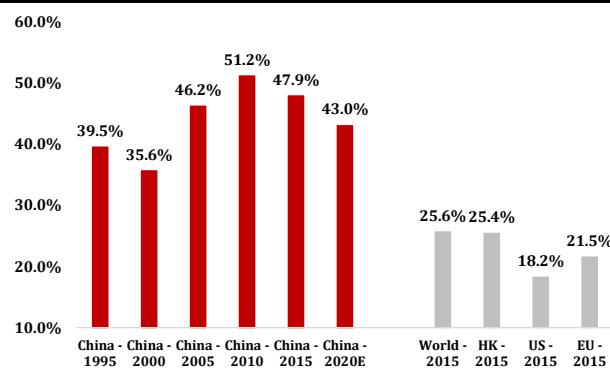
直接 - 品牌现在几乎在任何地方都无孔不入，例如互联网，手机，电子商务，社交媒体等，以便与消费者保持联系。全方位的零售渠道正在引入，作为一种多渠道的销售和营销方式，这就是我们所说的直接，品牌必须通过所有渠道，靠近它的粉丝和客户，这是比以前更为需要的，以配合主力消费群体从 60-70 后到 80-90 后之间的转移。

4. 中国作为一个发展中国家，在储蓄率或借贷率（家庭债务杠杆率）方面，与发达国家比较，仍然存在较大的差距

中国的储蓄率仍然远高于世界平均水平。中国的储蓄率虽然自2010年以来已经从2010年的51.2%下降到2015年的47.9%，但仍然处于相当高的水平，相比世界平均水平25.6%，香港25.4%，美国18.2%，以及欧盟的21.5%。国际货币基金组织在2013年时曾预计，到2020年，中国的储蓄率将进一步下降到43%。

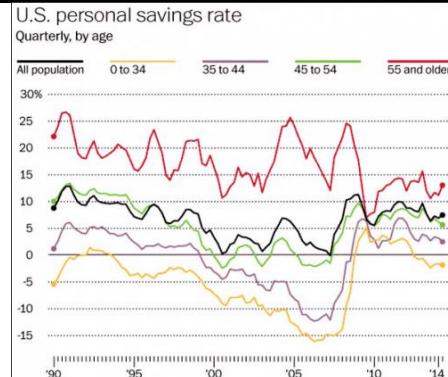
参考美国的数据，越年轻的一代，储蓄率越是偏低。从每个季度美国商务部经济分析局公布的数据看来，0-34岁这年龄段的群体的平均来说都偏向没有储蓄，在大部分的时期甚至乎都会有净借贷，然后35岁至54岁这一年龄段的储蓄率就开始有约5%的储蓄，而对于最保守的年龄段，55岁或以上的一群，他们平均的储蓄率为20%，高于0-34岁的约有15-30%左右。我们相信随着中国的消费主力群体逐渐转移到80-90后，整体的储蓄率会逐渐下降，消费信贷杠杆高提高，推动零售销售增长加速。

图211：中国的储蓄率自2010年以来一直在下降，但仍然高于其他国家



资料来源：中国国家统计局，国际货币基金组织，招银国际预测

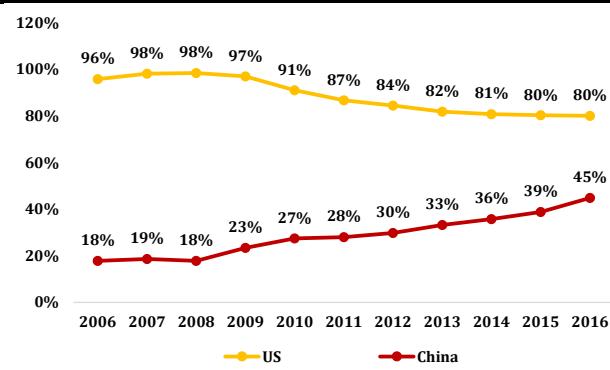
图212：储蓄率往往是与年龄是正相关的，而年轻一代如80-90后的储蓄率会更低



资料来源：美国商务部经济分析局，招银国际

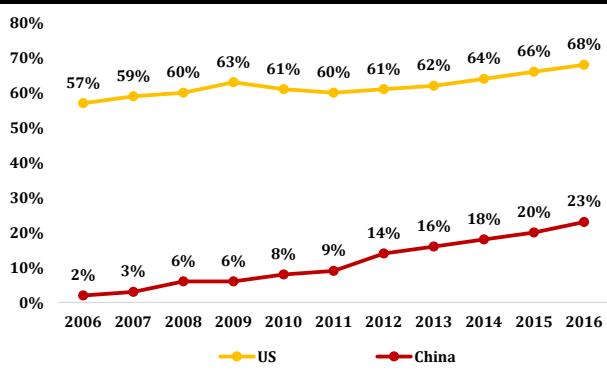
另一个角度来看储蓄率的话，就是消费信贷可以慢慢增加。从另一个角度来看储蓄率的话，就是消费信贷(包括个人贷款+信用卡垫款)的上升空间，而这一点对进一步拉动中国消费的增长是力度是巨大的，根据CEIC的数据，2010年消费信贷占中国名义GDP的比例仅为8%，而这个数字在2016年上升到23%左右，但仍低于美国美联储公布的68%。

图213：家庭债务（房地产抵押贷款+消费信贷）对名义GDP的影响正在逐渐趋于上升



资料来源：CEIC，美联储，招银国际

图214：消费信贷（个人贷款+信用卡垫款）占零售总额的比例也在上升



资料来源：CEIC，美联储，招银国际

5. 潜在的政府刺激，例如改进或减少税收，根据家庭结构或给予税务优惠等。

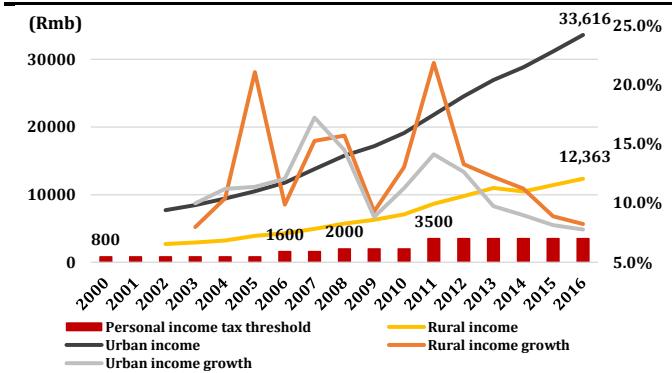
自上次调整中国个人所得税最低门坎后已有 6 年的时间，城镇和农村的人均收入在这时期已上升了 43%/56%。从历史上看，中国个人所得税的最低门坎（一旦你的月应纳税收入超过这个水平，你就需要开始纳税）在 20 世纪 90 年代曾经调整一次到两次，在 2000 年代变得更加频繁，主要是由于平均收入增长快速。而最近的一次调整是大约 6 年前，从 2011 年的人民币 2000 元提高到 3500 元，需要指出的是城镇和农村人均收入在 2016 年时比 2011 年共增长了 43%/56%。

中央政府是有可能在考虑和评估调整个人所得税的可能性。我们认为目前中央政府是有可能在考虑和评估调整最低门坎的可能性，甚至乎是有机会在短期内来临的，因为过往几年都有重要的官员提出过关于个人所得税改革的可能性。最近一次，2017 年 3 月份在两会期间，财政部部长肖捷在记者会上详解了个人所得税改革的“施工蓝图”。从总体思路到实施路径，从综合纳税到专项扣除，再到免征额，整个个税改革的总体设计方案都已经清晰可见。

这次改革深度或会较高。我们认为这次等待的时间比较长的原因是这次改革深度或会较高，亦很有可能在调整所得税缴纳门坎以外有大量其他种类的调整。不管最后的实际条款如何，我们预计，这税改的目的会与 19 大会议期间讨论的主要目标“解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”是一致的，也就是要 1) 改善和简化税制，2) 改善中等收入人口生活质量的，3) 拉近城乡居民生活水平差距等等。

应该偏向利好中低收入阶层和大众消费的。所以无论如何，会否调收税门坎，直接减税，还是定向如根据家庭结构而给予税务优惠等等，都应该是对整体消费板块有积极影响，并且是偏向利好中低收入阶层和大众消费的。

图 215：历史个人所得税最低门坎，城乡居民收入增长



资料来源：国家统计局，国家税务总局，招银国际

图 216：各所得阶段的个人所得税税率

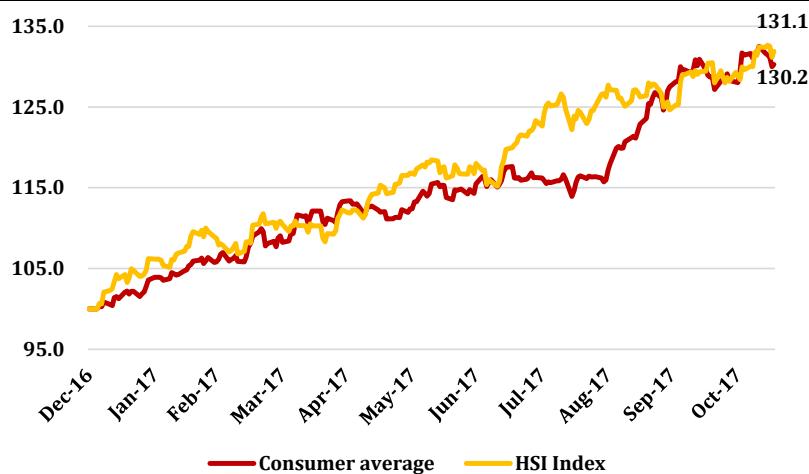


资料来源：国家统计局，国家税务总局，招银国际

五) 行业估值

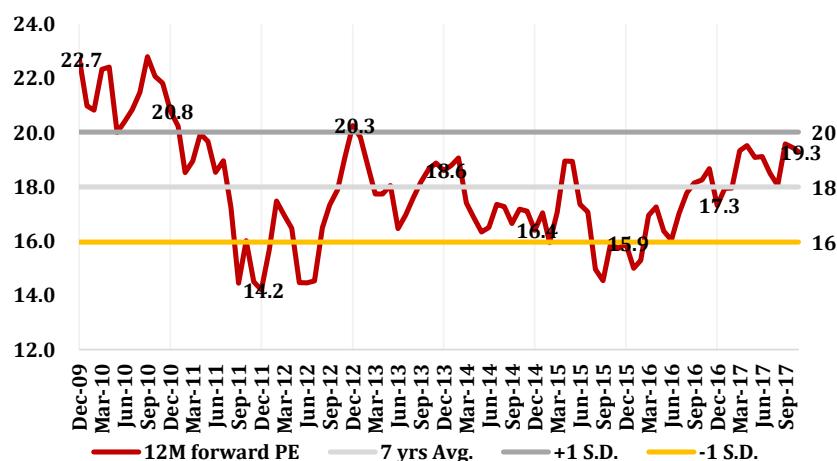
今年消费类股涨势良好，年初至今平均回报约为 30%，与整体指数回报一致。推动因素包括：1) 市盈率扩张，贡献了约 12% 的增长（从 17.3 重估到 19.3 倍 12 个月动态预测市盈率），另外 2) 盈利增长，也贡献了剩下 19% 的增长。

图 217：年初至今的表现非常好，与整体指数回报一致



资料来源：彭博，招银国际预测

图 218：行业的 12 个月动态预测市盈率从 17.3 重估重估到 19.3 倍



资料来源：彭博，招银国际预测

六) 重点推荐

1) 好孩子国际 (1086 HK, 买入, 目标价：5.46 港元)

基本因素：公司为全球领先的婴儿车、车安全座椅和母婴产品的品牌和制造商，旗下核心品牌有 Goodbaby、Cybex 和 Evenflo。受惠于行业利好因素：1) 中国积极的人口政策，新生婴儿在 16 年及 17 年上半年都有明显加速，2) 利好出口的政策放松，出口程序更为简便，3) 父母对婴儿汽车安全意识逐渐提升，以及公司自身的努力改进，如持续推出创新产品去抢占市场份额，及不同品牌在不同地区开始实现有效的交叉销售，通过把 Cybex 正式引入中国 (Cybex 17 财年上半年在中国的销售额翻了一番。百度指标显示 Cybex 在中国非常火爆)，亦通过在欧洲开始销售好孩子 GB 的铂金/黄金产品线 (好孩子 GB 在欧洲销售的第一个汽车安全车座椅拿到了一系列的奖项)。我们预计好孩子的净利润年复合增长率将从 14 财年到 16 财年的 6.6% 明显加速到 17 财年到 19 财年的 27.9%。现价为 14 倍 18 财年预计市盈率，低于 5 年平均的 23 倍。

2) 锦江酒店 (2006 HK, 未评级)

基本因素：中国最大和全球排名第五的酒店集团，旗下品牌有锦江、卢浮、铂涛(即7天)系列，并加上去年收购的“维也纳”系列，共拥有或管理6,398家酒店。受惠于中国经济复苏，公司上半年业绩企稳，当中二季度比一季度要好，最近公布的7到9月份数据亮丽，有限服务酒店像锦江/铂涛系列的RevPAR(平均客房收益)从上半的+2.5%/-1.5%漫长到7到9月的约+6-8%/+10-13%，而全服务酒店的表现也明显改善，如果剔除营改增税改的因素，在上半年RevPAR也是有约8%的增长。我们预计下半利润会有大跳跃，令全年增达15%，远较市场预期的下降16%好。未来中长线来看，1)公司团队在17-18年都可转心去做好营运，专心提升效率(因为暂时不再做大型收购合并，2)希望结合国企(偏低的利息成本)和私人企业(新收购的是卢浮和维也纳都会完全保留原本的管理层并反而加强了激励机制)的优势可令新开酒店数量大大加速，3)锦江集团牵头的“Wehotel”计划亦有望大大加强对在线销售平台如携程(CTRP US)等的议价能力。今年以来不论是中端的同行像汉庭(HTHT US)、首旅(600258 CH)，还是高端的像香格里拉(69 HK)、洲际酒店(IHG)，业务都有好转，股价亦平均上升了69%，锦江酒店的股价同期只上升了37%，非常落后，而且估值只有约18倍的18年预测市盈率，同业平均为27倍。

图 219：同行估值表 1

Company	Ticker	Price HK\$	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)				PBR (x)				Yield (%) FY1	Net gearing FY0	YTD performance	
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.				
Tourism																
Shanghai Jin Jiang Intl Ho-H	锦江酒店	2006 HK	2.84	15,807	31/12/2016	17.6	20.6	18.2	19.1	1.4	1.3	1.3	1.3	3.3	78.4	38.5
Hongkong & Shanghai Hotels	大酒店	45 HK	11.24	17,861	31/12/2016	17.7	22.0	23.4	13.6	0.5	0.5	0.5	0.4	1.7	13.4	30.7
Shangri-La Asia Ltd	香格里拉(亚洲)	69 HK	18.30	65,552	31/12/2016	48.8	46.9	36.6	23.4	1.3	1.4	1.3	0.8	0.9	67.6	123.7
China Lodging Group-Spon Ads	华住酒店集团有限公司 HTHT US	122.55	67,982	31/12/2016	56.1	42.5	31.0	33.7	9.4	8.5	6.7	3.6	1.3	(54.2)	136.4	
Btg Hotels Group Co Ltd-A	首旅酒店	600258 CH	29.00	27,924	31/12/2016	36.2	36.8	29.1	37.3	3.3	3.1	2.9	3.3	0.1	63.8	52.2
China Travel Int'l Inv Hk	香港中旅	308 HK	2.59	14,110	31/12/2016	28.2	22.7	19.9	16.8	0.9	0.9	0.9	0.8	2.5	(27.7)	22.1
Average					34.1	31.9	26.4		24.0	2.8	2.6	2.3	1.7	1.6	23.5	67.3
Median					32.2	29.8	26.2		21.3	1.4	1.4	1.3	1.1	1.5	38.6	45.4
HK retail																
Chow Tai Fook Jewellery Grou	周大福	1929 HK	9.05	90,500	31/3/2017	25.0	22.7	19.9	18.5	2.9	2.8	2.7	2.5	3.0	6.4	56.3
Luk Fook Holdings Intl Ltd	六福集團	590 HK	33.00	19,375	31/3/2017	19.1	17.1	15.2	10.5	2.2	2.1	1.9	1.7	3.3	(15.9)	63.9
Chow Sang Sang Hldg	周生生集團國際	116 HK	18.06	12,225	31/12/2016	15.9	14.0	12.1	11.6	1.3	1.3	1.2	1.5	2.8	5.8	25.4
Sa Sa International Hldgs	莎莎國際	178 HK	2.83	8,554	31/3/2017	25.5	20.1	16.7	20.5	3.8	3.8	3.8	6.0	4.8	(43.7)	(8.1)
Lifestyle Intl Hldgs Ltd	利福國際	1212 HK	10.62	17,019	31/12/2016	7.0	7.7	10.0	12.3	5.8	5.0	4.1	3.6	6.0	281.7	6.2
Cafe De Coral Holdings Ltd	大家樂集團	341 HK	22.10	12,939	31/3/2017	25.4	23.9	21.6	25.4	3.7	3.8	3.7	4.0	3.8	(23.3)	(12.1)
Average					19.6	17.6	15.9		16.5	3.3	3.1	2.9	3.2	3.9	35.2	21.9
Median					22.1	18.6	16.0		15.4	3.3	3.3	3.2	3.1	3.6	(5.0)	15.8
Macau gaming																
Sands China Ltd	金沙中國有限公司	1928 HK	37.30	301,143	31/12/2016	28.5	24.7	21.5	24.3	10.7	8.6	9.3	6.9	5.4	61.7	10.7
Galaxy Entertainment Group L	銀河娛樂	27 HK	58.55	252,095	31/12/2016	29.9	27.1	24.5	22.4	5.0	4.9	4.3	5.1	1.1	(28.8)	75.4
Sjm Holdings Ltd	澳博控股	880 HK	6.34	35,868	31/12/2016	16.4	20.1	21.7	14.3	1.5	1.4	1.4	3.3	2.9	(51.1)	4.3
Melco International Develop.	新濠國際發展	200 HK	23.40	35,911	31/12/2016	214.6	26.3	21.4	44.7	1.9	1.6	1.5	1.9	0.3	27.1	122.2
Mgn China Holdings Ltd	美高梅中國	2282 HK	19.22	73,037	31/12/2016	24.3	31.0	25.9	16.1	9.2	8.6	7.1	11.2	1.5	154.7	19.5
Wynn Macau Ltd	永利澳門	1128 HK	23.20	120,548	31/12/2016	63.2	32.9	24.4	24.4	62.3	44.3	33.3	16.8	2.7	1205.8	88.0
Average					62.8	27.0	23.2		24.4	15.1	11.6	9.5	7.5	2.3	228.2	53.4
Median					29.2	26.7	23.1		23.4	7.1	6.7	5.7	6.0	2.1	44.4	47.5
Apparel																
I.T Ltd	I.T	999 HK	3.58	4,281	28/2/2017	12.9	10.2	8.4	10.6	1.4	1.3	1.2	1.1	4.7	(16.8)	15.5
Li & Fung Ltd	利豐	494 HK	3.54	29,984	31/12/2016	15.0	14.2	13.3	17.2	1.7	1.3	1.3	2.4	10.6	8.5	3.8
Giordano International Ltd	佐丹奴國際	709 HK	4.14	6,505	31/12/2016	13.7	13.1	12.0	14.4	2.3	2.4	2.4	2.7	7.6	(36.9)	(1.2)
Esprit Holdings Ltd	思捷環球	330 HK	3.98	7,610	30/6/2017	120.2	34.9	18.7	n/a	0.7	0.7	0.6	1.1	1.2	(45.2)	(34.6)
Cosmo Lady China Holdings Co	都市麗人	2298 HK	3.02	6,482	31/12/2016	23.3	17.1	13.8	n/a	1.7	1.7	1.5	n/a	2.1	(22.3)	0.7
Jnby Design Ltd	江南布衣有限公司	3306 HK	10.94	5,675	30/6/2017	13.1	12.1	10.1	n/a	3.8	3.6	3.2	n/a	6.1	(55.4)	48.6
China Lilang Ltd	中國利郎	1234 HK	6.36	7,614	31/12/2016	12.0	11.3	10.6	8.4	2.1	2.0	1.9	1.8	6.4	(56.1)	48.5
Shanghai La Chapelle Fashi-H	拉夏貝爾	6116 HK	9.25	9,232	31/12/2016	7.3	7.2	6.9	n/a	1.1	1.0	1.0	n/a	8.4	(0.2)	14.8
Bosideng Intl Hldgs Ltd	波司登	3998 HK	0.64	6,837	31/3/2017	13.0	n/a	n/a	18.7	0.6	n/a	n/a	1.0	n/a	(29.1)	(4.5)
Global Brands Group Holding	利標品牌	787 HK	0.72	6,158	31/3/2017	6.7	9.2	6.1	n/a	0.3	0.3	0.3	n/a	n/a	38.5	(30.1)
Average					23.7	14.4	11.1		13.9	1.6	1.6	1.5	1.7	5.9	(21.5)	6.1
Median					13.0	12.1	10.6		14.4	1.5	1.3	1.3	1.5	6.2	(25.7)	2.2
Restaurant																
Xiabuxiabu Catering Manageme	呷哺呷哺	520 HK	12.36	13,255	31/12/2016	26.7	25.5	20.4	n/a	6.2	5.6	4.5	n/a	1.8	(87.2)	130.2
Ajisen China Holdings Ltd	味千(中國)	538 HK	3.92	4,279	31/12/2016	35.1	18.3	16.8	26.4	1.1	1.1	1.0	1.9	3.9	(28.1)	24.1
Cafe De Coral Holdings Ltd	大家樂集團	341 HK	22.10	12,939	31/3/2017	25.4	23.9	21.6	25.4	3.7	3.8	3.7	4.0	3.8	(23.3)	(12.1)
Fairwood Holdings Ltd	Fairwood Hold	52 HK	30.35	3,881	31/3/2017	18.8	17.8	15.9	17.4	5.4	5.9	5.6	4.5	4.4	(69.8)	8.9
Hop Hing Group Holdings Ltd	合興集團	47 HK	0.22	2,175	31/12/2016	12.4	12.7	12.7	22.6	4.0	4.0	3.0	4.0	3.7	(104.6)	61.2
Tsuai Wah Holdings Ltd	翠華控股	1314 HK	1.16	1,637	31/3/2017	18.1	15.5	12.9	29.1	1.4	1.2	1.0	3.4	5.2	(36.6)	(9.2)
Yihai International Holding	頤海國際控股有限公司	1579 HK	6.89	7,213	31/12/2016	24.9	24.8	19.8	n/a	4.8	4.0	3.3	n/a	0.9	(80.7)	110.7
Yum China Holdings Inc	Yum China Holdings Inc YUMC US	41.68	125,093	31/12/2016	28.0	29.2	25.7	n/a	5.6	5.7	5.0	n/a	0.5	(38.3)	59.6	
Average					23.7	21.0	18.2		24.2	4.0	3.9	3.4	3.6	3.0	(58.6)	46.7
Median					25.2	21.1	18.3		25.4	4.4	4.0	3.5	4.0	3.8	(54.1)	41.8

资料来源：彭博资讯，招银国际预测

图 220：同行估值表 2

Company	Ticker	Price HK\$	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)					PBR (x)					Yield (%)	Net gearing	YTD performance
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY0			
Sports																	
Anta Sports Products Ltd	安踏體育	2020 HK	36.45	97,851	31/12/2016	29.1	27.0	22.8	16.8	6.3	6.1	5.5	3.8	2.6	(64.1)	58.0	
Li Ning Co Ltd	李寧	2331 HK	6.38	13,898	31/12/2016	37.6	25.3	17.2	n/a	2.5	2.7	2.3	2.3	0.4	(27.5)	31.0	
Xtep International Holdings	特步國際	1368 HK	2.98	6,616	31/12/2016	12.2	10.3	9.4	10.8	1.1	1.1	1.0	1.4	5.5	(38.7)	(7.8)	
361 Degrees International	361度國際	1361 HK	2.90	5,996	31/12/2016	11.3	8.8	7.7	10.6	0.9	0.9	0.8	0.8	4.6	(48.3)	(3.3)	
Pou Sheng Int'l Holdings Ltd	寶勝國際	3813 HK	1.13	6,033	31/12/2016	14.1	11.8	8.1	n/a	0.8	0.7	0.9	0.7	14.6	(49.3)	5.7	
Average						20.9	16.6	13.0	12.7	2.7	2.3	2.1	1.8	2.8	(32.8)	5.7	
Median						14.1	11.8	9.4	10.8	1.8	1.1	1.0	1.4	2.6	(38.7)	(3.3)	
Juvenile products																	
Goodbaby International Holdi	好孩子國際	1086 HK	4.17	6,920	31/12/2016	20.8	19.5	14.7	26.0	1.8	1.7	1.6	1.6	1.3	19.0	12.4	
Hengan Intl Group Co Ltd	恆安國際	1044 HK	76.50	92,174	31/12/2016	22.0	20.6	19.3	24.4	5.1	4.9	4.5	5.6	3.2	19.0	34.3	
Vinda International Holdings	維達國際	3331 HK	15.80	18,868	31/12/2016	27.9	26.5	22.3	27.1	2.3	2.5	2.3	2.6	1.0	59.0	9.0	
Health And Happiness H&H Int	合生元	1112 HK	45.50	28,912	31/12/2016	24.2	26.7	22.6	22.3	6.5	5.8	4.5	5.5	0.0	164.4	90.0	
Average						23.7	23.3	19.7	24.9	3.9	3.7	3.2	3.8	1.4	65.3	36.4	
Median						23.1	23.5	20.8	25.2	3.7	3.7	3.4	4.1	1.2	39.0	23.4	
Department stores																	
Lifestyle Int'l Hldgs Ltd	利福國際	1212 HK	10.62	17,019	31/12/2016	7.0	7.7	10.0	12.3	5.8	5.0	4.1	3.6	6.0	281.7	6.2	
Golden Eagle Retail Group	金鷹商貿集團	3308 HK	9.29	15,562	31/12/2016	17.4	12.9	11.3	21.0	2.4	2.3	2.0	3.3	3.7	77.5	(15.2)	
Maoye International Hldgs	茂業國際	848 HK	0.82	4,215	31/12/2016	6.3	n/a	n/a	20.8	0.3	n/a	n/a	0.7	n/a	148.9	13.9	
Springland International Hol	華地國際控股	1700 HK	1.57	3,611	31/12/2016	9.7	9.9	9.5	9.5	0.6	0.6	0.6	1.2	4.5	50.0	22.7	
New World Dept Store China	新世界百貨中國	825 HK	1.70	2,866	30/6/2017	23.9	n/a	n/a	25.9	0.5	n/a	n/a	0.6	n/a	(6.2)	70.0	
Average						12.9	10.1	10.2	17.9	1.9	2.6	2.2	1.9	4.7	110.4	19.5	
Median						9.7	9.9	10.0	20.8	0.6	2.3	2.0	1.2	4.5	77.5	13.9	
Luxury products																	
Prada S.P.A.	普拉達有限公司	1913 HK	26.30	67,297	31/1/2017	22.2	27.6	23.7	27.1	2.4	2.4	2.3	4.5	3.7	(0.8)	0.0	
Samsonite International Sa	新秀麗	1910 HK	32.45	46,135	31/12/2016	22.9	23.6	19.1	20.6	3.9	3.6	3.2	3.1	1.7	99.7	46.5	
Tapestry Inc	Tapestry公司	TPR US	41.25	91,617	1/7/2017	19.4	17.4	15.2	17.6	4.0	3.6	3.3	4.7	3.3	(50.1)	17.8	
Chow Tai Fook Jewellery Grou	周大福	1929 HK	9.05	90,500	31/3/2017	25.0	22.7	19.9	18.5	2.9	2.8	2.7	2.5	3.0	6.4	56.3	
Luk Fook Holdings Int'l Ltd	六福集團	590 HK	33.00	19,375	31/3/2017	19.1	17.1	15.2	10.5	2.2	2.1	1.9	1.7	3.3	(15.9)	63.9	
Chow Sang Sang Hldg	周生生集團國際	116 HK	18.06	12,225	31/12/2016	15.9	14.0	12.1	11.6	1.3	1.3	1.2	1.5	2.8	5.8	25.4	
Average						20.7	20.4	17.5	17.6	2.8	2.6	2.4	3.0	3.0	7.5	35.0	
Median						20.8	20.1	17.1	18.0	2.6	2.6	2.5	2.8	3.1	2.5	36.0	
Home appliances & furniture																	
Haier Electronics Group Co	海爾電器	1169 HK	22.45	62,883	31/12/2016	17.5	16.1	13.8	15.0	2.9	2.6	2.2	3.5	1.2	(63.9)	85.6	
Hisense Kelon Elec Hld-H	海信科龍	921 HK	9.26	20,247	31/12/2016	9.8	6.3	6.4	8.2	2.2	1.7	1.5	2.4	6.4	83.3	46.3	
Man Wah Holdings Ltd	敏華控股	1999 HK	7.15	27,254	31/3/2017	16.5	14.9	12.3	13.1	5.1	4.7	4.0	3.3	4.0	(20.4)	36.2	
Average						14.6	12.4	10.8	12.1	3.4	3.0	2.6	3.1	3.8	(0.4)	56.0	
Median						16.5	14.9	12.3	13.1	2.9	2.6	2.2	3.3	4.0	(20.4)	46.3	
Movie																	
Imax China Holding Inc	Imax China	1970 HK	24.20	8,631	31/12/2016	31.0	28.2	23.8	n/a	5.8	4.8	4.1	n/a	0.2	(56.0)	(36.3)	

资料来源：彭博资讯，招银国际预测

中国机械及设备板块 优于大市

分析师：冯键嵘, CFA - waynefung@cmbi.com.hk

重卡及设备板块

高基数效应下 2018 年销售量预料有所回调，但总体上升周期仍将持续

投资要点。 我们预期中国重卡今年销售量将超越 110 万辆的纪录高位，并于 2018-2020 年间维持在 90 万至 110 万辆的范围，高于前一周期的销售量，主要源于持续升级的排放标准、替换需求以及转向至物流车的需求结构改变。我们首次覆盖潍柴动力(2338 HK; 买入；目标价 HK\$12.50)，主要由于公司正逐渐升级转型至一家环球动力设备、重卡及供应炼解决方案的供货商。我们同时首次覆盖中国重汽(3808 HK; 买入；目标价 HK\$11.50)，主要由于估值吸引。

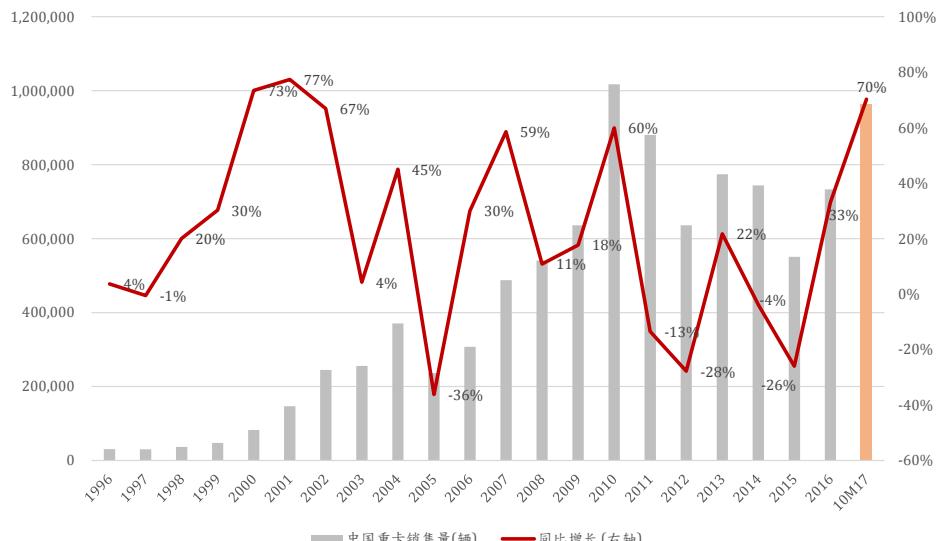
重演 2010-2012 年下跌周期的机会不大。中国重卡今年前 10 个月销售量上升 70% 至 96.3 万辆，全年很大机会超越 110 万辆，高于 2010 年的水平。我们相信未来重演 2010-2012 年下跌周期的机会不大，主要由于(1)我们估计今年 70% 的重卡销售来自替换需求，而 2009-2011 年间销售中绝大部分是由于政府 4 万亿刺激经济政策所推动的新需求；(2) 我们估计今年 70% 的重卡销售为物流车(总体经济转型的结果)，而 2010 年 70% 的销售为工程车(周期性较强)。

2018-2020 年每年需求可达 90 万至 110 万。我们采用由上而下的模式推算未来数年的重卡需求。我们预期，跟过去数年的趋势一致，重卡保有量将与 GDP 同步增长，推动新增需求。另外，我们预期替换需求将继续支持重卡销售保持在高水平。此外，政府正在草拟国六排放标准，有机会于 2019 年触发新的替换需求。

供应方面处于可控水平。尽管今年以来重卡销售强劲，但据我们了解，主要的重卡整车厂并没有计划大幅扩充产能。我们相信主要由于整体开工率仍未完全达到峰值，其次是整车厂普遍较以往理性，我们相信这有助降低未来产能过剩的风险。

保有量提升轮胎替换市场空间。我们推算今年强劲的重卡销售将把保有量推升至历史新高 600 万辆，为维修业务带来更多机会，我们看好子午轮胎钢帘丝生产商兴达国际(1899 HK, 未评级)，预期公司将受惠更多的轮胎替换需求。

图 221：中国重卡销售量



资料来源：中国卡车网、中汽协、招银国际

重卡需求与过去周期变化

- ❖ **2003-2008年:**重卡销售从2003年的23.7万辆上升至2008年的54万辆，主要来自多项因素:(1)GDP加速拉动重卡需求;(2)限超政策(按重收费)拉动需求;(3)国标升级触发替换周期。
- ❖ **2009-2010年:**金融危机后政府推出四万亿刺激经济方案,2010年全年重卡销售超越100万辆,为历史高峰。
- ❖ **2010-2012年:**由于需求下滑,重卡销售反复回落,加上由于当时整车厂积极扩产,令行业出现较严重的产能过剩问题。
- ❖ **2013-2015年:**受到新国标于2013年中升级,重卡市场在2013年回升,但受宏观经济下滑影响,重卡销售反复回落,2015年跌至7年低位。
- ❖ **2016-2017年:**直至2016年下半年重卡销售开始回升,主要由于工程项目加速以及政府严格执行限超政策以及实行国五排放升级标准,我们预计今年全年重卡销售将冲破2010年的高位,超越110万辆。

图 222：中国重卡生产商销售分布

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	10M17
销售量(辆)								
公司								
中国一汽	230,671	158,186	105,551	130,821	116,634	86,205	148,034	219,810
东风	192,770	185,977	130,830	165,760	155,142	117,151	142,640	181,397
中国重汽	199,635	142,611	108,958	120,778	121,306	98,823	122,850	163,001
陕西汽车	108,751	104,227	83,868	101,511	104,539	80,960	108,060	147,603
北汽福田	103,145	107,202	87,358	115,397	109,273	74,912	78,475	96,614
安徽江淮	25,633	33,883	26,067	32,823	39,833	29,935	42,878	45,056
上汽依维柯红岩	33,258	31,500	17,008	28,008	25,000	8,708	15,517	34,277
成都大运	4,972	13,604	8,818	12,952	16,255	15,202	23,592	24,955
安徽华菱	30,452	25,695	15,069	23,037	18,750	13,167	14,529	15,221
北奔重汽	45,575	40,022	24,270	18,155	11,597	9,071	10,018	12,025
南京徐工	1,705	2,577	2,641	3,509	5,103	5,157	9,181	10,986
湖北三环	11,893	7,116	5,820	5,550	7,192	4,427	3,561	4,480
四川现代	3,623	2,694	2,276	859	752	650	2,050	1,727
庆铃汽车	1,655	2,556	2,079	2,548	2,744	2,039	1,918	1,534
广汽日野	1,721	4,008	5,218	4,036	2,923	1,666	1,801	1,727
浙江飞碟	6,868	8,012	4,610	3,448	2,049	642	792	1,228
山东唐骏欧铃	0	0	0	0	0	90	662	757
湖北三江航天万山	47	44	444	209	251	273	368	425
湖北三环汉阳	175	133	114	71	115	97	204	172
吉利四川	0	0	0	0	96	351	168	127
中国一拖	13	17	501	1,527	3,795	818	100	94
山东凯马	2,760	2,572	1,123	480	88	138	194	82
河北长征	1,415	2,617	89	72	75	79	90	13
丹东黄海	0	0	3	24	273	97	38	0
江铃	0	8	730	392	36	33	52	121
其他	10,696	5,380	2,556	2,047	170	25	5,147	0
总数	1,017,433	880,641	636,001	774,014	743,991	550,716	732,919	963,432
增长	60%	-13%	-28%	22%	-4%	-26%	33%	70%

注：图表中的中国重汽的包括中国重汽(香港)以及中国重汽集团的总销售

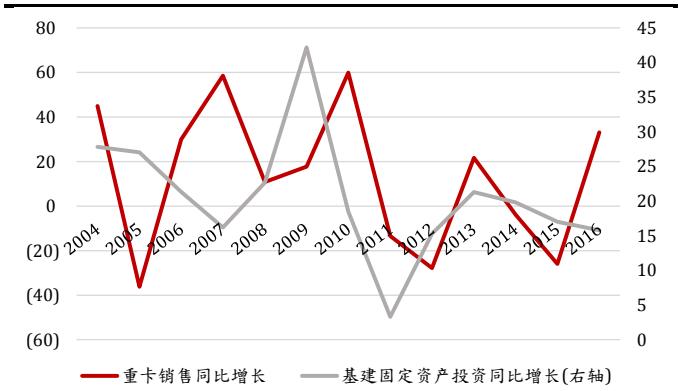
资料来源：中国卡车网、中汽协、招银国际

图 223：中国重卡生产商市场份额

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	10M17
市场份额								
公司								
中国一汽	22.7%	18.0%	16.6%	16.9%	15.7%	15.7%	20.2%	22.8%
东风	18.9%	21.1%	20.6%	21.4%	20.9%	21.3%	19.5%	18.8%
中国重汽	19.6%	16.2%	17.1%	15.6%	16.3%	17.9%	16.8%	16.9%
陕西汽车	10.7%	11.8%	13.2%	13.1%	14.1%	14.7%	14.7%	15.3%
北汽福田	10.1%	12.2%	13.7%	14.9%	14.7%	13.6%	10.7%	10.0%
安徽江淮	2.5%	3.8%	4.1%	4.2%	5.4%	5.4%	5.9%	4.7%
上汽依维柯红岩	3.3%	3.6%	2.7%	3.6%	3.4%	1.6%	2.1%	3.6%
成都大运	0.5%	1.5%	1.4%	1.7%	2.2%	2.8%	3.2%	2.6%
安徽华菱	3.0%	2.9%	2.4%	3.0%	2.5%	2.4%	2.0%	1.6%
北奔重汽	4.5%	4.5%	3.8%	2.3%	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%
南京徐工	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%	1.1%
湖北三环	1.2%	0.8%	0.9%	0.7%	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%
四川现代	0.4%	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%
庆铃汽车	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
广汽日野	0.2%	0.5%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
浙江飞碟	0.7%	0.9%	0.7%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
山东唐骏欧铃	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
湖北三江航天万山	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
湖北三环汉阳	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
吉利四川	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
中国一拖	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
山东凯马	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
河北长征	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
丹东黄海	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
江铃	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	1.1%	0.6%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%
总数	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
前五大占总销售比例	82.1%	79.3%	81.2%	81.9%	81.6%	83.2%	81.9%	83.9%

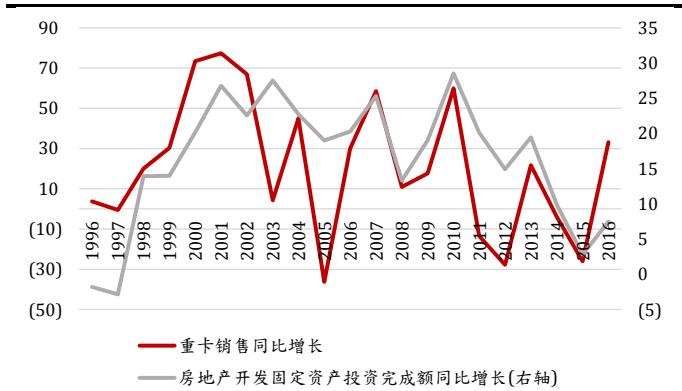
资料来源：中国卡车网、中汽协、招银国际

图 224：基建固定资产投资和重卡销售对比



资料来源：中国国家统计局、中国卡车网、招银国际

图 225：房地产开发固定资产投资和重卡销售对比

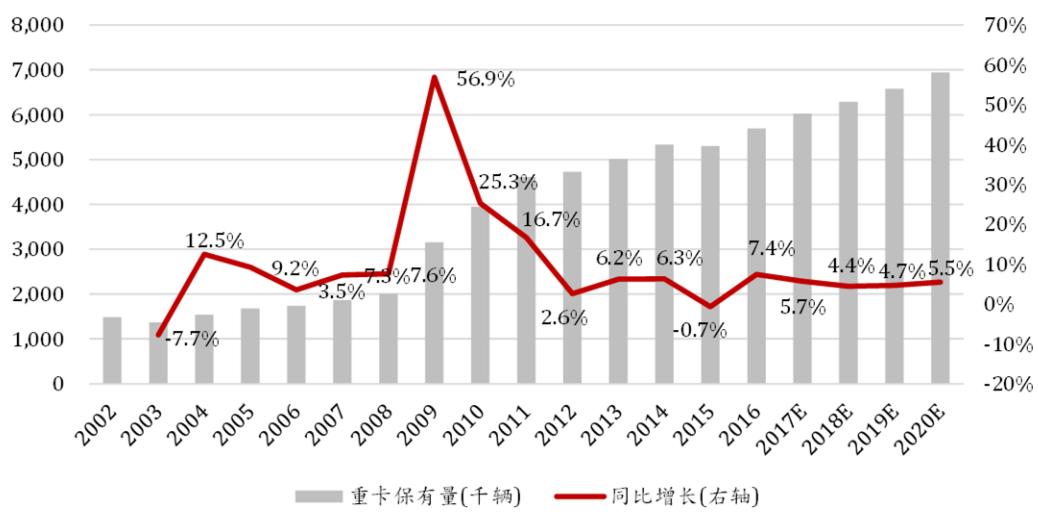


资料来源：中国国家统计局、中国卡车网、招银国际

本次周期与 2010 年的不同之处：

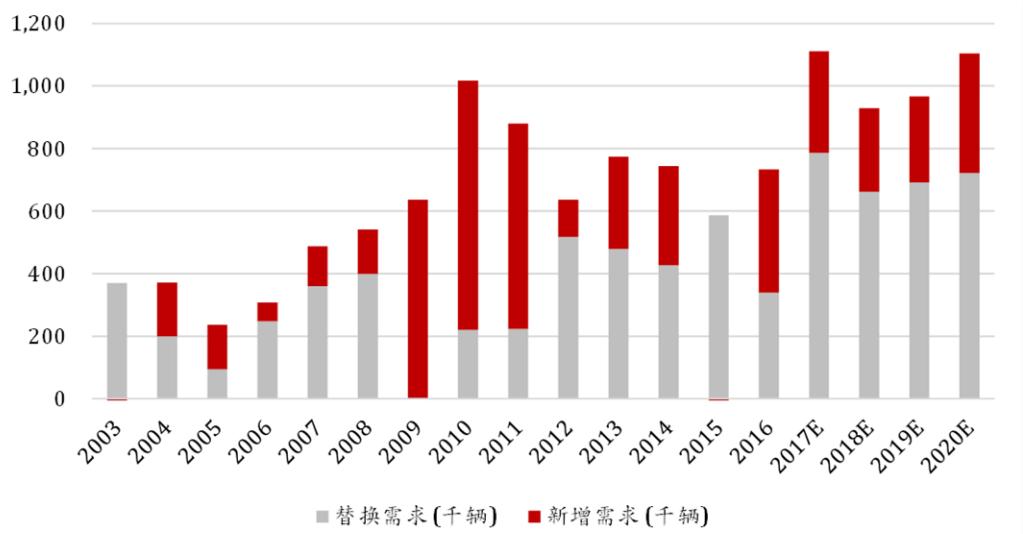
- 首先,2010 年的强劲销售主要源于当时政府的四万亿基建刺激经济计划,我们推算 2009 年及 2010 年两年间绝大部分来自新增需求;至于今年,我们推算销售量中 70% 来自替换需求。
- 其次,从我们跟重卡生产商的沟通得知,2010 年的销售中 70% 来自工程类的重卡,其余为物流重卡;今年近 70% 销售为物流重卡,相比工程重卡周期性较弱而且更具持续性。
- 第三,当时重卡生产商积极扩充产能,结果导致随后数年行业供应过剩,至于今年,重卡生产商普遍对扩充产能保持审慎态度。

图 226：中国重卡保有量



资料来源：中国卡车网、中汽协、中国国家统计局、招银国际预测

图 227：我们以保有量及每年重卡销售计算出替换与新增需求的变化



资料来源：中国卡车网、中汽协、中国国家统计局、招银国际预测

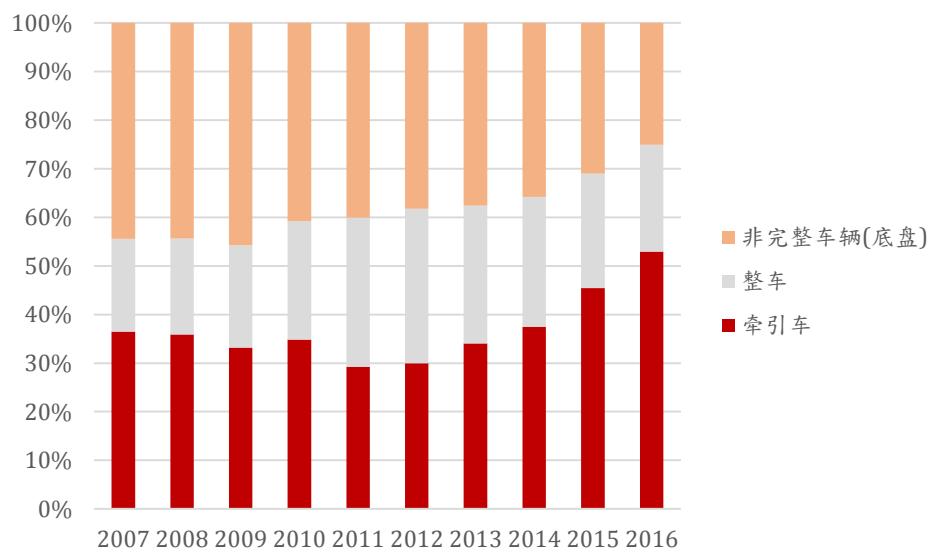
保有量上升对轮胎替换需求有利

- 经过今年的强劲销售,我们预测今年底重卡保有量将上升至 600 万辆,并在往后数年以每年 4-6% 稳定增长。
- 兴达国际用于货车轮胎轮胎的钢丝帘线销售额的占比达 64%(2017 年上半年数字)。当中,用于货车轮胎钢丝帘线的销售中近 80% 来自替换需求。此外,货车轮胎的更换周期只是 9 个月左右。
- 我们相信保有量上升为轮胎及钢丝帘线更换提供更大市场空间。兴达国际拥有国内子午轮胎钢丝帘线近 1/3 的市场份额,将直接受惠保有量未来数年持续上升的趋势。

重卡的需求结构出现变化; 有助减低周期波动

- 根据中汽协的分类,重卡分为牵引车、整车以及非完整车辆(底盘),当中牵引车以及大部份整车均主要以物流为主,而底盘则主要以工程为主。
- 牵引车占重卡销售的比率从 2007 年的 36% 攀升至 2016 年的 53%,并进一步上升至今年 9 月的 55%。这个结构性改变源于持续改善的公路网络以及宏观经济从投资拉动转型至消费拉动,我们相信这有助逐渐减低未来重卡销售的波动性。

图 228：重卡销售分类



资料来源：中汽协、招银国际预测

货运上, 公路运输仍较铁路为多

- 中国公路货物周转量(吨数 x 运输公里)过去数年大体上保持平稳, 值得留意的是, 如果以公路货物周转量除以铁路货物周转量, 比例从 2010 年的 1.5x 上升至 2017 年的 2.8x, 显示货物以公路运输相对铁路在过去数年呈上升趋势。我们预期可见将来未来数年铁路投运加速不会对重卡构成明显威胁。

图 229：中国公路货物周转量与年度重卡销售



资料来源：中国国家统计局、招银国际

图 230：中国公路货物周转量/铁路货物周转量比率



资料来源：中国国家统计局、招银国际

一带一路为中国重卡生产商带来机遇

- ◆ 中国重卡生产商多年前已走出国门，出口卡车至东南亚、中亚、非洲以及南美洲，经过多年的经验，中国生产商已逐渐适应国际市场的竞争环境。然而，过去数年受制于众多宏观因素，重卡出口数一直较为波动。
- ◆ 受到多项宏观因素影响，中国卡车出口量从2014年的29.6万下跌至2016年的18.6万，直至今年开始好转，前九个月出口量同比上升8%。我们相信中国国家主导的一带一路倡议将会为中国重卡企业带来更广阔的市场空间。

图 231：中国卡车出口量



资料来源：中国海关、万得、招银国际

图 232：中国重汽出口占比



资料来源：中国海关、万得、招银国际

铁路及设备板块

最坏时刻已过, 2018 年迎来周期复苏的机遇

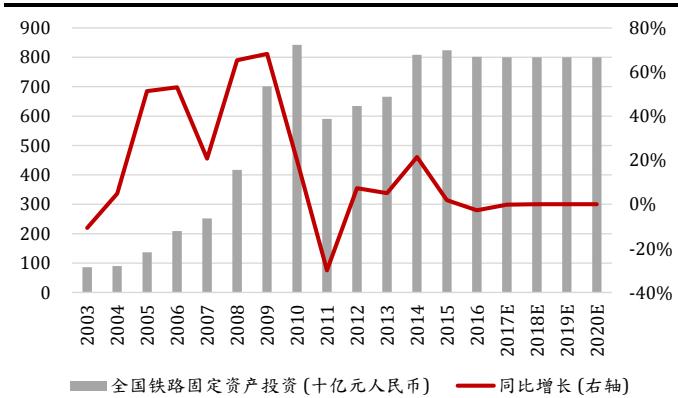
行业低谷源于前期投资下降。2011 年的甬温线事故令 2011 至 2013 年的年度铁路固定资产投资额从 2010 年的 8,000 亿人民币下降至 5,900-6,650 亿, 直至 2014 年起才回复至每年 8,000 亿的水平。由于铁路项目建设从前期线路设计、土建、列车和设备采购及正式运行一般需要 5 年或以上时间, 因此 2011 年开始的投资下滑导致 2016-2017 年的新线投运大幅下降。

2018 年迎来转机。截至 2016 年底, 运营铁路总里数为 12.4 万公里, 其中高铁为 2.2 万公里。2016 年的铁路新线投产里数为 3,281 公里, 我们预期 2017 年新线投产仅 2,000 公里, 为 6 年来最低。但经过两年低潮后, 投产新线预期将于未来三年加速释放, 新增里程数回复增长, 从 2018 年开始回升, 并在 2019-2020 年逐渐上升至每年 8,000-9,000 公里的新线投运。我们预期明年高铁动车组付运量复苏, 从今年的 350 列上升至 2018 年的 400 列。我们相信处于中至后周期的设备供应商将成为主要受益者, 当中包括中国中车(1766 HK)、中车时代电气(3898 HK) 以及中国通号(3969 HK)。

城轨将保持稳定增长。2016 年城轨运营里数为 4,153 公里, 同比增长 15%, 当中地铁运营里数为 3,168 公里, 占比 76%。今年 6 月城轨运营里数上升至 4,400 公里, 在建里数 5,770 公里。我们预期 PPP 模式有助降低地方政府财政负担, 城轨投运量将继续保持双位数的增长。

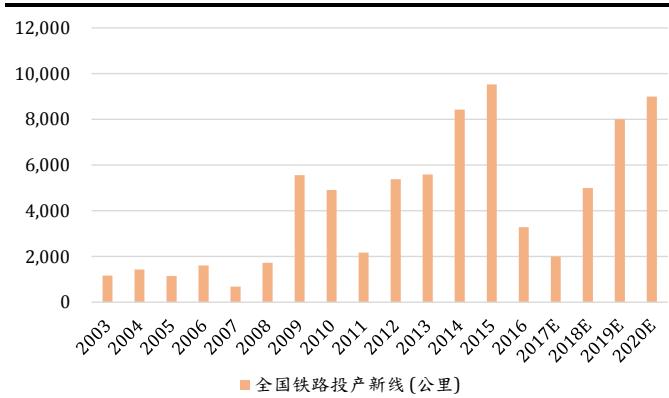
铁路建设中长期趋势未变。根据发改委公布的《中长期铁路网规划》, 2020 年中国铁路网规模达到 15 万公里, 其中高速铁路 3 万公里, 覆盖 80%以上的大城市。要达到目标, 未来数年铁路投运需要加速。此外, 我们预计十三五期间铁路投资额将维持在每年 8,000 亿的水准。

图 233：中国铁路固定资产投资

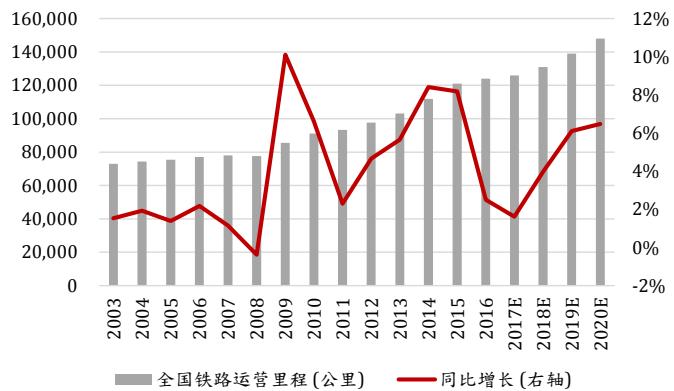


资料来源：国家铁路局, 万得, 招银国际预测

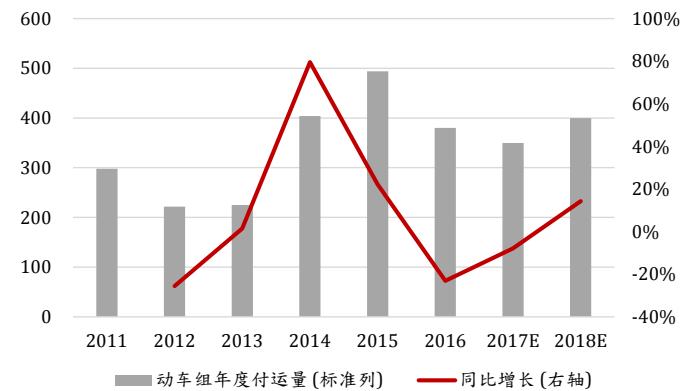
图 234：全国铁路投产新线



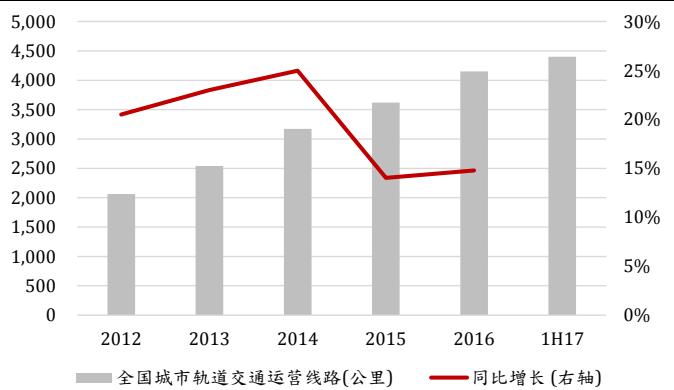
资料来源：国家铁路局, 万得, 招银国际预测

图 235：全国铁路运营里程

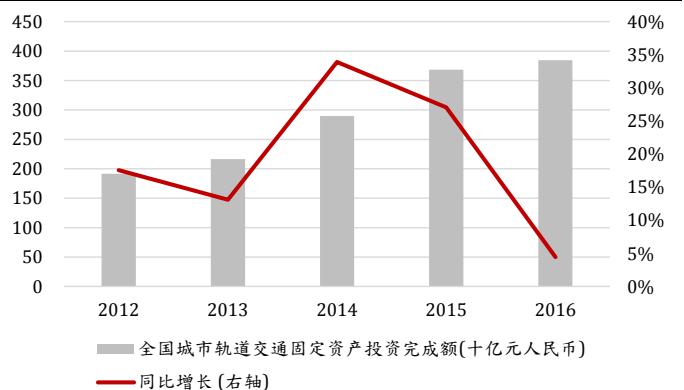
资料来源：国家铁路局, 万得, 招银国际预测

图 236：动车组年度付运量

资料来源：国家铁路局, 万得, 招银国际预测；注：8 组为 1 标准列

图 237：全国城轨年度付运量

资料来源：城市轨道交通协会, 万得, 招银国际

图 238：全国城市轨道交通固定资产投资

资料来源：城市轨道交通协会, 万得, 招银国际

中国证券业板块**优于大市**

分析师：张淳鑫 - zhangchunxin@cmbi.com.hk
 分析师：隋晓萌 - suixiaomeng@cmbi.com.hk

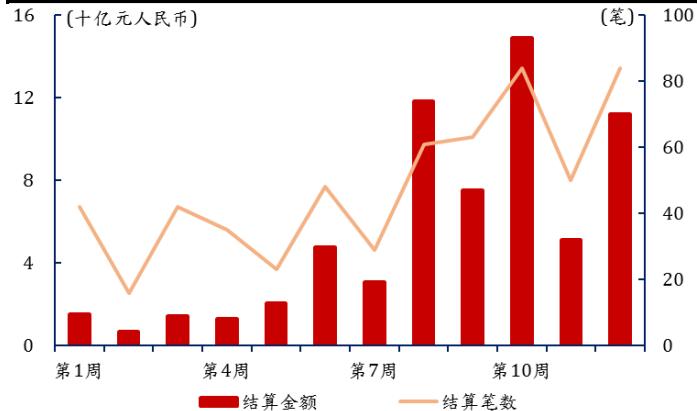
对外开放与对内改革齐头并进**对外扩大开放，对内收紧监管**

中国资本市场的双边对外开放始于2014年，过去两年虽然受到内地股市及人民币兑美元汇率大幅波动的影响后开放速度有所放缓，但是在投资主体的开放方面还是保持着较为稳健积极的推进态势。继2014年底及2016年底“沪港通”及“深港通”开通之后，境内市场与香港市场的互联互通又进一步延伸到债券领域。“债券通”于今年7月3日开通了北向交易，对我国资本帐开放和人民币国际化，以及境内债券市场的完善等都起到了积极的作用。

根据港交所公布的数据，至9月底，共有184名认可国际投资者、24名在岸交易商、50名香港本地托管商及19家香港外汇结算银行参与到“债券通”中，外资持有中国银行间债券市场在岸债务证券的金额整体增加了2,370亿元（人民币，下同），至1.1万亿元。下一步，市场期待“债券通”南向开放，同时有更多不同种类的投资产品如交易所买卖基金（ETF）等纳入到双向互联互通当中。

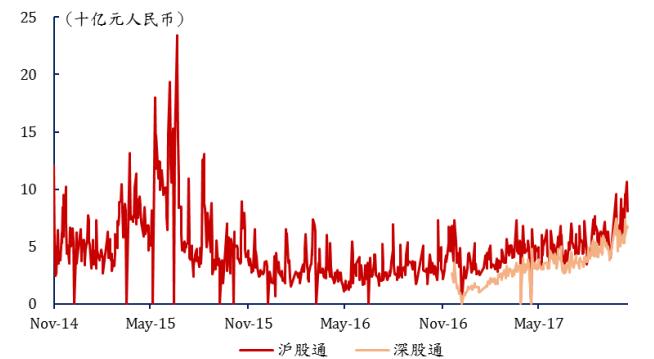
图 239：中债登及上清所境外机构债券托管余额

资料来源：中央结算公司、上海清算所、招银国际

图 240：上清所债券通成交数据*

资料来源：上海清算所、招银国际；*每周数据，截至9月28日

而已经开放的“沪港通”和“深港通”在平稳运行几年后，今年则迎来了快速的增长。今年首10个月，沪股通和深股通的日均成交量分别达到49.0亿元及34.5亿元，占沪市及深市日均成交量的2.4%及1.4%；而沪市港股通和深市港股通的合计每日成交量达到85.7亿港元，占比达到港股主板日均成交额的13.9%。此外，中国时隔13年再次发行20亿美元主权债券，也是有史以来规模最大的一次，被视为我国资本市场对外开放的又一重要举措。

图 241：沪股通及深股通每日总成交

资料来源：万得、招银国际

图 242：沪深两市港股通每日总成交

资料来源：万得、招银国际

今年全国金融工作会议提出要“积极稳妥推动金融业对外开放”，十九大报告也明确了我国要“形成全面对外开放格局”，这些都为我国资本市场的进一步开放提供了有利的政策导向。未来，我们预计在开放投资市场、进行针对投资主体的对外开放外，我国还将逐步推进融资主体方面的对外开放。

国务院在今年1月和8月分别印发《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》及《关于促进外资增长若干措施的通知》，提到要“进一步扩大市场准入对外开放范围”，其中就包括证券行业，同时要求要明确对外开放时间表和路线图。

以上很快政策方向很快得到了细化和明确化。就在11月初美国总统特朗普访华时，与中国就经济领域一些问题达成共识，其中包括我国将对单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的比例限制提升至51%，而在过去这一比例是49%；此外，此措施实施三年以后，投资比例将不再受限。我们认为，这一政策的推出对于我国证券行业学习先进经验、提升国际竞争力具有积极作用。我们预计，出于出资成本考虑，外资会优先选择规模较小的证券公司进行投资以获取牌照，行业竞争的加剧以及竞争格局的改变都将成为推动内地证券公司不断进行改革创新的主要动力。

此外，双方领导人在会晤时，中方还特别提出要求美国推动中金公司（3908 HK，买入）独立在美申请相关金融业务牌照的进程。作为内地首间中外合资的证券公司，中金一直以来都是我国证券业对外开放的“先头兵”，能够在双方政府层面达成协助其在美国申请金融牌照的共识，将为其在海外发展扫除一定的监管障碍，进一步扩大其在海外的业务范围和经营能力。

2017年，在行业强监管、去杠杆、去通道化的过程中，监管部门继续密集出台针对行业各项业务的新监管政策，证券业的盈利情况因业务结构调整出现一些反复，截至上半年行业营业收入按年下降8.5%，至1,437.0亿元。但我们认为A股市场整体向好的趋势和证券业持续转型的方向不会改变。

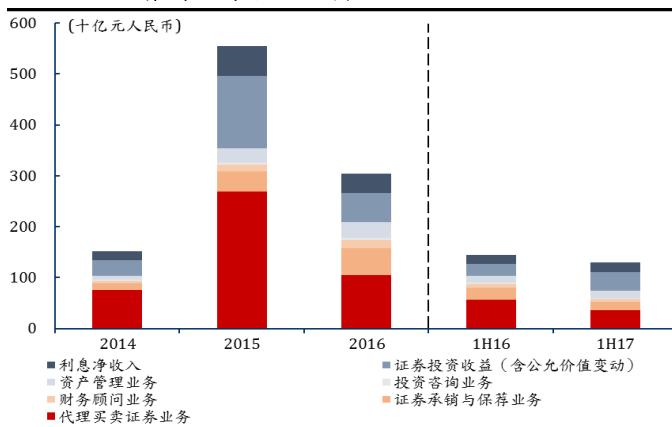
今年的监管措施并未严重影响A股市场气氛，一些蓝筹股、白马股在好于预期的宏观经济中逐步取得价值回归。同时，从第三季起更为活跃的交投和两融业务量也部分反映出投资者对未来的乐观态度。我们预期这样的趋势将持续到明年，料A股市场气氛“稳”字当头，在宏观经济保持韧性的大环境下，股价将反应基本面变化，资金向大蓝筹、优质股票集中，估值有望逐步提升。而证券业的三大主要业务经纪、资管、投行依然在严监管中调整自己的转型方向，如何在防范风险的情况下提升盈利能力，是行业下一步要着重思考的问题。

图243：监管部门针对证券行业出台的监管政策

时间	文件
2017年2月21日	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》
2017年6月6日	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》
2017年7月7日	《关于修改〈中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法〉的决定》
2017年9月8日	《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》
2017年9月8日	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2017年征求意见稿）》

资料来源：中国证监会、媒体报道、招银国际

图244：证券行业净收入结构

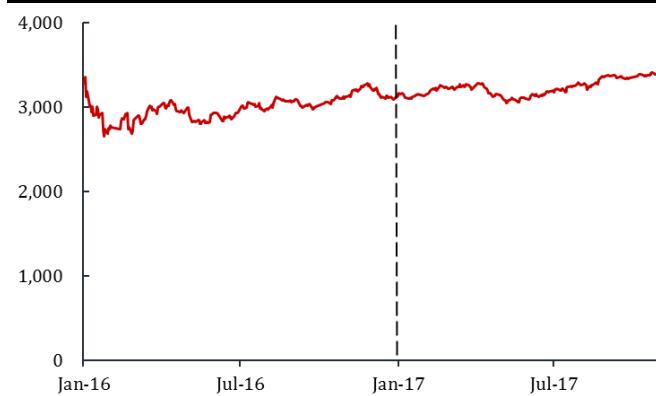


资料来源：中国证券业协会、招银国际

经纪业务：转攻为守，存量客户成为争夺焦点

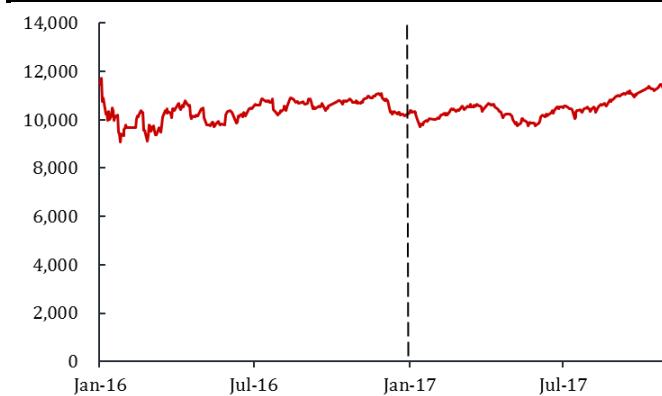
证券行业的经纪业务收入在 2017 年可谓遭遇两面夹击。在宏观经济增速放缓、市场利率上行的背景下，2017 年 A 股市场整体走势较 2016 年为好，但几大股指表现出现分化，上证综指、深证成指截至 10 月底分别累计上涨 9.3% 和 11.7%，中小板指大幅跑赢，涨幅达到 20.9%，而创业板指则下跌了 4.7%。市场交投气氛也较为沉闷，今年首 10 个月，两市股票日均成交额为 4,612.4 亿元，较去年同期下跌 10.7%。

图 245：上证综指 2016 年至 2017 年 10 月末变动情况



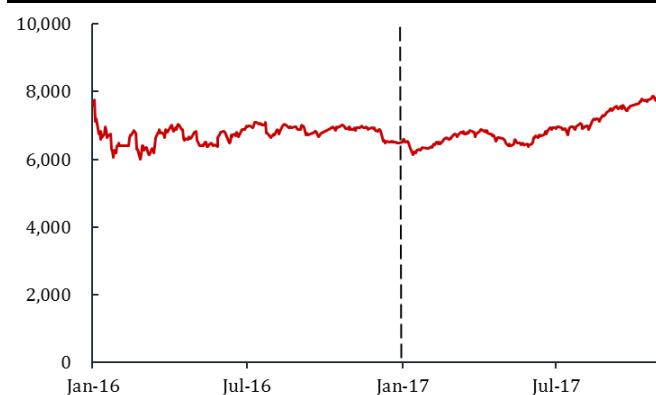
资料来源：万得、招银国际

图 246：深证成指 2016 年至 2017 年 10 月末变动情况



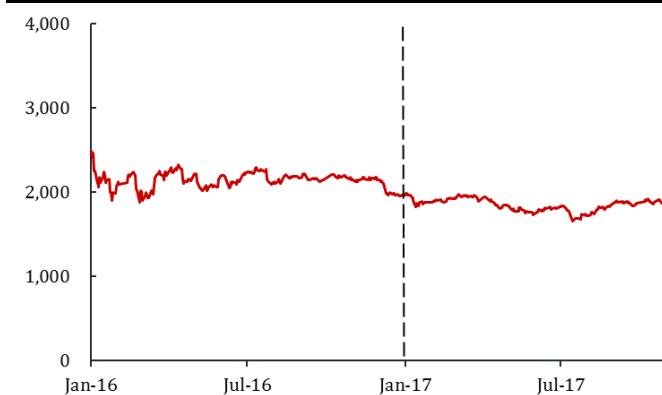
资料来源：万得、招银国际

图 247：中小板指 2016 年至 2017 年 10 月末变动情况



资料来源：万得、招银国际

图 248：创业板指 2016 年至 2017 年 10 月末变动情况



资料来源：万得、招银国际

整体市场交投不够活跃，对目前仍以经纪业务为主要收入来源的我国证券公司来说已是不利，更为雪上加霜的是，券商间的佣金战仍未止戈。过去几年愈演愈烈的佣金战在互联网金融及网上开户介入后更趋白热化，今年上半年行业经纪业务平均佣金率约为万分之 3.44，较去年全年的万分之 3.81 再下跌 9.7%。在“量价齐跌”的双重作用下，今年上半年，证券行业 129 家证券公司代理买卖证券业务净收入为 388.5 亿元，较去年同期下跌 35.9%，占证券公司净收入总额的比例也由去年的同期的 38.8% 大幅减少 11.2 个百分点，至 27.6%。

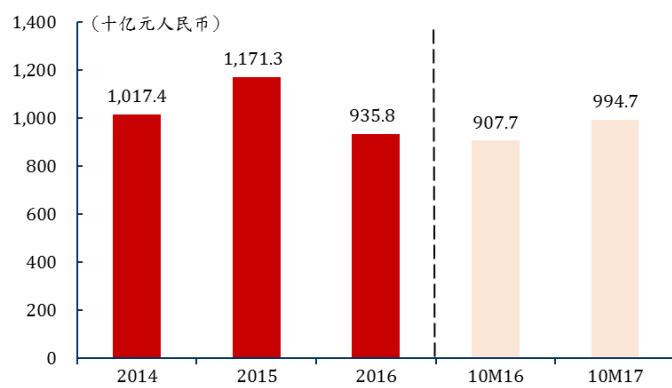
与此同时，经纪业务的行业集中度也有所下降。以 2016 年末总资产计，排名行业前十位的券商今年首 10 个月股基交易量的市占率为 43.5%，较 2016 年全年的 44.1% 下降 0.6 个百分点。大型券商在佣金战中被许多以低价吸引客户的中小券商拿走了一部分市场份额。不过，大型券商在经纪业务上的重点已不再是继续靠牺牲佣金率扩大市占率，而是加快向财富管理型业务转型，包括利用其移动端、在线平台，升级网点提升经营效率，对客户进行分层管理，提供更具多样性和针对性的产品和更高附加值的服务，提高客户粘性。开发存量客户的交易潜力逐渐成为大型券商今年经纪业务的发展重点之一。我们预计，大型券商凭借其庞大的客户群、强大的技术投研实力及转型先发优势，将能够率先走出佣金价格战带来的负面影响。

从券商今年第三季度的业绩来看，部分券商佣金率下滑的速度有所放缓，而在券商纷纷谋求转型以更为多元化的业务弥补佣金下跌的趋势下，佣金率持续大幅下行的空间也比较有限。与此同时，今年9月，中国证券业协会召开佣金管理专题座谈会，针对佣金价格战问题进行讨论并商量对策，若情况进一步恶化，我们认为未来不排除监管部门会以行政手段为佣金率设定地板价，以防止佣金价格战加剧带来整个行业经纪业务大面积亏损的情况。

在今年经纪佣金收入明显下滑的同时，资本中介型业务在较为稳定的市场环境下仍然保持了较快的增长，同时券商的自营表现也取得了亮眼的成绩。2017年上半年，行业证券投资收益（含公允价值变动）及利息净收入分别按年增长49.4%和17.1%，占整体证券行业净收入的比例总共达到了43.4%，较去年同期提升了15.7个百分点。

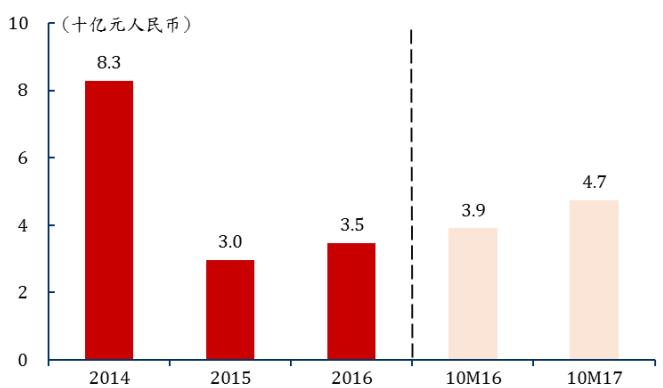
A股市场稳中向好，今年市场的融资融券业务也保持了良好增长态势，特别是在第三季有了较为明显的上升。截至10月末，沪深两市融资余额达到9,947.1亿元，按年增长9.6%；融券余额达到47.3亿元，按年增长21.2%。此外，作为近年资本中介型业务的新贵，股权质押式回购业务未回购余额今年10月底达到了1,543.4亿元，较去年同期增长107.4%，同时也已超过了去年底的未回购余额。在今年资金市场偏紧的情况下，走高的市场利率也为券商的资本中介性业务带来了更好的收益表现。

图 249：沪深两市融资余额



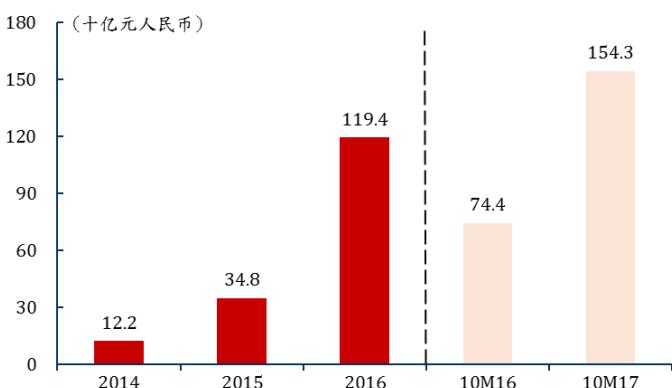
资料来源：万得、招银国际

图 250：沪深两市融券余额



资料来源：万得、招银国际

图 251：股权质押回购未回购余额



资料来源：万得、招银国际

展望未来，券商经纪业务向财富管理业务转型仍然是最主要的趋势，并且这一转型过程尚处于初期阶段，未来还有很长一段路要走。对于近年蓬勃发展的资本中介类业务，需求的不断提升，预计未来将会持续。在行业整体强监管、防范金融风险的大环境下，迅速发展的股权质押式回购业务也即将迎来监管更严格的规范。今年9月，沪深交易所联合中证登发布了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（征求意见稿）》，其中对资金融入方的背景进行了约束，要求不得是金融机构或其发行的产品，体现了政策引导资金服务实体经济的定位；同时明确股票质押率上限，规定了券商开展业务的条件，进一步强化风险管理，规范业务运作。为了避免对现有业务造成打击，《办法》还规定了新老划断原则，为股权质押式业务未来在严控风险的前提下健康稳定发展提供保障。

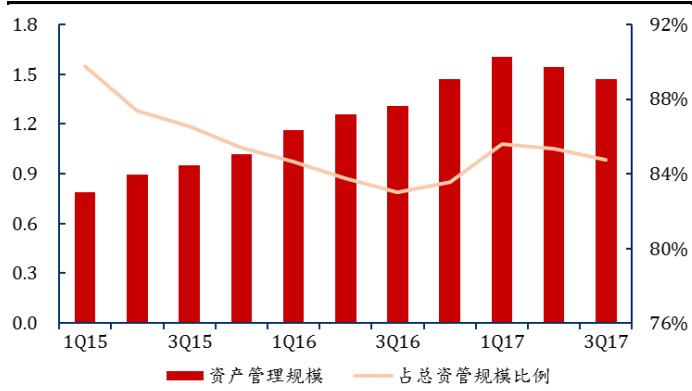
资管业务：回归本源，代客理财

国内证券公司的资产管理业务在过去数年大幅增长，其中很大一部分是由通道业务助推的。在今年金融行业整体去杠杆、防止资金脱向虚及严控风险的大环境下，监管部门对券商资管业务偏离“主业”的行为进行“纠偏”，将券商重新带回到他们最擅长的主动管理上来。

在监管“去通道化”持续进行的情况下，配合银行业同业负债的收缩，证券行业的资管业务规模在这一过程中也明显下降。2014 年至 2016 年，券商的资产管理规模的年均增速都达到了约 50%，今年一季度末在达到历史高位的 18.8 万亿元后，第二季度起行业规模连续萎缩，第三季度末较年初下跌 1.2% 至 17.4 万亿元，其中二、三季度环比分别下降 3.6% 及 4.0%。

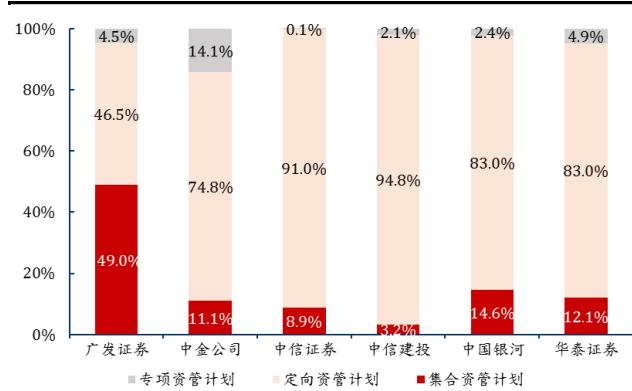
从结构上来看，收缩幅度最大的正是监管严控的重点——以通道业务为主的定向资管计划。截至今年第三季末，定向资管计划的资产规模达到 14.7 万亿元，较一季度末的高位下跌 8.3%，但仍然是券商资管业务的最大组成部分，占行业资管业务总规模的比例为 84.8%，与一季度末相比仅有 0.8 个百分点的下降。这显示“去通道化”虽然收到了一定成效，但依然任重道远，结构还需要不断得到优化，预计短期内券商的资管规模依然承压。

图 252：证券行业定向资管业务规模变化及占比（按季）



资料来源：中国证券投资基金业协会，招银国际

图 253：招银国际覆盖证券公司资管业务占比



资料来源：各上市公司 2017 年中期报告，招银国际

虽然行业的资管规模整体呈下降趋势，但资产管理业务的收入按年却仍有小幅上升。今年上半年，证券行业的资产管理业务净收入达到了 140.0 亿元，按年有 4.2% 的升幅。究其原因，通道业务虽然体量巨大，但券商在其中仅收取费率较低的“通道费”，而在今年市场平稳的情况下，相信主动管理业务的收益弥补了一部分信道费的下降。由此可见，提升主动管理的能力，对于券商而言不仅仅是顺应监管要求，更是提升资管业务业绩贡献的正确途径。

近年兴起的 ABS 业务，作为专项资管计划的组成部分也取得了长足的发展。今年首 10 个月发行额达到 9,776.4 亿元，较去年同期增长 65.0%。除此之外，许多券商得益于其较早布局和发展的“大资管”业务，收入结构呈现多样化趋势，包括成立私募基金、进行另类投资等。随着过去两年 IPO 进程的加速，不少证券公司的私募基金都从项目退出中获得了良好的收益，成为支持其资产管理业绩增长的一大动力。

展望未来，随着居民、金融同业及非金融企业等对财富管理的需求将逐步提升，证券公司的资产管理业务在经历了短暂但必经的阵痛调整期后，仍具有巨大的发展空间，投资者也需要其专业的投研能力来为其服务。此外，证券公司也可借助投行业务优势，发展投融结合，符合政策引导，服务实体经济。

投行业务：政策后盾，前景广阔

IPO 独木难支，未来多点开花

随着 IPO 的重启加速和直接融资品类的不断丰富，作为券商重要转型方向之一的投行业务在近几年经历了一段蓬勃的增长期。2014 年至 2016 年，证券行业的证券承销保荐业务与财务顾问业务净收入年复合增长率达到 48.7%。而在现如今政策鼓励金融行业支持实体经济发展的大背景下，券商的投行业务无疑迎来了更好的发展机遇。

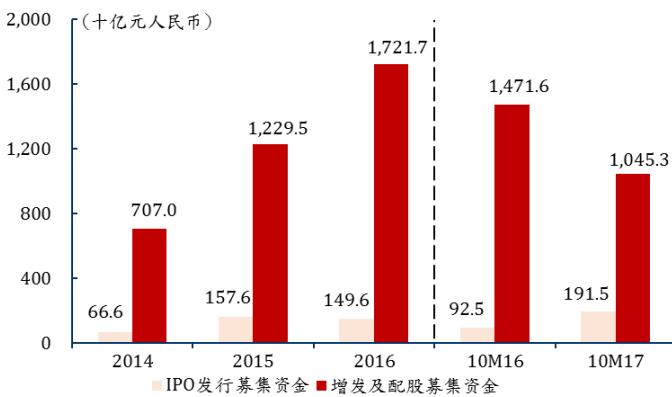
今年召开的全国金融工作会议为未来 5 年金融业发展定调，提到“把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系”，并提出了金融服务实体经济的四个具体渠道，排在第一位的就是直接融资。十九大报告中提出，要“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。”这些都为未来券商投行业务的发展提供了强有力政策后盾。

2017 年，股权融资和债券融资两个市场此消彼长，尽管 IPO 保持了较为稳健的发行速度，但独木难支，券商投行业务的业务量出现下跌。IPO 成为今年券商投行业务的主要增长点，首 10 个月共有 378 只新股上市，募集资金 1,915.3 亿元，较去年同期分别增长 155.4% 和 107.2%。而与此同时，在再融资新政实施之后，市场增发及配股规模明显缩减，今年首 10 个月共募集资金 1.0 万亿元，较去年同期下降 29.0%。

债券融资市场受到金融去杠杆进程及中性偏紧的货币政策影响，债券发行成本上升，企业债及公司债发行量大幅收缩，今年首 10 个月发行量分别较去年同期下降 40.4% 及 62.3%。此外，并购重组类业务受新规实施影响也迅速降温，券商相关业务收入相应减少。

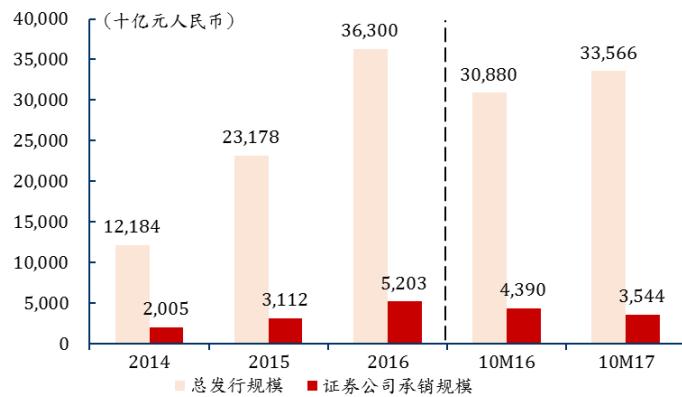
在以上因素的综合作用下，今年上半年，证券业证券承销与保荐业务净收入按年下跌 29.8%，财务顾问业务净收入下跌 27.4%。投行类业务在行业整体收入中的占比也严重萎缩，较去年同期下降 4.6 个百分点，至 17.0%。不过，随着股权及债券融资市场在第三季度的回暖，料投行业务收入的跌幅在年底时料将有所收窄。

图 254：股权融资募集资金



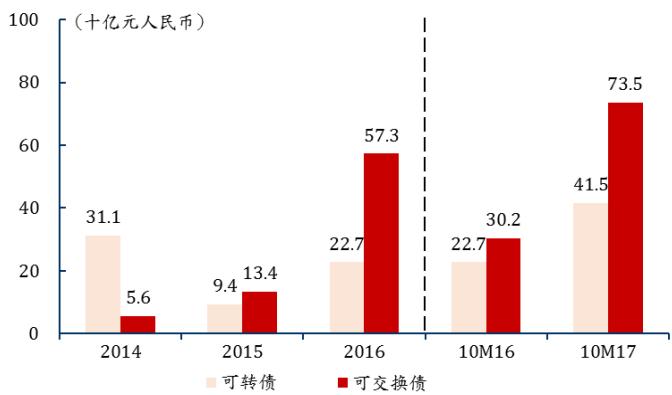
资料来源：万得、招银国际

图 255：债券融资发行规模及证券公司承销规模



资料来源：万得、招银国际

不过，在监管及市场需求的共同推动下，有部分品种的融资产品逆市取得增长。2017 年年初，证监会便明确表态将调整和优化再融资结构，在非公开发行发行量受到抑制之后，可转债及可交换债异军突起，今年首 10 个月的募集资金金额分别按年增长 83.2% 及 143.2%。今年 9 月，证监会发布新修订的《证券发行与承销管理办法》，其中对可转债和可交换债的发行方式进行调整，由现金申购改为信用申购，也为未来发行创造了更好的环境。较低的票面利率和内含的股票期权也是吸引发行者和投资者的原因之一，在监管部门的政策助推下，我们相信该类业务未来在再融资中将起到更为重要的作用。

图 256：可转债及可交换债发行量

资料来源：万得、招银国际

综上所述，我们对券商投行业务的整体发展前景保持乐观。在建立多层次资本市场及鼓励金融业支持实体经济发展的政策引导下，直接融资的重要性将愈发凸显。我们预计，IPO 目前的发行速度预计将会维持，再融资市场结构则将在监管部门的规范下继续进行结构调整，向多样化和健康化发展；而债券发行有望在市场利率逐渐企稳后逐渐回暖，同时在产业转型升级、国企改革、出清“僵尸企业”的过程中，并购重组业务也将有更大的发展空间。不过，政策引导或会吸引更多券商发掘投行业务中的潜在机会，行业竞争或会加剧。

发展重质量，利好大型券商

近两年，证监会对于各类投行业务涉及的范畴监管愈发严格。在防范金融风险的大背景下，我们预期强监管的趋势不会改变。而在行业的乱象肃清和逐步规范过程中，大型券商所具备的优势将令其更容易跑赢同业。

伴随着金融业整体引导资金脱虚向实的趋势，证监会于去年 9 月发布了《上市公司重大资产重组管理办法》，对借壳、跨界并购等进行严格审核，遏制通过重组进行套利的行为。今年以来，证监会又相继出台修改后的《上市公司非公开发行股票实施细则》及《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，分别针对定增、董监高减持等行为进行了更严格的约束。此外，《证券公司投资银行类业务内部控制指引（征求意见稿）》也将于 2018 年 1 月 1 日起开始实施，进一步加强了对券商自身投行业务内控机制的要求。

在监管趋严的情况下，我们认为业务本身较规范、团队专业程度较高、拥有较为成熟的营运模式和丰富项目储备的大型券商占据了更为有利的地位。同时，监管和市场的形式也在不断的变化中，业务更为多元化的大型券商也能更灵活地因应这些变化的调整业务结构，保证业务的相对稳定。

估值及行业首选

今年以来，证券行业业绩表现受监管影响，股价走势平平，除获腾讯（700 HK，买入）入股的中金公司以外，其他主要 H 股上市券商全部跑输恒生指数及恒生国企指数。目前证券板块的估值已处于低位，2018 年平均预测市帐率仅有 1.02 倍。我们认为监管带来的业绩压制影响已基本体现在现时估值中。监管去杠杆、去通道化的取态总体较为温和，相信未来在防范金融风险的前提下也不会采取较为暴力的手段，令行业出现大的波动。随着大市企稳及业绩恢复，我们相信证券行业明年将有一定补涨动力。

行业首选方面，我们认为华泰证券（6886 HK，买入）具有较明显的优势，各项业务的排名均居行业前列，具有较强的综合实力；其经纪业务领导地位难以撼动，资管业务发展迅猛。首先，华泰证券在经纪业务上已经形成了较为强大的壁垒，在今年大型券商二级市场市占率普遍下滑的情况下，华泰证券依然保持了行业龙头地位，今年首 10 个月市占率为 7.83%，较第二名仍有超过 2.6 个百分点的领先优势，我们认为短时间内其他竞争对手仍然难以望其项背。其次，华泰对美国资产管理平台 AssetMark 的收购整合也在顺利进行，除了在对外开放的大趋势下已提前进行海外布局，占得先机之外，收购整合 AssetMark 还将助力华泰的传统业务向财富管理业务的转型。第三，华泰的资产管理规模增长迅速，截至半年末，公司整体资管规模列行业第二位，达到了 9,450.7 亿元，主动管理资产月均规模占据行业第四位，达到 2,348.3 亿元，在行业注重资管、加快结构优化的趋势下，我们相信华泰能够凭借其综合实力，在做大资管规模的同时也做强主动管理的能力。

图 257：H 股上市主要券商今年股价表现

指数及公司名称	股份代码	股价变动		
		1个月	3个月	年初至今
恒生指数	HSI Index	5.3%	9.5%	36.4%
恒生中国企业指数	HSCEI Index	3.5%	9.2%	27.3%
广发证券	1776 HK	-5.8%	4.1%	0.1%
国泰君安	2611 HK	-2.6%	7.5%	不适用
中金公司	3908 HK	9.0%	32.4%	60.7%
东方证券	3958 HK	0.7%	8.0%	6.6%
中信证券	6030 HK	-1.5%	11.7%	12.9%
中信建投	6066 HK	-4.8%	0.9%	1.6%
招商证券	6099 HK	-5.7%	4.5%	4.0%
光大证券	6178 HK	-6.2%	-3.0%	-19.4%
海通证券	6837 HK	-8.1%	-5.1%	-11.3%
中国银河	6881 HK	-8.2%	-6.1%	-9.2%
华泰证券	6886 HK	-4.8%	7.7%	13.1%

资料来源：彭博、招银国际

图 258：H 股上市主要券商估值及股权回报率

公司名称	股份代码	收盘价 (HK\$)	市值 (HK\$ mm)	招银国际覆盖股份		市帐率			股权回报率		
				目标价 (HK\$)	评级	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
广发证券	1776 HK	16.20	156,281	16.4	持有	1.34	1.23	1.15	10.29%	10.57%	11.41%
国泰君安	2611 HK	17.80	206,404	-	-	1.28	1.13	1.07	11.23%	8.81%	8.35%
中金公司	3908 HK	17.64	70,298	21.2	买入	1.87	1.59	1.45	10.43%	11.09%	10.44%
东方证券	3958 HK	8.21	107,899	-	-	1.07	1.01	0.94	6.13%	7.86%	8.66%
中信证券	6030 HK	17.80	269,123	20.1	买入	1.28	1.23	1.16	7.36%	7.59%	8.23%
中信建投	6066 HK	6.92	50,145	8.6	买入	1.03	0.97	0.87	14.78%	12.94%	13.54%
招商证券	6099 HK	12.56	147,405	-	-	1.20	1.14	1.06	9.99%	8.98%	9.98%
光大证券	6178 HK	10.22	77,756	-	-	0.85	0.79	0.76	6.87%	6.63%	7.45%
海通证券	6837 HK	11.80	178,841	-	-	1.05	0.98	0.92	7.39%	7.63%	8.44%
中国银河	6881 HK	6.35	117,950	8.6	买入	0.94	0.83	0.78	8.97%	8.28%	9.02%
华泰证券	6886 HK	16.74	159,229	20.2	买入	1.21	1.16	1.08	7.59%	7.88%	8.61%
平均值						1.19	1.10	1.02	9.18%	8.93%	9.47%

资料来源：彭博、招银国际

中国银行业板块**同步大市**

分析师：张淳鑫 - zhangchunxin@cmbi.com.hk

分析师：隋晓萌 - suixiaomeng@cmbi.com.hk


维稳控风险，注重流动性管理及结构调整

2018：以质代量，回归本源

蓬勃的经济增长、较为宽松的流动性、过度的金融创新及相对的监管缺位，这些曾经助推过中国银行业发展的利好条件在近几年中逐个消失，行业逐渐告别高速增长的黄金时代已是不争的事实。近年来，宏观经济下行压力加大，令银行业资产质量不断恶化；中性偏紧的货币政策和利率市场化的加深，则令净息差不断收窄。

2017年，“强监管、去杠杆、防风险”成为银行业经营环境的关键词。监管部门通过密集推出一系列强监管政策，开始对行业过去数年由追求高收益、高增长而进行的盲目扩张创新、过度加杠杆等行为进行纠正和约束，旨在消除同业套利、资金空转带来的潜在风险隐患，引导银行业回归其服务实体经济的本源。

另一方面，央行维持中性偏紧的货币政策，并持续透过公开市场操作来平滑金融去杠杆对市场带来的波动性，市场流动性总体维持“不紧不松”的状态，但资金成本呈现上升趋势。由央行主导的宏观审慎评估体系（MPA）自2016年推行以来，也在不断完善，将更多的资产、负债类型纳入评估框架，包括已纳入的表外理财，以及明年起将纳入的同业存单等，也体现在“去杠杆”的进程中，引导商业银行审慎经营。

央行在《2016年第四季度中国货币政策执行报告》中首次提出“货币政策+宏观审慎政策”的双支柱调控框架，今年7月的第五次全国金融会议中也强调了这一内容。而在今年10月结束的十九大中，“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”被正式写入了十九大报告，也预示着这一框架将作为未来数年央行的一项中长期策略进行执行。根据央行副行长易纲的阐释，本轮国际金融危机说明以防止通胀、保持价格稳定为目的的货币政策，不足以维护金融系统的稳定，因此要引入宏观审慎政策，对金融风险的顺周期性和跨市场传染性进行监管。

今年以来，监管部门的一系列强监管政策，都可以看作是这一框架的具体应用。除了央行继续推行稳健中性的货币政策和MPA以外，银监会的连续重拳可以视作是这一框架在微观层面监管的补充。行政监管与货币政策的“双管齐下”，金融去杠杆取得一些成果，而金融系统整体仍保持稳定，并没有出现大的风险事件。

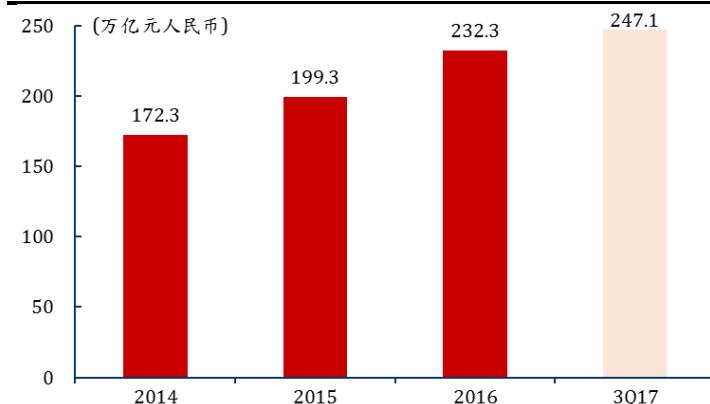
十九大报告中还提到，要“健全金融监管理体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。由此可见，我国银行业未来发展和监管的走向最终都还是要归结到防控金融风险。在此基础上，强监管环境与中性偏紧的货币政策仍将持续，引导资金脱虚向实，银行业的发展由“增量”转向“提质”。在防控风险的大前提下，展望2018年，我们认为流动性管理以及结构调整也将成为商业银行的主要着力点。

图259：银监会出台监管政策一览

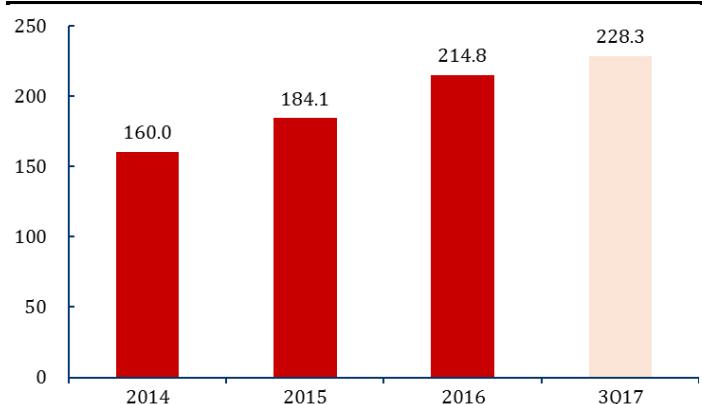
时间	文件
2017年3月28日	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理的通知》
2017年3月28日	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》
2017年4月11日	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》
2017年4月7日	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》
2017年4月7日	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》
2017年4月10日	《关于银行业风险防控工作的指导意见》
2017年4月12日	《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》

资料来源：中国银监会、招银国际

今年以来监管环境的收紧，为银行业带来的最直观的变化就是规模扩张速度的放缓，以及资产负债表结构的调整。作为银监会现时监管的重中之重，过去两三年中高速扩张的同业业务今年明显收缩，金融去杠杆成效初显。银监会数据显示，至今年第三季末，银行业同业资产和负债较年初分别减少 2.6 万亿元及 2.0 万亿元，理财产品增速连续 8 个月下降，第三季度末降至 4%，同比下降 30 个百分点。受此影响，银行业金融机构资产负债表扩张速度减慢，截至 2017 年三季度末，总资产达到 247.1 万亿元，较上年末增长 6.4%，总负债达到 228.3 万亿元，较上年末增长 6.3%，同比增速分别降低 5.4 个百分点和 5.5 个百分点。

图 260：银行业金融机构总资产

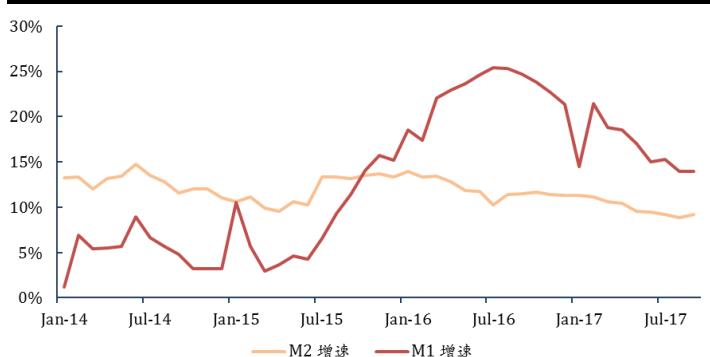
资料来源：中国银监会、招银国际

图 261：银行业金融机构总负债

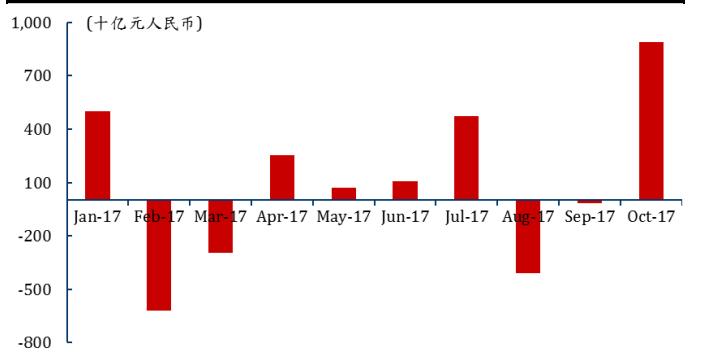
资料来源：中国银监会、招银国际

随着金融体系资产扩张减速，货币派生能力也有所减弱，M2 增速自今年 2 月份以来整体呈现逐渐放缓趋势，自 5 月份起更是跌破双位数，正式进入单位数增长的“新常态”，增速逐渐与 GDP 增速靠拢，显示了资金脱虚向实的趋向。去年 M1 与 M2 增速大幅背离的趋势有所扭转，二者之间的剪刀差有所收窄。预期明年在央行实施针对普惠金融的定向降准实施之后，流动性将得到小幅缓解，随着贷款投放的稳定增长，M2 增速将有望回升，但不会再回到高速增长期，我们初步预计增速维持在 9%-10%。

央行自 2016 年第四季度起一直维持中性偏紧的货币政策，一方面，通过上调公开市场操作的利率助推金融去杠杆进程，另一方面，在流动性紧张的时点向市场投放资金，保持资金面的合理充裕。整体而言，资金市场收紧的趋势较为温和，没有出现大幅波动，这样的环境也为去杠杆平稳推进提供了良好的条件。相信在“防风险”为底线的情况下，央行在资金面的操作仍将延续这样的风格。

图 262：M2 及 M1 增速

资料来源：中国人民银行、招银国际

图 263：央行公开市场操作净投放情况

资料来源：万得、招银国际

政策新焦点——监管换届，对外开放，以竞争促进繁荣

近年来，我国银行业对外开放进程不断推进，随着人民币国际化程度的加深，在“走出去”方面取得了积极快速的进展，而在“引进来”方面，囿于监管政策的限制，外资银行在我国的发展仍较为缓慢。不过，自今年起，监管部门频繁向市场释放将进一步推进金融市场开放的信号，预示着将在这方面采取更为进取的动作，包括提升外资银行持股比例、放宽业务准入等，也许都将在明年见到更为明确的措施落地。

今年 1 月，国务院印发《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》，8 月又印发《关于促进外资增长若干措施的通知》，在“进一步扩大市场准入对外开放范围”中提到对于银行、证券、保险业，要明确对外开放时间表和路线图，目前外资股的持股比例限制、高管要求、业务领域范围的限制等，下一步有望放宽。2017 年 3 月，银监会发布了《关于外资银行开展部分业务有关事项的通知》，其中提到外资银行在开展国债承销业务、托管业务、咨询业务时，无需获得证监会许可，只需在开展后 5 日内向监管部门报告；外资银行可与母行集团内部展开协作，为“走出去”的中国境内企业提供综合金融服务；此外，在风险可控情况下，外资银行可依法投资境内银行业金融机构。不过最后一条仍然没有明确具体细则，相信之后银监会还会出台更多具可操作性的指引。

除此之外，在美国总统特朗普 11 月访华期间，外交部新闻发言稿宣称中国会按照自身扩大开放的时间表和路线图，将大幅放宽金融业，主要包含银行业、证券基金业和保险业的市场准入。财政部副部长朱光耀近日也表示将取消对中资银行和资产管理公司的外资单一持股比例不超过 20.0%、合计持股不超过 25.0% 的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则。我们认为 2018 年监管机构放宽外资在中国银行业的准入条件和可开展业务范围将是大概率事件。虽然具体细则和时间表仍未推出，但是我们相信竞争格局的改变将促使中国银行业未来的发展逐步由“增量”变为“提质”，具有较多海外业务的大型商业银行预计将会从竞争中脱颖而出。

根据银监会数据，截至 2016 年末，共有 14 个国家和地区的银行在我国设立了 37 家外商独资银行、1 家合资银行及 1 家外商独资财务公司。这些外资银行的总资产及总负债分别为 2.9 万亿元及 2.6 万亿元，占银行业金融机构总额的 1.3% 和 1.2%；税后利润 128.0 亿元，占我国银行业税后利润的比例仅有 0.6%。

这些数据显示，外资银行在我国的发展仍然处于较为初期的阶段，规模小、占比低，“对外开放”的深度和广度都有待提高。但与此同时，外资银行在资产质量和流动性方面的表现都优于境内银行。

我国经济增速已进入“新常态”，如何为经济转型提供更好的服务也成为金融业一个新的课题。在这些方面，增加外资银行的参与度，既有助于提升我国银行业的国际竞争力，同时也有助于银行业系统分散风险。此外，在推进“一带一路”的进程中将有大批境内企业“走出去”，也将有大批基建项目在境外落地，将在沿线已有布局的外资银行引入我国，也将有助于“一带一路”的实施。

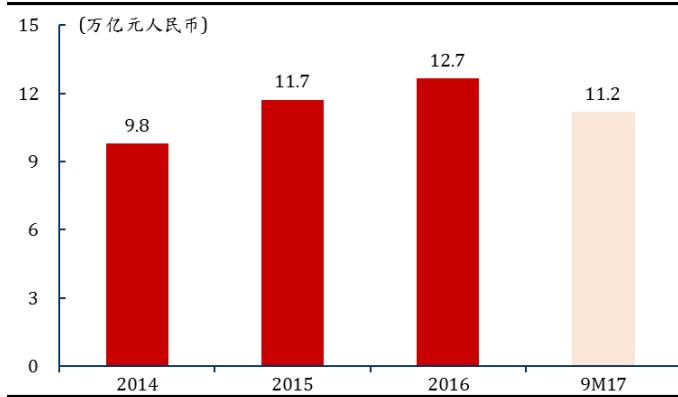
值得一提的是，明年 3 月份，人民银行现任行长周小川任期行将届满，央行将迎来新一任掌门人。不过，无论继任者是谁，我们认为央行本身的职责及其在现时金融去杠杆中的重要地位不会改变。我们相信央行仍将沿着全国金融工作会议和十九大确立的方针方向推进工作，管理层的更替将平稳度过，不会对金融市场环境造成重大影响。

宏观经济走势引导贷款结构优化

在 2016 年新增人民币贷款达到创历史记录的 12.7 万亿元后，2017 年信贷投放增速势头依然迅猛，预计将再创新高，截至今年第三季度末，金融机构新增人民币贷款已达到 11.2 万亿元，同比多增 9,980 亿元。尽管货币政策偏紧，但政策引导资金脱虚向实，债券发行市场又相对低迷，宏观经济回暖下逐渐旺盛的社会融资需求更多寻求传统信贷渠道进行满足。因此，在银行业总资产增速减慢情况下，银行业贷款依然保持较高增速。银监会数据显示，截至 9 月末，各项贷款同比增长 13.2%，高于同期资产增速 2.6 个百分点，新增贷款占新增资产的比例较去年同期大幅提高 35.5 个百分点。

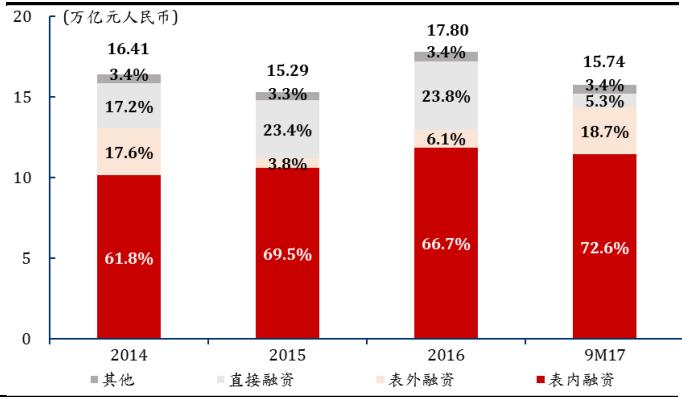
在人民币贷款增长的大力推动下，2017 年前三季度，社会融资增量达到 15.7 万亿元，较去年同期多增 2.2 万亿元。强劲的信贷需求受限于表内信贷额度，加之债券发行大幅萎缩，部分需求转移至信托贷款，带动信托贷款大幅多增 2.7 倍，而委托贷款增量则大幅下降。今年前三季度债券净融资额仅新增 1,583 亿元，远远落后于去年同期的 2.6 万亿元。

图 264：金融机构新增人民币贷款



资料来源：中国人民银行、招银国际

图 265：社会融资增量结构

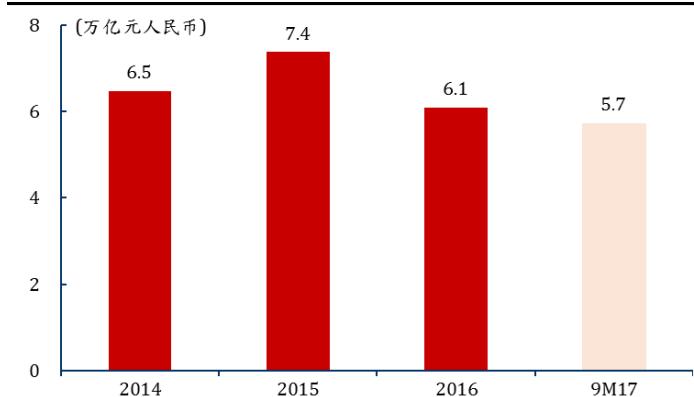


资料来源：中国人民银行、招银国际

监管对资金流向实体经济的引导作用体现在了贷款结构的变化上。今年以来，与实体经济发展密切相关的非金融企业及机关团体部门中长期贷款占比明显上升，前三季度增加 5.5 万亿，占企业部门新增贷款比例由去年全年的 68.5% 提升 27.7 个百分点至 96.2%。而短期贷款增幅则相应降低，票据融资更是较去年同期大幅减少 1.7 万亿元。整体的贷款结构走势与今年的宏观经济走势相吻合。

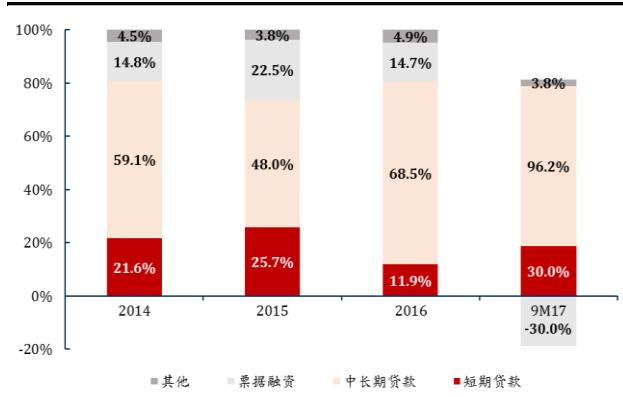
明年，企业贷款预计将会继续跟随经济走势，同时，因应央行最新的针对普惠金融的定向降准政策，料各家银行将加大对小微企业的信贷投放力度。不过，在金融去杠杆取得一定成效后，去杠杆的侧重预计将转向实体经济，企业部门的信贷需求增速将维持在较为稳定的水平。

图 266：新增非金融企业及机关团体人民币贷款



资料来源：中国人民银行、招银国际

图 267：新增非金融企业及机关团体人民币贷款结构



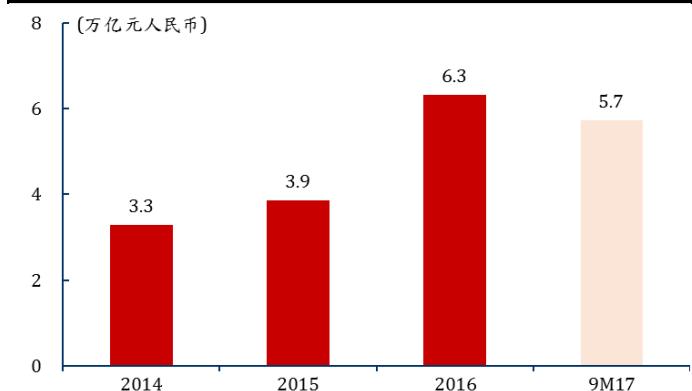
资料来源：中国人民银行、招银国际

住户部门方面，尽管各地方政府持续出台对于楼市的宏观调控政策，银行也普遍上调按揭贷款利率，但市场需求仍然旺盛，截至三季度末，以按揭为主的新增住户中长期贷款依然是人民币贷款增长的主要推动力之一，占到了今年前三季新增人民币贷款的 37.6%。根据央行的贷款投向报告，今年首三季，居民住房贷款投放增加 2.0 万亿元，较去年同期少增 1.8 万亿元。同时，居民短期消费贷的爆发式增长也不容小觑，前三季度新增额较去年同期增长 1.9 倍，占人民币贷款整体新增额的比例由去年同期的 5.2% 提升到了 13.7%。

政府对于楼市的调控并未放松，部分地区的“限购令”甚至有升级迹象，近期的地产销售市场也有所降温，但我们预计，按揭贷款仍将是明年拉动人民币信贷增长的动力之一。究其原因，第一，房地产行业仍是目前我国经济增长的一个主要支撑点，政府一方面在调控同时将尽力保障市场稳定，另一方面政策依然支持居民的正常住房需求，在居民可支配收入持续提高及城镇化进程不断推进的背景下，这一部分的刚性需求不会被削弱；第二，对于银行而言按揭贷款不失为一个优质的资产配置选择，因其资产质量较好，同时在我国家庭杠杆率相对较低的情况下，按揭贷款对于资金成本上升的转嫁也有较高的承受能力。不过，在接连两年的高速增长后，基数已经处于较高水平，明年按揭贷款的增速将有所放缓。

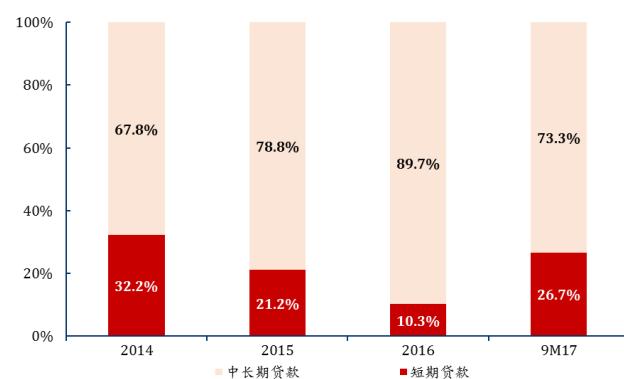
至于今年增长迅猛的消费贷，9 月起监管部门已针对重点城市进行严查，要求查清流向，防止流入楼市，因此消费贷的暴增势头可能短期受阻。不过，随着人均可支配收入的提升和消费的进一步升级，市场对于消费贷的需求仍将持续增长。此外，消费贷具有单笔金额较小、周期较短、客户数量庞大的特点，对于银行而言具有较好的分散风险作用，而且消费贷与按揭贷款相比享有更好的收益率，这对消费贷的投放也将带来一定支持。

图 268：新增住户人民币贷款



资料来源：中国人民银行、招银国际

图 269：新增住户人民币贷款结构



资料来源：中国人民银行、招银国际

综合而言，我们预计 2018 年人民币贷款增速较今年将有所放缓，全年预计增速在 10% 左右。

值得一提的是，在目前利率市场化不断深化的背景下，按揭贷款是唯一仍然受到基准利率影响的贷款项目。从现时市场情况来看，楼市调控仍然任重道远，政府对房地产市场的管控不会放松。在这一背景下，虽然几率较小，但我们认为并不能排除央行提升基准利率、缓和房贷增速进而达到调控楼市过热需求的可能性。

流动性管理及息差管理重要性显现

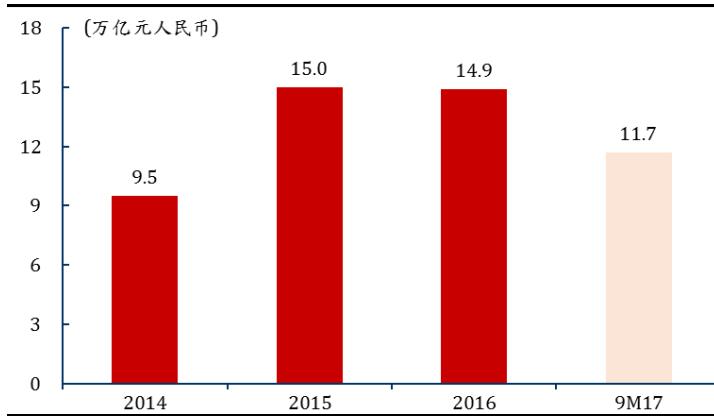
自 2016 年第四季度起，中性偏紧的货币政策逐步确立和巩固，伴随着今年以来金融去杠杆进程的推进，流动性基本维持紧平衡格局，资金利率抬升。在这种情况下，资金成本成为影响本轮银行业业绩回升速度的重要因素。从今年以来 H 股上市银行的业绩来看，国有大型商业银行依托广阔充足的资金来源，享受了更为有利的资金成本，因而息差逐步扩张，盈利增速也最先有起色。相较之下，部分股份行和城商行对同业负债依赖度较高，一方面由监管加强引致的“缩表”还在持续，另一方面市场利率的爬升也加重了获取资金的成本负担，息差恢复较大型银行为慢，同时负债的结构性变化也为这些银行的流动性带来了风险。

今年起银监会于季度披露的监管数据中，新增了分机构类型的流动性相关数据，也从侧面显示出监管部门对日后流动性方面的关注。截至今年上半年，大型银行的流动性比例有较为明显的改善，由一季度末的 46.07% 升至三季度末的 47.66%，而股份行、城商行、农商行等仍然有 1.21、2.20 和 0.20 个百分点的小幅下行，至三季度末分别为 49.82%、50.35% 和 51.32%。我们预期 2018 年货币政策仍将维持中性偏紧，同时金融去杠杆进程和强监管环境仍将持续，流动性管理的重要性将逐步凸显，对于中小型银行而言，这项工作更加至关重要。

揽款难度增加，同业存单发行量维持高位

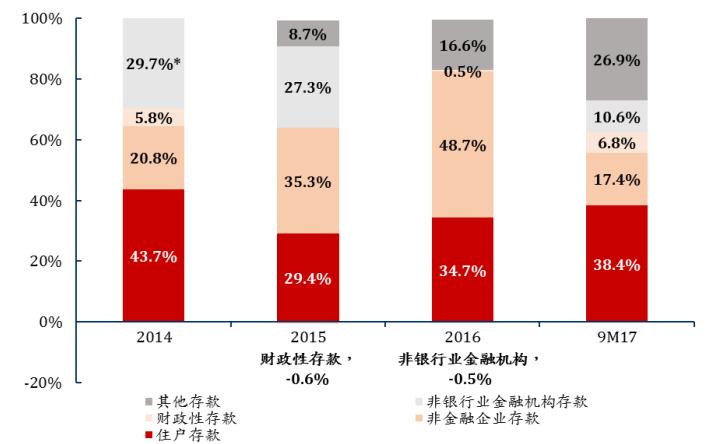
金融去杠杆进程中，同业业务的大幅收缩，导致其货币派生能力减弱，M2 增速也逐步进入单位数增长的“新常态”。今年以来，人民币存款增速明显放缓，截至第三季末，人民币存款余额按年增长 9.3%，至 162.3 万亿元，前三季度共新增 11.7 万亿元，较去年同期少增 1.13 万亿元，其中变动最大的是非金融企业存款，较去年同期少增 3.03 万亿元。

图 270：新增人民币存款



资料来源：中国人民银行、招银国际

图 271：新增人民币存款结构



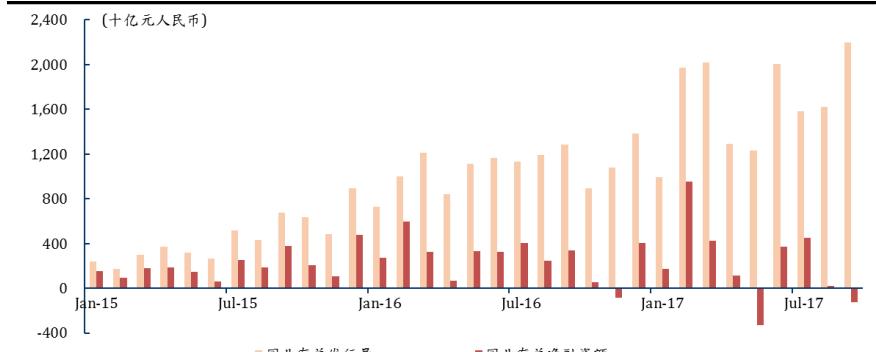
资料来源：中国人民银行、招银国际；*2014 年数据未作详细分类

对于商业银行而言，最优质的负债便是存款，当存款增长乏力时，银行揽储难度加大，资金来源不够充足的中小型银行需要更多借力于同业负债，来支持其资产端的投放并提升流动性。特别是在过去数年间通过大幅扩张同业业务、借助资金期限错配来做大规模、提升盈利的银行，在此轮金融去杠杆中受到的影响更为严重，在按照监管要求逐步收缩同业负债的同时，对于一些已经投放的中长期资产又需要进行续作，面对的流动性风险进一步增大。而与此同时，随着市场利率的抬升，中小型银行获取资金的成本也在增加，进而令息差缩窄，盈利能力下降。

同业存单原本是作为银行调节流动性的工具而出现的，但在过去几年则被滥用于“借短投长”，发行量在2014年至2016年间经历爆发式增长，年复合增长率高达280.7%。今年前九个月，同业存单发行量仍然保持历史高位水平，共发行14.9万亿元，较去年同期增长54.5%，但增速有明显放缓，同时，前九个月的净融资额则按年降低29.4%，其中5月和9月分别出现单月净偿还。在强监管环境下，银行被动或主动调整同业存单发行策略，特别是在今年中性偏紧的货币政策下，同业存单的作用开始逐步归位到短期流动性调节工具的定位上，而非用于长期投资，具体体现在发行量和到期偿还量的季末波动性明显增强。

监管部门也在持续通过政策规章手段规范同业存单市场。央行自今年9月1日起实施新规，不再允许发行一年期以上的同业存单；此外，央行在今年第二季度的货币政策执行报告中公布，将于明年一季度起将资产规模5,000亿元以上银行发行的一年内同业存单纳入MPA同业负债进行考核；对于其他银行也要进行持续监测，适时提出要求。

图 272：同业存单发行量及净融资额

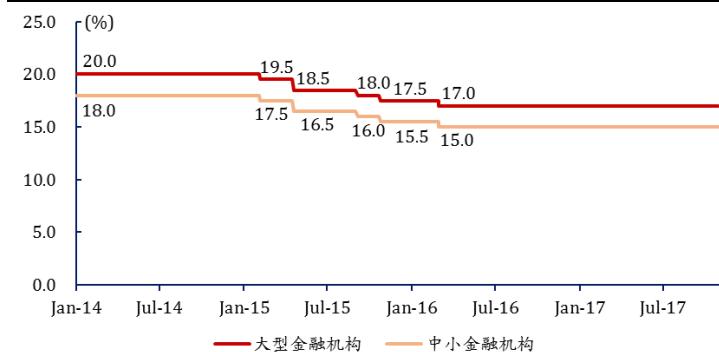


资料来源：万得、招银国际

除以上因素外，中小型银行面对的资产质量不确定性更大，坏账风险在当前的宏观经济环境下有可能进一步扩大，信用成本将随之上升，而收入端受资金成本提升影响，息差可能持续承压，对其盈利造成负面影响。此外，中小型银行自身流动性监测管理体系也可能未臻完善，这些都加剧了其流动性风险的暴露。

不过，展望明年，对于银行业整体流动性补充较为有利的一个条件，是央行最新公布的针对普惠金融的定向降准。根据央行的测算，本次定向降准将惠及全部大中型商业银行、约90%的城商行和约95%的非县域农商行，而在小微企业、涉农等普惠金融领域投放较多的银行更可以享受1.5个百分点的降准优惠。

图 273：法定存贷款准备金率变动



资料来源：彭博、招银国际

大中型银行因其规模较大及大型企业客户较多，预计获取第二档降准优惠有较大难度，不过以小微贷款作为品牌服务之一的民生银行（1988 HK）截至今年三季末小微贷款余额占比已达到总贷款余额的 10%，我们相信该行将继续保持这一比例优势到年末，从而享受于第二档的降准优惠。中小型城商行作为普惠金融投放的主力，料将在今年余下时间内将信贷额度向政策涉及的项目倾斜，以达到第二档降准标准，而因此释放的流动性或令其资金状况得以缓和。

在负债端，中小型银行仍将面对流动性紧平衡带来的一定压力。尽管同业业务方面的去杠杆进程已取得一定成效，但强监管的环境和政府去杠杆的决心并无改变，因此我们预料同业业务将会持续收缩，但收缩速度逐渐放缓。目前定向降准最终能够释放的流动性及受惠的银行范围尚无法准确评估，不过作为流动性调节的有效工具之一，我们相信，在中性偏紧的货币政策持续之下，同业存单的发行量仍将保持较高水平，发行利率趋向平稳。

息差企稳可期，但中小行依然承压

对理财业务的规管和同业业务的收缩，令银行业的资金重新聚焦于投放实体经济，传统业务成为业绩的主导因素，因而息差管理能力也成为商业银行主要的竞争力之一。能够获得充足资金来源、降低资金成本的银行将在业绩复苏上占得先机。而在资产端配置方面，投资实力强、贷款定价能转嫁资金成本上升的银行更具优势。我们预计明年银行业净息差将处于逐步稳定并逐渐回升的过程，但这一过程随市场流动性的变化将有所波动。

今年三季度，银行业金融机构整体净息差较去年同期下降 15 个基点，不过三季度较一季度有所改善，小幅回升 4 个基点。分机构类型来看，资金来源较充足的国有大行及广大农村金融机构是推动回升的主要动力，股份行有所企稳，而城商行仍然承受来自资金成本端的压力，净息差持续小幅下行。

图 274：H 股上市银行净利润及净息差变动情况

类型及公司名称	股份代码	净利润按年变幅			净息差		
		1H16	FY2016	1H17	1H16	FY2016	1H17
国有大型商业银行							
中国工商银行	1398 HK	0.8%	0.4%	1.8%	2.21%	2.16%	2.16%
中国建设银行	939 HK	1.1%	1.5%	3.7%	2.32%	2.20%	2.14%
中国农业银行	1288 HK	0.8%	1.9%	3.3%	2.31%	2.25%	2.24%
中国银行	3988 HK	2.5%	-3.7%	11.5%	1.90%	1.83%	1.84%
交通银行	3328 HK	0.9%	1.0%	3.5%	1.97%	1.88%	1.57%
股份制银行		1H16	FY2016	1H17	1H16	FY2016	1H17
中信银行	998 HK	4.5%	1.1%	1.7%	2.05%	2.00%	1.77%
中国光大银行	6818 HK	1.2%	2.7%	3.0%	1.88%	1.78%	1.52%
中国民生银行	1988 HK	4.9%	3.8%	3.2%	2.01%	1.86%	1.40%
招商银行	3968 HK	6.8%	7.6%	11.4%	2.58%	2.50%	2.43%
浙商银行	2016 HK	42.4%	44.0%	18.6%	2.10%	2.07%	1.75%
城市商业银行		1H16	FY2016	1H17	1H16	FY2016	1H17
哈尔滨银行	6138 HK	15.0%	9.4%	10.0%	2.68%	2.65%	2.42%
重庆银行	1963 HK	10.5%	10.5%	10.8%	2.47%	2.38%	2.15%
徽商银行	3698 HK	11.1%	11.5%	10.9%	2.69%	2.59%	2.32%
中原银行	1216 HK	不适用	13.1%	12.3%	3.49%	3.26%	2.80%
天津银行	1578 HK	13.4%	-8.0%	0.9%	2.06%	1.76%	1.31%
青岛银行	3866 HK	17.5%	15.2%	1.1%	2.36%	2.23%	1.79%
盛京银行	2066 HK	13.2%	10.5%	-3.0%	1.97%	1.75%	1.53%
郑州银行	6196 HK	21.2%	19.1%	7.0%	2.77%	2.69%	2.20%
锦州银行	406 HK	164.5%	66.0%	5.2%	3.78%	3.67%	2.80%
农村商业银行及其他		1H16	FY2016	1H17	1H16	FY2016	1H17
重庆农村商业银行	3618 HK	7.4%	10.0%	10.0%	2.85%	2.74%	2.59%
吉林九台农村商业银行	6122 HK	70.4%	55.2%	-20.1%	2.56%	2.67%	2.21%
广州农商银行	1551 HK	不适用	0.5%	21.8%	1.93%	1.98%	1.73%
邮储银行	1658 HK	10.9%	14.2%	14.5%	2.30%	2.24%	2.31%

资料来源：各上市公司中报及年报、招银国际

在现行货币政策和监管力度维持不变的情况下，存款预计仍将维持在较往年为低的增长速度上，各家银行对于有限优质资金资源的争夺，特别是零售存款的争夺，预计将会加剧，吸收存款的成本将有可能上浮；另一方面，同业市场资金成本预计仍将维持较高水平，不会大幅回落，将更加重对于中小型银行的付息负担。而在这样的情况下，资金充裕的大型国有银行作为净拆出方，将享受资金成本上升带来的正面影响，令大行与中小行在息差表现上的差距进一步拉大。

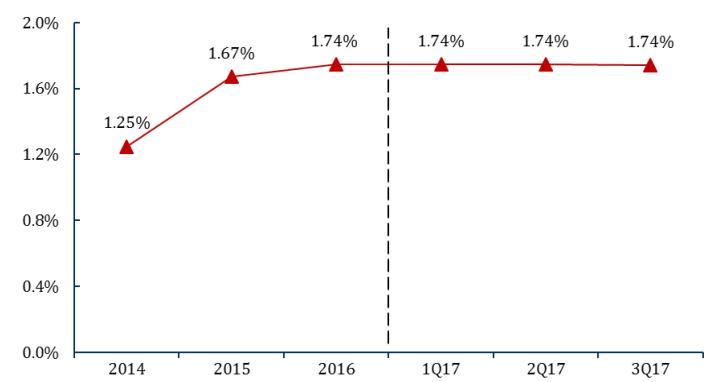
资产端复位价的一般滞后于资金成本的上升，因此银行在这一过程中息差往往需要承受下行压力。不过，在以支持实体经济发展为前提的情况下，对公贷款对贷款利率上升的承受能力有限，相信转嫁成本仍将以零售贷款为主，今年银行普遍上调按揭贷款利率就是一个典型的例子。大行较中小型银行在贷款定价上具有更强的议价能力，同时有可能将 IFRS 9 产生的信用成本进一步转嫁给客户。

在投资能力上，大行的研究实力、资本实力更强，同时投资更为多样化。相较之下，中小银行首先受制于较弱的资本实力，而且在目前利率环境下，极有可能出现成本与收益倒挂的情况，因此预计投资收益也不会有大幅改善。对于中小型银行而言，如何找到能匹配其负债特点、且能权衡收益与风险的合适资产，是其进行有效息差管理的重要方向。我们预测中小行将会加大对收益较高的小微贷款类的投放，一方面响应国务院和央行对于发展普惠金融的号召，另一方面也是寻找高收益资产来承担其资金成本上升的压力。但需要注意的是，高收益往往伴随着高风险，在我国宏观经济尚未出现明显向好迹象的情况下，小微贷款的资产质量变化仍需紧密关注。

资产质量有所企稳，新会计准则预计将加大盈利波动性

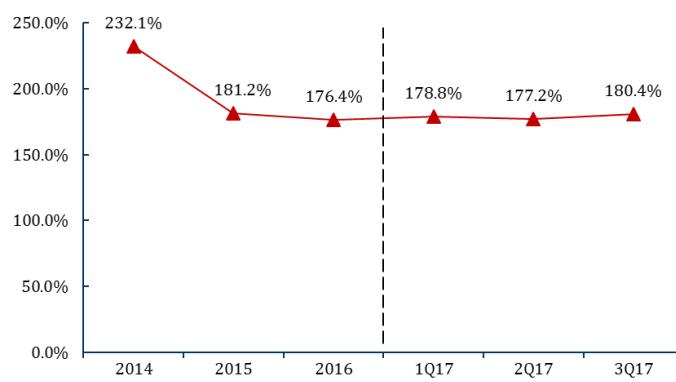
在经历了过去近三年资产质量的逐步恶化后，今年以来，中国宏观经济整体走势好于预期，银行业的资产质量也逐渐企稳，前三季度末不良贷款率均与去年年末持平，为 1.74%，不良贷款余额增速放缓，关注类贷款的占比也逐季回落，较年初下降了 31 个基点，显示资产质量有所企稳。与此同时，拨备覆盖率尽管按季存在小幅波动，但整体仍然呈回升趋势，三季度末达到 180.39%，较年初上升 4.0 个百分点。

图 275：银行业金融机构不良贷款率



资料来源：中国银监会、招银国际

图 276：银行业金融机构拨备覆盖率



资料来源：中国银监会、招银国际

分机构类型来看，五大国有商业银行的资产质量改善最为明显，至今年三季度末，不良贷款余额与不良贷款率实现“双降”。股份行、城商行和农商行不良贷款率仍然处于上升区间，至三季度末分别较去年末增加 2 个基点、3 个基点和 46 个基点，从 H 股上市银行的情况来看，各城商、农商行依其所处地域不同，表现分化。

展望 2018 年，我们认为在宏观经济保持稳定的前提下，商业银行的资产质量也将逐渐企稳，预计不会再度出现大幅恶化的情况，但同时也没有条件支撑其明显好转。今年前三季度，尽管国有大行不良贷款率整体有所改善，但工行、建行及农行三家的减值拨备力度较去年有明显增加，按年增幅约在 20%~40%，同时对不良资产的处置力度也在加大，显示资产质量并未出现实质性好转。除此之外，五大行还面对着来自巨量“债转股”落地之后对资产质量带来的不确定性。随着宏观经济增速的放缓，部分贷款地域、行业集中度较高、中小微企业占比更高以及不良资产处置手段较为单一的城商行、农商行在资产质量方面预计承压更大，不良贷款率或仍将经历一段上升过程。

另外，即将于 2018 年开始实施的新会计准备 IFRS 9，对于银行在金融资产减值的确认上有了新的要求，或将对减值拨备产生较为显著的影响。新会计准则与现行准则相比，最大的区别是要求银行在减值中考虑未来预期的减值损失。根据中国财政部的安排，所有 H 股及 A+H 上市银行均须从 2018 年 1 月 1 日起开始实施新准则。尽管目前多家上市银行都表示正在对新准则带来的影响进行测算，尚无定论，但我们预计，各银行的减值拨备将有明显增加，从而对其净利润产生负面影响。

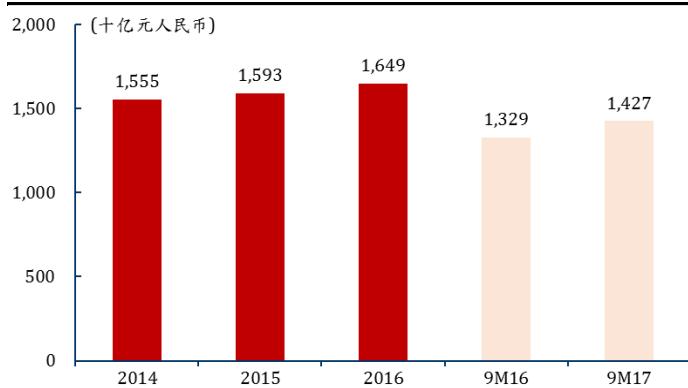
行业分化，优选大行

盈利增速逐步回升，非息业务寻求转型

过去几年，中国银行业受到资产质量恶化和利率市场化加快的影响，息差收窄，减值拨备增加，经历一个盈利增速下降的过程。今年在监管部门整顿同业套利、资金空转及引导资金脱虚向实以后，银行的业务性质回归到服务实体经济的本源上来，再度回到依靠传统业务一决胜负的跑道上。

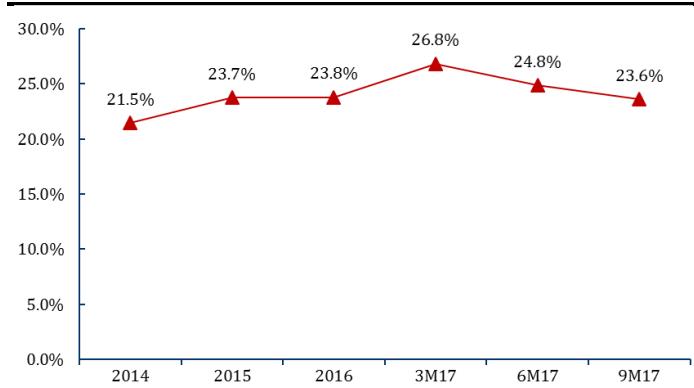
尽管在这一过程中，部分银行受到“缩表”、市场利率上升等影响，盈利能力有所下降，但对于银行业而言，依然有一些向好的迹象正在显露。首先，贷款在行业总资产中的占比提升，资金脱虚向实趋向明显，显示行业的资产结构更加健康；第二，宏观经济表现好于预期，资产质量企稳回升；第三，强监管挤压了部分不规范的业务扩张，促进了银行非息业务优化转型。我们认为，这些趋势在2018年将会得到延续。

图 277：银行业金融机构净利润



资料来源：中国银监会、招银国际

图 278：银行业金融机构非息收入占比



资料来源：中国银监会、招银国际

今年前三季，银行业金融机构纯利润按年增长7.9%，达到1.4万亿元，增速较去年同期回升4.6个百分点。如前文所言，息差成为目前决定银行盈利能力的最主要因素，而在这一点上，受现行货币政策和去杠杆影响，市场利率的抬升令大小行在业绩表现上产生分化，资金充裕、资产质量较稳固的大行将率先复苏，而中小型银行息差方面依然承压。

过去数年持续蓬勃增长的非息收入，今年在强监管环境下增速明显放缓，三季度占比为23.6%，较去年同期下跌1.1个百分点。一方面，受表外理财业务及同业业务收缩、保险新规等政策影响，银行业的净手续费及佣金业务结构产生变化，机构、同业理财类及保险代销业务相关收入下降，而更多与实体经济及民生相关的业务，如银行卡、结算等，以及与居民收入增长相关的个人理财类需求则持续增长。另一方面，市场利率上升，也造成了一部分银行可供出售类债券投资产生浮亏。

在理财、保险代销等非息收入增长的主力军动能减弱后，许多银行也开始探索新的收入增长点，毕竟从历史趋势和国际经验来看，银行业拓展更为多样化的收入来源、减少对传统业务的依赖是大势所趋。目前看来，发展以供应链金融、现金管理等业务为主要内容的交易银行是许多银行着眼的方向之一。供应链金融服务是银行为其核心公司客户的上下游企业提供应收账款的融资服务，以解决这些企业的短期资金缺口问题，利用大数据等先进科技逐渐向线上迁移，在为客户提供更综合化的服务，增强客户粘性的同时，还有利于银行深入行业、打造行业融合生态圈，符合金融服务实体经济的政策指引。除此以外，大力发展投行业务、资管业务也是许多银行继续拓展非息收入的重要方向。

对于曾经高度依赖理财、代销等业务拉动非息收入增长的部分中小型银行来说，受监管冲击影响的时间较长，同时进行非息收入业务转型、转换增长点也需要一定时间。因此，在传统业务成为业绩主导因素的情况下，贷款稳定增长、资金来源充足、投资能力强、资产质量稳固以及非息收入业务规范且多样性较高的银行，应当成为盈利复苏的第一梯队。而国有大行在这几个方面明显较其他银行具有优势，值得投资者首先关注。

估值

今年以来，H股上市银行的股价表现基本与其基本面的改善程度呈正相关。招商银行一枝独秀，年初至今涨幅高达83%，传统“四大行”累计升幅也分别达到了13%至36%。但整体而言，由强监管及偏紧的流动性带来的资产负债表结构性调整影响仍在持续，盈利能力的回升和资产质量拐点也尚未得到确认，银行业板块的估值依然偏低。未来一年中，以之前预测的条件而言，不足以整个板块带来向上重估的可能性。银行较高的股息率对于追求稳定回报的投资者依然具备一定吸引力，但部分中小银行或受资本充足率及盈利限制，对派息政策进行调整。

正如前文所言，我们预计大行在本轮银行业盈利复苏中将成为领跑者，因此在行业首选方面，我们推荐工商银行（1398 HK，持有）。在资金市场偏紧的情况下，拥有广阔资金来源的工行一方面可以作为拆出方享受市场利率爬升带来的收益率上升，另一方面，优质充足的负债也为其提供了较低的资金成本，息差得以扩大。资产质量方面，工行也不断加大清收和处置力度，料未来资产质量能够保持稳定，对该行盈利能力的恢复也产生一定支持。此外，作为国有大行，工行的资产投向更具政策趋向性，料其资产规模将保持稳健增长。

图 279：H股上市银行今年以来股价变动情况

类型及公司名称	股份代码	股价变动		
		1个月	3个月	年初至今
国有大型商业银行				
中国工商银行	1398 HK	0.5%	12.6%	36.1%
中国建设银行	939 HK	1.2%	5.9%	17.4%
中国农业银行	1288 HK	1.1%	2.2%	16.0%
中国银行	3988 HK	-4.2%	-1.0%	12.5%
交通银行	3328 HK	-2.3%	4.1%	5.0%
股份制银行				
中信银行	998 HK	0.8%	4.2%	4.9%
中国光大银行	6818 HK	-2.1%	2.2%	5.7%
中国民生银行	1988 HK	6.2%	2.5%	-4.9%
招商银行	3968 HK	9.5%	25.7%	83.2%
浙商银行	2016 HK	0.2%	0.0%	6.9%
城市商业银行				
哈尔滨银行	6138 HK	-5.0%	-7.0%	-1.3%
重庆银行	1963 HK	-2.6%	-1.3%	-4.6%
徽商银行	3698 HK	2.8%	6.4%	1.0%
中原银行	1216 HK	-5.1%	-8.2%	不适用
天津银行	1578 HK	1.6%	0.5%	-15.0%
青岛银行	3866 HK	-3.9%	7.7%	10.1%
盛京银行	2066 HK	-1.5%	-7.8%	-23.3%
郑州银行	6196 HK	-1.8%	4.2%	-4.1%
锦州银行	406 HK	9.1%	7.1%	-7.7%
农村商业银行及其他				
重庆农村商业银行	3618 HK	5.4%	-2.3%	20.2%
吉林九台农村商业银行	6122 HK	-0.6%	-1.2%	不适用
广州农商银行	1551 HK	3.9%	3.5%	不适用
邮储银行	1658 HK	-3.5%	-2.2%	6.7%

资料来源：彭博、招银国际；截至2017年11月8日；“不适用”表示该股份于今年年内上市

图 280：国有大型银行估值及股息率

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
中国工商银行	1398 HK	1.00	0.90	0.82	4.4%	4.5%	4.7%
中国建设银行	939 HK	0.93	0.84	0.76	4.8%	5.0%	5.3%
中国农业银行	1288 HK	0.81	0.74	0.66	5.5%	5.7%	6.0%
中国银行	3988 HK	0.73	0.67	0.61	5.2%	5.4%	5.8%
交通银行	3328 HK	0.59	0.60	0.55	5.5%	5.4%	5.8%
平均值		0.81	0.75	0.68	5.1%	5.2%	5.5%

资料来源：彭博、招银国际

图 281：股份制银行估值及股息率

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
中信银行	998 HK	0.62	0.56	0.51	4.9%	4.9%	5.0%
中国光大银行	6818 HK	0.59	0.61	0.55	3.1%	3.4%	3.7%
中国民生银行	1988 HK	0.71	0.65	0.58	4.2%	3.9%	4.0%
招商银行	3968 HK	1.77	1.57	1.40	2.6%	2.9%	3.2%
浙商银行	2016 HK	0.95	0.81	0.71	4.0%	6.4%	7.1%
平均值		0.93	0.84	0.75	3.8%	4.3%	4.6%

资料来源：彭博、招银国际

图 282：城商行估值及股息率

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
哈尔滨银行	6138 HK	0.58	0.50	0.44	4.7%	6.2%	7.3%
重庆银行	1963 HK	0.70	0.62	0.56	5.5%	6.1%	6.3%
徽商银行	3698 HK	0.72	0.70	0.62	4.7%	3.7%	4.0%
中原银行	1216 HK	0.91	0.82	0.79	0.0%	7.4%	7.4%
天津银行	1578 HK	0.72	不适用	不适用	4.1%	不适用	不适用
青岛银行	3866 HK	1.26	不适用	不适用	3.7%	不适用	不适用
盛京银行	2066 HK	0.65	不适用	不适用	4.9%	不适用	不适用
郑州银行	6196 HK	0.95	不适用	不适用	5.8%	不适用	不适用
锦州银行	416 HK	1.33	不适用	不适用	2.0%	不适用	不适用
平均值		0.87	0.66	0.60	3.9%	5.9%	6.3%

资料来源：彭博、招银国际

图 283：农商行及邮储行估值及股息率

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
重庆农村商业银行	3618 HK	0.82	0.72	0.64	4.3%	4.5%	5.0%
吉林九台农村商业银行	6122 HK	1.34	不适用	不适用	7.3%	不适用	不适用
广州农商银行	1551 HK	1.02	不适用	不适用	4.4%	不适用	不适用
邮储银行	1658 HK	0.89	0.80	0.72	1.9%	2.6%	2.9%

资料来源：彭博、招银国际

中国保险业板块**同步大市**

分析师：丁文捷，博士 - dingwenjie@cmbi.com.hk

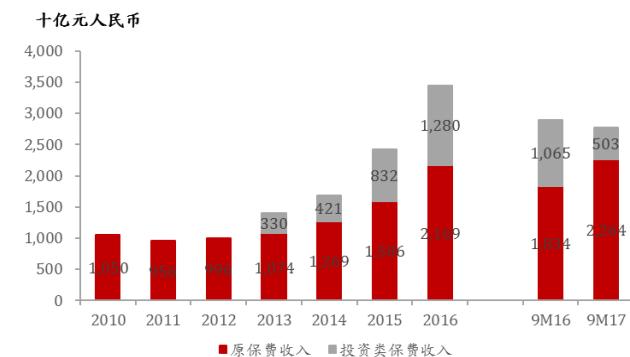
分析师：徐涵博 - xuhanbo@cmbi.com.hk


回归保障本源，期待结构性机会

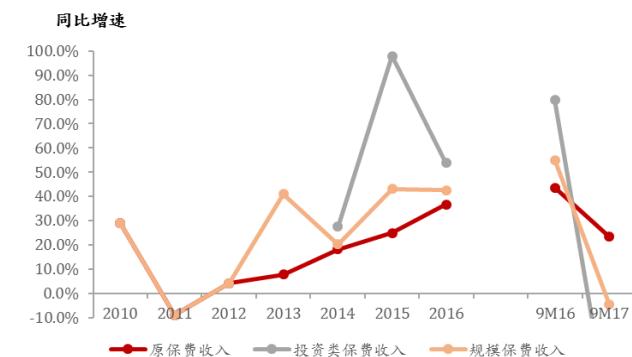
保险业是朝阳行业中发展方向较为确定和“靠谱”的行业。相信经过 2017 年监管收紧、行业规范之后，保险行业的竞争格局将更为健康。健康和养老保险作为改善民生和“补短板”的关键领域，将继续受惠于服务性消费升级和政策扶持，有望成为未来几年保险投资的风口。此外，科技赋能保险，互联网渗透率提升，也将在用户理赔体验、保险产品定价和成本控制、精准销售等方面为保险行业的长足发展添砖加瓦。近年来，上市龙头险企积极推进业务结构改革、聚焦长期保障型产品，提前积极布局健康、养老、科技保险等新兴领域，有望迎来持续收获期。我们认为 2018 年上市险企承保端业务结构将持续优化、寿险新业务价值稳健增长，此外，投资表现趋势向好，准备金压力降低，将给上市险企的发展带来结构性的机会。

寿险回归保障本源，长期增长逻辑不变
寿险保费收入增长仍旧强劲

2017 年 1-9 月，人身险公司实现原保费收入 2.26 万亿元，同比增长 23.4%。尽管增速同比下降约 20 个百分点，该增长依旧可观，原因在于：(1) 家庭财富积累；(2) 消费者对人身及健康保障的需求和保险意识提高；以及 (3) “十三五”计划旨在促进保险渗透率及保险密度。从业务结构看，人身险行业回归保险本源（即保障型业务）：投资类保费收入同比下降 52.7%，导致规模保费收入下降 4.5%。

图 284：2017 年 1-9 月，人身险公司实现原保费收入 2.26 万亿元


资料来源：保监会，招银国际

图 285：2017 年 1-9 月，人身险公司原保费和规模保费增速放缓


资料来源：保监会，招银国际

图 286：2017 年 1-9 月，上市寿险企业原保费增速对比行业增速

公司	股票代码	原保费收入（百万元人民币）			规模保费收入（百万元人民币）		
		9M17	9M16	同比	9M17	9M16	同比
中国人寿	2628 HK	449,989	376,302	19.6%	515,799	496,432	3.9%
平安人寿	2318 HK	297,907	218,491	36.3%	376,051	291,771	28.9%
太保人寿	2601 HK	153,346	117,335	30.7%	164,722	128,377	28.3%
人保人寿	1339 HK	98,147	95,351	2.9%	107,482	105,771	1.6%
新华保险	1336 HK	89,840	93,418	-3.8%	94,079	96,978	-3.0%
太平人寿	0966 HK	97,758	76,492	27.8%	101,564	80,793	25.7%
行业		2,264,038	1,834,334	23.4%	2,767,352	2,899,034	-4.5%

资料来源：保监会，招银国际

2017 年前三季度，传统上市寿险企业市场份额（按原保费计算）为 52.4%，较 2016 年的 53.2% 下降 0.8 个百分点。

图 287：2017 年 1-9 月，上市寿险企业原保费市场份额略有下降

公司	股票代码	9M17 市场份额		2016 年市场份额	
		%	排名	%	排名
中国人寿	2628 HK	19.9%	1	19.9%	1
平安人寿	2318 HK	13.2%	2	12.7%	2
太保人寿	2601 HK	6.8%	4	6.3%	3
人保人寿	1339 HK	4.3%	6	4.8%	7
新华保险	1336 HK	4.0%	8	5.2%	5
太平人寿	0966 HK	4.3%	7	4.4%	9
上市寿险公司合计		52.4%		53.2%	

资料来源：保监会，招银国际

寿险业务结构加快调整，新业务价值持续增长

上市寿险企业业务结构加快调整，首年期交保费在首年保费中的占比显著提升。2017 年上半年，新华保险和人保寿险首年期交保费在总首年保费中的占比分别同比提升 54.2 个百分点和 9.0 个百分点，太平人寿、平安人寿、中国人寿分别提升 13.6、7.5 和 5.3 个百分点。太保寿首年期交保费在首年保费中的占比达 96.7%，与去年同期持平。续期保费在总保费中的占比亦有相应提升，驱动未来的保费可持续增长。

图 288：2017 上半年，首年期缴及续期业务占比提升

公司	股票代码	2012	2013	2014	2015	2016	1H16	1H17
首年期交/首年保费								
中国人寿	2628 HK	36.1%	35.1%	39.9%	44.2%	56.3%	50.6%	55.9%
中国平安	2318 HK	76.7%	83.8%	81.7%	88.3%	87.1%	84.1%	91.6%
中国太保	2601 HK	40.6%	45.4%	54.4%	75.8%	96.0%	96.7%	96.7%
人保集团	1339 HK	4.8%	4.2%	4.5%	7.5%	18.0%	13.0%	22.0%
新华保险	1336 HK	44.5%	32.3%	28.0%	32.8%	51.0%	39.0%	93.3%
中国太平	0966 HK	39.4%	32.4%	39.6%	46.0%	54.6%	47.9%	61.5%
续期保费/总保费								
中国人寿	2628 HK	55.8%	58.5%	56.8%	52.6%	51.9%	44.4%	52.2%
中国平安	2318 HK	70.3%	71.8%	70.3%	68.4%	65.2%	60.2%	59.3%
中国太保	2601 HK	60.1%	64.3%	67.3%	66.2%	56.8%	54.1%	55.8%
人保集团	1339 HK	8.6%	8.6%	9.2%	8.9%	12.1%	7.1%	15.3%
新华保险	1336 HK	65.4%	68.0%	59.8%	53.2%	57.6%	49.8%	68.8%
中国太平	0966 HK	58.5%	50.0%	49.7%	56.0%	56.1%	42.6%	50.6%

资料来源：公司，招银国际

在“保险姓保”的大环境下，行业普遍聚焦长期保障型等新业务价值率较高的产品。在首年期缴保费和新业务价值率双轮驱动下，2017年上半年，上市险企平均新业务价值同比增速达 51.8%，同比提升 4.3 个百分点。其中，太平人寿、太保人寿新业务价值分别增长 63.4%、59.0%，高于上市公司平均。我们预计 2018 年，上市寿险企业业务结构持续优化，长期保障型业务占比继续提升，新业务价值有望实现稳健增长。

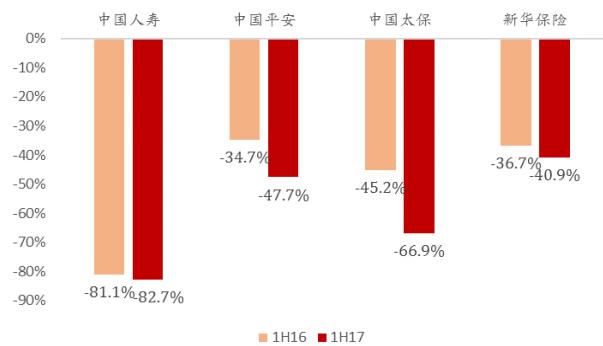
图 289：2017 上半年，上市寿险企业新业务价值平均同比增速为 51.8%

公司	股票代码	1H17 (百万人民币)	1H16 (百万人民币)	同比增速
中国人寿	2628 HK	36,895	28,021	31.7%
中国平安	2318 HK	38,551	26,370	46.2%
中国太保	2601 HK	19,746	12,419	59.0%
人保集团	1339 HK	3,907	2,152	81.6%
新华保险	1336 HK	7,153	5,553	28.8%
中国太平 (百万港币)	0966 HK	8,115	4,965	63.4%
平均				51.8%

资料来源：公司，招银国际

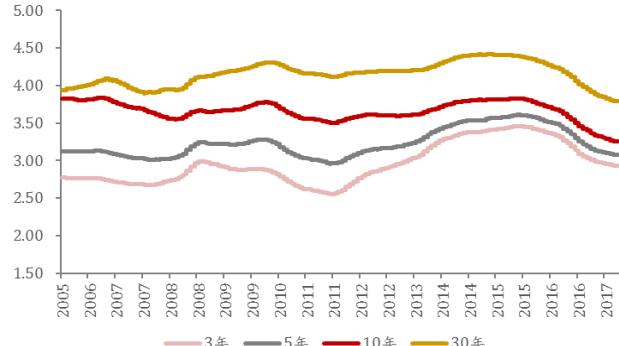
准备金计提压力料将减轻

近年来，由于风险贴现率假设变化，准备金增长为寿险公司盈利带来压力。量化来看，2017年上半年该负面影响与 2016 年同期相当。1H2017 由于假设变动造成的准备金增长占上市寿险公司税前收入的比例分别为：中国人寿 82.7%，平安人寿 47.7%，太保人寿 66.9%，新华保险 40.9%。在审慎中性的货币政策下，中国国债收益率曲线自今年以来有所上扬，750 日移动均线趋于平稳。若假设国债收益率于未来几年保持在现有水平（十年期~3.8%），则我们预计 750 移动平均将最早于 2018 年一季度步出谷底，准备金压力或将减轻。

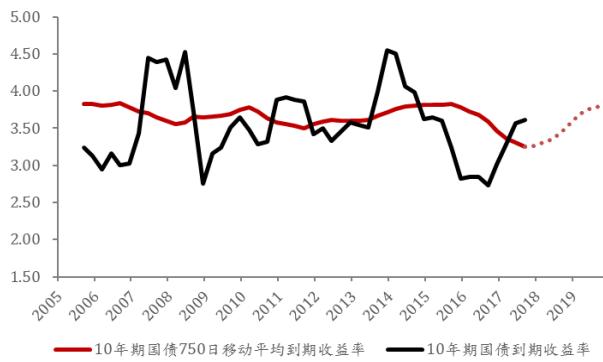
图 290：假设变动造成的准备金变化占税前利润百分比

资料来源：公司，招银国际

*中国平安及中国太保仅包含寿险业务税前利润

图 291：750 日移动平均国债到期收益率曲线

资料来源：万德，招银国际

图 292：我们预测基准风险贴现率将于 2018 年一季度步出谷底

资料来源：万德，招银国际预测。

*注：预测值以虚线表示

寿险营销员队伍建设从扩量到提质

2015-2016 年，寿险公司把握行业高速增长、营销员资格考试取消等契机，并结合自身转型策略，大力扩充营销员队伍。而从今年起，队伍管理的重点从扩量转向提质。2017 年上半年，六家上市寿险公司代理人总数达到 471 万人，较 2016 年末增长 16.6%。该增速与去年同期相比下降 3.5 个百分点。在总结半年经营业绩时，各家上市险企不约而同提到提升代理人队伍质量。其中，中国人寿着力改善队伍质态，个险渠道季均有效人力较 2016 年底增长 39.4%；平安人寿代理人队伍质量齐升，月人均首年规模保费较 2016 年底增长 18.2%；太保人寿坚持人力和产能“双轮驱动”，月均健康人力和绩优人力同比分别增长 44.9% 和 49.2%；人保人寿队伍销售能力持续提升，月人均首年规模保费较 2016 年底增长 76.76%；新华保险月均举绩人力同比增长 7.3%；太平人寿月人均保费同比增长 46.42%。

我们预计 2018 年各上市险企增员继续放缓，产能提升。在产品更注重保障属性的背景下，销售人员的知识储备、教育培训也亟待加强。在保持销售队伍稳定的前提下，进一步提升销售能力，提升服务能力，使销售人员的素质和能力都有大幅度的提升，应该是保险公司未来工作的重点。整体来看，中国的保险营销员队伍在综合素质和能力方面，与发达国家和地区的保险营销员之间仍存在较大的差距，具备提升空间。

图 293：保险代理人队伍增员放缓



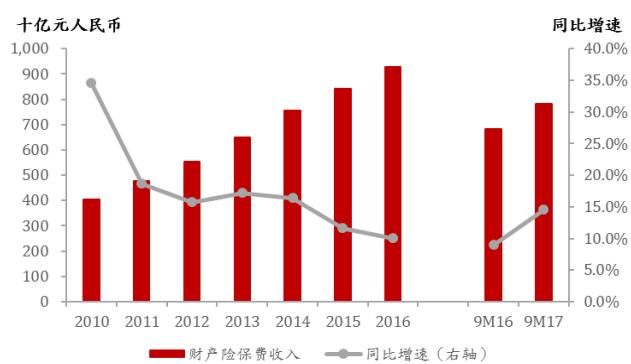
资料来源：公司，招银国际

财险：增速复苏，综合成本率稳定

宏观经济向好带动财产险保费增速复苏

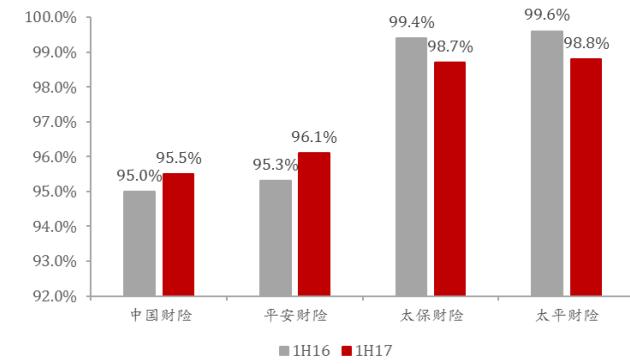
2017年1-9月，财产险公司实现原保费收入7,817亿元，同比增长14.5%，较去年同期上升5.5个百分点。在三大财险企业中，人保财险(2328 HK)前三季度保费收入同比增长11.8%，平安财险(2318 HK)和太保财险(2601 HK)保费增速分别为23.6%和8.8%。2017年上半年，太保财险、太平财险综合成本率同比下降，中国财险、平安财险综合成本率略有上升。

图 294：2017年1-9月，财产险公司保费收入增速上升



资料来源：保监会，招银国际

图 295：2017上半年上市财险公司综合成本率



资料来源：公司，招银国际

图 296：2017年1-9月，上市财险企业原保费增速对比行业增速

公司	股票代码	原保费收入 (百万元人民币)			9M17市场份额		2016年市场份额	
		9M17	9M16	同比	%	排名	%	排名
中国财险	2328 HK	261,633	234,002	11.8%	33.5%	1	33.5%	1
平安财险	2318 HK	157,507	127,427	23.6%	20.1%	2	19.2%	2
太保财险	2601 HK	76,956	71,495	7.6%	9.8%	3	10.4%	3
太平财险	0966 HK	15,931	13,451	18.4%	2.0%	8	2.0%	8
行业		781,687	682,484	14.5%				

资料来源：保监会，招银国际

承保利润稳中承压

2017 年上半年，上市财险公司综合成本率均保持在令人满意的水平：中国财险 95.5%，同比提升 0.5 个百分点；平安财险 96.1%，同比提升 0.8 个百分点；太保财险 98.74%，同比下降 0.7 个百分点；太平财险 98.8%，同比下降 0.8 个百分点。2018 年，我们预测承保利润或将小幅收缩，主要由于二次车险费率改革的深化。尽管我们认为费率改革利好拥有更强定价能力及费用管控能力的财险巨头，但是短期来看，我们预期保费收入增长将有所放缓，赔付率或将提升。2017 年上半年中国财险及太保财险的车险综合成本率分别同比提升 0.6 及 0.4 个百分点。

图 297：2017 上半年财险保费收入及综合成本率

	中国财险 2328 HK	中国平安 2318 HK	中国太保 2601 HK	中国太平 966 HK
保费收入及增长				
保费收入（人民币百万元）	179,317	103,443	51,964	10,684
保费收入同比增长	11.0%	23.5%	5.7%	17.5%
市场占有率为	34.0%	19.6%	9.8%	2.0%
车险保费（人民币百万元）	112,242	80,260	39,843	9,502
车险保费同比增长	9.8%	13.6%	5.8%	15.2%
车险保费/保费收入	62.6%	77.6%	76.7%	88.9%
非车险保费（人民币百万元）	31,925	23,183	12,642	2,580
非车险保费同比增长	18.5%	76.2%	9.3%	0.3%
综合成本率				
赔付率 (%)	60.9	58.8	60.9	48.9
赔付率同比变化 (百分点)	0.7	3.9	-0.3	-1.5
费用率 (%)	34.6	37.3	37.8	49.9
费用率同比变化 (百分点)	-0.2	-3.1	-0.4	0.7
综合成本率 (%)	95.5	96.1	98.7	98.8
综合成本率同比变化 (百分点)	0.5	0.8	-0.7	-0.8

资料来源：公司，招银国际

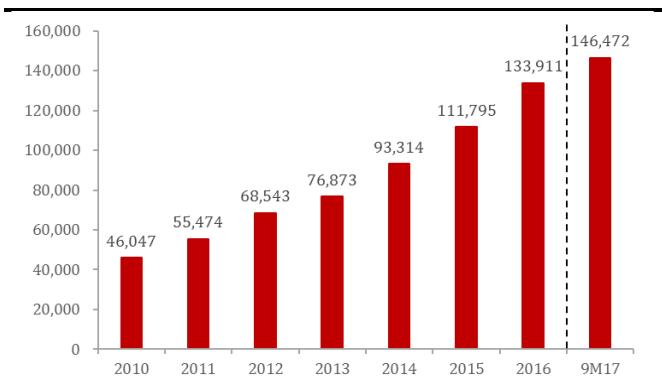
投资表现：拐点形成，稳中向好

利率上行、股市回归理性，投资收益稳步增长

行业层面，2017 年 9 月末，保险资金运用余额达到 14.65 万亿元，较 2016 年末增长 9.38%。其中，银行存款占比 13.73%，较年初下降 4.82 个百分点；债券占比 35%，上升 2.85 个百分点；股票和证券投资基金占比 12.86%，下降 0.42 个百分点；其他投资占比 38.41%，上升 2.39 个百分点。

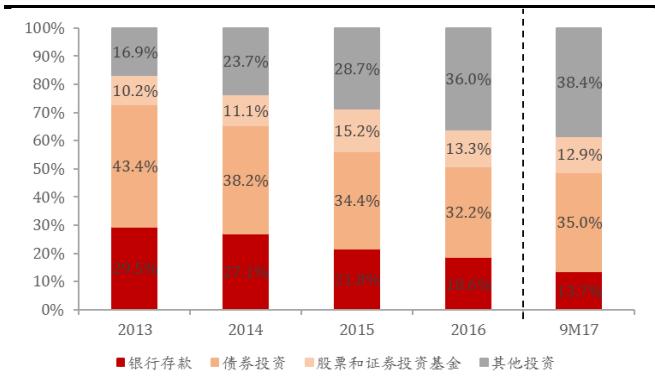
图 298：2017 年 9 月末，保险资金运用余额达 14.46

万亿元



资料来源：保监会，招银国际

图 299：2017 年 9 月末保险资金运用情况

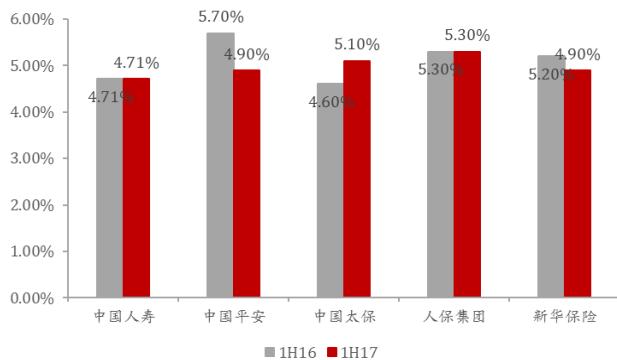


资料来源：保监会，招银国际

2017 年上半年，上市险企的净投资收益率和总投资收益率大体保持稳定。其中，中国人寿、中国平安、中国太保和人保集团总投资收益率较去年同期有所提升。A 股市场总体运行平稳，上证综指自年初至今累计上涨近 10.5%，保险资金亦可通过港股通分散风险，整体的权益类投资收益率应该有所提升。可供出售金融资产的减值损失也有不同程度的收窄或者

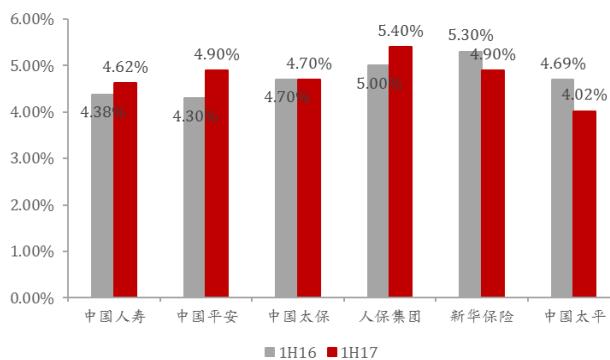
由负转正，推动险企净资产稳步增长（三季度末与去年末相比，中国人寿净资产+6.3%，平安+16.9%，太保+3.0%，新华保险+7.6%）。

图 300：2017 年上半年上市险企净投资收益率



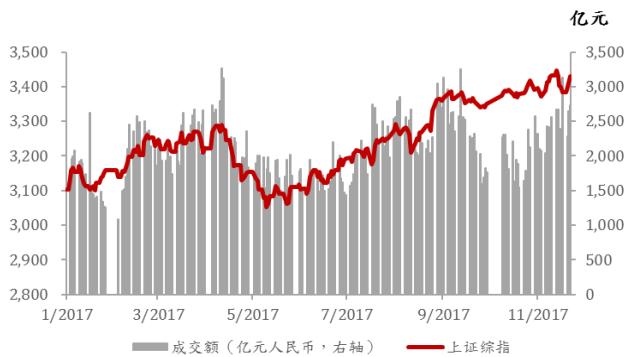
资料来源：公司，招银国际

图 301：2017 上半年上市险企总投资收益率



资料来源：公司，招银国际

图 302：上证综合指数从 2017 年初至今上涨约 10.5%



资料来源：万德，招银国际

立足国家战略，支持实体经济

保险资金具有规模大、期限长、要求稳定回报等属性，而中国经济发展在推进“质量、效率、动力”三个变革的过程中，也给保险资金提供了广泛的运用空间。上市央企立足国家战略，在满足股东利益最大化的同时，也承担着更多的社会责任，例如：（1）推动经济的转型升级，加大对战略性新兴产业的投资，如中国人寿设立 120 亿大健康基金，以及与百度合作成立 140 亿规模的百度基金参与人工智能等方面股权投资。（2）参与和推动国企改革，如中国人寿参与中国联通混合所有制改革；（3）参与“债转股”，降低国企杠杆，如中国人寿投资 20 亿元参与中国船舶重工债转股项目、向中国铝业进行 100 亿元债权投资；（4）通过债权、股权计划参与基础设施建设，服务国家“一带一路”、京津冀协同发展等区域发展战略。

监管从严具体化，促进行业健康稳定发展

保险牌照收紧，行业准入更严

在“坚决防止出现大股东操纵现象，不能使保险机构异化为少数人的融资平台”背景下，与去年 20 家保险公司拿到牌照的情况相比，截至 2017 年 10 月底，仅有 4 家保险公司获批筹建，且批复时间为年初。可以说，目前保险牌照发放基本处于停滞状态。当然，这其中也受到保监会内部人员调整、监管反思的影响。

图 303：截至 2017 年 10 月底仅有 4 家保险公司获得牌照

批准日期	公司名	公司种类	发起人	注册资本
11/1/2017	海保人寿保险股份有限公司	寿险	海马投资集团有限公司、海思科医药集团股份有限公司、易联众信息技术股份有限公司、深圳市智信利达投资有限公司、舜元建设（集团）有限公司、深圳市仲山裕华投资发展有限公司、海南新建桥经济发展有限公司、本源建设（北京）资产管理有限公司	15亿元
25/1/2017	国富人寿保险股份有限公司	寿险	广西投资集团有限公司、广州唯品会信息科技有限公司、吉安新华广告传媒有限公司、北京信中利投资股份有限公司、湖北三峡华翔集团有限公司、广西日报传媒集团有限公司、上海恒大建材市场管理股份有限公司、广西名都生态科技发展有限公司	15亿元
24/1/2017	国宝人寿保险股份有限公司	寿险	四川发展（控股）有限责任公司、成都先进制造产业投资有限公司、中金国泰控股集团有限公司、上海申九投资（集团）有限公司、四川川商发展控股集团有限公司、重庆金阳房地产开发有限公司、四川雄飞集团有限责任公司、成都市天鑫洋金业有限责任公司、新希望投资有限公司	15亿元
25/1/2017	融盛财户保险股份有限公司	财产险	东软集团股份有限公司、沈阳新松机器人自动化股份有限公司、辽宁省交通规划设计院有限责任公司、上海弘焜房产经纪有限公司、北方联合出版传媒（集团）股份有限公司、大连汇能投资控股集团有限公司	10亿元

资料来源：保监会，招银国际

2017年7月，保监会对《保险公司股权管理办法（第二次征求意见稿）》公开征求意见。此次征求意见稿不仅提高了对保险公司股东的质量要求，而且与第一次征求意见稿相比，规定更加详细：（1）保险公司股东分类由三类增加为四类，且出资门槛提高；（2）不得成为保险公司控制类股东的情形由四项增加为十项。随着《办法》出台落地，相信牌照发放会逐步恢复。然而，保监会亦曾表明，“监管部门的工作重点是监管，而非做大行业”，未来对于筹建保险公司的审核与前几年相比，无疑会更加严格。

图 304：《保险公司股权管理办法（征求意见稿）》对比

第二次征求意见稿		第一次征求意见稿	
保险公司	财务 I 类	持有保险公司股权不足 5%	财务类
股东分类	财务 II 类	5%以上，但不足 15%	持有保险公司股权不足 10%
	战略类	15%以上，但不足 30%	战略类
		30%以上，或者其出资额、持有的股份所享有的表决权已足以对保险公司股东大会、股东大会决议产生重大影响	10%以上，但不足 20%
控制类股东	控制类	经营计划不具有可行性的	20%以上，或足以对保险公司经营管理产生控制性影响
负面清单		现金流量波动受经济景气影响较大的在公开市场上有不良投资行为记录的曾经有不诚信商业行为，造成恶劣影响的曾经被有关部门查实存在不正当行为的	现金流量波动受经济景气影响较大的在公开市场上有不良投资行为记录的曾经有不诚信商业行为，造成恶劣影响的曾经被有关部门查实存在不正当行为的
		财务能力不足以支持保险公司持续经营的核心主业不突出且经营范围涉及行业过多公司治理结构与机制存在明显缺陷的关联企业众多、股权关系复杂且不透明、关联交易频繁且异常的中国保监会规定的其他情形	

资料来源：保监会，招银国际

产品新规和“双录”：短期阵痛，然而长期利好，上市险企影响可控

134 号文和“双录”新规。产品方面，保监人身险[2017]134号《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》于2017年10月1日正式生效。险企顺应新规要求，调整了2018年“开门红”阶段的产品设计。目前发布的“开门红”产品与去年相比有明显变化：如：（1）“第5、6个保单年度未返还”取代了短期返还；（2）万能险不再以附加险形式存在；（3）保障性质提升。销售方面，11月1日起，保监人身险[2017]136号《保险销售行为可回溯管理暂行办法》正式实施。《办法》要求对销售过程关键环节录音录像（“双录”），通过可回溯管理，规范保险销售行为，维护保险消费者权益，促进行业健康发展。

我们预计产品新规对2018年（特别是开门红阶段）上市险企保费收入的影响可控。从目前开门红筹备推进的情况看，各保险公司开门红主打产品路径比较清晰：多以分红型年金产品领衔，如平安寿险“玺越人生年金保险（分红型）”，太保寿险“聚宝盆年金保险（分红

型)”，太平人寿“卓越至尊终身年金保险(分红型)”等。部分企业推出分红年金与万能的双主险组合，如太保“聚宝盆年金保险”搭配“财富赢家年金保险(万能型)”。预计134号文和“双录”将使2018年保险行业保费增速承压，但以往注重理财产品销售的公司将面临更大的压力，而由于上市龙头险企一直都比较注重发展保障型业务和期缴业务，在销售方面积累了较多的经验，因此对于上述监管带来的不利影响抗压性较强。长远来看，保险产品回归保障型业务，将使得行业竞争格局更为健康。寿险巨头或借此机会强化优势，从激进的保险公司手中收复失地。

图 305：上市险企 2018 年“开门红”产品

产品名称	首次返还	万能型双主险	保障
中国人寿 国寿盛世尊享年金保险(分红型)	合同生效第5年末	国寿鑫尊宝终身寿险(万能型)(A款) 国寿鑫尊宝年金保险(万能型)(B款)	子女教育、养老储备、财富增值
中国平安 平安玺越人生年金保险(分红型)	合同生效第5年末 -		少儿版：教育、储蓄； 成人版：养老保险、资产传承
中国太保 聚宝盆年金保险(分红型) 附加未来星教育金两全保险(分红型) 鑫盈人生年金保险(分红型) 附加投保人豁免保险费定期寿险(A款)	合同生效第5年末	财富赢家年金保险(万能型)	教育、养老、传承
人保集团 附加投保人豁免保险费重大疾病保险 附加安心呵护住院费用医疗保险 附加安心呵护住院定额给付医疗保险 附加安心呵护意外伤害保险		合同生效第5年末 品质金账户年金保险(万能型)	少儿教育、财富增值
新华保险 美利金生A款终身年金保险(分红型) 附加康健华贵A款医疗保险	合同生效第5年末	天利年金保险(万能型)	养老、财富增值、医疗保障
中国太平 太平卓越至尊终身年金保险(分红型)	合同生效第5年末	可搭配多款万能账户	财富安全、财富传承、子女教育

资料来源：根据新闻整理

互联网保险方兴未艾

保险与科技结合的趋势日益显现。对于保险公司而言，互联网保险的渠道化、自动化与智能化可以拓宽销售渠道、提升服务水平、优化产品定价以及创新保险产品。而对于互联网公司而言，互联网保险是数据开发与流量变现的途径之一。根据保监会统计，2017前三季度，互联网保险快速发展。4家互联网保险公司实现保费收入64.64亿元，同比增长133.77%；销售保单44.56亿件，同比增长110.13%。众安保险(6060 HK)上半年实现保费收入24.9亿元，同比增长84.3%。

图 306：2017 年互联网保险快速发展

公司名称	产品名称	科技应用	保险应用
5月	蚂蚁金服 车险分	人工智能	车险定价
7月	蚂蚁金服 定损宝	人工智能	车险定损
8月	中保协 车险理赔服务平台	共享经济	车险理赔
9月	中国太保 阿尔法保险	人工智能	保险顾问
	中国平安 智能认证	人工智能	投保、理赔、客服、保全
	中国平安 智能闪赔	人工智能	车险定损
	中国保信 事故车定损云平台	大数据	车险定损
	中国财险 智能人伤云平台	人工智能	人伤理赔
	众安科技 步步鸡	区块链	农险

资料来源：中国金融新闻网，招银国际

虽然以参股、控股、筹建保险公司等方式进入保险业的门槛提高，不过互联网科技公司可以收购保险中介牌照，代理其他传统保险公司的产品，通过保险场景实现流量变现。根据媒体统计，目前已有百度金融收购黑龙江联保龙江保险经纪、蚂蚁金服获批杭州保进保险代理、腾讯获批微民保险代理。互联网巨头的加入，将丰富保险供给结构、开拓场景化保险和科技保险的蓝海市场。

健康、养老有望成为投资风口

寿险行业正在发生深刻变革，无论是寿险公司的产品设计还是经营策略，都将更多聚焦于养老、医疗等方面的需求。

健康险增速有望重回快车道

由于销售理财型产品，去年健康险行业增速较高；今年，在“保险姓保”的大环境下，健康险行业增速回落，销售产品多为短期医疗险及长期重疾险。2017 年前三季度，健康险业务原保费收入 3,583 亿元，同比增长 4.45%。

图 307：健康险行业保费收入累计同比增速



资料来源：保监会，招银国际

与行业形成对比的是，2017 上半年，上市险企健康险业务保费收入增长普遍高于行业，且短期健康险增速下滑幅度低于行业。其中，中国人寿健康险业务同比增长 21.3%，得益于长期保障型业务快速发展；中国平安、中国太平长期健康险分别同比增长 53.2% 及 87.3%；太保寿险在快速发展长期保障型业务的同时（同比增长 73.2%），致力于打造太保安联健康险的专业经营能力，后者实现保险业务及健康管理费 5.67 亿元人民币，同比增长 97.6%；人保财险旗下大病保险快速增长，其意外及健康险保费收入同比增长 29%。新华保险主打“健康无忧”系列重疾险产品，保障水平不断提升，健康险业务保费收入同比增长 43.9%。

我们预计 2018 年，健康险产品在完成风格切换后，保费增速将得到回升。随着人口结构的老龄化和居民收入的提升，对于医疗健康服务的消费需求日益增强。然而目前商业健康险市场存在一定的“短板”，如产品不够丰富、保障不够全面、理赔过程较为复杂等，也为保险公司提供了改进和发展的空间。此外，保险公司正积极布局大健康产业，未来可与其他保险业务产生协同效应，成为新的利润来源之一。

图 308：2017 年上半年上市险企健康险保费收入及增速

(人民币百万元)	1H17	1H16	同比增长	增速变动 (百分点)
中国人寿	37,324	30,782	21.3%	(17.32)
中国平安 - 长期健康险	31,913	20,832	53.2%	3.35
中国平安 - 意外及短期健康险	18,631	14,689	26.8%	(9.54)
太保寿险 - 长期健康型保险	12,409	7,165	73.2%	19.30
太保寿险 - 短期意外与健康保险	6,387	5,367	19.0%	(14.57)
太保安联健康险	567	287	97.6%	-
太保产险 - 健康险	1,251	992	26.1%	17.81
人保财险 - 意外伤害及健康险	21,196	16,430	29.0%	(5.90)
人保人寿 - 意外伤害和短期健康险	1,367	1,472	-7.1%	8.61
人保健康	16,543	20,320	-18.6%	(76.74)
新华保险	16,602	11,534	43.9%	2.95
中国太平 - 长期健康险	6,905	3,686	87.3%	32.44
中国太平 - 意外和短期健康险	2,259	1,575	43.4%	(38.78)
健康险行业	261,569	235,933	10.9%	(78.5)

资料来源：公司，招银国际

养老保险再获政策垂青

政策助推以及寿险行业聚焦保障本源的变革有望将商业养老保险发展带入快车道。国务院办公厅已下发《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，明确要求 2017 年年底前启动个人税收递延型商业养老保险试点。虽然税延养老保险与税优健康险同样面临税收操作的难点，但是健康险是消费型产品，而养老保险是储蓄型产品，如果产品设计能够满足投保人养老保险的需求，市场反响值得期待。

除试点税延型保险产品之外，《意见》还指出，要“鼓励保险机构投资养老服务产业”、“支持保险机构为养老机构提供风险保障服务”。目前已有 8 家保险公司投资了 28 个养老社区项目。今年 9 月，人保人寿获批设立人保养老，主要从事养老运营管理、养老服务等业务。长期护理险试点已在 15 个城市展开，中国人寿、平安养老、太平养老、太保人寿、人保健康等上市险企积极参与。虽然处于布局阶段，但是随着中国步入老龄化社会、养老社区项目投入使用、对接长护险等保险产品，养老产业将为保险行业带来新的利润增长点。

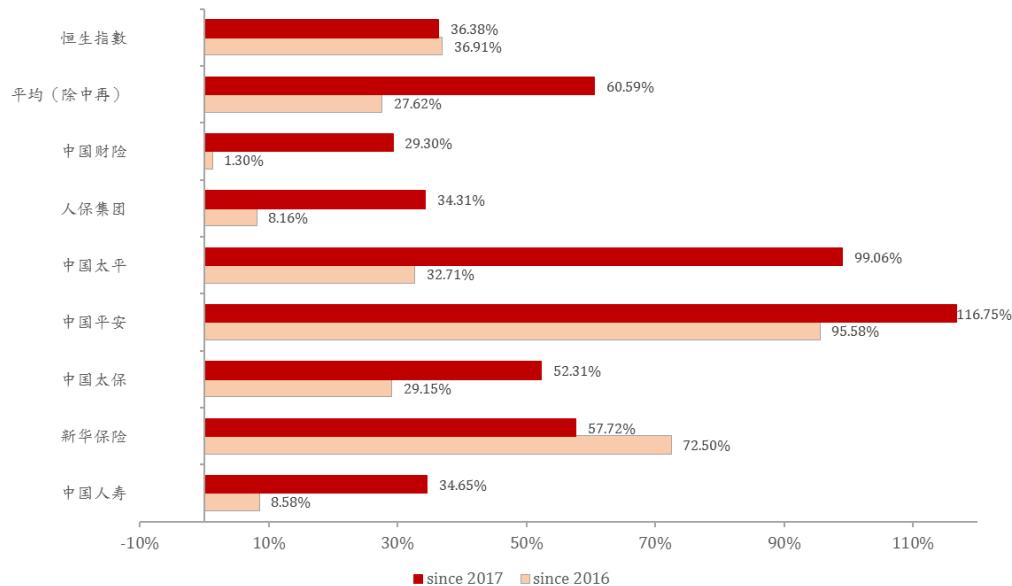
估值进入修复通道

自年初以来，中国保险行业平均上涨幅度超过 60%，跑赢恒生指数 (+36%)，保险股估值进入修复通道。其中，中国平安 (2318 HK) 和中国太平 (966 HK) 涨幅均超过 99%，领跑同业。

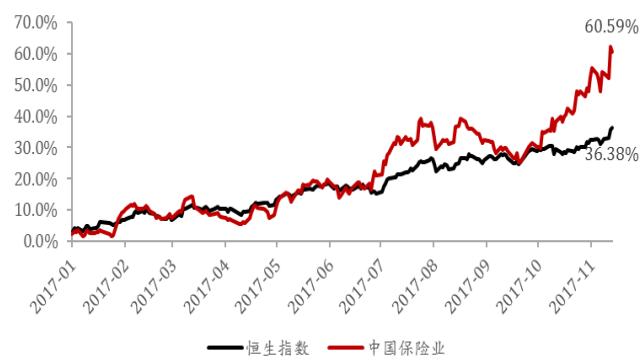
保险股也受到南下资金的青睐，大多数个股（中国平安 (2318 HK)、中国太保 (2601 HK)、新华保险 (1336 HK)、中国太平 (966 HK)、人保集团 (1339 HK)、中再保 (1508 HK)）通过港股通的持股量占比呈现提升。

我们对于中国保险业，尤其是寿险行业的长远前景感到乐观，财险行业在宏观经济回暖的带动下保费增速复苏；2018 年保险行业仍存在结构性投资机会。目前，招银国际覆盖的传统保险公司有三家：中国人寿 (2628 HK)、中国太保 (2601 HK)、新华保险 (1336 HK)。此外，我们还覆盖一家互联网保险公司：众安在线 (6060 HK)。

2018 年投资风险。包括，(1) 保费增速下滑超预期（由于 134 文和“双录”影响）；(2) 投资收益不及预期；(3) 股市出现较大波动，可供出售金融资产减值损失超预期。

图 309：中国保险公司自年初以来股价表现

资料来源：彭博，招银国际

图 310：股价表现：中国保险行业 vs. 恒生指数

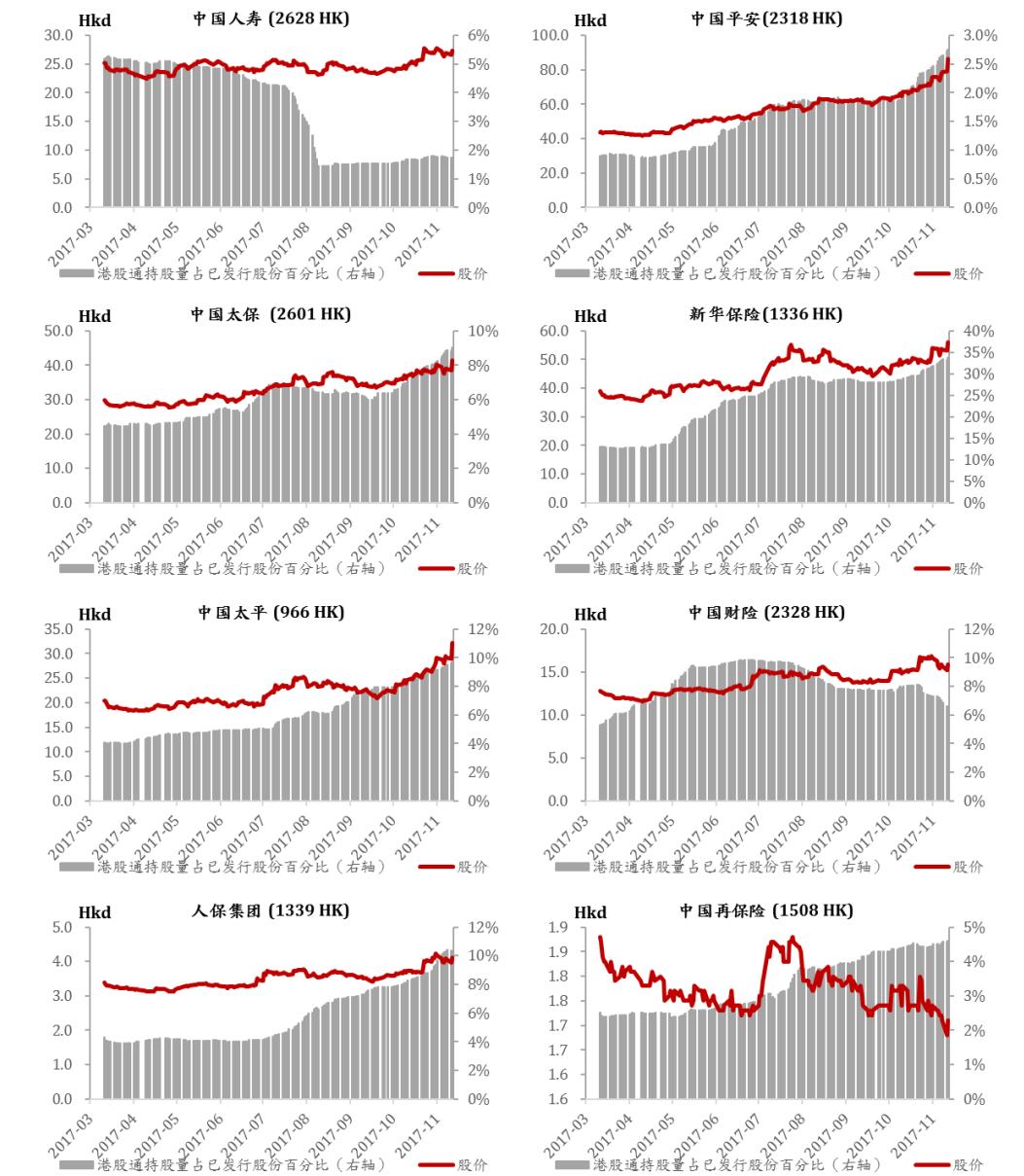
资料来源：彭博，招银国际

图 311：招银国际预测覆盖范围

公司	股份代号	股价 (港元)	目标价 (Dec-18)	潜在升幅	评级	市盈率(x)		市帐率(x)		PEV(x)		股息率(%)	
						FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
中国人寿	2628 HK	27.20	34.34	26.3%	BUY	19.41	17.74	2.03	1.93	0.88	0.78	1.9	2.0
中国太保	2601 HK	41.20	49.07	19.1%	BUY	24.36	22.59	2.30	2.20	1.12	1.00	2.1	2.2
新华保险	1336 HK	56.15	59.04	5.1%	HOLD	28.45	24.06	2.34	2.14	1.02	0.90	1.1	1.3
众安在线	6060 HK	69.50	88.09	26.7%	BUY	N/A	N/A	4.80	4.81	N/A	N/A	0.0	0.0

资料来源：彭博，招银国际预测

图 312：多数保险股港股通持股票量上升



资料来源：彭博，招银国际

中国房地产服务板块

同步大市

分析师：文干森, CFA - samsonman@cmbi.com.hk

分析师：黄程宇 - huangchengyu@cmbi.com.hk

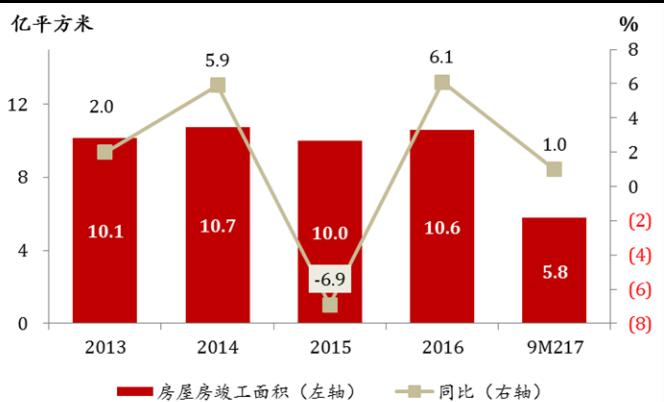
物业管理 - 万亿蓝海待发掘

城镇化带来的万亿市场规模

自2014年3月《国家新型城镇化规划(2014~2020年)》发布实施以来，我国城镇化发展得到扎实推进。国家统计局的数据显示，2016年末，我国城市数量已达到657个。其中，直辖市4个，副省级城市15个，地级市278个，县级市360个。与此同时，我国市辖区户籍人口超过100万的城市已经到了147个，城镇常住人口比重达到了57.4%。

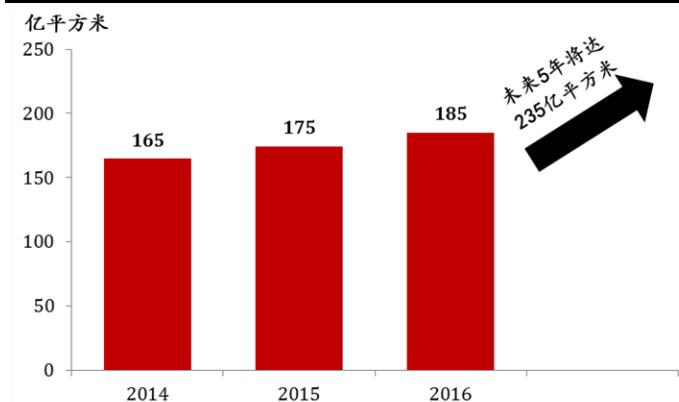
城镇化进程推动了中国房地产市场持续发展，同时也为物业管理行业提供了广阔的发展空间。根据中国指数研究院预测，预计未来五年全国商品住宅销售面积为52.6亿平方米，新开工面积为50.6亿平方米，物业管理增量市场有50多亿平方米的潜力可供挖掘，加上2016年全国物业管理面积约185亿平方米，未来五年全国物业管理规模达235亿平方米；按照2016年百强物业管理项目平均物业服务费计算，未来五年全国基础物业管理市场规模约为1.2万亿元。

图313：全全国房屋竣工面积



资料来源：中国国家统计局

图314：全国物业管理面积



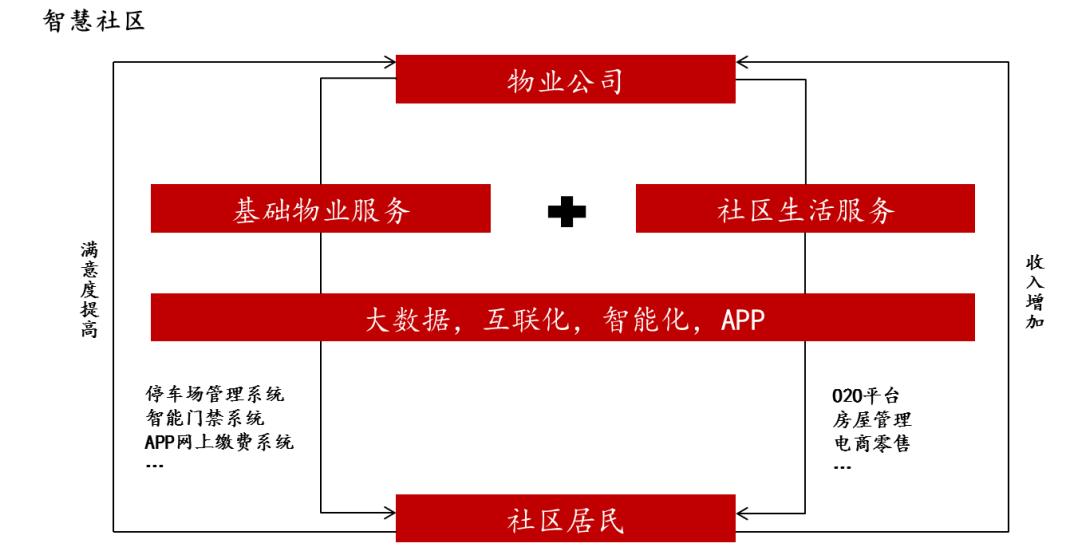
资料来源：中指院

社区生活服务 - 另一个万亿市场

近年来，物业管理行业在“互联网+”的大浪潮下顺势转型，从传统的劳工密集向集约化、自动化、智能化、互联化方向发展；从单一的经营模式转向多元化经营策略。基础物业管理通过大数据，云计算等新技术构建智能型社区，例如引进互联网化的停车场管理系统、智能门禁系统、APP网上缴费系统，提高运营效率和服务水平，应对不断攀升的人力成本。

同时，由于物业具有贴近用户的天然优势，物业公司开始从基础物业服务提供者向社区生活服务提供者转型。除了基础物业服务，物业公司也为住户提供社区生活增值服务，创造额外的价值。目前，物业公司的增值服务主要模式是社区O2O。大部分公司以自建的APP为载体，向社区居民提供生活服务O2O，如家政、维修、电商等。中国指数研究院预计2017年中国社区增值服务市场规模将达到4,545亿元，2014-2017年4年复合增长率为27.55%，按照这一复合增长率计算，到2020年市场容量将增加5,000多亿元的规模，达到1,0123亿元，社区增值服务拥有万亿的市场空间。

图 315：智慧社区示意图



资料来源：招银国际

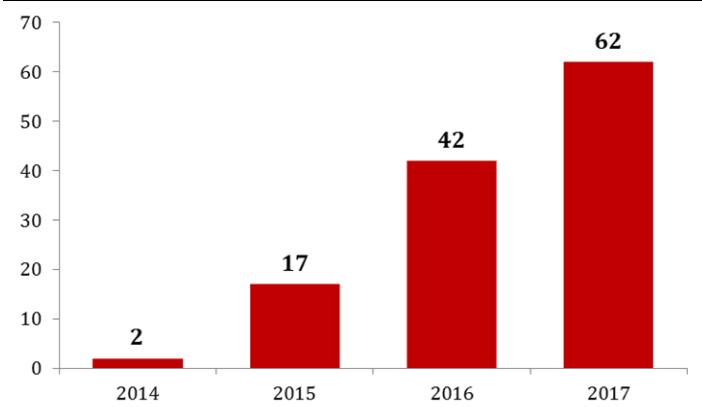
物业公司上市已成趋势

2014 年彩生活(1778 HK)作为首家中资物业股上市后，市值一度超过母公司花样年，成为市场热点。由于基础物业管理业务拥有稳定的现金流，收入风险低，风险溢价小等特点，越来越多的物业公司开始进入资本市场。

港股市场方面，目前共有彩生活、中海物业(2669 HK)、绿城服务(2869 HK)、中奥到家(1538 HK)和祈福生活(3686 HK)，共 5 家中资物业服务企业上市。此外，雅居乐(3383 HK)旗下的雅生活也已经向联交所递交上市申请。

而在国内资本市场，截至 10 月 12 日，已有 57 家物业管理企业在新三板完成挂牌。从规模来看，新三板挂牌物业公司绝大部分规模较小。57 家新三板物业公司去年平均营业收入为 2.44 亿元，仅有 2 家公司营收规模超过 10 亿元，分别为保利物业以及远洋亿家，仅占总体比例不足 4%。营收超过 1 亿元的公司有 31 家，占总体企业比例 54%。此外，碧桂园以及南都物业已经递交 A 股 IPO。

图 316：物业公司上市挂牌数量



资料来源：招银国际，截至 2017 年 10 月 12 日

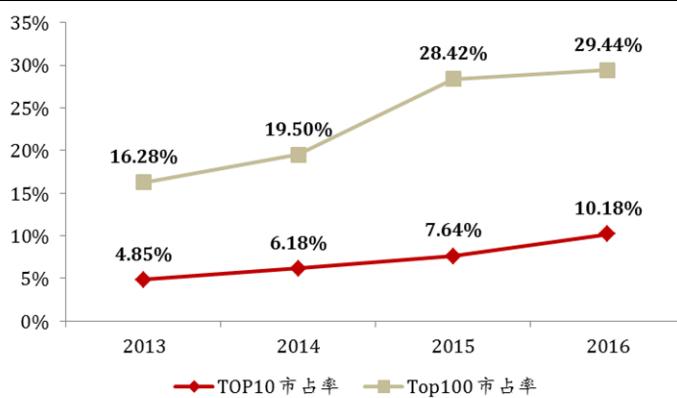
管理面积是业务增长的基础

行业集中度不断上升，强者恒强

由于物业公司并没有太多技术门槛，业务同质化严重，导致行业竞争激烈，利润承压。因此物业公司只有管理面积达到一定规模才能产生效益，同时增值服务才有开展的基础。目前物业管理行业仍处于分散阶段，公司众多。小规模的物业管理公司主要通过价格优势获取项目，因此盈利水平低，非标准化的管理也使得业务拓展能力较差。而大型物业公司通过标准化的管理、优质的服务质量和品牌效应，加快扩大业务规模，盈利能力稳中有升。加上近年来物业公司登陆资本市场，管理面积已经成为一项重要指标，价值主要在规模上体现。因此大型物业公司纷纷加快对管理面积的拓展，行业集中度不断上升，出现强者恒强，行业分化的趋势。

以管理面积计算，百强物业公司中 TOP10 的市占率由 2013 年底的 4.85%逐步增加到 2016 年底的 10.18%。而 TOP100 市占率由 2013 年底的 16.28%逐步增加到 2016 年底的 29.44%。2016 年，TOP10 在管理面积增加上明显优于其他公司。

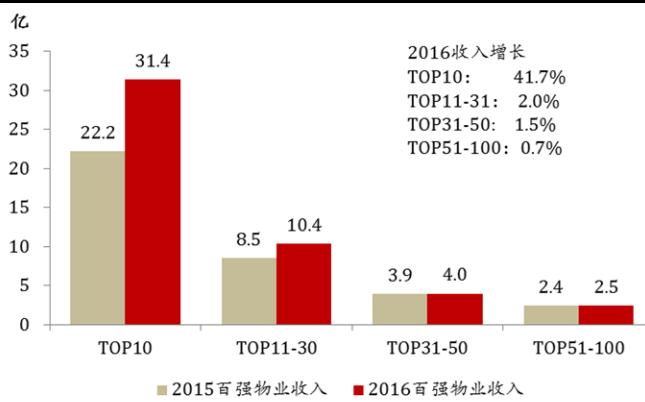
图 317：TOP10 及 TOP 100 市占率 - 以管理面积计算



资料来源：中指院

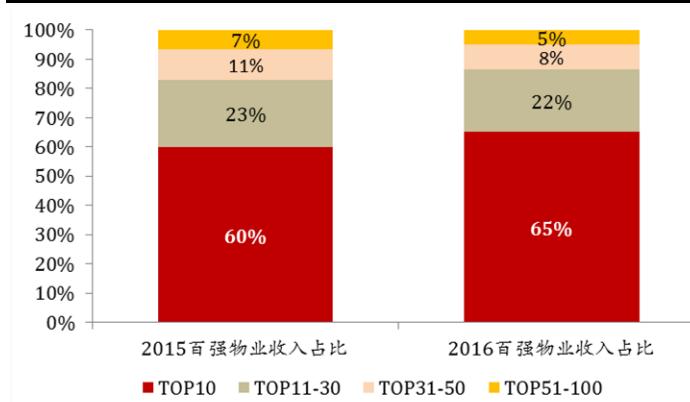
从收入上看，TOP10 收入增长明显较快，收入占比也明显上升。而规模较小排名靠后公司的市场份额有缩减的趋势。

图 318：百强物业服务企业分层收入比较



资料来源：中指院

图 319：百强物业收入分层

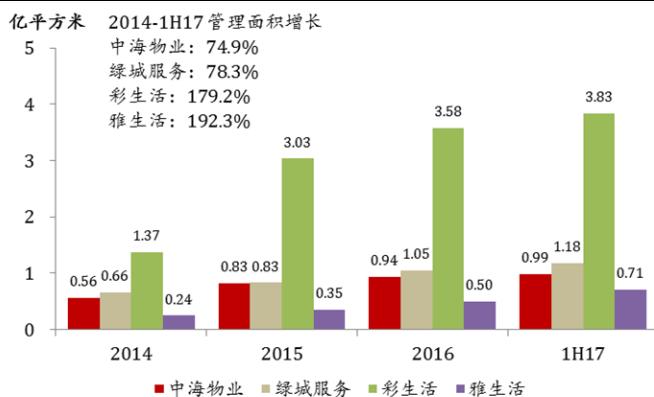


资料来源：中指院

背靠大型开发商将是优势

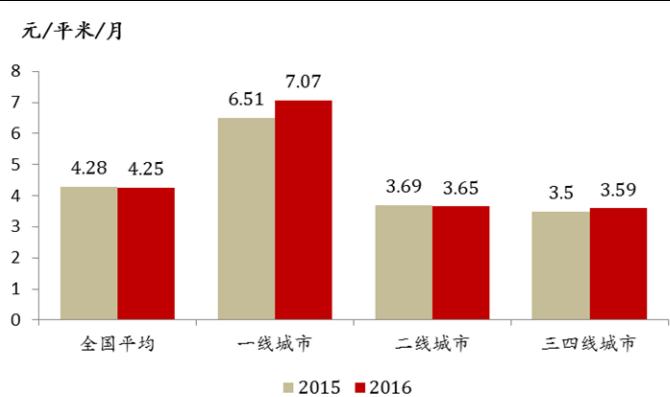
在过去两年，大型物业公司主要通过收并购小型物业公司快速扩大管理面积，导致标的公司的价格水涨船高。但相对于较高的收购的价格，被收购公司往往管理着老旧物业项目，服务价格低，盈利能力较差，甚至亏损。收购后不仅需要对原有管理进行投入改造，更难的是对服务价格进行提价。因此，目前规模较大的公司更加重视有机发展，着力获取新落成物业项目，因为新社区对物业价格的敏感度较低，服务价格也相对较高。在日趋激烈的市场环境下，部分背靠大型开发商的物业公司将会受益于母公司给予的项目支持，发展势头较中小型物业公司更好。同时，大型开发商主要在一、二线城市进行开发，物业项目优质，服务价格较高，增值服务空间较大，因此背靠房企的物业公司也将拥有更好的区位布局。

图 320：部分上市物业管理面积增长



资料来源：公司,招银国际

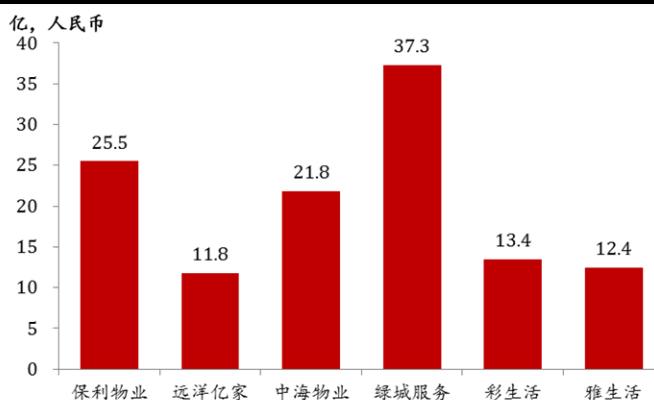
图 321：百强物业服务企业平均收费标准



资料来源：中指院

目前上市的物业公司中，收入超 10 亿的企业共 6 家(包括准备上市的雅生活)。这些企业均有房企背景。除房企母公司给予的项目支持外，这类型企业也积极利用母公司或自身品牌获取独立第三方项目。独立第三方项目主要是小型开发商建设的小区。

图 322：2016 年收入超过 10 亿的上市物业服务企业



资料来源：公司,招银国际

优质的基础物业服务是业务根本

尽管在互联网+的浪潮中，各物业公司也积极开拓 O2O 这类线上市场，但我们认为物业服务的本质和主要内容不会发生根本变化，那就是安保，保洁，园艺等基础物业服务。随着居民生活水平的提高和消费观念升级，业主对居住环境、社区软硬件设施建设、资产保值增值等提出更高要求，价格已经不再是业主选择物业公司时唯一考虑的因素。只有优质的基础物业服务才能让公司在同质化的业务竞争中脱颖而出。小型物业公司的价格优势将不再明显，而注重服务的大型物业公司将会受到青睐。

物业服务费收缴率和续约率关系着企业的生存和长远发展，更直接反映出业主对企业的认可程度。基础物业服务作为核心内容，直接关系到业主对物业公司的满意度。一般而言，满意度高的物业公司享有较高的物业服务费收缴率和续约率，并且在续约提价上更加主动。

增值服务将是利润增长的另一个引擎

增值服务对利润贡献增加

目前在物业服务企业中，基础物业服务贡献收入仍占绝大多数。但基础物业服务利润率低，企业往往需要面对人力成本和服务销售价格增长不匹配的压力。因此许多有实力的物业公司开始拓展围绕社区生活的增值服务业务，如O2O、咨询、社区电商等。由于增值服务利润率较基础物业服务高，且业主基数庞大，增值服务逐渐成为利润增长的另一个引擎。

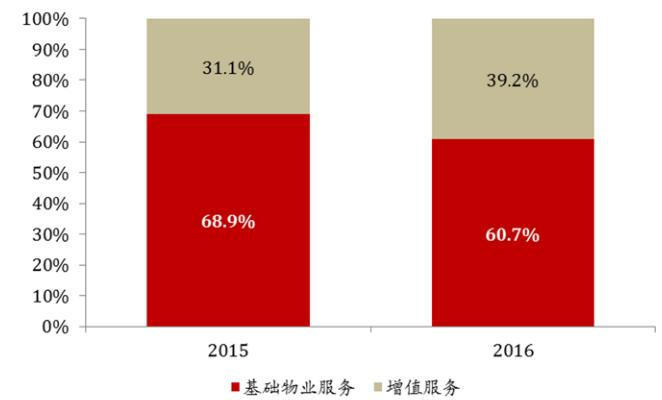
据中指院的物业百强企业报告统计，2016年百强企业营收均值中，82.7%来自基础物业服务收入，17.3%来自增值服务收入，但是增值服务贡献近40%的利润。

图 323：百强物业平均收入构成



资料来源：中指院

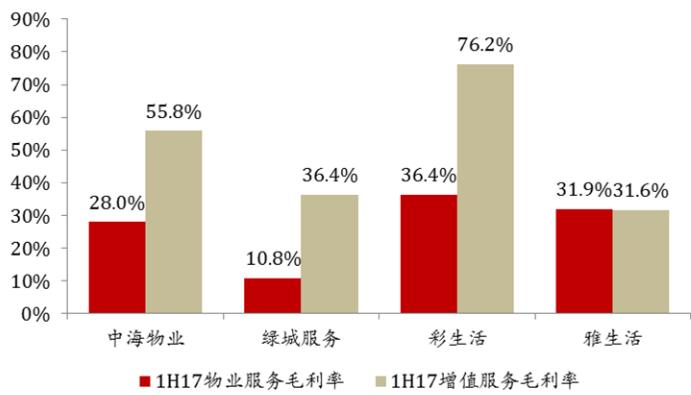
图 324：百强物业平均净利润构成



资料来源：中指院

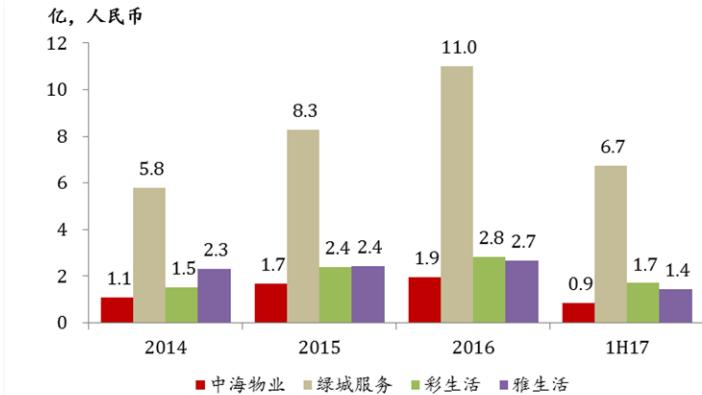
我们翻阅了4家物业公司过往数据。4家公司增值服务收入在2014-2016年间，平均年复合增长率为28.7%。从利润率来看，这4家公司基础物业服务平均毛利率为26.8%，而增值服务的平均毛利率为50.0%，增值服务拥有更高的利润率。

图 325：部分上市物业公司 1H17 分部毛利率



资料来源：公司,招银国际

图 326：部分上市物业公司增值服务收入情况



资料来源：公司,招银国际

成熟的增值业务模式仍在探索，但未来值得期待

目前物业管理公司增值服务主要内容是 O2O 业务。尽管物业管理公司具有贴近用户的优势，但 O2O 业务并不是其本源业务，仅仅依赖自身开发的 APP 平台并不能培养起足够的流量和用户。除了物业公司外，其他互联网企业早已经在社区 O2O 方面投入大量的人力物力，社区 O2O 已逐渐成为蓝海。中奥到家由于今年 O2O 业务亏损，已经将该业务外包，物业公司 O2O 市场的优势可能并没有想象中那么大。

尽管物业公司的 O2O 之路仍在探索，但 O2O 只是增值服务的一个方面，我们相信增值服务前景依然光明。我们认为物业公司需要清楚自己的定位，围绕社区生活开展线下服务可能会是另一个机会。目前，彩生活已经与天虹商场合作，试水社区新零售。彩生活服务的小区内推进落地天虹无人值守便利店 Well GO。绿城服务目前增值服务占毛利超过 50%，公司在 10 月末以投资方式，联合了鲜生活和易果共同出资 8400 万美金收购了北京好邻居连锁便利店，其中绿城持股 35%；另外，绿城还自建便利店品牌「绿橙」，已于 9 月开始试点，目前在杭州有 6 家门店，11 月底将在杭试点首家无人店。除了商品销售，绿城服务开始了社区幼教业务。公司目前已经开办 8 个教学点，为 18-36 月孩子提供早托服务，而这种社区体验式服务在今年上半收入达 900 万元人民币，同比增长 641%，公司也计划在未来增加这类型的教育中心。

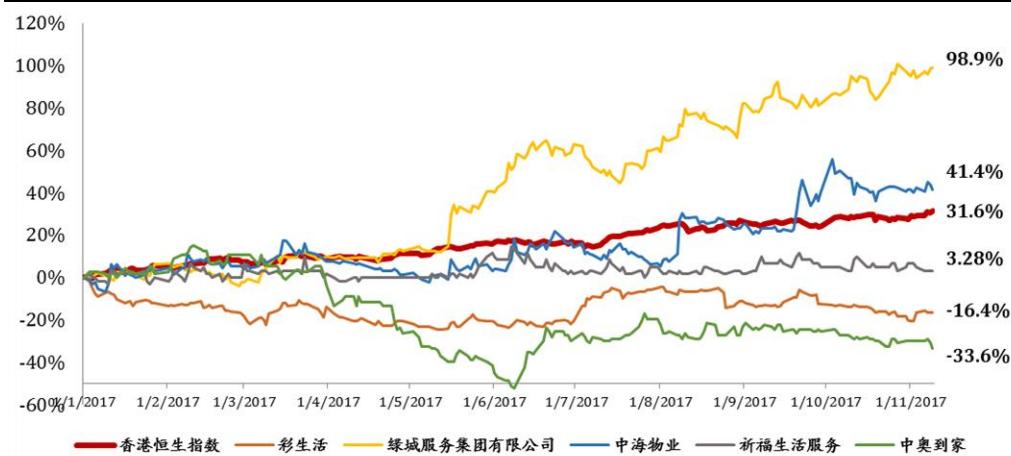
我们认为物业的线上业务将主要以工具类为主，如网上缴费，故障报修等，目的在于提高物业运营效率，提升服务质量及满意度。而早教、幼儿托管、租售中介等这类以服务体验为主的线下业务将可能是增值服务的突破口。总体而言，物业公司仍在探索成熟的增值业务模式，但作为社区的管理者，面对万亿的社区市场，我们相信物业行业一定不会缺席。

投资策略

板块表现分化，龙头企业表现更优

目前在港上市的内地物业公司共 5 家，分别是彩生活(1778 HK)、中海物业(2669 HK)、绿城服务(2869 HK)、中奥到家(1538 HK)和祈福生活(3686 HK)。年初至今，只有绿城服务和中海物业跑赢恒指，大型龙头企业表现更优，其中绿城服务更是接近翻倍，而中小型物业公司受困于规模和盈利能力，股价一直承压。

图 327：年初至今股价表现

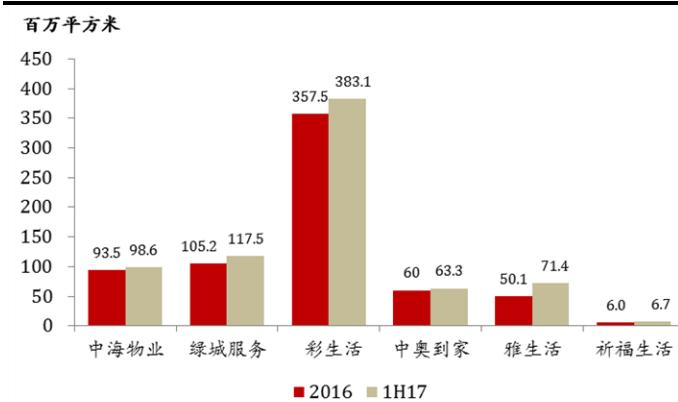


资料来源：招银国际 彭博

上市中资物业服务企业财务比较

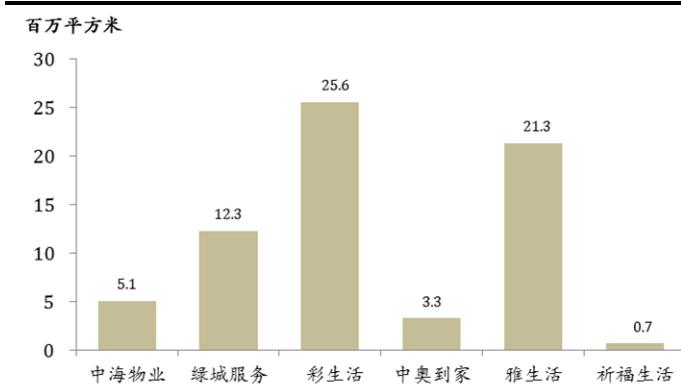
从管理面积上看，截至到今年年中，彩生活拥有最大的管理面积(3.83亿平方米)，其次是绿城服务(1.18亿平方米)和中海物业(0.99亿平方米)。从今年上半年的面积净增量上看，彩生活和准备上市的雅生活明显高于同行，大型物业公司管理面积增长明显快于小型物业公司，这也符合我们之前对行业的判断，即行业逐渐分化，强者恒强。

图 328：管理面积



资料来源：公司,招银国际

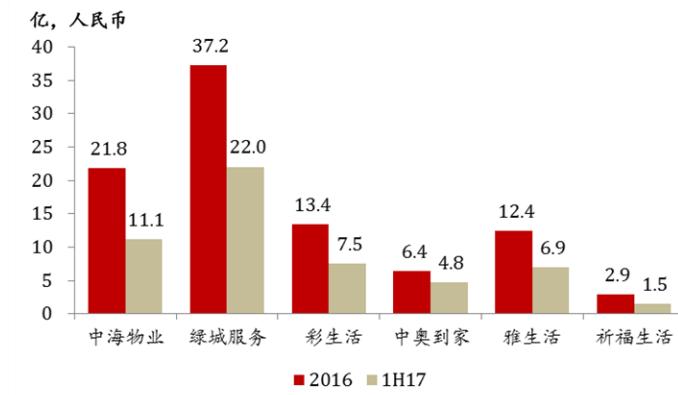
图 329：1H17 管理面积净增量



资料来源：公司,招银国际

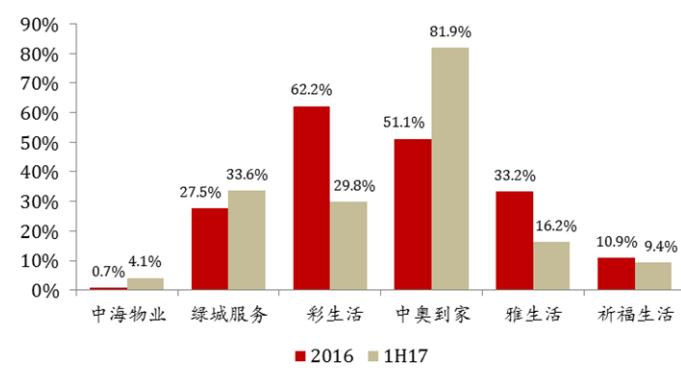
从收入角度上看，去年收入超10亿的共有4家，其中绿城服务收入最高，达37.2亿。尽管彩生活拥有最多的管理面积，但由于平均服务单价偏低，收入仍低于绿城服务和中海物业。从收入增长上看，今年上半年表现最好的是中奥到家(81.9%)，其次是绿城服务(33.6%)和彩生活(29.8%)。中奥增长收入较快主要是由于公司较小，收入基数低，而绿城服务在高基数的情况下凭借自身拓展能力仍然获得了较快增长。

图 330：收入



资料来源：公司,招银国际

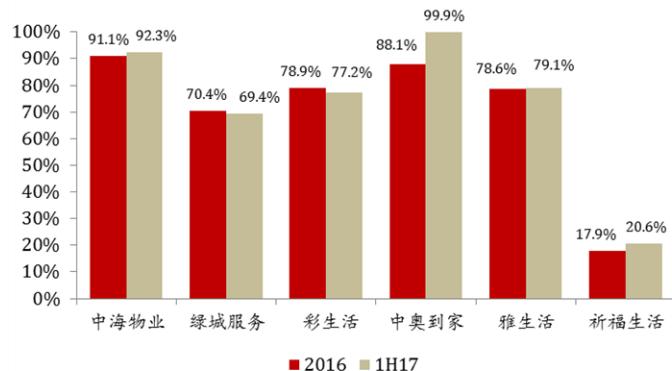
图 331：收入同比增长



资料来源：公司,招银国际

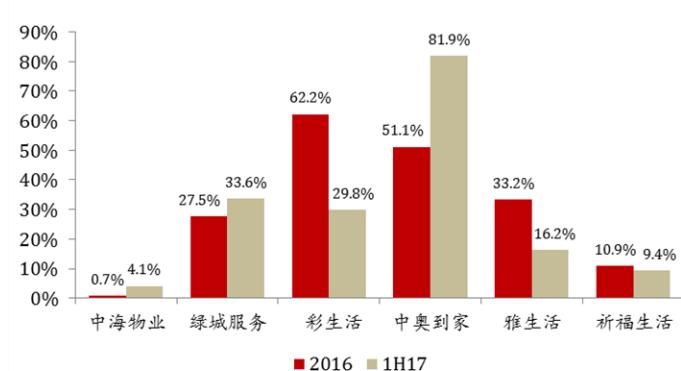
从收入构成上看，基础物业服务仍然是最大的来源。而彩生活、绿城服务和祈福生活在开展增值服务业务上较为领先，增值服务占收入比重均超过20%。其中祈福生活的收入主要来源就是增值服务，包括社区零售、餐饮、等其他增值服务，基础物业服务占收入比重仅为20%左右。但祈福生活规模较小，收入和管理面积较其他公司有巨大差距，规模化的道路仍然很长。

图 332：基础物管服务占收入比



资料来源：公司,招银国际

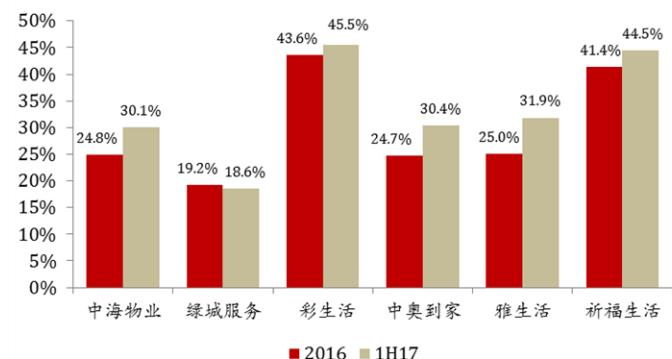
图 333：收入同比增长



资料来源：公司,招银国际

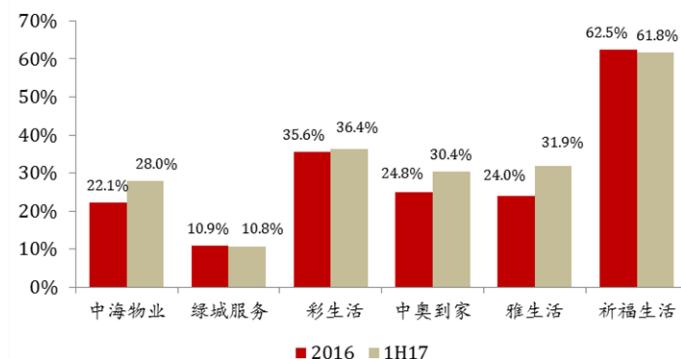
公司之间的毛利率差异较大，这主要是在管项目的结构差异所致。酬金制项目利润率明显高于包干制项目；办公和商业物业项目高于住宅项目；新落成物业项目高于老旧物业项目。尽管绿城服务收入最高并且保持了较快增长，但由于其主要经营住宅项目且基本是包干制，使得存量项目的基础物业服务毛利率偏低。

图 334：整体毛利率



资料来源：公司,招银国际

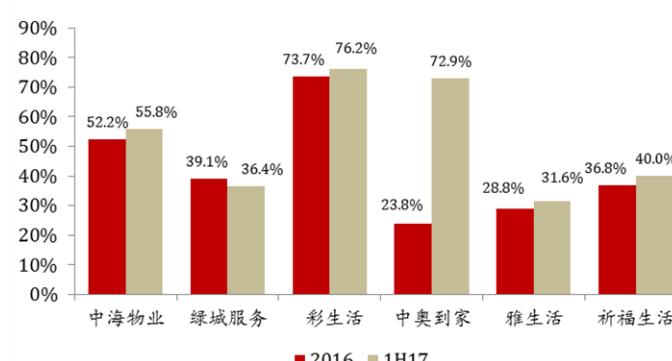
图 335：基础物业服务毛利润率



资料来源：公司,招银国际

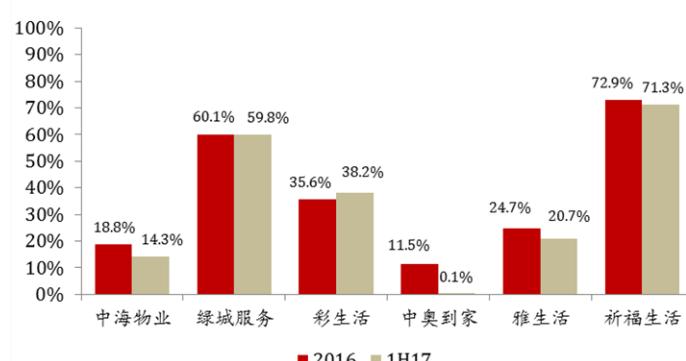
多家物业公司已经开始增值服务的探索。其中祈福生活和绿城服务的增值服务业务对毛利贡献均超过 50%。但由于绿城服务基础物业服务对收入贡献巨大，基数较高，整体利润率仍落后同业公司。

图 336：增值服务毛利率



资料来源：公司,招银国际

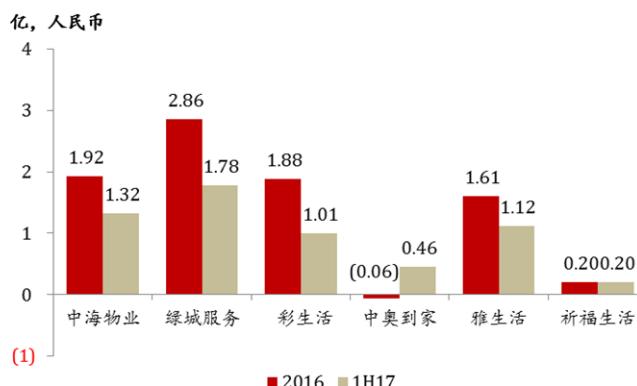
图 337：增值服务占毛利比重



资料来源：公司,招银国际

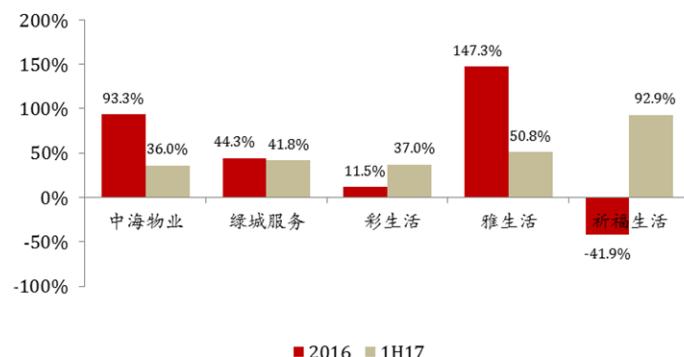
净利润方面，大型物业公司盈利增长稳定。预计 2017 年中海物业、绿城服务、彩生活、雅生活净利润均能达到 2 亿。

图 338：净利润



资料来源：公司,招银国际

图 339：净利润同比



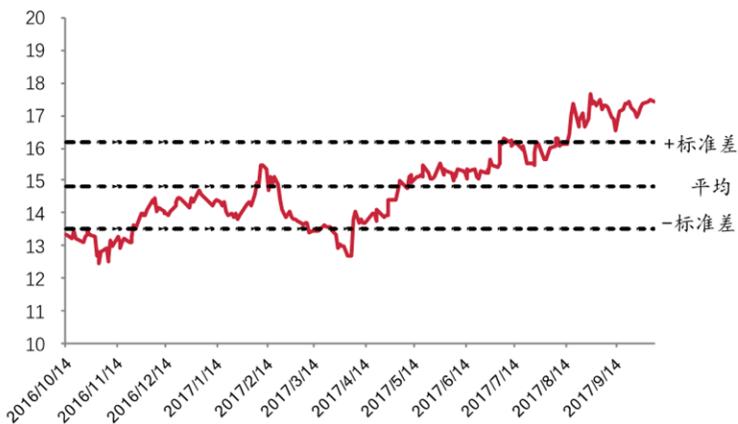
资料来源：公司,招银国际

总体而言，大型物业服务企业盈利能力较为稳健，充足的管理面积使得公司拥有稳定可期的基础物业服务收入。由于在管项目结构差异，各公司的基础物业服务毛利率差异较大，而改善利润率主要通过增加更多高利润率新项目。增值服务方面，该板块的利润率明显高于基础物业服务，但各公司增值业务的模式和开展情况各不相同，因此利润率水平和对利润贡献也存在较大差异。我们认为该增值服务板块存在一定收入波动，小型企业存在较大收入风险。在行业集中度上升的背景下，大型企业的整体盈利增长更加可期，增值服务的开展将更加多样，具有更好的业务爆发能力。

收入可期，首选中海物业

行业估值由 4 月中旬的底部开始回升，现已经接近一年来估值高位。由于基础物业服务收入的增长明确可期，并且增值业务存在一定增长空间，我们认为目前行业估值合理，首选龙头企业。目前中海物业股价为 16 倍 FY18 市盈率，估值较绿城服务落后(29 倍 FY18 市盈率)。我们预计公司 2017-19 年盈利为 3.22 亿、3.90 亿和 4.70 亿元人民币。我们维持 20 倍 FY18 市盈率，因此目标价为 2.38 港元。目前公司股价在 16 倍 FY18 市盈率。

图 340：行业动态市盈率



资料来源：招银国际，彭博

中国房地产板块**落后大市**

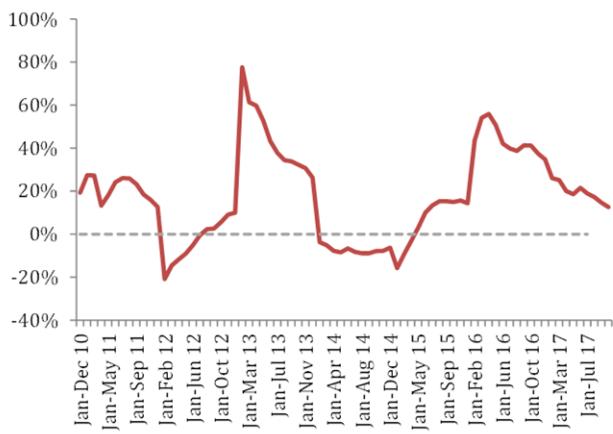
分析师：文干森, CFA - samsonman@cmbi.com.hk

分析师：黄程宇 - huangchengyu@cmbi.com.hk

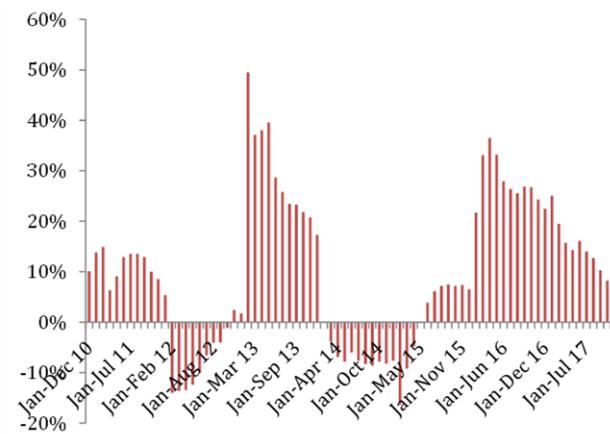
另一个高峰**中国房地产市销售续增长**

中国房地产市场销售在 2016 年创下增加 34.8% 至 11.76 万亿元(人民币·下同)的纪录后，在 2017 年将会再创高峰。2017 年 1-10 月的中国房屋销售金额及面积分别增加 12.6% 至 10.30 万亿元及 8.2% 至 13.03 亿平方米，我们预期 2017 全年的房屋销售金额及面积将分别增加 9.6% 至 12.89 万亿元及 6.8% 至 16.8 亿平方米。

不过，我们看见销售金额及面积的升幅徐徐放慢，主要是受到针对房地产的调控政策所影响。限购当然令需求减少，但购买力仍可转至非限购的地方，我们认为限价及收紧房贷对销售的影响最大。在限价令的情况下，大部份的一手房的售价较二手价为低，所以令一手房很快被抢购一空，不过很多发展商珍惜手上存货，一来相对便宜的价钱令发展商惜货；二来，发展商害怕现在将物业卖出去，未来补充土地储备可能较困难，可能要以较高的价格买入，不然土地就买不到，所以发展商在一线城市推盘并不积极，供应减少令到一线城市的新屋销售增长放慢，成交减少。此外，房贷的收紧对于房市的影响也比较大，收紧房贷不单是指难以取得银行的借款来买房子，现在的房贷的利息一般是基准利率上浮 0.1 倍至 0.3 倍，即表示利息达 5.12%，但影响最大是回款的时间将会拖长，往往是买楼之后的两个月内也未能收回尾款，令发展商倾向出售予能一次性付款的买家，但这样的买家数量有限。

图 341：中国房屋销售金额同比变化

资料来源：中国国家统计局

图 342：中国房屋销售面积同比变化

资料来源：中国国家统计局

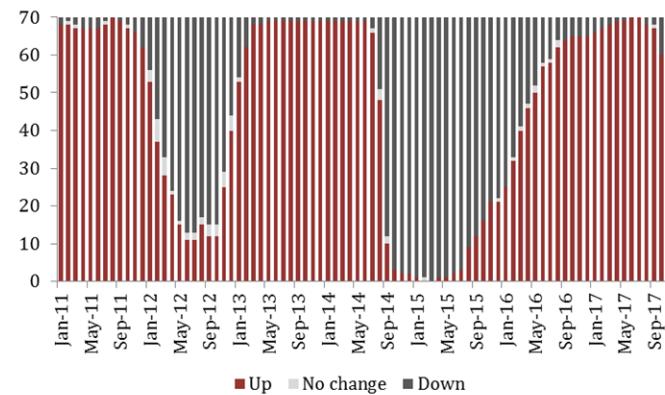
另外，我们看到市场整合的速度加快，中国房地产市场的三大发展商分别为碧桂园(2007 HK, 持有)、万科(2202 HK, 买入)及恒大(3333 HK, 未评级)。以销售金额计算，三大发展商的市场份额在 2017 年 1-10 月为 13.0%，2016 全年则为 8.9%；以 2017 年 1-9 月的最大发展商碧桂园考虑，其市场份额由 2016 全年的 2.6%(排名第 3)升至 2017 年 1-10 月的 4.7%(排名第 1)。我们认为经过十多年的发展，市场汰弱留强的势头开始出现，整合继续加快，领先的开发商越做越大，未来的竞争除了是价格外，更多是倾向于产品的质素，所以发展商的品牌及名声将越来越重要。

房价开始出现回落

自 2015 年中起，中国房地产市场开始复苏，经过 2 年的急速发展，后来加上政府的收紧政策，我们看见房价的上升势头在改变。根据国家统计局的 9 月份数据，中国热点城市新建商品住宅房价环比下降或继续持平，同比升幅则回落。一线城市中，深圳的新建住宅房价 9 月份较去年同期下跌 3.7%。虽然我们相信在一线城市对房屋的需求仍然炽热，但在限购及网签的安排下，一线城市的房价已经压下来。

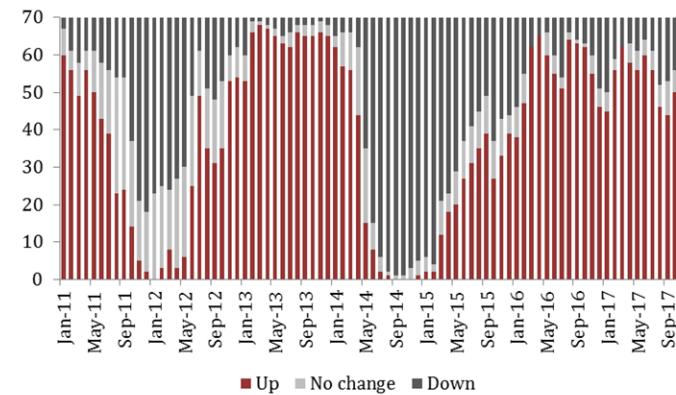
以同比表现来说，中国 70 个大中城市的新建住宅在 2017 年 10 月有 10 个城市的房价出现同比下跌，其他的 60 个城市录得 0.6-12.6% 的升幅。但以环比来看，14 个城市房价下滑，6 个持平，余下 50 个 10 月的房价比 8 月份上升 0.1-1.7%，升幅受控。

图 343：中国 70 个主要城市房价同比变化



资料来源：中国国家统计局

图 344：中国 70 个主要城市房价环比变化



资料来源：中国国家统计局

宏调政策不会放松

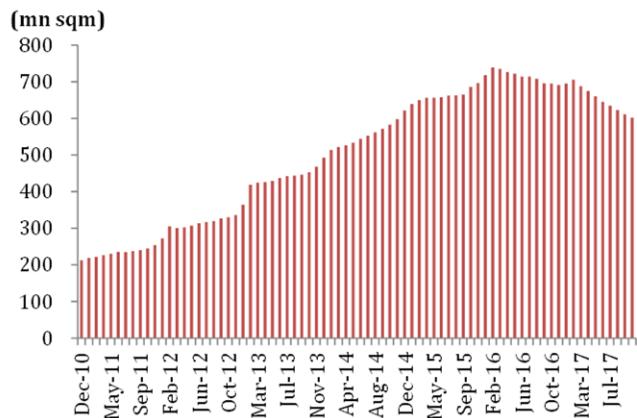
虽然房价的升幅受到控制，但我们不相信中国政府会在未来一年将房地产调控措施撤销。当然，最主要的原因就是一放就失控，过去一年所做的措施将失去效力。我们认为中国针对房地产的行政措施将持续下去，可能有个别的城市会增加限购的措施，未来最主要的调控方法相信是房贷。

在 2016 年或 2017 上半年，中国政府积极鼓励未购房者购买首套房，所以房贷利率也有优惠，是跟基本利率有一个折扣，但在 2017 下半年起，首套房的房贷利率要上浮，即比基准利率为高，每个城市不一样，最高可能上浮 10%，在这情况下，部份的需求受到影响。此外，房贷的回款时间也有延长，过去所有文件办妥，银行会将房贷的金额在一个月的时间交给开发商，但现在的回款时间延至两至三个月，对于一些小型的发展商影响较大。至 2017 年 3 季末，个人住房贷款余额同比增长 26.2%，增速比 2 季末的 30.8% 增长放慢了 4.6 个百分点，而且首套房的平均房贷利率达至 5.28%，而第二套房的房贷利率更高，利率可能上浮 30%。

成功去库存

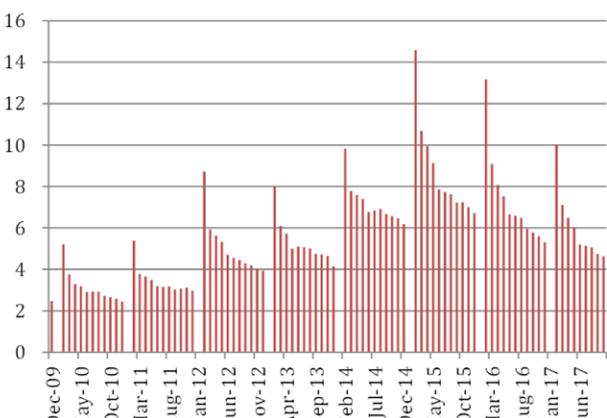
这一次房地产市场复苏，我们认为最成功的事情是“去库存”。一方面，房地产的销售有理想的增长；另一方面，房地产投资及新动工分别维持在低单位数及 10% 上下的增幅。根据国家统计局的数据，全国的已竣工待售的物业面积已从 2017 年 3 月起连续 8 个月逐步下降，每月的库存减少超过 1,000 万平方米，截至 2017 年 10 月底，已竣工待售的物业面积为 6.03 亿平方米。如以每月平均的销售面积相比，目前的库存量需要 4.6 个月的销售来消化，虽然较 2010-2013 年的 3.0-4.5 个月高，但已从 2015 年的高位慢慢回落，我们相信消化多余的库存是指日可待，预期消化月数可从 2015 年末的 6.2 个月及 2016 年末的 6.7 个月改善至 2017 年末 5.3 个月。库存量的减少对未来房地产市场的健康发展有极大的帮助。

图 345：中国已竣工待售的物业



资料来源：中国国家统计局

图 346：中国库存物业的消化月数



资料来源：中国国家统计局

2018 年可能出现调整

供需受压

2016 及 2017 年中国的房屋销售同创新高，但我们相信 2018 年可能出现逆转，主要受供应及需求两方面的影响。

供应方面，一方面限价令迫使发展商不急于把手上项目推出，不然未来未能以低价再补充土地储备；另一方面，中国政府鼓励房屋租赁市场的发展，各地政府积极推出“租售并举”的制度建设，启动了在人口净流入的大中型城市发展住房租赁市场试点，及利用集体建设用地建设租赁住房的试点工作，在上海、杭州、广州、珠海、深圳等地推出纯租赁住宅用地，这情况下，未来供销售的住宅用地将会较以往减少，所以也影响未来供销售的住宅供应。

需求方面，我们相信在 2018 年会有更多城市有限购措施出台，就算一些三四线城市，只要房价升幅过大，失去控制，政府也会施行限购令，限制购房资格。此外，部份的房屋购买需求也因为有长租公寓而有所转移，房价太高，市民转买为租。综合来说，2018 年购房的需求料会有所下降。

暂时来说，因为在施行限价令，在一个非利伯维尔场的情形下，我们较难预期房价的走势，因为成交的房价不能反映真实需求的情况，并受到压抑，不过交投量预期在 2018 年将会下降，主要是供应减少及需求受到压抑，所以我们预期 2018 年在房价受控及交投受压的影响下，全国房地产成交金额将会下跌，料较 2017 年减少 10%。

“房子是用来住，不是用来炒”

中央经济工作会议在 2016 年 12 月于北京举行，国家主席习近平发表讲话，要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，抑制房地产泡沫。

至 2017 年 10 月，中共举行十九大会议，总书记习近平在工作报告重新表示，要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”

在政府的预期及政策收紧的情况下，未来房屋的投资需求将会减少，会对房价高企的紧张环境带来改善的机会。

房地产市场的长效机制

经过差不多一年，房地产市场炽热的情绪开始冷却下来。未来将会怎样走？住建部部长王蒙徽明确表示，坚持分类调控，因城施策，抓紧研究制定房地产长效机制，抓紧推进住房租赁市场的立法工作。可以预期的是，后期政策将维持降低房子投资、金融属性，通过租购并举、加大土地供应等措施，快速建立房地产调控长效机制的导向。

推出共有产权住房

房价高企，普通老百姓难以购房。住房城乡建设部在 2017 年 9 月印发《关于支持北京市、上海市开展共有产权住房试点的意见》，支持北京市、上海市深化发展共有产权住房试点工作，鼓励北京及上海以制度创新为核心，结合当地需要，在共有产权住房建设模式、产权划分、使用管理、产权转让等方面进行大胆探索，力争形成可复制、可推广的试点经验。

共有产权房是指政府与购房人士按预先定下的份额共有产权，但政府持有的部份产权给予购房人使用，购房者只负担自己产权部份的房价及贷款，就拥有房屋全部的使用权。当共有产权房屋出售时，业方受到限制，只可将其持有的房屋部份业权卖予合资格人士。2017 年 11 月，北京土地市场有朝阳、海淀区 2 宗共有产权住房用地成交，土地面积约 16 公顷，建筑规模约 38 万平方米，约能建设超过 4,000 套共有产权房。

物业税短期仍难推出

物业税何时在全国推行，或是怎样推行，一直是困扰中国房地产市场的焦点。在 2011 年，上海及重庆已成为房产税试点，到现在还只在这两个地方推行，但上海的房价并未受压，而重庆的房价最近两年也升起来。

财政部部长最近在“党的十九大报告辅导读本”明确开征房产税路线图及原则，“市价计税，立法先行，充分授权，分步推进”，如此说法，全国性推行仍需时间。市价计税，新房子比较容易估价，老房子(90 年代已建成)的价格较多争议，所以估值工作需时完成；第二是立法先行，全国人大审议及通过，期间会充分咨询，料需时一至两年；充分授权就是地方政府有自主，征收税率可由地方政府商议；最后分步推进表明不一定全国同时推行，房价较高或楼市炽热的城市首先推行。

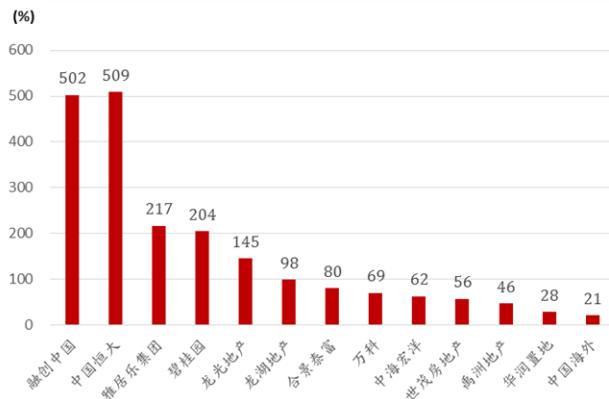
基于以上观点，我们认为房产税在 2018 年仍在商议阶段，很难大规模施行。

内房股重启升势

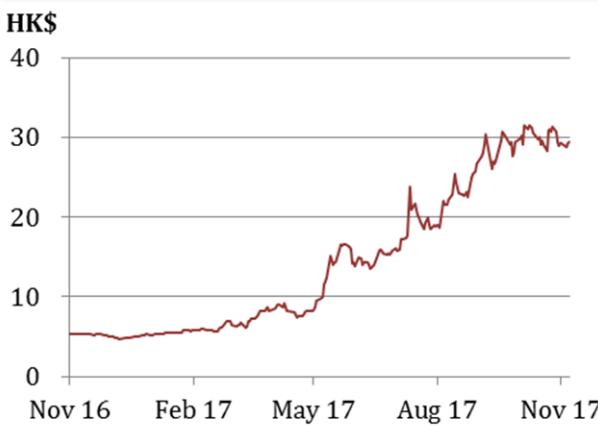
2017 年股价升逾一倍

内房股在 2016 的前十年表现欠佳，股价多是在区间上落，直至在 2017 年 3 月份公司公布 2016 年业绩后，股价见到明显改善。我们相信内房股出现重估，主要因为：1) 2016 年业绩出现改善，部份公司更提出对 2017 年更乐观的指引；2) 2017 上半年的销售数据理想，个别公司的销售增长翻倍；3) 更多的内地投资者通过“深港通”及“沪港通”买进内房股。

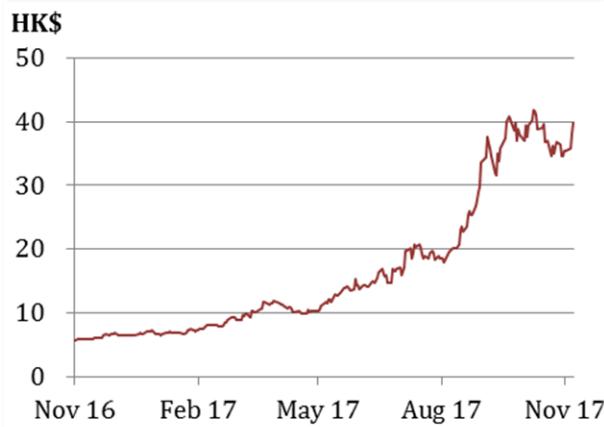
从第一及第二个原因，我们相信对内房股的价值重估只会有轻微的帮助，因为这两个原因也是市场预期中。反而我们认为第三个原因才是内房股重估的最大推动力，我们发现今年初开始，内地投资者参与投资港股比例通过“深港通”及“沪港通”开始增加，部份升幅特别厉害的股份的公众股东之持股是储存在“中国证券登记结算有限责任公司”或“China Securities Depository and Clearing”。例如中国恒大(3333 HK)及融创中国(1918 HK)两家公司的股价由年初至今分别上升 501% 及 474%，根据香港交易所的数据，两家公司的股东在“中国证券登记结算有限责任公司”或“China Securities Depository and Clearing”的股份托管量分别占发行股数的 1.89% 及 24.06%；或在扣除大股东的股数，通过“深港通”及“沪港通”的投资者投资在两家公司的股份分别占自由流通股份分别为 8.5% 及 52.0%，所以内房股的投资心态改变，过去投资者可能关心公司的财政状况，现在比较看重的是公司的增长潜力，内地投资者会以市盈率来衡量估值，不同的参与者以不同的评估方法，得出的结果便不一样。

图 347：内房股股价年初至今表现

资料来源：彭博、招银国际

图 348：中国恒大过去一年股价

资料来源：彭博

图 349：融创中国过去一年股价

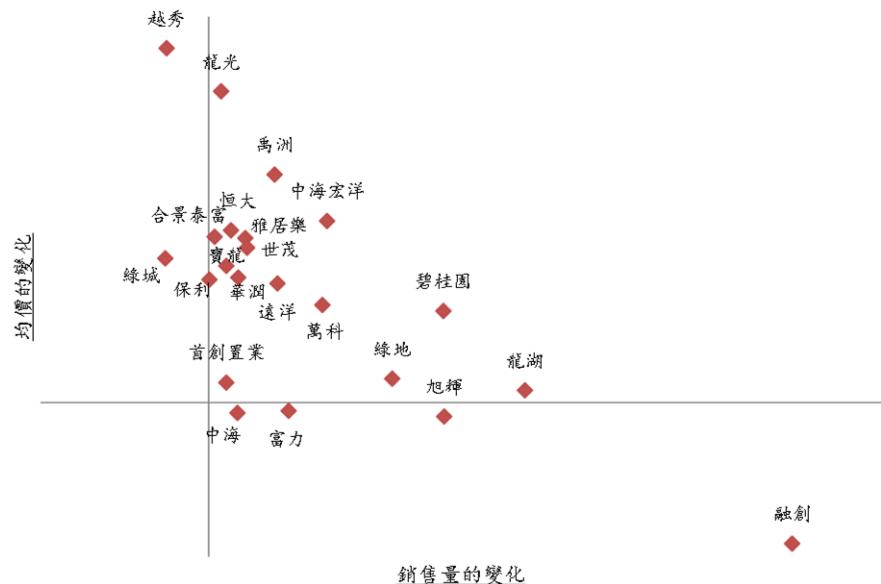
资料来源：彭博

2017 年销售变化集中在价格

2017 年的整体中国房地产销售料可再创历史佳绩，主要在香港上市的内房公司也表现出色，在 2017 年首 9 个月的销售同比增长皆逾双位数，不过在销售货量的升幅表现分歧，个别公司的销售货量同比增速超过 50%，融创的销售货量上升 173%，但也有个别公司的销售货量增长只有个位数字，甚至像绿城(3900 HK)及越秀(123 HK)的销售货量是出现倒退，分别同比下跌 12.9% 及 12.5%。

另外，大部份的内房公司的销售均价在期内都有 10-30% 的升幅。虽然融创的销售均价在期内下跌 18.3%，但其销售货量上升 173%，足可弥补均价的下跌。

图 350：2017 年 1-9 月招银国际内房公司销售矩阵



资料来源：公司、招银国际

2018 年股价还会再升吗？

经过一轮股价急升后，我们认为内房股估值不便宜。在招银国际有覆盖的内房股中，整体平均的 2017 年及 2018 年市盈率分别为 8.5 倍及 7.4 倍；如以每股资产净值计算，整体平均的折让率为 32.9%。

图 351：内房股估值表

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	市盈率			每股资产 (港元)	折让
						16A	17E	18E		
华润置地	1109	22.2	32.45	买入	153,867	7.9	7.7	6.9	46.35	52.1%
中国海外	688	24.75	28.64	买入	271,166	6.8	8.6	8.1	39.11	36.7%
中海宏洋	81	4.16	6.75	买入	9,494	10.6	4.9	6.1	11.25	63.0%
万科	2202	29.85	30.53	买入	412,315	13.3	9.8	8.5	43.61	31.6%
世茂	813	15.86	15.27	持有	53,718	9.0	6.8	6.2	17.83	11.0%
碧桂园	2007	13.20	9.91	持有	281,071	21.5	16.8	13.5	9.93	-32.9%
雅居乐	3383	12.04	16.21	买入	47,161	17.4	8.9	7.5	27.02	55.4%
合景泰富	1813	7.77	10.92	买入	24,516	5.8	5.6	4.8	21.84	64.4%
龙湖	960	19.36	18.4	持有	114,161	10.5	9.8	9.1	21.11	8.3%
禹洲地产	1628	3.96	5.4	买入	16,573	6.3	5.3	4.6	7.20	45.0%
龙光地产	3380	7.1	8.44	买入	39,094	7.4	8.8	6.3	9.75	27.1%
平均					10.6	8.5	7.4		32.9%	

资料来源：彭博、招银国际预测

内房股的估值跟科网股或内需股作比较，科技股的市盈率一般都在 30-50 倍，而内需股约在 25-35 倍，内房股相对便宜得多；但与内银相比，内银的平均市盈率为 5-6 倍，内银除了盈利增长表现较弱外，内银及内房面对的政策风险较高，而且影子银行或坏账拨备一直以来皆成了内银估值的阻力，内房就是“房价高、买房难”的民怨而造成的政府干预，因为政策风险，内银及内房股的估值相对较低。

未来利润受压

虽然中国房价在过去两年一直上升，但地价也跟随上涨，于 2016 年末至 2017 年初，地王之声不绝，主要是一些大型国企的房地产公司高价抢地，这些企业有雄厚的背景，能取得低廉及丰厚的资金，所以能够比其他对手更勇猛的姿态来争夺土地，他们预期未来房价会大升，所以使出“面粉贵过面包”的情况下拿地。

但这些地王的拥有者未想到中国政府推出限价令，所以过去两年房价的升幅受压，或可以说房价的升幅不似预期。一至两年前购入的土地，一般可以在 2018 年开始销售，在现在

的市场环境下，地王的开发商还想以高价卖房，我们相信很难取得预售证。若以政府批准的价格销售，能取得微利已经很幸运，正常来说，出现亏损也不奇怪。

投资情绪未许乐观

一方面，中国房屋的销售增长放慢，甚至出现倒退；另一方面，部份高价拿地的房地产项目可能出现亏损。

在一些未许乐观的情况下，我们估计内房股在 2018 年的表现未如 2017 年般理想，而且内房股估值不便宜，再大幅上升的机会较微，相反我们认为投资者要审慎，高估值及销售放慢的内房股要避开。

新会计制度提前实现盈利

香港会计师公会发布的香港财务报告准则第 15 号“与客户之间的合同产生的收入”(“香港财务报告准则第 15 号”(HKFRS15))于 2018 年 1 月 1 日或之后开始的年度期间生效。因为新的会计准则可以为报表使用者评估未来现金流量的金额，时点和不确定性提供更加可靠与相关的资讯。收入在当资产的控制权转移给客户时确认。资产的控制权是在一段时间内还是某一时点转移，取决于合同的条款约定与适用于合同的法律规定。

简单来说，就是在确定收入时，如果公司的房地产项目的销售已预先完成，房地产公司也预计能在未来约定的时间会顺利交房，这笔收入会在交房前及销售后的时间分段确认，所以盈利是提前确认。总体的盈利无变，只是部份收入提前入账，原本在交房才确认的收入将会减少。

虽然 HKFRS15 是准备在 2018 年 1 月 1 日才生效，部份公司已急不及待施行新的会计准则来“增加”其盈利。碧桂园 2017 上半年营业额及纯利分别增加 35.5% 至 777 亿元及 39.2% 至 75.0 亿元，部份原因是碧桂园提早在 2017 年便采用新会计制度 HKFRS15，将一部份在 2018 或 2019 年以旧计度才可确认的营业额及纯利提早确认。一些销售增速较快的公司也会考虑在公布 2017 全年业绩时采用 HKFRS15，融创中国是其中之一。融创中国在 2017 年首 10 个月的合同销售金额增加 133% 至 2,517 亿元，所以公司本身具实力以 HKFRS15 来反映其增长。

首选房地产商为中海宏洋(81 HK)

看好三线城市的房地产市场

中海宏洋主要在三线城市开发及销售房地产，公司在 2017 年首 10 个月录得强劲的销售增长，合同销售金额及面积分别增加 59.7% 至 316 亿港元及 28.4% 至 294 万平方米，我们估计公司 2017 年的销售将可达至 370 亿港元，强劲的销售将为公司的未来带来丰厚盈利。截至 9 月，公司共购入 6 幅共 147 万平方米的土地，平均地价为每平方米 3,846 元人民币，或相当于同期的销售均价 42.1%。随着 3 线城市物业市场复苏，我们估计公司未来边际利润具改善空间，我们预测毛利率将由 2016 年的 17.2% 上升至 2019 年的 25.1%。

估值吸引

我们预期中海宏洋的 2017-19 年纯利分别为 19.5 亿港元、22.7 亿港元及 33.6 亿港元。因为公司提出供股计划，所以 2018 年每股盈利会被摊薄，我们预期 2018 年每股盈利按年下跌 20% 至 0.681 港元，2018 年每股资产净值预测也摊薄至 11.25 港元。现股价相当于 6.1 倍 2018 年市盈率或相等于较 2018 年每股资产净值折让 63%。我们的目标价为 6.75 港元，相等于 2018 年每股资产净值折让 40%。



行业首选股份

- ❖ TMT 板块 - 腾讯(700 HK)
- ❖ 中国 TMT 板块 - 阿里巴巴(BABA US)
- ❖ 中国医药板块 - 中国中药(570 HK)
- ❖ 中国新能源板块 - 信义光能(968 HK)
- ❖ 中国消费板块 - 好孩子国际(1086 HK)
- ❖ 中国机械及设备板块 - 潍柴动力(2338 HK)
- ❖ 中国证券业板块 - 华泰证券(6886 HK)
- ❖ 中国银行业板块 - 工商银行(1398 HK)
- ❖ 中国保险业板块 - 中国人寿(2628 HK)
- ❖ 中国房地产服务板块 - 中海物业(2669 HK)
- ❖ 中国房地产板块 - 中海宏洋(81 HK)

腾讯(700 HK)

手游加速增长，憧憬生存类新游梯度接力

- ❖ **3Q17 业绩全线超预期，收入增长加速。**公司3Q17收入652亿元（人民币·下同），同比增长61%，较一致预期高7%；Non-GAAP净利润为171亿元，同比增长45%，较一致预期高4%。主要受益于手游超预期、支付等新兴业务的高速增长、以及数字内容的亮眼表现。
- ❖ **爆款手游增加，憧憬生存射击类手游梯度接力。**3Q17公司游戏收入同比增长48%（持续加速），手游同比大涨84%，受益于爆款《王者荣耀》、及新游《魂斗罗》、《天龙八部》的巨大贡献。我们看好游戏业务的强劲增长动力及多元化组合：1)《王者荣耀》稳居畅销榜TOP1；头部新游数量稳中有升（如：自研游戏《乱世王者》稳居畅销榜TOP15）；2) 4Q17及FY18游戏储备依旧强劲，《择天记》、《剑网3》等备受期待；此外，我们认为“吃鸡类”游戏有望再掀游戏消费热潮，而公司代理的《光荣使命》预约数超2,000万、《穿越火线：荒岛特训》迅速跻身免费榜前五，表现亮眼；近期获得《PUBG》代理权，参考《PUBG》全球8个月创造6亿美元销量，国内营收想象空间巨大。3) 电竞赛事有望成为后期增量补充，且重度游戏、电竞、直播的多重驱动下端游增长有望提振；4) 各类型游戏ARPU显著增长，体现游戏玩家付费意愿的提升。我们预计游戏FY17-19收入CAGR为20%，其中手游CAGR为34%。
- ❖ **腾讯视频表现靓丽，看好算法优化下转化率及点击量的提升。**3Q17广告收入同比增长48%，其中媒体/社交广告分别同比增长29%/63%，符合预期。媒体广告层面，腾讯视频表现靓丽：MAU及用户时长稳健增长的同时，视频广告大幅增长，且付费会员数超4,300万，领先同业，受益于3Q17《那年花开月正圆》等精品剧的播出。看好视频及新闻在内容升级及算法优化下点击量的增加。社交广告层面，在保证微信体验的同时，我们认为朋友圈广告填充率有望提升（尤其在一一线城市），后期凭借竞价机制优化同样可带动转化率的增长。
- ❖ **支付及其他业务高增长持续。**其他业务同比增长143%，收入占比扩大至18%。其中该部分业务毛利率环比下滑2个百分点，归因于移动支付市场推广加大，后期有望恢复。此外，看好公司金融科技链的不断完善和业务协同（微信支付线下渗透加速、微众银行盈利、微保试水等）。
- ❖ **“内容+AI”为长期增长引擎，旗下公司分拆上市释放估值。**公司将通过“百亿计划”扶持内容创业，重点捕捉信息流的高速发展；同时，强调海量数据优势及技术输出，发挥腾讯云在游戏、金融、医疗的独特优势。此外，我们认为腾讯将持续受益于战略投资公司的分拆上市，且将会是内容付费产业崛起的最大受益者（在线阅读/音乐/视频产品均为市场TOP1）。
- ❖ **维持「买入」评级。**看好收入全线高增长，以对冲净利润率摊薄影响（收入结构变化），我们预计FY17-19E EPS CAGR为29.7%。基于SOTP估值：1)核心主业每股价值460.7港元（DCF估值），及2)投资组合每股价值31港元，给予目标价491.8港元。重申买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	102,863	151,938	238,507	328,229	430,372
调整后净利润(百万人民币)	32,410	45,420	64,765	85,125	109,014
调整后EPS(人民币)	3.4	4.8	6.8	9.0	11.5
EPS变动(%)	33%	39%	43%	31%	28%
市盈率(x)	117.1	82.8	54.1	42.0	32.1
市帐率(x)	27.6	18.3	14.0	10.7	8.3
股息率(%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
权益收益率(%)	23.8	22.3	26.1	25.8	25.9
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（恢复覆盖）

目标价	HK\$491.8
(此前目标价)	HK\$430.9
潜在升幅	+15.2%
当前股价	HK\$426.8

黄群

电话：(852) 3900 0889
邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万港元)	4,054,141
3月平均流通量(百万港元)	6,889.0
5周内股价高/低(港元)	440/180
总股本(百万)	9,498.9

资料来源：彭博

股东结构

Naspers Ltd	33.2%
马化腾	8.6%
JP Morgan Chase	5.5%

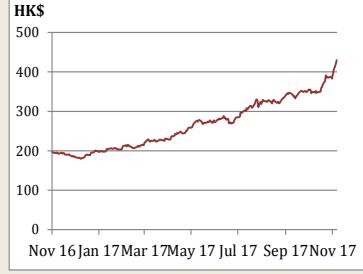
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	23.0%	8.3%
3-月	32.7%	13.2%
6-月	56.3%	30.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

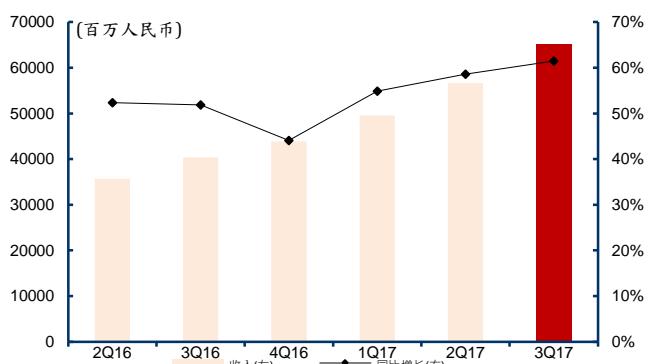
公司网站：www.tencent.com

图 352: 季度财务概览

(百万人民币)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q17 YoY	3Q17 QoQ
收入	35,691	40,388	43,864	49,552	56,606	65,210	61%	15%
互联网增值服务	25,680	27,975	29,191	35,108	36,804	42,124	51%	14%
网络广告	6,532	7,449	8,288	6,888	10,148	11,042	48%	9%
电子商务交易	0	0	0	0	0	0		
其他	3,479	4,964	6,385	7,556	9,654	12,044	143%	25%
销售成本	(15,235)	(18,560)	(20,238)	(24,109)	(28,300)	(33,529)	81%	18%
毛利	20,456	21,828	23,626	25,443	28,306	31,681	45%	12%
毛利率	57%	54%	54%	51%	50%	49%	-5ppcts	-1ppcts
销售费用	(2,365)	(3,277)	(4,462)	(3,158)	(3,660)	(4,812)	47%	31%
销售/收入比重	-7%	-8%	-10%	-6%	-6%	-7%		
行政费用	(5,299)	(5,883)	(6,909)	(7,012)	(8,170)	(9,058)	54%	11%
行政/收入比重	-15%	-15%	-16%	-14%	-14%	-14%		
经营利润	14,329	14,460	13,930	19,272	22,560	22,746	57%	1%
其他收益(费用)	(669)	(1,223)	(1,005)	(1,066)	(336)	294	-124%	-188%
税前利润	13,660	13,237	12,925	18,206	22,224	23,040	74%	4%
所得税	(2,780)	(2,461)	(2,402)	(3,658)	(3,970)	(4,993)	103%	26%
-8%	-6%	-5%	-7%	-7%	-8%			
非控制股东权益	(143)	(130)	6	(72)	(23)	(41)	-68%	78%
净利润	10,737	10,646	10,529	14,476	18,231	18,006	69%	-1%
NonGAAP 净利润	11,319	11,737	12,332	14,211	16,391	17,070	45%	4%
NonGAAP 净利润率	32%	29%	28%	29%	29%	26%	-3ppcts	-3ppcts

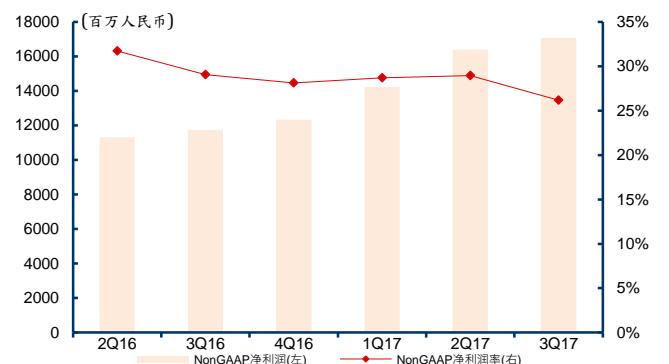
资料来源：公司，招银国际研究

图 353: 季度收入及增



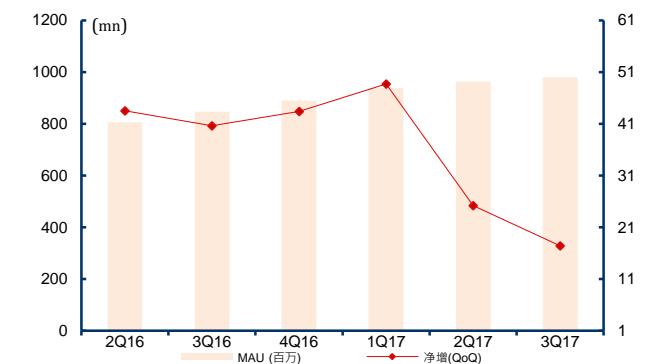
资料来源：公司，招银国际研究

图 354: Non GAAP 净利润



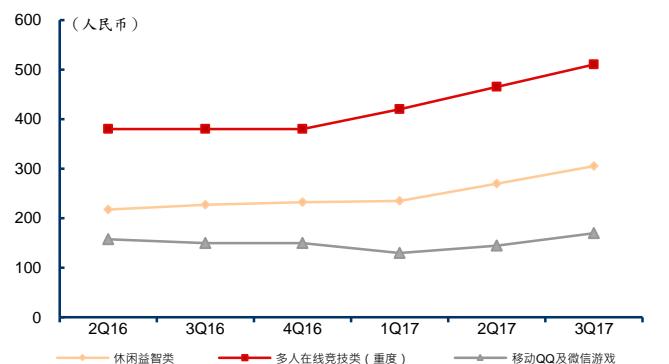
资料来源：公司，招银国际研究

图 355: 微信及 WeChat MAU



资料来源：公司，招银国际研究

图 356: 各类游戏 ARPU 中值



资料来源：公司，招银国际研究

估值预测

维持「买入」评级。看好收入全线高增长，以对冲净利润率摊薄影响（收入结构变化），我们预计 FY17-19E EPS CAGR 为 29.7%。基于 SOTP 估值：1) 核心主业每股价值 460.7 港元 (DCF 估值)，及 2) 投资组合每股价值 31 港元，给予目标价 491.8 港元。重申买入评级。

图 357：DCF 估值测算及敏感度分析

DCF 估值模型 (百万人民币)	高速增长期						稳定成长期			
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
现金流量预测										
息税前利润	105,002	136,125	171,631	209,684	249,199	289,117	328,483	366,499	402,553	436,214
实际税项	-20,109	-26,252	-33,099	-40,438	-48,058	-55,756	-63,348	-70,679	-77,632	-84,124
折旧与摊销	17,485	19,866	22,449	25,143	27,908	30,699	33,462	36,139	38,669	40,989
营运资本变动	15,832	14,978	14,828	14,680	14,533	14,388	14,244	14,101	13,960	13,821
资本开支	-30,499	-32,024	-33,625	-34,970	-36,369	-37,460	-38,584	-39,741	-40,536	-41,347
自由现金流量	87,711	112,694	142,184	174,099	207,214	240,988	274,257	306,319	337,014	365,553
自有现金流同比增速	30%	28%	26%	22%	19%	16%	14%	12%	10%	8%
折合至 2017 年的现金流量	80,102	93,988	108,295	121,099	131,628	139,801	145,298	148,204	148,909	2,484,905
永续期折现值										5,792,608
基本参数										
WACC	9.5%									
长期增长率	3.0%									
债券价值	0									
公司价值计算										
现金流折现	3,602,229									
减：净金融负债	-109,867									
减：少数股东权益	694									
股本价值	3,711,401									
股本数量 (预期)	9,477									
核心主业之每股价值 (港元)	460.7									
(+) 投资组合 (港元/每股)	31.1									
目标价(港元)	491.8									

长期增长率	WACC				
	~	7%	8%	10%	11%
1.5%	651.1	543.6	434.0	360.2	323.3
2.0%	696.0	572.7	450.7	370.6	331.1
2.5%	750.8	607.1	469.8	382.2	339.7
3.0%	819.4	648.3	491.8	395.2	349.2
3.5%	907.5	698.8	517.5	410.0	359.9
4.0%	1025.1	761.8	547.9	426.9	372.0
4.5%	1189.6	842.9	584.4	446.4	385.6

资料来源: 公司, 招银国际预测

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	102,863	151,938	238,507	328,229	430,372
互联网增值服务	80,669	107,810	158,000	202,761	250,478
网络广告	17,468	26,970	40,185	56,922	77,074
电子商务交易	-	-	-	-	-
其他	4,726	17,158	40,321	68,546	102,819
销售成本	(41,631)	(67,439)	(119,983)	(167,077)	(220,370)
毛利	61,232	84,499	118,524	161,153	210,002
销售费用	(7,993)	(12,136)	(16,695)	(22,155)	(27,974)
行政费用	(16,825)	(22,459)	(33,391)	(44,147)	(56,809)
利息收入	2,327	2,619	3,143	3,771	4,526
其他收益	1,886	3,594	10,560	6,380	6,380
经营利润	40,627	56,117	82,141	105,002	136,125
融资成本	(1,618)	(1,955)	(3,128)	(3,128)	(3,128)
联营公司	(2,793)	(2,522)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	36,216	51,640	79,013	101,874	132,997
所得税	(7,108)	(10,193)	(15,596)	(20,109)	(26,252)
非控制股东权益	(302)	(352)	(539)	(694)	(907)
净利润	28,806	41,095	62,878	81,071	105,839
调整后净利润	32,410	45,420	64,765	85,125	109,014

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	151,440	246,745	285,554	327,192	372,733
物业、厂房及设备	9,973	13,900	17,850	21,251	24,397
联营公司	66,945	80,299	96,233	115,353	138,298
投资物业	292	854	854	854	854
无形资产	13,439	36,467	40,792	44,514	47,710
其他	60,791	115,225	129,825	145,219	161,474
流动资产	155,378	149,154	196,276	258,350	340,088
现金及现金等价物	43,438	71,902	104,991	152,550	217,764
受限制现金	54,731	750	750	750	750
初步为期超过三个月的定期存款	37,331	50,320	50,320	50,320	50,320
应收贸易款项	18,458	24,270	38,098	52,430	68,746
存货	222	263	468	652	859
关连款项	-	-	-	-	-
其他	1,198	1,649	1,649	1,649	1,649
流动负债	124,406	101,197	130,227	160,575	192,076
借债	11,429	12,278	12,278	12,278	12,278
应付贸易账款	85,899	48,286.00	77,316	107,664	139,165
应付税项	2,070	5,964	5,964	5,964	5,964
关连款项	-	-	-	-	-
其他	25,008	34,669	34,669	34,669	34,669
非流动负债	60,312	108,455	108,455	108,455	108,455
借债	12,922	57,549	57,549	57,549	57,549
递延税项	3,668	5,153	5,153	5,153	5,153
其他	43,722	45,753	45,753	45,753	45,753
净资产总值	122,100	186,247	243,148	316,513	412,290
股东权益	120,035	174,624	230,986	303,657	398,528
少数股东权益	2,065	11,623	12,162	12,856	13,763

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	29,108	41,447	63,417	81,766	106,745
折旧和摊销	6,674	12,741	14,993	17,485	19,866
营运资金变动	7,588	11,653	11,854	12,060	10,452
税务开支	(5,047)	(10,516)	(15,596)	(20,109)	(26,252)
其他	7,108	10,193	15,596	20,109	26,252
经营活动所得现金净额	45,431	65,518	90,264	111,311	137,064
购置固定资产、无形资产及土地	(13,105)	(18,754)	(29,047)	(30,499)	(32,024)
联营公司	(15,399)	(10,116)	(15,934)	(19,121)	(22,945)
其他	(35,101)	(42,053)	(5,509)	(5,732)	(5,913)
投资活动所得现金净额	(63,605)	(70,923)	(50,489)	(55,351)	(60,882)
股份发行	169	225	-	-	-
净银行借贷	13,029	37,464	-	-	-
股息	(2,640)	(3,699)	(6,516)	(8,401)	(10,968)
其他	7,970	(2,547)	(170)	-	-
融资活动所得现金净额	18,528	31,443	(6,686)	(8,401)	(10,968)
现金增加净额	354	26,038	33,089	47,559	65,214
年初现金及现金等价物	42,713	43,438	71,902	104,991	152,550
汇兑	371	2,426	-	-	-
年末现金及现金等价物	43,438	71,902	104,991	152,550	217,764
受限制现金	54,731	750	750	750	750
资产负债表的现金	98,169	72,652	105,741	153,300	218,514

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
互联网增值服务	78.4	71.0	66.2	61.8	58.2
网络广告	17.0	17.8	16.8	17.3	17.9
电子商务交易	-	-	-	-	-
其他	4.6	11.3	16.9	20.9	23.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	30.3	47.7	57.0	37.6	31.1
毛利	27.4	38.0	40.3	36.0	30.3
经营利润	33.0	38.1	46.4	27.8	29.6
净利润	21.0	42.7	53.0	28.9	30.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.5	55.6	49.7	49.1	48.8
税前利润率	35.2	34.0	33.1	31.0	30.9
净利润率	28.0	27.0	26.4	24.7	24.6
调整后净利润率	31.5	29.9	27.2	25.9	25.3
有效税率	19.6	19.7	19.7	19.7	19.7
资产负债比率					
流动比率(x)	1.2	1.5	1.5	1.6	1.8
平均应收账款周转天数	54.7	51.3	47.7	50.3	51.4
平均应付账款周转天数	498.5	363.1	363.1	363.1	363.1
平均存货周转天数	2.0	1.3	1.1	1.2	1.3
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	23.8	22.3	26.1	25.8	25.9
资产回报率	9.5	10.5	13.2	14.0	15.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	3.1	4.4	6.7	8.6	11.3
每股股息(人民币)	0.4	0.6	0.8	1.1	1.4
每股账面值(人民币)	13.1	19.9	25.9	33.8	44.0

来源: 公司及招银国际研究部预测

阿里巴巴 (BABA US)

天猫加速持续，憧憬新零售巡礼

- ❖ **2QFY18 收入增速创新高。**2QFY18 收入同比增长 61%，较一致预期高 6%，增速创上市后新高；Non-GAAP EPS 同比增长 63%，较一致预期高 25%（受益于核心电商的加速增长、及市场对净利润率下调压力的过度预测）。此外，公司上调 FY18 全年收入指引至同比增长 49%~53% (vs. 此前 45%~49%)。我们重申长期看好观点，且预计在今年消费数据回暖、B2C 加速增长、算法优化（转化率提升）的多重利好下，公司 FY18 收入有望持续创造惊喜。
- ❖ **天猫 GMV 加速增长持续，憧憬新零售巡礼。**2QFY18 核心电商加速增长 (+63% YoY, vs. 1QFY17 +58% YoY)，受益于客户管理收入及佣金的上扬。即便营销费用率未显著提升，天猫 GMV 表现依旧超预期（同比增长 49%），源于：1) MAU 及活跃买家的稳健增长；2) 算法优化下的精准营销；3) 消费电子及快消品类的加速增长。我们预计 3QFY18 商户补贴力度将加大，憧憬新零售推进下的全新体验及海外、涉农的延伸。虽然新零售仍处于初期，但我们逐渐看到效率升级后对生产链供应链优化的成效 (e.g. 盒马鲜生)，且预期未来将带来持续利好：1) 促进零售数字运营，补全消费数据链条；2) 最终实现智能供货、生产模式的转变 (C2B)。辅之该季度推出的“88 会员”全新体系，用户粘性及参与将有效加强。
- ❖ **云计算同比增长 99%，持续向大中型客户渗透。**受付費用戶强劲增长、高附加值服务对收入结构的优化驱动，2QFY18 云收入实现加速增长。但息税摊销前亏损率同比降低 1 个百分点至 -5%，归因于海内外用户及产品的持续扩张下投入增强。阿里云云栖大会宣布成立“达摩院”，并于三年内投入 1000 亿。在通过降价策略及多元化产品下增加付費用戶的同时，我们期待后期 ARPU 的提升以及更多大型商户的渗透。息税摊销前亏损率或短期波动，但长期收窄趋势向好，且收入高增长持续阶段有望拉长。
- ❖ **超前投资或短期摊薄净利润率，但对长期净利润增长影响有限。**2QFY18 毛利率同比下滑 2 个百分点，归因于新零售、国际化、优酷内容及物流的投入加大，进而导致 EBITA 利润率同比下滑 1 个百分点。为持续扩大 B2C 市场份额、提前布局新零售及新兴科技，同时考虑菜鸟物流于 3QFY18 并表，短期净利润率或承压 (2HFY18 净利润率或环比下滑)，但我们认为对整体净利润增长表现影响有限，源于：1) 经营效率优化及员工生产力提升下费率的收窄；2) 新业务亏损的改善；3) 投入加大下收入端的超预期增长将抵消净利润率压力。
- ❖ **维持「买入」评级，目标价 US\$222.3。**我们上调 FY18/19/20 收入 +2%/3%/3%，但净利润预测基本维持不变。更新模型后，轻微上调目标价至 US\$222.3，对应 FY19 32x PE，基于 SOTP 估值：1) 电商：每股 US\$178.6，对应 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿里云：每股 US\$10.5，对应 8x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$33.2。重申「买入」评级。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	101,143	158,273	241,337	324,011	411,329
调整后净利润 (百万人民币)	42,621	60,252	82,834	113,198	144,534
调整后 EPS (人民币)	16.6	23.4	32.2	44.0	56.2
EPS 变动 (%)	19.5%	40.8%	37.5%	36.7%	27.7%
市盈率(x)	73.4	52.2	37.9	27.8	21.7
市帐率(x)	12.5	9.7	8.0	6.5	5.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	17.1	18.6	21.2	23.3	23.7
净财务杠杆率 (%)	3.5	13.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	US\$222.3
(此前目标价)	US\$217.3)
潜在升幅	+16.4%
当前股价	US\$190.9

黄群

电话：(852) 3900 0889
邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	488,924
3 月平均流通量 (百万美元)	3,220.21
5 周内股价高/低 (美元)	192/86
总股本 (百万)	2,529.4

资料来源：彭博

股东结构

软银集团	29.2%
雅虎	15.0%
马云	7.0%

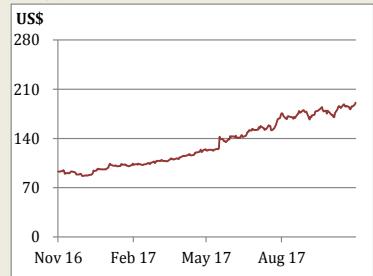
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.7%	2.9%
3-月	8.6%	-0.2%
6-月	55.3%	32.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

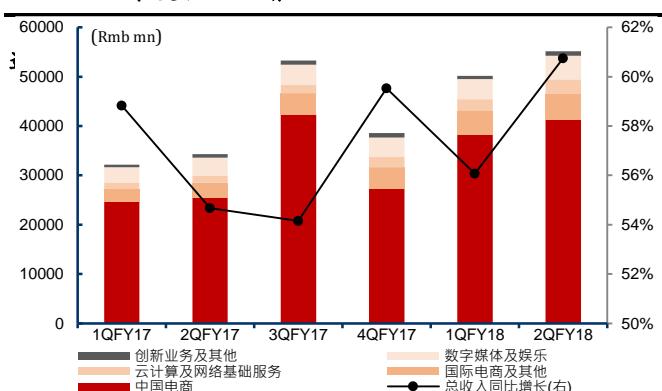
审计师：普华永道

公司网站：www.alibaba-group.com

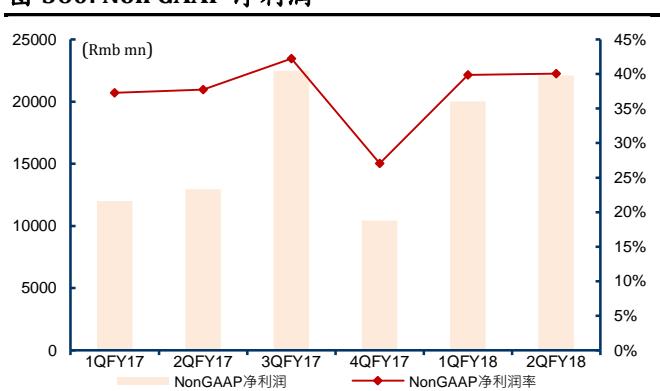
图 358: 季度财务概览

年结: 3月31日 (百万人民币)	1QFY17	2QFY17	3QFY17	4QFY17	1QFY18	2QFY18	2QFY18 YoY	2QFY18 QoQ
收入	32,154	34,292	53,248	38,579	50,184	55,122	61%	10%
中国电商	24,644	25,544	42,316	27,284	38,353	41,271	62%	8%
国际电商及其他	2,597	2,949	4,260	4,286	4,674	5,191	76%	11%
云计算及网络基础服务	1,243	1,493	1,764	2,163	2,431	2,975	99%	22%
数字媒体及娱乐	3,135	3,608	4,063	3,927	4,081	4,798	33%	18%
创新业务及其他	535	698	845	919	645	887	27%	38%
销售成本	(11,744)	(13,123)	(19,126)	(15,490)	(17,460)	(22,002)	68%	26%
毛利	20,410	21,169	34,122	23,089	32,724	33,120	56%	1%
毛利率	63%	62%	64%	60%	65%	60%	-2ppcts	-5ppcts
研发费用	(3,988)	(4,134)	(4,420)	(4,518)	(4,696)	(5,083)	23%	8%
销售费用	(3,614)	(3,878)	(4,490)	(4,332)	(4,850)	(6,266)	62%	29%
行政费用	(2,743)	(2,815)	(3,287)	(3,394)	(3,679)	(3,439)	22%	-7%
其他收益(费用)	(1,251)	(1,297)	(1,261)	(1,313)	(1,986)	(1,748)	35%	-12%
经营利润	8,814	9,045	20,664	9,532	17,513	16,584	83%	-5%
税前利润(GAAP)	10,701	9,664	23,815	15,849	20,072	21,009	117%	5%
所得税	(2,091)	(2,022)	(5,110)	(4,553)	(4,653)	(2,719)	34%	-42%
非控制股东权益	408	548	698	795	652	260	-53%	-60%
净利润	7,550	7,623	17,855	10,647	14,683	17,668	132%	20%
NonGAAP净利润	11,991	12,949	22,491	10,440	20,019	22,089	71%	10%
NonGAAP净利润率	37%	38%	42%	27%	40%	40%	+2ppcts	+0ppcts

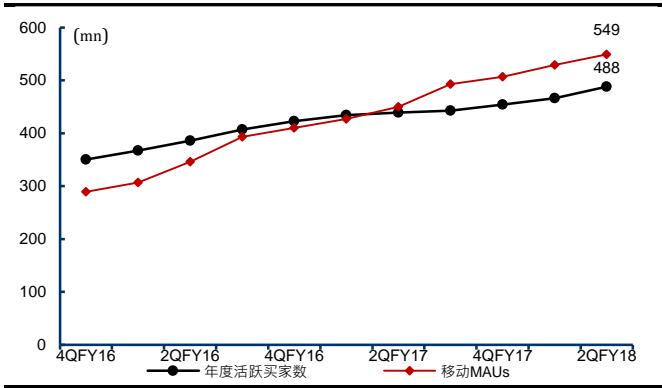
资料来源：公司，招银国际研究

图 359: 季度收入及增

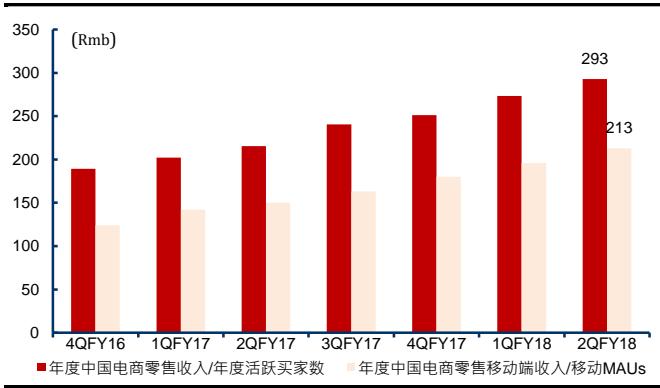
资料来源：公司，招银国际研究

图 360: Non GAAP 净利润

资料来源：公司，招银国际研究

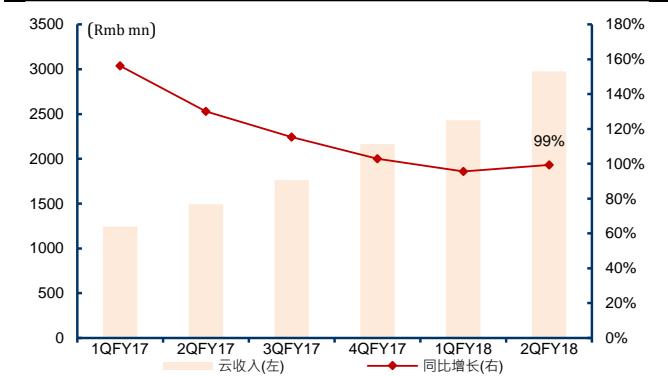
图 361: 年度活跃买家数及移动 MAU 持续增长

资料来源：公司，招银国际研究

图 362: 中国电商零售业务 ARPU 持续增长

资料来源：公司，招银国际研究

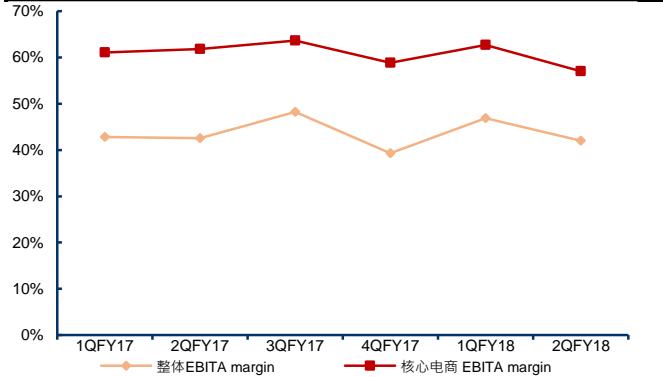
图 363: 云服务收入及增速



资料来源：公司，招银国际研究

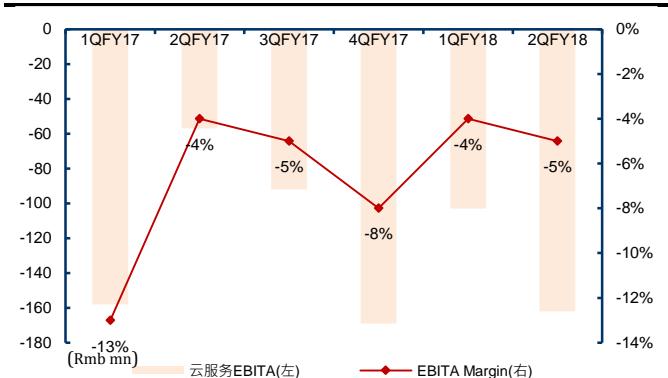
图 364: 核心电商调整后 EBITA 利润率

图 364: 核心电商调整后 EBITA 利润率



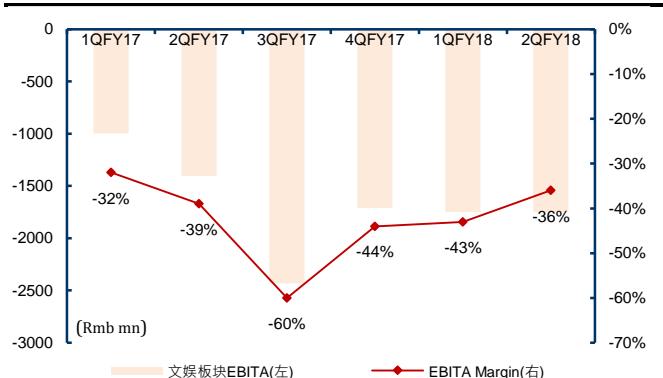
资料来源：公司，招银国际研究

图 365: 云服务调整后 EBITA



资料来源：公司，招银国际研究

图 366: 文娱业务调整后 EBITA



资料来源：公司，招银国际研究

图 367: SOTP 估值

年结: 3月 31 日 (十亿美元)	估值	估值参数	倍数	权值 (EBITA/收入)
核心电商	总计 459.6	每股价值(美元) 178.6	FY19 EV/EBITA 20.0	FY19 23.0
云计算	26.9	P/S 10.5	8.0	3.4
其他	85.5			
文娱	14.2	P/S 5.5	3.5	4.1
创新业务	2.5	P/S 1.0	3.0	0.8
菜鸟	3.9	1.5		
投资组合	38.9	基于最近一轮融资		
净现金	25.9	基于投资组合分部估值		
公司估值	572	222.3		

资料来源：招银国际预测

利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	101,143	158,273	241,337	324,011	411,329
中国电商	84,321	119,788	179,565	231,597	288,600
国际电商	7,629	13,337	20,479	29,366	36,551
云计算及网络基础服务	3,019	6,663	12,660	22,154	36,555
数字媒体及娱乐	3,972	14,733	20,626	26,814	33,518
其他	2,202	3,752	8,006	14,079	16,106
销售成本	(34,355)	(59,483)	(94,363)	(126,364)	(160,418)
毛利	66,788	98,790	146,974	197,647	250,911
研发费用	(13,788)	(17,060)	(27,754)	(35,965)	(44,424)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(27,030)	(35,641)	(44,424)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(17,376)	(23,005)	(28,382)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(12,075)	(13,244)	(14,971)
经营利润	29,102	48,055	62,740	89,791	118,711
融资成本	(1,946)	(2,671)	(2,671)	(2,671)	(2,671)
联营公司	52,254	8,559	9,007	9,052	9,097
特殊收入	2,058	6,086	2,324	2,324	2,324
税前利润	81,468	60,029	71,400	98,497	127,461
投资损益	(1,730)	(5,027)	(3,971)	(3,971)	(3,971)
所得税	(8,449)	(13,776)	(16,385)	(22,604)	(29,251)
非控制股东权益	171	2,449	3,382	5,017	5,167
净利润	71,460	43,675	54,425	76,939	99,406
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	28,409	36,260	45,128
NonGAAP净利润	42,621	60,252	82,834	113,198	144,534

来源:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	230,210	324,296	334,787	348,006	364,022
物业、厂房及设备	13,629	20,206	27,962	31,976	37,069
联营公司	91,461	120,368	120,368	120,368	120,368
土地租赁费用	2,876	4,691	-	-	-
无形资产	87,015	139,528	146,953	156,159	167,082
其他	35,229	39,503	39,503	39,503	39,503
流动资产	134,035	182,516	253,558	350,611	474,326
现金及现金等价物	106,818	143,736	203,154	288,002	401,139
应收贸易款项	18,339	31,715	43,339	55,544	66,122
其他	8,878	7,065	7,065	7,065	7,065
流动负债	52,039	93,771	107,927	123,262	138,598
借债	4,304	14,897	14,897	14,897	14,897
应付贸易账款	27,334	49,508	63,664	78,999	94,335
应付税项	2,790	6,125	6,125	6,125	6,125
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,611	23,241	23,241	23,241	23,241
非流动负债	62,317	88,920	88,920	88,920	88,920
借债	1,871	30,959	30,959	30,959	30,959
递延税项	6,471	10,154	10,154	10,154	10,154
其他	53,975	47,807	47,807	47,807	47,807
夹层投资人权益	350	2,992	2,992	2,992	2,992
净资产总值	249,539	321,129	388,506	483,443	607,839
少数股东权益	32,552	42,330	38,948	33,931	28,764
上市公司股东权益	216,987	278,799	349,558	449,512	579,075

来源:公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	71,289	41,226	51,043	71,922	94,239
折旧和摊销	22,783	30,287	31,663	40,211	49,989
营运资金变动	10,454	9,923	14,156	15,335	15,335
其他	(47,690)	(1,110)	(8,944)	(9,371)	(7,571)
经营活动所得现金净额	56,836	80,326	87,918	118,098	151,992
购置固定资产、无形资产及土地	(10,845)	(17,546)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
联营公司	(24,209)	(67,692)	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	-	-	-
投资活动所得现金净额	(42,831)	(78,364)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
股份发行	693	14,607	-	-	-
净银行借贷	1,859	1,127	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	-	-	-
融资活动所得现金净额	(15,846)	32,914	-	-	-
现金增加净额	(1,841)	34,876	59,418	84,848	113,137
年初现金及现金等价物	108,193	106,818	143,736	203,154	288,002
汇兑	466	2,042	-	-	-
年末现金及现金等价物	106,818	143,736	203,154	288,002	401,139
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	106,818	143,736	203,154	288,002	401,139

来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
中国电商	83.4	75.7	74.4	71.5	70.2
国际电商	7.5	8.4	8.5	9.1	8.9
云计算及网络基础服务	3.0	4.2	5.2	6.8	8.9
数字媒体及娱乐	3.9	9.3	8.5	8.3	8.1
其他	2.2	2.4	3.3	4.3	3.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长(%)					
收入	92.6	56.5	52.5	34.3	26.9
毛利	27.5	47.9	48.8	34.5	26.9
经营利润	16.8	65.1	30.6	43.1	32.2
调整后净利润	22.4	41.4	37.5	36.7	27.7
盈利能力比率(%)					
毛利率	66.0	62.4	60.9	61.0	61.0
税前利润率	80.5	37.9	29.6	30.4	31.0
有效税率	(8.4)	(8.7)	(6.8)	(7.0)	(7.1)
净利润率	70.5	26.0	21.2	22.2	22.9
调整后净利润率	42.1	38.1	34.3	34.9	35.1
资产负债比率					
流动比率(x)	2.6	1.9	2.3	2.8	3.4
平均应收账款周转天数	54.1	53.1	52.7	52.7	51.6
平均应付账款周转天数	250.6	228.6	209.9	199.3	191.9
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率(%)	3.5	13.8	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
NonGAAP资本回报率	17.1	18.6	21.2	23.3	23.7
NonGAAP资产回报率	11.7	11.4	13.5	15.5	16.6
每股数据					
NonGAAP每股盈利(人民币)	16.6	23.4	32.2	44.0	56.2
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	97.5	126.0	152.2	189.1	237.4

来源:公司及招银国际研究部预测

中国中药(570 HK)

新收购业务带来协同效应

- ❖ **最新消息。**中国中药于10月22日发布公告，欲向控股股东国药控股收购四间公司，总代价为4.99亿人民币。这四间公司分别为：1) 华邈药业，北京地区最大的中药饮片生产加工公司；2) 华泰中药，于北京工业区出租厂房资产；3) 黑龙江国药，于黑龙江省分销中药饮片；4) 四川江油，于四川省生产和销售中药饮片。这四家公司于2016年度分别录得净利润2,230万人民币，负1,744.1万人民币，113.7万人民币和184.9万人民币。收购代价分别为：华邈药业2016年市盈率9.7倍，黑龙江国药2016年市盈率54倍，四川江油2016年市盈率44.2倍，华泰中药收购价格等同于2016年公司净资产。
- ❖ **中药配方颗粒分销网络快速扩张。**市场普遍认为，中药配方颗粒市场即将开放，目前六家垄断企业加速了扩张的步伐以维持先发优势和行业的领先地位。通过收购华邈药业和黑龙江国药，公司的配方颗粒业务可以进入更多的医院，并将业务版图拓展至北京和东北地区，过去这两个地区配方颗粒销售较为薄弱（北方地区占公司2017上半年配方颗粒销售的11%，东北地区占配方颗粒销售额的7%），未来增长可期。
- ❖ **生产本地化以应对地方保护主义。**我们之前的报告中曾指出，中国中药未来会将配方颗粒业务生产本地化以应对各省的地方保护主义政策。过去北京和四川省地方保护主义较严重，公司中药配方颗粒很难进入该市场，通过上述的收购，中国中药未来会在北京地区和四川地区进行本地化生产并销售中药配方颗粒。我们认为，未来中国中药在上述地区将与本地企业展开公平竞争。
- ❖ **拓展中药饮片业务。**公司通过收购华邈药业和四川江油，增加了中药饮片业务的产能、市占率和分销管道。华邈药业是北京地区最大的中药饮片生产加工企业；四川江油拥有中国最大的毒性饮片生产基地。目前中国中药的生产基地位于广东、上海、贵阳和甘肃地区，公司未来还会在中药饮片重点销售省份布局饮片生产加工基地。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	3,709	6,533	8,101	10,259	11,962
核心净利润(百万人民币)	536	974	1,187	1,471	1,798
核心EPS(人民币)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.41
EPS变动(%)	-11.5	50.5	22.4	24.0	22.2
市盈率(x)	25.0	16.6	13.6	11.1	9.1
市帐率(x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率(%)	0.0	2.4	2.6	3.2	3.9
权益收益率(%)	5.6	8.3	9.6	11.1	12.4
净财务杠杆率(%)	2.6	3.8	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$5.70
(前目标价	HK\$5.70)
潜在升幅	+35.07%
当前股价	HK\$4.22

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780
邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778
邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	18,701
3个月平均流通(百万)	31.45
52周内高/低(港元)	4.84/3.35
总股本(百万)	4,431.5

数据源：彭博

股东结构

国药集团	36.4%
王晓春	8.5%
流通股	49.6%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-1.4%	-5.8%
3月	-5.1%	-12.8%
6月	2.6%	-12.6%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.china-tcm.com.cn

♦ 上调 2018/2019 年核心净利润 1.3%/1.2%。新收购的四家公司 2015/2016 年合计产生净利润 2,530 万人民币/790 万人民币，我们认为新收购公司对中国中药利润表影响较小。我们分别上调中国中药 2018/2019 年预测收入 7.9%/7.8% 至 102.6 亿人民币/119.6 亿人民币，上调核心净利润 1.3%/1.2% 至 14.7 亿人民币/18 亿人民币，我们认为新收购公司将带来协同效应，缓解部分地区保护主义现状并增强公司的分销管道。我们维持买入评级，给予目标价 5.7 港元。公司目前估值为 2017/2018 年预测市盈率 13.6 倍/11.1 倍，我们的目标价对应着 2017/2018 年预测市盈率 18.3 倍/14.9 倍。

图 368：收购细节

目标公司	业务	收入		净利润		净资产		收购市盈率	
		成本 人民币 百万	2015 人民币 百万	2016 人民币 百万	2015 人民币 百万	2016 人民币 百万	2016 人民币 百万	2015	2016
华邈药业	北京地区中药饮片生产销售商，于北京地区拥有两条生产线	216.6	499.5	556.6	25.2	22.3	180.4	8.6	9.7
华泰中药	向华邈、华颐（中国中药全资公司）以及中国中药控股股东出租北京工业区厂房	139.6	4	7.4	(2.7)	(17.4)	137.5	N/A	N/A
黑龙江国药	黑龙江省分销中药饮片，在黑龙江省拥有连锁零售药房，以及两个中草药种植基地	61.4	134.4	136.9	1.1	1.1	25.9	54.3	54
江油	于四川省生产和销售中药饮片，拥有一个年产量 4 千吨的中药毒性饮片生产基地	81.7	43.8	49.6	1.8	1.8	63.6	46.2	44.2
总计		499.3	681.8	750.4	25.3	7.9	407.4	19.7	63.5

数据源：公司，招银国际预测

图 369：同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
中国中药	570	4.22	18,701	16.6	13.6	11.1	1.4	1.3	1.2	10.3	8.3	6.7	8.5	9.4	10.5
石药集团	1093	16.16	100,887	23.5	35.8	28.6	5.0	8.0	6.7	14.9	24.0	18.9	22.3	23.9	25.3
中国生物制药	1177	11.20	83,017	21.2	34.5	29.9	4.6	7.2	6.0	10.7	19.2	16.4	23.0	22.5	21.0
白云山	874	23.40	58,494	16.7	17.6	15.7	1.7	1.7	1.6	18.4	20.1	17.1	11.7	10.4	11.2
丽珠医药	1513	58.95	41,379	30.1	14.3	23.3	3.8	2.9	2.6	17.5	21.0	17.9	14.5	19.7	11.8
三生制药	1530	15.78	40,062	24.1	38.2	29.2	2.6	4.7	4.1	14.7	26.2	20.1	11.7	12.7	14.9
绿叶制药	2186	5.02	16,672	15.3	14.6	12.9	2.1	1.9	1.7	11.9	11.1	9.6	14.7	14.4	14.0
同仁堂科技	1666	11.18	14,319	27.4	18.6	15.8	3.7	2.1	1.8	14.6	N/A	N/A	14.2	11.8	11.3
康臣药业	1681	7.55	6,581	10.8	13.4	11.5	1.9	2.2	1.9	6.8	N/A	N/A	18.1	22.1	23.6
神威药业	2877	7.10	5,872	11.1	12.7	12.1	1.2	0.9	0.9	4.4	2.2	2.0	10.8	7.1	7.4
培力控股	1498	3.35	830	28.3	11.8	N/A	2.0	1.4	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	12.1	N/A
平均		20.8	21.2	19.9	2.9	3.3	3.0	12.8	17.7	14.6	14.8	15.7	15.6		

数据源：彭博，招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	3,709.4	6,532.9	8,101.2	10,258.9	11,962.2
中药配方颗粒	978.9	4,358.5	5,361.0	6,497.5	7,784.1
中成药	2,730.5	2,174.3	2,299.4	2,457.6	2,640.4
销售成本	(1,508.7)	(2,745.2)	(3,563.9)	(4,740.0)	(5,502.2)
毛利	2,200.7	3,787.7	4,537.3	5,518.9	6,459.9
其他收益	32.1	67.8	61.6	77.8	90.6
销售费用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,305.0)	(2,799.8)	(3,243.1)
行政费用	(272.6)	(330.0)	(375.2)	(455.8)	(528.0)
研发开支	(112.3)	(186.8)	(243.0)	(307.8)	(358.9)
息税前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,033.4	2,420.6
应占联营公司利润	(1.6)	0.4	0.5	0.5	0.5
净财务收入 / (支出)	26.1	(58.8)	(96.0)	(79.2)	(37.9)
非经常性收入	12.4	(8.0)	-	-	-
税前利润	689.2	1,303.8	1,580.1	1,954.7	2,383.2
所得税	(119.1)	(217.3)	(250.5)	(309.9)	(377.9)
已中止经营业务	79.6	-	-	-	-
非控制股东权益	(24.1)	(119.6)	(143.0)	(173.3)	(207.6)
净利润	625.6	966.9	1,186.6	1,471.5	1,797.7
核心净利润	535.8	973.7	1,186.6	1,471.5	1,797.7
息税折摊前收益	820.7	1,707.0	2,036.7	2,428.0	2,853.4

数据源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	12,331.0	12,966.4	13,468.5	13,690.0	13,915.6
物业、厂房及设备	1,974.3	2,355.7	2,936.8	3,329.1	3,725.7
无形资产	6,680.4	6,763.9	6,592.6	6,421.2	6,249.8
商誉	3,341.0	3,456.4	3,548.3	3,548.3	3,548.3
其他非流动资产	335.2	390.4	390.9	391.4	391.9
流动资产	6,877.7	8,070.4	10,588.0	12,149.1	12,126.4
现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2	3,716.7
短期投资					
应收贸易款项	3,398.2	2,716.3	3,088.1	3,763.0	4,241.8
存货	1,235.9	1,894.2	2,342.0	2,749.2	3,081.3
其他流动资产	105.7	34.4	34.4	34.4	34.4
流动负债	4,485.0	3,506.8	3,599.6	4,511.7	4,943.2
银行贷款	1,600.1	1,001.4	546.8	518.0	339.7
应付贸易账款	2,676.6	2,303.7	2,851.1	3,792.0	4,401.8
其他流动负债	208.4	201.7	201.7	201.7	201.7
非流动负债	2,583.4	4,774.1	6,786.8	6,527.5	4,922.8
银行贷款	850.3	2,908.6	4,921.2	4,662.0	3,057.3
其他非流动负债	1,733.1	1,865.5	1,865.5	1,865.5	1,865.5
净资产总值	12,140.2	12,755.9	13,670.1	14,799.9	16,176.0
少数股东权益	1,006.8	1,167.5	1,310.5	1,483.8	1,691.4
股东权益	11,133.4	11,588.3	12,359.6	13,316.1	14,484.6

数据源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,033.4	2,420.6
折摊和摊销	168.4	336.8	361.0	394.6	432.8
营运资金变动	(195.4)	(349.2)	(68.7)	(141.2)	(201.0)
税务开支	(148.6)	(217.3)	(250.5)	(309.9)	(377.9)
其他	42.1	(262.6)	-	-	-
经营活动所得现金净额	518.7	877.9	1,717.5	1,976.9	2,274.5
资本开支	(237.7)	(759.8)	(1,066.4)	(615.5)	(657.9)
收购子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	67.4	74.9	62.5
投资活动所得现金净额	(7,157.9)	(1,747.4)	(999.0)	(540.7)	(595.4)
债务变化	1,202.2	1,459.6	1,558.1	(288.1)	(1,783.0)
发行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(415.3)	(515.0)	(629.2)
利息开支	(72.5)	(73.4)	(163.4)	(154.1)	(100.4)
融资活动所得现金净额	8,329.7	1,141.0	979.4	(957.2)	(2,512.6)
现金净变动	1,690.5	271.5	1,697.9	479.0	(833.5)
年初现金及现金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2
汇兑差额	(28.0)	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2	3,716.7

数据源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
中药配方颗粒	26.4	66.7	66.2	63.3	65.1
中成药	73.6	33.3	28.4	24.0	22.1
总额	100.0	100.0	95.0	87.0	87.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.3	58.0	56.0	53.8	54.0
息税折摊前利润率	22.1	26.1	25.1	23.7	23.9
税前利润率	18.6	20.0	19.5	19.1	19.9
净利润率	16.9	14.8	14.6	14.3	15.0
核心净利润率	14.4	14.9	14.6	14.3	15.0
有效税率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增长 (%)					
收入	37.9	76.1	24.0	26.6	16.6
毛利	33.0	72.1	19.8	21.6	17.1
息税折摊前利润	23.2	108.0	19.3	19.2	17.5
经营利润	19.2	110.1	22.3	21.3	19.0
净利润	51.4	54.6	22.7	24.0	22.2
核心净利润	28.8	81.7	21.9	24.0	22.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	2.3	2.9	2.7	2.5
平均应收账款周转天数	134.4	113.6	88.4	80.7	82.1
平均应付账款周转天数	77.6	90.5	80.1	63.9	67.9
平均存货周转天数	81.4	87.4	95.4	90.6	89.0
净负债 / 权益比率 (%)	2.6	3.8	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	5.6	8.3	9.6	11.1	12.4
资产回报率	3.3	4.6	4.9	5.7	6.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.17	0.22	0.27	0.33	0.41
核心每股盈利(人民币)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.41
每股股息(港元)	-	0.09	0.09	0.12	0.14
每股账面值(人民币)	2.51	2.61	2.79	3.00	3.27

数据源: 公司, 招银国际预测

信义光能 (968 HK)

供需平衡趋紧

- ❖ 火热光伏需求支撑光伏玻璃业务扩张。我们预料 2017 年将又会是一个光伏装机需求强劲增长的年份，需求增长的动力主要来源于中国，以及其它新兴光伏装机市场，如印度和其它东南亚国家。根据中电联数据，2017 年前八个月中中国实现新增光伏装机达 38.3 吉瓦。与此同时，媒体报道印度的新增光伏装机将自 2016 年 5.4 吉瓦实现高增长，预期 2017 年前三季度达 6.1 吉瓦。我们将 2017 年全球光伏需求预测自 69 吉瓦调升 34.8% 至 93 吉瓦，对应光伏玻璃需求 5.97 亿平方米，按年增长 33.8%。若将美国对光伏产品的潜在贸易纷争纳入考虑，我们保守估计未来几年的光伏装机需求量将稳定于 90 吉瓦以上，并预期 2016-20E 光伏装机复合增长率将达 9.9%。我们预测同期光伏玻璃需求复合增长率将达 14.8%，快于光伏装机增长，基于双玻组件和双面组件渗透率将随光伏行业的技术进步获得提升。我们相信光伏玻璃市场的基本面正逐步改善。
- ❖ 光伏玻璃供需平衡趋紧。根据卓创资讯数据，中国境内的光伏玻璃在产日熔量自 2016 年 1 月 15,390 吨持续上升至 2017 年 2 月阶段性高峰 21,160 吨，随后逐渐回落。有显著数量的光伏玻璃窑炉，因光伏玻璃售价较为低迷，以及环保督查压力进入冷修和产线升级改造。我们相信光伏玻璃市场的供需状况正偏向平衡趋紧，我们测算 2017 年及未来几年的全球有效日熔量利用率将维持在 90% 以上。参考卓创资讯数据，光伏玻璃价格在 9 月初出现小幅攀升，我们认为这可以作为前瞻信号确认我们对于供需平衡趋紧的判断。
- ❖ 产品提价可抵消材料价格上涨压力。自 8 月起，我们观测到纯碱价格因环保督查因素在短期内出现大幅上涨，同时，发改委也宣布自 9 月 1 日起调低天然气门站价格（安徽省工业气下调幅度为 4.6%）。我们测算信义光能将受纯碱价格波动影响，光伏玻璃每平米成本将上涨约 0.5 港元，而天然气能源成本下降则可以带来每平米约 0.3 港元抵消。此外根据我们对供需平衡偏紧的判断，我们相信信义光能可以通过将光伏玻璃提价 1.2-2.3 港元/每平米将成本压力完全传导至下游。有别于光伏行业其它产品价格处于下降趋势，我们相信光伏玻璃价格有望保持相对稳定，基于我们相信光伏玻璃的单位功率密度在技术变革过程中将获得明显提升。
- ❖ 目标价提升至 3.48 港元。我们将光伏玻璃销量增加及销售均价有所提升两重因素置入考虑，将信义光能 2017/2018/2019 净利预测分别调升 2.0%/12.7%/13.5% 至港元 21.1/27.3/33.6 亿。基于我们更新后的 DCF 模型测算，我们将信义光能的目标价自每股 3.0 港元提升 16.0% 至 3.48 港元，对应 2017E/2018E 预测市盈率为 11.8/9.5 倍。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	4,750	6,007	9,374	10,196	12,276
净利润(百万港元)	1,206	1,986	2,106	2,725	3,359
每股收益(港仙)	18.5	29.4	28.4	36.7	45.3
每股收益变动(%)	120	59	(3)	29	23
市盈率(x)	15.0	9.5	9.8	7.6	6.1
市帐率(x)	3.3	3.0	2.3	2.0	1.7
股息率(%)	3.1	5.0	4.9	6.3	7.8
股本回报率(%)	21.7	31.9	23.9	26.0	27.2
净负债/股东权益比率(%)	12.6	93.7	74.6	85.8	75.1

资料来源：公司资料，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$3.48
(此前目标价)	HK\$3.00
潜在升幅	+25.2%
当前股价	HK\$2.78

萧小川

电话：(852) 3900 0849
邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板块

市值(百万港元)	20,638
3 月平均流通量(百万港元)	40.21
52 周最高/低(港元)	2.92/ 2.12
总股本(百万)	6,794.7

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.7%	-3.8%
3 月	6.5%	-2.1%
6 月	17.3%	-0.1%

来源:彭博

股东结构

信义玻璃	28.9%
李贤义	11.4%
流动股	34.9%

来源:港交所

过去一年股价



来源:彭博

审计师:普华永道

公司网站: www.xinyisolar.com

利润表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	4,750	6,007	9,374	10,196	12,276
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,421	6,321	7,847
太陽能發電業務	313	1,050	1,486	2,149	2,702
EPC業務	526	681	2,467	1,727	1,727
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(6,055)	(5,915)	(6,933)
毛利	1,710	2,750	3,319	4,282	5,343
其它收入	143	176	155	155	155
其它（虧損）/盈利淨額	62	8	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(187)	(164)	(258)	(282)	(341)
行政開支	(318)	(321)	(451)	(490)	(584)
息稅前收益	1,410	2,448	2,760	3,659	4,568
融資成本淨額	5	9	10	16	23
合資及聯營企業	(21)	(104)	(164)	(224)	(289)
稅前利潤	1,394	2,390	2,642	3,488	4,339
所得稅	(188)	(241)	(313)	(441)	(574)
少數股東權益	-	(164)	(223)	(322)	(405)
淨利潤	1,206	1,986	2,106	2,725	3,359

来源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	7,842	12,182	15,003	18,525	21,018
物業、廠房及設備	7,104	11,079	13,724	16,857	19,017
預付租金	180	327	333	343	355
合資企業投資	175	392	615	937	1,342
其它非流動資產	382	385	331	387	304
流動資產	4,893	4,604	8,126	9,602	11,753
現金及現金等價物	2,869	843	2,377	2,668	3,864
應收賬款	854	2,020	3,429	4,374	4,933
存貨	199	288	379	442	549
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	1,940	2,117	2,406
流動負債	2,710	4,591	6,517	7,654	8,938
應付帳款	2,156	2,539	3,750	4,078	4,911
關聯欠款	4	37	18	18	18
遞延稅項	75	64	60	60	60
借貸	474	1,952	2,690	3,498	3,950
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	3,133	4,767	6,348	8,233	9,288
借貸	3,116	4,714	6,277	8,162	9,217
其它應付	-	54	54	54	54
遞延稅項	17	-	17	17	17
少數股東權益	1,146	1,212	1,435	1,757	2,163
淨資產淨額	5,745	6,216	8,828	10,482	12,381
股東權益	5,745	6,216	8,828	10,482	12,381

来源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,410	2,448	2,760	3,659	4,568
折舊和攤銷	225	408	650	723	865
運營資金變動	(10)	(1,271)	(740)	(913)	(39)
稅務開支	(134)	(268)	(300)	(441)	(574)
其它	(640)	(636)	(341)	(494)	(634)
經營活動所得現金淨額	851	681	2,029	2,536	4,185
資本開支	(3,644)	(4,529)	(3,302)	(3,867)	(3,036)
聯營公司	(175)	(217)	(223)	(322)	(405)
其它	206	(150)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,613)	(4,897)	(3,525)	(4,190)	(3,441)
股份發行	1,668	(671)	1,505	0	(0)
淨借貸	2,290	3,076	2,301	2,693	1,507
股息	(434)	(844)	(999)	(1,071)	(1,460)
其它	1,587	671	223	322	405
融資活動所得現金淨額	5,110	2,232	3,030	1,944	453
現金增加淨額	2,349	(1,984)	1,534	291	1,196
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	2,377	2,668
匯兌	(23)	(42)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	2,377	2,668	3,864
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	2,377	2,662	3,864

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	82.3	71.2	57.8	62.0	63.9
太陽能發電業務	6.6	17.5	15.9	21.1	22.0
EPC業務	11.1	11.3	26.3	16.9	14.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.0	45.8	35.4	42.0	43.5
稅前利率	29.3	39.8	28.2	34.2	35.3
淨利潤率	25.4	33.1	22.5	26.7	27.4
有效稅率	13.5	10.1	11.8	12.6	13.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.8	1.0	1.2	1.3	1.3
速動比率 (x)	1.7	0.9	1.2	1.2	1.3
現金比率 (x)	1.1	0.2	0.4	0.3	0.4
平均應收周轉天數	60.9	87.3	133.5	139.7	138.4
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	22.9	25.4	26.1
平均應付周轉天數	196.7	263.1	226.0	241.5	236.6
債務/股本比率(%)	52.1	89.7	87.4	95.3	90.5
淨負債/股東權益比率(%)	12.6	93.7	74.6	85.8	75.1
回報率 (%)					
股本回報率	21	32	24	26	27
資產回報率	10	12	9	10	10
每股數據					
每股盈利 (港仙)	0.19	0.29	0.30	0.37	0.45
每股股息 (港仙)	0.09	0.14	0.14	0.18	0.22
每股淨值 (港元)	0.85	0.92	1.19	1.41	1.67

来源：公司、招銀國際預測

好孩子国际(1086 HK)

创新产品 + 交叉销售 = 抢占市场



- ❖ 公司销售增长在 17 财年上半年回升，从制造商向品牌拥有者的转型已经完成。我们认为好孩子国际的拐点已经到来，公司从制造商到品牌拥有者的转型已经完成，因为只算核心品牌 (Cybex, Goodbaby, Evenflo) 的话，在 17 财年上半年，其实已经占据了总销售额的 68%，并且实现了 17.4% 的同比增长，而蓝筹业务的减少亦不再成为主要的拖累（销售贡献仅下降到 17%）。
- ❖ 由于 1) 中国积极的人口政策，2) 有利好出口的政策放松，3) 婴儿汽车安全座椅越来越普及，以及 4) 不同品牌在不同地区开始实现有效的交叉销售，我们预计在 17E-19E 期间的净利润年复合增长率可达到 27.9%。我们预计好孩子的净利润年复合增长率将从 14 财年到 16 财年的 6.6% 明显加速到 17 财年到 19 财年的 27.9%，受惠于行业因素如：1) 中国积极的人口政策，2) 利好出口的政策放松，出口程序更为简便，3) 婴儿汽车安全座椅越来越普及以及公司自身的努力改进，如 1) 持续推出创新产品去抢占市场份额，2) 不同品牌在不同地区开始实现有效的交叉销售，通过把 Cybex 推广到欧洲其他地区和引入中国 (Cybex 17 财年上半年在中国的销售额实际上翻了一番，根据百度的趋势的数据显示，Cybex 这品牌目前在中国非常火爆)，亦通过在欧洲开始销售好孩子 GB 的铂金/黄金产品线 (好孩子 GB 在欧洲销售的第一个汽车安全车座椅被评为 "Best in Test"，并在相关级别中获得最高整体分数，也在最近的 German Stiftung Warentest 和 ADAC 测试中荣获 "测试优胜奖"，因此推动了在欧盟的 75% 增长)。
- ❖ 收购大股东的母婴护理用品及服装的自有品牌 (包括零售业务) 的价钱相对便宜，大约在 18 倍 18 财年预测市盈率，并由于其电商的占比很高，达到 50%，加上潜在的协同效应，未来应可实现快速增长。好孩子国际出价约 1.25 亿美元现金和 2.395 亿美元等值的新股份 (以 3.49 港元价格发行) 去从其最大的股东收购他的母婴护理用品及服装的自有品牌 (包括零售业务)，我们认为这次资产注入的时间点相当合适，而其增长潜力并不应该被低估，我们预计目标公 17 财年/18 财年净利润将增长 41%/18%，因为行业在中国仍然很年轻，而且目标公司的电商占销售额的比例高达 50% (Frost & Sullivan 预测电商管道的行业销售年均复合增长率可达 23%)，是有望实现高速增长的，加上收购亦能够提升集团的整体净利润率 (因品牌拥有者和零售商通常能获得高单位数)，因此，我们预计应该增加 1.42 亿元 / 1.68 亿元人民币的额外利润。潜在的协同效应是 1) 对市场的反应更快，能从零售终端得到更多客户和交易有关的信息，以提供和生产更好的产品，2) 更多的后端运营，管理和员工成本共享，3) 当然是要降低与关联交易相关的成本。
- ❖ 给予买入评级，目标价为 5.46 港元。我们给予买入评级，和目标价为 5.46 港币，意味着有约 23% 的上涨空间，基于 19 倍 18 财年的市盈率。该公司目前的交易价格为 14 倍 18 财年的市盈率，仍低于其近 2 年的 24 倍平均水平，如果我们把新的资产注入亦计算在内，现价将只为 13 倍 18 财年的市盈率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万港元)	6,951	6,238	6,488	6,956	7,465
净利润 (百万港元)	197	207	225	325	434
每股收益 (港元)	0.178	0.186	0.201	0.291	0.388
每股收益变动 (%)	241.0	4.2	8.5	44.6	33.3
市盈率 (x)	23.4	22.5	20.7	14.3	10.8
市帐率 (x)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	1.2	1.2	1.4	2.1	2.8
权益收益率 (%)	8.5	8.6	8.8	11.5	13.5
财务杠杆 (x)	42.0	19.3	21.9	19.6	10.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入

目标价	HK\$5.46
潜在升幅	+30.9%
当前股价	HK\$4.17

胡永匡

电话：(852) 3761 8776
邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国非必需消费品行业

市值(百万港元)	6,920
3 月平均流通量(百万港元)	12.89
52 周内股价高/低(港元)	4.69/3.11
总股本(百万)	1,115.1

资料来源：彭博

股东结构

宋郑还家族	23.13%
富达基金	9.98%
锋裕投资	7.93%
邓普顿投资	6.54%
自由流通	48.93%

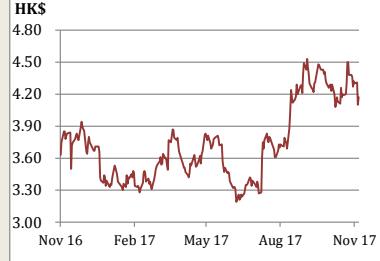
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.4%	-8.7%
3-月	8.2%	-0.6%
6-月	11.1%	-5.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.gbinternational.com.hk

利润表

年结: 12月31日(百万元港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	6,951.1	6,238.2	6,487.6	6,956.1	7,464.6
欧洲	2,146.6	1,843.6	1,882.1	1,959.5	2,022.2
北美	2,804.8	2,660.3	2,726.8	2,876.8	3,006.3
中国	1,347.7	1,155.3	1,340.2	1,581.4	1,897.7
其它地区	652.0	579.0	538.5	538.5	538.5
销售成本	(4,900.9)	(4,126.7)	(4,115.5)	(4,333.6)	(4,562.5)
毛利	2,050.2	2,111.5	2,372.1	2,622.6	2,902.0
其他收入	94.9	59.1	29.8	30.6	29.1
销售费用	(1,030.4)	(982.5)	(1,083.6)	(1,142.6)	(1,208.6)
一般及行政费用	(794.1)	(924.3)	(961.0)	(1,013.3)	(1,071.8)
其他收益	(3.1)	(50.2)	(19.5)	(20.9)	(22.4)
息税前收益	317.6	213.6	337.8	476.4	628.3
净融资成本	(53.2)	(51.8)	(45.6)	(48.4)	(50.3)
联营公司	(0.0)	0.0	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	264.3	161.8	292.2	428.0	578.0
所得税	(61.7)	50.4	(61.4)	(94.2)	(132.9)
非控制股东权益	(5.2)	(4.9)	(5.8)	(8.6)	(11.6)
净利润	197.4	207.4	225.0	325.3	433.5

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日(百万元港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	2,487.8	2,519.2	2,849.7	3,186.2	3,401.9
物业、厂房及设备	878.8	858.2	964.8	1,076.2	1,189.2
无形资产和商誉	1,501.9	1,467.5	1,570.6	1,685.5	1,739.7
投资型房地产	-	-	-	-	-
土地使用权	59.6	53.9	153.5	263.7	312.1
联营公司的权益	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	-	-	-	-	-
递延税项资产	43.1	130.9	150.0	150.0	150.0
其他	3.6	7.8	10.0	10.0	10.0
流动资产	3,433.7	2,999.6	2,987.1	3,110.0	3,477.0
其他金融资产	-	-	-	-	-
存货	1,244.8	1,099.8	1,127.5	1,187.3	1,250.0
贸易及其他应收账款	1,340.1	954.2	1,020.7	1,072.1	1,127.8
受限制银行结余	143.6	187.4	194.9	208.9	224.2
现金及现金等价物	705.3	758.2	644.0	641.8	875.0
流动负债	2,202.9	1,855.3	1,942.6	2,068.0	2,205.6
银行借款	691.7	278.2	278.2	278.2	278.2
预收款项	463.9	557.9	580.2	622.1	667.6
贸易及其他应付账款	941.2	926.5	958.4	1,009.2	1,062.5
即期税项	68.2	28.3	61.4	94.2	132.9
其他	37.8	64.3	64.3	64.3	64.3
非流动负债	1,310.6	1,185.3	1,185.3	1,185.3	1,185.3
带息借款	1,005.9	950.5	950.5	950.5	950.5
离职后福利及其他长期福利	14.2	12.7	12.7	12.7	12.7
递延税项	201.1	145.9	145.9	145.9	145.9
拨备	78.7	63.7	63.7	63.7	63.7
其他	10.6	12.5	12.5	12.5	12.5
资产净额	2,408.1	2,478.2	2,709.0	3,042.9	3,487.9
非控股权益	42.8	37.9	43.7	52.3	63.8
权益股东应占总权益	2,365.3	2,440.3	2,665.3	2,990.6	3,424.1

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	317.6	213.6	337.8	476.4	628.3
折旧和摊销	195.4	198.7	(7.4)	(13.4)	130.2
营运资金变动	612.3	224.6	(47.5)	(32.5)	(34.9)
税务开支	(62.9)	(132.5)	(61.4)	(94.2)	(132.9)
其他	10.0	31.6	(28.0)	(5.0)	33.8
经营活动所得现金净额	1,072.4	536.0	193.7	331.4	624.4
购置固定资产	(183.8)	(264.5)	(291.9)	(313.0)	(335.9)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(100.0)	337.9	39.9	46.9	42.3
投资活动所得现金净额	(283.8)	73.4	(252.1)	(266.2)	(293.6)
股份发行	6.5	13.8	-	-	-
净银行借贷	(651.7)	(493.6)	-	-	-
股息	-	(55.7)	(55.8)	(67.5)	(97.6)
其他	138.6	1.8	-	-	-
融资活动所得现金净额	(506.6)	(533.6)	(55.8)	(67.5)	(97.6)
现金增加净额	282.0	75.7	(114.1)	(2.3)	233.2
年初现金及现金等价物	434.7	705.3	758.2	644.0	641.8
汇兑	(11.4)	(22.9)	-	-	-
年末现金及现金等价物	705.3	758.2	644.0	641.8	875.0

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
欧洲	30.9	29.6	29.0	28.2	27.1
北美	40.4	42.6	42.0	41.4	40.3
中国	19.4	18.5	20.7	22.7	25.4
其它地区	9.3	9.3	8.3	7.7	7.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29.5	33.8	36.6	37.7	38.9
息税前利润率	4.6	3.4	5.2	6.8	8.4
税前利润率	3.8	2.6	4.5	6.2	7.7
净利润率	2.8	3.3	3.5	4.7	5.8
有效税率	23.3	(31.1)	21.0	22.0	23.0
增长 (%)					
收入	13.7	(10.3)	4.0	7.2	7.3
毛利	34.2	3.0	12.3	10.6	10.7
息税前利润	119.3	(32.7)	58.1	41.0	31.9
净利润率	243.5	5.0	8.5	44.6	33.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	36.5	37.7	40.0	40.0	40.0
平均应付账款周转天数	70.1	81.9	85.0	85.0	85.0
平均存货周转天数	92.7	97.3	100.0	100.0	100.0
净负债 / 总权益比率 (%)	42.0	19.3	21.9	19.6	10.3
回报率 (%)					
资本回报率	8.3	8.5	8.4	10.9	12.7
资产回报率	3.3	3.8	3.9	5.2	6.3
每股数据					
每股盈利(港元)	0.178	0.186	0.201	0.291	0.388
每股股息(港元)	0.050	0.050	0.060	0.087	0.116
每股账面值(港元)	2.133	2.183	2.384	2.675	3.063

来源: 公司及招银国际研究部

潍柴动力-H (2338 HK)

全球化战略进入收获期



- ❖ **投资要点：**凭借其卓越的收购策略和良好的执行能力，潍柴动力逐渐由一家中国本土的发动机、重型卡车及零部件生产商，转型成为一家能够在全球范围内提供包括叉车生产、仓库技术等综合化服务的国际厂商。我们认为主要利好因素包括 1) 公司在重卡及发动机行业市占率的回升，能够减轻明年因高基数效应带来潜在需求放缓的影响；以及 2) 环球供应链解决方案服务对收入的贡献度提高。我们首次覆盖公司并给予买入评级，目标价 12.50 港元(基于 SOTP 估值)。
- ❖ **2018 年至 2020 年预计重卡需求量将维持高位。**我们预计中国的重卡需求在今年达到创纪录的 110 万辆后，2018 年的市场需求将会放缓，但持续不断的替换需求及需求结构向物流车倾斜的转变，仍将会对需求形成支撑，预计重卡需求量于 2018-2020 年将维持在每年 90 万至 110 万辆的水平，而且需求的波动性将会减小。（详情请参阅我们的行业报告《中国重型卡车行业：增长趋势维持；盈利及估值存在上升空间》）
- ❖ **业务组合周期性降低，有助于估值提升。**潍柴动力目前持有全球第二大叉车生产商以及领先的供应链解决方案服务商（收购 Dematic 后）德国凯傲（KION GR，未评级）43.26% 的股权。凯傲对潍柴动力的净利润贡献由 2014 年的 2.70 亿元人民币增长至 2016 年的 7.13 亿元人民币，主要归功于凯傲良好的盈利增长及潍柴持股比例的增加（由 2012 年的 25% 增持至 2016 年的 43.26%）。凯傲目前的股价相当于 2017 年预测 EV/EBITDA 的 9 倍，而潍柴股价则相当于 2017 年预测 EV/EBITDA 的 5 倍。我们相信凯傲对潍柴动力的重要程度日益增长，同时也将逐步提升潍柴的整体估值。
- ❖ **2018 年至 2019 年预计盈利保持稳健。**我们预计，潍柴动力今年净利润将达到 64 亿元人民币，高于彭博市场共识 7%，同时也接近公司盈利指引上限的 65 亿元人民币。我们预计 2018 年净利润将同比下跌 6%，2019 年则将回升 13%（高于一致预期 9%），主要受惠于重卡和发动机销售的复苏。
- ❖ **风险因素：**1) 2018 年重卡及发动机的需求下滑较预期严重；2) 供应链解决方案项目延迟；3) 技术风险。

财务资料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	74,168	93,184	151,246	150,384	160,470
净利润(百万元人民币)	1,412	2,441	6,404	6,005	6,759
EPS(元人民币)	0.18	0.31	0.80	0.75	0.85
EPS 变动(%)	(71.8)	72.9	162.3	(6.2)	12.6
市盈率(x)	43.8	25.3	9.7	10.3	9.2
EV/EBITDA(x)	9.4	7.9	4.9	4.9	4.6
市帐率(x)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
股息率(%)	1.3	2.3	5.9	5.5	6.2
权益收益率(%)	4.4	7.7	18.8	15.9	16.7
净财务杠杆(%)	净现金	59.1	37.7	13.2	净现金

数据来源：公司及招银国际研究

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$12.50
潜在升幅	+37%
当前股价	HK\$9.13

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826
邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)*	73,015
3 月平均流通量(百万港元)	113
52 周内股价高/低(港元)	10.30/5.84
总股本(百万)	7,997

注:以 H 股股价计算

数据来源: 彭博

股东结构

潍柴控股集团有限公司	16.83%
潍坊市投资集团有限公司	3.71%
自由流通 (H 股)	24.22%
自由流通 (A 股)	55.24%

数据来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.3%	0.2%
3-月	20.6%	12.4%
6-月	48.1%	28.3%

数据来源: 彭博

股价表现



数据来源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: weichaipower.com

利润表

年结: 12月 31日 (百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	74,168	93,184	151,246	150,384	160,470
销售成本	(57,064)	(72,100)	(117,972)	(116,849)	(124,204)
毛利	17,104	21,084	33,274	33,536	36,266
管业成本	(13,338)	(16,183)	(21,842)	(22,567)	(24,373)
息税前收益	3,766	4,901	11,432	10,969	11,893
其他费用	(191)	(152)	(302)	(301)	(321)
净财务费用	(482)	(199)	(527)	(331)	(88)
联营及合资公司收益	32	87	128	134	144
税前利润	3,126	4,638	10,731	10,471	11,628
所得税	(928)	(1,041)	(2,414)	(2,356)	(2,616)
税后利润	2,198	3,596	8,316	8,115	9,012
非控制股东权益	(786)	(1,155)	(1,913)	(2,110)	(2,253)
净利润	1,412	2,441	6,404	6,005	6,759
折旧及摊销	5,374	6,027	6,272	6,571	6,845
EBITDA	9,140	10,928	17,704	17,540	18,738

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结: 12月 31日 (百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产					
物业、厂房及设备	23,737	25,802	24,480	22,864	20,979
联营及合资公司	1,447	1,545	1,660	1,781	1,911
商誉	7,786	23,038	23,038	23,038	23,038
长期应收帐	3,349	4,030	4,030	4,030	4,030
无形资产	12,867	25,363	24,013	22,658	21,298
其他	8,027	7,808	7,808	7,808	7,808
	57,213	87,585	85,028	82,178	79,062
流动资产					
预付款	402	596	596	596	596
存货	11,923	16,091	28,512	17,587	30,734
应收帐	9,002	11,336	18,499	13,638	20,654
应收票据	9,276	16,743	16,743	16,743	16,743
其他	3,169	4,517	4,517	4,517	4,517
现金	24,857	27,123	33,134	35,341	40,525
	58,628	76,406	102,001	88,422	113,769
总资产	115,840	163,991	187,029	170,600	192,831
流动负债					
应付贸易账款	14,703	21,898	38,219	21,325	41,968
应付票据	5,520	8,759	8,759	8,759	8,759
银行贷款	8,207	9,397	11,397	10,397	8,397
其他	12,196	18,927	18,927	18,927	18,927
	40,626	58,980	77,302	59,408	78,050
非流动负债					
银行贷款	13,269	32,972	30,972	27,972	25,972
应付账款	13,532	16,356	16,356	16,356	16,356
其他	6,476	11,120	11,120	11,120	11,120
	33,277	60,449	58,449	55,449	53,449
权益					
股东权益	31,940	31,738	36,542	38,897	42,233
少数股东权益	9,997	12,823	14,736	16,846	19,099
总权益	41,937	44,562	51,278	55,743	61,332
权益及负债	115,840	163,991	187,029	170,600	192,831

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前收益	3,126	4,638	10,731	10,471	11,628
财务费用	1,218	463	1,431	1,358	1,226
利息收入	(916)	(791)	(904)	(1,027)	(1,138)
联营及合资公司收益	(32)	(87)	(128)	(134)	(144)
折旧	4,172	4,532	4,822	5,116	5,385
摊销	1,121	1,407	1,450	1,455	1,460
所得税	(928)	(1,041)	(2,414)	(2,356)	(2,616)
流动资金变动	(2,244)	(2,883)	(3,263)	(1,108)	480
其他	1,321	2,013	0	0	0
经营现金流	6,839	8,250	11,724	13,775	16,281
净资本开支	(3,671)	(3,715)	(3,600)	(3,600)	(3,600)
联营及合资公司投资	0	0	0	0	0
控股公司投资	(477)	(15,467)	0	0	0
联营及合资公司股息收入	0	0	13	13	14
利息收入	166	88	904	1,027	1,138
其他	(134)	(536)	0	0	0
投资活动现金流	(4,116)	(19,630)	(2,683)	(2,559)	(2,448)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(1,560)	14,497	0	(4,000)	(4,000)
股息分派	(700)	(800)	(1,599)	(3,650)	(3,423)
财务费用	(1,268)	(1,633)	(1,431)	(1,358)	(1,226)
其他	1,352	(323)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(2,176)	11,742	(3,030)	(9,008)	(8,649)
现金增加净额	547	362	6,011	2,207	5,184
年初现金及现金等价物	24,434	24,857	27,123	33,134	35,341
汇兑及其他	(125)	1,905	0	0	0
年末现金及现金等价物	24,857	27,123	33,134	35,341	40,525

来源：公司资料，招银国际预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售组合 (%)					
柴油机	23	27	27	26	26
汽车及其他主要汽车零部件	31	34	39	36	35
其他零部件	4	3	2	2	2
进出口服务	0	0	0	0	0
叉车及供应链解决方案	48	44	38	43	44
分部间销售	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23.1	22.6	22.0	22.3	22.6
息税前利润率	5.1	5.3	7.6	7.3	7.4
EBITDA利润率	12.3	11.7	11.7	11.7	11.7
税后利润率	3.0	3.9	5.5	5.4	5.6
增长率 (%)					
收入	(6.9)	25.6	62.3	(0.6)	6.7
毛利	0.5	23.3	57.8	0.8	8.1
息税前利润	(45.6)	30.1	133.3	(4.1)	8.4
EBITDA	(14.9)	19.6	62.0	(0.9)	6.8
净利润	(71.8)	72.9	162.3	(6.2)	12.6
资产负债比率 (%)					
流动比率(x)	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	46	40	36	39	39
平均存货周转天数	78	71	69	72	71
平均应付账款周转天数	98	93	93	93	93
净负债/总权益比率 (%)	净现金	59.1	37.7	13.2	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	1.9	2.6	4.7	4.5	5.0
资本回报率	4.4	7.7	18.8	15.9	16.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.18	0.31	0.80	0.75	0.85
每股账面值(人民币)	3.99	3.97	4.57	4.86	5.28
每股股息(人民币)	0.10	0.18	0.46	0.43	0.48

来源：公司资料，招银国际预测

华泰证券(6886 HK)

业务渐趋多元化，规模效应突显



- ❖ 在低迷的市场环境下取得良好业绩。2017年上半年，华泰证券收入总额及纯利分别按年增长7.2%及5.3%，至124.2亿元人民币及29.9亿元人民币。上半年中国境内的股基总成交额及股权融资额分别按年下跌18.4%及12.1%。在低迷的市场环境下，公司能取得如此成绩实属不易。
- ❖ 市场份额下跌，但佣金率企稳。由于公司持续推进经纪业务转型战略，通过提供高附加值的业务发掘存量客户的潜在价值，2017年上半年，华泰证券在股基交易市场中的市场份额按年下滑0.58个百分点，至7.87%。不过，根据我们的计算，公司的佣金率稳定在万分之2.5的水平。我们预计，2017年及2018年华泰证券的佣金率可继续保持在万分之2.3及万分之2.2的水平。然而，佣金率水平仍然面临下行压力，特别是在牛市来临时。通过充分发挥其在移动终端的优势，以及凭借其多达近1200万的广阔客户基础，我们相信，公司将继续保持在国内证券行业的龙头地位。
- ❖ 海外平台是境内业务的延伸。2017年上半年，华泰证券海外及其他业务的收入总额达到22.6亿元人民币，占其收入总额的18.1%。期内，AssetMark实现营业收入8,643万美元，截至上半年末，管理资产总额达到367亿美元。在公司不断完善的金融科技技术支持下，海外平台可被视作是其向财富管理模式转型中的重要一环，也是公司境内业务的延伸。此外，华泰证券预计将于2018年第一季完成A股非公开发行，可发行最多10.9亿股，预计募集资金250亿元人民币。发行完成后，公司的资本实力将得到进一步增强，与新股东间的协同效应也值得期待。
- ❖ 下调盈利预测。2017年上半年，华泰证券的收入增长主要源自资产管理业务的佣金手续费收入及投资净收益，二者分别按年增长7.2倍及37.4%，达到20.4亿元人民币及21.8亿元人民币。不过，资管业务收入的高速增长未必能够延续，因为增长中很大一部分来自其自有资金的阶段性收益。我们将对公司2017年至2019年的收入总额预测分别下调10.9%、11.3%以及17.6%，至273亿元人民币、315亿元人民币及376亿元人民币，主要由于市场气氛较预期低迷以及公司产生部分非可持续性收入。同时，由于海外平台业务并表整合带来更高的营运开支，我们将对公司2017年至2019年的纯利预测分别下调17.4%、16.1%和16.9%，至77亿元人民币、91亿元人民币及115亿元人民币。
- ❖ 目标价20.24港元。华泰证券现时的股价相当于2018年预测市帐率的0.97倍。我们给予公司的最新目标价相当于其2018年预测市帐率的1.17倍。同时这也是可比同业2018年预测市帐率的平均水平加一个标准差，以体现华泰证券在行业中的领先地位、不断提升的金融科技能力和不断完善的业务模式。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	39,416	24,632	27,255	31,471	37,626
净利润(百万元人民币)	10,697	6,271	7,661	9,138	11,499
每股收益(元人民币)	1.65	0.88	1.07	1.28	1.61
每股收益变动(%)	105.37	(46.79)	22.17	19.28	25.82
市盈率(x)	8.65	16.25	13.30	11.15	8.86
市帐率(x)	1.26	1.21	1.14	0.97	0.90
股息率(%)	3.51	3.51	2.63	3.14	3.95
权益收益率(%)	17.5	7.6	8.8	8.7	9.1
杠杆率(%)	3.93	3.58	3.91	3.19	3.20

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入(维持)

目标价	HK\$20.24
(此前目标价)	HK\$18.8)
潜在升幅	+20.9%
当前股价	HK\$16.74

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836
邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775
邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	159,233
3月平均流通量	
(百万港元)	180.12
52周内股价高/低	
(港元)	18.98/14.04
总股本(百万)	7,162.8

资料来源：彭博

股东结构(H股)

全国社会保障基金理事会	9.24%
BlackRock, Inc.	5.08%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.1%	-9.4%
3-月	7.3%	-1.4%
6-月	13.9%	-2.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.htsc.com.cn

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	38,851	24,264	26,880	31,077	37,212
佣金及手续费收入	20,200	11,410	12,551	13,844	16,678
利息收入	11,894	8,878	9,883	11,005	11,989
投资净额收益	6,757	3,976	4,447	6,228	8,545
其他收入及收益	564	368	375	394	413
收入及其他收益总额	39,416	24,632	27,255	31,471	37,626
佣金及手续费支出	(5,676)	(2,562)	(2,893)	(2,686)	(3,174)
利息支出	(7,812)	(5,393)	(5,362)	(6,405)	(7,242)
雇员成本	(8,141)	(5,648)	(6,269)	(6,924)	(7,901)
折旧及摊销	(333)	(409)	(510)	(553)	(612)
营业税及附加费	(1,723)	(451)	(123)	(566)	(677)
其他营业支出	(1,815)	(2,066)	(2,344)	(2,675)	(3,198)
减值损失	(73)	37	(13)	10	11
支出总额	(25,572)	(16,492)	(17,513)	(19,799)	(22,793)
经营利润	13,843	8,139	9,743	11,671	14,833
所占联营企业和合营企业的业绩	420	454	515	635	725
所得税前利润	14,263	8,593	10,258	12,306	15,558
所得税费用	(3,466)	(2,074)	(2,462)	(2,954)	(3,734)
年度利润	10,798	6,519	7,796	9,353	11,824
少数股东权益	(101)	(249)	(135)	(215)	(325)
净利润	10,697	6,271	7,661	9,138	11,499

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产					
融资客户垫款	67,432	56,605	58,235	64,010	70,263
应收账款	622	991	1,091	1,200	1,320
其他应收款项及预付款项	3,896	5,070	5,831	6,706	7,712
金融投资	142,532	94,331	87,881	89,644	94,383
买入返售金融资产	21,791	37,401	38,131	39,676	41,955
衍生金融资产	335	107	123	141	162
结算备付金	2,552	1,229	1,352	1,554	1,788
代经纪客户持有现金	131,945	94,569	104,026	114,428	125,871
现金及公司银行结余	36,707	45,230	92,623	112,977	121,072
其他	0	0	0	3,621	9,246
总资产	407,811	335,533	389,291	433,958	473,772
非流动资产					
物业及设备	3,379	3,567	3,603	3,639	3,676
投资物业	1,302	1,130	1,222	1,222	1,222
商誉	51	2,091	2,091	2,091	2,091
其他无形资产	425	5,509	5,509	5,509	5,509
联营公司权益	2,674	3,377	3,546	3,723	3,910
金融投资	26,829	32,518	35,228	36,498	37,549
买入返售金融资产	3,843	8,930	9,020	9,471	9,944
存出保证金	6,009	8,159	8,567	9,252	10,177
递延税项资产	213	556	615	635	650
其他	78	79	468	668	974
总非流动资产	44,804	65,917	69,868	72,708	75,701
总资产	452,615	401,450	459,159	506,665	549,473
流动负债					
短期银行借款	688	460	483	507	533
短期债务工具	1,053	1,621	1,702	1,872	2,340
拆入资金	3,000	6,650	8,512	11,066	14,164
应付经纪业务客户账款	128,367	92,729	100,905	110,996	122,095
应付薪酬	2,808	2,517	2,079	2,151	2,010
其他应付款项	99,320	79,672	99,856	92,597	98,230
租相关负债	2,193	496	541	541	541
卖出回购金融资产款	22,392	19,463	18,879	19,068	19,259
衍生金融负债	2,460	864	835	915	893
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	14,480	2,756	2,784	2,812	2,840
一年内到期银行借款以及债券	3,123	25,900	26,159	26,421	26,685
其他	0	0	946	0	0
总流动负债	279,885	233,128	263,681	268,945	289,590
非流动负债					
长期债券	69,374	49,948	72,424	83,288	95,781
长期银行借款	360	0	0	0	0
长期应付薪酬	3,367	4,988	5,238	5,500	5,775
延迟所得税负债	352	2,562	154	154	154
卖出回购金融资产	10,800	0	0	0	0
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	6,948	25,164	25,415	25,670	25,926
其他	0	0	1,442	37	0
总非流动负债	91,201	82,662	104,674	114,648	127,636
总负债	371,086	315,790	368,355	383,593	417,226
股东权益					
股东总权益	80,785	84,357	89,159	121,359	130,421
少数股东权益	744	1,303	1,645	1,714	1,827
总权益	81,529	85,660	90,804	123,073	132,247

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	14,263	8,593	10,258	12,306	15,558
折旧及分摊	333	409	510	553	612
营运资本变动	(61,150)	15,223	15,206	(22,884)	(13,582)
税务开支	(2,360)	(3,943)	(1,970)	(2,511)	(3,174)
其他	2,497	1,737	(17)	283	(147)
经营活动所得现金净额	(46,418)	22,020	23,987	(12,252)	(733)
投资活动					
资本开支	(837)	(600)	(1,015)	(958)	(957)
投资变动	(24,996)	(8,565)	(5,213)	(4,650)	(4,649)
其他	4,711	4,703	1,594	1,755	1,759
投资活动所得现金净额	(21,122)	(4,463)	(4,634)	(3,853)	(3,847)
融资活动					
股票发行	30,588	0	0	25,000	0
非控股股东注资	0	68	0	0	0
银行贷款、债务工具以及债券变动	28,800	2,621	22,840	11,320	13,251
股息	(2,800)	(3,581)	(3,581)	(2,681)	(3,198)
其他	(2,754)	(4,117)	(2,413)	(2,882)	(3,259)
融资活动所得现金净额	53,833	(5,010)	16,845	30,756	6,794
现金增加净额	(13,707)	12,548	36,198	14,651	2,214
年初现金及现金等价物	31,884	18,596	31,652	67,865	82,531
外汇差额	419	508	15	15	16
年末现金及现金等价物	18,596	31,652	67,865	82,531	84,761

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额占比					
佣金及手续费收入	51.2%	46.3%	46.0%	44.0%	44.3%
利息收入	30.2%	36.0%	36.3%	35.0%	31.9%
投资净额收益	17.1%	16.1%	16.3%	19.8%	22.7%
其他收入及收益	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	148.1%	-37.5%	10.8%	15.6%	19.7%
收入及其他收益增长	146.7%	-37.5%	10.7%	15.5%	19.6%
经营利润增长	145.9%	-41.2%	19.7%	19.8%	27.1%
净利润增长	138.4%	-41.4%	22.2%	19.3%	25.8%
资产负债比率					
流动比率 (x)	145.7%	143.9%	147.6%	161.4%	163.6%
总负债 / 权益比率	92.2%	69.6%	93.2%	79.7%	86.5%
净负债 / 权益比率	46.8%	15.9%	-10.7%	-13.4%	-6.3%
回报率					
资本回报率	17.5%	7.6%	8.8%	8.7%	9.1%
资产回报率	3.0%	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%
每股数据					
每股利润 (元人民币)	1.65	0.88	1.07	1.28	1.61
每股股息 (元人民币)	0.50	0.50	0.37	0.45	0.56
每股账面值 (元人民币)	11.28	11.78	12.45	14.71	15.81

来源: 公司及招银国际研究部预测

工商银行(1398 HK)

盈利能力提升，拨备覆盖率持续改善

- ❖ **2017年第三季度盈利能力明显改善。**工商银行2017年第三季度单季纯利按年增长3.3%，增幅在第二季的2.3%及第一季的1.4%基础上进一步提升。这主要是由于：1) 净利息收入的强劲带动，按年增长13.8%，以及2) 净手续费佣金收入的跌幅收窄，由第二季度的按年下降6.6%和第一季度按年下降5.8%，改善至按年跌3.3%。工行仍然保持着较为审慎的拨备原则，当季贷款减值损失按年增长40.1%，增速与前两季相若，但其他资产计提的减值损失按年大幅增长逾8.7倍，至11.6亿元人民币。今年前三季度，工行经营收入按年增长4.6%至5,062.7亿元人民币，净利润按年增长2.3%至2,280.0亿元人民币。
- ❖ **资产负债结构优化，定价能力增强，推动净息差扩张。**2017年前三季度，工行净息差较上半年改善1个基点，至2.17%。净息差持续回升的原因在于：1) 存款规模保持稳定增长，日均余额中成本较低的活期存款显著提升，负债结构优化，成本有所下降；2) 对新增贷款的定价能力不断增强，三季度贷款收益率较二季度和一季度分别提升6个基点和25个基点；3) 在流动性偏紧的情况下，市场利率抬升，拥有充足资金参与金融市场业务的工行因而受惠。
- ❖ **资产质量保持稳定。**截至2017年第三季末，工行的不良贷款率为1.56%，较上季末继续改善1个基点。同时，工行的拨备覆盖率达到148.42%。第三季末，作为不良贷款先行指标的关注类贷款占比和逾期贷款占比，分别较年初下降66个基点和61个基点，降幅远高于不良贷款率6个基点的下降幅度。此外，工行还加大了对不良贷款的处置和现金清收力度，前三季共处置约1,300亿元人民币不良贷款。随着资产质量较好的新增贷款不断增长，我们预计工行2017年至2019年的不良贷款率将稳定在1.57%、1.58%和1.58%，同时拨备覆盖率将继续提升，直至达到150%的监管红线。
- ❖ **资本实力得到有效补充。**工行早前宣布，已获得监管部门批准，可在2017年内发行最多不超过880亿元人民币的二级资本债券。截至2017年三季度末，工行的核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为12.88%、13.40%和14.67%，再度领先可比同业。在二级资本债券发行完毕后，我们认为工行的资本实力将进一步得到增强。根据权重法，我们预计该行2017年末的核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率将分别升至13.27%、13.78%和15.49%。
- ❖ **维持持有评级。**随着资本实力的增强、资产质量的稳定和盈利能力的回升，工行的市场领导地位可得到进一步巩固。但今年以来，工行的股价表现已超出可比同业18.5至29.3个百分点。我们将工行2017年至2019年的纯利预测轻微提升至2,839.5亿元人民币、3,011.4亿元人民币和3,154.1亿元人民币。工行目前的股价相当于2018年预测市帐率的0.82倍。我们给予该行的最新目标价6.60港元相当于2018年预测市帐率的0.86倍，同时也是可比同业的2018年平均预测市帐率加两个标准差，以反映该行在商业银行业务中的领先地位。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	668,733	641,681	684,763	763,352	836,509
净利润(百万元人民币)	277,131	278,249	283,950	301,136	315,408
市帐率(x)	1.12	1.02	0.91	0.82	0.75
市盈率(x)	6.97	6.89	6.75	6.37	6.08
股息率(%)	4.34	4.35	4.38	4.64	4.86
权益收益率(%)	16.69	14.80	13.65	13.09	12.51
不良贷款率(%)	1.50	1.62	1.57	1.58	1.58
拨备覆盖率(%)	156.34	136.69	148.46	150.68	151.31

资料来源：公司及招银国际研究部预测



持有(维持)

目标价	HK\$6.60
(此前目标价)	HK\$6.45
潜在升幅	4.3%
当前股价	HK\$6.33

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836
邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775
邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	2,532,143
3月平均流通量(百万港元)	1,956.18
52周内股价高/低(港元)	6.48/4.45
总股本(百万)	356,407.0

资料来源：彭博

股东结构(H股)

全国社会保障基金理事会	9.98%
Temasek Holdings (Private) Limited	8.43%
中国平安保险(集团)股份有限公司	5.15%
资料来源：HKEx	

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.1%	-5.5%
3-月	10.9%	1.9%
6-月	21.7%	3.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.icbc.com.cn

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	871,779	791,480	861,155	955,480	1,052,230
利息支出	(363,912)	(319,634)	(339,847)	(360,877)	(391,356)
净利润收入	507,867	471,846	521,309	594,603	660,874
手续费及佣金收入	161,670	164,714	157,468	160,612	163,807
手续费及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(16,692)	(16,864)	(17,200)
净手续费及佣金收入	143,391	144,973	140,776	143,748	146,607
其他净收入	17,475	24,862	22,678	25,001	29,027
营业收入	668,733	641,681	684,763	763,352	836,509
营业费用	(220,835)	(193,112)	(183,106)	(203,395)	(222,091)
扣除减值损失前的营业利润	447,898	448,569	501,657	559,957	614,417
资产减值损失	(86,022)	(86,138)	(130,503)	(167,130)	(202,958)
营业利润	360,905	360,675	369,703	392,069	410,794
联营企业及合营企业投资净收益	2,330	2,604	2,980	3,258	3,315
税前利润	363,235	363,279	372,683	395,327	414,109
所得税费用	(85,515)	(84,173)	(87,581)	(92,902)	(97,316)
年度利润	277,720	279,106	285,103	302,425	316,793
非控制性权益	(589)	(857)	(1,153)	(1,289)	(1,385)
净利润	277,131	278,249	283,950	301,136	315,408

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放中央银行款项	3,059,633	3,350,788	3,682,953	3,772,940	4,066,736
存放和拆放同业及其他金融机构款项	683,793	797,473	819,862	875,403	924,615
投资	5,009,963	5,481,174	5,696,952	5,969,421	6,154,199
客户贷款和垫款	11,652,812	12,767,334	13,905,452	15,248,465	16,784,910
对联营及合营公司的投资	24,185	30,077	30,188	32,589	33,025
其他	1,779,394	1,710,419	1,574,302	1,685,866	1,780,211
总资产	22,209,780	24,137,265	25,709,710	27,584,683	29,743,696
向中央银行借款	210	545	491	515	541
同业及其他金融机构存放和拆入款项	2,265,860	2,016,799	1,858,567	1,791,742	1,698,687
客户存款	16,281,939	17,825,302	19,365,271	21,026,857	22,922,456
其他	1,861,252	2,313,456	2,281,970	2,340,727	2,475,672
总负债	20,409,261	22,156,102	23,506,298	25,159,841	27,097,355
归属于母公司股东的权益	1,789,474	1,969,751	2,190,777	2,411,134	2,632,403
非控制性权益	11,045	11,412	12,634	13,709	13,938
总权益	1,800,519	1,981,163	2,203,411	2,424,843	2,646,342

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	75.9%	73.5%	76.1%	77.9%	79.0%
净手续费及佣金收入	21.4%	22.6%	20.6%	18.8%	17.5%
其他净收入	2.6%	3.9%	3.3%	3.3%	3.5%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.6%	-9.2%	8.8%	11.0%	10.1%
利息支出	2.1%	-12.2%	6.3%	6.2%	8.4%
净利息收入	2.9%	-7.1%	10.5%	14.1%	11.1%
净手续费及佣金收入	8.2%	1.1%	-2.9%	2.1%	2.0%
其他净收入	97.7%	42.3%	-8.8%	10.2%	16.1%
营业收入	5.3%	-4.0%	6.7%	11.5%	9.6%
扣除减值损失前的营业利润	7.6%	0.1%	11.8%	11.6%	9.7%
税前利润	0.4%	0.0%	2.6%	6.1%	4.8%
净利润	0.5%	0.4%	2.0%	6.1%	4.7%
资产质量					
不良贷款率	1.50%	1.62%	1.57%	1.58%	1.58%
不良贷款拨备覆盖率	156.34%	136.69%	148.46%	150.68%	151.31%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.25%	12.72%	13.27%	13.48%	13.65%
一级资本充足率	12.82%	13.27%	13.78%	13.95%	14.08%
资本充足率	14.58%	14.48%	15.49%	15.63%	15.71%
回报率					
净资产收益率	16.69%	14.80%	13.65%	13.09%	12.51%
平均总资产回报率	1.29%	1.20%	1.14%	1.13%	1.10%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.77	0.78	0.80	0.84	0.88
每股股息（人民币）	0.233	0.234	0.235	0.250	0.262
每股账面值（人民币）	4.80	5.29	5.91	6.52	7.14

来源: 公司及招銀國際研究部預測

中国人寿(2628 HK)

利润及投资收益回升

- ❖ **9M17 净利润超预期。**中国人寿录得净利润 268.3 亿元人民币，同比增长 98.3%，或为同业中净利润增幅最大（部分由于去年净利润基数较低）。在此前的报告中，我们在此前的报告中曾提到，“利润重回正增长通道”是 2017 年中国人寿最重要的投资主题之一。三季报的数据印证了这一观点。利润大幅提升的主要原因之一是投资表现的提升。
- ❖ **投资表现亮眼。**公司增加了长期固收类资产配置，且积极参与另类投资。净投资收益率为 4.99%，总投资收益率为 5.12%，分别同比提升 0.44 及 0.65 个百分点。投资收益（包括利息收入、股息收入、已实现利得、联营公司收益）同比增长 17%。在权益类投资方面，公司抓住股票市场机遇（尤其是 A 股和港股通），择机实现收益。2017 年前三季度，实现公允价值变动收益 46 亿元人民币（去年同期公允价值变动损失为 15 亿元人民币）。其他综合收益项下，可供出售金融资产公允价值变动损失大幅收窄，由 9M16 的 150 亿元人民币下降至 9M17 的 7.42 亿元。净资产自 2016 年末以来增长 6.3%，达 3,228 亿元人民币。
- ❖ **保费结构进一步优化。**2017 年 1-9 月，原保费收入同比增长 19.6%，至 4,500 亿元人民币。首年期交保费同比增长 19.1%。续期保费占比不断提升，占原保费收入比重达 54.6%，同比提升 5.4 个百分点，成为总保费增速的重要驱动力。此外，公司业务结构更趋向于长期业务，首年期交保费中，10 年期及以上产品保费收入占比达 56.32%，同比提升 2.38 个百分点。
- ❖ **代理人队伍管理出色。**个险代理人总数达到 163.5 万人，自 2016 年末以来增长 9.4%。公司 2017 年三季度的成就一扫我们之前对于公司是否能够有效管理如此庞大且不断增长的代理人队伍的忧虑。第一，代理人产能提升。根据公司数据，代理人队伍季均有效人力自 2016 年末以来增长 36.94%。第二，费用管理取得成效。公司销售费用及管理费用占已赚保费比重由 9M16 的 16.7% 下降至 16.3%。
- ❖ **维持买入评级，目标价提升至 34.34 港元。**我们预测，2017、2018 年末，中国人寿每股内含价值将分别达到 26.36 和 29.72 元人民币，且全年新业务价值增长将分别为 28.7% 及 18.6%。我们将预测区间更新至 2018 年末，目标价格提升至 34.34 港元，该价格对应 2018 年预测内含价值的 0.98 倍。目前，该公司股价相当于 2018 年预测内含价值的 0.78 倍。潜在升幅 26.25%。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入(百万人民币)	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
总收入(百万人民币)	507,449	540,781	649,358	737,831	829,975
净利润(百万人民币)	34,699	19,127	34,508	37,710	41,735
每股收益(人民币)	1.22	0.66	1.19	1.30	1.44
每股收益变动(%)	7.0%	-45.9%	80.5%	9.4%	10.8%
市盈率(x)	18.95	35.03	19.41	17.74	16.01
市账率(x)	2.03	2.15	2.03	1.93	1.82
PEV(x)	1.17	1.00	0.88	0.78	0.69
股息率(%)	1.8%	1.0%	1.9%	2.0%	2.3%
内含价值收益率(%)	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.6%

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$34.34
(此前目标价)	HK\$32.07
潜在升幅	+26.25%
当前股价	HK\$27.20

丁文捷, PhD
电话 : (852) 3900 0856
邮件 : dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博
电话 : (852) 3761 8725
邮件 : xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	1,029,045
3 月平均流通量(百万港元)	1,356.16
5 周内股价高/低(港元)	28.2 / 19.84
总股本(百万)	28,264.7

资料来源: 彭博

股东结构

中国人寿(集团)	68.37%
流通股	31.63%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.2%	6.2%
3-月	14.7%	5.4%
6-月	9.2%	-7.0%

资料来源: 彭博

12 月 股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: www.e-chinalife.com

图 370: 9M17 利润表

(人民币百万元)	9M17	9M16	同比变动	备注
保费收入	449,992	376,304	19.6%	平安人寿:36.3%, 太保人寿:30.7%, 太平人寿:27.8%
减: 分出保费	(2,737)	(1,299)	110.7%	
提取未到期责任准备金	(8,318)	(6,927)	20.1%	
已赚保费	438,937	368,078	19.3%	
投资收益	99,306	84,945	16.9%	净投资收益率同比提升0.44个百分点至4.99%
对联营及合营企业的投资收益	5,768	2,686	114.7%	
公允价值变动损益	4,557	(1,491)	N/A	公允价值变动由负转正
汇兑损益	9	598	-98.5%	
其他业务收入	4,843	4,318	12.2%	
营业收入	553,420	459,134	20.5%	
退保金	(85,651)	(63,384)	35.1%	
赔付支出	(161,168)	(160,320)	0.5%	
保险责任准备金	(165,355)	(130,320)	26.9%	
保单红利支出	(15,914)	(10,257)	55.2%	
税金及附加	(501)	(866)	-42.1%	
手续费及佣金支出	(49,581)	(41,278)	20.1%	
业务及管理费	(21,469)	(20,156)	6.5%	
其他业务成本	(13,158)	(10,153)	29.6%	
资产减值损失	(2,189)	(2,134)	2.6%	
营业支出	(514,986)	(438,868)	17.3%	
营业利润	38,434	20,266	89.6%	
营业外收入	68	61	11.5%	
营业外支出	(171)	(209)	-18.2%	
所得税费用	(5,346)	(3,511)	52.3%	
少数股东收益	392	393	-0.3%	
归属于母公司股东的净利润	26,825	13,528	98.3%	

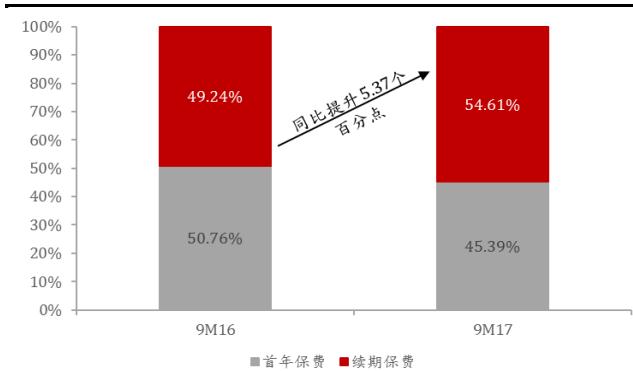
来源: 公司, 招银国际

图 371: 9M17 首年期交保费同比增长

(人民币百万元)	9M17	9M16	同比变动
首年期交保费	102,066	85,725	19.1%
其中: 10年期及以上保费	57,480	46,237	24.3%
趸交保费	102,174	105,292	-3.0%
续期保费	245,752	185,287	32.6%
保费收入	449,992	376,304	19.6%

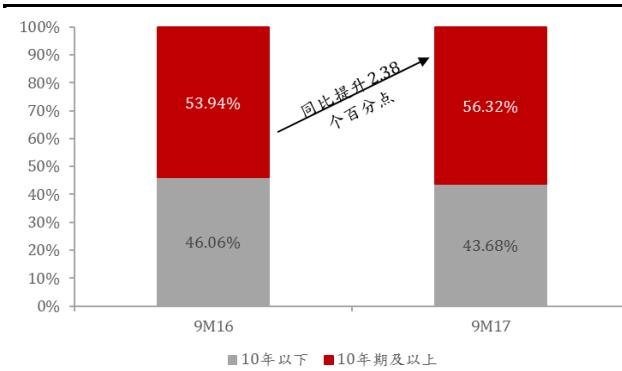
来源: 公司, 招银国际

图 372: 保费收入构成



来源: 公司, 招银国际

图 373: 首年期交保费构成



来源: 公司, 招银国际

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
分出保费及提取未到期责任准备金	(1,670)	(4,268)	(4,061)	(4,299)	(4,678)
已实现净保费收入	362,301	426,230	503,585	576,955	652,139
投资收益	140,088	108,091	138,155	152,153	167,980
其他营业收入	5,060	6,460	7,618	8,722	9,856
总收入	507,449	540,781	649,358	737,831	829,975
保险赔付和赔付	(352,219)	(407,045)	(478,377)	(549,362)	(618,249)
投资合同支出	(2,264)	(5,316)	(8,180)	(9,816)	(11,779)
保户红利支出	(33,491)	(15,883)	(20,301)	(22,358)	(24,683)
管理及行政费用	(75,518)	(94,550)	(106,513)	(117,047)	(131,746)
保险业务支出及其他费用合计	(463,492)	(522,794)	(613,370)	(698,583)	(786,457)
联营企业和合营企业收益净额	1,974	5,855	11,125	12,237	13,461
税前利润	45,931	23,842	47,112	51,485	56,979
所得税	(10,744)	(4,257)	(11,778)	(12,871)	(14,245)
净利润	35,187	19,585	35,334	38,613	42,734
少数股东权益	(488)	(458)	(826)	(903)	(999)
净利润	34,699	19,127	34,508	37,710	41,735

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
债券	996,236	1,119,388	1,276,003	1,426,195	1,592,808
定期存款	562,622	538,325	567,593	619,823	687,422
其他固定收益类投资	218,322	262,412	291,635	330,973	368,861
股票及基金	281,001	260,139	283,796	315,929	352,094
其他权益类投资	130,622	161,244	183,792	204,602	228,023
投资性房地产	1,237	1,191	1,145	1,099	1,053
现金、现金等价物及其他	97,599	110,584	98,859	110,228	123,018
投资资产	2,287,639	2,453,283	2,702,824	3,008,850	3,353,279
非投资资产	160,676	243,668	253,689	270,705	286,962
总资产	2,448,315	2,696,951	2,956,513	3,279,554	3,640,241
保险合同负债	1,715,985	1,847,986	2,023,151	2,236,049	2,479,702
投资合同负债	84,106	195,706	234,847	281,817	338,180
应付保户红利	107,774	87,725	96,498	106,147	116,762
次级债及借款	70,637	54,168	15,439	15,439	-
应付保险赔付及预收保费	62,358	74,290	89,798	94,640	105,995
税项及其他负债	81,241	129,428	169,897	201,649	236,098
总负债	2,122,101	2,389,303	2,629,630	2,935,741	3,276,736
少数股东权益	3,722	4,027	4,279	4,500	4,758
归属于公司股东权益	322,492	303,621	322,604	339,314	358,746

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
同比增长					
总收入	15.1%	6.6%	20.1%	13.6%	12.5%
归属于公司股东的净利润	7.7%	-44.9%	80.4%	9.3%	10.7%
保费收入	10.0%	18.3%	17.9%	14.5%	13.0%
首年保费收入	20.1%	19.3%	21.3%	15.1%	13.6%
首年保费收入-个险渠道	39.2%	55.9%	27.9%	19.1%	14.8%
首年保费收入-银保渠道	12.0%	-1.5%	15.9%	12.1%	13.5%
首年标准保费收入	30.1%	45.2%	23.9%	17.8%	14.8%
代理人数目	31.8%	52.7%	10.0%	9.0%	8.0%
投资资产	8.9%	7.2%	10.2%	11.3%	11.4%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	34.3%	44.8%	47.2%	48.9%	49.4%
银保渠道	62.3%	51.4%	49.1%	47.9%	47.8%
团险及其他渠道	3.4%	3.7%	3.6%	3.3%	2.8%
偿付能力(偿二代下)					
核心偿付能力充足率	324.1%	280.3%	283.9%	282.3%	286.6%
综合偿付能力充足率	359.0%	297.2%	299.0%	296.0%	299.3%
新业务价值及内含价值					
新业务价值(百万人民币)	31,528	49,311	63,466	75,268	84,299
新业务价值同比增长率	35.6%	56.4%	28.7%	18.6%	12.0%
首年标准保费下新业务价值率	43.4%	43.2%	46.9%	48.8%	49.1%
内含价值(百万人民币)	560,277	652,057	745,013	840,113	949,074
内含价值回报	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.6%
净投资收益率	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%
总投资收益率	6.4%	4.6%	5.4%	5.3%	5.3%
每股数据					
每股收益(人民币)	1.22	0.66	1.19	1.30	1.44
每股账面价值(人民币)	11.41	10.74	11.41	12.00	12.69
每股内含价值(人民币)	19.82	23.07	26.36	29.72	33.58
每股股利(人民币)	0.42	0.24	0.43	0.47	0.52

来源：公司及招银国际预测

附录：2017 三季度业绩会问答环节纪要

1. 公司未来价值转型方向？

公司遵循“重价值、强队伍、优结构、稳增长、防风险”的经营方针，坚持以客户需求为导向的产品策略，提高公司价值创造能力。

2. 三季度投资端超预期原因？

主要原因是公司择机实现权益类资产投资收益，尤其是 A 股及港股通；另一方面，公司加大固收类资产配置，增配长期债券及非标资产，为未来投资收益奠定良好基础。未来，公司还将继续把握机遇，争取实现投资收益的稳健增长。

3. 2018 开门红产品及渠道准备？

产品方面，公司适应新规，坚持以客户需求为导向，产品形态及保障范围多元、均衡发展；渠道方面，公司促进队伍合理增长，有序开展客户经营及需求分析，调动各层级积极性。总体而言，公司已为开门红阶段做好充分准备。

4. 2018 年是否会从开门红阶段即发力重疾险及长期保障型产品？

以客户为中心的策略将贯彻整个年度。

5. 134 号文之后公司产品策略？

对于万能险，最低保证利率不会提升。公司致力于为客户积累长期资金，新规对客户利益及公司销售没有实质影响。

6. 新规下银保渠道的规划？

公司已根据新规开发银保渠道对应产品。此外，除银行柜台，公司还有保险规划师，且相关产品已准备完毕。

7. 代理人增速有所放缓？

前两年，公司注重代理人队伍扩量，并取得显著成效。今年，公司更加注重代理人队伍质态，坚持扩量提质、清理低产能代理人。未来，公司将继续推进精细化管理，稳步扩员的同时，提高产能。

8. 代理人活动率？未来三年代理人数量级规划？

公司代理人活动率有明显提升。公司认为，保险市场容量依然很大，代理人数量与各公司管理能力有关。目前，中国人寿代理人数第一，未来还将继续注重管理水平的提升。

9. 准备金折现率调整方向？

根据保监会规定，准备金折现率由三段组成，每段加上相应溢价。2017 年 3 季度，折现率调整导致准备金增提 170 亿元左右。未来，折现率调整主要取决于 750 天移动平均及影响溢价的各项因素。

10. 750 天溢价根据什么因素调整？

在每一个评估日，公司根据保险负债特征，参考市场上各类资产收益率变化，调整溢价。

11. 最低资本占比下降？

最低资本与各类风险相关。由于公司业务结构调整，退保风险下降，最低资本占比随之下降。

12. 预计 2018 年趸交业务收入？

公司将继续调减趸交业务占比。

中海物业(2669 HK)

收购中信物业符合预期



- ❖ **收购中信物业。**中海物业于10月20日宣布向中海地产(688 HK)收购中信物业，总代价为1.9亿元人民币。中海地产于去年收购中信地产时，同时收购中信物业。我们在之前的报告提出，中信物业将很有可能注入中海物业。在从中海地产重组剥离后，中海物业成为中建集团内唯一专业物业管理公司。中海物业此次收购将有助中海外集团旗下各公司的业务区分，让各专业公司专注其特色业务发展。
- ❖ **业务规模将扩大。**根据收购公告，中信物业目前在20个城市管理着120个物业项目。根据中海地产去年公告，中信物业2015年收入达9.2亿元人民币，而中海物业2016年收入为25.7亿元人民币。在收购完成后，我们预计中海物业在17年底在管面积将达1.15亿平方米(1H17:0.99亿平方米)。中信物业在2015年和2016年净利润分别为2,020万元和680万元人民币。
- ❖ **收购价格不便宜但长远有助公司拓展业务。**此次收购价格相当于中信物业28倍16财年市盈率，与中海物业16财年市盈率相当。但中信物业在2016净利润同比下滑66.3%，且中海地产最初收购中信物业的价格为6,650万元人民币，相当于186%的溢价。根据相关公告数据计算，中信物业2015年的净利润大约在2.3%，低于中海物业的净利润水平，我们对中信物业的盈利能力保持谨慎乐观。尽管收购很难在短期对公司财务带来明显提升，但我们相信此次收购长远将有助公司拓展业务，在规模竞争中帮助公司迅速增加管理面积。此外，中海物业截止到17年中期拥有现金约21.5亿元港币，收购不会对公司造成现金压力。
- ❖ **提高盈利预测及目标价。**由于公司收购中信物业后在管面积增加，我们上调2017-19年盈利预测3.4%、6.2%和9.1%至3.22亿、3.90亿和4.70亿元人民币。我们维持20倍FY18市盈率，因此目标价由2.24港元提高至2.38港元。维持买入评级

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	2,544	2,563	2,847	4,013	4,411
净利润(百万港元)	117	226	322	390	470
EPS(港仙)	0.036	0.069	0.098	0.119	0.143
EPS变动(%)	N.A.	93	42	21	21
市盈率(x)	58.4	30.2	19.4	16.0	13.3
市帐率(x)	10.8	9.4	6.6	5.1	4.0
股息率(%)	0.0	1.1	1.6	1.9	2.3
权益收益率(%)	18.6	31.1	33.9	32.0	30.5
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$2.38
(过去目标价	HK\$2.24)
潜在升幅	+14.4%
当前股价	HK\$2.08

黄程宇

电话: (852) 3761 8773
邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853
邮件: samsonman@cmbi.com.hk

房地产服务行业

市值(百万港元)	6,837
3月平均流通量(百万港元)	38.19
5周内股价高/低(港元)	2.14/ 1.23
总股本(百万)	3,286.9

资料来源:彭博

股东结构

China Overseas Holdings	61.18%
Silver Lot Development	5.16%
自由流通	33.66%

资料来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.3%	7.3%
3-月	23.5%	13.5%
6-月	52.2%	29.6%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师: PwC

公司网站: www.copl.com.hk

利润表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,544	2,563	2,847	4,013	4,411
物业管理服务	2,347	2,334	2,620	3,775	4,150
增值服务	197	229	227	238	262
销售成本	(2,020)	(1,927)	(2,000)	(2,901)	(3,139)
毛利	525	636	847	1,112	1,272
其他收入	19	26	37	40	45
行政费用	(385)	(330)	(427)	(602)	(662)
息税前收益	159	332	457	551	656
净融资成本	(2)	(7)	(13)	(8)	(1)
联营公司	0	0	0	0	-
特殊收入	4	1	4	-	-
税前利润	161	326	448	543	655
所得税	(44)	(100)	(126)	(153)	(185)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	117	226	322	390	470
核心利润	114	226	318	390	470

来源：公司资料，招銀國際則預測

资产负债表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	111	99	349	347	345
投资型房地产	71	67	94	94	94
固定资产	33	27	24	22	20
预付土地金	4	3	3	3	3
其他	3	2	228	228	228
流动资产	2,055	2,470	2,689	3,372	3,852
存货	1	0	0	0	0
贸易及其他应收账款	267	290	320	451	496
现金及现金等价物	1,741	2,112	2,278	2,793	3,215
其他	47	68	91	128	141
流动负债	1,528	1,521	2,019	2,475	2,629
贸易及其他应付账款	846	1,030	1,176	1,706	1,847
预收款项	403	413	455	642	705
带息借款	184	-	310	50	-
其他	95	77	77	77	77
非流动负债	7	320	70	25	25
递延税项	7	10	20	25	25
带息借款	-	310	50	-	-
资产总额	630	728	950	1,219	1,543
非控股权益	-	-	-	-	-
权益股东应占总权益	630	728	950	1,219	1,543

来源：公司资料，招銀國際則預測

现金流量表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	159	332	457	551	656
折旧和摊销	22	11	8	7	7
营运资金变动	291	251	135	548	146
税务开支	(21)	(53)	7	5	-
其他	(33)	(102)	(126)	(153)	(185)
经营活动所得现金净额	418	439	481	958	624
资本性支出	(13)	(7)	(252)	(5)	(5)
联营公司	(49)	-	-	-	-
其他	434	19	-	-	-
投资活动所得现金净额	372	12	(252)	(5)	(5)
股份发行	3	-	-	-	-
净银行借贷	184	126	50	(310)	(50)
股息	-	(76)	(100)	(121)	(146)
利息	(2)	(7)	(13)	(8)	(1)
其他	(237)	1	-	-	-
融资活动所得现金净额	(52)	44	(63)	(439)	(197)
现金增加净额	738	495	166	514	422
年初现金及现金等价物	1,089	1,741	2,112	2,278	2,793
汇兑	(85)	(124)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,742	2,112	2,278	2,793	3,215
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	1,742	2,112	2,278	2,793	3,215

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业管理服务	92.2	91.1	92.0	94.1	94.1
增值服务	7.8	8.9	8.0	5.9	5.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	20.6	24.8	29.8	27.7	28.8
息税前收益率	6.2	13.0	16.0	13.7	14.9
税前利润率	6.3	12.7	15.7	13.5	14.8
息税前收益	4.6	8.8	11.3	9.7	10.7
核心净利润率	4.5	8.8	11.2	9.7	10.7
有效税率	27.3	30.6	28.2	28.2	28.2
增长 (%)					
收入	17.6	0.7	11.1	41.0	9.9
毛利	27.0	21.3	33.1	31.3	14.4
净利润率	24.8	109.4	37.5	20.6	19.0
净利润	21.6	93.3	42.1	21.2	20.6
核心净利润	n.a.	98.1	41.1	22.4	20.6
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.6	1.3	1.4	1.5
存货周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	38	41	41	41	41
应付账款周转天数	153	195	215	215	215
净负债/总权益比率 (%)	Net cash				
回报率 (%)					
资本回报率	18.6	31.1	33.9	32.0	30.5
资产回报率	5.4	8.8	10.6	10.5	11.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.036	0.069	0.098	0.119	0.143
每股股息(人民币)	-	0.022	0.030	0.037	0.044
每股账面值(人民币)	0.192	0.222	0.289	0.371	0.470

来源：公司资料，招银国际则预测

中海宏洋 (81 HK)

增持股权才是目的



- ❖ **2 供 1 集资 46.5 亿。**中海宏洋发布公告，拟按 2 供 1 基准进行供股，认购价为每股 4.08 港元，较前收市价折让约 7.9%，涉及发行 11.41 亿股供股股份，预计筹得所得款项约 46.55 亿港元。其中 70.5% 拟用于偿还现有债务及未偿还负债、20% 用于业务发展，剩下 9.5% 用于一般营运资金需求。持股 37.98% 的母公司中海外(688 HK, 买入)已承诺供股，并会负责包销。假设其他股东不参与供股，中海外将包销余下股份，令其持股最多可增至 58.65%。供股计划预计将在 2018 年 1 月 31 日完成。
- ❖ **降低杠杆可能不是首要目的。**截至到今年 6 月底，公司净财务杠杆率为 41.5%，短期负债和现金余额分别为 48.7 亿港元和 205 亿港元。在同业中中海宏洋的资产负债情况处于健康水平。尽管公司有 61 亿港元的关联公司欠款，但我们相信公司目前并不急需通过供股降低负债，我们认为母公司中海外可能希望通过这次供股增加在中海宏洋的份额。我们预计公司 2018 年底的净财务杠杆率由之前预计的 35.0% 降至 23.8%。
- ❖ **预计 2017 年全年合约销售达 370 亿港元。**受益于三四线城市房价上涨以及母公司资产注入，公司前 10 个月合约销售额同比增长 59.7% 至 316 亿港元，销售面积达 294 万平方米，同比增长 28.4%。我们预计公司在 4 季度合约销售将达 80 亿港元，全年合约销售达 370 亿港元。强劲的销售将会为公司带来可观的利润。由于项目利润水平提高，尽管前 9 个月公司收入同比下滑了 2.8% 至 117 亿港元，但经营利润仍同比上升了 12.1% 至 169 亿港元。在 4 季度公司将有较多项目落成交付，我们也预计公司 2017 年全年净利润将达 19.51 亿港元。
- ❖ **每股净资产摊薄 30.5%。**中海宏洋在今年 8 月及 10 月在银川及常州以总价 11 亿元人民币取得了两块土地。至此，公司今年仅使用了 56 亿元人民币用于土地收购。目前公司总土地储备和权益储备分别为 1,810 万和 1,690 万平方米，分布在全国 20 个城市。由于供股计划将在明年 1 月完成，因此我们预计 2018 年每股收益将会摊薄 35.4% 至 0.681 港元，2019 年每股收益将会摊薄 35.8% 至 0.981 港元。此外，2018 年底每股净资产将会摊薄 28.4% 至每股 11.25 港元。但由于资产负债情况改善，我们将使用 40% 折让计算目标价(过往使用 50%)，因此目标价由之前的 7.33 港元降至 6.75 港元，维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	16,614	17,093	21,620	28,081	31,200
净利润(百万港元)	851	900	1,951	2,266	3,357
EPS(港元)	0.373	0.394	0.855	0.681	0.981
EPS 变动(%)	-33	6	117	-20	44
市盈率(x)	11.3	10.7	4.9	6.2	4.3
市帐率(x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率(%)	0.2	0.5	2.1	2.1	3.6
权益收益率(%)	7.6	8.6	15.8	11.9	15.2
净财务杠杆率(%)	48.0	20.6	53.9	23.6	21.4

数据源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$6.75
(过去目标价)	HK\$7.33
潜在升幅	+60.4%
当前股价	HK\$4.21

文干森, CFA电话: (852) 3900 0853
邮件: samsonman@cmbi.com.hk**黃程宇**电话: (852) 3761 8773
邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk**房地产行业**

市值(百万港元)	9,608
3 月平均流通量(百万港元)	41.14
5 周内股价高/低(港元)	6.16/2.48
总股本(百万)	2,282

数据源: 彭博

股东结构

中国海外	37.99%
翁国基	14.97%
王韬光	7.91%
自由浮动	47.05%

数据源: 港交所及招银国际研究

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-15.0%	-16.5%
3-月	1.6%	-2.7%
6-月	17.5%	0.9%

数据源: 彭博

股价表现

数据源: 彭博

审计师: BDO公司网站: www.cogogl.com

利润表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	16,614	17,093	21,620	28,081	31,200
物業發展	16,355	16,900	21,366	27,812	30,919
物業投資	209	193	200	209	216
酒店及其他	50	-	54	60	65
銷售成本	(14,014)	(14,158)	(16,725)	(22,521)	(23,359)
毛利	2,600	2,935	4,895	5,560	7,841
銷售費用	(547)	(555)	(692)	(842)	(936)
行政費用	(409)	(416)	(541)	(702)	(780)
其他收益	100	170	161	185	219
息稅前收益	1,744	2,133	3,823	4,200	6,345
融資成本	(27)	(18)	(24)	(28)	(28)
聯營公司	4	(0)	(15)	202	23
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,721	2,115	3,784	4,375	6,339
所得稅	(799)	(1,180)	(1,809)	(2,058)	(2,938)
非控制股東權益	(71)	(34)	(24)	(51)	(44)
淨利潤	851	900	1,951	2,266	3,357
核心淨利潤	851	900	1,951	2,266	3,357

来源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	3,160	4,535	4,702	4,821	5,100
物業、廠房及設備	39	1,240	1,280	1,320	1,360
聯營公司	101	449	500	540	580
投資物業	2,856	2,486	2,560	2,600	2,800
無形資產	17	12	10	9	8
其他	147	348	352	352	352
流動資產	52,637	76,819	81,587	87,804	95,527
現金及現金等價物	13,027	20,820	19,586	20,073	20,976
應收貿易款項	4,404	5,462	7,200	7,800	8,500
存貨	141	551	551	551	551
關連款項	34,475	49,014	53,000	58,000	64,000
其他	590	971	1,250	1,380	1,500
流動負債	28,911	48,514	48,206	46,706	50,706
借債	22,276	30,093	35,200	38,700	43,500
應付貿易賬款	946	1,506	1,506	1,506	1,506
應付稅項	4,919	5,289	5,500	2,500	2,700
關連款項	771	11,627	6,000	4,000	3,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	15,076	21,654	24,976	26,076	26,996
借債	13,772	17,833	21,155	22,255	23,175
遞延稅項	1,304	3,821	3,821	3,821	3,821
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	637	763	780	800	825
淨資產總值	11,173	10,422	12,328	19,043	22,101
股東權益	11,173	10,422	12,328	19,043	22,101

来源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

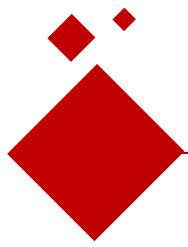
年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,744	2,133	3,823	4,200	6,345
折舊和攤銷	18	13	31	32	33
營運資金變動	(77)	4,722	(2,076)	(4,400)	(4,400)
稅務開支	(1,800)	(1,290)	(1,809)	(2,058)	(2,938)
其他	4,541	3,129	1,863	769	1,829
經營活動所得現金淨額	4,427	8,708	1,832	(1,458)	868
購置固定資產	31	(1,477)	(2,145)	(112)	(273)
聯營公司	-	(627)	(54)	0	(35)
其他	92	(493)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	123	(2,598)	(2,199)	(112)	(308)
股份發行	-	-	-	4,656	-
淨銀行借貸	(2,011)	466	3,533	(1,900)	1,120
股息	(34)	(70)	(23)	(300)	(377)
其他	(1,079)	(778)	(2,800)	-	-
融資活動所得現金淨額	(3,124)	(382)	710	2,456	743
現金增加淨額	1,425	5,728	343	887	1,303
年初現金及現金等價物	8,812	9,690	14,595	14,538	15,025
匯兌	(547)	(823)	(400)	(400)	(400)
年末現金及現金等價物	9,690	14,595	14,538	15,025	15,928
受限制現金	3,337	6,226	5,048	5,048	5,048
資產負債表的現金	13,027	20,820	19,586	20,073	20,976

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	98.4	98.9	98.8	99.0	99.1
物業投資	1.3	1.1	0.9	0.7	0.7
酒店及其他	0.3	-	0.3	0.3	0.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	18.8	2.9	26.5	29.9	11.1
毛利率	(22.7)	12.9	66.8	13.6	41.0
淨利潤	(32.8)	5.8	116.7	16.1	48.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.6	17.2	22.6	19.8	25.1
淨利潤率	5.1	5.3	9.0	8.1	10.8
有效稅率	46.4	55.8	47.8	47.0	46.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.9	1.9
平均應收賬款周轉天數	48.4	58.3	60.8	50.7	49.7
平均應付帳款周轉天數	489.4	642.6	594.3	503.0	508.9
平均存貨周轉天數	897.9	1,263.6	1,156.6	940.0	1,000.1
總負債 / 總權益比率 (%)	48.0	20.6	53.9	23.6	21.4
回報率 (%)					
資本回報率	7.6	8.6	15.8	11.9	15.2
資產回報率	1.5	1.1	2.3	2.4	3.3
每股數據					
每股盈利(港元)	0.373	0.394	0.855	0.681	0.981
每股股息(港元)	0.010	0.020	0.090	0.090	0.150
每股賬面值(港元)	4.90	4.57	5.40	5.56	6.46

来源: 公司及招银国际研究部预测



附录：大差价 A/H 股

A/H 股差价**H 股较 A 股折让最大的 25 只股份**

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 折让(%)
洛阳玻璃	1108 HK	4.09	600876 SH	20.27	-82.9
山东墨龙	568 HK	1.38	002490 SZ	5.39	-78.3
天津创业环保	1065 HK	4.45	600874 SH	13.59	-72.2
京城机电	187 HK	2.26	600860 SH	6.76	-71.6
浙江世宝	1057 HK	3.16	002703 SZ	9.16	-70.7
东北电气	42 HK	1.83	000585 SZ	5.26	-70.5
中石化油服	1033 HK	1.26	600871 SH	3.05	-65.0
上海电气	2727 HK	3.15	601727 SH	7.17	-62.7
第一拖拉机	38 HK	3.46	601038 SH	7.77	-62.2
中远海发	2866 HK	1.62	601866 SH	3.56	-61.4
中国中冶	1618 HK	2.37	601618 SH	5.05	-60.2
新华文轩	811 HK	6.34	601811 SH	13.35	-59.7
安徽皖通高速公路	995 HK	6.50	600012 SH	13.37	-58.8
东方证券	3958 HK	8.08	600958 SH	15.73	-56.4
南京熊猫电子	553 HK	4.67	600775 SH	9.03	-56.1
大连港	2880 HK	1.49	601880 SH	2.88	-56.1
北京北辰实业	588 HK	2.88	601588 SH	5.56	-56.1
兖州煤业	1171 HK	7.10	600188 SH	12.50	-51.8
山东新华制药	719 HK	8.29	000756 SZ	14.44	-51.3
中远海控	1919 HK	3.68	601919 SH	6.13	-49.1
中国交通建设	1800 HK	8.80	601800 SH	14.33	-47.9
海信科龙	921 HK	9.16	000921 SZ	14.91	-47.9
大唐发电	991 HK	2.68	601991 SH	4.35	-47.7
郑煤机	564 HK	4.75	601717 SH	7.70	-47.7
中国东方航空	670 HK	4.36	600115 SH	7.01	-47.2

资料来源：彭博、招银国际，截至 2017 年 11 月 17 日

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

H 股较 A 股溢价的股份

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 溢价(%)
安徽海螺水泥	914 HK	35.05	600585 SH	28.34	4.9

资料来源：彭博、招银国际，截至 2017 年 11 月 17 日

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



附录：恒指及国指估值表

恒生指数成份股估值

恒生指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率			市账率			股息率		
				去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测
金融		47.6%										
汇丰控股	5	10.0%	75.25	77.6	14.6	13.3	1.01	1.15	1.14	5.3%	5.3%	5.4%
友邦保险	1299	8.0%	65.90	24.5	19.8	18.9	2.66	17.28	15.87	0.2%	0.2%	0.3%
建设银行	939	8.0%	6.81	6.2	6.0	5.6	0.86	0.13	0.11	31.9%	32.9%	35.0%
工商银行	1398	5.0%	6.19	6.7	6.6	6.2	0.93	0.89	0.81	4.5%	4.5%	4.7%
中国平安	2318	4.0%	78.85	19.6	16.4	14.1	2.73	2.69	2.36	1.1%	1.5%	1.8%
中国银行	3988	3.3%	3.78	5.7	5.5	5.1	0.68	0.66	0.60	5.2%	5.5%	5.9%
香港交易所	388	2.9%	233.80	50.2	40.5	35.5	8.16	8.44	8.12	1.8%	2.3%	2.6%
中国人寿	2628	2.2%	26.85	33.7	21.9	18.9	2.09	1.98	1.83	1.1%	1.7%	1.9%
恒生银行	11	1.6%	185.80	21.9	18.9	17.5	2.58	2.48	2.36	3.3%	3.6%	3.9%
中银香港	2388	1.5%	37.15	7.1	13.0	12.1	1.65	1.61	1.50	3.1%	3.8%	4.0%
交通银行	3328	0.6%	5.82	5.5	5.4	5.2	0.61	0.59	0.54	5.5%	5.4%	5.8%
东亚银行	23	0.5%	32.65	24.3	13.7	16.9	1.03	1.02	0.99	1.7%	3.6%	2.7%
资讯科技		12.6%										
腾讯控股	700	10.0%	403.40	79.1	50.1	38.8	13.95	13.78	10.24	0.2%	0.2%	0.3%
瑞声科技	2018	1.3%	173.30	44.6	33.3	25.0	12.04	10.08	7.79	0.7%	0.9%	1.2%
舜宇光学科技	2382	1.0%	142.00	104.0	50.4	35.1	23.13	18.72	13.02	0.2%	0.4%	0.6%
联想集团	992	0.3%	4.44	11.8	13.3	9.7	2.00	1.61	1.50	6.0%	3.9%	4.6%
地产		11.3%										
长江实业	1113	1.9%	65.10	12.4	11.8	10.4	0.88	0.87	0.82	2.4%	2.6%	2.9%
新鸿基地产	16	1.8%	126.00	8.7	12.5	11.6	0.73	0.70	0.68	3.3%	3.5%	3.7%
领展房产基金	823	1.6%	69.20	8.6	28.1	25.9	1.03	1.08	1.07	3.3%	3.6%	3.9%
中国海外发展	688	1.0%	23.85	7.1	7.4	6.5	1.07	1.04	0.93	3.2%	3.6%	4.1%
碧桂园	2007	1.0%	12.98	20.4	13.5	9.8	3.00	3.35	2.77	1.3%	2.0%	2.7%
九龙仓集团	4	1.0%	25.50	3.6	11.9	13.0	0.24	0.61	0.58	8.4%	3.1%	2.1%
华润置地	1109	0.7%	22.00	7.8	8.1	6.9	1.25	1.16	1.03	3.2%	3.6%	4.2%
新世界发展	17	0.8%	11.40	13.9	15.2	13.3	0.59	0.50	0.49	4.0%	4.1%	4.2%
恒基地产	12	0.7%	52.00	9.5	14.7	16.0	0.76	0.76	0.75	2.7%	3.2%	3.3%
信和置业	83	0.5%	13.80	11.8	13.9	17.5	0.68	0.64	0.63	3.8%	3.9%	3.9%
恒隆地产	101	0.4%	17.44	12.7	14.2	16.1	0.60	0.61	0.60	4.3%	4.3%	4.3%
电讯		6.2%										
中国移动	941	5.3%	78.15	12.5	11.9	11.2	1.33	1.36	1.28	3.6%	8.4%	4.5%
中国联通	762	0.9%	11.66	379.0	50.7	24.0	1.02	1.01	0.99	0.0%	0.8%	1.3%
能源		5.7%										
中国海洋石油	883	2.1%	10.60	630.2	12.9	11.4	1.04	1.01	0.97	3.4%	4.3%	4.5%
中国石化	386	1.6%	5.48	12.1	10.9	10.5	0.79	0.77	0.74	5.4%	5.6%	5.9%
中国石油	857	1.3%	5.20	102.7	30.2	20.2	0.68	0.67	0.66	1.3%	2.6%	2.5%
中国神华	1088	0.7%	19.08	12.9	7.4	8.2	1.09	1.04	0.97	2.8%	5.3%	4.8%
公用		4.8%										
中电控股	2	1.6%	79.35	15.5	15.6	15.1	1.97	1.91	1.79	3.5%	3.6%	3.8%
香港中华煤气	3	1.4%	14.80	27.8	27.6	26.2	3.66	3.43	3.31	2.1%	2.4%	2.5%
电能实业	6	1.0%	66.50	22.1	18.9	18.2	1.31	1.40	1.40	4.1%	8.0%	4.3%
长江基建集团	1038	0.5%	68.20	17.7	17.0	15.8	1.83	1.64	1.58	3.3%	3.5%	3.7%
华润电力	836	0.3%	15.14	9.3	15.0	9.2	1.04	1.04	0.98	5.8%	5.6%	5.7%
综合类		4.0%										
长和	1	2.9%	98.25	11.5	11.0	10.0	0.93	0.86	0.81	2.7%	2.9%	3.2%
中信股份	267	0.7%	11.18	7.4	6.3	6.6	0.62	0.63	0.59	3.0%	3.2%	3.6%
太古股份	19	0.4%	74.65	11.0	15.1	15.0	0.48	0.50	0.49	2.8%	2.9%	3.4%
消费品		4.0%										
吉利汽车	175	1.5%	27.45	40.8	23.0	17.0	7.42	6.39	4.86	0.4%	0.9%	1.3%
万洲国际	288	0.8%	7.70	13.9	13.3	12.1	2.12	2.06	1.88	3.4%	3.3%	3.8%
蒙牛乳业	2319	0.7%	20.50	-90.9	28.1	20.6	3.15	3.03	2.74	0.5%	0.9%	1.2%
恒安国际	1044	0.6%	75.85	21.6	20.4	19.0	5.08	4.82	4.44	3.0%	3.2%	3.4%
中国旺旺	151	0.5%	6.21	18.7	20.9	20.2	5.14	0.73	0.65	15.5%	1.9%	2.0%
消费服务		3.3%										
银河娱乐	27	1.5%	55.70	38.2	26.0	23.4	4.73	4.63	4.07	0.0%	1.1%	1.3%
金沙中国	1928	1.0%	36.25	30.6	24.3	21.3	10.39	8.38	9.01	5.5%	5.6%	5.6%
港铁公司	66	0.9%	45.35	26.6	27.7	28.3	1.76	1.90	1.86	2.4%	6.8%	2.5%
工业		0.3%										
招商局港口	144	0.3%	20.50	12.2	12.9	13.1	0.92	0.92	0.88	4.2%	8.5%	3.7%
加权平均				15.2	13.3	12.2	1.54	1.27	1.19	3.5%	3.4%	3.3%

舜宇光学(2382 HK)、碧桂园(2007 HK)由 2017 年 12 月 4 日起获纳入恒生指数

资料来源：彭博、招银国际，截至 2017 年 11 月 17 日

恒生国企指数成份股估值

恒生国企指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率			市账率			股息率		
				去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测
金融 72.5%												
工商银行	1398	10.0%	6.19	6.6	6.6	6.2	0.93	0.89	0.81	4.5%	4.5%	4.7%
建设银行	939	10.0%	6.81	6.1	6.0	5.6	0.86	0.84	0.76	4.8%	5.0%	5.3%
中国平安	2318	10.0%	78.85	16.4	16.5	14.1	2.73	2.69	2.36	1.1%	1.5%	1.8%
中国银行	3988	9.9%	3.78	5.4	5.5	5.1	0.68	0.66	0.60	5.2%	5.5%	5.9%
中国人寿	2628	6.5%	26.85	30.8	21.6	18.9	2.09	1.98	1.83	1.1%	1.7%	1.9%
招商银行	3968	3.8%	31.30	9.7	9.6	8.6	1.53	1.48	1.31	2.8%	3.1%	3.5%
农业银行	1288	3.3%	3.62	5.3	5.3	4.9	0.75	0.73	0.66	5.5%	5.7%	6.0%
中国太保	2601	2.9%	38.95	24.1	20.6	16.6	2.28	2.13	1.93	2.1%	2.4%	2.9%
中国财险	2328	2.5%	15.68	10.1	9.0	8.4	1.54	1.43	1.26	2.3%	2.7%	3.0%
交通银行	3328	1.7%	5.82	5.3	5.4	5.2	0.61	0.59	0.54	5.5%	5.4%	5.8%
中信银行	998	1.6%	5.02	5.0	5.0	4.8	0.58	0.55	0.50	5.0%	5.0%	5.1%
中信银行	1988	1.5%	7.51	4.8	4.8	4.7	0.64	0.62	0.56	4.4%	4.1%	4.2%
海通证券	6837	1.3%	11.66	14.6	13.2	11.3	1.01	0.97	0.91	2.2%	2.4%	2.8%
新华保险	1336	1.2%	53.55	29.2	23.0	17.6	2.30	2.18	1.97	1.1%	1.2%	1.5%
中信证券	6030	1.1%	16.82	16.8	15.6	13.6	1.18	1.16	1.09	2.5%	2.1%	2.4%
中国人民保险集团	1339	1.0%	4.06	9.5	8.6	8.2	1.10	1.01	0.90	1.0%	1.0%	0.8%
华泰证券	6886	0.9%	16.16	15.9	14.4	12.3	1.14	1.12	1.04	3.6%	3.0%	3.3%
中国邮政储蓄银行	1658	0.9%	4.44	6.8	6.8	6.0	0.88	0.79	0.71	2.0%	2.6%	2.9%
中国信达	1359	0.9%	2.91	5.7	5.3	4.6	0.66	0.68	0.61	5.2%	5.5%	6.1%
广发证券	1776	0.8%	16.08	12.6	11.8	10.2	1.29	1.22	1.14	2.6%	2.8%	3.3%
中国银河	6881	0.8%	6.40	10.6	10.4	9.3	0.88	0.84	0.78	3.0%	2.8%	3.2%
能源 10.7%												
中国石化	386	4.9%	5.48	10.2	10.8	10.4	0.79	0.77	0.74	5.4%	5.6%	5.9%
中国石油	857	3.8%	5.20	33.5	30.0	20.4	0.68	0.67	0.66	1.3%	2.6%	2.5%
中国神华	1088	2.1%	19.08	7.2	7.4	8.2	1.09	1.04	0.97	2.8%	5.3%	4.8%
地产建筑 5.2%												
中国交建	1800	1.3%	8.80	6.8	6.5	5.8	0.72	0.70	0.64	2.6%	3.0%	3.4%
海螺水泥	914	1.3%	35.05	13.2	11.8	11.3	1.97	1.82	1.64	1.7%	3.0%	3.1%
万科	2202	1.2%	28.10	11.5	9.8	8.1	2.34	2.00	1.73	3.3%	4.2%	5.1%
中国中铁	390	0.8%	5.87	8.3	7.8	7.0	0.84	0.78	0.71	1.8%	2.1%	2.3%
中国铁建	1186	0.6%	9.11	7.1	6.7	6.1	0.78	0.73	0.66	2.1%	2.4%	2.6%
消费 6.5%												
比亚迪	1211	1.5%	68.70	40.5	35.2	23.6	3.17	2.94	2.67	0.9%	0.5%	0.7%
广汽集团	2238	1.4%	20.70	13.2	10.8	9.0	2.30	2.09	1.78	1.7%	2.6%	3.3%
国药控股	1099	1.3%	31.50	15.1	14.7	13.0	2.25	1.98	1.78	1.9%	2.0%	2.3%
长城汽车	2333	0.9%	8.88	8.5	12.3	8.5	1.48	1.36	1.22	4.6%	2.6%	3.6%
东风集团股份	489	0.9%	9.99	5.4	5.4	5.2	0.71	0.66	0.59	2.7%	2.9%	3.1%
中国国航	753	0.5%	8.18	13.2	11.4	10.9	1.24	1.16	1.06	1.7%	1.8%	1.9%
公用 1.5%												
中广核电力	1816	0.8%	2.16	8.5	9.4	9.1	1.39	1.31	1.19	2.8%	3.4%	3.4%
华能国际	902	0.8%	5.39	26.2	29.6	9.5	0.85	0.87	0.81	6.3%	1.9%	5.1%
工业 1.8%												
中国中车	1766	1.1%	7.15	16.5	14.8	12.8	1.45	1.48	1.38	3.6%	2.6%	3.0%
中车时代电气	3898	0.8%	44.05	17.4	15.2	13.1	2.62	2.44	2.12	1.2%	1.3%	1.5%
电讯 1.7%												
中国电信	728	1.7%	3.85	14.3	13.1	11.7	0.83	0.81	0.77	2.9%	3.1%	3.4%
加权平均				9.2	8.8	8.1	1.07	1.03	0.94	3.6%	3.5%	3.8%

广汽集团(2238 HK)由 2017 年 12 月 4 日起获纳入国企指数

资料来源：彭博、招银国际，截至 2017 年 11 月 17 日

免责声明及披露

分析员声明

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

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

招银证券投资评级

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

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

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

重要披露

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

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

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

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