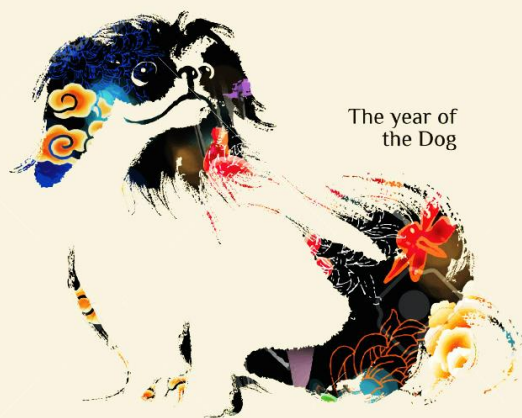




The year of
the Dog



牛市持續

恒指目標 35,000

招銀國際年度策略報告

招財
日報



睿智
投資

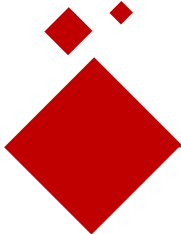
市場
策略



宏觀
經濟

目錄

宏觀與策略.....	2
宏觀視角.....	3
2018 年中國經濟展望.....	7
2017 年市場回顧.....	18
2018 年市場展望及投資策略.....	23
行業分析.....	33
TMT 板塊-優於大市.....	34
中國醫藥板塊-優於大市.....	55
中國新能源板塊-優於大市.....	63
中國消費板塊-優於大市.....	76
中國機械及設備板塊-優於大市.....	96
中國證券業板塊-優於大市.....	104
中國銀行業板塊-同步大市.....	112
中國保險業板塊-同步大市.....	125
中國房地產服務板塊-同步大市.....	138
中國房地產板塊-落後大市.....	147
行業首選股份.....	154
附錄：大差價 A/H 股	
附錄：恒指及國指估值表	



宏觀與策略



宏觀視角

首席經濟學家：丁安華 - dinganhua@cmbi.com.hk

秉燭觀險：低波幅增長和高估值資產

年近歲末，我們需要對當下全球和中國經濟形勢以及資本市場態勢做個基本的判斷。梳理一下關於全球增速、經濟波動和資產估值等重要指標所處的位置，在此基礎上為未來找出方向。

關於增長：溫和而同步的復蘇

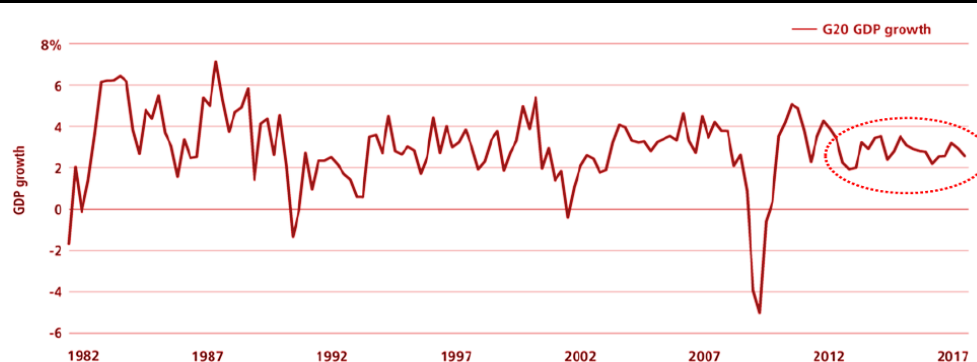
首先，讓我們分析一下全球經濟處於一個怎樣的時代。我們都知道，“次貸”危機之後全球經濟進入漫長而痛苦的調整時期，先是衰退，而後是疲軟的復蘇。從危機爆發到現在已經十年了，最困難時候是 2009 年，當年全球排名前 45 位的主要經濟體，其中大約 35 個處於經濟收縮的狀態。經過長時間的調整，到了 2017 年這 45 個國家或地區的經濟或處於穩定增長或處於加速增長狀態。中國經濟增長從去年 6.7% 的位置回升至今年的 6.8%，增速下滑的勢頭得到遏制；美國的經濟增長從去年的 1.5% 上升到今年第三季度的 3%，全年增長可能超過 2.2%；歐元區的經濟復蘇勢頭明顯，前幾年備受主權債務危機困擾的西班牙、義大利均實現超出預期的增長，歐元區今年可能實現 2% 以上的增長；日本經濟復蘇勢頭穩健，連續多個季度錄得正增長，安倍可能成為戰後最長任期首相。在這種背景下，IMF 今年已經連續三次上調對世界經濟的預測，全球各大經濟體處於同步增長的態勢。這是當前全球經濟大勢的一大特徵。

第二，我們來看看中國經濟的表現。在週邊需求同步復蘇的背景下，刺激中國的出口從去年的負增長恢復到今年實現 8% 左右的正增長（按美元計），這無疑是拉動中國經濟增長的一個重要外部因素。同時，中國經濟的內在因素也在改善，強而有力的行政手段推動供給側“去產能”取得成效，週期行業的集中度和產能利用率上升，盈利和資本回報水準明顯改善；實體部門結束長達 54 個月的通縮，工業企業資產負債率下降，償債能力提升。“十九大”描繪的美好願景鼓舞人心，不斷刺激市場情緒，各大機構紛紛上調明年的經濟展望，預計中國經濟可望保持穩定增長。

關於波幅：增速的波幅可能是歷史上最低的時期之一

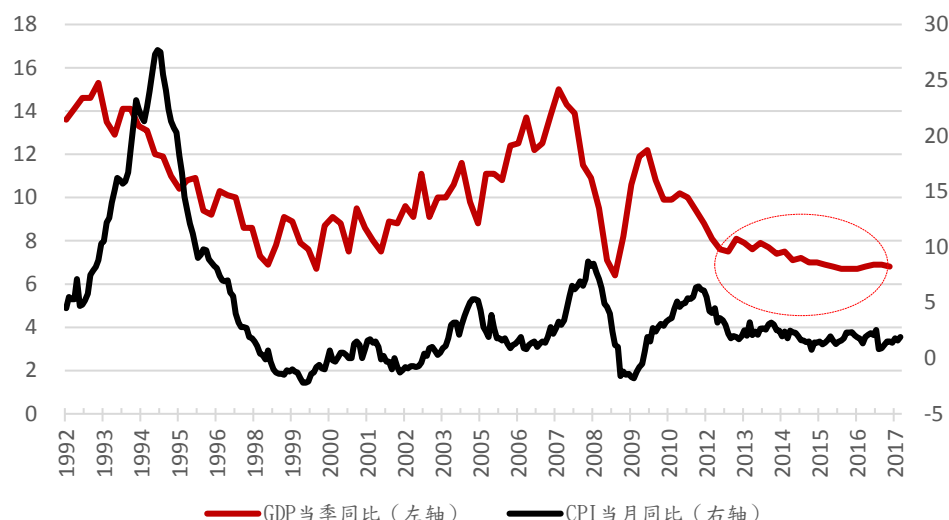
仔細觀察，我們會發現一個有趣的現象，就是無論從全球的角度還是中國的情況來看，經濟增長速度的波動似乎被某種神秘的力量控制住了。過去五年，G20 國家的總體增長水準被框定在 3% 上下的一個狹小區間，這是有記錄以來最低的波幅水準；而中國的情況就更加明顯，2013 年以來經濟增速自 8% 以下形成一條幾乎沒有波幅的非常平滑的“微笑曲線”，更為史上僅見之奇觀。全球經濟低波幅與中國經濟的平滑換擋是相互關聯的，畢竟中國貢獻全球增長的三分之一。

圖 1: 全球經濟增長波幅處於歷史低位



資料來源：PIMCO、IMF、招銀國際

圖 2：中國經濟增速出現一條平滑的“微笑曲線”



資料來源：萬得、招銀國際

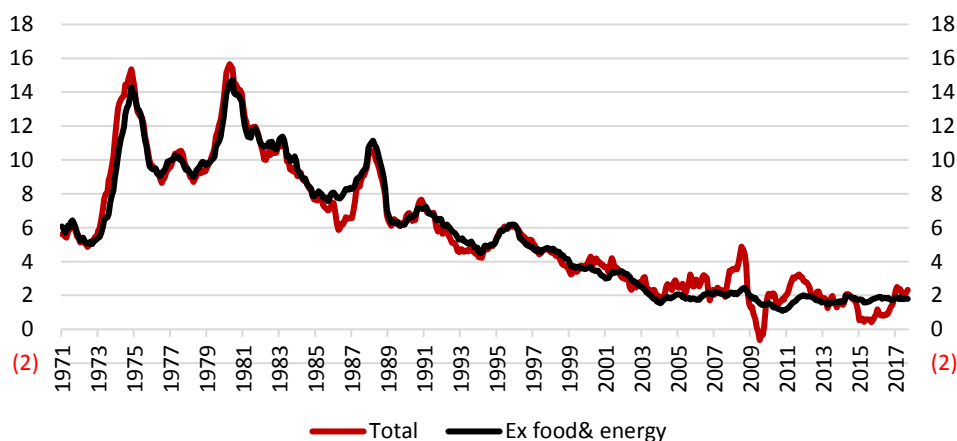
簡單而言，全球經濟的同步增長從正面說是溫和的，從負面說卻是乏力的。更重要的是，目前的增長速度上也上不去，下也下不來，處於一種低波幅的“平衡”狀態。這種情況是怎樣形成的？它會持續下去嗎？什麼力量會打破這種同步、乏力而低波幅的增長格局？這是我們需要回答的問題。

關於通脹：為何還如此之低呢？

從更大範圍和更長時間的視角觀察，我們可能進入了一個長期的低通脹時期。從全球看，上一次與嚴重通脹作鬥爭的是保羅·沃爾克（Paul Volcker）時期，他在上世紀八十年代出任美聯儲主席時採取嚴厲的加息手段對付通貨膨脹。自此之後，發達國家包括美國的消費品物價指數（CPI）就進入了一個長期的下行通道。

圖 3：OECD 消費價格指數處於長期下行軌道

OECD CONSUMER PRICE INDEX
(yearly percent change)



資料來源：OECD、招銀國際

金融危機之後，全球各大央行均採取了進取的、非傳統的量化寬鬆政策工具，其目的就是希望壓低長期利率、刺激資本投資，拉動經濟增長。從貨幣主義的框架看，量化寬鬆政策的一個預期結果是通脹水準上升。然而，事與願違。經濟的確實現了增長，就業到達自然充分水準，而工資上漲乏力、通脹遲遲起不來。對於這種現象經濟學家和貨幣政策制定者深感困惑，各大央行為了實現 2% 的通脹目標可以說是殫精竭慮，費盡思量。如此低的通

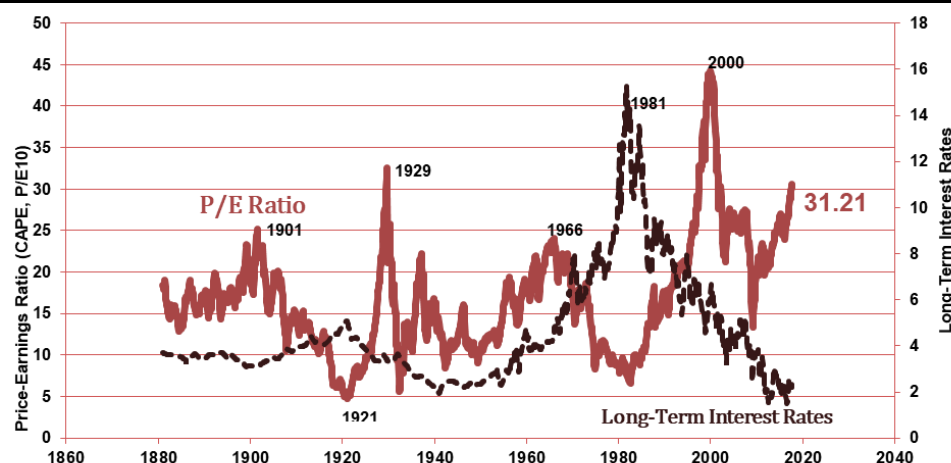
脹水準導致貨幣政策的“鷹派”與“鴿派”理念分歧加大，政策的不確定性成為當前資本市場的心頭之患。

可以觀察到近年來的一個有趣的現象，無論是學術模型還是市場預期，常常與實際通脹資料之間出現系統性的偏差。密西根大學消費者預期指數模型 2008 年以來的通脹預測效果就很差，長期高估通脹走勢。對華爾街的投行分析師和基金經理的通脹預測調查也是如此，實際通脹長期低於市場預期。如何解釋通脹水準在量化寬鬆政策背景下長期處於低位，成為一個難題。

關於資產價格：從歷史的角度看處於高估值水準

全球各大央行採取的激進的量化寬鬆政策，並沒有帶來消費價格通脹，但是以股票為代表的資產價格卻開始變得很貴。以美國標普 S&P500 的估值來看，從羅伯特·希勒（Robert Shiller）所提供的經週期調整的市盈率（CAPE Ratio）曲線觀察，目前的 P/E 水準已超過 31 倍，高於歷史均值（17 倍）一個標準差以上，這說明資本市場的權益資產是昂貴的。今年以來，全球主要股市指數均實現上漲，恒生指數上漲 28%，標普 500 上漲 15%，德國 DAX 指數上漲超過 13%，日經指數上漲 11%；上證指數和英國富時 100 指數上漲幅度也超過 9%。其它主要資產價格（房地產和大宗商品）大都錄得不錯的漲幅，例如銅鋁鋅鉛價格上漲幅度都在 20% 以上，銅價上漲 27%。

圖 4：標普 500 指數經週期調整的市盈率（CAPE Ratio）



資料來源：Robert Shiller、標普、招銀國際

儘管全球股市暢旺，股票估值也不便宜，投資者的風險意識卻嚴重不足。11 月份美國股市的隱含波動率 VIX 曾經低於 10，上一次處在如此之低的位置正是 2007 年金融風暴之前。VIX 指數的啟示在於通過期權對沖來觀察投資者的風險意識，當 VIX 上行就意味著投資者對股市前景感到憂慮而在期權市場進行對沖，反映他們存在某種焦慮或風險意識。當 VIX 下跌時就意味著市場對於風險逐漸失去警覺，投資者不再焦慮。歷史告訴我們，VIX 在 10 附近說明風險可能被錯誤低估。

資產價格上漲而消費價格不漲，這種現象應該帶給我們更多的思考。盯住消費價格通脹的貨幣政策目標，面臨嚴重的挑戰。

風險來源於何處？黑天鵝與灰犀牛

然而，這種低波幅增長和高估值資產并存的狀況可能不會持續太久，全球資本市場目前處於一種典型的“弱勢平衡”，需要小心應付。一方面，長期的低波幅和高估值會逐漸消磨投資者的風險意識，容易使人們失去警覺。另一方面，任何出人意料的變化都可能導致弱勢平衡的打破和資產價格的重估，甚至出現市場踩踏現象。古人雲：“安者非一日而安也，危者非一日而危也，皆以積漸然，不可不察也。”（《漢書·賈誼傳》）

圖 5：美國股市的隱含波動率（VIX）處於極低位置



資料來源：StockCharts、招銀國際

什麼事件可能會成為打破這種弱勢平衡？誰是黑天鵝？誰是灰犀牛？短期看，通常年底會出現“粉飾櫥窗”和“鎖定盈利”兩個相反方向的操作，後者可能是今年的主流，畢竟 2017 年有個好收成。可以預見年底市場波動會加劇。展望明年，就目前的觀察，風險因素可能來自幾個方向。一是全球地緣政治風險，總體而言是朝著緊張的方向發展，衝突爆發時點難以預料，具有黑天鵝特性，在此不表。二是貨幣政策不確定性的風險，在退出量化寬鬆、縮表和加息的過程中，全球各大央行的如何加強溝通協調引導市場預期實在“費煞思量”，特別是在經濟溫和增長與通脹略低於央行合意水準的尷尬區域。貨幣政策的演變具有不確定性，鷹派過於激進可能損害充分就業，鴿派裹足不前可能會導致通脹重臨。三是選民逐漸對傳統政治人物失去信心，西方另類政治領袖崛起，可能對全球化進程造成衝擊。四是特朗普的稅改成敗可能影響全球資金流動。總之，任何超預期變化都可能產生“蝴蝶效應”，導致資產價格重估。

從過去十年的實踐來看，極端寬鬆的貨幣政策應對金融危機尚算合格，但在促進經濟增長和實現充分就業方面成效不彰。一個可以預見的變化是，全球範圍出現擯棄自由市場教條的傾向，“東風”壓倒“西風”，政府開始伸出“有形之手”，經濟政策轉向供給側（減稅）和財政工具（基礎設施投資），貨幣政策在回歸正常化的過程中，讓出主角的位置。

2018 年中國經濟展望

首席經濟學家：丁安華 - dinganhua@cmbi.com.hk
宏觀經濟師：丁文捷，博士 - dingwenjie@cmbi.com.hk

揚帆但信風

梗概：“新時代”聚焦“品質、效率、動力”。回望即將結束的 2017 年，世界經濟逐漸駛入復蘇通道，中國經濟也顯示出較強的韌性，前三季度經濟總量實現 6.9% 的增速（我們預計全年增速 6.8%），經濟結構得到進一步優化。十九大於 10 月份順利召開，中國特色社會主義新時代的提出和主要矛盾的重新定義，可以說從政治理論的高度指明了未來中國發展的目標和方向。未來經濟的可持續增長取決於“品質、效率、動力”三方面的變革，而這三方面的變革也將塑造出中國經濟更強的韌性。

展望 2018 年，中國經濟仍將面臨方式轉變、結構調整、動能轉換的挑戰，下行壓力不減。消費增速預計保持穩健，歸因於收入的持續增長、消費升級需求、新消費業態和模式（線上線下加速融合）、消費信貸的指數級增長以及鼓勵消費的政策支持等。預計投資增速穩中趨緩，基建投資企穩，製造業投資有望在“製造強國”戰略加速落地、鼓勵研發的背景下回升，房地產投資料略有下降。預計明年通脹回升，CPI 在服務價格帶動下預計增速在 2.0% 以上，一定程度上會限制貨幣政策的操作空間。政策方面，“貨幣政策+宏觀審慎”雙支柱調控框架日漸清晰，繼續關注金融穩定相關的監管措施，貨幣政策穩健中性基調不變，存在邊際收緊的可能性。供給側結構性改革仍將作為主線。

明年的不確定性和下行風險主要包括，（1）房地產市場降溫幅度超預期、政府對“租售並舉”等長效機制的政策支持不及預期；（2）基建投資繼續下行；（3）金融監管加強、貨幣政策邊際收緊力度超預期。

浩渺行無極，揚帆但信風。站在辭舊迎新的節點，我們期待中國經濟繼續以勒克艱，期盼供給側結構性改革的貫徹和實施繼續言出必踐、只爭朝夕。

圖 6：2018 年中國主要經濟指標預測

	2014A	2015A	2016A	CMBIS 2017E	CMBIS 2018E
實際 GDP（同比增速，%）	7.3	6.9	6.7	6.8	6.7
規模以上工業增加值（同比增速，%）	8.3	6.3	6.0	6.7	6.6
城鎮固定資產投資（累計同比增速，%）	15	9.9	8.1	7.3	7.5
社會零售消費品總額（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（以美元計，同比增速，%）	6.1	-2.6	-7.7	7.2	6.9
進口（以美元計，同比增速，%）	0.4	-14.4	-5.5	15.8	10.5
貿易順差（十億美元）	383	600	510	410	372
廣義貨幣供應量 M2（期末同比增速，%）	12.2	13.3	11.3	9.5	9.3
新增人民幣貸款（十億元人民幣）	9,781	11,720	12,650	13,292	13,824
社會融資規模增量（十億元人民幣）	16,413	15,289	17,710	19,073	20,313
1 年期存款基準利率（%，期末值）	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50
1 年期貸款基準利率（%，期末值）	5.6	4.35	4.35	4.35	4.35
大型金融機構存款準備金率（%，期末值）	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0
USD/CNY 即期匯率（期末值）	6.21	6.49	6.95	6.70	6.75

資料來源：國家統計局、中國人民銀行、海關總署、萬得、彭博、招銀國際預測

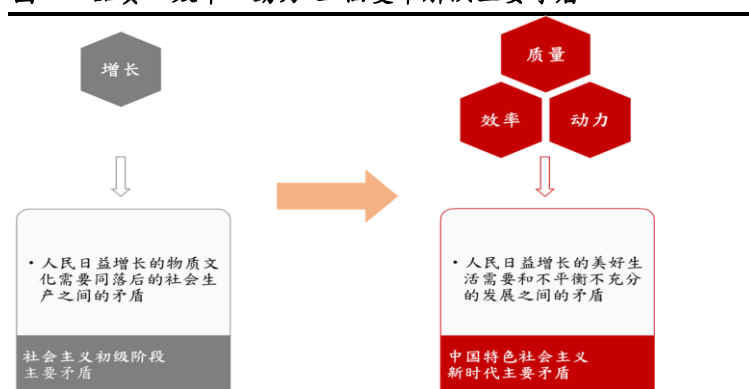
一. 中國經濟增長展望：聚焦品質、效率、動力

“品質、效率、動力”三個變革推動經濟發展

十九大報告提出中國特色社會主義進入“新時代”，面臨的主要矛盾也從原先“人民日益增長的物質文化需要同落後的社會生產之間的矛盾”轉變為“人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分的發展之間的矛盾”，解決主要矛盾的對策也相應由推動經濟總量增長轉變為推動經濟發展“品質變革、效率變革和動力變革。”注意到十九大報告並未延續或重申十八大報告中提及的 GDP 和人均收入“兩個翻番”目標，繼續弱化對於 GDP 的量化目標。

“新時代”的提出和主要矛盾的改變，從政治理論的層面明確定義了中國經濟在新時代、新常態下主要的發展目標和方向。我們認為未來幾年中國經濟將以供給側改革為主線，聚焦“品質、效率、動力”三個變革帶來的發展機遇。2018 年，我們最為看好製造強國、消費升級等戰略進一步落地帶來的投資機會。

圖 7：“品質、效率、動力”三個變革解決主要矛盾



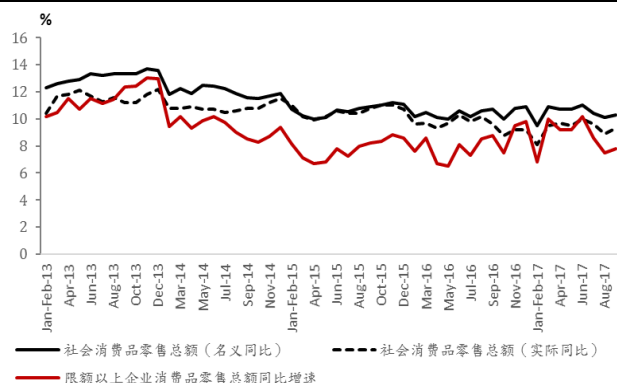
資料來源：十九大報告、招銀國際

消費：增速穩、模式新、升級快

消費不僅擔當了經濟增長的主要動力，在經濟結構升級方面也表現搶眼。近年來，消費增速持續超過投資和 GDP，實際增速超過 7%，名義增速超過 9%。我們預計 2018 年中國消費將維持強勁，主要受到以下幾大趨勢的影響：（1）消費升級需求，新業態和新商業模式豐富供給結構，線上線下加速融合；（2）居民收入不斷增長；（3）消費相關政策不間斷，尤其激勵服務性消費行業的壯大；（4）移動支付普及、消費信貸蓬勃發展。

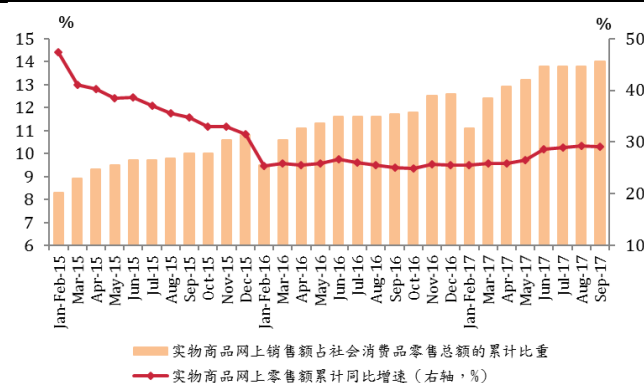
業態和模式升級、線上線下加速融合。統計局按月公佈的資料顯示，2017 年前三季度社會消費品零售總額同比名義增長 10.4%，與 2016 年全年增速持平，顯示出商品消費保持平穩增長。網購無疑是近年的亮點，AI 和大資料技術的運用提升消費體驗、挖掘消費潛力，不斷打開互聯網消費的“天花板”。實物商品網上銷售額維持 25% 以上的同比增速，在社會消費品零售總額中的佔比已達到 14%。從商業模式上，也實現了從互聯網消費異軍突起到如今線上線下加速融合、相互促進的演變。我們從微觀的行業和企業資料能夠觀察到，2017 年部分實體店（尤其是專業店、專賣店）的銷售也告別寒冬，實現同店增長。

圖 8：社會消費品零售總額



資料來源：萬得、招銀國際

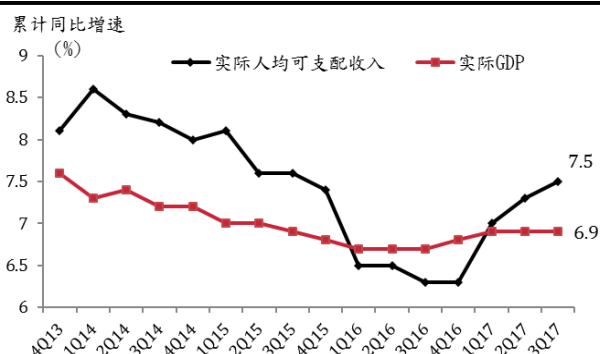
圖 9：實物商品網上銷售



資料來源：萬得、招銀國際

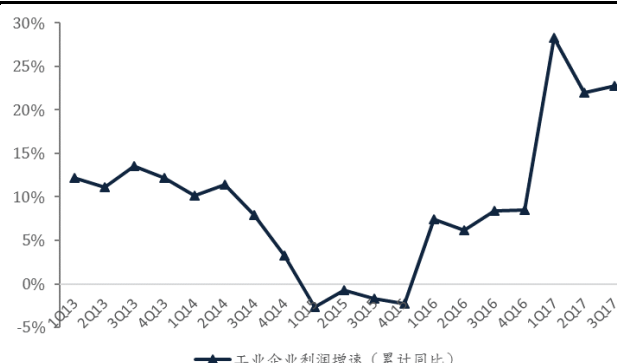
收入增長是消費穩進的最重要助推因素。2017 年前三季度人均可支配收入實際增長 7.5%，實現連續三個季度超過經濟總量的增速。我們預計 2018 年收入增長仍將維持 7.0% 以上的增速，因為各項就業指標表現平穩、企業利潤穩步上升，將為收入上漲提供持續動力。就業方面，2013-2016 年城鎮新增就業年均 1,300 萬人以上，城鎮調查失業率基本穩定在 5.0% 左右，今年 9 月份為 4.83%，為自 2012 年以來最低；製造業及非製造業 PMI 從業人員指數穩中略升。工業企業利潤出現加速上漲，2017 前三季度規模以上工業利潤總額同比增長 22.8%，可能會對工業企業從業人員的工資收入產生正面影響。

圖 10：人均可支配收入增速快於 GDP 增速



資料來源：萬得、招銀國際

圖 11：工業利潤增速

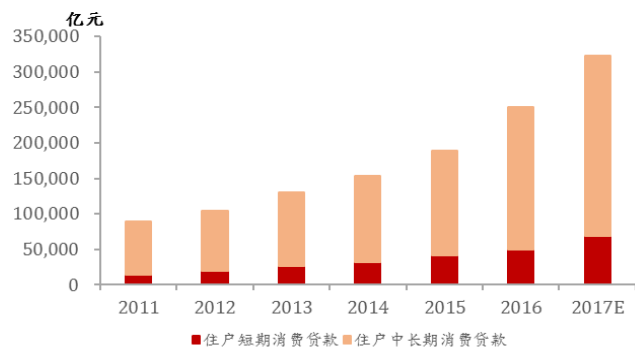


資料來源：萬得、招銀國際

政策層面：繼續鼓勵、服務消費亮點多。近年來，各種鼓勵消費的政策可謂層出不窮，不僅有刺激需求端的，如降低小排量汽車購置稅，也有發力於供給端的，如國務院已決定將跨境電商監管過渡期政策再延長一年至 2018 年底。跨境電商不僅形成了外貿增長的新亮點，也通過引進國外好商品好品牌豐富了國內的消費供給，有力地引導境外消費回流。此外，服務消費異軍突起，北京等多省市服務型消費額增速快於社會消費品零售額。在 2016-2017 密集政策孵化下以及發改委《服務業創新發展大綱（2017-2025 年）》的指引下，服務消費供需失衡的狀況將得到進一步改善，旅遊、文化、體育、健康、養老、教育培訓等領域的新興服務消費發展將加速。

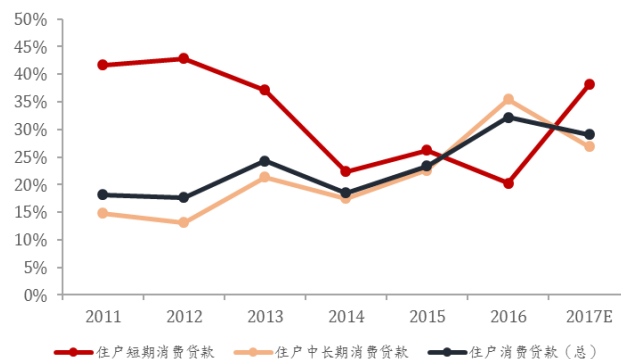
信貸驅動消費，移動支付、互聯網消費金融培育新增長點。作為萬億規模的藍海領域，中國消費金融市場發展迅速，（居民）消費信貸餘額從 2011 年底的 8.9 萬億元增長到 2016 年的 25 萬億元，佔金融機構信貸餘額也從當期的 16.2% 上升到 25.7%。但剔除以房貸為主的中長期消費信貸後，短期消費信貸佔 GDP 的比重預計 2017 年僅為 8.5% 左右，從宏觀杠桿的角度看，短期消費信貸滲透率具備提升空間。此外，移動支付快速普及於各類場景，移動支付產品越來越多樣化；互聯網現金貸、分期付款等消費金融產品迅速崛起，均為短期內信貸驅動消費的增長點，當然後者的發展進程取決於互聯網金融監管的態度。

圖 12：消費信貸增長迅猛，料 2017 年突破 6.8 萬億元



資料來源：萬得、招銀國際預測

圖 13：短期消費貸增速於 2017 年回升



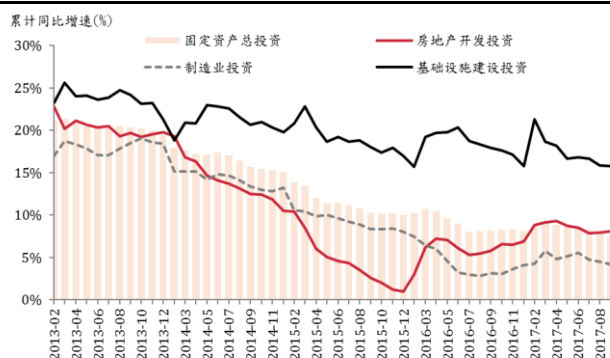
資料來源：萬得、招銀國際預測

2018 年消費增速面臨的主要下行風險：（1）房地產銷售及相關活動放緩減少與住房相關的產品銷售；（2）收入增速不及預期；PPI 增速放緩、工業和企業利潤漲幅放緩，對工業企業尤其是週期性行業員工的名義收入的提振效果減弱；（3）經濟結構轉換、供給側改革短期內拖累就業，但從 2017 年去產能的實際經驗來看，員工安置平穩推進，出現大規模裁員、就業難的可能性較小。

投資：有望保持穩健增長

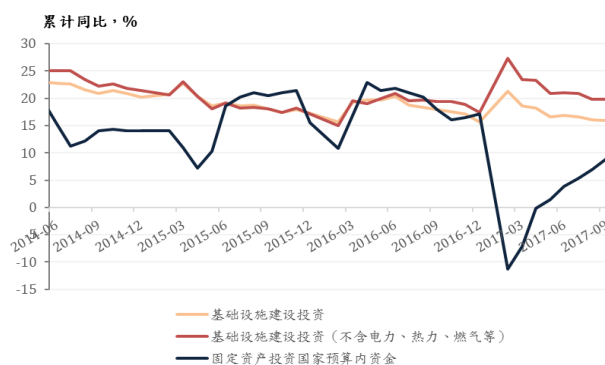
基建投資有望高位企穩。2017 年前三季度基建投資（不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業）同比增長 19.8%，較去年同期提升 0.4 個百分點，但較上半年降低 1.3 個百分點；基建投資全年呈現高位下行態勢，9 月份有所企穩。我們預計 2018 年基建投資將高位企穩，保持 15%-20% 的同比增速，主要支撐因素有以下幾點：（1）十九大會議後、部分地方政府換屆，政治格局和政策方向更為明朗，地方政府投資方向更為清晰，今年由於政策觀望積壓的基建投資需求可能在明年得到釋放；（2）2017 年 PPP 專案合規監管加強，但三季度落地顯著提速，訂單快速放量，該趨勢有望延續到明年；（3）固定資產投資國家預算內資金增速開始回升，該指標對於判斷基建投資具有一定的領先意義。

圖 14：2017 年固定資產投資增速緩中有降



資料來源：國家統計局、萬得、招銀國際

圖 15：2018 年基建投資增速料保持穩健

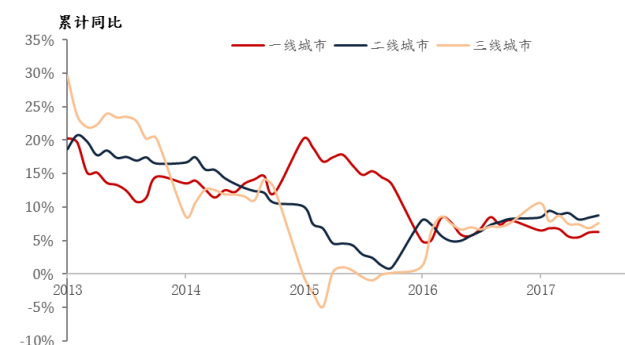


資料來源：萬得、招銀國際

盈利改善、“製造強國”政策提振製造業投資。2017 年前三季度製造業投資 14.1 萬億元，同比增長 4.2%，增速較上年同期加快 1.1 個百分點。2017 年以來，隨著供給側改革深入推進，國內和全球經濟復蘇勢頭進一步確立，同時，“三去一降一補”等結構性政策的實施使市場供求關係更為平衡，製造業盈利明顯改善，資產負債表更為健康。2017 年前三季度製造業營業收入同比提升 12.3%，利潤總額同比增長 19.6%，資產負債率由 54.7% 下降至 54.2%。製造業可謂進入了復蘇和擴張的新週期，盈利品質提升和企業現金流改善有望提振製造業投資。此外，十九大後將在細分領域出臺密集政策出臺貫徹“製造強國”戰略，如深化“互聯網+先進製造業”發展工業互聯網等，也將激勵製造業企業加大投資，尤其是高技術產業、裝備製造業等中高端領域投資。

政府主導新增量，房地產投資不會大幅下滑。在調控不斷升級的背景下，房地產投資增速並未出現“滑鐵盧”，2017 年前三季度同比增長 8.1%，比上年同期加快 2.3 個百分點。究其原因，我們認為主要是本輪的房地產調控在範圍上並不是“一刀切”，而是因城因地施策，特別是在一線城市供需矛盾突出的地方，通過加大住宅用地供應解決房地產市場的主要矛盾；在調控方式上，也不是一味限制需求，而是堅持分類調控，在抑制投機需求的同時，引導和保障合理自住需求。展望 2018 年，房地產開發投資下行壓力會增大，前期商品房銷售下滑的負面影響會逐漸傳導到投資端。但我們認為房地產投資下行的幅度不會太大，主要原因有以下兩方面：（1）2017 年房地產企業土地購置面積增速仍較快，（2）政府在建立多主體供給、多管道保障、租購並舉的住房制度的過程中，會培育出租賃住房、共有產權房等新增長點和新投資風口，而這些新投資增量將彌補商品房投資可能出現的下滑。

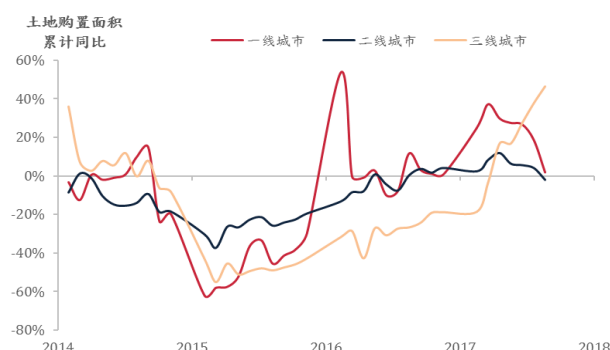
圖 16：房地產開發投資增速



資料來源：國家統計局、萬得、招銀國際

*注：基於統計局 40 個大中城市樣本

圖 17：土地購置面積累計同比增速



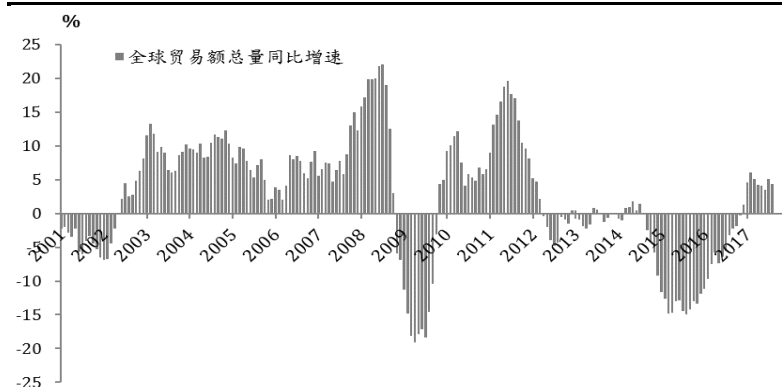
資料來源：國家統計局、萬得、招銀國際

*注：基於統計局 40 個大中城市樣本

進出口料穩健增長，人民幣穩中略降

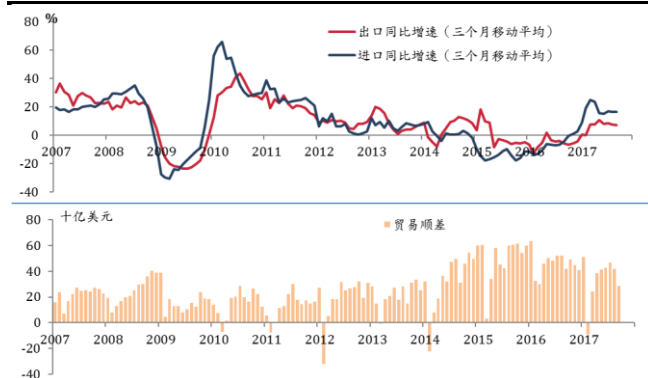
內外需增長保持穩定，進出口有望穩健增長。新一輪全球經濟復蘇勢頭正在形成，並且復蘇的範圍覆蓋各主要經濟體。在中國、日本、美國及亞洲新興市場經濟體週期性回升加快的情況下，IMF 在今年 10 月發佈的《世界經濟展望》報告中將全球經濟增長預測從 3.6% 調升至 3.7%。在經濟復蘇的帶動下，全球貿易增速 2017 年由負轉正。預計 2018 年外需增長保持穩定，人民幣升值壓力不大，中國出口有望維持穩健增長。進口增速料大於出口增速，貿易順差收窄；進出口佔 GDP 的比重可能出現進一步下降（2016 年為 2.2%）。

圖 18：全球貿易進入復蘇軌道



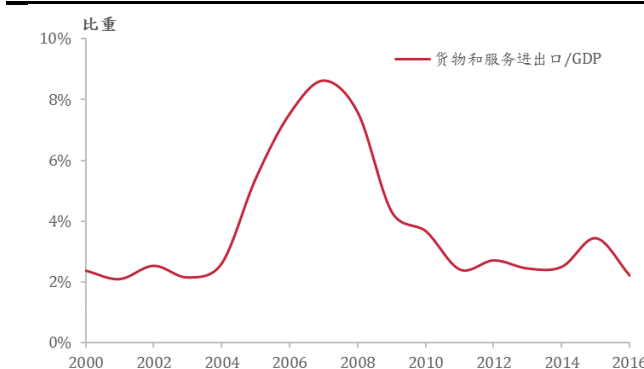
資料來源：CPB World Trade Monitor、招銀國際

圖 19：預計 2018 年進出口維持穩健增長



資料來源：CPB World Trade Monitor、招銀國際

圖 20：進出口在 GDP 中的佔比降低



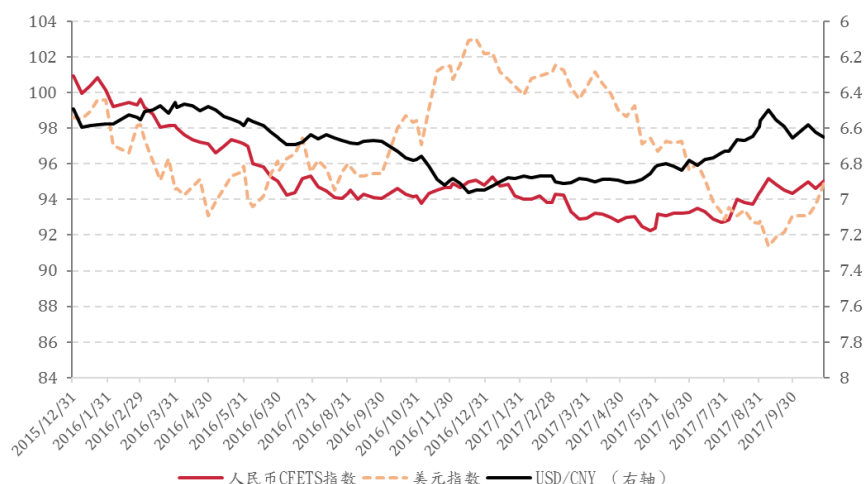
資料來源：萬得、招銀國際

中美貿易合作升級，有助縮小貿易順差。11 月特朗普訪華，中美在經貿合作領域成果豐碩，尤其是在在擴大進口和市場准入方面取得較大進展，簽署的商業合同和雙向投資協定涉及總金額超過 2535 億美元。其中，與能源相關的專案超過 1600 億元，佔比約 65%，一定程度上將兩國的能源關係從競爭推向合作；尤其是加大能源與農產品進口，有助於縮小中美貿易順差。此外，在開放金融、新能源汽車等領域市場准入方面，也取得突破性進展，將兩國經貿合作推向新高度。

人民幣匯率料穩中略降。今年以來，由於美元大幅走弱，人民幣相對美元略有升值，匯率由去年底 6.95 升至 6.65 左右；代表兌一攬子貨幣匯率水準的人民幣 CFETS 指數則於年中下探後回到年初 95 左右的位置。自中間定價模型引入“逆週期因數”後，人民幣匯率彈性進一步增強，雙向波動格局得到延續。十九大報告重申“深化人民幣匯率市場化改革，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定”的定調，但在金融監管換屆、內外部經濟金融環境和預期並不穩定的情況下，匯率市場化改革的視窗期恐怕仍需待以時日。綜合市場因素和政治因素考慮，我們認為人民幣在 2018 年僅有小幅貶值壓力，我們預計 2017 年底人民幣兌美元匯率在 6.70 左右，2018 年底在 6.75 左右。我們的理由如下：

（1）美元指數料有小幅上行空間，預計 2018 年在 93~100 區間內波動。美國經濟增長持續向好，就業改善，通脹暫時低迷但有回升可能性。政策方面，稅改和基建是特朗普政府令人期待的看點之一；短期而言，稅改進程的急緩的不確定性是影響美元短期波動的重要因素之一；而基建議案。貨幣政策方面，隨著費舍爾和杜德利辭職、耶倫任職到期，實施貨幣政策正常化的聯儲前三號人物同時卸任。鮑威爾將於明年 2 月接任美聯儲主席，他是一名溫和的中立派，在過去的議息會議中從未投過反對派。可以預見美聯儲高層將由更為鴿派的人員構成，貨幣政策和金融監管政策將更注重配合經濟增長，偏寬鬆的可能性較大。我們預計 2018 年正式加息 2~3 次，按既定縮表進程推算的縮表效果近似於 0.5 次加息。綜合來看，美元指數在 2018 年的波幅可能會較 2017 年減小，影響美元走勢的不確定性因素會較 2017 年有所削弱，“黑天鵝”事件的發生概率降低。

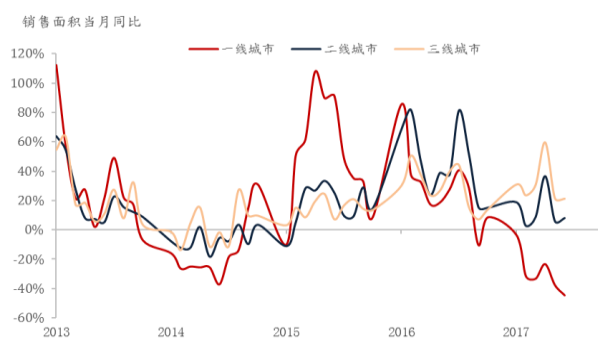
（2）除去市場因素之外，匯率水準亦是中美兩國博弈的結果，也是兩國經濟合作、貿易往來的核心關注點。隨著特朗普訪華、中美經貿大單落地，我們預計中美在經貿領域合作大於競爭，貿易結構將更為平衡，匯率作為兩國關係尤其是在經貿領域關係的核心變數，在兩國貨幣當局的預期引導下，出現大幅單邊變動的可能性不大。

圖 21：人民幣和美元指數走勢

資料來源：外匯交易中心、彭博、招銀國際

房地產： 政府角色更進一步，調控摸索長效機制，住房租賃為政策風口

因城施策、分類調控效果逐步顯現；三四線城市發揮穩增速中堅力量。2016 年 10 月國家採取了一系列因地制宜、因城施策的房地產調控政策，堅持分類調控，堅持“房子是用來住的，不是用來炒的”定位，一年多以來房地產調控效果逐步顯現，在抑制住房投機性需求方面，發揮了一定作用。2017 年房地產市場平穩發展，銷售量出現回落的同時，房價過快上漲的勢頭得到一定遏制，市場對房價的預期比較穩定。前三季度全國商品房銷售面積同比增速從去年同期的 26.9% 回落到 10.3%，其中，商品住宅從 27.1% 回落到 7.6%。從地區分佈上看，三線城市銷售增速仍較為堅挺，其中一個重要的原因是三四線城市棚改貨幣化安置對商品房銷售、庫存消化以及市場情緒起到了助推作用。此外，在信貸方面，流向投資、投機性需求的購房資金受到嚴格限制，2017 年 9 月末，居民中長期貸款（房貸為主）餘額 23.8 萬億元，同比增長 26.9%，增速比上季末低 3.8 個百分點。

圖 22：商品房銷售面積增速：三線城市仍較為堅挺

資料來源：萬得、招銀國際

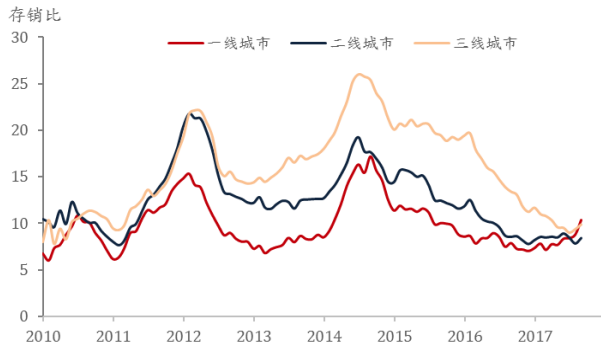
*注：基於統計局 40 個大中城市樣本

圖 23：新建住宅價格增速放緩，一線城市出現環比下跌

資料來源：萬得、招銀國際

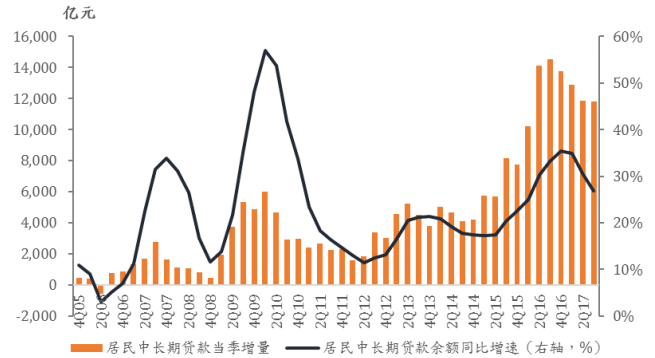
*注：基於統計局 70 個大中城市樣本

圖 24：商品房去庫存：三線城市成效顯著



資料來源：CIRC、招銀國際
 *注：基於 CIRC 35 個城市樣本

圖 25：居民中長期貸款較 2016 出現下行



資料來源：萬得、招銀國際

政策展望：探索長效機制，租賃住房成為新增長點。十九大報告為未來的房地產政策提出了較為明確的方向，即堅持“房子是用來住的，不是用來炒的定位”，建立“多主體供給、多管道保障、租購並舉的住房制度”。具體來看，未來房地產市場的發展方向一方面是以市場為主滿足多層次的居住需求，供給結構更加多元化；另一方面是以政府為主提供基本保障，讓人民住有所居。在建立房地產長效機制的各個選項中，我們認為培育住房租賃市場應該會繼續作為重點方向。2017 年以來，已有 12 個大中城市開展住房租賃試點工作；超過 10 個城市推出租賃土地，探索租賃土地供應模式；北京、上海正積極探索發展共有產權住房。預計 2018 年將密集出臺一系列支持住房租賃建設的政策，鼓勵發展專業化、規模化的住房租賃企業，住房租賃 REITs 也有望打開發展空間。

商品房銷售或零增長。在商品房銷售方面，我們認為在分類調控、信貸限制等措施的持續推進下，明年商品房銷售增速很可能接近於零，一二線城市銷售下行趨穩，三四線城市可能出現轉冷，主要由於棚改力度及其貨幣化安置力度邊際減弱（2018-2020 年棚改平均每年開工目標已由 2014-2017 年的 600 萬套下降到 500 萬套，且貨幣化安置比率已經接近 49%）。

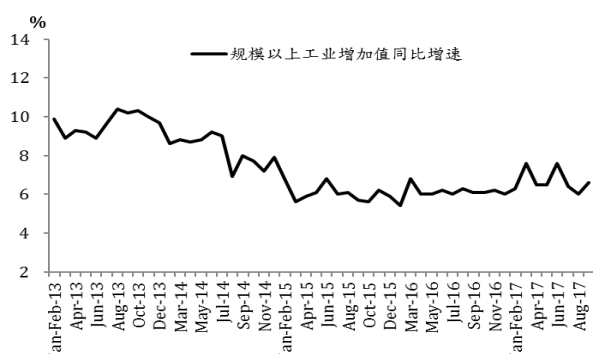
2018 年房地產銷售與投資的主要下行風險：（1）鼓勵建立租售並舉等長效機制的財政補貼、稅收優惠、專項供地等政策力度不夠或落地速度不及預期，難以帶動房地產投資；（2）居民對房價的負面預期升溫；（3）三四線城市去庫存、棚改貨幣化安置進展放緩超預期，助長悲觀市場情緒。

工業：新舊轉換、“製造強國”

供給側改革推進新舊動能平穩轉換。近年來工業發展平穩向好。2017 年前三季度規模以上工業增加值同比增長 6.7%，增速較去年同期加快 0.7 個百分點。供給側改革、“三去一降一補”深入推進，工業結構得到優化，新舊動能平穩轉換。在“舊”的方面，採礦業跌幅擴大，高耗能、高污染行業結構調整進程加快。六大高耗能行業增加值同比增長 3.1%，較上年同期回落 2.7 個百分點。而在“新”的方面，裝備製造業、高技術產業、戰略性新興產業加速成長，2017 年前三季度增加值分別同比增長 11.6%，13.4%和 11.3%，均高於全部規模以上工業的整體增速。

政策加碼製造強國。十九大報告高度重視發展先進製造業，指出要“加快建設製造強國，加快發展先進製造業”、“促進我國產業邁向全球價值鏈中高端，培育若干世界級先進製造業集群”。以供給側改革為主線，貫徹十九大報告精神，結合“中國製造 2025”、“互聯網+先進製造業”等戰略部署，預計未來相關部委將積極推進相關政策落地。先進製造業的發展離不開科技研發投入。研發費用稅前加計扣除、將研發支出計入國民生產總值的計算等政策的落地，不僅有利於提升製造業企業現金流水平，更激勵企業加大研發投入、提升創新能力；高端製造業在國內生產總值的佔比預計將有所提升。

圖 26：規模以上工業增速保持穩定



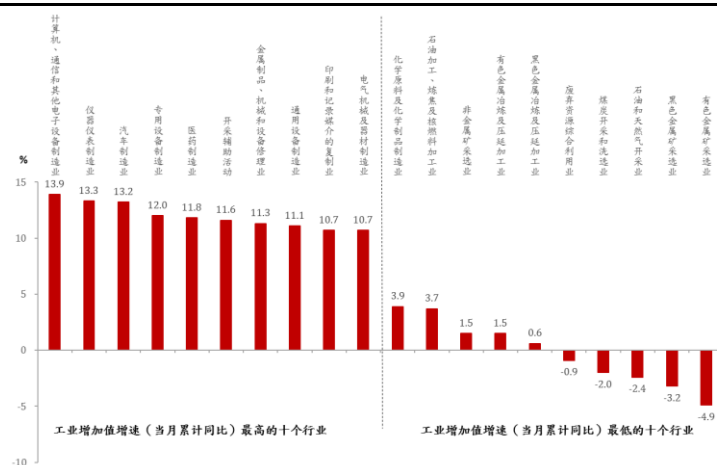
資料來源：國家統計局、萬得、招銀國際

圖 27：“中國製造 2025”中的五大工程和十大領域



資料來源：《中國製造 2025》、招銀國際

圖 28：前三季度工業增加值增速排名前十和後十位的行業

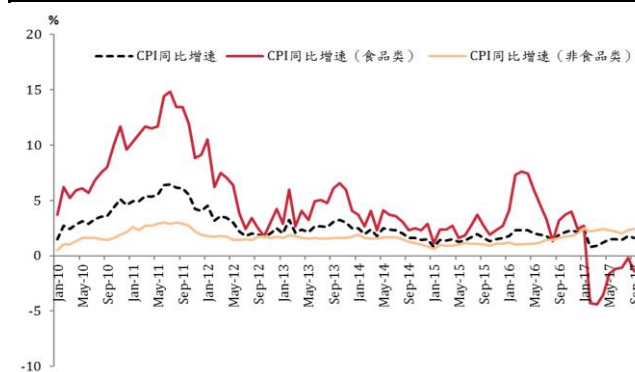


資料來源：萬得、招銀國際

二. 通脹展望：溫和上漲趨勢不變

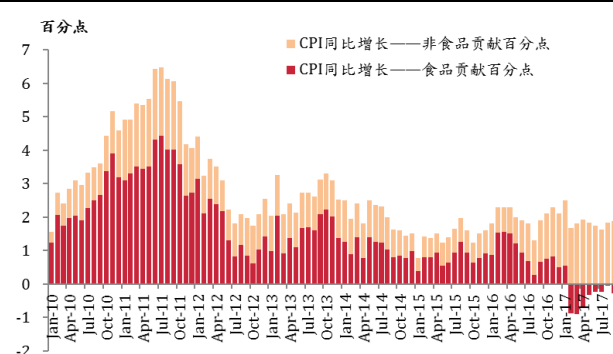
服務價格料繼續帶動 CPI 溫和上行。2017 年前三季度，居民消費價格（CPI）同比上漲 1.5%，較上年同期回落 0.5 個百分點；扣除食品和能源價格的核心 CPI 同比上漲 2.3%，較上年同期提升 0.6 個百分點。食品價格在基數效應、天氣和週期性因素影響下，2017 年前三季度同比下降 1.7%，但降幅較上半年有所收窄。而隨著服務消費需求逐步提升，以及部分競爭性服務領域告別“低價競爭”時代、逐步理順和建立起市場決定價格的機制，服務價格穩步上漲，前三季度同比漲幅為 2.9%，比上年同期擴大 0.8 個百分點。展望 2018 年，我們認為 CPI 同比增速將提升至 2.3%，上行壓力來自於（1）食品類價格降幅收窄、由降轉升；（2）服務類價格繼續提升；（3）前期高 PPI 增速逐步傳導到消費品價格。

圖 29：非食品類價格帶動 CPI 溫和上漲



資料來源：國家統計局、萬得、招銀國際

圖 30：CPI 中非食品類價格貢獻提升



資料來源：國家統計局、萬得、招銀國際

工業品供需關係改善，價格保持上漲，PPI 漲幅料回落。2017 年前三季度，工業生產者出廠價格同比上漲 6.5%。PPI 的強勁走勢折射出中國經濟的韌性以及工業的穩中向好，但也應注意到，如此高的漲幅也受到上年低基數等非基本面因素的助推，和去產能、環保限工限產等非市場化、行政干預性因素的影響，且 PPI 波動受鋼鐵價格走勢影響較大。我們預計 2018 年工業供求關係繼續改善，工業品價格保持上漲態勢。但隨著 PPI 翹尾因素逐漸減弱以及供給側改革和環保督查的常態化推進，我們認為 2018 年 PPI 同比漲幅將顯著回落至 3.2% 左右。

三. 財政和貨幣政策展望

金融和貨幣政策：“貨幣政策+宏觀審慎”雙支柱，金融穩定委員會。金融服務實體經濟，是未來貨幣政策和金融監管的最終目標。十九大報告提到“健全貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控框架”，即央行在通過貨幣政策完成宏觀調控的同時，也負責統籌宏觀審慎，運用審慎政策工具有效防範和化解系統性金融風險。國務院金融穩定委員會於 2017 年 11 月成立，以統籌協調金融穩定和改革發展問題，使金融更好地服務實體經濟，其權威性高於“一行三會”；金融監管格局升級為“一委一行三會”。金融穩定委員會近期的工作重點可能會關注影子銀行、資管、互聯網金融以及金融控股公司（通過並購取得牌照）四個方面的問題。

貨幣政策：穩健+邊際收緊。貨幣政策方面，將繼續堅持穩健基調。央行將延續相機決策（兼顧國內流動性和外部利率匯率環境）、流動性方面削峰填谷的操作思路，但由於明年通脹面臨上行壓力，貨幣政策邊際收緊的可能性更大。我們預計央行明年不加基準存貸利率，但可能調升公開市場操作利率 25 個基點。信貸和社融規模增速方面，預計有以下趨勢：

（1）社融增量繼續回歸“本源”，即靠表內人民幣貸款驅動；（2）支援實體經濟，企業中長期貸款增量及佔比進一步提升。2017 年前三季度非金融企業及機關貸款增加 5.5 萬億元，比去年同期多增 2.3 萬億；（3）直接融資比重將提高，十九大報告中提及將“提高直接融資比重，促進多層次資本市場健康發展”。

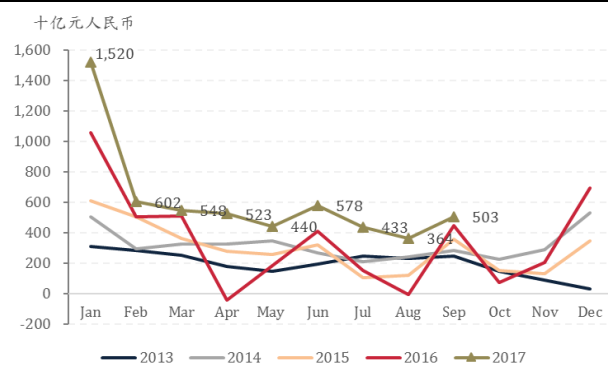
金融開放步伐穩。加入 MSCI(摩根士坦利國際資本指數) 以及啟動“債券通”，長期來看將大力促進外資進入 A 股及內地債券市場。因為市場對這兩步已有預期，外資湧入的過程會相對緩和。在十一月“習特會”之後中方進一步強調了將大幅度放寬金融業，包括銀行業、證券基金業和保險業的市場准入。中國資本市場深入對外資開放並與國際接軌的進程本身，會給予中國資本市場結構性改革以推動力，也是人民幣國際化的強大推手。

圖 31：社會融資規模增量回歸由表內貸款驅動



資料來源：中國人民銀行、招銀國際

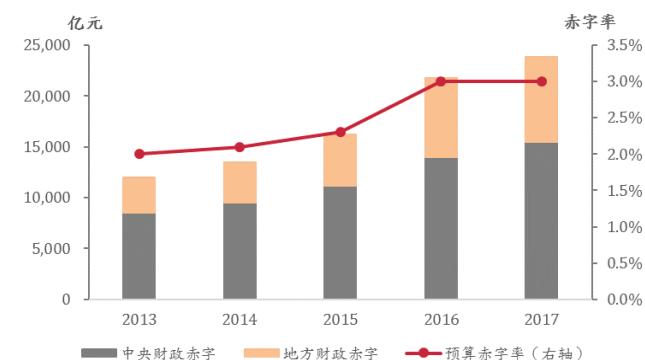
圖 32：非金融企業中長期貸款增量提升



資料來源：中國人民銀行、招銀國際

財政寬鬆、結構性改革進入攻堅期。從全球範圍看，貨幣逐漸收緊、轉向財政擴張和結構性改革，應該是各主要經濟體未來政策發展的主要方向。中國也不例外。我們預計 2018 年官方預算財政赤字仍維持在 3% 左右。但如果考慮到城投債、政策性金融債、鐵路債以及 PSL 和專項建設債券等貨幣政策財政化手段對應的非預算內財政支出，以及政府資本在產業基金、PPP 項目融資中的杠杆作用，實際的財政刺激力度和支出規模將持續增加。改革方面，未來將不斷深化供給側結構性改革這一主線，注重品質、效率、動力三個變革，提高全要素生產率；同時，在綠色發展方面，將繼續貫徹“改革推進到哪裡，（環保）督查就跟進到哪裡”的要求，建設美麗中國。

圖 33：預計 2018 年預算赤字率維持在 3% 左右



資料來源：中央政府工作報告、招銀國際

2017 年市場回顧

策略師：蘇沛豐, CFA – danielso@cmbi.com.hk

全球股票牛市持續

各地股市全面上升

2017 年至今，全球經濟增速加快，貨幣政策仍然寬鬆，市場資金充裕，推動環球股市於 2017 年有不俗升幅，延續金融海嘯後市場見底以來之長期牛市（圖 34）。反映全球股市表現的 MSCI 世界指數，本年至今總回報 16.3%。環球政治及金融風險緩和（相對於 2016 年英國公投脫歐、特朗普當選；過往幾年歐洲債務危機等等），亦有助股市表現。雖然今年亦有地緣政治風險，例如朝鮮半島核危機，曾令市場出現短暫震盪，但局勢暫未惡化，市場很快便重拾升勢。

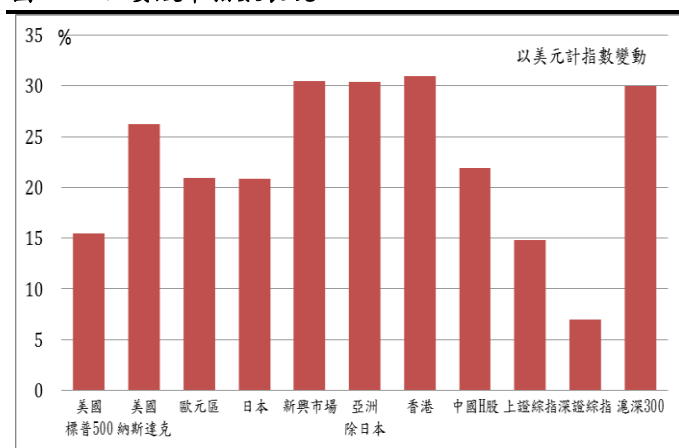
分地區計，環球主要股市全線上市（圖 35），而且升幅差距不大。成熟市場之中，美國、歐元區、日本的升幅介乎 15%-21%。新興市場上漲 31%，亞洲除日本、香港恒生指數及中國滬深 300 指數亦錄得相若升幅。

圖 34：環球股市延續升勢



資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

圖 35：主要股市指數表現



資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

港股隨新興市場大漲

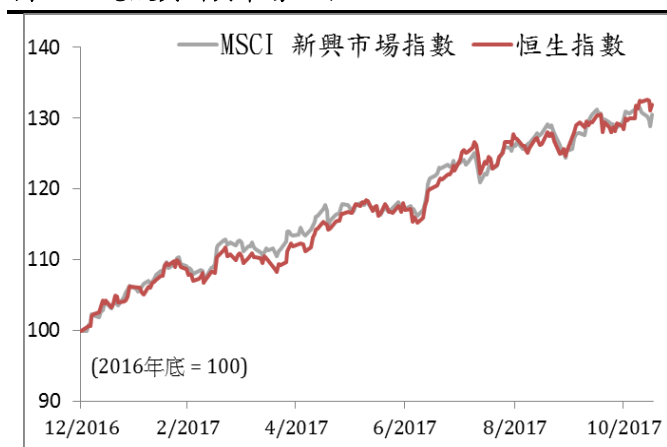
美元跌、商品升

新興市場股票今年累升逾三成（以美元計）（圖 36），是 2009 年以來最佳表現，除了因為本身經濟增速加快，美元匯價回落亦為一大推動力。美匯指數今年下跌 8.1%，促使部份資金流向新興市場，新興市場貨幣指數上升 3.6%（圖 37），拉高了新興市場股市回報。

港股亦受惠資金流向新興市場，而中國經濟勝預期、香港經濟增速加快、人民幣兌美元回升、港股企業盈利回升、部份權重股如騰訊(700 HK)及中國平安(2318 HK)累升逾一倍，均有助推動恒指升逾三成，同樣錄得 2009 年以來最佳表現。

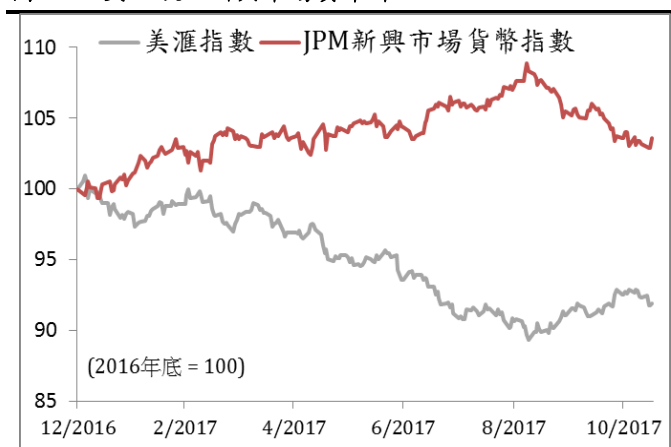
隨著環球經濟增速加快，以及美元下跌，商品價格普遍造好：原油價格先跌後反彈，基本金屬及貴金屬則反復上升，累升一成至兩成多（圖 38）。

圖 36：港股與新興市場上漲



資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

圖 37：美元跌，新興市場貨幣升



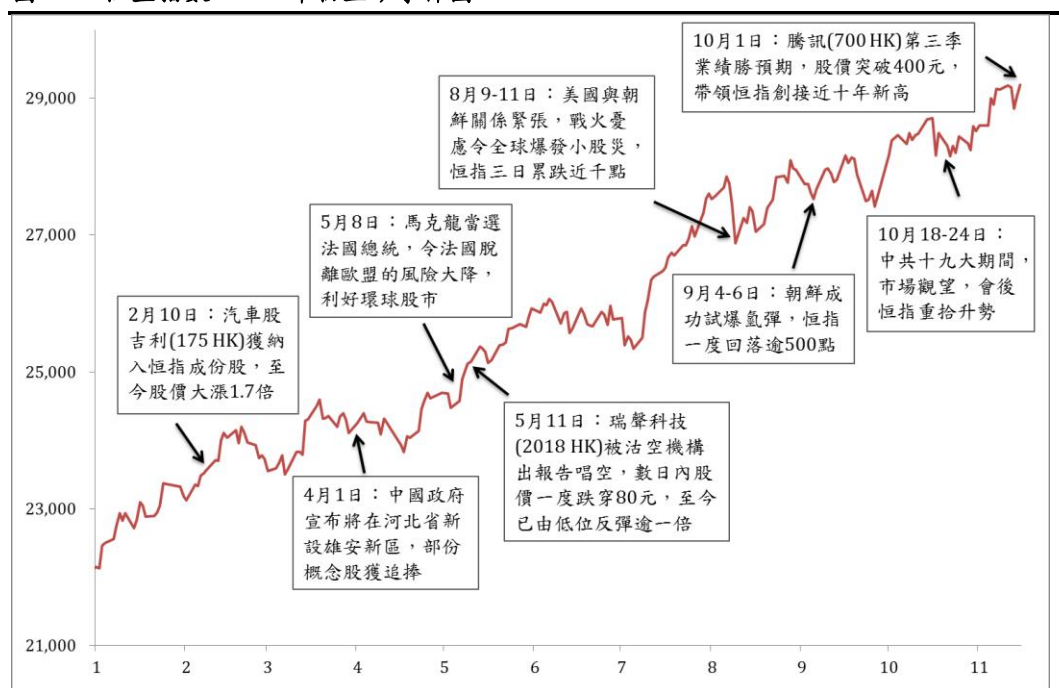
資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

圖 38：商品價格普遍上升



資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 16 日

圖 39：恒生指數 2017 年初至今事件圖



資料來源：彭博、招銀國際，截至 2017 年 11 月 17 日

成份股表現一強者愈強，騰訊領風騷

今年恒指成份股的表現，明顯是“強者愈強”：今年的十大升幅藍籌股當中，吉利汽車(175 HK)、瑞聲科技(2018 HK)、騰訊(700 HK)、銀河娛樂(27 HK)、九龍倉(4 HK)、蒙牛(2319 HK)，均屬於去年十大升幅藍籌股（吉利今年初才成為藍籌股，假設其去年已是藍籌）。

表現最弱的藍籌股之中，大部份屬於“舊經濟股”，包括石油、地產、銀行、電力，以及盈利增長疲弱者如中國移動(941 HK)。

國企指數成份股的表現卻頗不同藍籌股，並非強者愈強，反有點“強弱逆轉”的趨勢：今年的十大升幅國指成份股當中，中國國航(753 HK)、萬科(2202 HK)、中國人民保險(1339 HK)、中國人壽(2628 HK)，均屬於去年十大跌幅成份股。唯獨新華保險(1336 HK)連續兩年打入十大升幅榜。

相反，去年的十大升幅國指成份股當中，民生銀行(1988 HK)、中國石油(857 HK)、中國鐵建(1186 HK)、龍源電力(916 HK)、中國中鐵(390 HK)、中國交通建設(1800 HK)淪為今年十大跌幅股之一。

圖 40：2017 年恒指最強及最弱 10 股

恒指表現最強 10 股	股價變動 (%)
*吉利汽車(175 HK)	269.8
瑞聲科技(2018 HK)	146.3
騰訊控股(700 HK)	106.5
中國平安(2318 HK)	100.6
銀河娛樂(27 HK)	63.8
友邦保險(1299 HK)	49.3
新世界發展(17 HK)	40.0
蒙牛乳業(2319 HK)	39.2
九龍倉集團(4 HK)	38.9
長江實業(1113 HK)	38.2

恒指表現最弱 10 股	股價變動 (%)
中國石油(857 HK)	-9.3
聯想集團(992 HK)	-5.5
中國移動(941 HK)	-5.0
電能實業(6 HK)	-2.7
太古股份(19 HK)	0.3
中國石化(386 HK)	0.5
中信股份(267 HK)	1.4
交通銀行(3328 HK)	3.0
恒隆地產(101 HK)	6.6
金沙中國(1928 HK)	7.9

資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 17 日

*吉利於 2017 年內獲新納入恒指

圖 41：2017 年國指最強及最弱 10 股

國指表現最強 10 股	股價變動 (%)
中國平安(2318 HK)	100.6
比亞迪(1211 HK)	67.7
招商銀行(3968 HK)	66.7
海螺水泥(914 HK)	59.5
中國國航(753 HK)	58.0
萬科(2202 HK)	56.8
新華保險(1336 HK)	51.1
中國太保(2601 HK)	44.4
中國人民保險(1339 HK)	33.7
中國人壽(2628 HK)	33.2

國指表現最弱 10 股	股價變動 (%)
海通證券(6030 HK)	-11.4
民生銀行(1988 HK)	-10.6
中國石油(857 HK)	-9.3
中國鐵建(1186 HK)	-8.1
龍源電力(916 HK)	-7.8
中國中鐵(390 HK)	-7.7
中國銀河(6881 HK)	-6.7
國藥控股(1099 HK)	-1.3
中國交通建設(1800 HK)	-1.0
廣發證券(1776 HK)	-0.1

資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 17 日

龍源將於 2017 年 12 月 4 日起被剔出國指

🔥 2017 年首選股份一平均上升 47.2%，跑贏大市

招銀國際於 2016 年 11 月 21 日發表的<2017 年策略報告>，首選了 13 只股份，以推介前的收市價計，至今平均股價上升 47.2%，跑贏期內恒生指數之 34.3%升幅，及國企指數之 27.9%升幅。若以期內最高股價升幅計，該 13 只首選股份平均上升 56.5%，亦跑贏期內恒生指數最高 35.2%升幅，及國企指數最高 29.4%升幅。

圖 42：招銀國際 2017 年首選股份表現回顧

股份	代碼	推介時股價 (元)	最新收市價 (元)	股價變動 (%)	期內最高價 (港元)	期內最高 升幅(%)
騰訊控股	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
中國鐵建	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
招金礦業	1818 HK	6.92	6.05	-12.6	7.96	15.0
領展房產	823 HK	52.85	68.15	28.9	68.80	30.2
國銀租賃	1606 HK	1.80	1.80	0.0	2.06	14.4
中國太保	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
中國海外	688 HK	22.00	24.75	12.5	28.30	28.6
華晨中國	1114 HK	9.53	22.55	136.6	23.85	150.3
石藥集團	1093 HK	7.92	16.16	104.0	16.16	104.0
信義光能	968 HK	2.58	2.78	7.7	2.92	13.1
平均				47.2		56.5
恒生指數		22,344	30,003	34.3	30,200	35.2
國企指數		9,349	11,959	27.9	12,101	29.4

資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

模擬投資組合一跑贏恒指國指

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

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

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

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

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

圖 43：模擬投資組合

	股份	代號	行業	本年度 預測市盈率	下年度 預測市盈率	股息率 (%)	買入價 (港元)	收市價 (港元)	總回報 (連股息)	佔組合比重
長線 (52.8%)	騰訊控股	700	科網	52.8	40.6	0.1	113.93	426.80	276.6%	16.7%
	領展房產基金	823	房產基金	27.7	25.4	3.5	46.04	68.15	56.2%	9.9%
	新華保險	1336	保險	24.0	18.3	1.0	35.32	56.15	61.4%	7.4%
	友邦保險	1299	保險	20.3	19.6	1.3	47.00	68.15	46.9%	7.7%
	長實地產	1113	地產	12.1	10.5	2.4	52.83	65.25	26.5%	5.9%
	匯豐控股	5	金融	14.8	14.0	5.2	74.92	76.95	2.7%	6.8%
短線 (39%)	中信建投證券	6066	券商	8.4	7.3	3.0	7.10	6.92	0.4%	4.9%
	中國銀行	3988	銀行	5.6	5.2	5.0	3.84	3.87	6.2%	5.3%
	IGG	799	科網	8.9	7.2	2.3	12.31	9.29	-21.7%	4.3%
	錦江酒店	2006	消費服務	20.6	18.2	3.2	2.63	2.84	7.9%	6.1%
	中國海外宏洋	81	地產	6.2	5.6	0.2	5.12	4.16	-18.8%	4.6%
	香港交易所	388	金融	43.2	38.0	1.8	208.0	254.2	22.2%	6.9%
	信義光能	968	新能源	8.5	7.7	5.0	2.83	2.78	-1.9%	5.6%
現金 (8.2%)										7.9%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)									38.3%	
組合整體回報 (2017年度)									36.6%	

數據來源：彭博、招銀國際證券（截至2017年11月22日）

截至 2017 年 11 月 17 日，由成立日起計，模擬組合回報 +38.3%，同期恒生指數+31.3%，國企指數 +17.6%。2017 年初至今，模擬組合回報 +36.6%，同期恒生指數 +36.4%，國企指數 +27.3%。

2018 年市場展望及投資策略

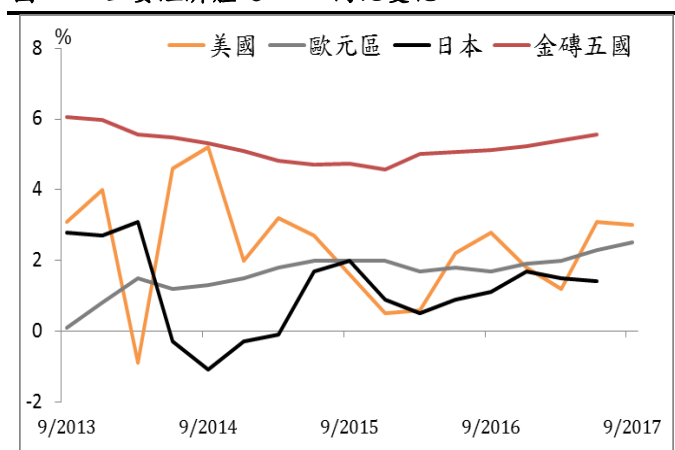
策略師：蘇沛豐, CFA – danielso@cmbi.com.hk

經濟復蘇加速，全球央行收水

過去兩年，全球經濟穩中向好，已發展地區包括美國、歐元區及日本之 GDP 增速均加快，唯獨英國因公投決定脫離歐盟後，前景不明朗，經濟因而受損。主要發展中國家（合稱“金磚五國”的中國、印度、巴西、俄羅斯、南非）之 GDP 增速同樣回升（圖 44），其中中國經濟增速回穩，未有進一步放緩。

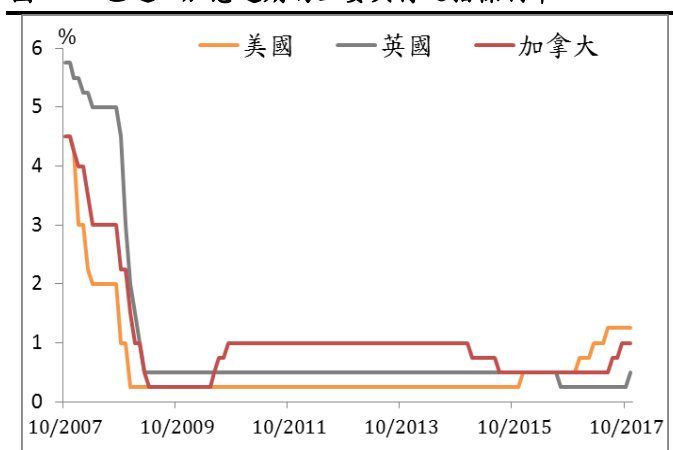
既然經濟重拾動力，2008 年金融海嘯以來的全球超寬鬆貨幣政策，正逐漸收緊：美國聯儲局 2015 年底開始加息週期，至今累計加息四次共 1 厘，並於今年 10 月開始“縮表”，逐步減少將持有債券到期後再投資的金額；歐洲央行繼今年 4 月削減每月買債金額後，宣佈明年 1 月起每月買債金額再減半至 300 億歐元；英倫銀行今年 11 月宣佈加息 0.25 厘；加拿大央行今年 7 月以來兩度加息共 0.5 厘（圖 45）。

圖 44：主要經濟體之 GDP 同比變化



資料來源：彭博

圖 45：已進入加息週期的主要央行之指標利率



資料來源：彭博

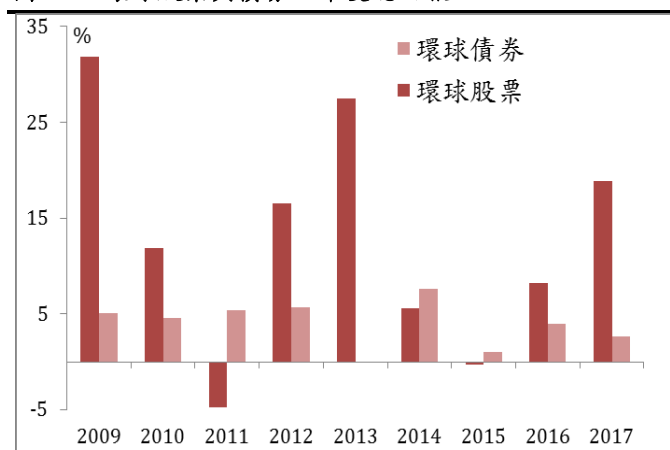
股債齊升難持續

2008 年底金融海嘯後，各主要央行紛紛推行超寬鬆貨幣政策（零利率甚至負利率、量化寬鬆購買債券），巨額資金流向金融市場，直接推高資產價格，環球股票及債券回報甚豐，股票（MSCI 世界指數）僅於 2011 年及 2015 年錄得輕微負回報，某程度受美國聯儲局於 2011 年 6 月結束第二輪量寬及於 2014 年 10 月結束第三輪量寬拖累；債券（彭博巴克萊環球綜合信貸美元對沖指數）更只於 2013 年微跌 0.14%（圖 46）。

既然環球央行開始收緊貨幣政策，縱使收水步伐溫和，仍難免令多年來推動資產價格的一大動力減弱。過去一年，主要國家之主權債券孳息全線上升（圖 47），正反映此趨勢。展望 2018 年，市場遊資逐漸減少下，而經濟增速較 2015-2016 年加快，此環境較有利受惠經濟增長的股票、不利派息固定的債券。

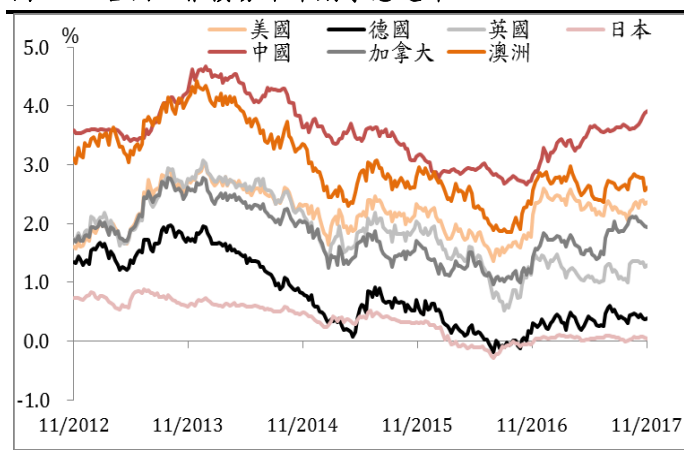
環球債券會否進一步轉弱，其中一個重要指標是美國十年期國債孳息。此債息已下跌逾 30 年，形成長期下降軌，降軌現約處於 2.5%（圖 48），若果升穿，可能意味債券長期牛市告終。若債息升穿降軌，須留意上升速度，若只是反復緩升，料債券資金會逐步流出，部份流向股市；但若債息大幅急升，可能令企業融資成本大增，觸發經濟衰退甚至金融危機等憂慮。

圖 46：環球股票與債券之年度總回報



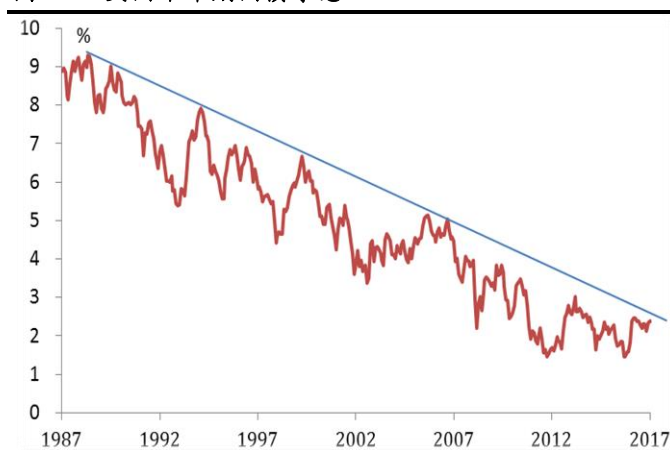
資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 14 日

圖 47：各國主權債券十年期孳息趨勢



資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 10 日

圖 48：美國十年期國債孳息



資料來源：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

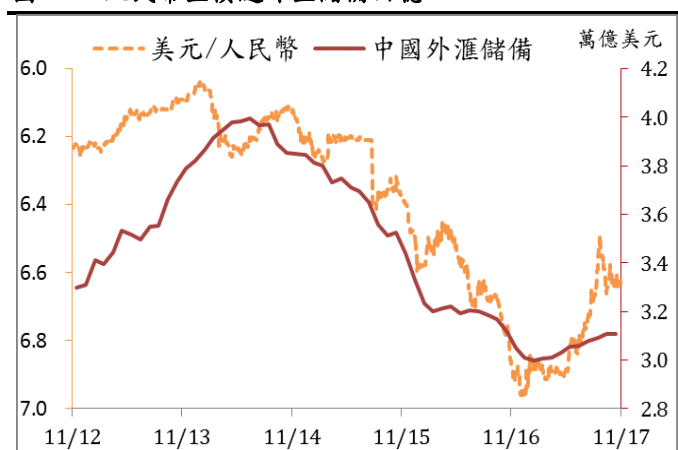
2018 年，港股的主要利好因素包括：1) 中國經濟顯示較強的韌性及結構優化，2) 中國資金外流憂慮下降，3) 港股企業盈利繼續上升，估值有望小幅上調，4) 北水南下增加。另一方面，一些因素將限制港股升幅，包括 1) 人民幣回升之勢暫告一段落，2) 恒指估值與週邊股市之折讓已收窄，3) 美國聯儲局收水，本港市場資金料受影響而逐漸減少。

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。盈利上升週期之中，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 年預測市盈率为 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週期，當年處於下跌週期，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，較現水準潛在升幅 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

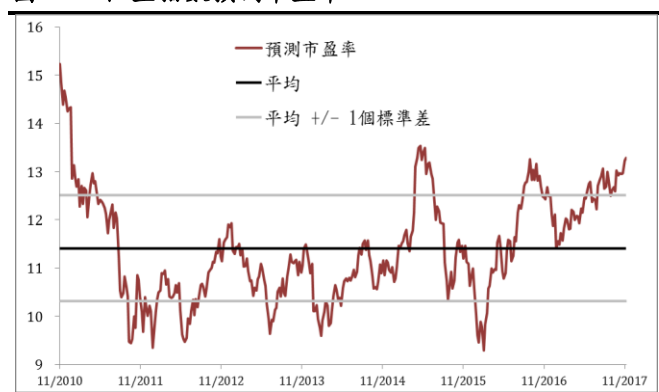
	2016 實際	2017 預測	2018 預測
每股盈利(點)	2,154	2,196	2,394
同比變動		1.9%	9.0%
每股股息(點)	1,013	988	959
同比變動		-2.5%	-2.9%
每股帳面值(點)	21,547	21,093	22,514
同比變動		-2.1%	6.7%
市盈率	13.9	13.7	12.5
股息率	3.4%	3.3%	3.2%
市賬率	1.39	1.42	1.33

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 實際	2017 預測	2018 預測
每股盈利(點)	1,259	1,310	1,438
同比變動		4.1%	9.8%
每股股息(點)	415	402	437
同比變動		-3.2%	8.7%
每股帳面值(點)	10,991	11,406	12,459
同比變動		3.8%	9.2%
市盈率	9.5	9.1	8.3
股息率	3.5%	3.4%	3.7%
市賬率	1.09	1.05	0.96

資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

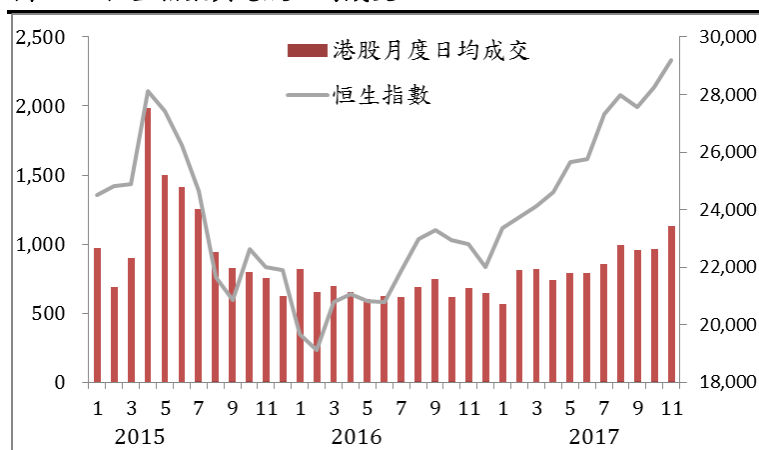
圖 53：恒生指數預測市盈率

資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

成交趨升，未屆亢奮

要判斷恒指何時見頂，可留意大市成交額。今年以來，港股成交額穩步趨升，由第一季日均 732 億港元，升至第四季至今之 1,018 億（圖 54）。成交上升，一方面反映恒指及總市值上升，同時反映投資者日益樂觀。

歷史告訴我們，每逢股市見頂，成交必定大幅上升。港股最近一次見頂，是 2015 年 4 月，當月大市日均成交達 1,981 億港元，較 3 月份飆升 1.2 倍。恒指同月於 28,589 見頂，其後十個月最多跌一萬點。現時大市成交上升，無論從成交額（遠低於 2015 年 4 月水準）或環比增幅（11 月至今環比增加 18%）看，皆遠遠未到亢奮地步。萬一成交額再如 2015 年 4 月般急升，則須防港股見頂。

圖 54：恒生指數與港股日均成交

資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 17 日

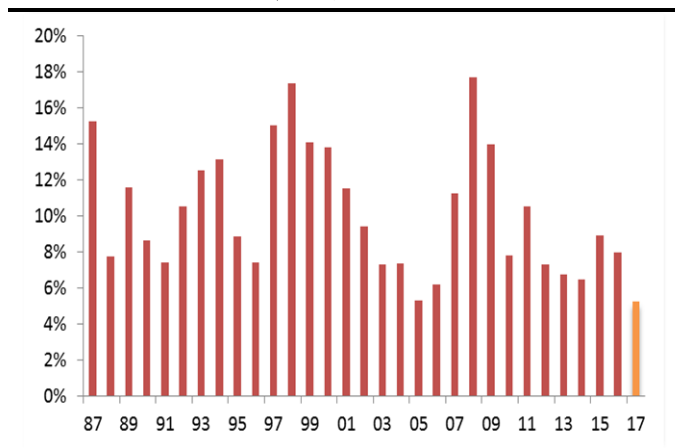
波幅擴大，升勢放緩

過去三十年，恒指平均每月高低波幅為 10.2%。2017 年恒指升幅雖大，但波幅異常地低，首十個月平均高低波幅僅得 5.26%，幾乎只相當於過往一半，創至少三十年新低（圖 55）。隨著恒指今年累積了頗大升幅，估值較週邊股市之折讓已收窄，獲利回吐的壓力增加，加上美國聯儲局繼續加息及開始縮表，料香港銀行於 2018 年將開始加息，資金趨緊的風險增加，估計恒指波幅將回升。

部份支持港股上升的因素正減弱。第一，人民幣反彈暫告一段落。人民幣兌美元於 2014 年 1 月見頂，2015 年 8 月 11 日匯改後，貶值幅度加劇，到 2016 年 12 月才見底，同期恒指之每股盈利下跌（圖 56），部份原因當然是恒指逾半為中資公司，主要收入是人民幣，

盈利隨人民幣貶值而減少。我們的經濟師預計，2018 年底美元兌在岸人民幣為 6.75，意味較現時貶值近 2%。

圖 55：恒指過去三十年之月均高低波幅



資料來源：彭博、招銀國際

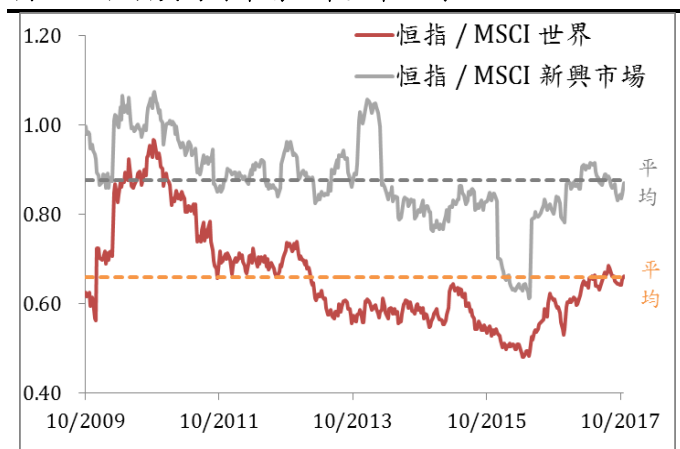
圖 56：恒指每股盈利 vs 人民幣匯率



資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 10 日

第二，港股與週邊市場之估值折讓已收窄。2016 年底，恒指之市盈率僅 12 倍，環球股市（MSCI 世界指數）為 22 倍，新興股市（MSCI 新興市場指數）為 15.3 倍，亦即恒指較環球股市及新興市場之估值折讓分別高達 45%及 22%。恒指今年跑贏環球股市，估值折讓因而已收窄至 34%及 13%，與近八年平均之 34%及 12%相若（圖 57）。雖然恒指之估值仍低於週邊，但其對外資的吸引力已不如一年前。

圖 57：恒指與海外市場之市盈率比例



資料來源：彭博、招銀國際，截至 2017 年 11 月 17 日

國企指數可跑贏，目標 14,400

內銀壞帳憂慮降溫

市場預料國企指數 2018 年每股盈利上升 9.8%。我們以 2018 年預測市盈率 10 倍為目標，估值等於 2015 年高位，相當於 14,400 點，潛在升幅 20%。

過去六年，恒指國企指數估值低迷，市盈率絕大部份時間於 10 倍以下，最低僅 5 倍多，主要因為投資者憂慮中國的債務風險。宏觀而言，投資者擔心中國於 2008 年底推出的四萬億元人民幣刺激經濟方案，令債務急升，並埋下地方政府債務平臺與影子銀行等不透明的債務風險，對經濟帶來重大風險；微觀而言，內銀股成眾矢之的，壞帳急升的憂慮、接連供股配股集資的消息，令估值大幅下調，國有銀行（工商銀行(1398 HK)、建設銀行(939 HK)、中國銀行(3988 HK)、交通銀行(3328 HK)；剔除了農業銀行(1288 HK)，因上市時間較短及不良資產率特別高）的平均不良貸款率於 2012 年中見底回升，但股市反映預期，該四大行 H 股之平均市盈率由 2010 年中之大約 10 倍，到 2011 年中大跌至 5 倍多，至今一直於該水準上落（圖 58）。內銀股合共佔國企指數 42%，自然拖低國指之估值。

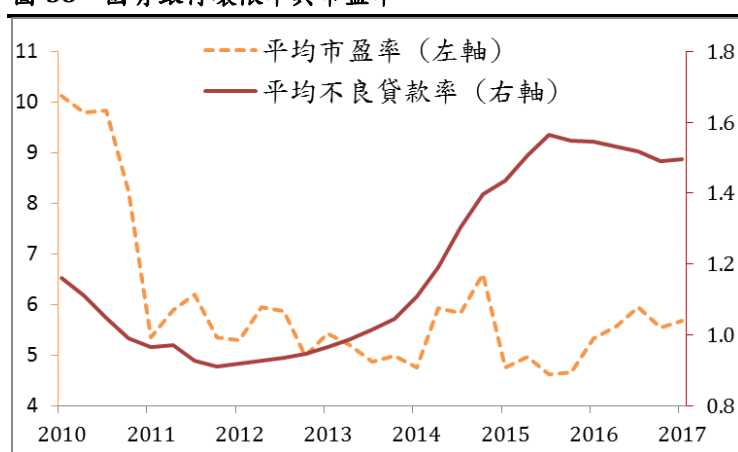
上述四大國有銀行之不良貸款率已於 2016 年首季見頂並逐步回落（不良貸款金額仍然上升），股份市盈率同步見底，由 4.6 倍回升至現時 5.9 倍。我們的銀行業分析員認為：

“展望 2018 年，在宏觀經濟保持穩定的前提下，商業銀行的資產品質預計不會再度大幅惡化，但同時也沒有條件支撐其明顯好轉……整體而言，由強監管及偏緊的流動性帶來的資產負債表結構性調整影響仍在持續，盈利能力的回升和資產品質拐點也尚未得到確認，未來一年中，整個板塊不足以向上重估……銀行業板塊的估值依然偏低……預計大行在本輪盈利復蘇中將成為領跑者。”

簡言之，身為國指權重股的大銀行，仍有望獲得估值提升，拉動指數估值。而且，不但內銀股估值可獲向上重估，投資者（尤其是外資）對中國經濟之債務憂慮降溫，整體中資股之估值亦可獲提升。

另外，美國聯儲局料於 2018 年繼續加息及縮表，實行聯繫匯率的香港，市場資金流動難免因而減少。對比之下，中國的貨幣政策料保持穩健，我們的經濟師預計人民銀行明年不加基準存貸利率，但可能調升公開市場操作利率 25 個基點。簡言之，恒指有四成多比重為本港及國際公司，料將較受美國回收流動資金影響，而國企指數面對緊縮貨幣政策的風險較小。

圖 58：國有銀行壞帳率與市盈率



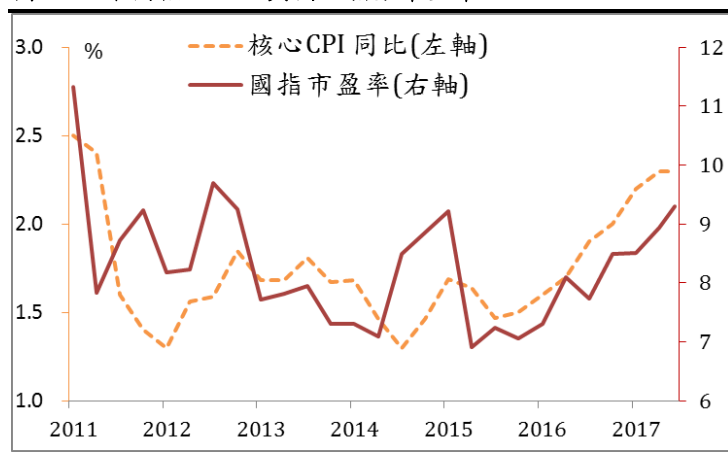
資料來源：彭博、公司業績、招銀國際

通脹溫和上升有利估值

我們的經濟師預計，2018 年中國通脹回升，長期困擾的食品價格通縮不再，CPI 在服務價格帶動下，預計同比增速 2.3%，較 2017 年預計之 1.6% 升幅加快，雖然某程度會限制貨幣政策的寬鬆操作空間，但同時有助提升 H 股之估值。

2008 年金融海嘯後，內地 CPI 通脹大部份時間偏低，平均在 1.4% 以下，PPI 更於 2012 年中至 2016 年中連續四年同比下跌，引起通縮憂慮。圖 59 顯示，近年核心 CPI（扣除食物及能源）同比變動與國企指數走勢接近。若明年通脹如預期溫和上升，企業（尤其是服務業）盈利及居民消費隨之增加，國企指數之估值亦可望繼續調升，除非通脹升勢過急，令人民銀行不得不考慮收緊貨幣政策。

圖 59：中國核心 CPI 與國企指數市盈率



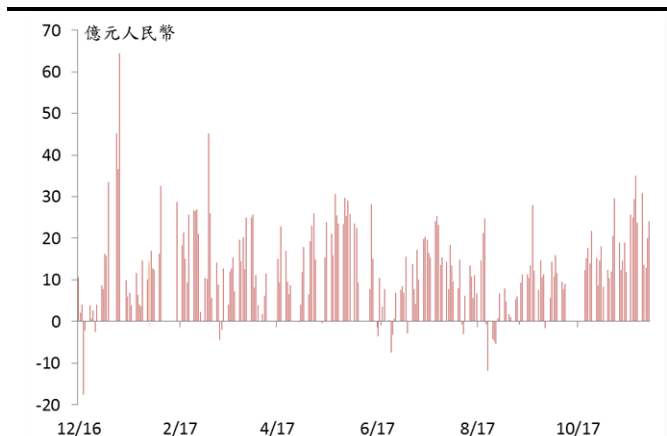
資料來源：彭博

北水推升中資新經濟股

2014 年 11 月 17 日“滬港通”開通，首兩月之南下日均成交額僅 4.6 億港元。“滬港通”現在剛滿三年，“深港通”亦已於 2016 年 12 月 5 日開通，港股通（滬深合計）成交額亦升近九倍，今年首十個月之日均成交額達 44.65 億港元。港交所披露，截至 10 月 31 日，港股通三年累計成交 33,270 億港元，北水累計淨流入 6,375 億港元，港股持倉達 8,088 億港元，較 2016 年底翻倍。

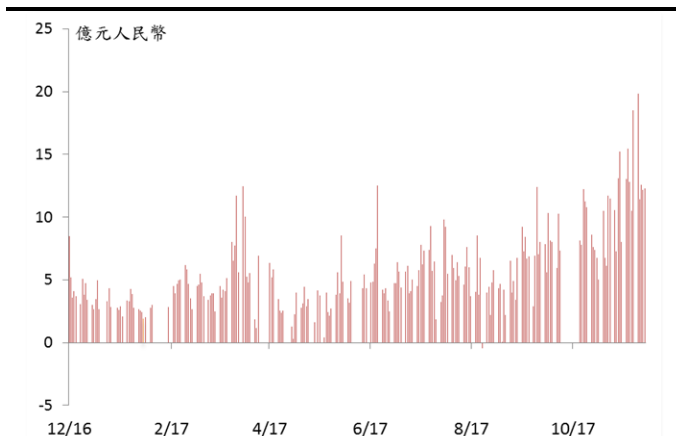
最近三個月，港股通南下資金規模明顯趨升（圖 60、圖 61），尤其是經深港通管道，11 月至今之日均耗用額度為 13.4 億元人民幣，較 8 月份大升兩倍。由於深港通合資格股份包括小型股（滬港通主要包括大中型股），相信近月內地資金對香港小型股興趣增加。

圖 60：滬港通南向每日耗用額度



資料來源：彭博、招銀國際，截至 2017 年 11 月 17 日

圖 61：深港通南向每日耗用額度



資料來源：彭博、招銀國際，截至 2017 年 11 月 17 日

從持倉比例的趨勢看，南下資金似乎偏好中資新經濟股（圖 62）。第一，藍籌股之中，非中資股（香港或國際公司）之持倉比例普遍趨跌。第二，中資股當中，舊經濟股如金融、地產、石油，持倉比例多數減少；相反，新經濟股或盈利增長動力強勁的股份，持倉比例多數上升。

圖 62：部份股份之港股通持股比率

		17/3/2017	30/6/2017	7/11/2017		
非中資 恒指成份股	長和	1	0.46%	0.43%	0.30%	↓
	長實	1113	0.26%	0.28%	0.19%	↓
	中電控股	2	0.17%	0.17%	0.11%	↓
	匯豐控股	5	2.32%	3.70%	4.96%	↑
	友邦保險	1299	0.58%	0.82%	0.20%	↓
	金沙中國	1928	0.46%	0.45%	0.43%	↓
新經濟／ 增長型中資股	騰訊控股	700	0.79%	1.18%	1.56%	↑
	瑞聲科技	2018	0.91%	2.45%	3.45%	↑
	吉利汽車	175	10.96%	10.13%	8.70%	↓
	比亞迪股份	1211	1.33%	1.91%	1.94%	↑
	中國平安	2318	0.90%	1.48%	2.39%	↑
	石藥集團	1093	2.42%	3.74%	5.68%	↑
	上海醫藥	2607	2.93%	5.99%	10.24%	↑
舊經濟中資股	建設銀行	939	4.02%	3.82%	3.99%	↓
	中國移動	941	0.32%	0.32%	0.12%	↓
	中國石油	857	2.39%	1.95%	2.84%	↑
	中國人壽	2628	5.15%	4.45%	1.81%	↓
	中國海外	688	1.87%	2.22%	1.67%	↓
	華潤置地	1109	2.01%	1.54%	1.82%	↓
	中國恒大	3333	3.58%	2.84%	1.91%	↓

資料來源：彭博、招銀國際

美國中期選舉年，股市表現遜平均

四年一度的美國國會中期選舉，將於 2018 年 11 月 6 日舉行。自 1928 年美股“標普 500 指數”有紀錄以來，至今 89 年，平均每年回報 7.5%（簡單平均數，未計股息；下同）。若按美國總統任期四年劃分，股市於任期第三年的表現最佳，平均回報 12.8%；第二年（即國會中期選舉年）最差，平均回報 4.8%（圖 63）。

對於上述現象較合理的解釋，是總統為爭取個人或所屬政黨連任，傾向於任期之後半推出較多財政刺激及寬鬆貨幣政策，以營造歌舞昇平。相反，於任期前半，總統較能容忍經濟疲弱。另一主要原因，是任期第二年 10 月左右之國會中期選舉帶來的政治不明朗因素，例如執政黨或失去國會的多數議席，令總統於餘下任期之施政遇到較大阻力。事實上，過去 21 次中期選舉，執政黨平均於眾議院失去 30 席。因此，中期選舉年之美股表現一般較差。

香港經濟及股市向來甚受美國影響，港股表現亦與美股出現相近規律：自恒生指數於 1964 年創立以來，平均回報 18.1%，同樣於美國中期選舉年表現最差，平均回報負 0.67%；總統任期第三年最佳，平均回報 31.3%。

若再細看美股於中期選舉年之月度平均回報，9 月份最差，平均下跌 1.05%，相信是中期選舉前的不明朗因素拖累股市。

圖 63：美國總統任期每年之平均股市回報

	恒生指數	標普 500 指數
總統任期第一年	11.1	5.13
中期選舉年	-0.67	4.80
總統任期第三年	31.3	12.8
總統選舉年	30.6	7.11
所有年份平均	18.1	7.46

資料來源：彭博、招銀國際

風險

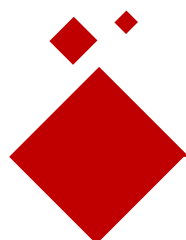
以下因素，可能令港股走勢偏離我們的預期。

正面因素：

1. 中央政府或進一步放寬內地投資者配置海外市場的限制，令北水南下金額持續增加
2. 環球債息緩步回升，資金逐步棄債轉股
3. 美國稅務改革順利通過，市場調高美國企業盈利預測，美股帶領全球股市造好
4. 恒生國企指數改革，逐步加入騰訊(700 HK)等非 H 股後，盈利增長潛力提高，指數估值獲提升
5. H 股全流通試點或會啟動，刺激港股交投量

負面因素：

1. 商品價格持續上升，通脹升溫，令環球主要央行收水步伐加快
2. 美國經濟增長勝預期，聯儲局加息及縮表步伐加快
3. 港元銀行同業拆息持續上升，港元匯價偏弱，兌美元逼近弱方保證 7.85，引發資金外流憂慮
4. 環球債息（尤其是美國國債）大幅上升，令企業融資成本大增，觸發經濟衰退甚至債市泡沫爆破等憂慮
5. 地緣政治危機，例如朝鮮半島爆發核戰風險，或沙烏地阿拉伯早前的肅貪帶來政局動盪



行業分析

- ❖ TMT 板塊 - 優於大市
- ❖ 中國醫藥板塊 - 優於大市
- ❖ 中國新能源板塊 - 優於大市
- ❖ 中國消費板塊 - 優於大市
- ❖ 中國機械及設備板塊 - 優於大市
- ❖ 中國證券業板塊 - 優於大市
- ❖ 中國銀行業板塊 - 同步大市
- ❖ 中國保險業板塊 - 同步大市
- ❖ 中國房地產服務板塊 - 同步大市
- ❖ 中國房地產板塊 - 落後大市

TMT 板塊**優於大市**

分析師：黃群 - sophiehuang@cmbi.com.hk

數據為王：新零售、富文娛、大融合

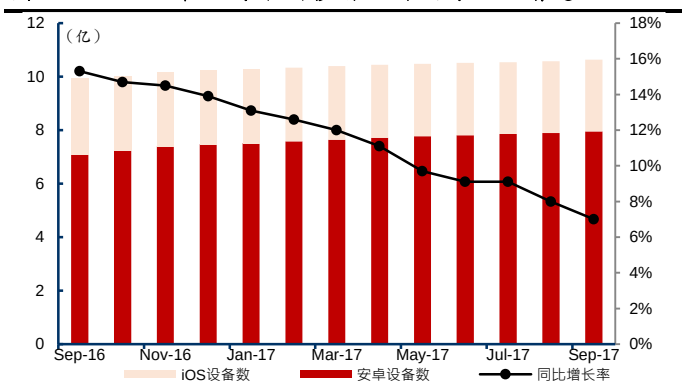
展望 2018，緊扣“升級”一詞，衍生兩大升級訴求：消費升級+文娛需求升級。技術革新層面，視頻化、數位化將深度滲透；競爭格局層面，中國互聯網已從流量為王進入資料為王時代，而海量資料依舊為巨頭所掌握，故而馬太效應仍將持續。此外，關注到近期監管步調顯著加快，呈現出“廣覆蓋、高頻次、深滲透”的監管特色，預計互聯網將進入規範化高質化發展時代，政策春風、技術創新和內容監管將並行。

在資料化、富媒體、大融合的趨勢下，我們首選電商行業，其次為泛文娛，源於：1) 實體消費復蘇、消費升級、資料貨幣化下電商強勁內生增長動力；2) 契合“十九大”基調下，供給側結構性改革（互聯網與實體經濟深度融合、創新引領）、數字中國、精準脫貧/鄉村振興、增強消費驅動、脫虛向實的政策導向。

趨勢一：馬太效應持續

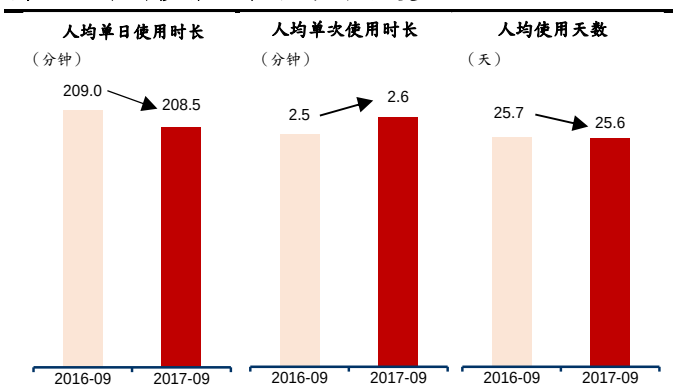
強者恒強：流量+資料的雙重優勢。中國移動互聯網歷經 6 年的快速發展，人口紅利效應褪去。至 2017 年，移動互聯網月活穩定在 10 億以上，月活增速及用戶時長漸緩，而用戶碎片化時間分配更為聚焦。後期，互聯網競爭點逐漸從流量獲取轉向對用戶時長的爭奪。在獲客成本高企之際，預計未來強者恒強格局將持續，源於巨頭在流量及資料上的雙重優勢，以及新技術、新趨勢的超前佈局：1) **流量**：BAT 等互聯網巨頭對流量入口的壟斷，保證內容分發、使用者觸達；2) **數據**：海量使用者資料的掌握，是互聯網公司後期進行演算法優化、數位化運營（精準行銷、智慧供貨、個性化定制等）以及發掘長尾衍生價值的關鍵；3) **新技術**：人工智慧、雲計算、移動支付等新技術，長期來看依舊為巨頭的遊戲，源於科技巨頭的前瞻研發佈局及資料沉澱；4) **投資佈局、平臺孵化上市**。諸多新興業態，如內容付費、物聯網等平臺，或於 2018 年迎來上市熱潮，入股公司拆分上市或助於釋放估值。基於目前版圖儲備，騰訊（700 HK, 買入）、阿里巴巴（BABA US, 買入）將成為最大受益者。

圖 64：2017 年 9 月中國移動互聯網月活及增速



資料來源：QuestMobile，招銀國際

圖 65：中國移動互聯網用戶粘性變化



資料來源：QuestMobile，招銀國際

趨勢二：大融合

我們預計未來將迎來兩大融合的加速推進：1) **互聯網+實體經濟**。十九大“深化供給側結構性改革”中，強調“推動互聯網、大資料、人工智慧和實體經濟深度融合”。政策導向下，新零售、雲計算、人工智慧等對經濟建設發揮實效的板塊將充分享受政策春風。例如：AI+電商/零售（新零售、全息畫像），AI+汽車（智能駕駛），AI+安防、共用單車等；2) **互聯網垂直細分領域將進入深度融合，以媒介革新為代表**。①直播+：電商嵌入直播，遊戲衍生遊戲直播，直播融入短視頻等；②線上線下融合：如移動支付、AR、線下娛樂活動線上化的推進。媒介內容的革新和技術的加持，預計將打開細分領域的用戶天花板，同時優化運行及變現效率。

趨勢三：數位智慧化

十九大報告中兩次提及“數位中國”“數位經濟”，四次提及“資訊化”，十七次提及“科技”關鍵字，強調加快建設創新型國家。在政策支援及技術革新的雙重推動下，我們看好未來數字經濟長期應用空間。在“雲+網+端”的底層基礎架構下，新技術“ABCD”成為數字經濟的助推器。1) 大數據(D)：演算法優化下廣告的精准推送、金融科技智慧風控等，基於資料驅動商業的貨幣化變現將加速顯現；2) 雲計算(C)：看好以阿里雲、騰訊雲為代表的雲計算全行業滲透；雲計算付費客戶拓展的同時逐漸向 SaaS 衍生；3) 人工智慧(A)：AI+應用多場景滲透；語音/圖像識別、智慧家居為中短期變現，智慧駕駛為長期產業機會；4) 區塊鏈(B)：任處於早期發展階段（應用於公益、扶貧等），行業發展取決於自上而下推行及技術完善。

趨勢四：視頻化

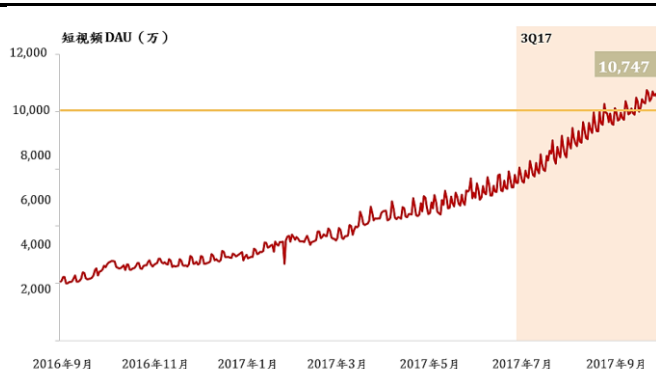
“移動浪潮+媒介革新+技術驅動”，開啟視頻大時代。隨著移動互聯網用戶滲透率的提升，社交分享媒介逐漸從文字資訊，變遷到影像視頻。而在富媒體中，碎片化時間、宅文化、頻寬普及、分享訴求等進一步催生了視頻產業的蓬勃發展。1) 技術驅動：雲計算、多屏互動、高速寬頻網路、未來 5G 的普及等技術升級構建視頻基礎架構；2) 媒介革新：娛樂休閒時間碎片化、用戶習慣移動化，直播、短視頻興起；3) 內容升級：PUGC 內容升級及使用分享意願提升。我們預計內容細分領域將逐漸進入視頻化大時代，體現在：1) 短視頻的高速增長（e.g. 快手、抖音的風靡）；2) 多個平臺推出視頻社交，迎接“95/00”後新風口；3) 視頻廣告的滲透（e.g. 微信、微博）。

圖 66：UGC 內容變遷途徑：從文字資訊到影像視頻



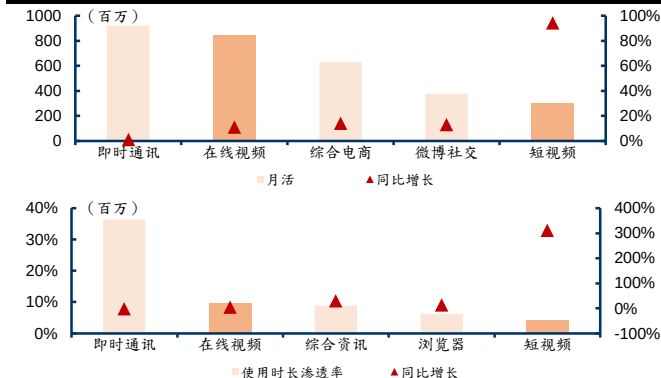
資料來源：TalkingData，招銀國際

圖 68：3Q17 短視頻快速增長態勢未減，DAU 突破 1 億



資料來源：Trustdata，招銀國際

圖 67：2017 年 9 月 TOP15 細分行業月活及使用時長



資料來源：iResearch，招銀國際

圖 69：視頻加速滲透至內容/社交平臺



資料來源：應用截圖，招銀國際

趨勢五：政策春風與監管肅清並行

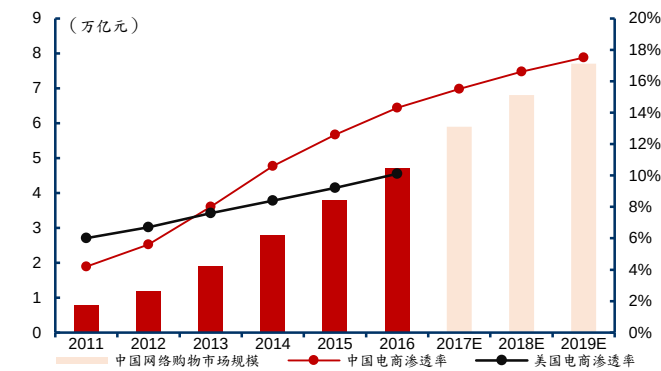
在政策支持科技創新的同時，我們也關注到近期內容監管步調顯著加快，呈現出“廣覆蓋、高頻次、深滲透”的監管特色。**1) 廣覆蓋：**遊戲告別寬鬆監管時代，多部門強力監管雙“11”，OTA 平臺“搭售”整改等，充分體現出監管盲區的縮小；**2) 高頻次：**直播行業在經歷野蠻生長後於 2017 年進入監管肅嚴期。廣電局、網信辦、文化部紛紛針對直播行為下發系列檔，對平臺運營、主播行為、用戶互動的監控要求不斷提高，監管內容愈加細化。其中 1H17 幾乎保持每月一查的高頻次監管。**3) 深滲透：**體現在對即時通訊、視頻流媒體等內容監管的健康導向性；同時，遊戲也迎來防沉迷新規、生存類遊戲健康化等監管升級。

同時，“十九大”明確提出“加強互聯網內容建設，建立網路綜合治理體系，營造清朗的網路空間”。政策導向下，我們認為，文娛板塊平臺的精細化運營、健康導向將更加注重。展望未來，我們預計互聯網將進入規範化高質化發展時代，政策春風、技術創新和內容監管將並行。

電商：開啟數字消費新零售大幕

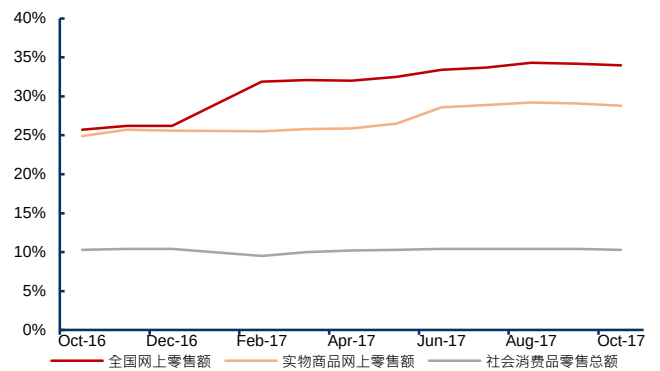
後紅利時代，電商依舊後勁十足。2017 年 1-10 月份，全國網上零售額 55,350 億元，同比增長 34.0%。而電商滲透率自 2014 年首次超過美國後，躍升至 2016 年的 14.3%。雖然電商人口紅利已過，但我們對於電商行業的長期增長更為樂觀，受益於：1) 實體消費資料已逐步回暖，政策導向明確“投資讓位於消費”；2) 新零售推進下線下零售與線上的融合；3) 消費升級下 B2C 市場質與量的提升；4) 跨境、涉農電商空間巨大。

圖 70：中國電商滲透率



資料來源：iResearch, Euromonitor, 招銀國際

圖 71：網上零售額同比增速上升



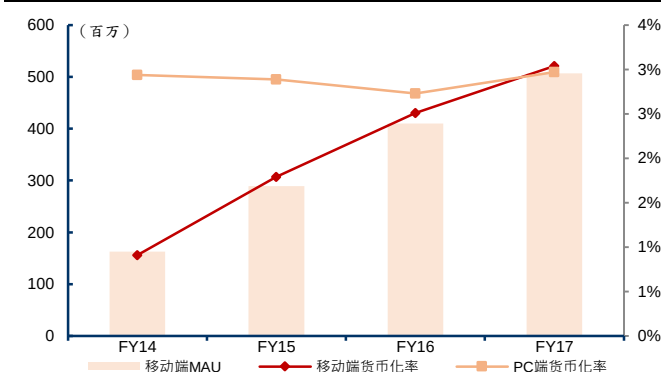
資料來源：國家統計局，招銀國際

具體而言，我們認為如下新元素的加入將頂高行業天花板：

資料驅動下的貨幣化率提升

內容化、社區化及演算法優化帶來的點擊率及轉化率的提高。例如，阿里“千人千面”、“淘寶直播”等元素的豐富後，MAU/活躍買家數/ARPU 不斷創新高，驅動 FY18 收入增速指引高於市場預期 10 個百分點，是資料驅動最直接的體現，而這個利好，才剛剛開始。京東 (JD US) 則利用大資料優勢，通過智慧供貨、庫存預測等資料分析控制成本，改善淨利潤率。我們預計後期會看到更多有關全域行銷、資料銀行的變現：即，龐大的客戶資料池及 AIPL 資料全鏈路通過刻畫/預測消費行為，反哺在品牌的廣告投放、乃至生產製造等環節，助於電商大平臺在數位廣告中搶佔更大市場份額。

圖 72：阿里巴巴移動貨幣化率持續走強



資料來源：阿里投資日，招銀國際

圖 73：阿里巴巴社區化、內容化、數位化佈局



資料來源：阿里投資日，招銀國際

新零售推進，打開電商 15% 的滲透率天花板

2017 年是新零售元年，由阿里首次提出，隨後京東、蘇寧等紛紛佈局。有別於線上線下的簡單融合，新零售是以消費者體驗為中心的資料驅動的泛零售形態，受益於雙升驅動：1) 技術升級（雲+網+端的構建）；2) 消費升級。在便利店、生鮮電商佈局初嘗成果後，我們認為新零售未來將會是生產鏈供應鏈的優化（如，智慧供貨、生產模式的轉變—C2B），乃至真正實現消費方式逆向牽引生產方式。這些變革，一方面促進實體消費、助力零售數位化運營，一方面更好的回饋使用者資料，補全消費資料鏈條。

圖 74：“新零售”前中後解析

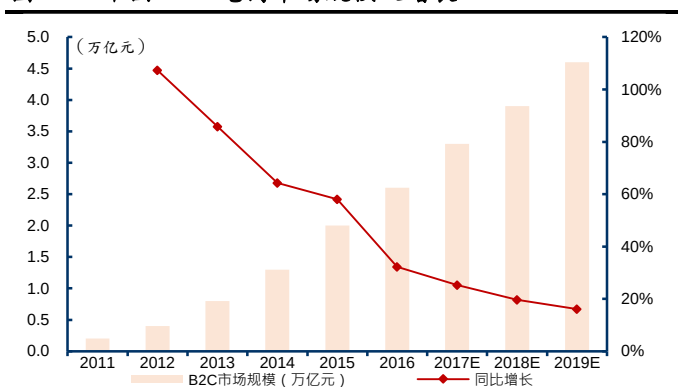
主要元素			阐述	举例	图示
前台	场景		打通线下+线上，全渠道+场景触发式购物（链接百货公司、购物中心、直播等）	阿里+银泰：基于阿里云服务体系，银泰实现了“商品+买家+会员+供应链”全面数字化；天猫与卡西欧合作的“智慧门店”，促进卡西欧专柜月营业额提升近1倍	
	消费者		全息消费者画像	淘宝“千人千面”，实现精准营销；天猫与某化妆品深度合作，进行消费者全息画像后反哺其研发环节，缩短了产品研发周期	
	商品		满足新消费诉求（商品+服务+内容），优化购物体验，提升流通环节效率	打造社区化购物氛围，无缝物流+支付体验	
中台	营销		全域营销，通过数据实时回流、AIPL数据全链路可视化去刻画沉淀消费行为	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		
	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）	
后台	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	

資料來源：阿里研究院，商務部，招銀國際整理

消費升級下 B2C 市場的持續強勁

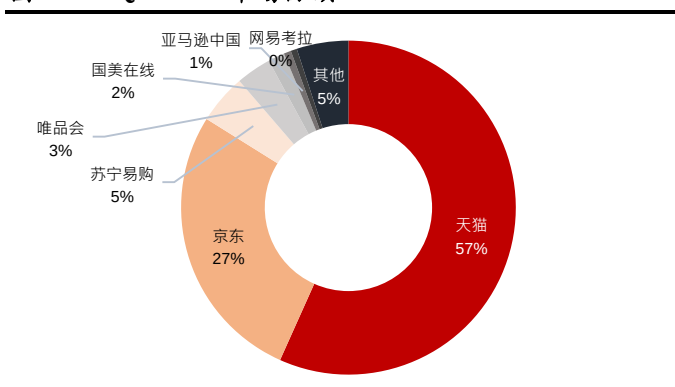
隨著千禧一代成為電商主力軍、居民消費購買力日益攀升，中國消費結構進入快速升級階段：1) 品質訴求逐漸取代價格訴求；2) 高品質、高科技、個性化、小生活主義成為消費升級方向。為把握消費升級春風，各大平臺頻繁進行升級革新：1) 天貓升級：從“上天貓就夠了”升級為“理想生活上天貓”；推出超級品牌日、天貓小黑盒等產品，圍繞消費者和品牌商，構建更好的連接關係；2) 京東雙 11 主打“全球好物節”，對於產品銷售的導向過渡到“大牌+特色”。與此同時，網易(NTES US)嚴選業績不斷超預期、天貓及京東的 GMV 加速增長，均釋放出 B2C 市場的強勁增長動力。我們認為，未來 B2C 市場內生動力依然強勁，預計 2019 年 B2C 市場 GMV 佔比趨近 60%。

圖 75：中國 B2C 電商市場規模及增長



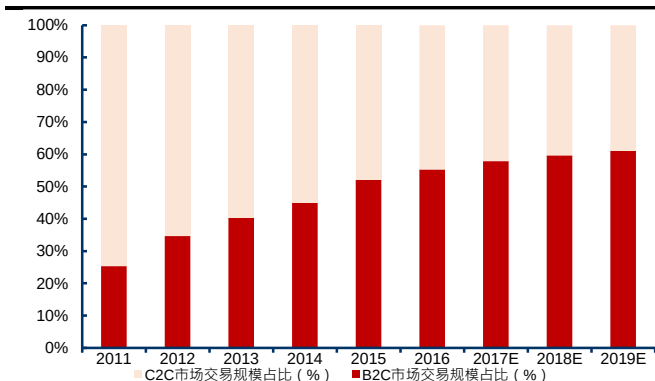
資料來源：iResearch，招銀國際

圖 76：2Q17 B2C 市場份額



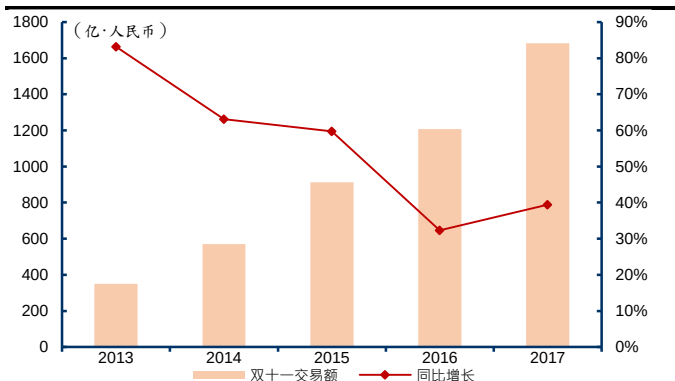
資料來源：iResearch，招銀國際

圖 77：中國 B2C 市場佔比擴大



資料來源：iResearch，招銀國際

圖 78：天貓雙十一成交額歷年增速



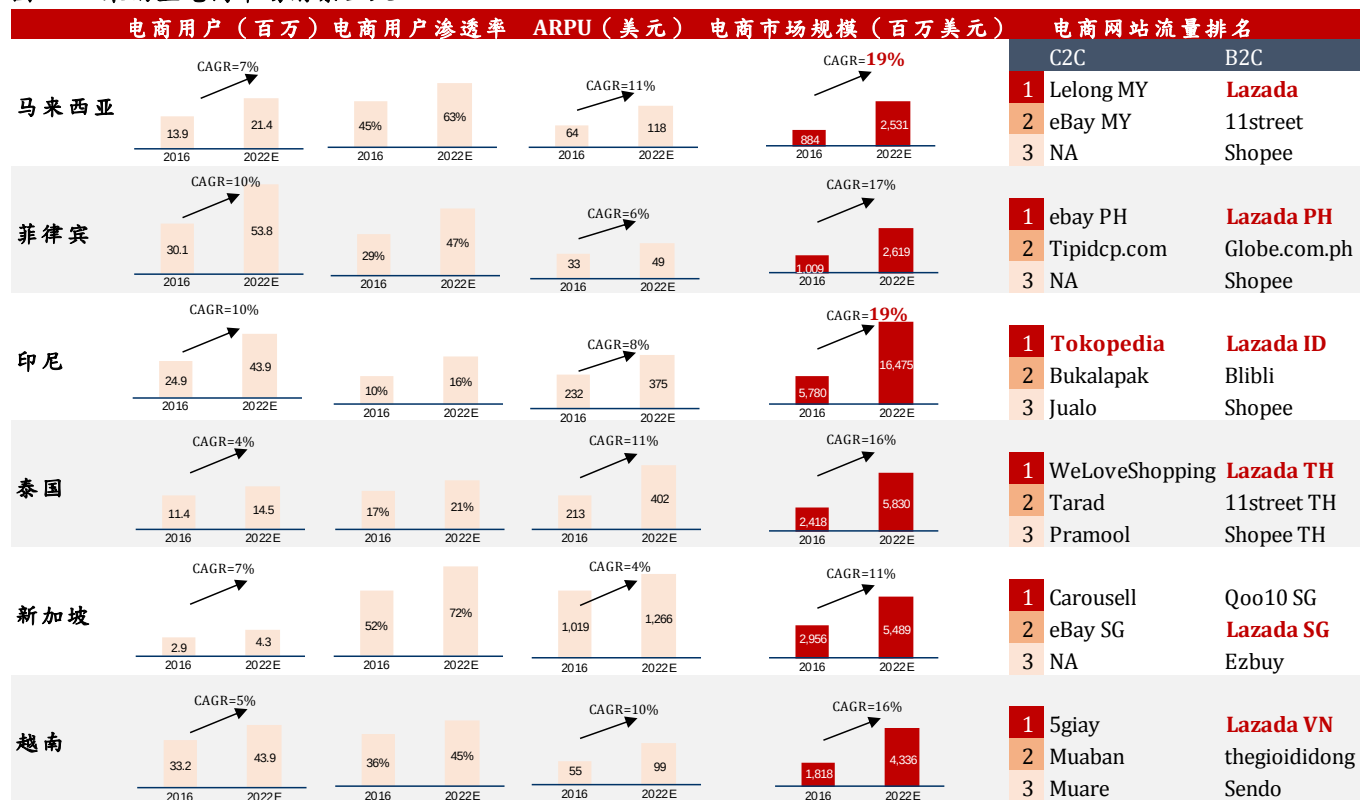
資料來源：公司，招銀國際

縱橫延伸：垂直-母嬰+生鮮；延伸-跨境+涉農

延伸：跨境-起點佈局東南亞

在消費升級、經濟一體化、貿易全球化驅動下，各大電商巨頭不斷開拓海外市場。而東南亞市場成為電商佈局第一站。受益於：1) 較低的電商滲透率 (~3%，貝恩數據)；2) 年輕人口下互聯網滲透率攀升；3) 大型購物中心的匱乏；4) 中產階級的快速增長，東南亞預計將成為全球互聯網發展最快的地區 (根據 Google 和 Temasek 報告資料)。至 2025 年，預計東南亞電商市場規模將達到 880 億美元，遠超線下零售增長 (32% vs. 7%)。其中，印尼將會成為東南亞地區電商 TOP1 市場，Statista 預測 2016-2022E CAGR 高達 19%。而目前東南亞市場主要電商平臺 Lazada、Tokopedia 均為阿里巴巴投資控股公司。看好電商巨頭在東南亞市場的超前佈局，同時期待國內外電商的深度合作與協同。

圖 79：東南亞電商市場前景巨大



資料來源：Statista，ecommerceIQ (2017 年 9 月資料)，招銀國際

延伸：涉農-管道下沉、產品上行，任重道遠

政策導向+智慧手機普及，打開農村電商藍海。“十九大”政策積極導向下（惠農+脫貧），加之智慧手機在農村的普及/基礎設施升級、及電商下沉，涉農電商發展步伐加快。根據中投顧問報告，2017 年中國農村電商市場規模將達到 6.3 億元，2017-2021 年均複合增長率約為 38.9%，至 2021 年市場規模將達 23.3 億元。

巨頭佈局，“產品上行”任重道遠。自 2014 年起，阿里巴巴、京東、蘇寧開啟涉農電商佈局，分別從管道下行、產品上行入手，通過優化物流、採購等基礎設施、普及互聯網金融多方面滲透至基層。近期，阿里巴巴推出“興農扶貧”專區等。借助電商天然入口導流及較低的邊際成本，成效顯著。雖然電商模式下的農產品出口有著天然的優勢，但目前中國“農產品上行”依然面臨物流成本高、寬頻覆蓋偏低、產品競爭力偏弱等挑戰。

圖 80：阿里巴巴及京東涉農電商佈局

	阿里巴巴	京東
涉农战略	◆ 投资基础：在县城建立运营体系，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。	◆ 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	◆ 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。	◆ 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

資料來源：阿里研究院，招銀國際

垂直-母嬰+生鮮

雖然以阿里、京東為代表的電商巨頭將持續擴大市場份額，但我們認為其他電商將有望持續挖掘垂直細分市場，包括跨境、社交、母嬰、生鮮電商等。

圖 81：電商垂直細分格局

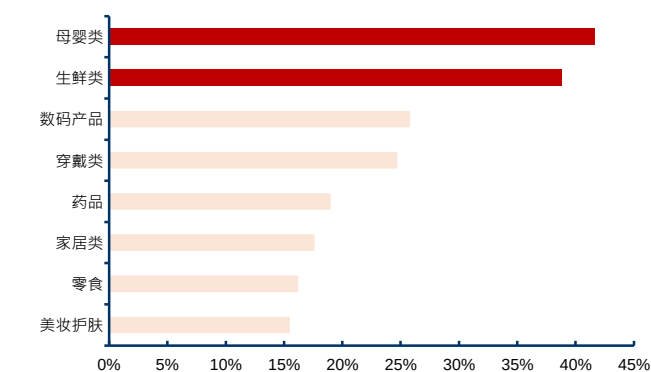


資料來源：招銀國際

消費升級下，消費者傾向於為品質可控、營養均衡、加工便捷的食材買單，而這一需求升級集中體現在生鮮品類。基於生鮮電商高頻次消費、複購率高、剛性需求，生鮮電商市場巨大（預計 2017 年生鮮電商市場規模達 1650 億，同比增長 81%）。線下生鮮零售依然為主流，但在新零售刺激下，配合冷鏈物流的智慧優化，生鮮電商融合線下實體消費購買增長勢頭迅猛。其中盒馬的 MAU 同比增長高達 663%，“新零售”的模式也促使其成為生鮮電商行業 2017 年當之無愧的增長黑馬。

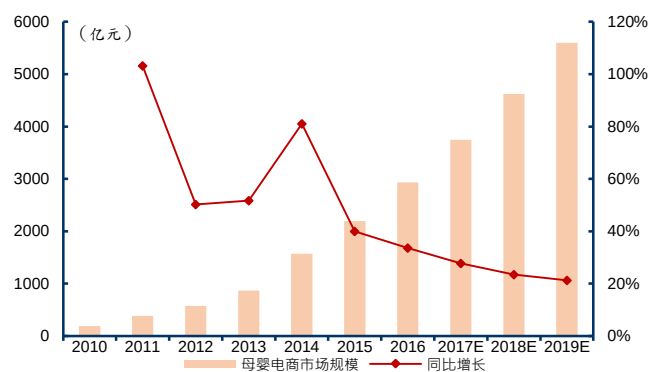
隨著二胎政策放開、消費升級以及“80/90”後步入育齡，母嬰電商有望迎來高速增長。其中，艾瑞諮詢預計母嬰電商未來三年 CAGR 高達 24%，母嬰電商向社區化、精選化升級。多數平臺基於社區用戶、知識分享訴求，打造強勢流量入口並形成社區+內容+電商閉環，覆蓋更長用戶週期、深挖用戶需求實現品類擴展。其次，多數平臺以“平臺+自營”模式運營，逐漸拓展非標品佔比，在大資料支援下，提供個性化精準推送及導流。

圖 82：1H17 電商用戶對於商品高品質要求種類分佈



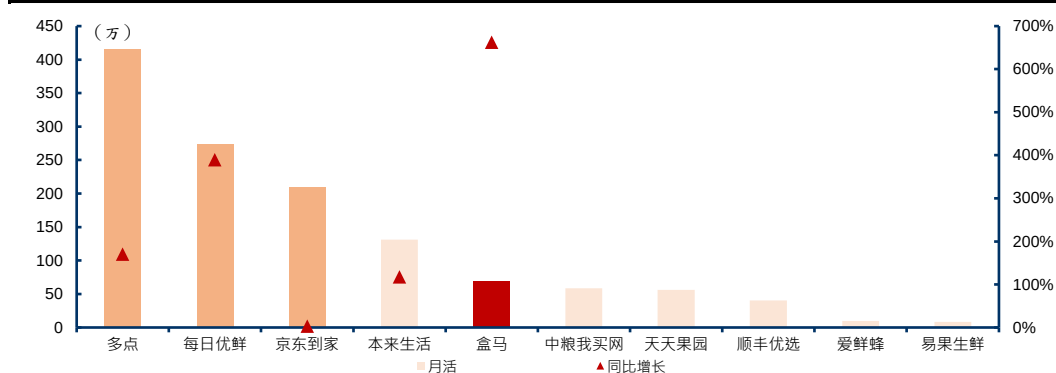
資料來源：iMedia，招銀國際

圖 83：母嬰電商市場規模



資料來源：iResearch，招銀國際

圖 84：生鮮電商 APP 月活規模及增速



資料來源：QuestMobile (2017/07 資料)，招銀國際

泛文娛：內容為王，社交加碼

展望 2018 年，雖然遊戲進入用戶後紅利時代，但我們認為，在重度化趨勢下，玩家付費率及 ARPU 均存在上升空間。除了重度化、加速整合（騰訊、網易加速壟斷市場）持續之外，我們預計未來將受益於兩大新趨勢：1）社交遊戲方興未艾（e.g. 吃雞遊戲的風靡）；2）電競賽事增量市場顯現。同時，遊戲將進入規範化高質化發展時代，創新玩法和內容/時長監管將並行。基於遊戲長期風口及“爆款為王”黃金定律，我們持續看好騰訊，同時建議積極關注網易、金山(3888 HK)。

直播行業，在獲客成本高企、監管加強之際，我們認為用戶流量、潛力主播將逐漸向大平臺集中。存量爭奪中，持久社交、增量遊戲、創意玩法為平臺核心競爭力。而 YY(YY US, 買入)和陌陌(MOMO US, 買入)將受益於監管肅嚴下“兩牌+健康內容”的隱形優勢、遊戲直播的火熱消費、視頻化及娛樂線上化的風口。

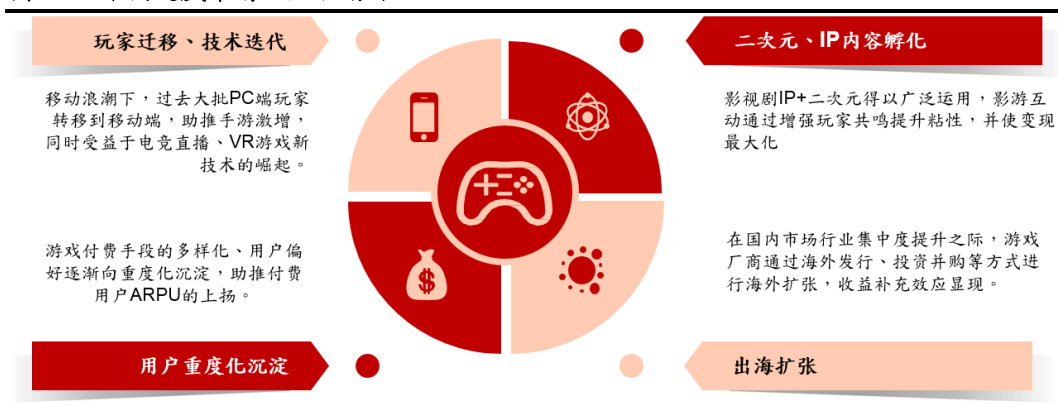
此外，我們認為內容/知識付費時代正在到來，受益於用戶付費行為的培養以及平臺對內容的專有性/版權性的注重。從科技巨頭佈局來看，2018 年或成為內容付費平臺上市大年，而獨立平臺的分拆有助於提升整體估值。重點利好騰訊、百度(BIDU US, 持有)、阿里巴巴和網易。

遊戲行業：存量盤活，重度沉澱，社交風潮

舊勢：移動化、重度化並行，行業集中度提升

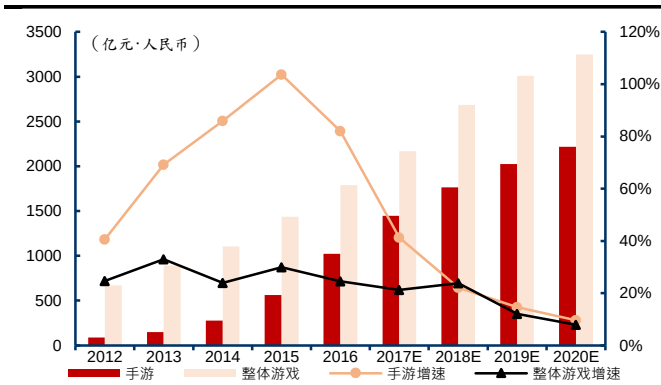
在國民遊戲<王者榮耀>、<陰陽師>的火熱消費下，2017 年成為中國“遊戲大年”。展望 2018，手游依然為主要增量市場，預計 2017-2020 年年均複合增長率達 15%，至 2018 年手遊將佔遊戲市場 66% 的份額。驅動力為：1）用戶偏好向重度化沉澱下，遊戲玩家付費率及 ARPU 的提升；2）精品 IP 的內容孵化；3）國內遊戲的海外擴張。

圖 85：中國遊戲市場四大驅動力



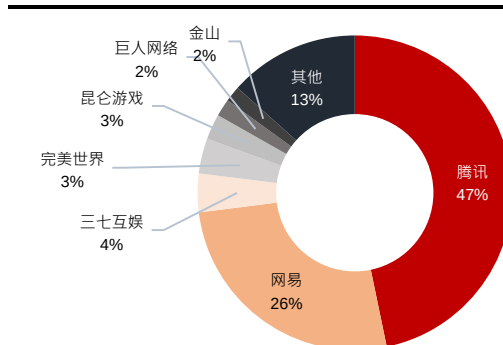
資料來源：公司、招銀國際

圖 86：中國遊戲市場規模及增速



資料來源：iResearch、招銀國際

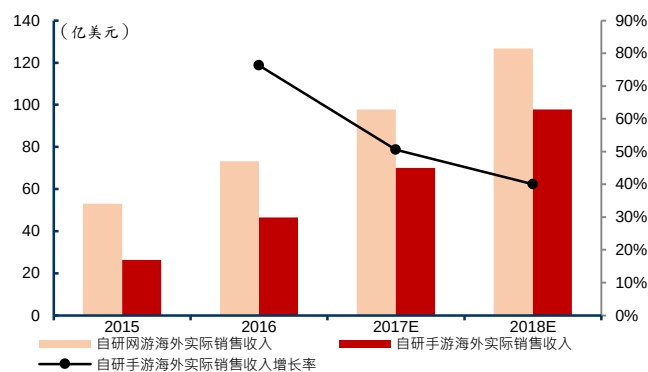
圖 87：1H17 中國移動遊戲市場競爭格局



資料來源：易觀、招銀國際

巨頭壟斷、兩極分化，海外市場待挖掘。1H17 騰訊及網易兩大巨頭持續壟斷市場份額（73%）。在新游審批從嚴、巨頭緊密佈局之際，國內遊戲公司開始通過海外戰略另尋出路。如智明星通旗艦遊戲《列王的紛爭》在海外表現強勢後，亦吸引國內用戶積極參與；**IGG(799 HK, 目標價重審中)**憑藉《王國紀元》晉級全球第 27 大遊戲研運商。其中，亞太地區凸顯增量市場優勢。根據 Newzoo 資料，2016 年亞太地區貢獻全球遊戲市場 58% 的增長，而東南亞地區 2015-2019 年手游年均複合增長率預計為 45.3%。

圖 88：中國自研遊戲海外市場實際銷售收入及增速



資料來源：遊戲工委、伽馬資料、招銀國際

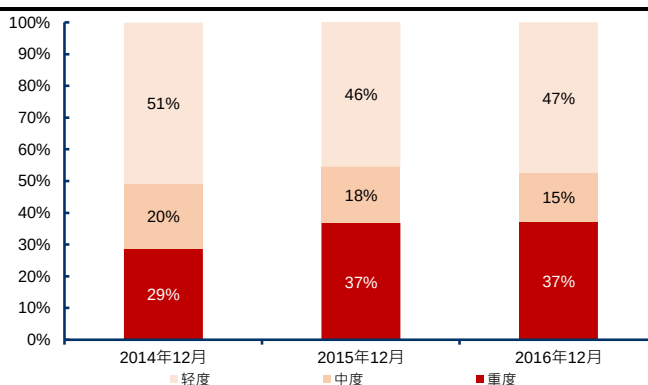
圖 89：2016 年手遊市場各地區/國家規模及增速



資料來源：Newzoo、招銀國際

用戶偏好重度化沉澱，RPG、MOBA 遊戲持續走強。MMORPG、MOBA 以及 FPS 遊戲依舊長期佔據 iOS 暢銷榜前 10（如：王者榮耀、夢幻西游、亂世王者），中重度遊戲持續走強，且展現強大的吸金能力。而休閒類遊戲依舊為主要拓客應用。1H17 新游中重度遊戲持續發力，用戶付費意願也持續增強。重度遊戲憑藉生命週期長、收入潛力大等優勢，將為後期手遊市場消費注入持續流水。

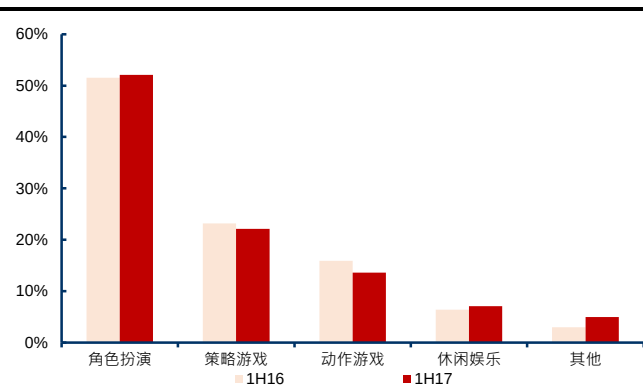
圖 90：用戶重度化沉澱



資料來源：TalkingData、招銀國際

注釋：重度遊戲包括：角色扮演、動作、策略（包括 MOBA）和賽車；中度指模擬、桌面、探險、體育；輕度指休閒、智力、棋牌等。

圖 91：新品手遊類型向重度化過渡



資料來源：DataEye & S+、招銀國際

新趨：社交遊戲方興未艾，電競增量市場顯現，監管與創新並行

展望 2018，除了重度化、加速整合持續之外，我們預計未來將受益於兩大新趨勢：1) 社交遊戲方興未艾；2) 電競賽事增量市場顯現。同時，遊戲將進入規範化高質化發展時代，創新玩法和內容/時長監管將並行。

內容精品化，遊戲回歸以玩法、設計制勝。隨著遊戲玩家對於高品質遊戲需求的日益攀升，以及監管的介入，我們認為遊戲精品化成必然趨勢。此外，蘋果 10 月新版本的 App Store 取消暢銷榜，將倒逼遊戲廠商回歸玩法設計本身。即便是擁有流量天然優勢的騰訊，也將逐漸提高自研遊戲佔比及流量傾斜，不斷打磨研發實力。

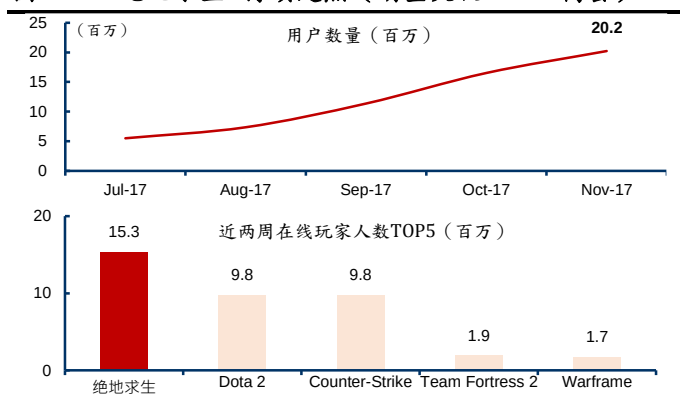
社交遊戲風起時。<王者榮耀>、<絕地求生>等現象級遊戲的火熱消費再次印證了社交遊戲的高粘性吸睛能力。雖然生存類遊戲此前面臨一定監管風險（目前已釋放），但我們認為，**在手遊趨同、社交需求滲透、直播交互之際，具備高自由度+延展性+社交屬性的遊戲有望迎來新風口。**而“吃雞”類遊戲的風靡，基於社交/射擊類遊戲的生命週期，或將成為 2018 年另一款國民遊戲（線上玩家人數、活躍度、活躍度均為全球 TOP1，上線 8 個月銷售額粗略估算突破 6 億美元）。近日，騰訊已宣佈獲得絕地求生的中國代理運營權。在此之前，騰訊、網易、金山軟體均開發佈局吃雞手遊，近期預約、下載量持續創新高（且持續佔據免費下載排行榜前五）。目前多款吃雞遊戲同質化較嚴重，後期遊戲表現將依賴於分發能力及玩法革新。

移動電競成增量市場。在爆款遊戲帶動下，電競成為 2017 年遊戲市場關鍵字。在重度化趨勢下，長期看好電競發展空間，受益於：1) 市場佔比小，有望承接增量用戶遷移。目前移動電競僅佔手遊市場 21%，有望吸引女性及年輕用戶湧入；2) 電競納入 2018/2022 年亞運會標誌著電競賽事的火熱及認可度提升；3) 巨頭佈局：騰訊成立獨立電競部門；4) 直播支持下的觀感體驗優化及傳播。

監管與創新並行。有別於此前遊戲監管寬鬆的大環境，我們關注到近期監管步調顯著加快：1) 手遊審批從嚴；2) 伴隨著<王者榮耀>的火爆，防沉迷新規及管道自律升級；3) 內容健康導向：廣電總局對生存類遊戲的基本表態及吃雞手遊的內容規範，再次體現了內容監管的健康導向性。展望未來，我們預計遊戲將進入規範化高質化發展時代，創新玩法和內容/時長監管將並行。

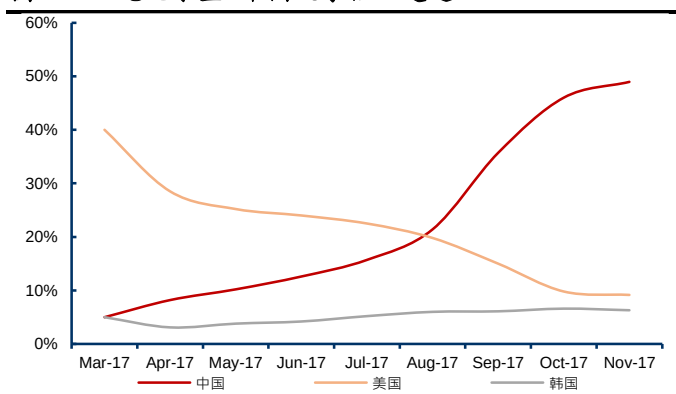
基於遊戲的長期風口，我們持續看好騰訊，同時建議積極關注網易、金山軟體、網龍。憑藉天然流量優勢，騰訊將長期受益於社交遊戲及電競賽事的高速發展，龐大手遊儲備保證梯度借力。而網易在經歷頭部遊戲流水波動後，部分已回歸領先位置，且<荒野行動>、<終結者 2：審判日>等新游有望豐富後期頭部產品矩陣；看好網易匠心研發實力，估值吸引。

圖 92：<絕地求生>持續走熱（銷量突破 2000 萬套）



資料來源：Steam Spy、招銀國際

圖 93：<絕地求生>中國玩家佔比趨近 50%



資料來源：Steam Spy、招銀國際

圖 94：中國主要“吃雞”類手遊表現

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

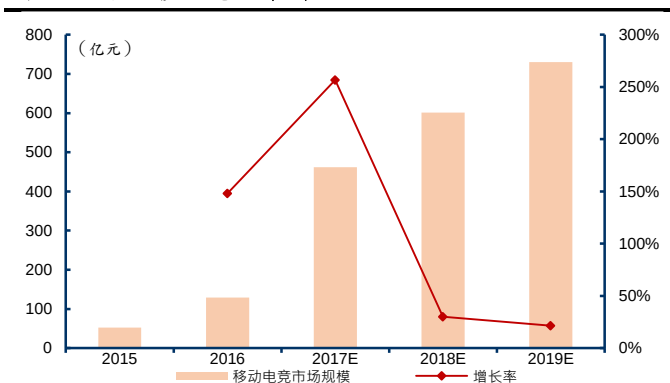
資料來源：App Annie、<光荣使命>公眾號、虎牙、TapTap、遊戲體驗、招銀國際

圖 95：現象級產品啟動移動電競市場進入高速成長期



資料來源：iResearch、招銀國際

圖 96：中國移動電競市場規模



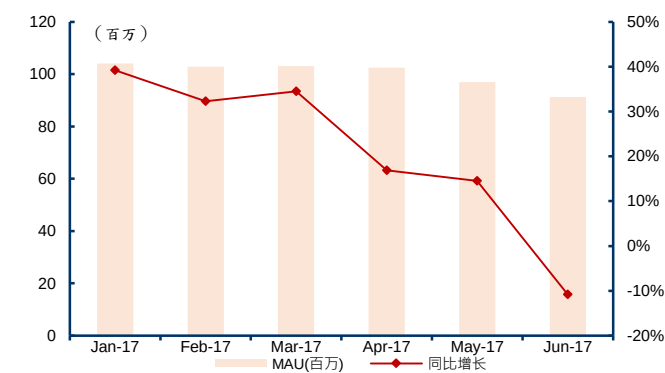
資料來源：iResearch、招銀國際

直播行業：從使用者紅利到內容主導

用戶端：人口紅利褪去，流量向頭部平臺集中

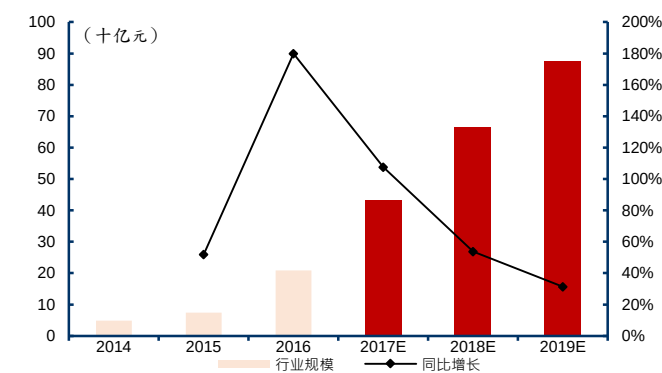
使用者規模、頻次時長增速乏力，平臺獲客趨於理性。移動直播月活從快速增長進入平穩發展期。2016 年，在明星進駐、網紅吸睛、奇聞軼事等直播造勢下，用戶基於嘗鮮的直播體驗帶來使用者規模、粘性的持續增長；至 2017 年，嘗新體驗淡化，加之監管趨嚴、競爭加劇，直播用戶的人均單次啟動次數和人均單日使用時長均趨於平緩。而隨著平臺競爭的加劇、內容的推陳出新，滿足主要男性用戶群體“陪伴型”訴求的直播平臺逐漸凸顯高頻及付費優勢（根據艾瑞諮詢統計，泛娛樂直播用戶中男性佔比 67%）。其中，尋求陪伴型、電競型用戶為直播重度使用者，付費意願最強、私下打賞意願最高。

圖 97：直播行業月活進入存量時代



資料來源：Questmobile，招銀國際

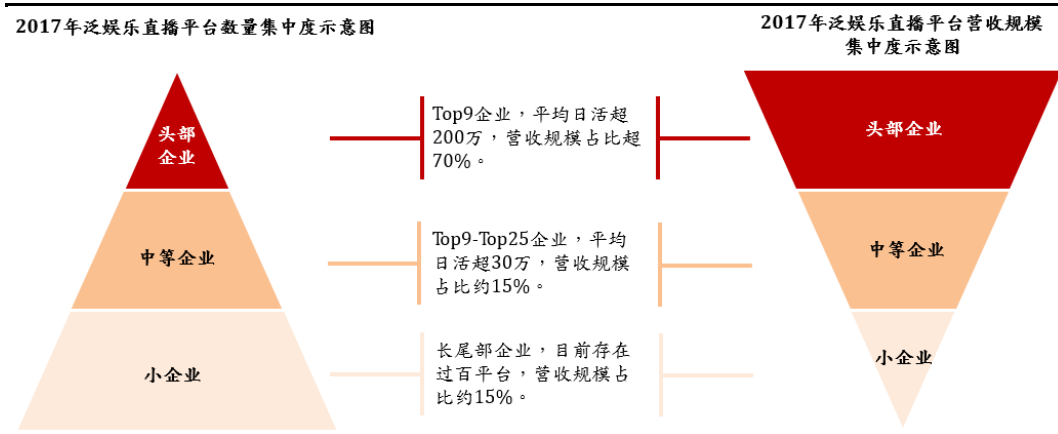
圖 98：中國直播市場規模



資料來源：iResearch，招銀國際

行業洗牌：馬太效應顯現，頭部企業營收佔比超 70%。至 2017 年初直播行業使用者規模第一梯隊格局基本穩定，預計未來用戶會向第一梯隊進一步集中。中小平臺將面臨更為嚴峻的市場格局：一方面，未來用戶拉新成本企高；另一方面，泛娛樂直播平臺小企業眾多，且多數平臺內容不雅，但因流量過小仍處於政府監管盲區，在政府加大查處力度趨勢下，此類平臺將面臨大量關停。

圖 99：直播行業流量逐漸向頭部平臺集中



資料來源：iResearch，招銀國際

政策不斷收緊，倒逼行業良性發展。直播野蠻生長期不良現象層出不窮。對此，2016 年 9 月以來，廣電局、網信辦、文化部紛紛針對直播行為下發系列檔。對平臺運營、主播行為、用戶互動的監控要求不斷提高，監管內容愈加細化。監管趨嚴下，行業短期將進入陣痛期，但長期反而助於行業的良性發展及大平臺的精細化運營。

圖 100：直播相關政策梳理

政策概覽	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。

資料來源：文化部、廣電局、網信辦、招銀國際

監管趨嚴下，頭部企業“兩牌+健康內容”優勢凸顯。我們認為，監管著眼點主要來自“牌照+內容”兩方面，政策收緊於持牌及健康運營的頭部平臺是隱性利好。

牌照：直播平臺需持有《網路文化經營許可證》和《資訊網路傳播視聽節目許可證》；目前陌陌、YY 均持有兩牌，而花椒、9158 等目前均未持有《資訊網路傳播視聽節目許可證》。根據該牌照申請條件（新申請單位現要求“為國有獨資或國有控股單位”；註冊資本應在 1,000 萬元以上），我們認為非持牌平臺獲得牌照管道將更為艱難且進程緩慢；而非持牌平臺，發佈內容僅限於自製原創內容 UGC，PGC 內容不允許發佈。

圖 101：主要直播平臺持牌情況梳理

	《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)	✓	

資料來源：公司、文化部、廣電局，招銀國際

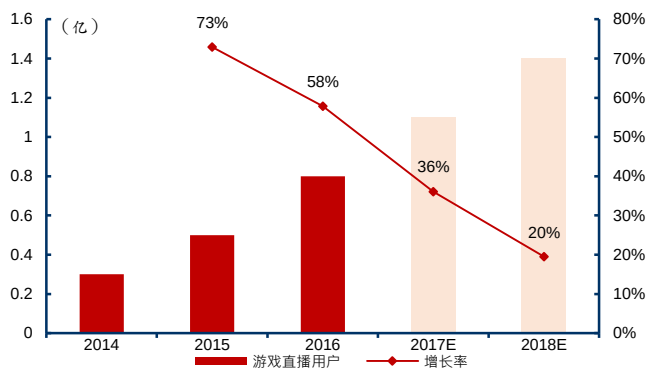
內容：各部門於直播平臺內容監管主要集中在涉政、涉槍、涉毒、涉暴、涉黃等方面，而涉黃內容目前為直播主要規範物件。內容肅清於頭部平臺是利好，歸因於：1）中小平臺野蠻生長期主要通過非健康內容吸睛，監管從嚴下該類平臺易出現使用者流失或面臨內容、主播整改壓力；2）頭部平臺人工檢測團隊更為龐大（陌陌約 400 人，YY 約 100 人，其他較多中小平臺缺少檢測團隊）；3）優質主播將逐漸向頭部平臺集中，平臺自主造血能力以及話語權增強；4）頭部平臺或使用雲計算及人工智慧等技術，進一步加強對內容篩選的優化。

平臺端：持久社交、增量遊戲、創意玩法

我們認為，行業洗牌期，有平臺特色、突出互動屬性、高頻入口導流的直播平臺將更易贏得資本市場青睞。而存量爭奪中，持久社交、增量遊戲、創意玩法為平臺核心競爭力。

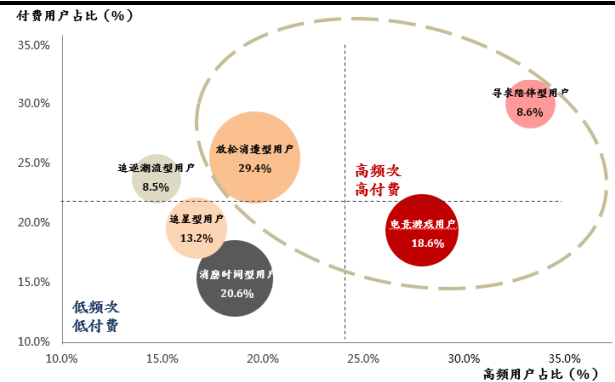
- 1) **持久社交**：在獲客成本高企之餘，平臺的社交屬性將成為增強使用者粘性、保證客戶留存率的關鍵因素。此外，隨著“95/00 後”（對個性化追求最強、易接受新鮮事物的群體）的崛起，以陌陌為代表的平臺開啟視頻社交，有望充分挖掘年輕群體社交市場。
- 2) **遊戲增量**：相對泛娛樂直播，遊戲直播的變現週期較短，用戶互動體驗較強。而遊戲直播自帶流量基礎（原有遊戲玩家），且受益於近期吃雞遊戲的火熱消費，多數遊戲直播有望迎來營收高增長。此外，預計明年各大遊戲直播平臺會逐漸進入盈利階段。
- 3) **創意玩法**：隨著泛娛樂直播平臺實力不斷提升，頭部平臺開始涉獵版權變現及綜藝聯動，狼人殺、短視頻、多人連麥等創新功能不斷引進，變現模式從單一付費打賞衍生至電商導購、視頻廣告等。平臺捕捉風口的能力及精細化運營將成為獲客關鍵因素。

圖 102：增量用戶驅動遊戲直播高速增長



資料來源：iResearch，招銀國際

圖 103：尋求陪伴型、電競型用戶為凸顯高頻及變現潛力



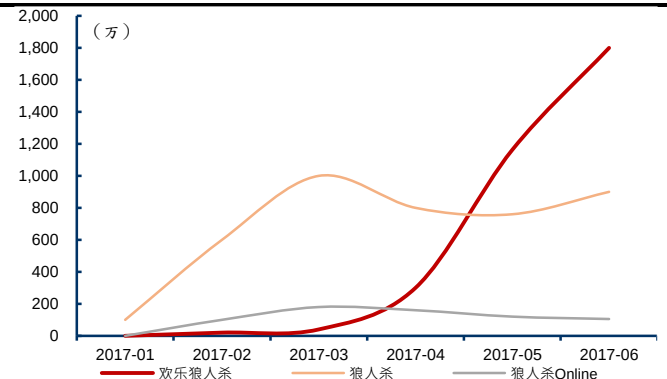
資料來源：iResearch，招銀國際

圖 104：各平臺產品出新+內容升級



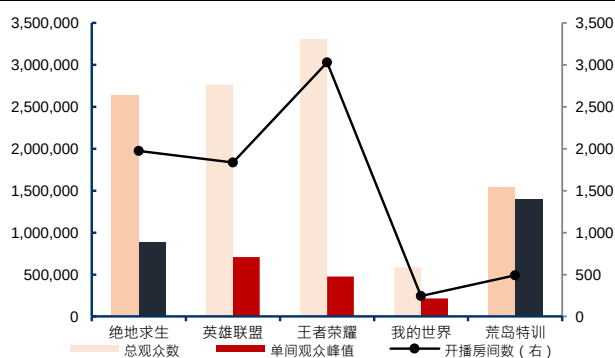
資料來源：各應用截圖，招銀國際

圖 105：狼人殺社交遊戲迅速爆發 (MAU 走強)



資料來源：QuestMobile，招銀國際

圖 106：虎牙頭部遊戲觀看數量



資料來源：虎牙（資料取自 2017/11/19）、招銀國際

圖 107：虎牙<PUBG>單房間觀眾高峰超過 100 萬



資料來源：虎牙（資料取自 2017/11/22）、招銀國際

未來趨勢研判：5G 技術利好，直播向社交化、“直播+”演進

在政策收緊下短期行業回歸理性，但長期有望受益於技術創新與直播的多元化應用：

技術創新利好：1) 伴隨智慧手機為代表的終端普及，視頻傳輸技術走向成熟；2) 高速寬頻網路建設加快，將受益於未來 5G 網路覆蓋率的提升；3) 多屏互動、橫豎切換 VR 等直播技術更加成熟，為用戶提供更好的直播體驗。

“直播+”打開行業天花板：1) 直播+短視頻：短視頻為直播內容提供了後續沉澱/儲備空間，經過剪輯、優化而產出的短視頻更能集中展現直播中的精髓內容，短視頻的引入有助於打破直播用戶天花板。2) 直播+電商：直播已逐漸成為基礎架構滲透至傳統電商行業，如淘寶、唯品會等平臺均上線直播頻道，純直播平臺也從單一化的打賞模式向電商導購演進；3) 直播+教育：得益於直播教育的即時互動性，語言學習及職業技能有望在教育直播浪潮中佔得先機，且該類直播平臺學生的學習迫切性與付費意願較為強烈。

展望 2018 年，我們認為用戶流量、潛力主播將逐漸向大平臺集中。重點推薦歡聚時代、建議積極關注陌陌。歸因於：1) 陌陌及 YY 將受益於監管肅嚴下“兩牌+健康內容”的隱形優勢、視頻化及娛樂線上化的風口；2) 強社交關係鏈、遊戲直播爆發分別為陌陌及 YY 的催化劑；3) 待行業步入理性發展後，直播行業仍有望迎來增量空間，驅動因素為 5G 春風及直播應用場景多元化；4) 目前陌陌與 YY PE 及 PEG 均低於互聯網行業平均，估值吸引。

文娛新軍：內容/知識付費時代到來

文娛板塊兩大行業之外，我們認為內容/知識付費時代正在到來，受益於用戶付費行為的培養以及平臺對內容的專有性/版權性的注重。而“十九大”中對“強化智慧財產權創造、保護、運用”的引導，再次為內容付費長期發展提供政策溫床。根據 iResearch 及 Frost & Sullivan 預測，三大細分行業（線上視頻、音樂、閱讀）市場規模未來三年 CAGR 均達 30% 以上，其中線上視頻為 TOP1 市場。

我們長期看好內容付費行業的強勁內生增長，驅動力為：1) 年輕文娛主流消費群體對內容品質需求攀升及可支配收入的提高，拉動用戶內容付費意願的快速提升；2) 版權授權產業方興未艾，電影製片廠、遊戲廠商等對於 IP 內容的產業衍生、內容挖掘有望推動後期市場增長；3) 相較於海外市場，內容付費率上升空間巨大（各細分行業會員付費用戶數仍處於低位）；4) ARPU 值較低，憧憬多元化變現及產業鏈遞延；5) 海外巨頭成功案例為國內平臺發展提供參考。

我們預計內容付費將呈現如下趨勢：1) 版權為王，內容/IP 爭奪將更為激烈，各平臺對於內容的把控和優化將更為注重；2) 反映在平臺上，各平臺的盈利能力將逐漸提升，商業模式日趨多元化（產業鏈遞延），如：線上視頻正逐漸從依賴廣告收入為主的單一模式轉向會員收入為主的“類 Netflix”模式；3) 線上視頻及線上音樂領域，預計未來 2-3 年各平臺會釋放盈虧平衡的信號。從各大科技巨頭佈局規劃來看，2018 年或成為內容付費平臺上市大年，而獨立平臺的分拆有助於提升整體估值。**重點利好騰訊、百度、阿里巴巴和網易。**其中騰訊將成為內容付費新興市場的最大受益者，得益於在三大細分領域的領先乃至壟斷優勢，同時“文娛商業閉環+社交天然優勢”將持續為其豐富內容產業鏈、反哺核心遊戲、廣告收入。

圖 108：內容付費細分行業分析



資料來源：iResearch, QuestMobile, Frost & Sullivan, 各公司交流內容，招銀國際整理
 注釋：線上視頻/線上音樂各平臺月活分別為 2Q17/3Q17 資料

投資要點：首選行業巨頭

2017 年板塊上漲主要受利潤增長帶動，估值重塑持續

年初至今，港股軟體及互聯網板塊中，三大細分行業均略跑贏恒指，其中遊戲台塊走勢穩健且強勁。但考慮港股上市公司數量較少，個股走勢出現明顯分化。以遊戲台塊為例，騰訊、IGG 受業績強勁驅動（EPS 增速在 30% 以上），漲幅均 >100%，而其他公司（基本面無驚喜）與大市同步。其次，考慮遊戲公司業績增長多依賴於及新遊表現及頭部遊戲週期，判斷個股後期走勢時，我們建議密切關注三大關鍵字：爆款、遞延收入及遊戲儲備。

美股市場，中概科技股表現遠遠強於大市，除線上旅遊板塊外，其他細分板塊漲幅均在 50% 以上，其中直播、社交/廣告、遊戲、電商年初至今分別上升 139%、86%、69%、59%。但細分板塊的長期發展前景與股價表現並非一致。比如，我們看好旅遊市場受益於消費升級大趨勢，但由於近期 OTA“搭售”、監管肅嚴、行業競爭加劇等事件，導致攜程 (CTRP US) 股價走弱，該風險或持續至 1H18，如若 OTA 平臺開啟收取服務費（以對沖“搭售”損失），或對行業產生直接利好。

直播行業表現最為強勢，源於僅有的兩家直播標的陌陌、YY 均為行業龍頭，且在 2016 年延續至今的直播火熱消費下，兩家公司 2017 年淨利潤增速預計均在 40% 以上。其中，陌陌股價上升 (+76%) 主要受盈利驅動 (+95% YoY)，YY (+201% YoY) 則受益於盈利 (+40% YoY) 及估值重塑。展望 2018，我們認為直播板塊後期增長點將主要來自於遊戲直播的持續火熱（電競賽事+吃雞遊戲熱潮），且預計 2018 年將迎來遊戲直播盈利點及上市潮。

社交/廣告行業股價表現與業績增長密切相關，其中新浪 (SINA US)、微博 (WB US) 股價漲幅均超過 100%，受益於資訊流廣告的強勁增長。而百度在經歷整改後逐漸步入復蘇通道，輔之業務重心聚焦（去虧損業務、有效成本控制），自 2H17 開始業績釋放驚喜，後期建議密切關注資訊流、愛奇藝兩大增長點表現。獵豹移動 (CMCM US, 持有) 轉型持續，需等待新內容平臺變現優化。

電商板塊業績分化、強者恒強局面持續。電商個股表現兩極分化較為嚴重，其中阿里巴巴、京東股價年初至今分別上升 117%、57%，受益於業績驅動及業績新增量（新零售、B2C 消費升級、資料驅動）。而唯品會 (VIPS US)、聚美優品 (JMEI US) 股價分別下跌 25%、46%，主要受業績疲態、金融業務拖累。

圖 109：恒指及 TMT 子板塊 2017 年至今股價表現

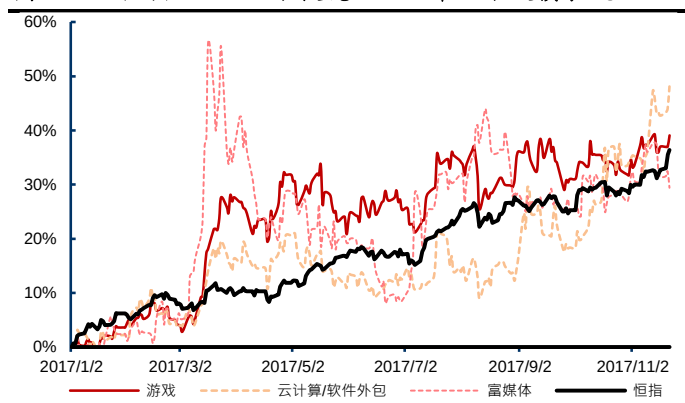
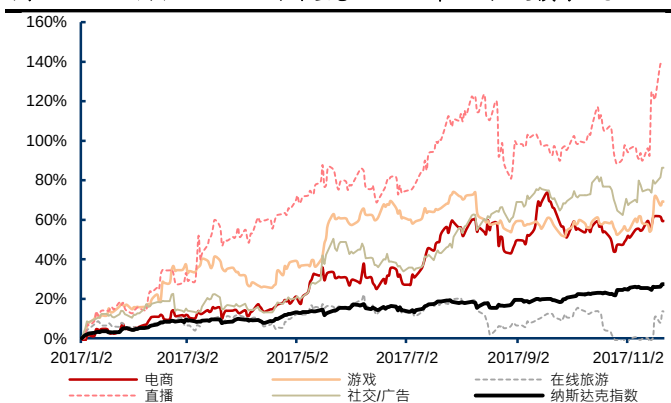


圖 110：納指及 TMT 子板塊 2017 年至今股價表現

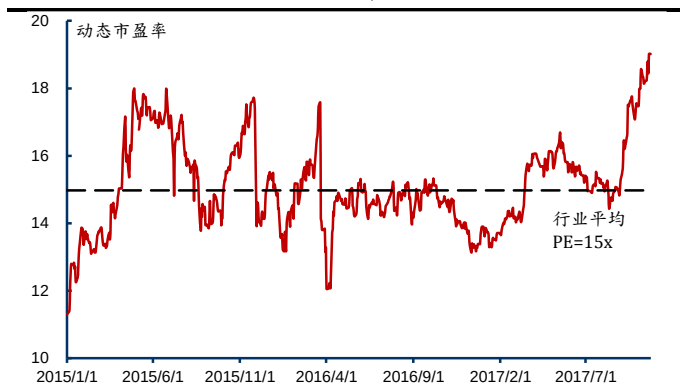


板塊估值創新高，但電商、遊戲、直播估值依舊處於低位

估值層面，港股及美股中概 TMT 板塊估值創新高，我們認為主要受益於科技巨頭業績持續釋放驚喜、南下資金雙重帶動（港股）。從細分行業來看，電商、遊戲、直播板塊估值依舊處於低位，均低於行業平均及指數。港股估值上升主要受雲計算/軟體（金蝶、中軟）及騰訊帶動，而美股中概主要受線上旅遊、社交/廣告及阿里巴巴帶動。

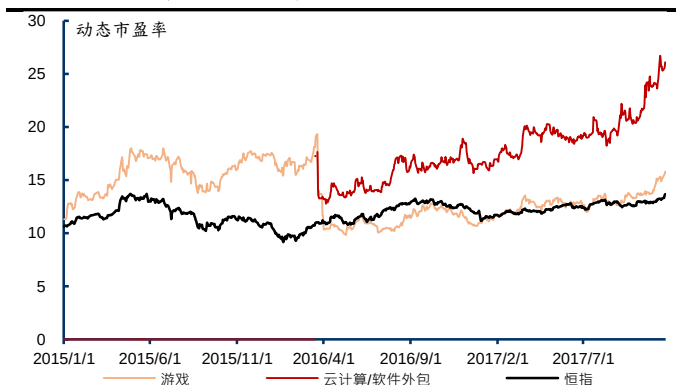
故而我們認為 2018 年可重點關注電商、遊戲、直播板塊中業績展望較好的標的。

圖 111：香港 TMT 板塊估值創新高



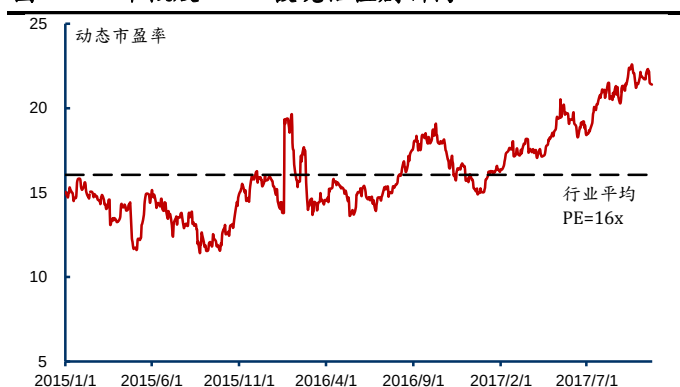
資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

圖 112：遊戲估值依然處於低位



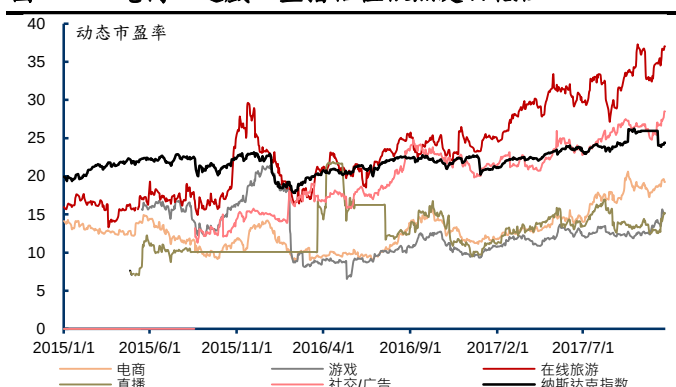
資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

圖 113：中概股 TMT 板塊估值創新高



資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

圖 114：電商、遊戲、直播估值依然處於低位



資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

圖 115：互聯網&軟體同業估值

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

資料來源：彭博，截至 2017 年 11 月 22 日

2018：掘金細分行業龍頭，捕捉電商+文娛風口

我們認為，在流量和資料的雙重優勢下，未來馬太效應仍將持續。建議優先選擇行業龍頭、估值合理/低估及有上市憧憬的標的。

投資主線：1) 強者恒強趨勢下，掘金細分行業龍頭：首選阿里巴巴及騰訊，不僅壟斷社交、電商流量入口，且掌握海量使用者資料，業績持續釋放驚喜，且於 2018 年有望看到多個控股公司上市；2) 在資料化、富媒體、大融合的趨勢下，**我們首選電商行業，其次為泛文娛**，源於實體消費復蘇、消費升級、資料貨幣化下電商強勁內生增長動力，以及十九大“互聯網服務實體經濟”、扶貧、強調消費驅動的政策導向。同時建議積極關注京東；3) 泛文娛板塊，我們認為業績分化將持續，而“吃雞遊戲”主題投資機會已顯現，核心受益標的：騰訊、網易、金山及歡聚時代；4) **估值落後但基本面向好：**重點推薦歡聚時代、建議積極關注陌陌。

阿里巴巴 (BABA US)

我們認為阿里巴巴會是中國經濟回暖、消費資料復蘇的最直接受益者。長期而言其核心電商有堅實內生增長動力，來源於：1) 貨幣化率有望延續上升趨勢（預計 FY20 提升至 3.8%），受線上電商內容化、社區化及演算法優化帶來的點擊率及轉化率的提高。2) 重點佈局 B2C 市場：天貓“重品質消費、弱價格紅利”策略契合消費升級趨勢。3) 擁抱線下零售，打開電商 15% 的滲透率天花板：“人、貨、場”新零售戰略已從單純連接線下（大舉投資線下零售商）發展至產業融合（全管道零售、優化供應鏈+物流）。4) 海外市場補充效應。此外，雲計算依舊保持高速增長。超前投資或短期攤薄淨利潤率，但對長期淨利潤增長影響有限。而 2QFY18 收入增速創新高、公司上調收入指引等，不斷釋放利好。我們重申長期看好觀點，目標價為 US\$222.3，對應 FY19 32x PE。維持「買入」評級。

騰訊 (700 HK)

在社交流量加持下，持續看好遊戲及廣告的內生增長：1) **遊戲：**遊戲爆款增勢不減，多款頭部新遊數量穩中有升（e.g.《亂世王者》）；龐大遊戲儲備保證新遊梯度借力，“吃雞”遊戲有望再掀遊戲消費熱潮（已獲得 PUBG 代理權、《光榮使命》預約數超 2,000 萬）；電競賽事為增量補充。2) **廣告：**媒體廣告收入增長將持續受益於視頻和新聞廣告的使用者粘性增強、點擊量的增加；社交廣告將受益於演算法優化下點擊量的提升及廣告庫存的擴大（微信朋友圈填充率 < 1%）。此外，我們認為騰訊將成為內容付費新興市場的最大受益者，得益於在三大細分領域（線上閱讀、音樂、視頻）的領先乃至壟斷優勢，憧憬獨立平臺的分拆對整體估值的提升。維持買入評級，目標價 491.8 元。

歡聚時代 (YY US)

在獲客成本高企、監管加強之際，我們認為用戶流量、潛力主播將逐漸向大平臺集中。而 YY 將受益於監管肅嚴下“兩牌+健康內容”的隱形優勢、遊戲直播的火熱消費以及娛樂線上化的風口。此外，公司 3Q17 業績和使用者資料均超預期，受益於新玩法驅動下 YY Live 增速反彈、虎牙高速增長持續。近期 <PUBG> 虎牙直播觀眾已超 300 萬，晚間時段已趕超 <王者榮耀>，我們預計未來生存類遊戲有望再掀遊戲直播熱潮，尤其考慮最新上線/將上線的 <穿越火線>、<光榮使命> 等直播素材的充盈（目前單款遊戲貢獻比重均未超過 10%）。我們分別上調 FY17/18/19E EPS 預測 4%/4%/6%。目標價上調至 US\$141.3，對應 FY18 18x PE，估值吸引。重申「買入」評級。

圖 116：招銀國際中國 TMT 行業覆蓋公司

公司	代碼	貨幣	股價	目標價	評級	漲幅空間	市值 (百萬元)	EPS			PE(基於目標價)			EPS CAGR	PEG
								FY1E	FY2E	FY3E	FY1E	FY2E	FY3E		
騰訊	700 HK	HKD	426.8	491.8	買入	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	買入	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	買入	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	買入	19%	7,489	40.2	50.2	61.6	22.7	18.2	14.8	24%	0.76
獵豹移動	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	買入	64%	1,606	0.14	0.16	0.17	13.9	12.2	11.5	10%	1.19
睿見教育	6068 HK	HKD	4.5	4.6	買入	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

資料來源：彭博、招銀國際預測，截至 2017 年 11 月 22 日

中國醫藥板塊

優於大市

分析師：吳永泰, CFA - cyrusng@cmbi.com.hk

分析師：葛晶晶 - amyge@cmbi.com.hk

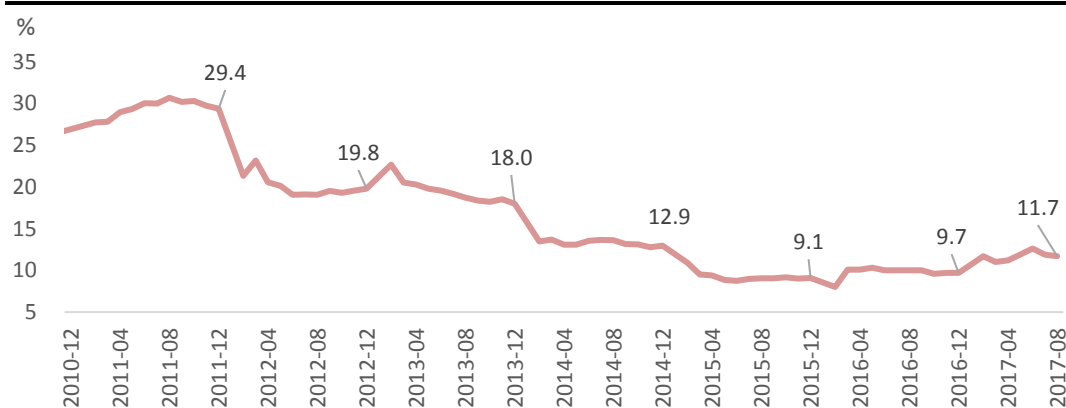
柳暗花明又一村

簡化醫藥流通環節，推動藥企盈利能力

2017 年對於中國的醫藥行業來說絕對是多事之秋，兩票制、新版醫保目錄、藥品一致性評價、醫院藥佔比等等的政策紛紛在 2017 年推進，市場因而擔心政策方向的不明朗性和新政對醫藥行業將帶來重大的不利影響，雖然市場仍然追捧業績透明度較高的幾家公司，但整個板塊在 2017 年股價表現相對疲弱。

儘管政策風險限制了股價的表現，但觀乎行業資料，增長反而是過去三年當中最優秀的一年：醫藥製造業主營業務收入增長從 2011 年開始逐步下滑，至 2015 年跌至 9.1% 的穀底後，2016 年出現小幅反彈，今年首 8 月的增長更至近 3 年的新高的 11.7% 水準。市場此前認為醫保控費、降低藥佔比等政策會大幅壓低醫院對藥品的需求，但事實上，對藥物的剛性需求只是從醫院轉向較低端的市場，整體需求增長持續。預料經過 2017 年政策落地明朗化後，醫藥板塊的可望繼續保持增長。

圖 117：醫藥製造業收入增長

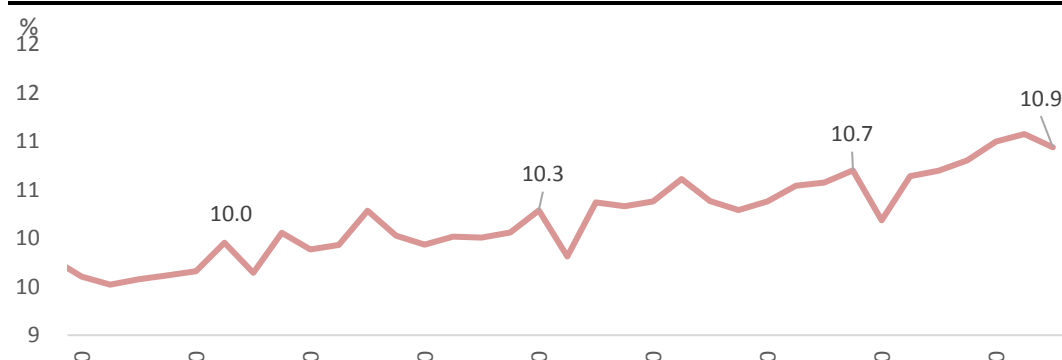


資料來源：國家統計局、招銀國際

醫藥製造業利潤總額增長更加達到過去 5 年最好的增長，2017 年首 8 月增長 18.3%，遠高於 2015 及 2016 年的 12.9% 及 13.9%。值得注意的是利潤增長速度已連續三年高於收入的增長，2017 年首 8 月利潤增長速度更較收入增長速度高出 6.6 個百分點，是 2008 年以來的最高水準。與市場此前預期藥品降價會對企業的盈利造成不利影響不同，醫藥製造業利潤率在過去三年維持上升勢態，從 2014 年的 10.0% 上升至 2017 首 8 月的 10.9%。雖然普遍認為藥品降價對藥企的利潤產生一定的壓力，但我們看見企業的利潤率不跌反升，相信降格壓力很大程度因兩票制所帶動的醫藥流通環節簡化而緩解。

圖 118：醫藥製造業利潤增長

資料來源：國家統計局、招銀國際

圖 119：醫藥製造業利潤率

資料來源：國家統計局、招銀國際

2018 年核心方向：創新、管道、收購合併

經過一年的政策實施推進後，預期相關的效應會在 2018 年繼續釋放，我們認為醫藥企業的核心方向將圍繞創新、管道及整合三方面。就創新方面，顯然而見把中國藥品創新升級至國際水準會是往後一個重要方向，me-too（快速跟蹤性新藥）或者換個劑型的偽新藥將逐漸失去市場地位，只有 First-in-class（同類第一）或 me-better（更佳的效果）才會是往後的發展方向，要研製出這類重磅產品，必需經過長久的科研投入及產品線的積累，並不是臨陣磨槍或單靠一兩項收購便能收窄的差距。所以我們認為，著重科研的藥企依然會受惠於政策的方向如加速新藥審批、醫保目錄的動態調整及一致性評價等。

由於兩票制的實施，預期將淘汰大量的中小型分銷商，再加上醫藥代表不能賣藥、分級診療管道下沉等的發展，藥企需要更大的資源通過學術推廣的方式推廣藥品，過往依賴於協力廠商推廣銷售的藥企將需改變營運模式，加上管道的下沉需要更廣更深的覆蓋，對沒有掌控管道的藥企形成一大挑戰。

多散亂仍是中國醫藥行業的寫照，不論製藥企業到分銷企業，行業都是嚴重分散。而由於兩票制的推行，大量的中小型分銷商料將會被領先企業收購；由於藥品一致性評價將淘汰一批資本實力及藥產品質較弱的企業，預料亦將出現一系列的並購機會，另一方面，由於跨國藥企將繼續集中資源在核心產品的開發及銷售，他們將繼續出售非核心產品的權利出售，這將給予本地企業快速拓展產品線的機會。

提升藥品品質仍是重要方向

我國醫藥品質遠遠落後發達國家實為不爭事實，是故提升醫藥品質已成為近年醫改方向的其中一條主軸。中國藥品品質低下主要源於兩個問題：(1) 新藥審批的速度緩慢，拉長了企業的回報期，減低企業研發新藥的積極性；(2) 藥品同質化情況嚴重，品質要求偏低。

2001 - 2016 年美國批准上市 433 個新藥，但在中國上市的暫時只有 133 個，僅佔美國上市新藥的 30.7%。近 10 年在我國上市的 29 個典型新藥，上市時間比歐美晚 5 - 7 年。一方面是因為此前國內新藥申請要求低，申請量多而同質化情況嚴重，另一方面藥品審批人手不足，造成中國藥品審批速度緩慢。有見及此，CFDA 已完成清理囤積的新藥申請，亦提高對臨床資料真實性的要求，避免新申請的再囤積。另一方面，藥品審評中心工作人員從 2011 年的約 120 人增加到現時的 600 多人，大大提升藥品審批的速度。雖然如此，預期當局會繼續提升藥品審批速度，支援創新，提升藥品質素，未來幾年研發的力度、質素將成為藥企成功的一個重要因素。

國內研發投入仍遠低於國際水準

雖然近年國內企業在研發方面已大幅加強，但與國際領先水準仍有一段距離。中國生物製藥(1177 HK)在 2016 年研發開支為 13.7 億人民幣，為國內領先企業，但依然被國外企業大幅拋離，不及羅氏研發開支的 2%；研發開支佔比方面，國內企業普遍佔收入的約 5-10%水準，亦遠低於國外企業的 15-20%水準。

圖 120：國內外藥企研發開支比較

公司	研發開支 (百萬元人民幣)	收入佔比 (%)	公司	研發開支 (百萬元人民幣)	收入佔比 (%)
中國生物製藥	1,368	10.1	羅氏	77,775	22.8
恒瑞醫藥	1,184	10.9	默克	67,257	25.4
海正藥業	775	8.0	強生	60,426	12.7
復星醫藥	633	4.4	諾華	60,049	18.3
華潤醫藥	621	0.5	輝瑞製藥	52,296	14.9
科倫藥業	613	7.3	阿斯利康	39,129	25.6
健康元	609	6.4	賽諾菲安萬特	38,016	14.9
人福醫藥	502	4.1	禮來	34,837	24.7
麗珠集團	475	6.3	拜耳股份	34,297	10.0
步長製藥	459	3.8	百時美施貴寶	32,818	25.4
天士力	440	3.2	葛蘭素史克	32,632	13.0
現代製藥	365	4.1	艾伯維	29,005	17.0
華海藥業	364	9.0	諾和諾德	14,378	13.0
康緣藥業	362	12.3			
石藥集團	345	3.3			

資料來源：彭博、招銀國際

完善新藥研發審批流程，縮短新藥研發週期

在十月初公佈的《關於深化審評審批制度改革鼓勵藥品醫療器械創新的意見》(《意見》)中關於臨床試驗部分，明確方向改善新藥臨床試驗機制，支持臨床試驗機構和人員開展臨床試驗，完善倫理委員會機制提高倫理審查效率，並鼓勵社會力量投資設立臨床試驗機構。可以預見政府旨在增加對新藥研發的支持，簡化不必要的關卡，縮短新藥研發所需的時間，從而降低研發新藥的資本開支，增加藥企對新藥研發的動力。

針對臨床試驗資源短缺，鼓勵社會力量投資設立臨床試驗機構。中國臨床資源的短缺不但拖慢新藥研發進度，亦會增加新藥研發的開支，有見及此，《意見》明確推行臨床試驗機構資格認定實行備案管理，支持臨床試驗機構和人員開展臨床試驗，鼓勵醫療機構設立專職臨床試驗部門，鼓勵臨床醫生參與藥品醫療器械技術創新活動，鼓勵社會力量投資設立臨床試驗機構。此系列政策全面鋪開後，可以預見臨床試驗資源及試驗機構將遍地開花，全面支持藥企的新藥研發。

全面提升藥品審批程式。《意見》亦指出政府將優化臨床試驗審批程式，建立完善註冊申請人與審評機構的溝通交流機制，受理藥物臨床試驗和需審批的醫療器械臨床試驗申請前，

審評機構應與註冊申請人進行會議溝通，提出意見建議。此外，在 10 月底發佈的《〈中華人民共和國藥品管理法〉修正案（草案徵求意見稿）》當中亦有提及，國務院藥品監督管理部門應當自受理新藥臨床試驗申請之日起六十個工作日內決定是否同意開展臨床試驗；逾期未通知的，申請人可以開展臨床試驗。這有利於加快創新藥上市審評、現場檢查的進度，破除限速步驟加快新藥研發進程。

完善醫保目錄動態調整機制。在過去，新藥推出後，由於未被納入到醫保目錄之中，其使用往往會受到限制，新藥可能要在推出後的兩到三年才會開始得到更多的使用，這個常態會加大藥企市場推廣的開支，亦減低新藥的潛在回報，另一方面亦使患者因未能負擔相關費用而做成有藥亦不能用的困境。政府將支持新藥臨床應用，完善醫療保險藥品目錄動態調整機制，探索建立醫療保險藥品支付標準談判機制，及時按規定將新藥納入基本醫療保險支付範圍，支持新藥研發。

與國際接軌

中國國家食品藥品監督管理總局(CFDA)在 2017 年中成功加入國際人用藥品註冊技術協調會(ICH)，成為其全球第 8 個監管機構成員。ICH 於 1990 年由美國、歐盟和日本三方藥品監管部門和行業協會共同發起成立，於 2015 年 12 月由一個封閉的國際會議機制，轉變成為技術性非政府國際組織。ICH 的基本宗旨是在藥品註冊技術領域協調和建立關於藥品安全、有效和品質的國際技術標準和規範，作為監管機構批准藥品上市的基礎，從而減少藥品研發和上市成本，推動安全有效的創新藥品早日為患者健康服務。ICH 發佈的技術指南已成為藥品註冊領域的核心國際規則制訂機制。

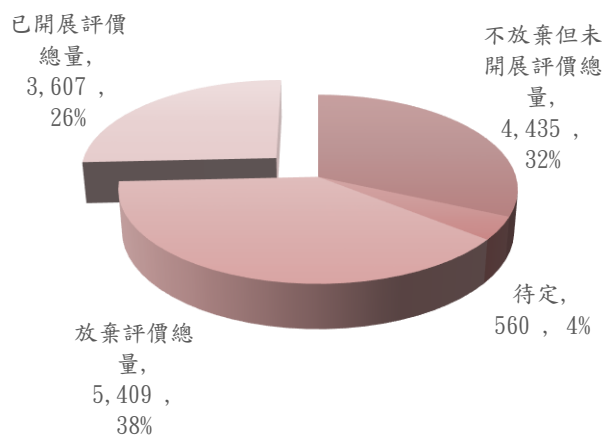
CFDA 加入 ICH 將有利於提升我國的藥品監管能力，逐步參與並引導藥品註冊國際規則的制定，推動安全有效的創新藥品早日滿足國內外患者臨床用藥需求。同時，也意味著中國的藥品監管部門、製藥行業和研發機構將逐步轉化和實施國際最高技術標準和指南，可以有效提升國內製藥產業創新能力和國際競爭力。

接受境外臨床試驗資料，加快國際化步伐。《意見》提出，在境外多中心取得的臨床試驗資料，符合中國藥品醫療器械註冊相關要求的，可用於在中國申報註冊申請。對在中國首次申請上市的藥品醫療器械，註冊申請人應提供是否存在人種差異的臨床試驗資料。這既是加快藥物在中國上市的迫切需要，也是一個與國際接軌的問題。解決這個問題，有利於減少臨床試驗的重複和浪費，加快臨床試驗進程；有利於降低藥品上市成本和價格，讓更多的患者受益。

提高藥品品質的要求

醫藥行業的供給側改革 - 藥品一致性評價。作為近年來最重要的供給側改革政策，一致性評價工作的有效推進，將在各方參與主體，包括原研/仿製企業、藥品審評審批及監管相關部門、藥品使用者之間產生正和博弈或至少是零和博弈，具有深遠的社會意義。目前政策要求仿製藥一致性評價品種為化學藥品新註冊分類實施之前批准上市的仿製藥（包括國產仿製藥、進口仿製藥、原研藥品地產化）。強制實施品種為 2007 年 9 月 1 日之前批准的基藥目錄裡的化學仿製口服固體制劑，共 289 個品種，需在 2018 年底完成；其餘品種自首家通過一致性評價之後，其他企業同品種原則上 3 年內完成，未完成不予以註冊。目前來看，完成一致性評價工作整個流程大約需要 20~28 個月。

根據 CFDA 在 17 年 8 月份發佈的《關於企業開展 289 目錄內仿製藥品質和療效一致性評價基本情況資訊》的統計，強制實施 289 個品種 14,011 個文號當中，當中有 5,409 個 (38.6%) 表明會放棄一致性評價，亦即他們將放棄該款產品的銷售，在剩餘的 8,602 個品種當中，僅 3,607 個 (25.7%) 已開展一致性評價的工作。尚未展開評價的企業可能因為藥品品質不足、市場競爭激烈或欠缺資源而放棄，而預期走完整個一致性評價流程需時要達到兩年，尚未開展一致性評價的公司要在 2018 年底完成基本上已極困難，所以預期在 14,011 個文號當中能通過的將不到三份之一，大量品質低下，或規模較小的藥企及藥品將被淘汰，提升整體藥物的品質，領先企業料可借機提升市佔率。

圖 121：289 個品種一致性評價進度

資料來源：國家食品藥品監督管理總局、招銀國際

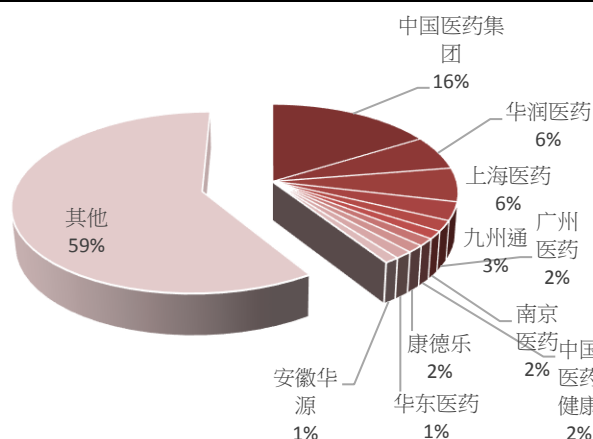
監管從嚴，全面提升藥品品質。繼 2015 年中出的資料自查，要求藥企確保臨床資料的真實性後，《意見》亦明確要求嚴肅查處資料造假行為，臨床試驗委託協定簽署人和臨床試驗研究者是臨床試驗資料的第一責任人，須對臨床試驗資料可靠性承擔法律責任。長久以來臨床資料的真確性成疑，直接造成中國藥品品質遠遠落後進口藥品的原因，對臨床資料監管從嚴，從源頭上控制減低品質低下的藥品進入審批程式，一方面保障藥品品質，另一方面亦可減少重複劣質申請拖慢新藥審批流程。

“能吃藥不打針，能打針不輸液”，杜絕偽創新。嚴格藥品注射劑審評審批，從源頭上對於改劑型的規範，旨在杜絕一些毫無意義的“偽創新”品種流入市場。無明顯臨床優勢的改劑型申請將不予批准。《意見》亦首次提出了“對已上市藥品注射劑進行再評價，力爭用 5 至 10 年左右時間基本完成。面對大量不良效果的案例，中藥注射劑的大時代應將面臨終結，另外各大藥企亦難以再運用改劑型這一方法來掛上創新名銜。

醫藥商業遊戲規則的改變

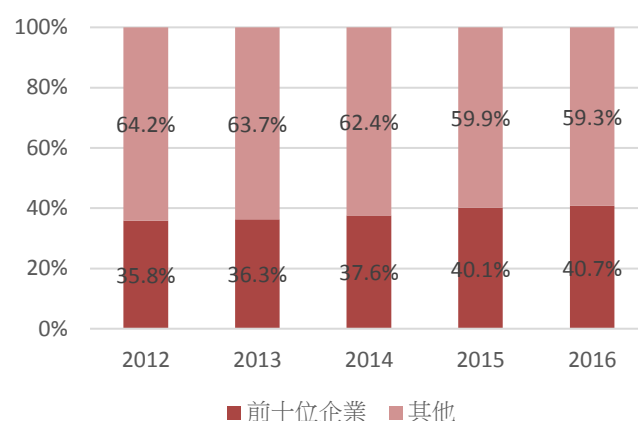
兩票制的全面推行。自 2016 年 4 月 6 日國務院常務工作會議決定實施兩票制以來，截止至 10 月底，全國 16 個省份已在執行兩票制，預料 17 年底會再有 9 個省份推行，剩下的 6 個省份料將在 18 年初推行。對於醫藥流通企業而言，中間多餘的商業如過票商及二級以下流通企業都將被淘汰，兩票制的執行無疑會提升行業的集中度，但由於調撥業務(即大型分銷商銷售到中小型分銷商)的減少，兩票制實施初期的收入增長將受負面影響，但由於兩票制的全面開展，料相關影響在 2018 年開始將逐步減退。

圖 122：2016 年醫藥商業行業市佔率情況



資料來源：中國國家統計局、招銀國際

圖 123：醫藥商業集中度正逐步提高



資料來源：中國國家統計局、招銀國際

分級診療：對管道的需求。高級別醫院使用率過高，低級醫院沒人去，醫療資源的錯配造成看病難的問題，分級診療的推行旨在把病人流從過度使用的高級醫院導向使用率偏低的低級醫院，可以預見藥企的銷售管道必需下沉才能做好行銷，再不能像以往只緊盯各省的三級醫院便能大賣。

另一向面，藥佔比的控制、用藥臨床路徑及按病種付費等種種政策，可以預見醫護人員往後對藥品療效、性格比等的要求會逐步提升，為醫護人員帶來藥品知識的推廣會變得越來越重要。

藥廠需要掌控管道，重學術推廣。對於藥廠而言，兩票制迫使其改變經營思路，不能再依賴代理商掌控銷售管道，需要有經營規範、自建隊伍開發終端。另一方面政府將規範藥品學術推廣行為，醫藥代表負責藥品學術推廣，向醫務人員介紹藥品知識，聽取臨床使用的意見建議，禁止向醫藥代表或相關企業人員提供醫生個人開具的藥品處方數量。醫藥代表誤導醫生使用藥品或隱匿藥品不良反應的，應嚴肅查處；以醫藥代表名義進行藥品經營活動的，按非法經營藥品查處。顯然政策對銷售人員的要求明顯提高，藥企需改變行銷策略至學術推廣的方向。

政策對中藥的支持

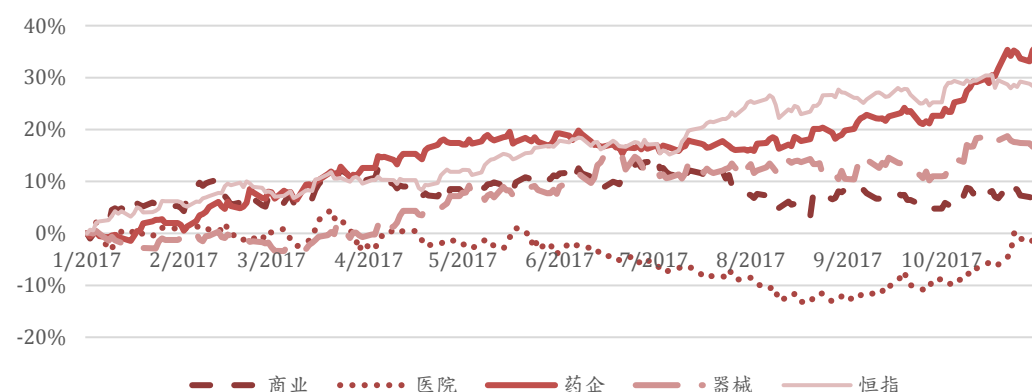
政策將繼續支持中藥傳承和創新，簡化經典名方類中藥的審評審批，保持中藥傳統優勢與現代藥品研發要求的關係，鼓勵發揮中藥傳統劑型優勢研製中藥新藥，體現臨床應用優勢中藥有望迎來利好。鼓勵運用現代科學技術研究開發傳統中成藥，鼓勵發揮中藥傳統劑型優勢研製中藥新藥，加強中藥品質控制。中成藥在過去幾年的發展進入了瓶頸，市場情況多散亂，中藥注射劑不良反應不斷，中成藥沒有明顯的臨床效用輪為輔助用藥，但我們亦見到中藥飲片因醫院可維持藥價加乘及不納入藥佔比計算等政策而為持強勁增長勢頭。

可以預期，經歷一段時間的沉澱整合後，中藥產業將迎來發展的機遇，除了中藥飲片、中藥配方顆粒等本身就可維持高速增長的產業外，持有具確實臨床效益的中成藥亦將迎來爆發期。

行業估值貼近歷史高位，股價表現將由利潤增長帶動

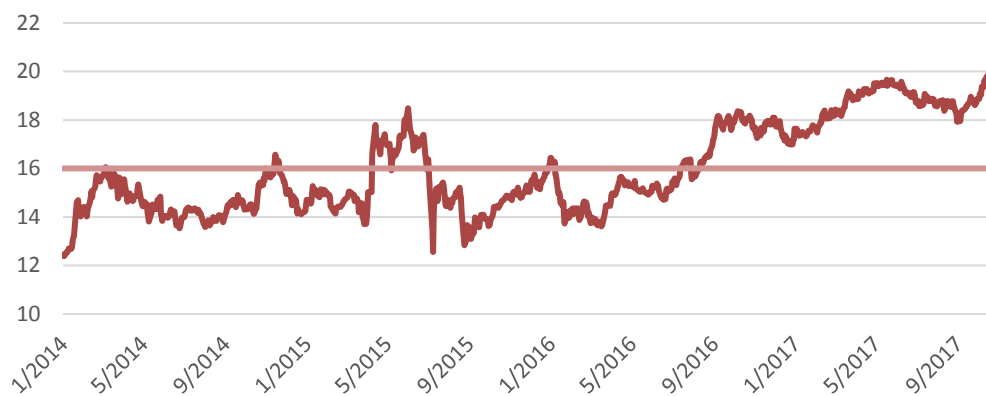
2017 年醫藥板塊的表現較為分化，四大子板塊升幅相距甚遠：藥企平均升幅達 35.6%，較恒指約 30% 的升幅高，而其他板塊則表現疲軟，器械平均升 17%，醫療商業只升約 7%。醫院相關企業更下跌約 2%，我們認為股價的表現很好的反映了行業狀況：在藥價經歷了一系列的政策壓力後，市場憂慮醫療器械將成為政策調控的下一個目標；醫藥商業等企業正經歷兩票制等政策所帶來的陣痛；醫院業務受藥品零加成、控藥佔比等政策影響盈利模式，而且行業整合速度遜預期。相反，製藥企業基本已消化藥價壓力等的因素，如前文所述，藥品銷售已開始重拾增長動力，使藥企的股價被受追捧。

圖 124：恒指及醫藥子板塊 2017 年至今股價表現



資料來源：彭博、招銀國際

而由於製藥企業的升幅拉動，醫藥板塊平均預測市盈率亦已升至近 4 年最高的水準，而相較恒指估值溢價亦已升至 50% 以上，貼近 4 年高位的約 60% 水準。我們看不見有對行業重大利好因素能繼續推動估值上揚，故此相信醫藥企業的股價催化劑將回歸基本面，由利潤增長所帶動。故此我們認為有穩定盈利增長及可預測性高的企業會有更好的表現。

圖 125：醫藥板塊估值升至近年高位

資料來源：彭博、招銀國際

圖 126：醫藥板塊估值較恒指溢價貼近近年高位

資料來源：彭博、招銀國際

中國新能源板塊

優於大市

分析師：蕭小川 - robinxiao@cmbi.com.hk

✿ 格局變遷，昂首邁向美麗新時代

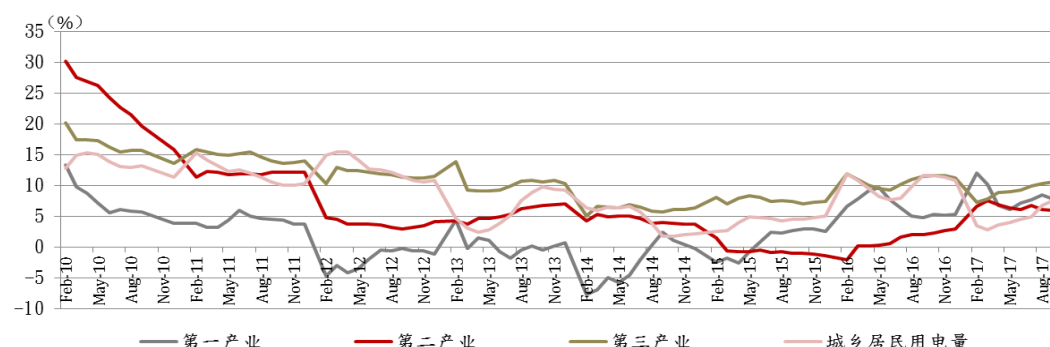
站在一個極為關鍵的歷史時點，2017 年我們見證了中國電力行業的深刻變革。建立在中國經濟發展動能轉換的背景下，中國電力行業逐步展開了供給側改革，在電力消費結構上也出現了明顯的結構性轉型趨勢，同時電力市場化交易機制也日漸成熟。伴隨著人民日益增長的美好生活需要，中央在十九大中會議已將“綠色”、“低碳”、“環保”等關鍵字納入了戰略規劃，並將“美麗中國”列為四項建設任務之一。結合新能源行業近幾年的飛速發展，我們相信，中國的新能源，將會是國家實現綠色低碳環保發展，構築美麗中國的重要版圖之一。隨著供給側改革的逐漸深入，我們認為國家將繼續針對煤電產業做減法，同時針對新能源產業做加法以進一步推動能源結構的轉型。正因如此，我們認為政策趨勢的變化也將進一步帶來電力行業格局的變遷。身處這樣的歷史變革之下，我們相信，新能源行業將昂首邁向美麗新時代。

經濟韌性推動用電需求重回強勁增長

回顧 2017 年，在中國經濟結構性轉型的過程中，全社會用電量展現了令人驚喜的增長勢頭，與經濟發展的韌性相互印證。根據中電聯資料，2017 前 9 月全社會用電量累計 4.68 萬億千瓦時，同比增長 6.9%。分產業看，前九個月，第一產業用電量同比增長 7.8%，用電量增速明顯加快，反映了我國農村電氣化發展趨勢；佔比最高的第二產業在歷經了 2015 年的用電量增速下滑（2015 年同比下降 1.4%），2016 年增速遲緩過後（2016 年同比增長 2.9%），在 2017 年實現了明顯的復蘇（前 9 月同比增長 6.0%）；第三產業則依舊表現強勢，前 9 月用電量同比增長 10.5%；城鄉居民用電量同比增長 7.5%，增速略有放緩，但從月度表現上看仍然具備潛力。資料圖表顯示，全社會用電量在 2017 年踏上了另一個臺階。

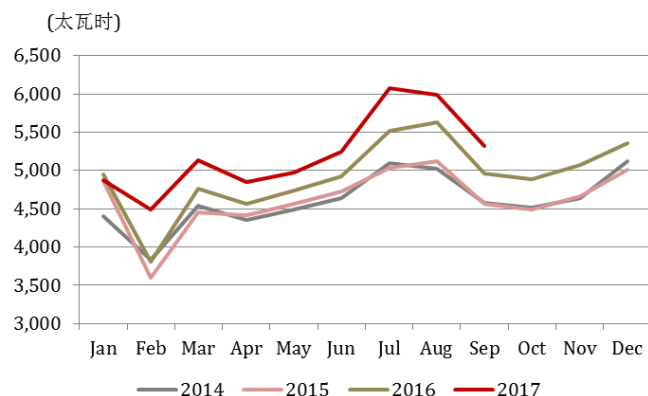
在用電結構上，中國經濟結構性轉型效果顯著。第二產業用電量佔比從 2010 年的 75% 持續下跌，並在 2015 年隨結構性轉型步伐加快。截止 2017 年前九個月累計，第二產業用電佔比已低於 70%，與此同時，第三產業以及城鄉居民用電量佔比則持續擴大，顯示服務業對於電力需求迅猛增長，同時也反應了城鎮居民日漸增長的日常生活及消費領域的電氣化需求。展望十三五期間，隨著國家對於高耗能產業的落後產能持續淘汰，新興經濟產業（如新零售、互聯網、資料中心等），城市鄉鎮鎮民終端電力應用（如電力制暖、製冷以及電動車等）不斷增加，我們判斷這樣的用電結構轉變趨勢將獲得持續。此外，相較於第二產業，我們認為第三產業及城鄉居民對於電價的敏感程度更低，並且更容易接受綠色電力。

圖 127：2017 年用電量增速動能強勁，第二產業用電量增速實現 V 型反轉



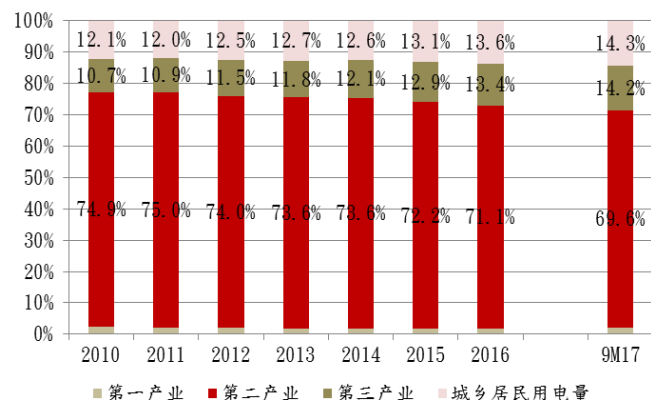
資料來源：萬德，招銀國際

圖 128：全社會用電量踏上新臺階



資料來源：中電聯、萬德、招銀國際

圖 129：用電結構顯示經濟結構性轉型效果顯著



資料來源：萬德、招銀國際

新能源成為新增電源主力軍

儘管電力消費增速恢復較快增長，國家對於火電去產能的政策態度依然明確。3 月，國務院在 2017 年政府工作報告中提出淘汰、停建、以及緩建煤電產能共計 50 吉瓦以上，並就此目標作出了細緻部署，其中 2017 年內計畫關停 5.12 吉瓦、停建 41.72 吉瓦，以及緩建 6.46 吉瓦煤電產能。根據中電聯資料，2017 年 1-9 月火電新建產能投運 30.98 吉瓦，受歷史項目帶動仍然保持一定慣性。全國火電規模以上發電量 3,452.5 太瓦時，同比增長 6.3%，利用小時則同比上升了 47 小時。受用電需求強勁增長拉動，2017 年煤電行業產能過剩的困境有所緩和，但需要指出，目前煤電利用小時依舊處於歷史地位。2017 年 8 月，國家發改委等 16 部委發佈連署檔，顯示煤電去產能的決心和力度。根據十六部委計畫，“十三五”期間全國將停建和緩建煤電產能 150 吉瓦，淘汰落後產能 20 吉瓦以上，並在 2020 年將全國煤電裝機規模控制在 1,100 吉瓦以內。

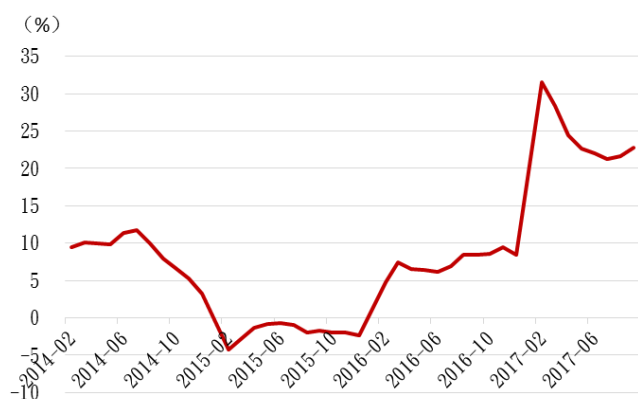
用電需求動能強勁，結合煤電產能增長受限，為新能源項目發展帶來有利的市場機遇。中電聯資料顯示 2017 年 1-9 月，全國電力新增裝機 93.4 吉瓦，其中風電 9.7 吉瓦，太陽能 42.3 吉瓦，風電光伏合併第一次超過全國新增電源裝機的半壁江山，成為新增電源的主力軍。國家能源委員會通過《能源生產和消費革命戰略（2016-2030）》對中國的能源發展作出了中長期規劃，除了非化石能源佔一次性能源消費比重分別在 2020、2030 年達到 15%和 20%以外，還提出 1) 通過建立“用能權”來實現對能源消費總量和強度實現雙控，並且 2) 大幅提高新能源和可再生能源比重，使清潔能源基本滿足未來新增能源需求。建基於上述背景，我們判斷風電、光伏等新能源在未來相當長的一段時間內將保持新建電源的主力軍地位，並在高比例可再生能源應用場景中承擔重要作用。

火電標杆電價調整：依賴具體條件

2017 年，煤電聯動在經濟轉型時期的壓力之下沒有啟動。受到煤炭價格高企影響，部分地區出現了標杆電價與煤炭價格倒掛，致使煤電行業運營陷入困難局面。發改委在 2017 年 7 月起，通過取消、降低部分政府性基金及附加，調整電價結構，變相提高了標杆電價以緩解燃煤發電企業的經營困難。即將轉入 2018 年，在經濟轉型韌性初現，產業發展初現復蘇之際，煤電聯動備受期待。基於煤電聯動的觸發機制，我們認為 2017 年煤價全年維持高位運行已滿足觸發 2018 年實施電價調整。然而參考歷次電價調整，煤電聯動均有很強的政治經濟考慮，因此我們認為並不應對煤電聯動產生過高的期待，理由有三：1) 工業企業利潤增長剛剛復蘇，基礎並不穩固；2) 供給側和結構性改革尚在進行，維持標杆電價保持穩定有助於降低經濟結構轉型的成本，變相對工業經濟創造較為寬鬆環境；3) 煤電行業

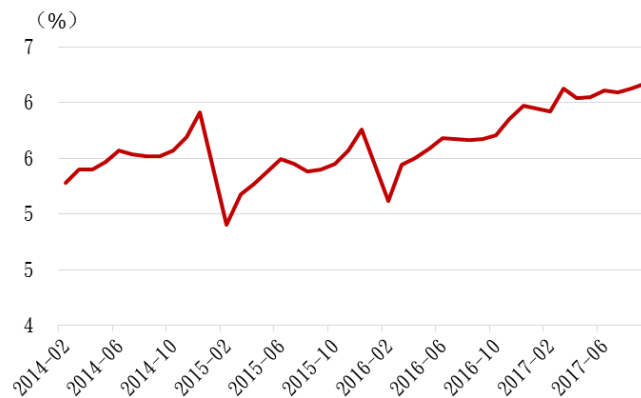
去產能伊始，恢復較高的利潤水準將對產能結構調整增加難度。需要指出，2018 年如煤電實現聯動，除了有利於煤電產業的盈利水準以外，也將使新能源產業受惠。建立在國家目前的可在生能源補貼機制下，煤電標杆電價上調將顯著改善新能源項目現金流以及補貼強度。

圖 130：工業企業利潤總額累計同比：利潤增長剛剛復蘇



資料來源：國家統計局、萬德、招銀國際

圖 131：工業企業主營業務收入利潤率：2017 年利潤率開始上升



資料來源：國家統計局、萬德、招銀國際

新能源補貼退坡，增加補貼資金來源亟待破題

可再生能源附加補貼資金不足以支撐新能源產業快速發展

可再生能源補貼附加資金，是目前風電和光伏發電補貼的唯一來源，正面臨著嚴峻的缺口問題，我們預料資金缺口將在未來的幾年隨著新能源項目的發展逐步擴張。對於前 6 批補貼名錄中的新能源裝機，截止 2016 年，我們測算累計補貼資金缺口達人民幣 558 億，如將第七批補貼名錄（我們預期第七批裝機量為風電 29.3 吉瓦，光伏 24.4 吉瓦，生物質 2.5 吉瓦）納入計算，我們預料當年的資金徵收對應資金需求將持續處於虧空狀態。對於前 7 批，預測到 2020 年累計資金缺口將達 1600 億。如果將第 7 批名錄剝離，我們預料自 2018 年開始，年度補貼資金徵收將對前 6 批的資金需求開始出現盈餘，並將使累計補貼資金缺口逐步減少至 2020 年 358 億。基於上述分析，我們相信目前的可再生能源電力附加徵收標準並不足以額外覆蓋第七批可再生能源補貼名錄。我們認為補貼資金不足已經對新能源項目的發展形成了制約，因此如何實現補貼退坡，以及增加新的補貼資金來源，亟待破題。

初嘗綠證機制

自願性的綠證交易自 2017 年 7 月 1 日開始試行，國家能源局就綠證已初步建立了一套固定價格交易機制，目前仍處於試行摸索階段。市場對於綠證推行，是否會對存量專案產生補貼退坡效應有明顯顧慮。我們認為綠證交易目前並不成熟，同時電力交易市場化仍處於起步階段，配額制及綠證交易的全面推行尚需時日。參考發改委能源研究所觀點，我們認為綠證推行並不影響存量項目的補貼問題。在新能源實現平價上網以前的過渡時期，我們認為更為可行的方案將是多種補貼政策並行以兼顧能源轉型目標及公平，即“老專案老政策（延續固定電價補貼政策）”和“新專案新政策（綠證交易及配額制）”，因此，我們對於新能源存量項目的項目回報維持穩定預期。

仍有多管道及政策工具用以解決存量補貼問題

儘管對於目前供電及售電市場處於雙重結構性調整階段，可再生能源資金缺口問題的解決路徑看起來並不明確，但我們對此並不悲觀，我們認為中國政府仍然擁有多種政策工具用以改善新能源行業的財務狀況。我們列舉下列了 4 條潛在解決方案，1) 如 2018 年火電標杆電價獲得提升，那麼可再生能源的補貼強度將明顯降低；2) 綠證交易，在配額制施行以後將為新能源補貼資金提供新的來源；3) 提高可再生能源附加徵收標準，儘管短期內可能性不高，但將是最直接的解決方式；以及 4) 財政部直接資金支援仍有可能作為最後的解決方案。我們相信發改委、能源局和財政部有可能選取一種或幾種方案的組合來解決可再生能源補貼問題。

圖 132：可再生能源附加補貼缺口測算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
電價附加基礎 (太瓦時)	4,243	4,545	4,729	4,720	5,007	5,276	5,540	5,819	6,115
工業用电量	3,673	3,919	4,063	4,005	4,211	4,400	4,576	4,759	4,950
商業用电量	569	626	666	716	796	876	963	1,060	1,166
電價調整附加 (人民幣分/千瓦時)	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計 (百萬元人民幣)	19,611	29,798	49,138	51,487	69,446	73,179	77,887	82,921	88,306
應含回收率 (%)	57.8%	43.7%	69.3%	72.7%	73.0%	73.0%	74.0%	75.0%	76.0%
財政部補貼 (百萬元人民幣)	8,590	14,811	-	-	-	-	-	-	-
可再生能源補貼資金 (百萬元人民幣)	28,201	44,609	49,138	51,487	69,446	73,179	77,887	82,921	88,306
第1-6批補貼目錄下可再生能源裝機補貼資金需求	24,684	49,377	77,104	73,854	73,665	75,635	74,968	75,543	76,109
可再生能源補貼資金狀況	3,517	(4,767)	(27,966)	(22,367)	(4,219)	(2,456)	2,920	7,378	12,197
滾動資金狀況 (百萬元人民幣)	3,517	(1,250)	(29,217)	(51,583)	(55,802)	(58,258)	(55,339)	(47,961)	(35,764)
未覆蓋資金需求 (百萬元人民幣)	5,691	9,923	14,372	27,825	30,654	19,825	24,567	29,651	34,688
考慮到未覆蓋裝機資金狀況 (百萬元人民幣)	(2,173)	(14,691)	(42,338)	(50,192)	(34,872)	(22,281)	(21,647)	(22,273)	(22,491)
滾動資金短缺 (百萬元人民幣)	(2,173)	(16,864)	(59,203)	(109,395)	(144,267)	(166,549)	(188,196)	(210,469)	(232,960)
計算假設									
可再生能源補貼強度 (人民幣/千瓦時)									
風電	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.19	0.19	0.18
太陽能	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.55	0.54	0.53
生物質能	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時數									
風電	1,893	2,080	1,905	1,728	1,742	1,829	1,921	2,017	2,117
太陽能	1,100	1,100	1,100	1,133	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
生物質能	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
補貼目錄下可再生能源裝機容量 (兆瓦)									
風電	44,844	64,657	73,721	73,721	105,504	134,770	134,770	134,770	134,770
太陽能	986	3,261	6,390	6,390	25,955	50,320	50,320	50,320	50,320
生物質能	3,209	5,222	6,667	6,667	9,396	11,896	11,896	11,896	11,896
可再生能源累計實際裝機容量 (兆瓦)									
風電	62,700	77,200	96,400	129,400	149,000	171,000	193,000	215,000	237,000
太陽能	4,194	19,420	28,050	43,180	77,420	102,420	127,420	152,420	177,420

資料來源：財政部，萬德，招銀國際預測

政策春風持續，撥開迷霧見未來

十九大以後，發改委及能源局連續發佈多項檔，進一步明確國家解決可再生能源棄電問題的解決思路，並將分散式發電的發展提升到新的高度。具體而言，國家明確 1) 可再生能源優先接入的市場地位，並鼓勵擴大可再生能源電力消費，樹立綠色消費理念；2) 對棄水棄風棄光問題，以 2017 年作為參考標準實現逐年下降，並在 2020 年在全國範圍內解決棄電問題（棄電率低於 5%）；3) 各省市自治區按年度確定可再生能源電力消費最低配額，並第一次明確由電網、售電企業承擔配額執行要求；4) 完善綠證交易機制，形成綠電生產和消費的新發展模式；5) 可再生能源保障性利用小時內全額收購，利用小時外參與市場化交易；6) 集中式與分散式並舉，推行分散式發電市場化交易。我們認為有關政策的推出，解答了市場關於可再生能源未來進一步發展的諸多疑問，從國家能源發展戰略，減排實現路徑，分散式導向，新能源電力市場化等多個維度為新能源發展撥開迷霧。

中國光伏行業 - 光芒四射

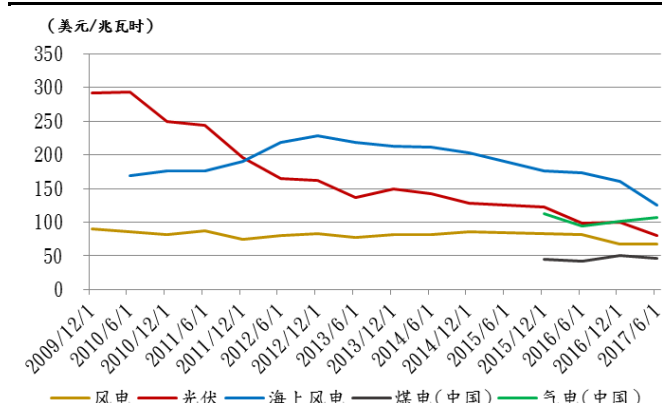
在專案搶裝透支了部分光伏裝機需求，地面電站指標轉向競價制，西北地方限電，以及光伏項目補貼發放遲緩等多重背景下，市場帶著中國光伏市場將面臨需求波動的預期進入 2017。然而實際發展卻叫人始料未及，中國光伏行業的發展再一次帶來了令人驚喜的成績。根據能源局資料統計，前 9 個月全國實現新增裝機 43 吉瓦，其中地面電站裝機 27.7 吉瓦，分散式光伏 15.3 吉瓦。前 9 個月裝機總數已遠超 2016 年因地面電站電價下調搶裝而形成 34.5 吉瓦的光伏裝機，顯示出光伏行業發展動能強勁，全年有望超過 50 吉瓦。我們分析，光伏行業發展動能來自於四個方面：1) 技術進步帶來成本持續下降，顯著提高光伏能源的競爭力；2) 光伏適用場景靈活多樣，為分散式拓展帶來諸多便利；3) 政策支持力度持續強勁；4) 分散式專案應對調價預期，加速專案開發。歷經多年的發展，我們認為中國的光伏產業，無論從技術進步角度，還是應用拓展的角度已經日趨成熟，同時在成本上已接近大規模平價應用的臨界點。展望 2018 年，我們認為 1) 地面電站的裝機需求維持穩定；2) 分散式項目即便面臨補貼下調，在光伏元件成本下降的通道上仍然具有很強的投資吸引力；3) 更多的增量將來自於海外新興市場。

技術帶動成本下降，2020 平價可期

中國的光伏製造業多年以來持續推進產品在技術和價格上反覆運算，使光伏產品的價格得以持續下降。自 2015 年以來，單晶矽技術率先實現金剛線切割（提高切割效率），由此帶來成本曲線加速向下突破，也迫使多晶技術路線增加技術投入跟進金剛線切割以回應單晶產品技術進步所帶來的產品和價格上的競爭。根據彭博新能源財經資料，全球平均的光伏度電成本在 2017 年中降至 80 美元/兆瓦時，顯著低於海上風電、中國天然氣發電的度電成本，並非常接近陸上風電的度電成本。而根據美國投行 Lazard 對於全球光伏度電成本的測算，地面電站的度電成本已與陸上風電無異（風電：45 美元/兆瓦時，光伏地面電站：49.5 美元/兆瓦時），而工商業屋頂分散式光伏的度電成本則處在較大的可變區間。若將區域性發展的政治環境，借貸成本納入考慮，自 2016 年中開始，我們已經持續觀察到國際光伏項目成本屢創新低。以沙特 Sakaka 項目為例，300 兆瓦項目中標電價已低至 1.79 美分/千瓦時，折合人民幣 0.118 元/千瓦時，遠低於目前中國的火電電價。

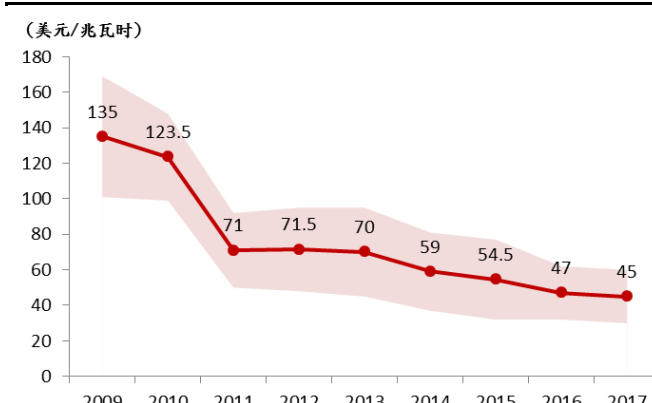
根據行業發展的技術路線儲備，我們認為中國的光伏製造業在硫化床反應製造多晶矽、連續直拉單晶、鑄錠類單晶、PERC 技術多多方面仍然具備進一步提高效率，降低成本的潛力。基於上述技術所帶來的技術及成本進步，以及對於中國光伏運營商更低的項目融資成本預期，我們認為 2020 年光伏電站實現“發電側”平價上網能夠實現。據此，光伏行業的市場前景將逐步擴大。

圖 133：光伏發電度電成本已低於海上風電、中國天然氣發電



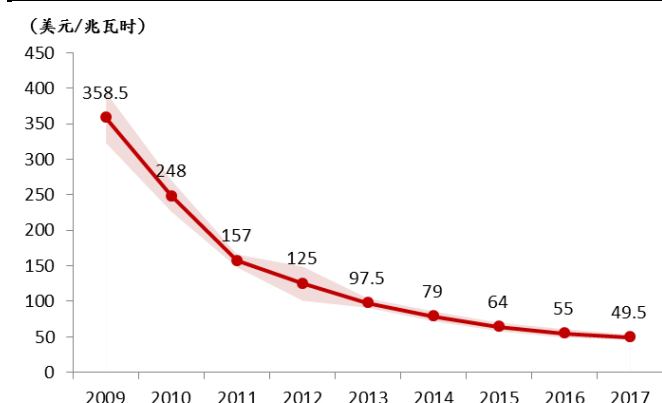
資料來源：彭博新能源財經、招銀國際

圖 134：Lazard 對於風電度電成本測算表明 2017 年風電度電成本均值在 45 美元/兆瓦時



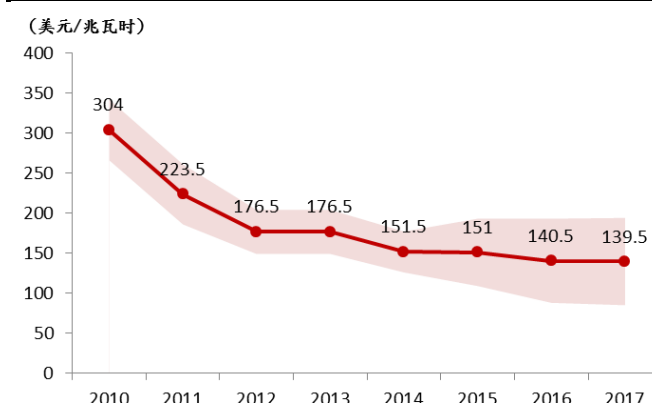
資料來源：Lazard、招銀國際

圖 135：Lazard 測算光伏地面電站度電成本均值已降至 49.5 美元/兆瓦時



資料來源：Lazard、招銀國際

圖 136：Lazard 測算工商業屋頂分散式度電成本均值在 139.5 美元/千瓦時，並且成本區間在較寬幅度



資料來源：Lazard、招銀國際

圖 137：國際光伏項目中標電價屢創新低

項目國	項目名稱	日期	項目規模 (兆瓦)	中標電價 (美分/千瓦時)	折合人民幣 (人民幣/千瓦時)	運營商	計劃 投運日期
沙特	Sakaka	2017/10	300	1.79	0.118	MA SDAR, EDF	2019
阿聯酋	Sweihan	2016/9	1180	2.42	0.160	丸紅株式會社，晶利	2019
智利	n/a	2016/8	120	2.91	0.192	Solarpack	2019
阿聯酋	Sheikh Maktoum 光伏園	2016/6	800	2.95	0.195	DEWA	2020

資料來源：新聞資料，招銀國際整理

分散式裝機量爆發式增長

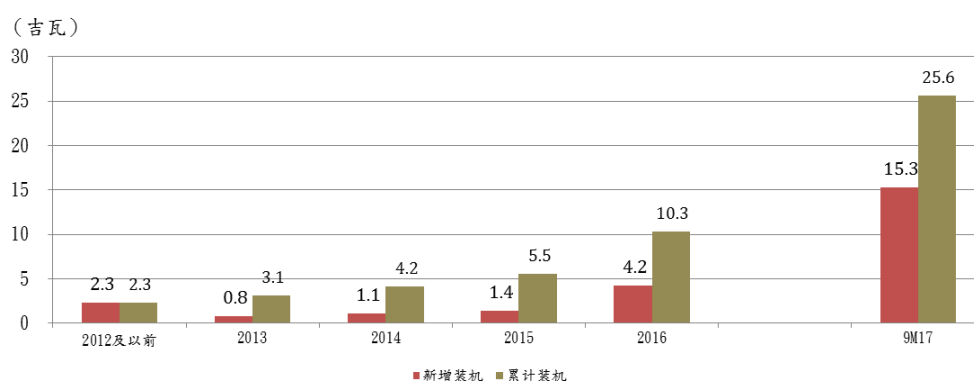
由於大型地面電站項目競爭加劇，光伏標杆上網電價持續面臨下調以逐步達到國家平價上網目標，地面電站專案的投資回報水準明顯下滑，體現了國家對於大型地面項目擴張的控制。過去三年，分散式項目補貼維持人民幣 0.42 元/千瓦時，將逐利資本引入了分散式光伏市場。歷經多年不溫不火的分散式光伏市場在 2017 年迎來爆發式增長。能源局資料顯示，前 9 個月新增分散式光伏裝機 15.3 吉瓦，同比增長超過 300%。我們相信火熱的分散式市場受三項因素帶動：1) 在光伏產品價格明顯下降後，分散式項目已有較好的盈利水準，由此帶動專案發展；2) 歷史累積的分散式項目（主要是工商業項目），在未來分散

式項目調價預期下得到集中釋放；3）戶用光伏專案在光伏扶貧、元件供應商銷售管道向鄉鎮下沉等大面積市場推廣後迅速啟動。

從項目拓展的角度，我們相信 2017 年工商業屋頂項目是分散式市場主導。此外，專案開發不斷擴大的光伏扶貧專案，從商業模式以及市場推廣兩方面為鄉鎮戶用光伏的發展打下了良好的基礎。另外，由於分散式光伏專案開發為備案制，行政上不需要主管機構的指標及審核便可獲得專案補貼，也為專案開發創造了便利的條件。我們相信，專案方式靈活多樣，規模可變，投資金額較為適宜，以及維護操作方便簡單的特性，使分散式光伏在廣大的農村及鄉鎮戶用市場具備非常廣闊的前景。

展望 2018 年，我們判斷分散式補貼將大概率下調。結合光伏產品成本下降趨勢，以及國家有意繼續扶持分散式產業的發展，我們認為分散式市場增長仍將持續，並且戶用光伏市場將成為 2018 年備受期待的光伏應用市場。我們認為戶用市場的發展將朝向“家用電器化”。

圖 138：分散式光伏在 2017 年呈現爆發式增長



資料來源：能源局、中電聯，招銀國際

圖 139：2018 年分散式專案或將面臨補貼退坡，目前補貼退坡的方式和標準尚未明確

	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%

資料來源：發改委、能源局、招銀國際

備註：市场预期分散式電價補貼將有可能 1) 調整至人民幣 0.3 元/千瓦時，或 2) 按季度分步調整，具體的調整幅度暫不明確。

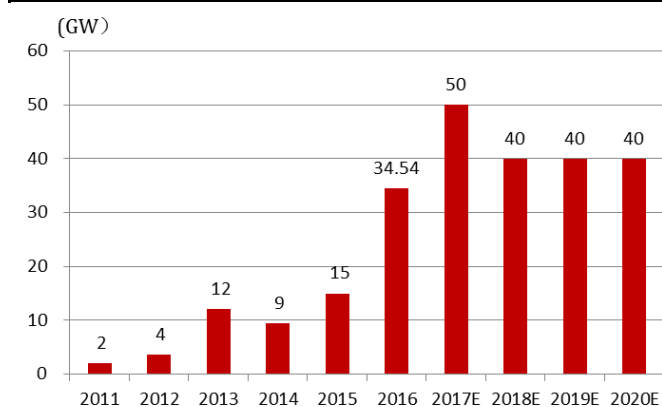
國際市場快速擴張

隨著成本下跌和技術進步，除了在中國受惠於固定電價補貼帶來良好的市場發展以外，我們認為光伏能源在國際市場的競爭力與日俱增。與火電、風電等其它電力供應方式對比，我們認為專案週期短，維護簡便，以及實施門檻較低等多項特點，使光伏能源在新興市場國家的發展備受青睞。縱觀國際光伏裝機需求，除中國、美國、日本、歐洲以外，東南亞國家如印度、越南，南美洲國家如巴西、智利等已對光伏電站產生了非常濃厚的興趣。其中印度更是制定了非常激進的目標，要在 2022 年實現光伏裝機 100 吉瓦。

展望 2018，市場對於需求仍然維持有波動預期，但我們對此並不擔憂。基於性價比角度，我們認為光伏能源已達到大規模應用的臨界點，倘若需求波動帶來價格下跌，我們相信光伏需求將迅速擴大。此外，我們認為中國市場對於分散式光伏商業模式的探索及成功經驗有望向海外市場快速輸出，這也將有助於發展中國家通過光伏專案發展滿足快速增長的電力需求。

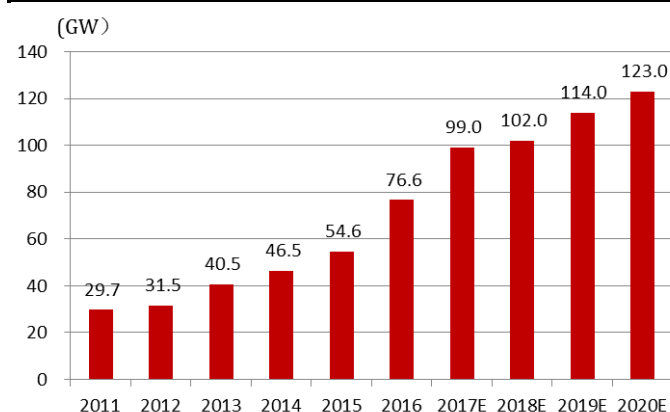
從中國市場角度，我們預測 2017 年實現新增光伏裝機 50 吉瓦，並保守估計，2018-2020 年市場規模維持穩定於 40 吉瓦左右。基於國際市場快速發展的判斷，我們預測 2017 年全球光伏裝機市場規模達 99 吉瓦，並且判斷 2018 年，海外新興市場的發展將足以覆蓋中美兩國可能出現的潛在需求波動。保守估計，我們判斷 2016-2020 年光伏需求年均複合增長率可達 9.9%。

圖 140：中國光伏裝機



資料來源：EPIA、招銀國際預測

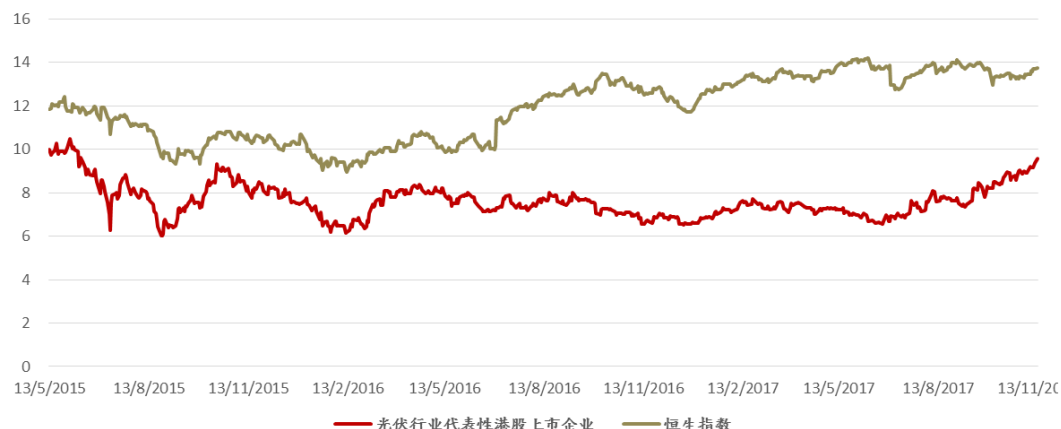
圖 141：全球光伏裝機



資料來源：EPIA、招銀國際預測

市場管道拓寬，價值重估將獲持續

基於我們對於光伏行業的理解，我們認為光伏下游市場有望以較高的增速持續擴大。儘管產品售價處於下降通道，我們仍然認為，當光伏能源實現與傳統能源平價，市場規模的擴張將顯著快於產品價格的下跌。面對這樣的行業格局，我們偏好成本領先，產能投放節奏有望跟上市場需求的光伏上游製造企業，在產品供需較為平衡的狀態下，2018 年有望通過產能釋放和較高的出貨量增長獲益；中游電池片及元件環節，我們認為技術和價格競爭將維持較為激烈態勢；至於下游電站開發上，則繼續受到補貼發放遲緩制約，有待綠證和配額制以及相關配套政策進一步落地。隨著下游需求劇增，2017 年我們已經明顯觀察到光伏板塊企業啟動價值重估。步入 2018，我們認為光伏行業價值重估有望持續。在港股的光伏上游板塊的上市企業之中，我們的行業首選為**信義光能（968 HK）**，其次建議重點關注**保利協鑫（3800 HK）**。

圖 142：光伏板塊自 2017 年 6 月啟動價值重估，前瞻性估值依然落後恒指

資料來源：彭博、招銀國際證券

注：光伏行業代表性企業選自有分析員覆蓋的 7 家港股上市企業，包括：保利協鑫(3800 HK)、信義光能(968 HK)、北控清潔能源(1250 HK)、協鑫新能源(451 HK)、福萊特玻璃(6865 HK)、興業太陽能(750 HK)，以及新特能源(1799 HK)

圖 143：港股上市光伏可比公司

公司名稱	代碼	市值 百萬港元	股價 (港元)	目標價 (港元)	評級	PER			PBR		
						16A	17E	18E	16A	17E	18E
保利協鑫	3800	26,395	1.42	1.81	買入	9.7	10.1	9.5	1.1	1.0	0.9
信義光能	968	20,638	2.78	3.48	買入	9.9	8.5	7.7	2.7	2.3	2.0
北控清潔能源	1250	16,517	0.26	N/A	未評級	N/A	13.0	8.8	N/A	2.2	1.8
協鑫新能源	451	11,826	0.62	0.60	買入	28.2	12.7	9.0	2.1	1.4	1.1
熊貓綠能	686	9,816	1.03	N/A	未評級	N/A	18.6	15.9	N/A	N/A	N/A
新特能源	1799	9,321	8.92	N/A	未評級	N/A	6.7	6.0	N/A	0.8	0.7
江山控股	295	4,564	0.305	N/A	未評級	N/A	25.8	11.7	N/A	N/A	N/A
協合新能源	182	3,037	0.35	N/A	未評級	4.7	4.6	3.9	0.5	0.5	0.4
福萊特玻璃	6865	2,772	1.54	N/A	未評級	4.0	4.7	3.7	0.7	0.6	0.5
興業太陽能	750	2,260	2.71	N/A	未評級	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

資料來源：彭博、招銀國際

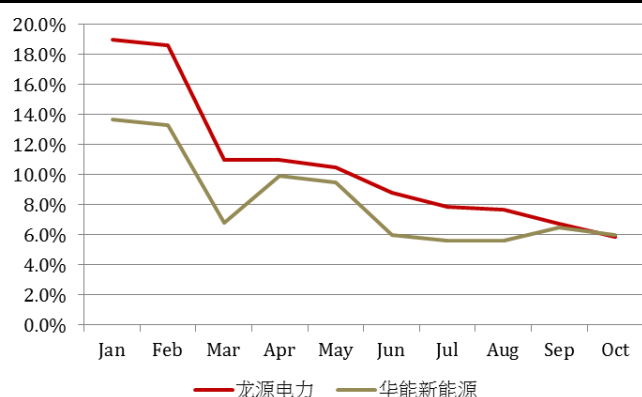
中國風電板塊 - 靜候佳音

中國風電板塊，有別於光伏板塊裝機量高速增長的紅火，2017 年陷入了一片悶局。根據能源局發佈前三季度風電並網運行情況顯示，2017 年前三季度全國新增並網容量僅 9.7 吉瓦，不及我們全年新增裝機預測的 50%。我們認為，風電裝機明顯受到了政策層面收緊的影響。為了著力解決棄風問題，國家能源局在年初發佈了“2017 年度風電投資檢測預警結果”並將內蒙古、黑龍江、吉林、寧夏、甘肅、新疆（含兵團）列為風電開發建設紅色預警區域，並停止了“紅 6 省”區域新建專案的核准、並網以及發電許可。此外，中東南部地方政府在中央環保督查的壓力下提高了專案環評要求，同時對植被恢復採取了更為嚴格的態度，也對風電運營商的專案開發形成了制約。所幸棄風限電情況明顯好轉，2017 年 1-9 月平均利用小時為 1386 小時，同比增加 135 小時，棄風電量 29.55 太瓦時，同比減少 10.3 太瓦時，棄風率同比下降 6.7 個百分點，實現棄風電量和棄風率“雙降”。隨著政策導向的調整，我們認為風電行業在短期內將從大規模集中開發專項集中式和分散式並舉態勢。在風電項目補貼的發放上，因可再生能源補貼資金存較大缺口，我們亦觀察到補貼發放變得較為遲緩。展望 2018，我們認為風電行業需要待分散式風電發展、綠證交易以及配額制政策破題落地作為契機以扭轉頹勢。

限電好轉並未完全反應

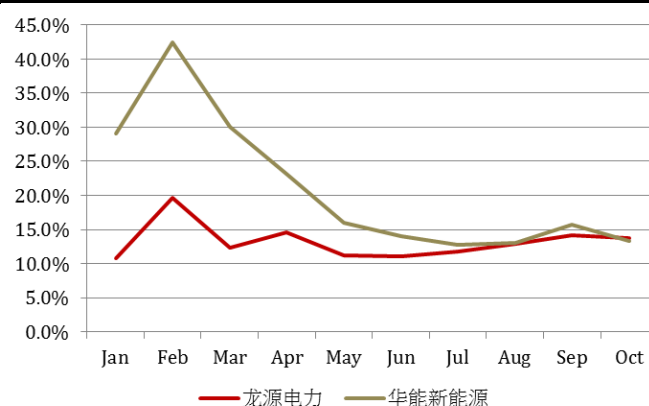
2017 年，我們認為風電投資的主題在於限電改善。根據我們所跟蹤的風電上市企業資料，2017 我們持續觀測到風電限電情況有明顯改善，裝機量領先的兩家風電運營商，龍源電力（916 HK）限電率自年初 19.0% 持續錄得下跌，到 10 月已下降至 5.9%；華能新能源（958 HK）限電率已自 2016 年全年 9% 自 2017 年 6 月起控制在 6% 左右。預計全年的限電率改善能夠達到 3 個百分點以上，限電率改善超出預期。然而從發電量表現來看，我們認為上市企業的運營資料並沒有完全反應限電改善所帶來應有的發電量提升。縱觀前 10 個運營資料，我們認為主要風電上市運營商的發電情況僅反應了裝機容量的增長，而部分月份的風況不佳則侵蝕了限電改善所帶來應有的發電增幅。展望 2018，儘管受到各項因素影響風電運營商的新增裝機明顯下滑，我們認為在用電需求維持強勢的情況下，若風況提升，較低的限電率仍然能夠帶來發電量提升。

圖 144：龍源電力及華能新能源 2017 年以來月度限電率明顯改善



資料來源：公司資料、招銀國際

圖 145：龍源電力及華能新能源 2017 年風電按月累計發電量同比

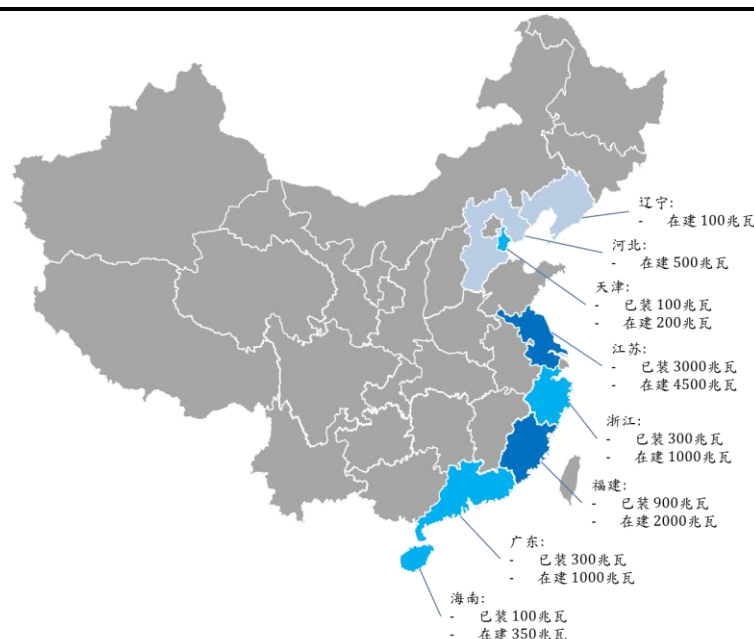


資料來源：公司資料、招銀國際

海上風電：發展起速

過去數年，海上風電的發展一直較為遲緩。根據中國風能協會資料，截止 2015 年，累計海上風電裝機僅為 1,040 兆瓦，只實現了中國十二五目標的 20.8%。自從 2016 年開始，海上風電發展較為遲緩的局面開始改變，因為 1) 陸上風電項目受限電影響對新增裝機帶來限制；2) 海上風電電價維持較高水準，近海/潮間帶項目度電電價分別為人民幣 0.85/0.75 元；3) 海上風電裝機及海工船隻工程技術持續改進；以及 4) 海上風電專案由多部門多頭管理的專案審核程式有所簡化。2017 年，海上風電開發速度明顯加快。在風機設備的革新方面，針對海上工況設計的機型已經趨向更大型化，主流的風機廠商陸續推出 5-6MW 機型，以供中國海上風電的專案業主進行選擇。在這個風電發展的細分市場，我們相信海上風電的發展趨勢將持續高速增長。若要實現國家規劃的 5 吉瓦並網裝機規模，我們測算年均裝機複合增長率需要達到 15%。在我們的研究領域中，我們相信龍源電力（916 HK）和金風科技（2208 HK）將會是海上風電發展的主要受益者。

圖 146：十三五期間各沿海省份的海上風電發展計畫



資料來源：國家發改委，能源局，招銀國際

圖 147：海上風電專業化海洋工程船隻數量統計自 2016 年開始投放量增加

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	韩国大字造船海洋工程
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	广东精钨海洋工程	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

資料來源：新聞報導，招銀國際整理

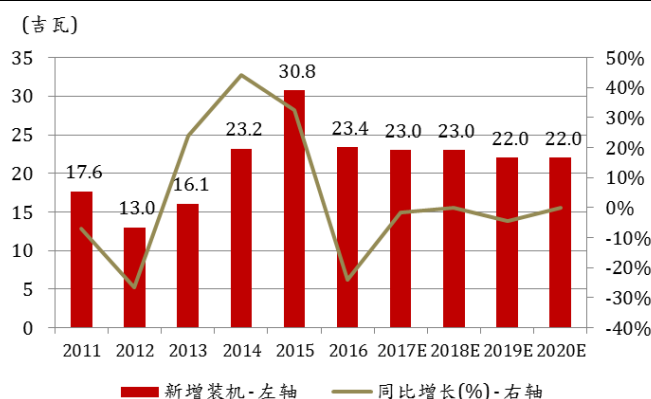
分散式風電：新路啟航

隨著風機技術的進步，風機設備對於風速的要求要逐步拓寬。可利用風資源從過往的 6 米/秒降低到了 5 米/秒甚至以下，不斷刷新可實現經濟性開發的最低風速，也有效降低了風資源門檻。根據國家氣象局最新的資源評估結果顯示，全國在 80 米高風資源技術開發量從 3,500 吉瓦增加到了 4,200 吉瓦，其中中東南部的 19 省/市由 300 吉瓦增加到了 1,000 吉瓦，顯示在靠近能源消費負荷的地區，仍然有非常豐沛的風資源有待開發。在風電開發運營商思維從三北地區集中開發，轉向中東南部地區發展以後，由於中東部地區多以山地丘陵為主並且人口密集的特點，大規模集中開發難以為繼。分散式風電將為中東南部地區的風電開發開闢新的道路。相比分散式光伏的大規模拓展，目前分散式風電還存在著專案開發主體過於單一（集中在國有企業），同時還面臨著土地權屬問題以及環保植被等因素的掣肘。2017 年，國家能源局已就分散式風電要求加快推進，並且河南省已率先就分散式風電作出專案核准。展望 2018，我們認為將會有更多的配套政策出臺，就分散式專案的規劃、選址、土地權屬、以及市場化交易模式作出細化。我們預料，有關政策將會使風電產業走出悶局，轉向新的發展道路，重回活躍。

靜候佳音，盼政策帶來刺激破局

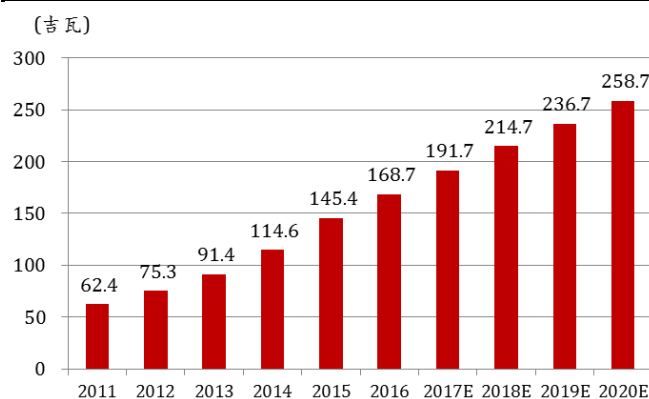
基於我們對於中國能源結構低碳化改革的理解，以及風電將對中國未來新增電力需求扮演重要角色的認識，我們認為風電行業的發展趨勢不可逆轉。短期之內，中東南部的風電專案仍需理清更加明確的分散式開發模式、土地、電網接入、以及電力銷售市場化的具體政策支持。此外對於綠證和配額制政策進一步推進，也有望對目前略顯沉悶的風電市場格局帶來有益變化。我們判斷，十九大以後隨著頂層設計主導的能源思路，政策和人事逐步落地，將對風電上市企業的估值水準帶來刺激，龍頭企業也將獲得價值重估的機會。基於風機銷售市場競爭趨於激烈的判斷，我們更加偏好下游龍頭的風電企業。我們建議配合政策的趨勢關注裝機量領先的風電運營商，如龍源電力（916 HK）和華能新能源（958 HK）。

圖 148: 我們預測未來幾年風電裝機保持平穩



資料來源：國家能源局、招銀國際證券預測

圖 149: 中國累計風電裝機持續增加



資料來源：國家能源局、招銀國際證券預測

圖 150: 風電板塊行業前瞻性估值水準持續低於恒生指數。



資料來源：彭博、招銀國際

圖 151：港股上市風電可比公司

港股上市公司	代碼	市 值 百萬港元	股 價 (港元)	目 標 價 (港元)	評 級	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	N/A	0.6	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

資料來源：彭博、招銀國際

中國消費板塊

優於大市

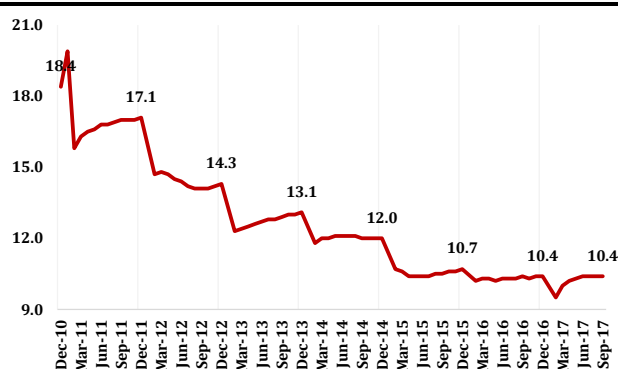
分析師：胡永匡 - walterwoo@cmbi.com.hk

期待已久的中國消費行業轉捩點

一) 2017 年或是 7 年來首次增速不再放緩。關鍵字：財富效應

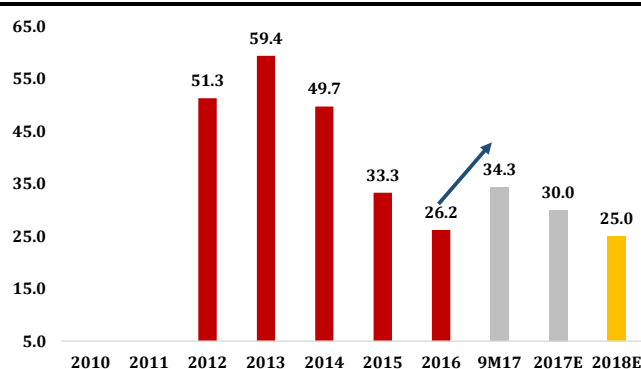
中國消費行業在 2017 年見底。我們看到中國零售銷售增速從 17 年的 1 月的 9.5% 開始反彈，然後逐漸回升到 17 年 1-9 月累計的 10.4%，大致跟去年持平。我們認為 2017 年有望成為 7 年來首次增長速度不再放緩的一年。在這個轉折背後，有三大驅動因素：1) 2015 年下半年起房價升值帶來的財富效應，2) 2016 年第 4 季度經濟增長出現回暖所帶動的消費信心提振，3) 人均收入增長重拾加速。

圖 152：中國零售額（累計）增長



資料來源：中國國家統計局，招銀國際

圖 153：中國線上零售額增長

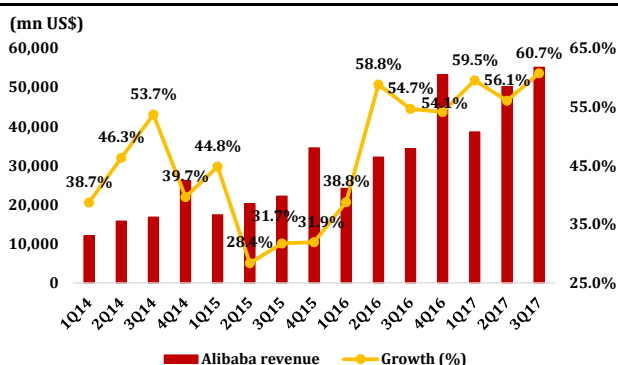


資料來源：艾瑞諮詢，中國國家統計局，招銀國際預測

1. 線上和線下零售銷售同時加速，微觀資料比宏觀資料更為強勁

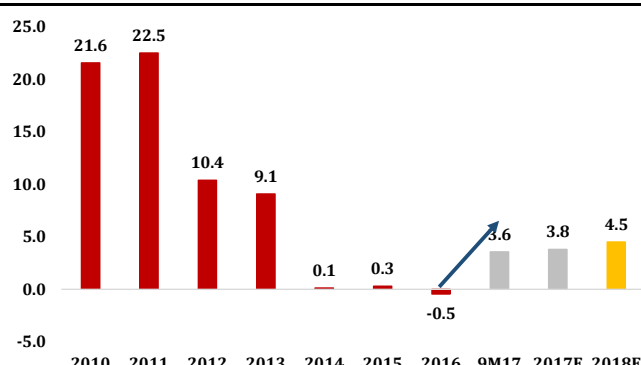
微觀的資料非常強勁。我們觀察到，微觀的資料比全國的零售銷售情況更為穩健，尤其利好各行業的龍頭，事實上，2017 年到目前為止，不論線上和線下，都交出了一個令人非常眼前一亮的趨勢。儘管去年的基數已經較高，但線上零售銷售增長率仍然從 2016 年的 26.2% 加速至 17 年 9 月的 34.3%，今年阿里巴巴也上調了全年的增長指引亦可以看出。同時線下的增長資料也在加速，百大零售商的銷售增長率亦自 2014 年以來三年來首次出現反彈，儘管只是從 0 增長反彈至低單位數的水準。

圖 154：阿里巴巴的收入和增長



資料來源：公司資料，招銀國際

圖 155：中國百大零售商銷售額增長



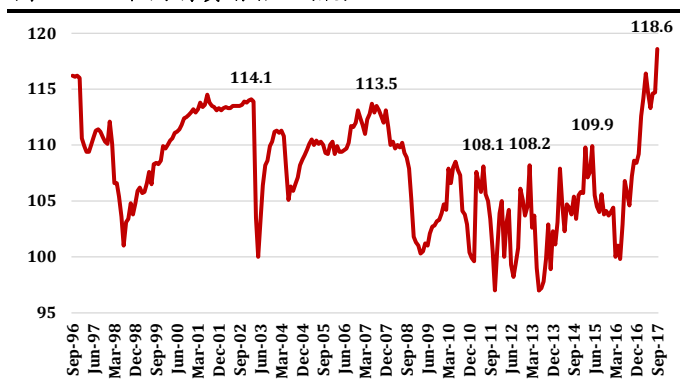
資料來源：中國國家商業資訊中心，招銀國際預測

2. 主要驅動因素：財富效應以及消費者信心的復蘇

事實上，目前的消費信心是 20 年來最高的。實際上，目前中國消費者是非常樂觀和有信心的，甚至超越了 2007 年和 1996 年高水準，他們非常願意掏出錢包去花費。

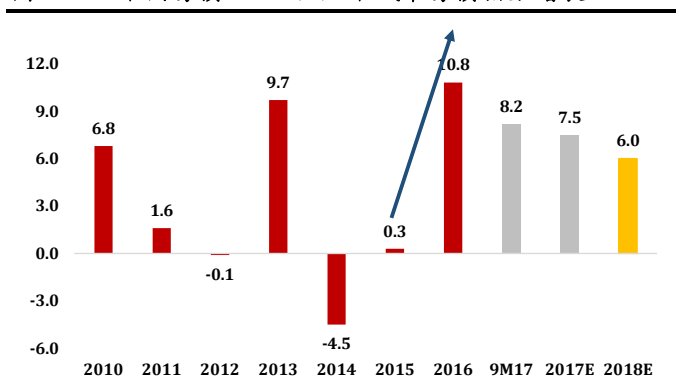
房價飆升是財富效應的主要觸發因素。作為財富的一部分，固定資產如房屋佔據住重要的地位，2015 年起一線城市的價格開始上漲，在 2016 年二線城市開始跟隨，二者都分別較 2014 年底起累計大漲了不少於 40% 和 20%。考慮到買房時的貸款比例（50% 到 90% 不等的借貸），其價格升值加上杠杆效應可以有效地將房產所有者的財富增加一倍到幾倍，因此我們認為財富效應在 2016 年和 2017 年的出現是非常容易理解的。

圖 156：中國消費者信心指數



資料來源：中國國家統計局，招銀國際

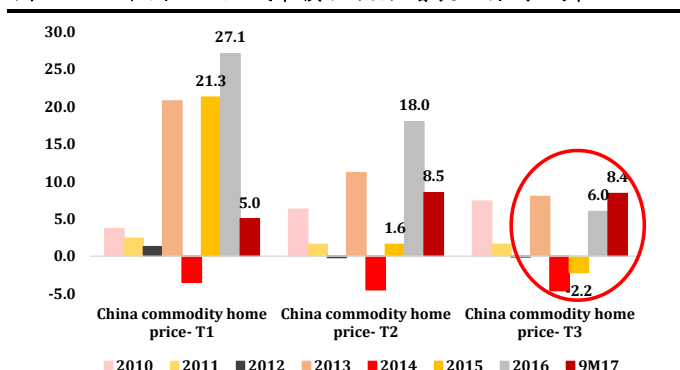
圖 157：中國房價-- 70 個大中城市房價指數增長



資料來源：中國指數研究院，招銀國際預測

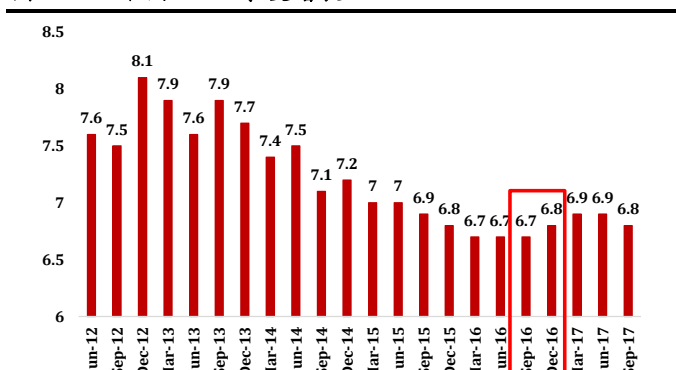
三線城市房價可能繼續上漲。有趣的是，近年來三線城市的房價打破了和一二線房價同步升跌的規律，在 2015 年和 2016 年的平穩發展後，在 2017 年開始火熱，並走出了上漲的行情，我們認為這是受惠於 1) 購買力因為一二線城市價格漸趨高昂而外溢並轉移到三線城市，2) 一二線城市的土地出讓量日趨緊張，開發商競爭加劇，而三線城市相對來說推出的地塊數量更多，也吸引了大量品牌開發商的入住，有效拉升這些城市樓盤的檔次和價格。

圖 158：中國 70 個城市價格指數增長，分線城市



資料來源：中國指數研究院，招銀國際

圖 159：中國 GDP 季度增長



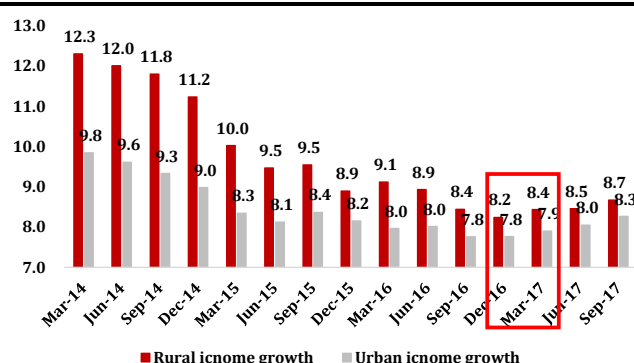
資料來源：中國國家統計局，招銀國際

受惠於 GDP 增長和收入增長的重新加速，消費者重拾信心和消費意欲。除房價上漲之外，2016 年第 4 季度中國季度 GDP 增速也有所回升，達到 6.8%，較 2016 年第 1 至第 3 季的 6.7% 改善，農村和城鄉地區的收入增速也有所回升，從 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%，然後這上升趨勢至目前的第 3 季，都仍然在持續。

其實此前的工業利潤增長已有一定的指標性，暗示了企業層面的基本面在改善。事實上，工業利潤的增長早在 2016 第 1 季度已經從負轉正，並且在第 3 季度起加速了，這也反映出企業層面轉趨樂觀，亦解釋兩季度後人均收入的增長加速。

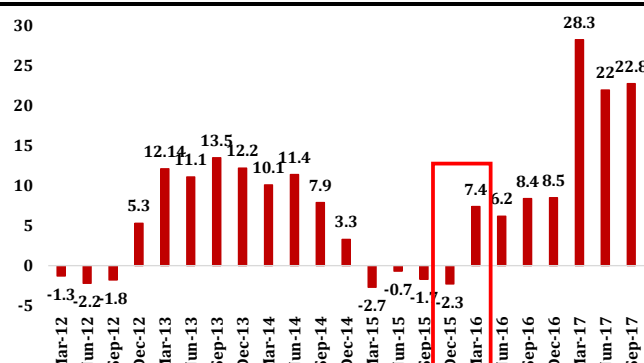
近年中國財富的增長累積都較收入為快，可花費的金錢肯定是越來越多，最為擔心的只是缺乏消費信心，但 2017 年人民對未來的前景和情緒都較為樂觀，強烈的提振了信心和消費。我們確實相信中國消費者（特別是中產階級）過去幾年在口袋裡的財富增長絕對不少，亦比工資增長為快，唯獨是缺乏消費的信心或意願，因此今年像 GDP 增長加速的確大大燃起了消費的火花。

圖 160：中國季度人均收入增長，城鎮和農村



資料來源：中國國家統計局，招銀國際

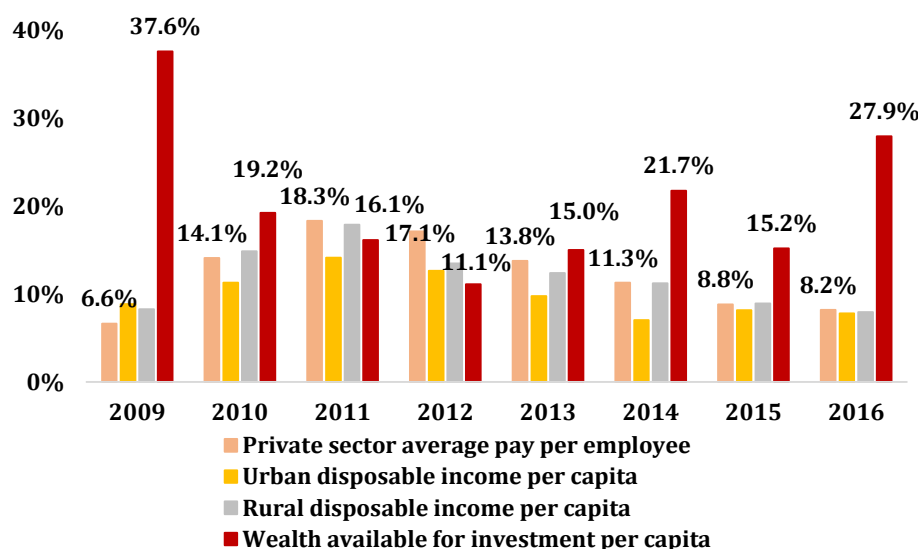
圖 161：中國工業利潤累積增長



資料來源：中國國家統計局，招銀國際

2014-2016 年財富增長快於收入增長，但在 2017 和 2018 年我們認為隨著收入增長會加快，而可能令中間的差距縮小。根據招商銀行發佈的私人財富報告的資料，對於人均資產淨值較高的一群，除了房價之外，其他金融類資產的增長在 2014 年至 2016 年 3 年的平均增長到在 20% 以上，遠遠快於中國人均收入的高單位數增長，說明較富裕的一群的消費力增強了不少，對 2017 年的消費板塊復蘇貢獻相當之大，但在 2017-2018 年，我們預計中低層的人民收入增長會加快，而與財富增長速度的差距會有所收窄。

圖 162：財富增長快於收入增長



資料來源：Wind, 中國國家統計局，招商銀行，招銀國際

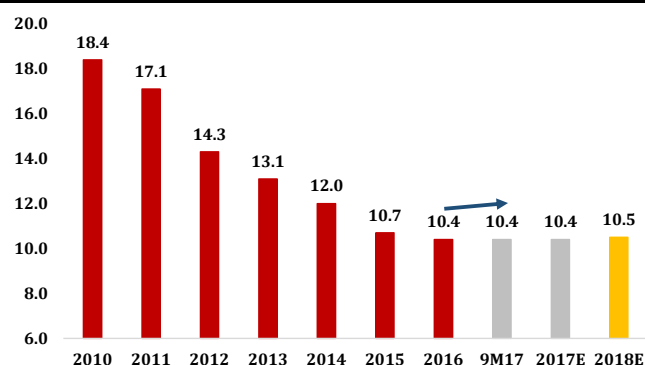
二) 短期趨勢：2018 年展望 - 大範圍的復蘇。關鍵字：大眾消費

我們認為 1)2018 年中國零售銷售增長可能會與往年持平或有輕微加速，並且預期 2)消費行業上有更大範圍，以及更廣泛的改善，而不是像 2017 年般較為集中和利好奢侈品和房地產相關像家電和傢俱的消費。值得注意的是，長線的消費趨勢如 1) 人均收入提高帶來的消費升級，2) 主力消費群體向 80 和 90 後轉移而對優質化和個性化的追求更多，以及 3) 科技創新和電子化而令線上線和線下銷售和行銷全管道發展等都會持續產生作用。

我們對 2018 年的中國消費行業有"優於大市"的評級，並預期中國零售銷售增長可能會持平或輕微加速

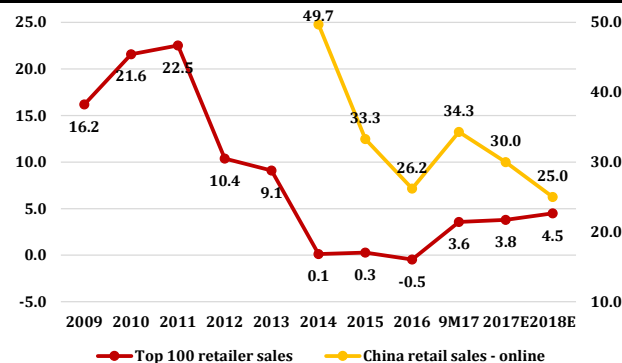
我們在 2018 年對中國消費行業有"優於大市"的評級，預期相比起 2017 年的 10.4% (目前估計)，2018 年的增速將保持在同樣的高水準或者輕微加快至 10.5%。這也意味著線上銷售的滲透率將從 2016 年零售銷售總額的約 12.6% 水準上繼續上升，但增長會稍為放緩一點點，從 30% 至 25%，但是線下的銷售增長(中國百大零售商的資料)將從 3.8% 加速至 4.2%，受惠於近年來持續改善和更新產品和破格求變的服務，增加了更多和網購不同的，體驗為本，如餐飲，家庭和兒童向，以及娛樂為主的服務。

圖 163：中國零售銷售增長預測



資料來源：中國國家統計局，招銀國際預測

圖 164：線上和線下銷售增長預測

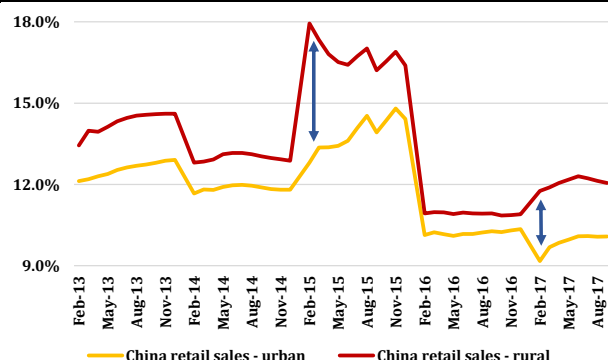


資料來源：中國國家統計局，招銀國際預測

農村消費增長加快，對電子商務，大眾品牌，旅遊，娛樂和運動健身等將更為有利。根據我們的研究，農村消費者，在享受的收入增長的同時，會對電子商務/線上購物習慣有較高的傾向，也更有可能購買一個國產品牌，並且有更高的渴望到國內外旅遊，也會逐漸提高生活水準，追求更多快樂和健康生活，亦會利好娛樂和運動健身類的消費。

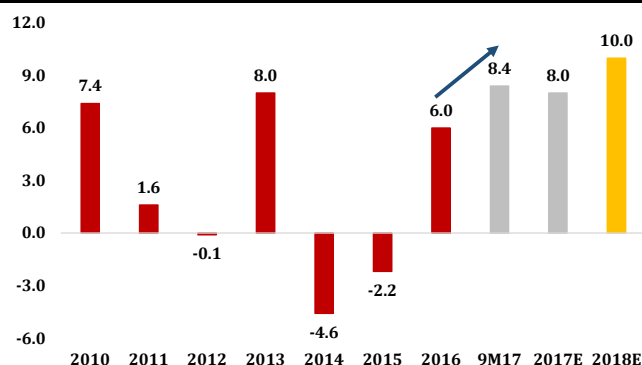
我們預計在 2018 年消費復蘇將更為廣泛，既有利於富有人群，又有利於中低層市民。預期在消費行業的分類中，零售銷售增長來長應該更為更大範圍，以及更廣泛的利好，而不是像 2017 年般較為集中於利好奢侈品和房地產相關的商品。

圖 165：農村消費近年增長較城鎮快



資料來源：中國國家統計局，招銀國際

圖 166：中國 70 大中城市房價指數 - 三線城市房價增長



資料來源：中國指數研究院，招銀國際預測

1. 收入增長回升是重要的原動力(尤其是農村的收入)，三線城市房價的上漲也會成為另一支柱

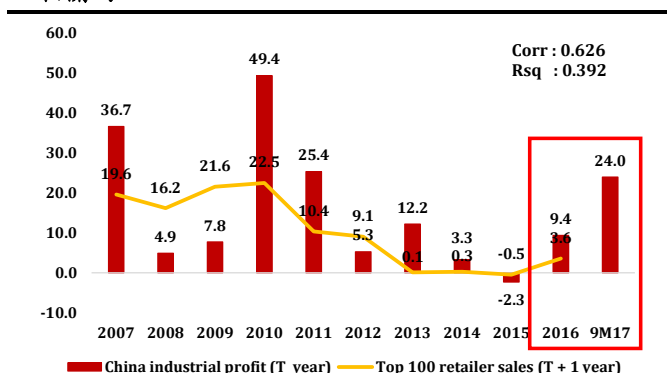
歷史上來說，人均收入增長和零售銷售增長非常相關。2017 年以來，人均收入增長明顯復蘇，絕對有望帶動 2018 年的消費增長，而農村收入增長 (近 10 年都比城鎮要快) 受企業投資發展向內陸下沉，增速勢頭強勁，與城鎮差距或會拉高，所以未來農村收入對消費行業增長或會漸趨重要，加上三線城市的房價還是比較落後，到 2017 年才開始上漲，在 2018 年希望保持上升勢頭，並帶動更多消費信心和增長。

圖 167：人均收入增長是零售銷售的驅動因素



資料來源：中國國家統計局，招銀國際預測

圖 168：工業利潤增長和中國百大零售商銷售額增長是正相關的



資料來源：中國國家統計局，中國國家商業資訊中心，招銀國際預測

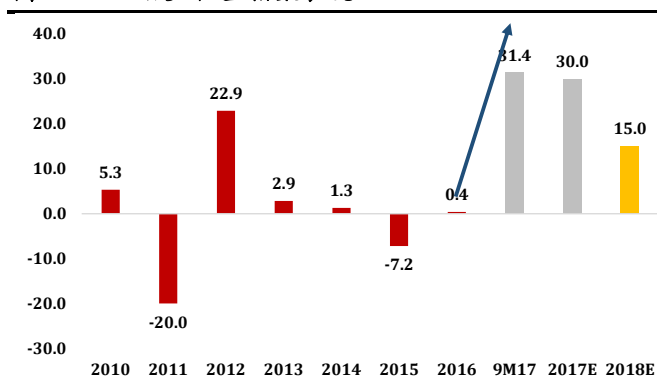
2. 利潤增長是另一個重要因素，能牽動工人和老闆階層的消費意欲

另一個重要的因素是利潤增長，這可能會大大影響工人和老闆階層的消費意欲。從歷史資料上來看，工業利潤增長的確和百大零售商的銷售資料增長有比較正面的相關，在 2014 和 2015 年的 3.3% 和 -2.3% 增長後，百大零售商的增長在 2015 年和 2016 年亦為 0.3% 和 -0.5%，但 2016 年工業利潤增長有所改善後，到 9.4%，我們認為有助於恢復工人和老闆階層的信心和支出，百大零售商零售額增長亦反彈了，至 3.6%。自 2017 年前 9 個月以來，工業利潤累計增長已經飆升至 22.8%，我們這對 2018 年消費增長的拉動作用非常樂觀。

3. 房地產市場的財富效在 2018 年可能會減弱，但股市卻開始做好，指數不僅是香港的恒生指數，在中國的如滬深 300，今年以來，亦上漲了 20% 以上，或可帶動部份的財富效應

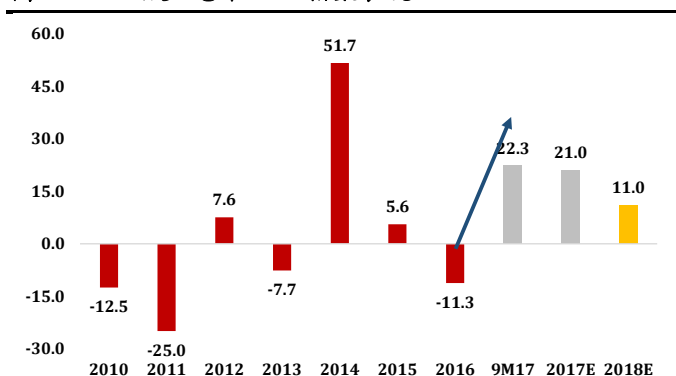
今年中國股市的優越表現也可以刺激消費信心和意欲。我們認為，H 股和 A 股指數在 2017 年都上漲超過 30% 和 20%，這都是可能有利於刺激消費意欲的，即使其財富效應的效力不如房地產市場來得更大，但仍然可以幫助填補一部分的消費增長引擎。

圖 169：H 股 - 恒生指數表現



資料來源：香港交易所，招銀國際預測

圖 170：A 股 - 滬深 300 指數表現



資料來源：滬深證券交易所，招銀國際預測

三) 按消費行業子板塊的展望

整體而言，在 2018 年，在消費行業的子板塊裡，我們**優先看好 1) 旅遊及酒店類**，受惠於旅遊意欲的提升及過去兩年行業整合後需求開始大於供應，這亦包括**香港零售商和澳門博彩類**，**2) 服裝類**（包括男裝，女裝和內衣），尤其是產品品質近年有長足改善的和電商業務成長快速的，**3) 餐飲類**，特別看好中高檔/連鎖品牌和越來越受歡迎的品類如火鍋等，**4) 體育用品類**，尤其是 2018 年新產品陣容強勁和有新收購品牌推動增長的，**5) 嬰童產品類**，特別利好高端品牌和設計領先的。

另外，我們也喜歡**1) 購物中心或購物中心化的百貨**，尤其是重資產型(擁有大量自有物業的)，**2) 奢侈品牌**，受惠於需求持續改善，但估值上升空間較少，但**必須在該板塊更重視選股**。

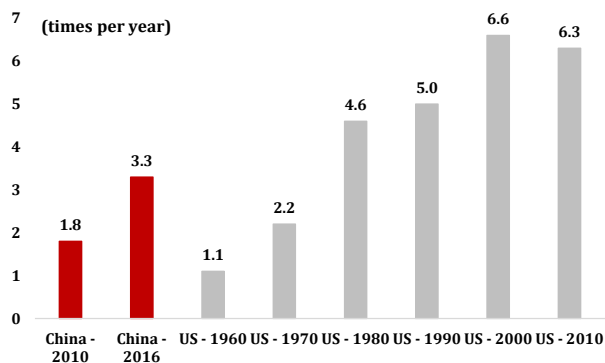
我們對**1) 家電類**，**2) 傢俱類**，都有**中立的觀點**，因為我們擔心房地產面積銷售增速減慢和原材料價格成本持續上升的壓力，以及**3) 電影行業**都有**中立的看法**，因為新戲院供應仍然快速，令平均每間戲院的營運利潤備受壓力。

1. 旅遊及酒店（行業首選，受惠於旅遊支出和意欲的提升，優於大市）

旅遊業將會是 2018 年利潤增長強勁的一個行業。短期內，由於工業利潤增長大幅提升，人均收入增長也重新加速，我們認為，更多的消費者會願意出外旅遊，並會提高預算支出。而長遠來看，中國人對比美國人的滲透率(每年旅行次數)仍然有很大差距，目前正在落力追趕。**重點關注：錦江酒店（2006 HK，未評級）。**

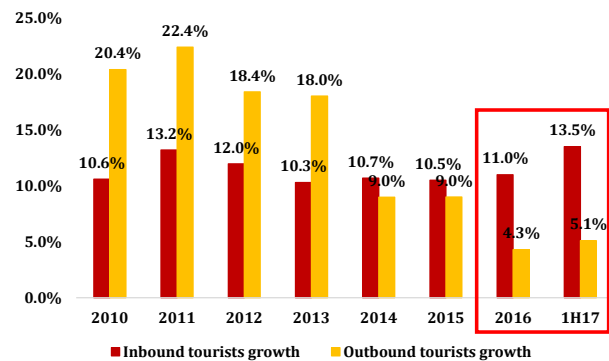
酒店業才剛剛進入 2-3 年的上升週期。酒店行業是我們 2018 年最為看好的子板塊，是因為：1) 需求和供給的平衡日漸改善，酒店平均房價在 2016 年下半年開始了 4 年來的首次整體反彈已經足夠說明，2) 而且中國星級酒店的數量在 2014 年到 2016 年其實正在下降的，3) 巨大的經營杠杆潛力（其中 1/3 的經營成本是相對固定的），我們亦預計連鎖/品牌酒店繼續獲得更多的市場份額。

圖 171：中國與美國每年的旅行頻率



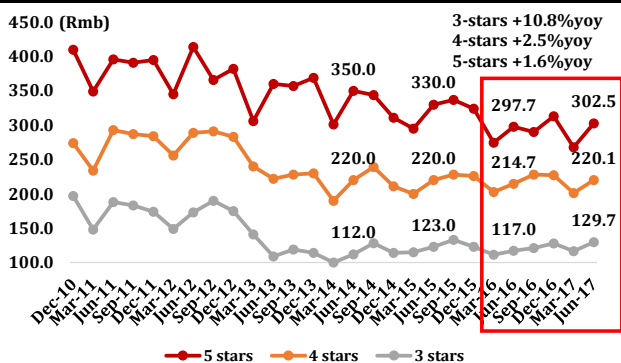
資料來源：中國國家旅遊局，美國旅遊諮詢委員會，招銀國際

圖 172：中國入境和出境遊客增長



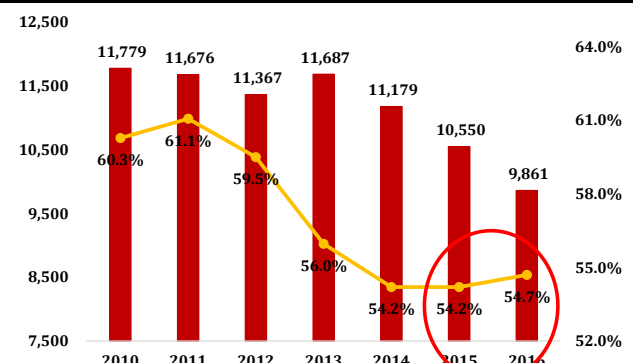
資料來源：中國旅遊飯店協會，招銀國際

圖 173：中國酒店平均可出租客房收入(RevPAR) 按星級



資料來源：中國旅遊飯店協會，招銀國際

圖 174：中國酒店與行業入住率



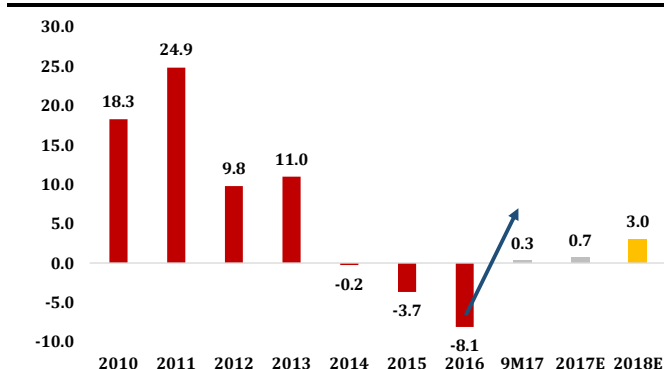
資料來源：中國旅遊飯店協會，招銀國際

香港零售銷售和澳門博彩收益都正在持續復蘇。澳門博彩收益增長於 2016 年下半年開始轉正，並在 2017 年繼續加速，而香港零售則稍為落後，但走勢非常相似，因此我們預計 2018 年的趨勢和資料將有持續反彈。

我們看好香港零售由於 1) 如無意外，或會有更利好的貨幣水準（人民幣對美元不再貶值，而港元對日元和韓元亦不再升值），2) 2017 年基數較低（尤其是上半年），3) 遊客的出游意欲（特別是中國）正在逐漸回歸，以及 4) 一些大型運輸建設如港珠澳大橋和高鐵等都有機會在 2018 年開通，5) 最後香港本地需求也在回升。**重點關注：利福國際（1212 HK，未評級）。**

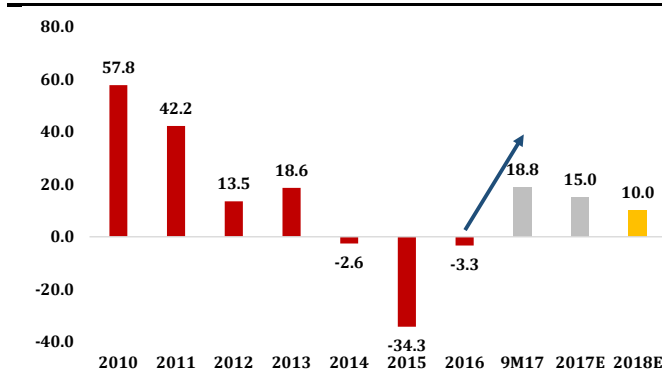
我們對 2018 年澳門博彩業也是看好的，因為 1) 新賭場的不斷落成和開幕，如澳博"上葡京"、"美獅美高梅"和新濠的"沐梵世/Morpheus"等等，2) 中國反貪污力度的高峰或許在 19 大時期已經過去，3) 2018 年底"港珠澳大橋"建成後，交通運輸得到加強，但同時也更為謹慎，原因是在 2017 年形成的高基數，博彩收益上升超過 20%，而且我們應該亦小心挑選選擇個別的股份，比較看好大眾市場貢獻較高的賭場。**重點關注：澳博（880 HK，未評級）。**

圖 175：香港零售銷售增長預測



資料來源：香港政府統計處，招銀國際預測

圖 176：澳門博彩收入增長預測

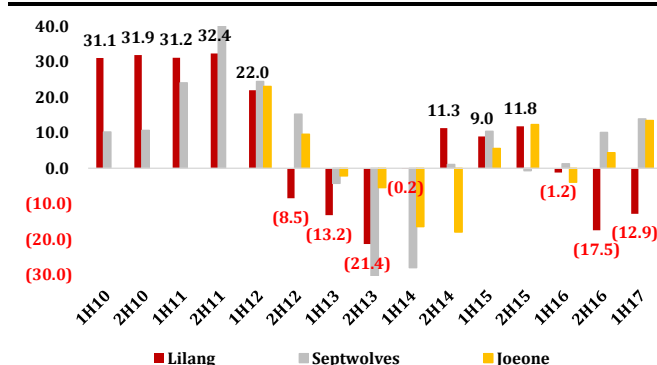


資料來源：澳門博彩監察協調局，招銀國際預測

2. 服裝（受惠大眾消費升級，優於大市）

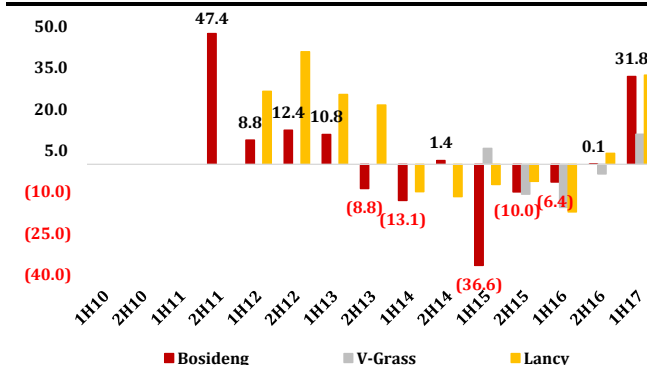
2018 年，我們對服裝行業（男裝，女裝和內衣）看法樂觀，因為 1) 2018 年是消費行業大範圍復蘇的一年，因此我們更看好大眾消費定位的產品和品牌，而消費升級亦會加速，所以更利好品牌和產品品質都持續有改善的品牌，2) 電商增長飛快，各大品牌電商業務漸趨成熟，各個平臺上都逐漸建立了穩固的地位，3) 行業整合已經到了穩定期，很大部分效率偏低的門店都已關閉，不少品牌 2017 年同店銷售的輕微改善都反映了這個情況。**重點關注：利豐（494 HK，未評級），JNBY（3306 HK，未評級）。**

圖 177：中國男裝品牌銷售額增長



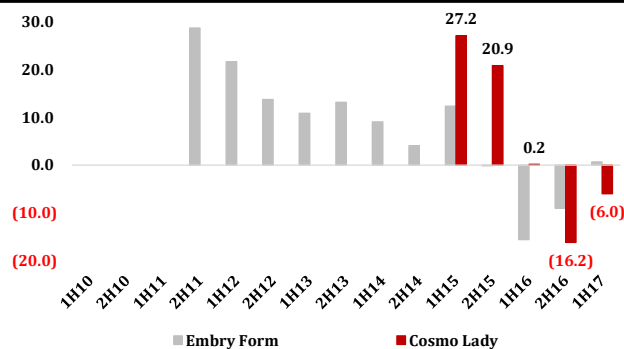
資料來源：公司資料，招銀國際

圖 178：中國女裝品牌銷量增長



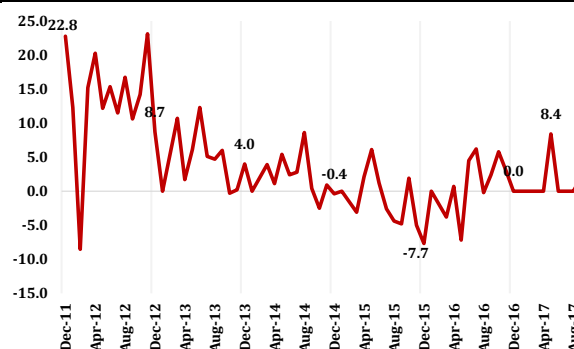
資料來源：公司資料，招銀國際

圖 179：中國內衣品牌銷售額增長



資料來源：公司資料，招銀國際

圖 180：中國百大零售商服裝銷售額增長

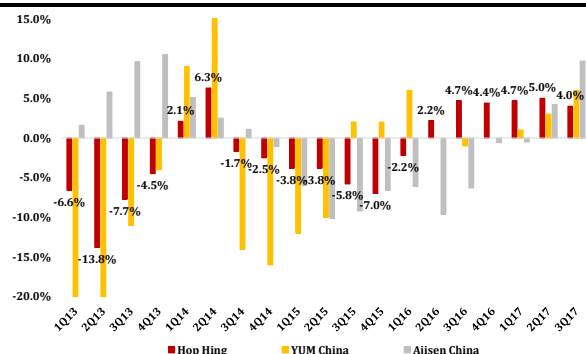


資料來源：中國國家商業資訊中心，招銀國際

3. 餐飲（O2O/外送餐飲增長持續快速，優於大市）

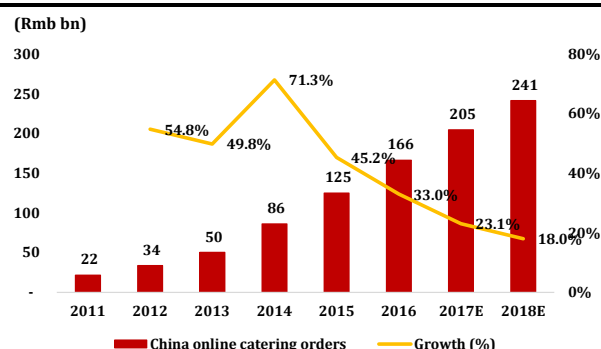
我們對 2018 年的餐飲業有正面的看法，因為 1) 在消費升級的背景下，外出吃飯是一個越來越流行的趨勢，在家煮飯的比例正在下降 2) O2O / 外送餐飲的快速增長和滲透率的提高，因為叫餐的便捷程度快速提升，在 30 分鐘內就能解決用餐需求，而味道和質素亦相當之高，越來越少消費者傾向在家做飯。未來我們特別看好中高檔/連鎖品牌和越來越受歡迎的品類如火鍋等，去佔據越來越多的市場份額。重點關注：頤海國際（1579 HK，未評級）。

圖 181：中國品牌餐廳同店銷售額增長



資料來源：公司資料，招銀國際

圖 182：中國 O2O / 外送餐飲銷售增長

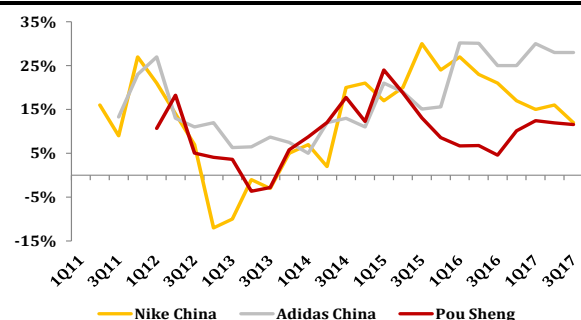


資料來源：艾瑞諮詢，中國國家統計局，招銀國際預測

4. 體育用品（2018 年增長重新加速，優於大市）

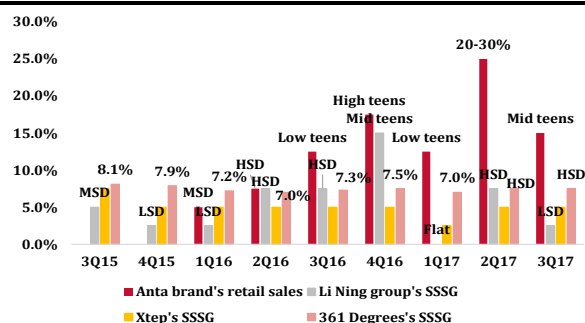
2018 年我們對體育用品板塊看法也是正面的，因為 1) 國民體育參與度繼續上升，2) 產品功能和時尚水準繼續提升，持續搶佔傳統服裝行業市場，並看好國際和國內領先品牌繼續獲得市場份額，尤其是 2018 年新產品陣容強勁和有新收購品牌推動增長的。重點關注：安踏（2020 HK，未評級），特步（1368 HK，未評級）。

圖 183：中國國際體育品牌零售額增長



資料來源：公司資料，招銀國際

圖 184：中國國內運動品牌同店銷售增長/零售額增長

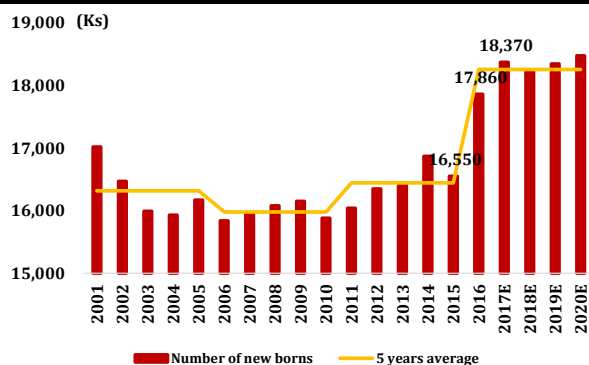


資料來源：公司資料，招銀國際

5. 嬰童產品（兩胎政策效益開始顯然，優於大市）

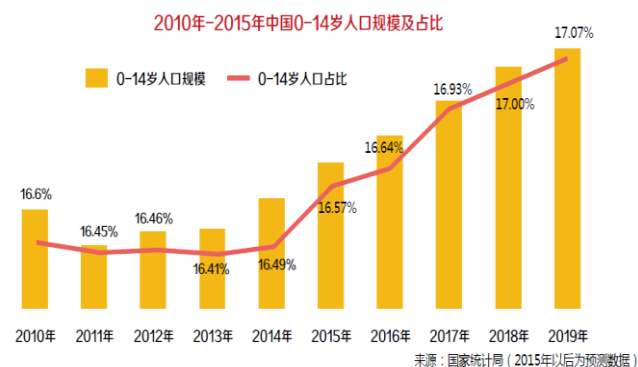
我們在 2018 年對嬰童產品板塊相當看好，因為 1) 自 2016 年推全面二孩政策之後，新生兒數量出現明顯加速，2) 未來或會有更多刺激生育的政策出臺，以及 3) 往往是生活更富裕的家庭才會選擇生育二孩，因此亦傾向有更高的花費。我們預計國際或高端品牌將搶佔更多的市場份額。**重點關注：好孩子國際（1086 HK，買入，目標價：5.46 港元）。**

圖 185：政策放鬆後，中國新生嬰兒有所上升



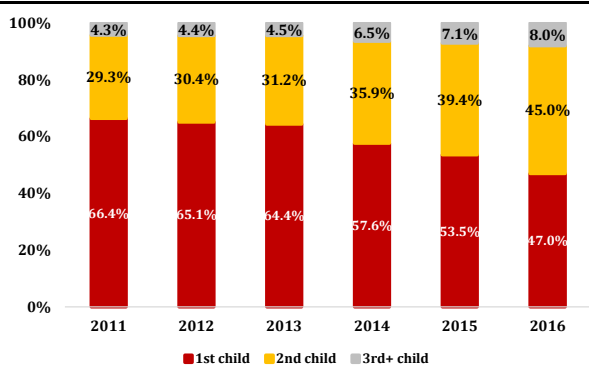
資料來源：中國國家統計局，招銀國際預測

圖 186：0-14 歲的中國人口規模



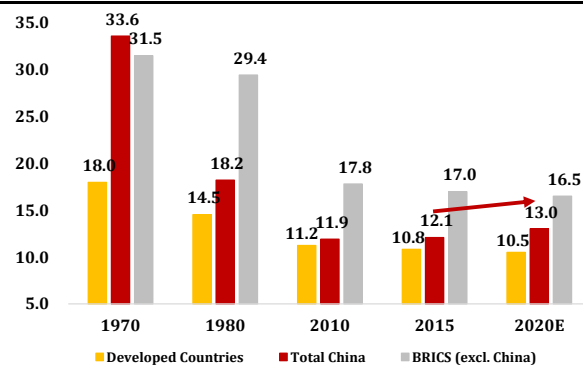
資料來源：中國國家統計局，招銀國際預測

圖 187：政策放鬆後，二胎比例繼續上升



資料來源：中國國家統計局，招銀國際

圖 188：中國出生率（每一千人計）趕上 BRIC 的平均

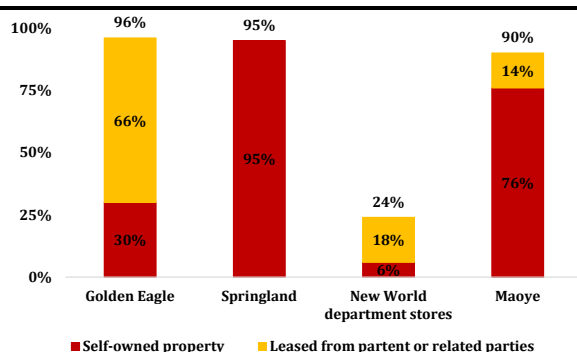


資料來源：Wind，各國官方統計局，國家統計局，招銀國際預測

6. 購物中心或購物中心化的百貨（體驗型元素可更有效的吸引人流，優於大市但更著重選股）

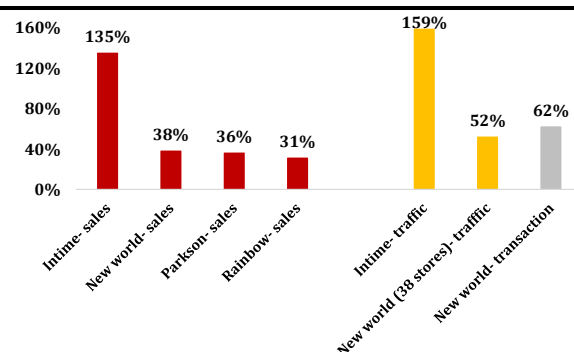
2018 年，我們看好購物中心和購物中心化的百貨，因為，1) 實體店中的體驗元素（例如餐飲，家庭和兒童向，以及娛樂向的服務）不斷上升，並加入各式各樣的創意行銷，2) 繼續百貨店的購物中心化，如提升門店的品牌組合，採用更時尚，更寬敞的設計，增加線上和線下的互動，如實體店各種各樣的雙十一活動，3) 百貨店購物中心化的同時，專櫃銷售扣點率續漸提高，而且租賃合約的結構亦越來越有利，而且在業績回暖和房地產價格飆升的同時，我們特別看好自有物業比例相當高的百貨公司集團，可免於租金成本上升的壓力和資產變現時價值釋放的利好，需要重申一下，這板塊更著重選股。**重點關注：茂業國際（848 HK，未評級）。**

圖 189：中國百貨公司的自有物業比例



資料來源：公司資料，招銀國際

圖 190：中國百貨公司的雙 11 銷售增長



資料來源：公司資料，招銀國際

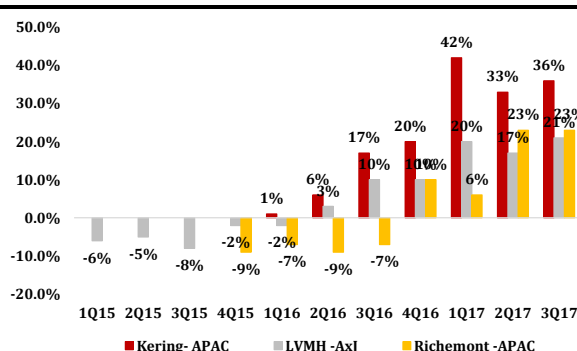
7. 奢侈品（需求繼續改善，但價值重估空間較少，優於大市但更著重選股）

在 2017 年，奢侈品消費受益於財富效應，奢侈品牌在中國區銷售紛紛回暖，部份漲幅超過 20%，黃金珠寶的銷售亦明顯改善。

我們對 2018 年的奢侈品行業保持看好的觀點，因為：1) 消費者的消費意願仍然強勁，但我們看法比 2017 年更加謹慎，原因是：1) 由於房價漲幅或不及去年，令財富效應減弱，2) 全球奢侈品牌或會有在其他市場表現不佳的風險。這板塊在 2017 年估值已被拉高，目前提升空間較少，因此我們必須更重視選股。

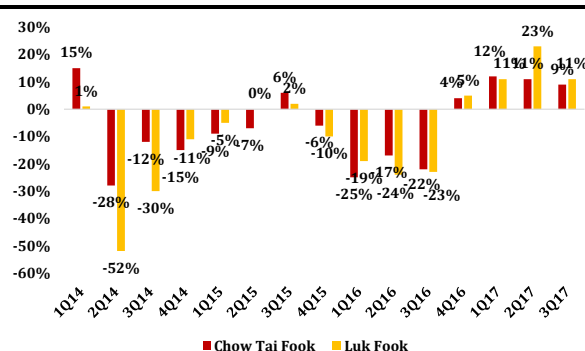
2018 年，我們對黃金珠寶品牌的看好是因為：1) 婚嫁節慶等剛需需求穩定，2) 年輕一代，如 80 和 90 後對時尚設計以及鑽石的需求上升，令利潤較高的高工藝及附加值產品更受歡迎，3) 電商銷售和滲透率日漸上升，4) 反貪污活動越來越少，但還是需要保持謹慎，因為 1) 財富效應在 2018 年或會有所減弱，2) 金價波動不定的風險。我們比較看好香港品牌，因為其產品有較高的信譽，和在港澳地區不用交約 20% 的關稅而令價錢較低，性價比較高，而且售賣足金產品的比例較多（國內品牌的金飾只以 K 金為主），能繼續搶佔更多市場份額。重點關注：六福（590 HK，未評級）

圖 191：奢侈品牌亞洲銷售增長



資料來源：公司資料，招銀國際

圖 192：黃金珠寶品牌西曆年同店銷售增長

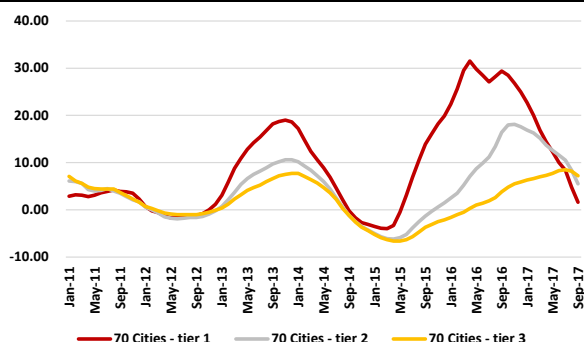


資料來源：公司資料，招銀國際

8. 家電和傢俱（房地產面積銷售增長放緩，同步大市）

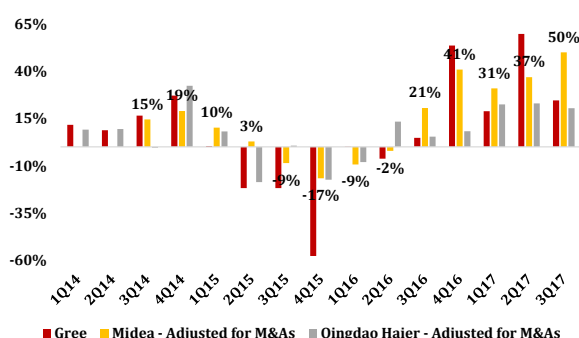
我們對家電和傢俱的觀點是相當中性，由於 1) 2017 年房地產銷售面積放緩，以及未來一二線房價在 2018 年被調控的力度或會加大，2) 原材料，如金屬，塑膠，木材，皮革，的價格上漲不能全部轉介的話，對毛利率會有負面影響，3) 家電銷售在 2018 年開始面對高基數，但我也信部份品牌能做好，如技術創新能力較高的，能開發較高端的智慧產品（如變頻器冰箱，洗衣機和空調），是可以藉著爆款來拉升平均單價和銷量的去搶市場份額。重點關注：海爾電器（1169 HK，未評級），敏華（1999 HK，未評級）。

圖 193：中國房價增長速度放緩



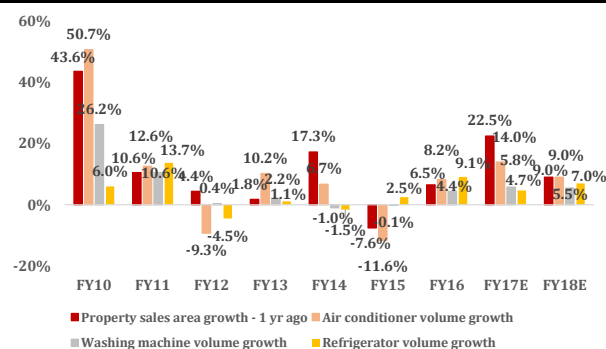
資料來源：中國國家統計局，招銀國際

圖 195：中國家電品牌銷量增長



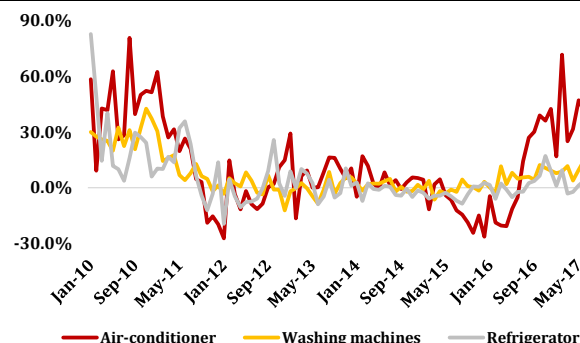
資料來源：公司資料，招銀國際

圖 194：中國房地產銷售面積增長領先家電銷量增長



資料來源：中國國家統計局，產業線上，招銀國際預測

圖 196：中國家電銷售額增長

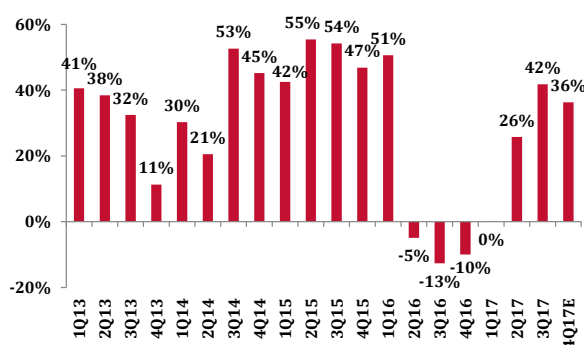


資料來源：產業線上，招銀國際

9. 電影（電影院供應仍然超過需求，中性）

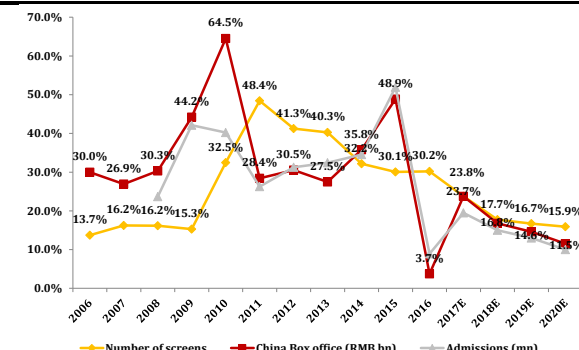
我們對 2018 年的電影業的看法較為中性，因為 1) 雖然票房增長復蘇，尤其是在 2017 年第 2 季度起，但 1) 電影院供應仍然超過需求，電影院增長速度仍然較票房增長為快，2) 缺乏賣座的電影而令票房偏低的風險仍然較高，以及 3) IMAX / 3D / 其他格式在中國的受歡迎程度漸漸降低。重點關注：IMAX 中國（1970 HK，未評級）。

圖 197：中國電影票房增長



資料來源：藝恩網 EntGroup，招銀國際

圖 198：中國票房，入場人次和電影院的增長



資料來源：國家新聞出版廣電總局，藝恩網 EntGroup，招銀國際預測

四) 長期的趨勢：優質化，個性化，快速和方便

總的來說，我們認為，中國消費者的行為主要有三大趨勢：1) 消費者越來越富裕，2) 主力消費群體從 60-70 後轉移到 80-90 後，甚至 00 後，3) 更廣泛地使用互聯網，社交平臺和手機等不同科技創新的智慧產品。

對於今時今日的消費者來說，他們都希望產品可以 **1) 更加優質/Premium** (在合理的性價比的範圍以內)，他們都越來越願意花稍微更多的錢來升級產品的質素，因為收入和品味也在同步升級，也許是因為受教育程度更高和視野更為國際化，**2) 更有個性/Personal**，更多的科技創新功能，更時尚，更特別)，畢竟年輕的一代，如 80-90 後的需求都較為獨特 (這種心態可能是在獨生子女政策的背景下培育出來的)，都比較傾向與眾不同，**3) 能更快速的使用/Fast**，年輕一代更傾向於衝動型的購買 (顧客想要它，就希望立即購買，和沒有絲毫的延遲)，以及品味變化更為頻繁 (快時尚)，和 **4) 能更方便的購買/Easy**，不論在什麼時間，什麼地點，線上或線下，信用卡或現金，都可以以簡單的方式購買及支付。

對於品牌來說，為了爭奪消費者的心，都必須因應上述的 4 項要求，去適應，和改進自身，去滿足消費者的各種欲望，例如，**1) 進一步打造品牌，及提高產品品質**，**2) 提供更多娛樂或體驗**為主的服務，以及更多推出更**創新**，更**個性化**和**功能性的**產品，**3) 提高對設計和生產的速度**，**4) 提供更直接**的方式來連接客戶去行銷和銷售產品。

圖 199：4 個核心消費者欲望：優質化，個性化，快速和方便

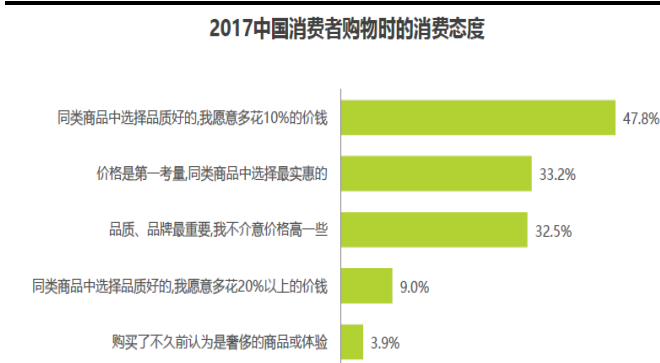
How consumer shifts	Trends	Consumer desires	How brands react to it
1. More wealthy	Consumer upgrades	1. Premium	Brand Quality
2. 80s and 90s becomes the majority	Product differentiation Digitalization Intelligentization	2. Personal	Entertainment Experience Innovation
3. Online channel and social media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

資料來源：招銀國際

1. 優質化：隨著消費者變得越來越富裕，消費升級會持續

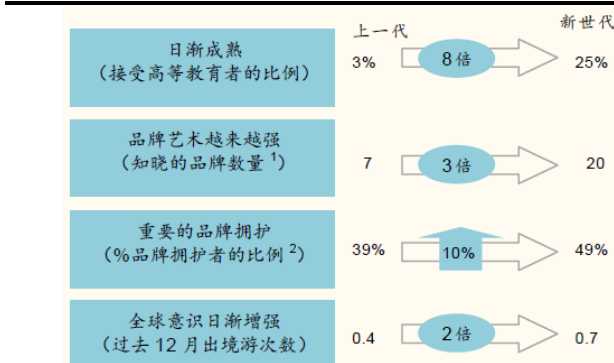
品牌和品質都成為主要焦點。據艾瑞諮詢/iResearch，最近對京東平臺客戶的調查顯示，約 47.8% 的使用者對產品品質更加重視，並願意多付 10% 的錢來換取更高品質的產品，另外，亦有約 33.2% 的用戶把品牌和品質作為最重要的標準，根本完全不在意價格，這與 80-90 後出生的人的購買行為和心態是相當一致的。

圖 200：更願意多付錢來換取更高品質的產品



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際

圖 201：年輕一代的品味轉變



資料來源：BCG，招銀國際

事實上，一些國內知名品牌早已趕超了國外品牌。過去我們可能會有一個印象，就是外國品牌往往會輕易的獲得更多的市場份額，但實際上很多國內領先的品牌也已經成功轉型和升級，也贏得了這場戰鬥。如果按照今年 2017 年天貓雙 11 的銷售排名，排名前 50 位的旗艦店中，有 28 家都是國產品牌，已經超過了 22 個國際品牌。

外國品牌的優勢並不明顯，也不保證成功。展望未來，我們確實認同品牌是重要的，但作為一個外國品牌的優勢已經大大減弱，而且絕不保證成功，國內品牌的成功機率基本上是不相伯仲。

圖 202：2017 年雙 11 光棍節期間，天貓 50 強品牌旗艦店名單

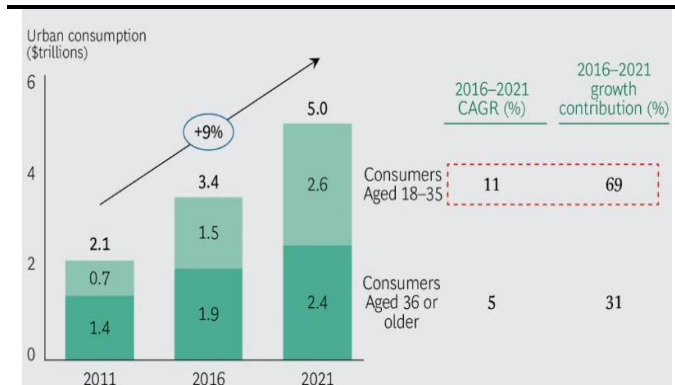


資料來源：Tmall，招銀國際

2. 個性化：主力消費群體會從 60-70 後轉移到 80-90 後。

年輕一代的消費者，如 80-90 後，在未來會較 60-70 後，花更多的錢。根據 BCG 的中國的消費調查，2016 年，36 歲以上的中國城鎮消費者共花費了 1.9 萬億人民幣（佔這兩個群體總數的 56%），而年齡在 18-35 歲之間的城鎮消費者則花費了人民幣 1.5 萬億（佔 44%），但是到了 2021 年，這個比例將會轉移，年齡在 18-35 歲之間的年輕人將花費更多，佔 52%，而另一組則只貢獻 48%。從增長的角度來看，2016 - 2021 年年輕化的年複合增長率將達到 11%，約佔新增長的 69%。

圖 203：80-90 後會成為消費主流群體



資料來源：BCG，招銀國際

圖 204：不同因素/驅動力推動到 2021 年的消費增長

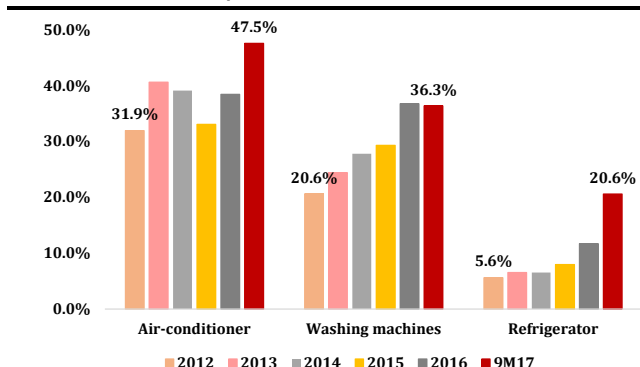


資料來源：BCG，招銀國際

從 80-90 年代甚至到 00 年代的“一孩”，都自然從父母獲得更多的關愛和更集中的資源，或會令其性格更加獨特不同，會崇尚更好的生活方式，對藝術，娛樂或時尚更敏感，亦更為數位化，最後生活負擔較少，儲蓄率較低，消費意願更高。我們認為，80 - 90 年代，甚至是 00 年代，尤其是他們普遍都是“獨生子女”，自然擁有更多的資源和父母的關愛，生活負擔更少，往往有更多的錢去消費，並擁有更多“與眾不同”的心態。另一方面，他們也更具審美眼光，對時尚，優質產品有更高的要求，借助社交媒體的普及，更多的接觸國際電影或電視節目，消費者都會意識到其他“更好的生活方式”，他們亦比較習慣電子化的世界，互聯網和社交媒體等等。

高檔品牌，時尚產品，娛樂，創新和智慧產品，以及旅遊，都將受益。因此，得益於 80-90 後消費者的偏好，高端品牌產品，娛樂，餐飲，旅遊，智慧設備等，都有望在未來獲得更多的市場份額。

圖 205：智慧家電/設備銷售情況良好，普及率穩中有升



資料來源：產業線上，招銀國際

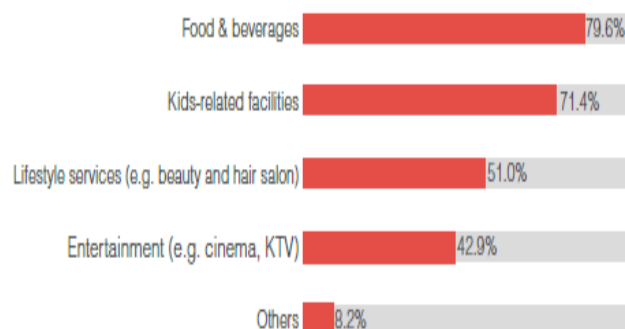
圖 206：耐克個性化定製版運動鞋



資料來源：Nike，招銀國際

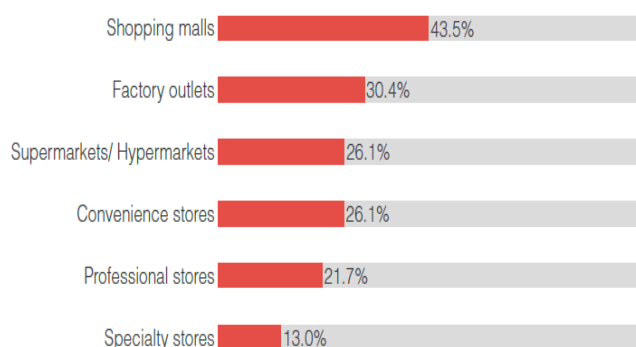
線下零售其實已經改變了很多，以適應新的競爭格局，增加了更多的餐飲，家庭向，和娛樂的元素。許多線下零售商，特別是那些管道運營商，如百貨公司和購物中心，為了抵禦快速增長的電商的競爭，已經增加了許多的餐飲，兒童或家庭相關設施，以及更多生活方式服務和娛樂。而且還有很多人正在增加商場，工廠 Outlet 店，和便利店的比例。

圖 207：2016 年百貨店經營者在店內添加的體驗元素



資料來源：中國百貨商業協會，馮氏商業情報，招銀國際

圖 208：百貨公司運營商打算採用的零售業態



資料來源：中國百貨商業協會，馮氏商業情報，招銀國際

3. 快速和方便：在電商和社交媒體平臺上，品牌如何更有速度和更直接地，去做好行銷和銷售，以及消費者如何研究和購買產品

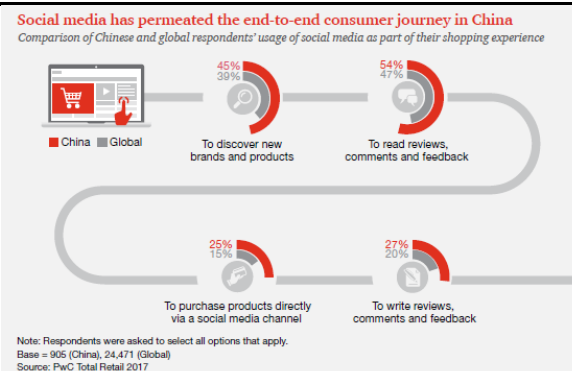
消費者現在可以訪問多種管道和平臺，互聯網亦已變成消費者體驗和認識品牌，產品的管道，以及隨時隨地進行購買的主要方式。從普華永道 2017 年的調查結果來看，超過 55% 的中國消費者都在通過互聯網尋找產品的訊息，44% 的消費者會存儲產品訊息和資料，以便稍後再回來購買，另外其中 42% 的消費者會互聯網中與競爭對手的價格進行對比。其他值得一題的，45% 的中國消費者會在互聯網認識到新的品牌，而 54% 的消費者會閱讀線上的評論，甚至 27% 的消費者會主動寫評論和回饋，而且，我們確實認為，大部分消費者都會受到社交媒體上關於品牌的內容的影響。

圖 209：消費者互聯網/線上管道的用法



資料來源：普華永道，招銀國際

圖 210：消費者社交媒體的用法



資料來源：普華永道，招銀國際

速度 - 品牌從設計和生產中現在也更快，以滿足日新月異的消費者的口味。現在消費者的口味變化比以往任何時候都快，“快時尚”是迎接這一挑戰的一種方式，並且在過去幾年中已經摸索出來了。品牌現在將不得不再提高速度，從設計到生產，以及從線上商店更好的運輸，或物流線上銷售。

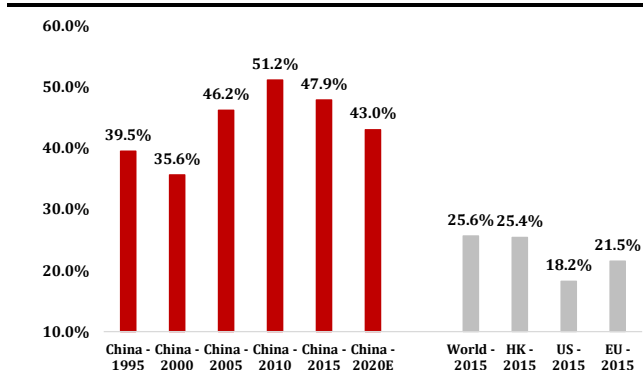
直接 - 品牌現在幾乎在任何地方都無孔不入，例如互聯網，手機，電子商務，社交媒體等，以便與消費者保持聯繫。全方位的零售管道正在引入，作為一種多管道的銷售和行銷方式，這就是我們所說的直接，品牌必須通過所有管道，靠近它的粉絲和客戶，這是比以前更為需要的，以配合主力消費群體從 60-70 後到 80-90 後之間的轉移。

4. 中國作為一個發展中國家，在儲蓄率或借貸率（家庭債務杠杆率）方面，與發達國家比較，仍然存在較大的差距

中國的儲蓄率仍然遠高於世界平均水準。中國的儲蓄率雖然自 2010 年以來已經從 2010 年的 51.2% 下降到 2015 年的 47.9%，但仍然處於相當高的水準，相比世界平均水準 25.6%，香港 25.4%，美國 18.2%，以及歐盟的 21.5%。國際貨幣基金組織在 2013 年時曾預計，到 2020 年，中國的儲蓄率將進一步下降到 43%。

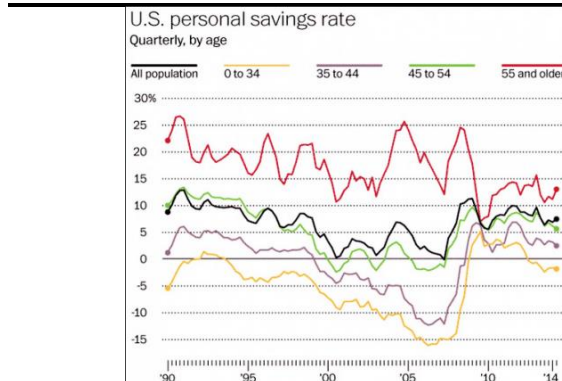
參考美國的資料，越年輕的一代，儲蓄率越是偏低。從每個季度美國商務部經濟分析局公佈的資料看來，0-34 歲這年齡層的群體的平均來說都偏向沒有儲蓄，在大部分的時期甚至乎都會有淨借貸，然後 35 歲至 54 歲這一年齡層的儲蓄率就開始有約 5% 的儲蓄，而對於最保守的年齡層，55 歲或以上的一群，他們平均的儲蓄率為 20%，高於 0-34 歲的約有 15-30% 左右。我們相信隨著中國的消費主力群體逐漸轉移到 80-90 後，整體的儲蓄率會逐漸下降，消費信貸杠杆高提高，推動零售銷售增長加速。

圖 211：中國的儲蓄率自 2010 年以來一直在下降，但仍然高於其他國家



資料來源：中國國家統計局，國際貨幣基金組織，招銀國際預測

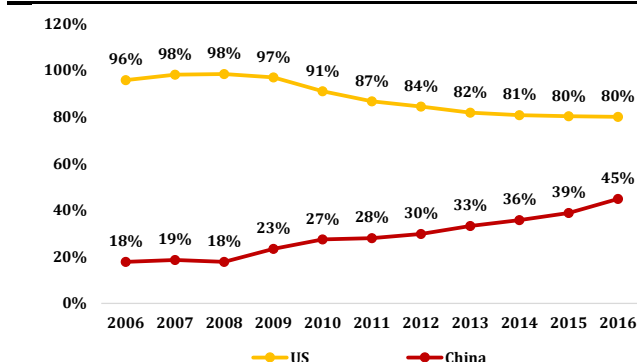
圖 212：儲蓄率往往是與年齡是正相關的，而年輕一代如 80-90 後的儲蓄率會更低



資料來源：美國商務部經濟分析局，招銀國際

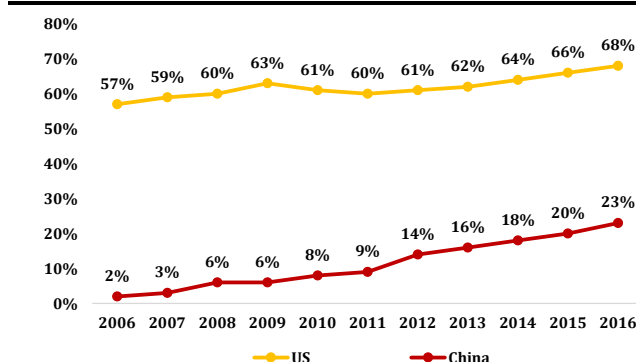
另一個角度來看儲蓄率的話，就是消費信貸可以慢慢增加。從另一個角度來看儲蓄率的話，就是消費信貸(包括個人貸款+信用卡墊款)的上升空間，而這一點對進一步拉動中國消費的增長是力度是巨大的，根據 CEIC 的資料，2010 年消費信貸佔中國名義 GDP 的比例僅為 8%，而這個數字在 2016 年上升到 23% 左右，但仍低於美國美聯儲公佈的 68%。

圖 213：家庭債務（房地產抵押貸款+消費信貸）對名義 GDP 的影響正在逐漸趨於上升



資料來源：CEIC，美聯儲，招銀國際

圖 214：消費信貸（個人貸款+信用卡墊款）佔零售總額的比例也在上升



資料來源：CEIC，美聯儲，招銀國際

5. 潛在的政府刺激，例如改進或減少稅收，根據家庭結構或給予稅務優惠等。

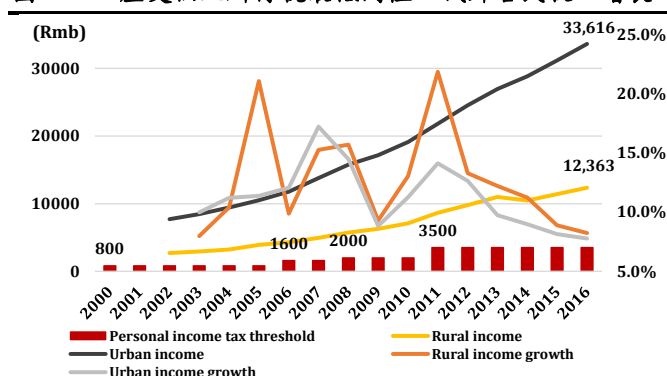
自上次調整中國個人所得稅最低門檻後已有 6 年的時間，城鎮和農村的人均收入在這時期已上升了 43%/56%。從歷史上看，中國個人所得稅的最低門檻（一旦你的月應納稅收入超過這個水準，你就需要開始納稅）在 20 世紀 90 年代曾經調整一次到兩次，在 2000 年代變得更加頻繁，主要是由於平均收入增長快速。而最近的一次調整是大約 6 年前，從 2011 年的人民幣 2000 元提高到 3500 元，需要指出的是城鎮和農村人均收入在 2016 年時比 2011 年共增長了 43%/56%。

中央政府是有很可能在考慮和評估調整個人所得稅的可能性。我們認為目前中央政府是有很可能在考慮和評估調整最低門檻的可能性，甚至乎是有機會在短期內來臨的，因為過往幾年都有重要的官員提出過關於個人所得稅改革的可能性。最近一次，2017 年 3 月份在兩會期間，財政部部長肖捷在記者會上詳解了個人所得稅改革的“施工藍圖”。從總體思路到實施路徑，從綜合納稅到專項扣除，再到免徵額，整個個稅改革的總體設計方案都已經清晰可見。

這次改革深度或會較高。我們認為這次等待的時間比較長的原因是這次改革深度或會較高，亦很有可能在調整所得稅繳納門檻以外有大量其他種類的調整。不管最後的實際條款如何，我們預計，這稅改的目的會與 19 大會議期間討論的主要目標“解決人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分的發展之間的矛盾”是一致的，也就是要 1) 改善和簡化稅制，2) 改善中等收入人口生活品質的，3) 拉近城鄉居民生活水準差距等等。

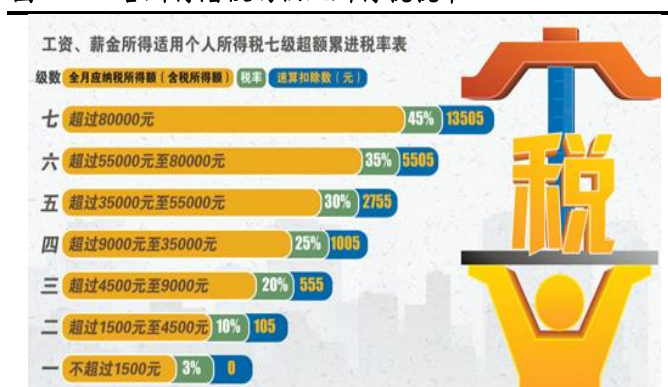
應該偏向利好中低收入階層和大眾消費的。所以無論如何，會否調收稅門檻，直接減稅，還是定向如根據家庭結構而給予稅務優惠等等，都應該會對整體消費板塊有積極影響，並且是偏向利好中低收入階層和大眾消費的。

圖 215：歷史個人所得稅最低門檻，城鄉居民收入增長



資料來源：國家統計局，國家稅務總局，招銀國際

圖 216：各所得階段的個人所得稅稅率

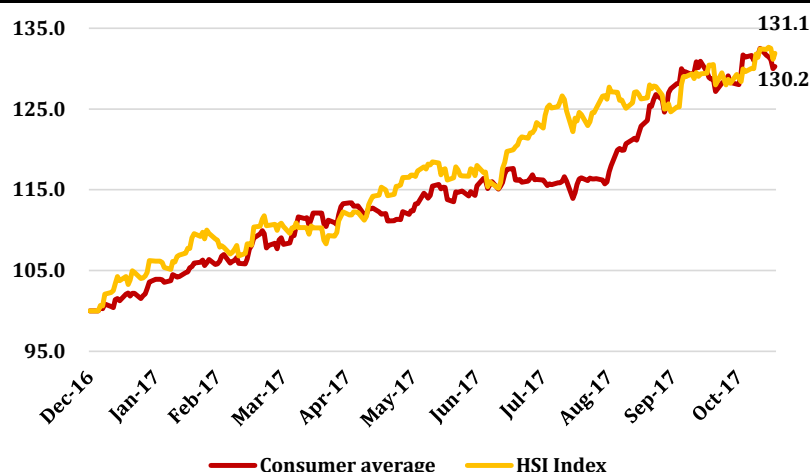


資料來源：國家統計局，國家稅務總局，招銀國際

五) 行業估值

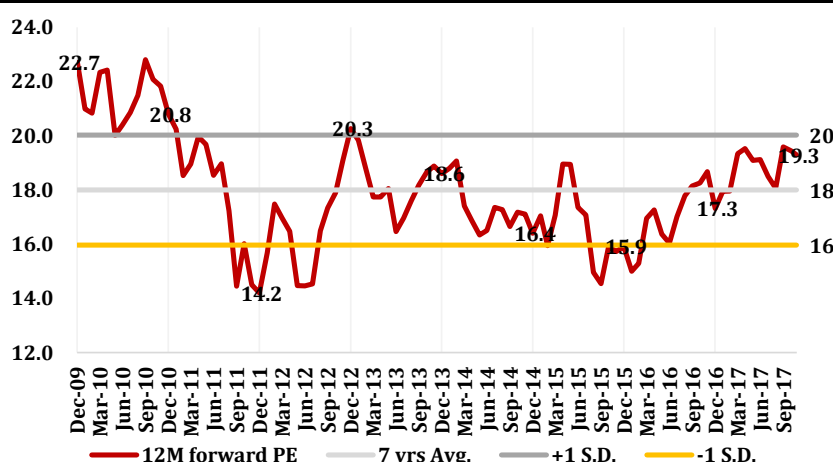
今年消費類股漲勢良好，年初至今平均回報約為 30%，與整體指數回報一致。推動因素包括：1) 市盈率擴張，貢獻了約 12% 的增長（從 17.3 重估到 19.3 倍 12 個月動態預測市盈率），另外 2) 盈利增長，也貢獻了剩下 19% 的增長。

圖 217：年初至今的表現非常好，與整體指數回報一致



資料來源：彭博，招銀國際預測

圖 218：行業的 12 個月動態預測市盈率從 17.3 重估重估到 19.3 倍



資料來源：彭博，招銀國際預測

六) 重點推薦

1) 好孩子國際 (1086 HK, 買入, 目標價: 5.46 港元)

基本因素：公司為全球領先的嬰兒車、車安全座椅和母嬰產品的品牌和製造商，旗下核心品牌有 Goodbaby、Cybex 和 Evenflo。受惠於行業利好因素：1) 中國積極的人口政策，新生嬰兒在 16 年及 17 年上半年都有明顯加速，2) 利好出口的政策放鬆，出口程式更為簡便，3) 父母對嬰兒汽車安全意識逐漸提升，以及公司自身的努力改進，如持續推出創新產品去搶佔市場份額，及不同品牌在不同地區開始實現有效的交叉銷售，通過把 Cybex 正式引入中國 (Cybex 17 財年上半年在中國的銷售額翻了一番。百度指標顯示 Cybex 在中國非常火爆)，亦通過在歐洲開始銷售好孩子 GB 的鉑金/黃金產品線 (好孩子 GB 在歐洲銷售的第一個汽車安全車座椅拿到了一系列的獎項)。我們預計好孩子的淨利潤年複合增長率將從 14 財年到 16 財年的 6.6% 明顯加速到 17 財年到 19 財年的 27.9%。現價為 14 倍 18 財年預計市盈率，低於 5 年平均的 23 倍。

2) 錦江酒店 (2006 HK, 未評級)

基本因素：中國最大和全球排名第五的酒店集團，旗下品牌有錦江、廬浮、鉅濤(即 7 天)系列，並加上去年收購的“維也納”系列，共擁有或管理 6,398 家酒店。受惠於中國經濟復蘇，公司上半年業績企穩，當中二季度比一季度要好，最近公佈的 7 到 9 月份資料亮麗，有限服務酒店像錦江/鉅濤系列的 RevPAR (平均客房收益)從上半的+2.5%/-1.5%猛長到 7 到 9 月的約+6 - 8%/+10 - 13%，而全服務酒店的表現也明顯改善，如果剔除營改增稅改的因素，在上半年 RevPAR 也是有約 8%的增長。我們預計下半利潤會有大跳躍，令全年增達 15%，遠較市場預期的下降 16%好。未來中長線來看，1)公司團隊在 17-18 年都可轉心去做好營運，專心提升效率(因為暫時不再做大型收購合併，2)希望結合國企(偏低的利息成本)和私人企業(新收購的是廬浮和維也納都會完全保留原本的管理層並反而加強了激勵機制)的優勢可令新開酒店數量大大加速，3)錦江集團牽頭的“Wehotel”計畫亦有望大大加強對線上銷售平臺如攜程(CTRP US)等的議價能力。今年以來不論是中端的同行像漢庭(HTHT US)、首旅(600258 CH)，還是高端的像香格里拉(69 HK)、洲際酒店(IHG)，業務都有好轉，股價亦平均上升了 69%，錦江酒店的股價同期只上升了 37%，非常落後，而且估值只有約 18 倍的 18 年預測市盈率，同業平均為 27 倍。

圖 219：同行估值表 1

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		
Tourism																
Shanghai Jin Jiang Intl Ho-H	錦江酒店	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(亞洲)	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	華住酒店集團有限公司	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 Intl 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
Mgm 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	IT	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
Tsui 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	

資料來源：彭博資訊，招銀國際預測

圖 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	
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY0	performance	
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 Intl Holdings Ltd	寶勝國際	3813 HK	1.13	6,033	31/12/2016	14.1	11.8	8.1	n/a	n/a	0.8	0.7	0.9	0.7	14.6	(49.3)
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 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
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	新秀丽	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 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
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)

資料來源：彭博資訊，招銀國際預測

中國機械及設備板塊 優於大市

分析師：馮鍵嶸, CFA - waynefung@cmbi.com.hk

重卡及設備板塊

高基數效應下 2018 年銷售量預料有所回檔，但總體上升週期仍將持續

投資要點。 我們預期中國重卡今年銷售量將超越 110 萬輛的紀錄高位，並於 2018-2020 年間維持在 90 萬至 110 萬輛的範圍，高於前一週期的銷售量，主要源於持續升級的排放標準、替換需求以及轉向至物流車的需求結構改變。我們首次覆蓋濰柴動力(2338 HK; 買入; 目標價 HK\$12.50), 主要由於公司正逐漸升級轉型至一家環球動力設備、重卡及供應煉解決方案的供應商。我們同時首次覆蓋中國重汽(3808 HK; 買入; 目標價 HK\$11.50), 主要由於估值吸引。

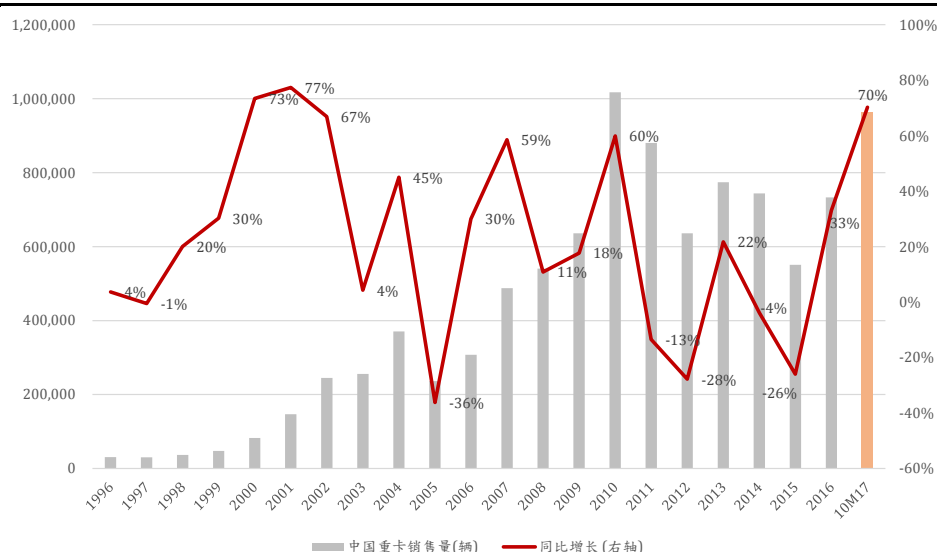
重演 2010-2012 年下跌週期的機會不大。 中國重卡今年前 10 個月銷售量上升 70% 至 96.3 萬輛，全年很大機會超越 110 萬輛，高於 2010 年的水準。我們相信未來重演 2010-2012 年下跌週期的機會不大，主要由於(1)我們估計今年 70% 的重卡銷售來自替換需求，而 2009-2011 年間銷售中絕大部份是由於政府 4 萬億刺激經濟政策所推動的新需求;(2)我們估計今年 70% 的重卡銷售為物流車(總體經濟轉型的結果)，而 2010 年 70% 的銷售為工程車(週期性較強)。

2018-2020 年每年需求可達 90 萬至 110 萬。 我們採用由上而下的模式推算未來數年的重卡需求。我們預期，跟過去數年的趨勢一致，重卡保有量將與 GDP 同步增長，推動新增需求。另外，我們預期替換需求將繼續支持重卡銷售保持在水準。此外，政府正在草擬國六排放標準，有機會於 2019 年觸發新的替換需求。

供應方面處於可控水準。 儘管今年以來重卡銷售強勁，但據我們瞭解，主要的重卡整車廠並沒有計畫大幅擴充產能。我們相信主要由於整體開工率仍未完全達到峰值，其次是整車廠普遍較以往理性，我們相信這有助降低未來產能過剩的風險。

保有量提升輪胎替換市場空間。 我們推算今年強勁的重卡銷售將把保有量推升至歷史新高的 600 萬輛，為維修業務帶來更多機會，我們看好子午輪胎鋼簾絲生產商興達國際(1899 HK, 未評級)，預期公司將受惠更多的輪胎替換需求。

圖 221：中國重卡銷售量



資料來源：中國卡車網、中汽協、招銀國際

重卡需求與過去週期變化

- ❖ **2003-2008 年:** 重卡銷售從 2003 年的 23.7 萬輛上升至 2008 年的 54 萬輛, 主要來自多項因素: (1) GDP 加速拉動重卡需求; (2) 限超政策(按重收費)拉動需求; (3) 國標升級觸發替換週期。
- ❖ **2009-2010 年:** 金融危機後政府推出四萬億刺激經濟方案, 2010 年全年重卡銷售超越 100 萬輛, 為歷史高峰。
- ❖ **2010-2012 年:** 由於需求下滑, 重卡銷售反復回落, 加上由於當時整車廠積極擴產, 令行業出現較嚴重的產能過剩問題。
- ❖ **2013-2015 年:** 受到新國標於 2013 年中升級, 重卡市場在 2013 年回升, 但受宏觀經濟下滑影響, 重卡銷售反復回落, 2015 年跌至 7 年低位。
- ❖ **2016-2017 年:** 直至 2016 年下半年重卡銷售開始回升, 主要由於工程項目加速以及政府嚴格執行限超政策以及實行國五排放升級標準, 我們預計今年全年重卡銷售將衝破 2010 年的高位, 超越 110 萬輛。

圖 222：中國重卡生產商銷售分佈

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	10M17
銷售量(輛)								
公司								
中國一汽	230,671	158,186	105,551	130,821	116,634	86,205	148,034	219,810
東風	192,770	185,977	130,830	165,760	155,142	117,151	142,640	181,397
中國重汽	199,635	142,611	108,958	120,778	121,306	98,823	122,850	163,001
陝西汽車	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
上汽依維柯紅岩	33,258	31,500	17,008	28,008	25,000	8,708	15,517	34,277
成都大運	4,972	13,604	8,818	12,952	16,255	15,202	23,592	24,955
安徽華菱	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
湖北三環	11,893	7,116	5,820	5,550	7,192	4,427	3,561	4,480
四川現代	3,623	2,694	2,276	859	752	650	2,050	1,727
慶鈴汽車	1,655	2,556	2,079	2,548	2,744	2,039	1,918	1,534
廣汽日野	1,721	4,008	5,218	4,036	2,923	1,666	1,801	1,727
浙江飛碟	6,868	8,012	4,610	3,448	2,049	642	792	1,228
山東唐駿歐鈴	0	0	0	0	0	90	662	757
湖北三江航天萬山	47	44	444	209	251	273	368	425
湖北三環漢陽	175	133	114	71	115	97	204	172
吉利四川	0	0	0	0	96	351	168	127
中國一拖	13	17	501	1,527	3,795	818	100	94
山東凱馬	2,760	2,572	1,123	480	88	138	194	82
河北長征	1,415	2,617	89	72	75	79	90	13
丹東黃海	0	0	3	24	273	97	38	0
江鈴	0	8	730	392	36	33	52	121
其他	10,696	5,380	2,556	2,047	170	25	5,147	0
總數	1,017,433	880,641	636,001	774,014	743,991	550,716	732,919	963,432
增長	60%	-13%	-28%	22%	-4%	-26%	33%	70%

注：圖表中的中國重汽的包括中國重汽(香港)以及中國重汽集團的總銷售

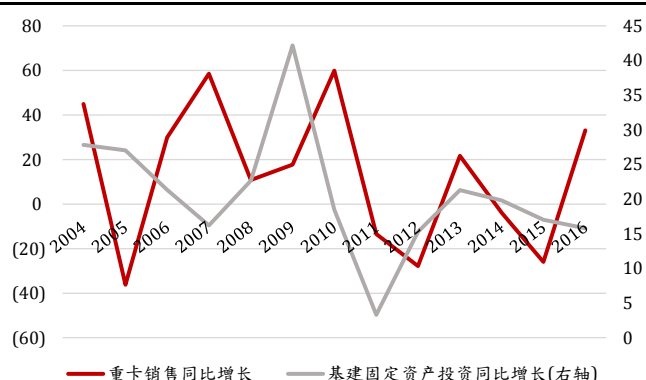
資料來源：中國卡車網、中汽協、招銀國際

圖 223：中國重卡生產商市場份額

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	10M17
市場份額								
公司								
中國一汽	22.7%	18.0%	16.6%	16.9%	15.7%	15.7%	20.2%	22.8%
東風	18.9%	21.1%	20.6%	21.4%	20.9%	21.3%	19.5%	18.8%
中國重汽	19.6%	16.2%	17.1%	15.6%	16.3%	17.9%	16.8%	16.9%
陝西汽車	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%
上汽依維柯紅岩	3.3%	3.6%	2.7%	3.6%	3.4%	1.6%	2.1%	3.6%
成都大運	0.5%	1.5%	1.4%	1.7%	2.2%	2.8%	3.2%	2.6%
安徽華菱	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%
湖北三環	1.2%	0.8%	0.9%	0.7%	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%
四川現代	0.4%	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%
慶鈴汽車	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
廣汽日野	0.2%	0.5%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
浙江飛碟	0.7%	0.9%	0.7%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
山東唐駿歐鈴	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
湖北三江航天萬山	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
湖北三環漢陽	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%
中國一拖	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
山東凱馬	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
河北長征	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
丹東黃海	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
江鈴	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%
總數	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
前五大占總銷售比例	82.1%	79.3%	81.2%	81.9%	81.6%	83.2%	81.9%	83.9%

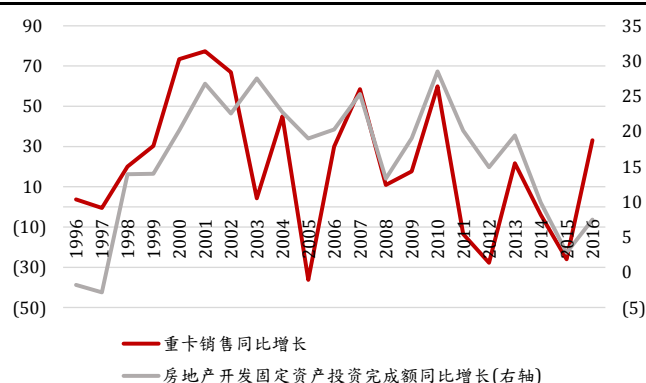
資料來源：中國卡車網、中汽協、招銀國際

圖 224：基建固定資產投資和重卡銷售對比



資料來源：中國國家統計局、中國卡車網、招銀國際

圖 225：房地產開發固定資產投資和重卡銷售對比

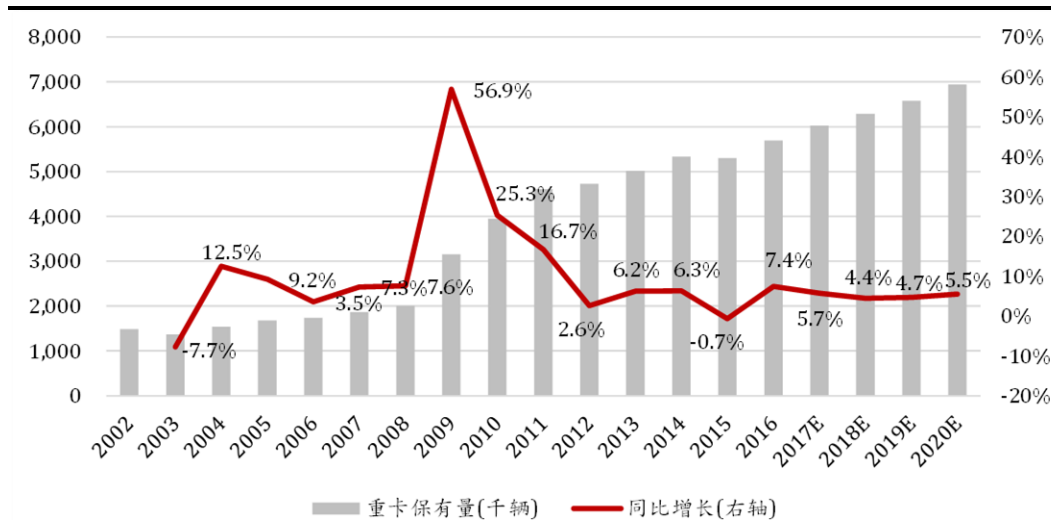


資料來源：中國國家統計局、中國卡車網、招銀國際

今次週期與 2010 年的不同之處：

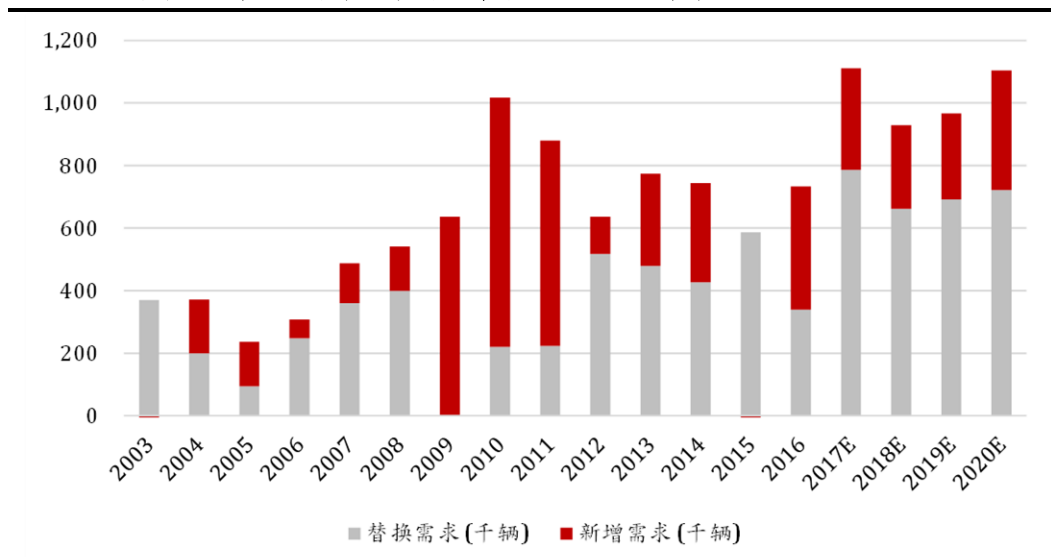
- 首先,2010 年的強勁銷售主要源於當時政府的四萬億基建刺激經濟計畫,我們推算 2009 年及 2010 年兩年間絕大部份來自新增需求;至於今年,我們推算銷售量中 70%來自替換需求。
- 其次,從我們跟重卡生產商的溝通得知,2010 年的銷售中 70%來自工程類的重卡,其餘為物流重卡;今年近 70%銷售為物流重卡,相比工程重卡週期性較弱而且更具持續性。
- 第三,當時重卡生產商積極擴充產能,結果導致隨後數年行業供應過剩,至於今年,重卡生產商普遍對擴充產能保持審慎態度。

圖 226：中國重卡保有量



資料來源：中國卡車網、中汽協、中國國家統計局、招銀國際預測

圖 227：我們以保有量及每年重卡銷售計算出替換與新增需求的變化



資料來源：中國卡車網、中汽協、中國國家統計局、招銀國際預測

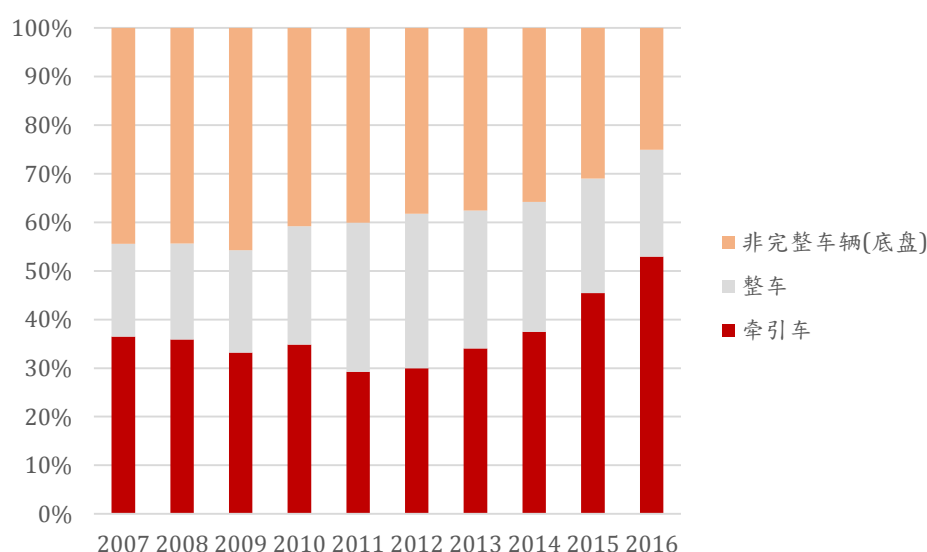
保有量上升對輪胎替換需求有利

- 經過今年的強勁銷售,我們預測今年底重卡保有量將上升至 600 萬輛,並在往後數年以每年 4-6%穩定增長。
- 興達國際用於貨車輪胎輪胎的鋼絲簾線銷售額的佔比達 64%(2017 年上半年數字)。當中,用於貨車輪胎鋼絲簾線的銷售中近 80%來自替換需求。此外,貨車輪胎的更換週期只是 9 個月左右。
- 我們相信保有量上升為輪胎及鋼絲簾線更換提供更大市場空間。興達國際擁有國內子午輪胎鋼絲簾線近 1/3 的市場份額,將直接受惠保有量未來數年持續上升的趨勢。

重卡的需求結構出現變化; 有助減低週期波動

- 根據中汽協的分類,重卡分為牽引車、整車以及非完整車輛(底盤), 當中牽引車以及大部份整車均主要以物流為主,而底盤則主要以工程為主。
- 牽引車佔重卡銷售的比率從 2007 年的 36%攀升至 2016 年的 53%,並進一步上升至今年 9 月的 55%。這個結構性改變源於持續改善的公路網路以及宏觀經濟從投資拉動轉型至消費拉動,我們相信這有助逐漸減低未來重卡銷售的波動性。

圖 228：重卡銷售分類

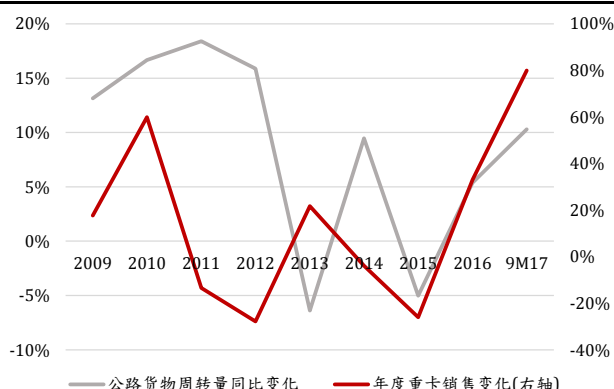


資料來源：中汽協、招銀國際預測

貨運上, 公路運輸仍較鐵路為多

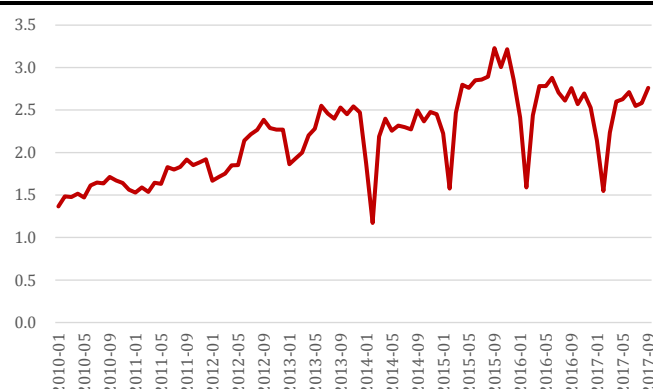
- 中國公路貨物周轉量(噸數 x 運輸公里)過去數年大體上保持平穩, 值得注意的是,如果以公路貨物周轉量除以鐵路貨物周轉量,比例從 2010 年的 1.5x 上升至 2017 年的 2.8x, 顯示貨物以公路運輸相對鐵路在過去數年呈上升趨勢。我們預期可見將來未來數年鐵路投運加速不會對重卡構成明顯威脅。

圖 229：中國公路貨物周轉量與年度重卡銷售



資料來源：中國國家統計局、招銀國際

圖 230：中國公路貨物周轉量/鐵路貨物周轉量比率

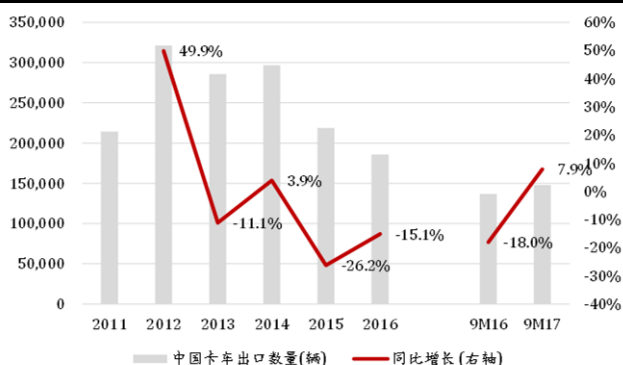


資料來源：中國國家統計局、招銀國際

一帶一路為中國重卡生產商帶來機遇

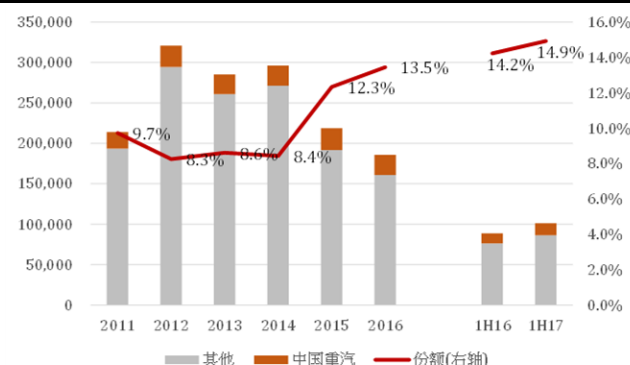
- ❖ 中國重卡生產商多年前已走出國門,出口卡車至東南亞、中亞、非洲以及南美洲,經過多年的經驗,中國生產商已逐漸適應國際市場的競爭環境。然而,過去數年受制於眾多宏觀因素,重卡出口數一直較為波動。
- ❖ 受到多項宏觀因素影響,中國卡車出口量從 2014 年的 29.6 萬下跌至 2016 年的 18.6 萬,直至今年開始好轉,前九個月出口量同比上升 8%。我們相信中國國家主導的一帶一路倡議將會為中國重卡企業帶來更廣闊的市場空間。

圖 231：中國卡車出口量



資料來源：中國海關、萬得、招銀國際

圖 232：中國重汽出口佔比



資料來源：中國海關、萬得、招銀國際

鐵路及設備板塊

最壞時刻已過, 2018 年迎來週期復蘇的機遇

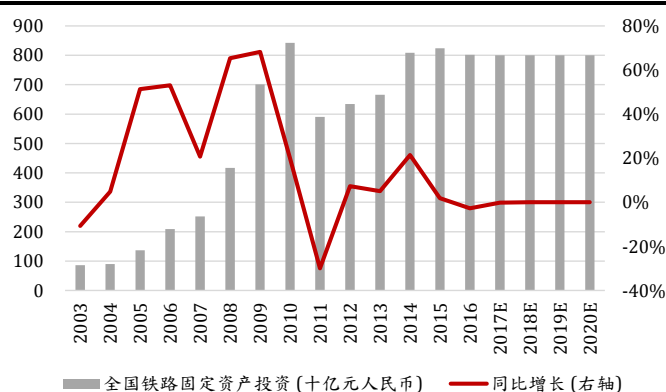
行業低谷源於前期投資下降。2011 年的甬溫線事故令 2011 至 2013 年的年度鐵路固定資產投資額從 2010 年的 8,000 億人民幣下降至 5,900-6,650 億, 直至 2014 年起才回復至每年 8,000 億的水準。由於鐵路項目建設從前期線路設計、土建、列車和設備採購及正式運行一般需要 5 年或以上時間, 因此 2011 年開始的投資下滑導致 2016-2017 年的新線投運大幅下降。

2018 年迎來轉機。截至 2016 年底, 運營鐵路總裡數為 12.4 萬公里, 其中高鐵為 2.2 萬公里。2016 年的鐵路新線投產裡數為 3,281 公里, 我們預期 2017 年新線投產僅 2,000 公里, 為 6 年來最低。但經過兩年低潮後, 投產新線預期將於未來三年加速釋放, 新增里程數回復增長, 從 2018 年開始回升, 並在 2019-2020 年逐漸上升至每年 8,000-9,000 公里的新線投運。我們預期明年高鐵動車組付運量復蘇, 從今年的 350 列上升至 2018 年的 400 列。我們相信處於中至後週期的設備供應商將成為主要受惠者, 當中包括中國中車(1766 HK)、中車時代電氣(3898 HK) 以及中國通號(3969 HK)。

城軌將保持穩定增長。2016 年城軌運營裡數為 4,153 公里, 同比增長 15%, 當中地鐵運營裡數為 3,168 公里, 佔比 76%。今年 6 月城軌運營裡數上升至 4,400 公里, 在建裡數 5,770 公里。我們預期 PPP 模式有助降低地方政府財政負擔, 城軌投運量將繼續保持雙位數的增長。

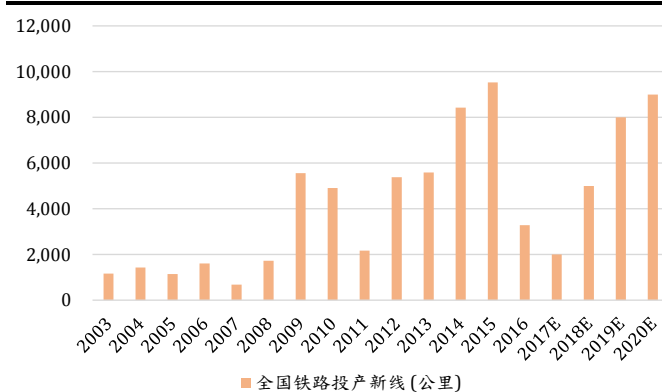
鐵路建設中長期趨勢未變。根據發改委公佈的<<中長期鐵路網規劃>>, 2020 年中國鐵路網規模達到 15 萬公里, 其中高速鐵路 3 萬公里, 覆蓋 80% 以上的大城市。要達到目標, 未來數年鐵路投運需要加速。此外, 我們預計十三五期間鐵路投資額將維持在每年 8,000 億的水準。

圖 233：中國鐵路固定資產投資



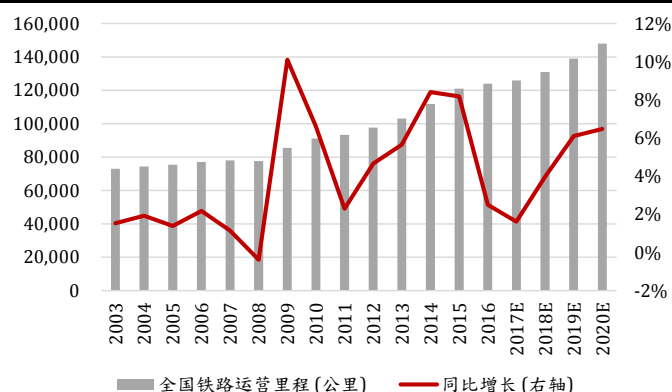
資料來源：國家鐵路局, 萬得, 招銀國際預測

圖 234：全國鐵路投產新線



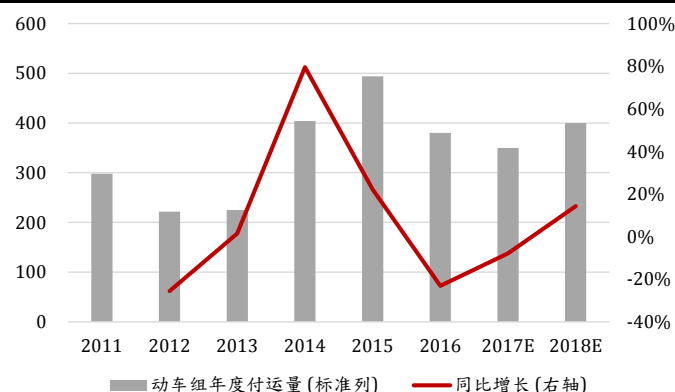
資料來源：國家鐵路局, 萬得, 招銀國際預測

圖 235：全國鐵路運營里程



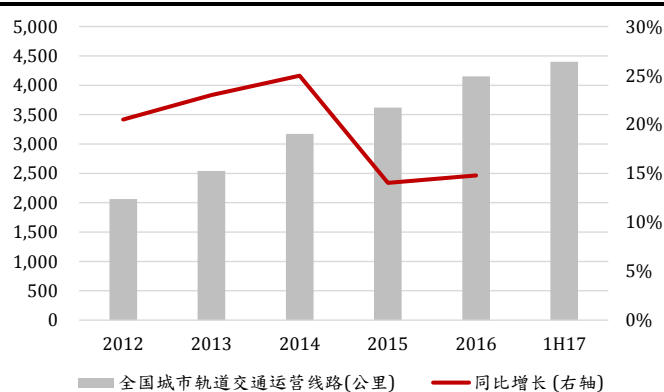
資料來源：國家鐵路局, 萬得, 招銀國際預測

圖 236：動車組年度付運量



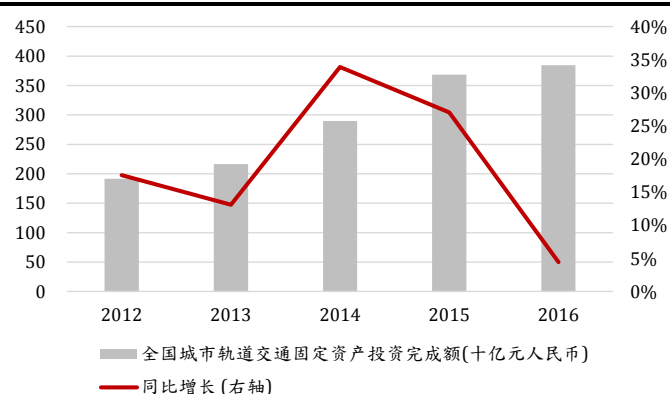
資料來源：國家鐵路局, 萬得, 招銀國際預測；注：8 組為 1 標準列

圖 237：全國城軌年度付運量



資料來源：城市軌道交通協會, 萬得, 招銀國際

圖 238：全國城市軌道交通固定資產投資



資料來源：城市軌道交通協會, 萬得, 招銀國際

中國證券業板塊

優於大市

分析師：張淳鑫 - zhangchunxin@cmbi.com.hk

分析師：隋曉萌 - suixiaomeng@cmbi.com.hk

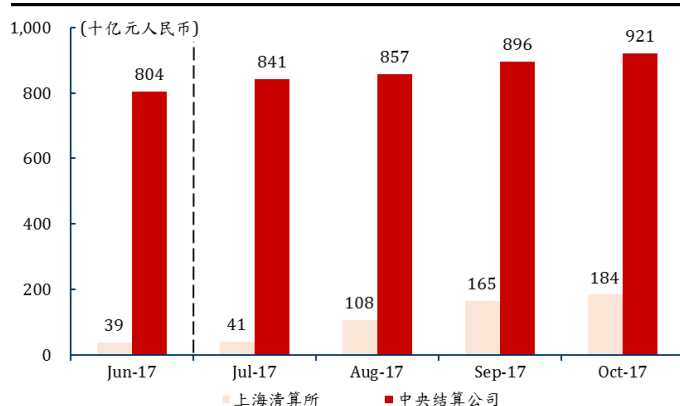
對外開放與對內改革齊頭並進

對外擴大開放，對內收緊監管

中國資本市場的雙邊對外開放始於 2014 年，過去兩年雖然受到內地股市及人民幣兌美元匯率大幅波動的影響後開放速度有所放緩，但是在投資主體的開放方面還是保持著較為穩健積極的推進態勢。繼 2014 年底及 2016 年底“滬港通”及“深港通”開通之後，境內市場與香港市場的互聯互通又進一步延伸到債券領域。“債券通”於今年 7 月 3 日開通了北向交易，對我國資本帳開放和人民幣國際化，以及境內債券市場的完善等都起到了積極的作用。

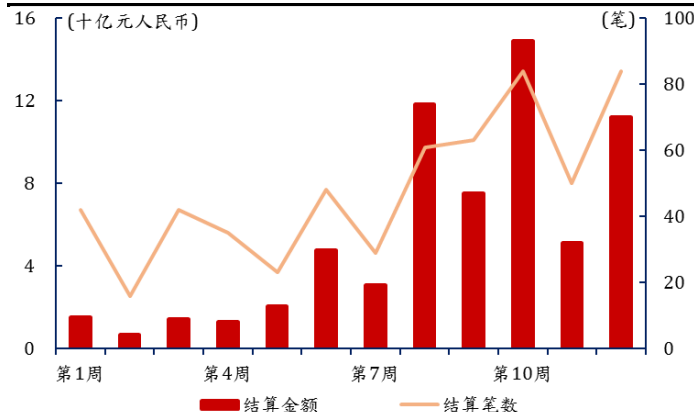
根據港交所公佈的資料，至 9 月底，共有 184 名認可國際投資者、24 名在岸交易商、50 名香港本地託管商及 19 家香港外匯結算銀行參與到“債券通”中，外資持有中國銀行間債券市場在岸債務證券的金額整體增加了 2,370 億元（人民幣，下同），至 1.1 萬億元。下一步，市場期待“債券通”南向開放，同時有更多不同種類的投資產品如交易所買賣基金（ETF）等納入到雙向互聯互通當中。

圖 239：中債登及上清所境外機構債券託管餘額



資料來源：中央結算公司、上海清算所、招銀國際

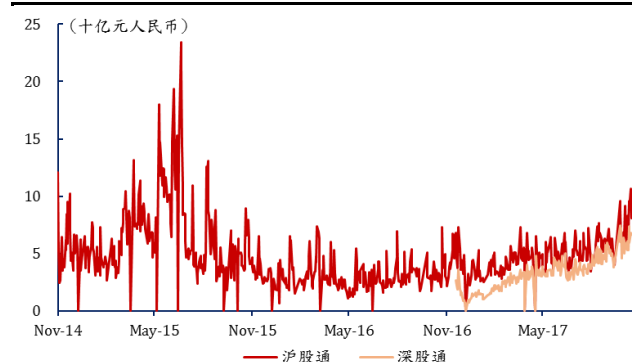
圖 240：上清所債券通成交資料*



資料來源：上海清算所、招銀國際；*每週資料，截至 9 月 28 日

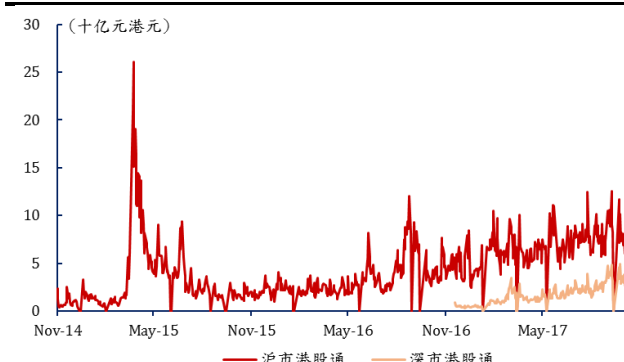
而已經開放的“滬港通”和“深港通”在平穩運行幾年後，今年則迎來了快速的增長。今年首 10 個月，滬股通和深股通的日均成交量分別達到 49.0 億元及 34.5 億元，佔滬市及深市日均成交量的 2.4% 及 1.4%；而滬市港股通和深市港股通的合計每日成交量達到 85.7 億港元，佔比達到港股主機板日均成交額的 13.9%。此外，中國時隔 13 年再次發行 20 億美元主權債券，也是有史以來規模最大的一次，被視為我國資本市場對外開放的又一重要舉措。

圖 241：滬股通及深股通每日總成交



資料來源：萬得、招銀國際

圖 242：滬深兩市港股通每日總成交



資料來源：萬得、招銀國際

今年全國金融工作會議提出要“積極穩妥推動金融業對外開放”，十九大報告也明確了我國要“形成全面對外開放格局”，這些都為我國資本市場的進一步開放提供了有利的政策導向。未來，我們預計在開放投資市場、進行針對投資主體的對外開放外，我國還將逐步推進融資主體方面的對外開放。

國務院在今年1月和8月分別印發《關於擴大對外開放積極利用外資若干措施的通知》及《關於促進外資增長若干措施的通知》，提到要“進一步擴大市場准入對外開放範圍”，其中就包括證券行業，同時要求要明確對外開放時間表和路線圖。

以上很快政策方向很快得到了細化和明確化。就在11月初美國總統特朗普訪華時，與中國就經濟領域一些問題達成共識，其中包括我國將對單個或多個外國投資者直接或間接投資證券、基金管理、期貨公司的比例限制提升至51%，而在過去這一比例是49%；此外，此措施實施三年以後，投資比例將不再受限。我們認為，這一政策的推出對於我國證券行業學習先進經驗、提升國際競爭力具有積極作用。我們預計，出於出資成本考慮，外資會優先選擇規模較小的證券公司進行投資以獲取牌照，行業競爭的加劇以及競爭格局的改變都將成為推動內地證券公司不斷進行改革創新的主要動力。

此外，雙方領導人在會晤時，中方還特別提出要求美國推動中金公司（3908 HK，買入）獨立在美申請相關金融業務牌照的進程。作為內地首間中外合資的證券公司，中金一直以來都是我國證券業對外開放的“先頭兵”，能夠在雙方政府層面達成協助其在美國申請金融牌照的共識，將為其在海外發展掃除一定的監管障礙，進一步擴大其在海外的業務範圍和經營能力。

2017年，在行業強監管、去杠杆、去通道化的過程中，監管部門繼續密集出臺針對行業各項業務的新監管政策，證券業的盈利情況因業務結構調整出現一些反復，截至上半年行業營業收入按年下降8.5%，至1,437.0億元。但我們認為A股市場整體向好的趨勢和證券業持續轉型的方向不會改變。

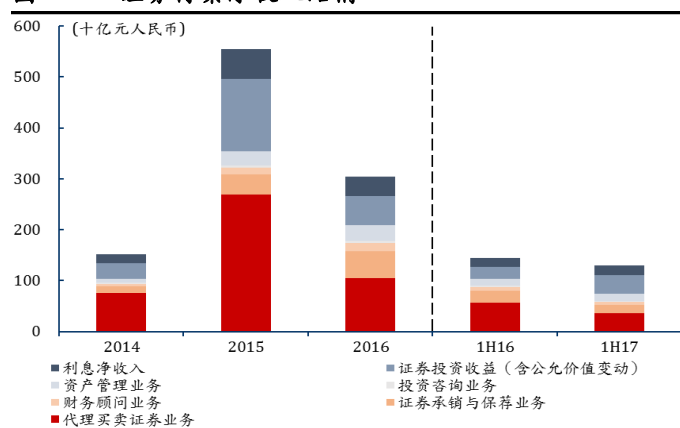
今年的監管措施並未嚴重影響A股市場氣氛，一些藍籌股、白馬股在好於預期的宏觀經濟中逐步取得價值回歸。同時，從第三季起更為活躍的交投和兩融業務量也部分反映出投資者對未來的樂觀態度。我們預期這樣的趨勢將持續到明年，料A股市場氣氛“穩”字當頭，在宏觀經濟保持韌性的大環境下，股價將反應基本面變化，資金向大藍籌、優質股票集中，估值有望逐步提升。而證券業的三大主要業務經紀、資管、投行依然在嚴監管中調整自己的轉型方向，如何在防範風險的情況下提升盈利能力，是行業下一步要著重思考的問題。

圖 243：監管部門針對證券行業出臺的監管政策

時間	文件
2017年2月21日	《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見（征求意见稿）》
2017年6月6日	《證券公司和證券投資基金管理公司合規管理辦法》
2017年7月7日	《關於修改〈中國證券監督管理委員會發行審核委員會辦法〉的決定》
2017年9月8日	《關於修改〈證券發行與承銷管理辦法〉的決定》
2017年9月8日	《股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（2017年征求意见稿）》

資料來源：中國證監會、媒體報導、招銀國際

圖 244：證券行業淨收入結構

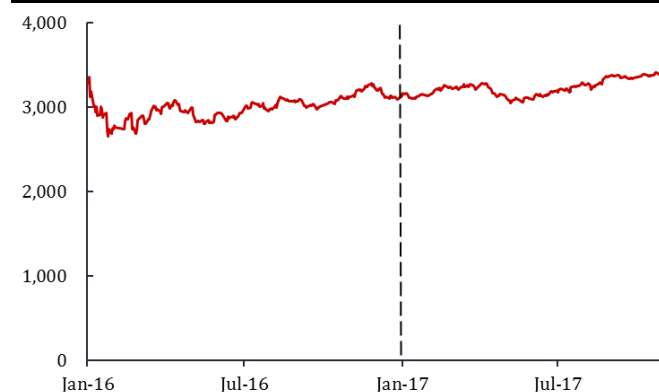


資料來源：中國證券業協會、招銀國際

經紀業務：轉攻為守，存量客戶成為爭奪焦點

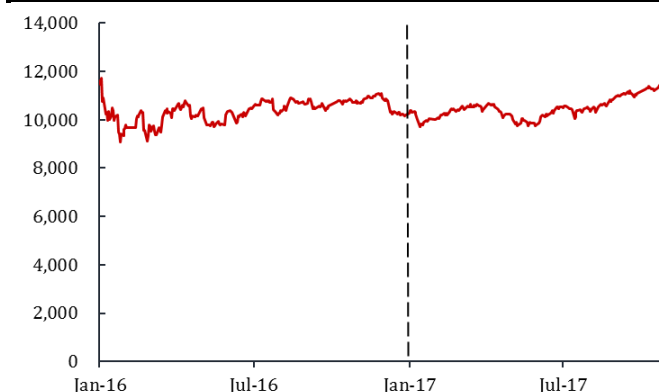
證券行業的經紀業務收入在 2017 年可謂遭遇兩面夾擊。在宏觀經濟增速放緩、市場利率上行的背景下，2017 年 A 股市場整體走勢較 2016 年為好，但幾大股指表現出現分化，上證綜指、深證成指截至 10 月底分別累計上漲 9.3% 和 11.7%，中小板指大幅跑贏，漲幅達到 20.9%，而創業板指則下跌了 4.7%。市場交投氣氛也較為沉悶，今年首 10 個月，兩市股票日均成交額為 4,612.4 億元，較去年同期下跌 10.7%。

圖 245：上證綜指 2016 年至 2017 年 10 月末變動情況



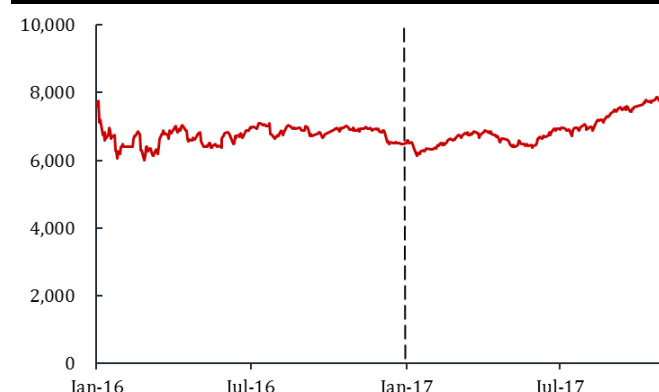
資料來源：萬得、招銀國際

圖 246：深證成指 2016 年至 2017 年 10 月末變動情況



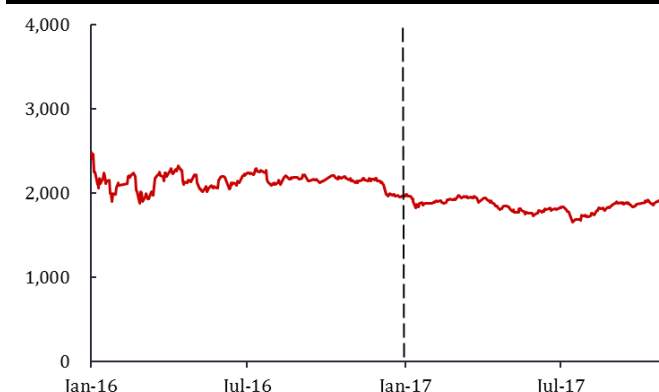
資料來源：萬得、招銀國際

圖 247：中小板指 2016 年至 2017 年 10 月末變動情況



資料來源：萬得、招銀國際

圖 248：創業板指 2016 年至 2017 年 10 月末變動情況



資料來源：萬得、招銀國際

整體市場交投不夠活躍，對目前仍以經紀業務為主要收入來源的我國證券公司來說已是不利，更為雪上加霜的是，券商間的傭金戰仍未止戈。過去幾年愈演愈烈的傭金戰在互聯網金融及網上開戶介入後更趨白熱化，今年上半年行業經紀業務平均傭金率約為萬分之 3.44，較去年全年的萬分之 3.81 再下跌 9.7%。在“量價齊跌”的雙重作用下，今年上半年，證券行業 129 家證券公司代理買賣證券業務淨收入為 388.5 億元，較去年同期下跌 35.9%，佔證券公司淨收入總額的比例也由去年的同期的 38.8% 大幅減少 11.2 個百分點，至 27.6%。

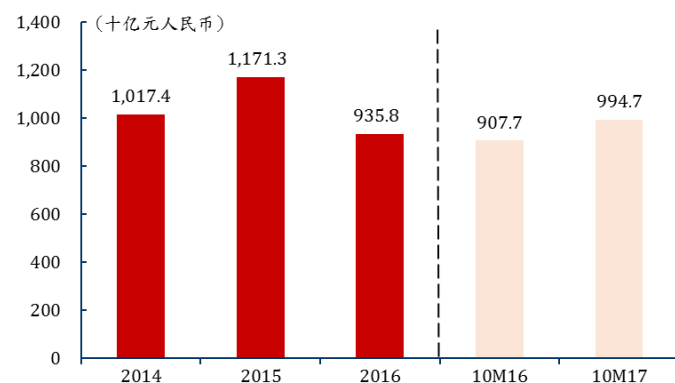
與此同時，經紀業務的行業集中度也有所下降。以 2016 年末總資產計，排名行業前十位的券商今年首 10 個月股基交易量的市佔率為 43.5%，較 2016 年全年的 44.1% 下降 0.6 個百分點。大型券商在傭金戰中被許多以低價吸引客戶的中小券商拿走了一部分市場份額。不過，大型券商在經紀業務上的重點已不再是繼續靠犧牲傭金率擴大市佔率，而是加快向財富管理型業務轉型，包括利用其移動端、線上平臺，升級網點提升經營效率，對客戶進行分層管理，提供更具多樣性和針對性的產品和更高附加值的服務，提高客戶粘性。開發存量客戶的交易潛力逐漸成為大型券商今年經紀業務的發展重點之一。我們預計，大型券商憑藉其龐大的客戶群、強大的技術投研實力及轉型先發優勢，將能夠率先走出傭金價格戰帶來的負面影響。

從券商今年第三季度的業績來看，部分券商備金率下滑的速度有所放緩，而在券商紛紛謀求轉型以更為多元化的業務彌補備金下跌的趨勢下，備金率持續大幅下行的空間也比較有限。與此同時，今年 9 月，中國證券業協會召開備金管理專題座談會，針對備金價格戰問題進行討論並商量對策，若情況進一步惡化，我們認為未來不排除監管部門會以行政手段為備金率設定地板價，以防止備金價格戰加劇帶來整個行業經紀業務大面積虧損的情況。

在今年經紀備金收入明顯下滑的同時，資本仲介型業務在較為穩定的市場環境下仍然保持了較快的增長，同時券商的自營表現也取得了亮眼的成績。2017 年上半年，行業證券投資收益（含公允價值變動）及利息淨收入分別按年增長 49.4% 和 17.1%，佔整體證券行業淨收入的比例總共達到了 43.4%，較去年同期提升了 15.7 個百分點。

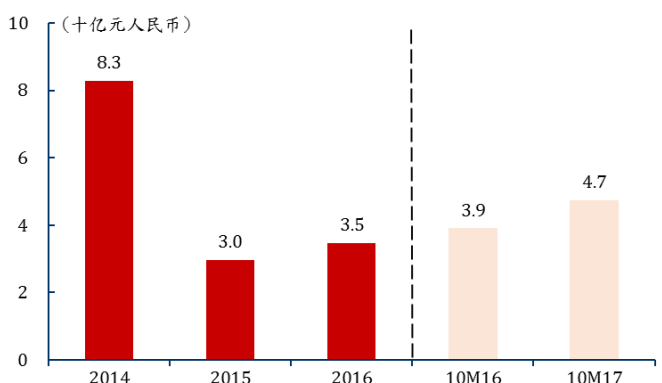
A 股市場穩中向好，今年市場的融資融券業務也保持了良好增長態勢，特別是在第三季有了較為明顯的上升。截至 10 月末，滬深兩市融資餘額達到 9,947.1 億元，按年增長 9.6%；融券餘額達到 47.3 億元，按年增長 21.2%。此外，作為近年資本仲介型業務的新貴，股權質押式回購業務未回購餘額今年 10 月底達到了 1,543.4 億元，較去年同期增長 107.4%，同時也已超過了去年底的未回購餘額。在今年資金市場偏緊的情況下，走高的市場利率也為券商的資本仲介性業務帶來了更好的收益表現。

圖 249：滬深兩市融資餘額



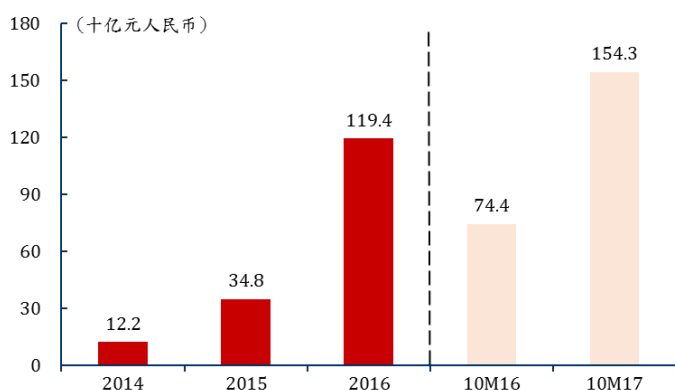
資料來源：萬得、招銀國際

圖 250：滬深兩市融券餘額



資料來源：萬得、招銀國際

圖 251：股權質押回購未回購餘額



資料來源：萬得、招銀國際

展望未來，券商經紀業務向財富管理業務轉型仍然是最主要的趨勢，並且這一轉型過程尚處於初期階段，未來還有很長一段路要走。對於近年蓬勃發展的資本仲介類業務，需求的不斷提升，預計未來將會持續。在行業整體強監管、防範金融風險的大環境下，迅速發展的股權質押式回購業務也即將迎來監管更嚴格的規範。今年 9 月，滬深交易所聯合中證登發佈了《股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（徵求意見稿）》，其中對資金融入方的背景進行了約束，要求不得是金融機構或其發行的產品，體現了政策引導資金服務實體經濟的定位；同時明確股票質押率上限，規定了券商開展業務的條件，進一步強化風險管理，規範業務運作。為了避免對現有業務造成打擊，《辦法》還規定了新老劃斷原則，為股權質押式業務未來在嚴控風險的前提下健康穩定發展提供保障。

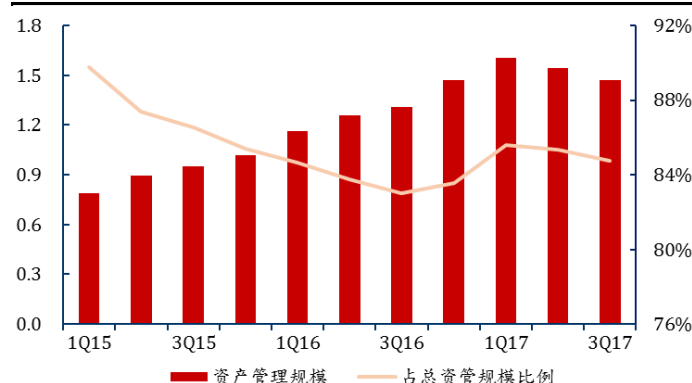
資管業務：回歸本源，代客理財

國內證券公司的資產管理業務在過去數年大幅增長，其中很大一部分是由通道業務助推的。在今年金融行業整體去杠杆、防止資金脫實向虛及嚴控風險的大環境下，監管部門對券商資管業務偏離“主業”的行為進行“糾偏”，將券商重新帶回到他們最擅長的主動管理上來。

在監管“去通道化”持續進行的情況下，配合銀行業同業負債的收縮，證券行業的資管業務規模在這一過程中也明顯下降。2014 年至 2016 年，券商的資產管理規模的年均增速都達到了約 50%，今年一季度末在達到歷史高位的 18.8 萬億後，第二季度起行業規模連續萎縮，第三季度末較年初下跌 1.2% 至 17.4 萬億元，其中二、三季度環比分別下降 3.6% 及 4.0%。

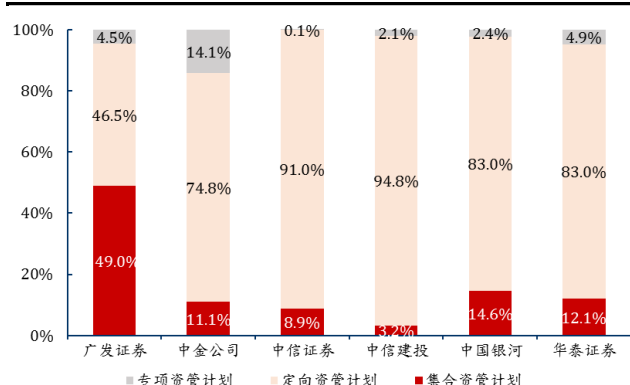
從結構上看，收縮幅度最大的正是監管嚴控的重點——以通道業務為主的定向資管計畫。截至今年第三季末，定向資管計畫的資產規模達到 14.7 萬億元，較一季度末的高位下跌 8.3%，但仍然是券商資管業務的最大組成部分，佔行業資管業務總規模的比例為 84.8%，與一季度末相比僅有 0.8 個百分點的下降。這顯示“去通道化”雖然收到了一定成效，但依然任重道遠，結構還需要不斷得到優化，預計短期內券商的資管規模依然承壓。

圖 252：證券行業定向資管業務規模變化及佔比（按季）



資料來源：中國證券投資基金業協會，招銀國際

圖 253：招銀國際覆蓋證券公司資管業務佔比



資料來源：各上市公司 2017 年中期報告，招銀國際

雖然行業的資管規模整體呈下降趨勢，但資產管理業務的收入按年卻仍有小幅上升。今年上半年，證券行業的資產管理業務淨收入達到了 140.0 億元，按年有 4.2% 的升幅。究其原因，通道業務雖然體量巨大，但券商在其中僅收取費率較低的“通道費”，而在今年市場平穩的情況下，相信主動管理業務的收益彌補了一部分通道費的下降。由此可見，提升主動管理的能力，對於券商而言不僅僅是順應監管要求，更是提升資管業務業績貢獻的正確途徑。

近年興起的 ABS 業務，作為專項資管計畫的組成部分也取得了長足的發展。今年首 10 個月發行額達到 9,776.4 億元，較去年同期增長 65.0%。除此之外，許多券商得益於其較早佈局和發展的“大資管”業務，收入結構呈現多樣化趨勢，包括成立私募基金、進行另類投資等。隨著過去兩年 IPO 進程的加速，不少證券公司的私募基金都從項目退出中獲得了良好的收益，成為支持其資產管理業績增長的一大動力。

展望未來，隨著居民、金融同業及非金融企業等對財富管理的需求將逐步提升，證券公司的資產管理業務在經歷了短暫但必經的陣痛調整期後，仍具有巨大的發展空間，投資者也需要其專業的投研能力來為其服務。此外，證券公司也可借助投行業務優勢，發展投融結合，符合政策引導，服務實體經濟。

投行業務：政策後盾，前景廣闊

IPO 獨木難支，未來多點開花

隨著 IPO 的重啟加速和直接融資品類的不斷豐富，作為券商重要轉型方向之一的投行業務在近幾年經歷了一段蓬勃的增長期。2014 年至 2016 年，證券行業的證券承銷保薦業務與財務顧問業務淨收入年複合增長率達到 48.7%。而在現如今政策鼓勵金融行業支援實體經濟發展的大背景下，券商的投行業務無疑迎來了更好的發展機遇。

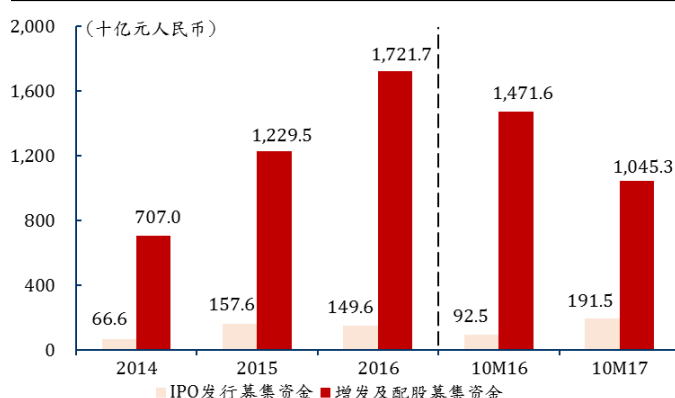
今年召開的全國金融工作會議為未來 5 年金融業發展定調，提到“把發展直接融資放在重要位置，形成融資功能完備、基礎制度扎實、市場監管有效、投資者合法權益得到有效保護的多層次資本市場體系”，並提出了金融服務實體經濟的四個具體管道，排在第一位的就是直接融資。十九大報告中提出，要“深化金融體制改革，增強金融服務實體經濟能力，提高直接融資比重，促進多層次資本市場健康發展。”這些都為未來券商投行業務的發展提供了強有力的政策後盾。

2017 年，股權融資和債券融資兩個市場此消彼長，儘管 IPO 保持了較為穩健的發行速度，但獨木難支，券商投行業務的業務量出現下跌。IPO 成為今年券商投行業務的主要增長點，首 10 個月共有 378 只新股上市，募集資金 1,915.3 億元，較去年同期分別增長 155.4% 和 107.2%。而與此同時，在再融資新政實施之後，市場增發及配股規模明顯縮減，今年首 10 個月共募集資金 1.0 萬億元，較去年同期下降 29.0%。

債券融資市場受到金融去杠杆進程及中性偏緊的貨幣政策影響，債券發行成本上升，企業債及公司債發行量大幅收縮，今年首 10 個月發行量分別較去年同期下降 40.4% 及 62.3%。此外，並購重組類業務受新規實施影響也迅速降溫，券商相關業務收入相應減少。

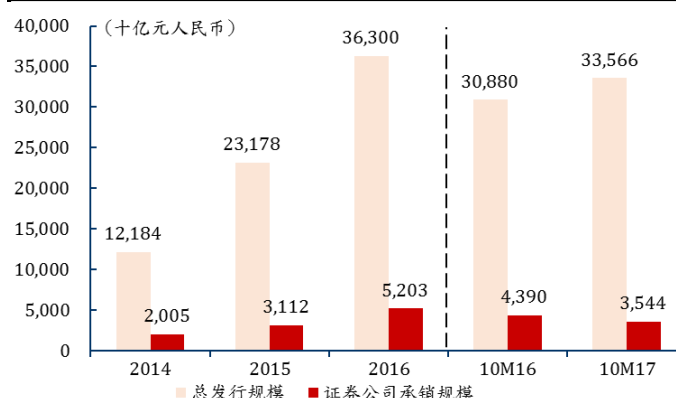
在以上因素的綜合作用下，今年上半年，證券業證券承銷與保薦業務淨收入按年下跌 29.8%，財務顧問業務淨收入下跌 27.4%。投行業務在行業整體收入中的佔比也嚴重萎縮，較去年同期下降 4.6 個百分點，至 17.0%。不過，隨著股權及債券融資市場在第三季的回暖，料投行業務收入的跌幅在年底時料將有所收窄。

圖 254：股權融資募集資金



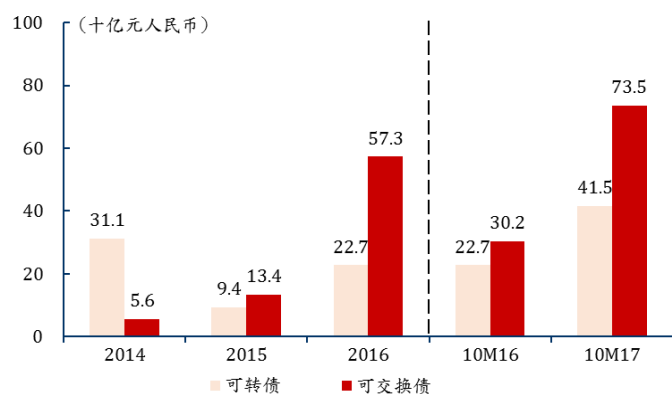
資料來源：萬得、招銀國際

圖 255：債券融資發行規模及證券公司承銷規模



資料來源：萬得、招銀國際

不過，在監管及市場需求的共同推動下，有部分品種的融資產品逆市取得增長。2017 年年初，證監會便明確表態將調整和優化再融資結構，在非公開發行發行量受到抑制之後，可轉債及可交換債異軍突起，今年首 10 個月的募集資金額分別按年增長 83.2% 及 143.2%。今年 9 月，證監會發佈新修訂的《證券發行與承銷管理辦法》，其中對可轉債和可交換債的發行方式進行調整，由現金申購改為信用申購，也為未來發行創造了更好的環境。較低的票面利率和內含的股票期權也是吸引發行者和投資者的原因之一，在監管部門的政策助推下，我們相信該類業務未來在再融資中將起到更為重要的作用。

圖 256：可轉債及可交換債發行量

資料來源：萬得、招銀國際

綜上所述，我們對券商投行業務的整體發展前景保持樂觀。在建立多層次資本市場及鼓勵金融業支援實體經濟發展的政策引導下，直接融資的重要性將愈發凸顯。我們預計，IPO 目前的發行速度預計將會維持，再融資市場結構則將在監管部門的規範下繼續進行結構調整，向多樣化和健康化發展；而債券發行有望在市場利率逐漸企穩後逐漸回暖，同時在產業轉型升級、國企改革、出清“僵屍企業”的過程中，並購重組業務也將有更大的發展空間。不過，政策引導或會吸引更多券商發掘投行業務中的潛在機會，行業競爭或會加劇。

發展重品質，利好大型券商

近兩年，證監會對於各類投行業務涉及的範疇監管愈發嚴格。在防範金融風險的大背景下，我們預期強監管的趨勢不會改變。而在行業的亂象肅清和逐步規範過程中，大型券商所具備的優勢將令其更容易跑贏同業。

伴隨著金融業整體引導資金脫虛向實的趨勢，證監會於去年 9 月發佈了《上市公司重大資產重組管理辦法》，對借殼、跨界並購等進行嚴格審核，遏制通過重組進行套利的行為。今年以來，證監會又相繼出臺修改後的《上市公司非公開發行股票實施細則》及《上市公司股東、董監高減持股份的若干規定》，分別針對定增、董監高減持等行為進行了更嚴格的約束。此外，《證券公司投資銀行類業務內部控制指引（徵求意見稿）》也將於 2018 年 1 月 1 日起開始實施，進一步加強了對券商自身投行業務內控機制的要求。

在監管趨嚴的情況下，我們認為業務本身較規範、團隊專業程度較高、擁有較為成熟的營運模式和豐富專案儲備的大型券商佔據了更為有利的地位。同時，監管和市場的形式也在不斷的變化中，業務更為多元化的大型券商也能更靈活地因應這些變化的調整業務結構，保證業務的相對穩定。

估值及行業首選

今年以來，證券行業業績表現受監管影響，股價走勢平平，除獲騰訊（700 HK，買入）入股的中金公司以外，其他主要 H 股上市券商全部跑輸恒生指數及恒生國企指數。目前證券板塊的估值已處於低位，2018 年平均預測市帳率僅有 1.02 倍。我們認為監管帶來的業績壓制影響已基本體現在現時估值中。監管去杠杆、去通道化的取態總體較為溫和，相信未來在放寬金融風險的前提下也不會採取較為暴力的手段，令行業出現大的波動。隨著大市企穩及業績恢復，我們相信證券行業明年將有一定補漲動力。

行業首選方面，我們認為華泰證券（6886 HK，買入）具有較明顯的優勢，各項業務的排名均居行業前列，具有較強的綜合實力；其經紀業務領導地位難以撼動，資管業務發展迅猛。首先，華泰證券在經紀業務上已經形成了較為強大的壁壘，在今年大型券商二級市場市佔率普遍下滑的情況下，華泰證券依然保持了行業龍頭地位，今年首 10 個月市佔率為 7.83%，較第二名仍有超過 2.6 個百分點的領先優勢，我們認為短時間內其他競爭對手仍然難以望其項背。其次，華泰對美國資產管理平臺 AssetMark 的收購整合也在順利進行，除了在對外開放的大趨勢下已提前進行海外佈局，佔得先機之外，收購整合 AssetMark 還將助力華泰的傳統業務向財富管理業務的轉型。第三，華泰的資產管理規模增長迅速，截至半年末，公司整體資管規模列行業第二位元，達到了 9,450.7 億元，主動管理資產月均規模佔據行業第四位元，達到 2,348.3 億元，在行業注重資管、加快結構優化的趨勢下，我們相信華泰能夠憑藉其綜合實力，在做大資管規模的同時也做強主動管理的能力。

圖 257：H 股上市主要券商今年股價表現

指數及公司名稱	股份代碼	股價變動		
		1個月	3個月	年初至今
恒生指數	HSI Index	5.3%	9.5%	36.4%
恒生中國企業指數	HSCEI Index	3.5%	9.2%	27.3%
廣發證券	1776 HK	-5.8%	4.1%	0.1%
國泰君安	2611 HK	-2.6%	7.5%	不適用
中金公司	3908 HK	9.0%	32.4%	60.7%
東方證券	3958 HK	0.7%	8.0%	6.6%
中信證券	6030 HK	-1.5%	11.7%	12.9%
中信建投	6066 HK	-4.8%	0.9%	1.6%
招商證券	6099 HK	-5.7%	4.5%	4.0%
光大證券	6178 HK	-6.2%	-3.0%	-19.4%
海通證券	6837 HK	-8.1%	-5.1%	-11.3%
中國銀河	6881 HK	-8.2%	-6.1%	-9.2%
華泰證券	6886 HK	-4.8%	7.7%	13.1%

資料來源：彭博、招銀國際

圖 258：H 股上市主要券商估值及股權回報率

公司名稱	股份代碼	收市價 (HK\$)	市值 (HK\$ mn)	招銀國際覆蓋股份		市帳率			股權回報率		
				目標價 (HK\$)	評級	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
廣發證券	1776 HK	16.20	156,281	16.4	持有	1.34	1.23	1.15	10.29%	10.57%	11.41%
國泰君安	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	買入	1.87	1.59	1.45	10.43%	11.09%	10.44%
東方證券	3958 HK	8.21	107,899	-	-	1.07	1.01	0.94	6.13%	7.86%	8.66%
中信證券	6030 HK	17.80	269,123	20.1	買入	1.28	1.23	1.16	7.36%	7.59%	8.23%
中信建投	6066 HK	6.92	50,145	8.6	買入	1.03	0.97	0.87	14.78%	12.94%	13.54%
招商證券	6099 HK	12.56	147,405	-	-	1.20	1.14	1.06	9.99%	8.98%	9.98%
光大證券	6178 HK	10.22	77,756	-	-	0.85	0.79	0.76	6.87%	6.63%	7.45%
海通證券	6837 HK	11.80	178,841	-	-	1.05	0.98	0.92	7.39%	7.63%	8.44%
中國銀河	6881 HK	6.35	117,950	8.6	買入	0.94	0.83	0.78	8.97%	8.28%	9.02%
華泰證券	6886 HK	16.74	159,229	20.2	買入	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%

資料來源：彭博、招銀國際

中國銀行業板塊

同步大市

分析師：張淳鑫 - zhangchunxin@cmbi.com.hk

分析師：隋曉萌 - suixiaomeng@cmbi.com.hk

✿ 維穩控風險，注重流動性管理及結構調整

2018：以質代量，回歸本源

蓬勃的經濟增長、較為寬鬆的流動性、過度的金融創新及相對的監管缺位，這些曾經助推過中國銀行業發展的利好條件在近幾年中逐個消失，行業逐漸告別高速增長的黃金時代已是不爭的事實。近年來，宏觀經濟下行壓力加大，令銀行業資產品質不斷惡化；中性偏緊的貨幣政策和利率市場化的加深，則令淨息差不斷收窄。

2017 年，“強監管、去杠杆、防風險”成為銀行業經營環境的關鍵字。監管部門通過密集推出一系列強監管政策，開始對行業過去數年由追求高收益、高增長而進行的盲目擴張創新、過度加杠杆等行為進行糾正和約束，旨在消除同業套利、資金空轉帶來的潛在風險隱患，引導銀行業回歸其服務實體經濟的本源。

另一方面，央行維持中性偏緊的貨幣政策，並持續透過公開市場操作來平滑金融去杠杆對市場帶來的波動性，市場流動性總體維持“不緊不松”的狀態，但資金成本呈現上升趨勢。由央行主導的宏觀審慎評估體系（MPA）自 2016 年推行以來，也在不斷完善，將更多的資產、負債類型納入評估框架，包括已納入的表外理財，以及明年起將納入的同業存單等，也體現在“去杠杆”的進程中，引導商業銀行審慎經營。

央行在《2016 年第四季度中國貨幣政策執行報告》中首次提出“貨幣政策+宏觀審慎政策”的雙支柱調控框架，今年 7 月的第五次全國金融會議中也強調了這一內容。而在今年 10 月結束的十九大中，“健全貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控框架”被正式寫入了十九大報告，也預示著這一框架將作為未來數年央行的一項中長期策略進行執行。根據央行副行長易綱的闡釋，本輪國際金融危機說明以防止通脹、保持價格穩定為目的的貨幣政策，不足以維護金融系統的穩定，因此要引入宏觀審慎政策，對金融風險的順週期性和跨市場傳染性進行監管。

今年以來，監管部門的一系列強監管政策，都可以看作是這一框架的具體應用。除了央行繼續推行穩健中性的貨幣政策和 MPA 以外，銀監會的連續重拳可以視作是這一框架在微觀層面監管的補充。行政監管與貨幣政策的“雙管齊下”，金融去杠杆取得一些成果，而金融系統整體仍保持穩定，並沒有出現大的風險事件。

十九大報告中還提到，要“健全金融監管體系，守住不發生系統性金融風險的底線”。由此可見，我國銀行業未來發展和監管的走向最終都還是要歸結到防控金融風險。在此基礎上，強監管環境與中性偏緊的貨幣政策仍將持續，引導資金脫虛向實，銀行業發展由“增量”轉向“提質”。在防控風險的大前提下，展望 2018 年，我們認為流動性管理以及結構調整也將成為商業銀行的主要著力點。

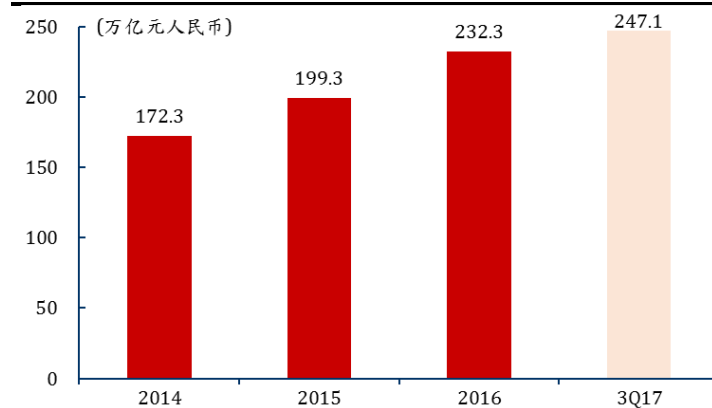
圖 259：銀監會出臺監管政策一覽

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》

資料來源：中國銀監會、招銀國際

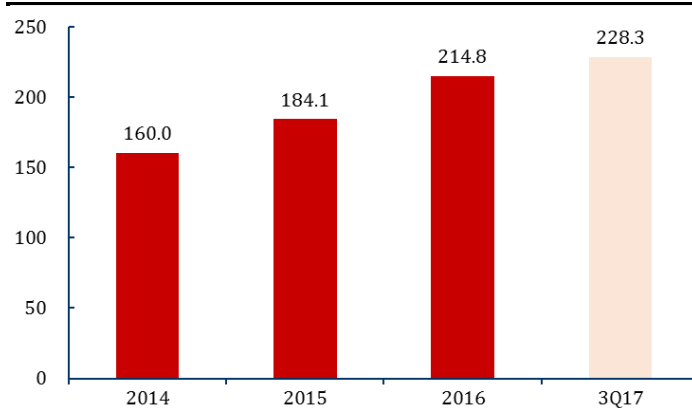
今年以來監管環境的收緊，為銀行業帶來的最直觀的變化就是規模擴張速度的放緩，以及資產負債表結構的調整。作為銀監會現時監管的重中之重，過去兩三年中高速擴張的同業業務今年明顯收縮，金融去杠杆成效初顯。銀監會資料顯示，至今年第三季末，銀行業同業資產和負債較年初分別減少 2.6 萬億元及 2.0 萬億元，理財產品增速連續 8 個月下降，第三季度末降至 4%，同比下降 30 個百分點。受此影響，銀行業金融機構資產負債表擴張速度減慢，截至 2017 年三季度末，總資產達到 247.1 萬億元，較上年末增長 6.4%，總負債達到 228.3 萬億元，較上年末增長 6.3%，同比增速分別降低 5.4 個百分點和 5.5 個百分點。

圖 260：銀行業金融機構總資產



資料來源：中國銀監會、招銀國際

圖 261：銀行業金融機構總負債

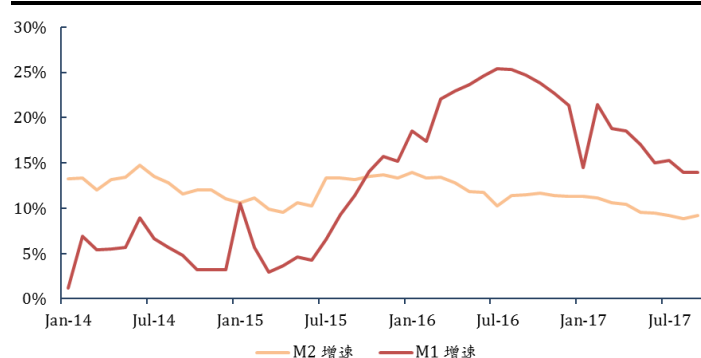


資料來源：中國銀監會、招銀國際

隨著金融體系資產擴張減速，貨幣派生能力也有所減弱，M2 增速自今年 2 月份以來整體呈現逐漸放緩趨勢，自 5 月份起更是跌破雙位元數，正式進入單位數增長的“新常態”，增速逐漸與 GDP 增速靠攏，顯示了資金脫虛向實的趨向。去年 M1 與 M2 增速大幅背離的趨勢有所扭轉，二者之間的剪刀差有所收窄。預期明年在央行實施針對普惠金融的定向降准實施之後，流動性將得到小幅緩解，隨著貸款投放的穩定增長，M2 增速將有望回升，但不會再回到高速增長期，我們初步預計增速維持在 9%-10%。

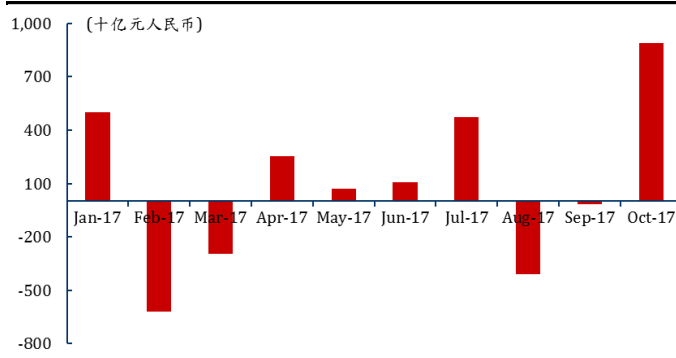
央行自 2016 年第四季度起一直維持中性偏緊的貨幣政策，一方面，通過上調公開市場操作的利率助推金融去杠杆進程，另一方面，在流動性緊張的時點向市場投放資金，保持資金面的合理充裕。整體而言，資金市場收緊的趨勢較為溫和，沒有出現大幅波動，這樣的環境也為去杠杆平穩推進提供了良好的條件。相信在“防風險”為底線的情況下，央行在資金面的操作仍將延續這樣的風格。

圖 262：M2 及 M1 增速



資料來源：中國人民銀行、招銀國際

圖 263：央行公開市場操作淨投放情況



資料來源：萬得、招銀國際

政策新焦點——監管換屆，對外開放，以競爭促進繁榮

近年來，我國銀行業對外開放進程不斷推進，隨著人民幣國際化程度的加深，在“走出去”方面取得了積極快速的進展，而在“引進來”方面，囿於監管政策的限制，外資銀行在我國的發展仍較為緩慢。不過，自今年起，監管部門頻繁向市場釋放將進一步推進金融市場開放的信號，預示著將在這方面採取更為進取的動作，包括提升外資銀行持股比例、放寬業務准入等，也許都將在明年見到更為明確的措施落地。

今年 1 月，國務院印發《關於擴大對外開放積極利用外資若干措施的通知》，8 月又印發《關於促進外資增長若干措施的通知》，在“進一步擴大市場准入對外開放範圍”中提到對於銀行、證券、保險業，要明確對外開放時間表和路線圖，目前外資股的持股比例限制、高管要求、業務領域範圍的限制等，下一步有望放寬。2017 年 3 月，銀監會發佈了《關於外資銀行開展部分業務有關事項的通知》，其中提到外資銀行在開展國債承銷業務、託管業務、諮詢業務時，無需獲得證監會許可，只需在開展後 5 日內向監管部門報告；外資銀行可與母行集團內部展開協作，為“走出去”的中國境內企業提供綜合金融服務；此外，在風險可控情況下，外資銀行可依法投資境內銀行業金融機構。不過最後一條仍然沒有明確具體細則，相信之後銀監會還會出臺更多具可操作性的指引。

除此之外，在美國總統特朗普 11 月訪華期間，外交部新聞發言稿宣稱中國會按照自身擴大開放的時間表和路線圖，將大幅放寬金融業，主要包含銀行業、證券基金業和保險業的市場准入。財政部副部長朱光耀近日也表示將取消對中資銀行和資產管理公司的外資單一持股比例不超過 20.0%、合計持股不超過 25.0% 的持股比例限制，實施內外一致的銀行業股權投資比例規則。我們認為 2018 年監管機構放寬外資在中國銀行業的准入條件和可開展業務範圍將是大概率事件。雖然具體細則和時間表仍未推出，但是我們相信競爭格局的改變將促使中國銀行業未來的發展逐步由“增量”變為“提質”，具有較多海外業務的大型商業銀行預計將會從競爭中脫穎而出。

根據銀監會資料，截至 2016 年末，共有 14 個國家和地區的銀行在我國設立了 37 家外商獨資銀行、1 家合資銀行及 1 家外商獨資財務公司。這些外資銀行的總資產及總負債分別為 2.9 萬億元及 2.6 萬億元，佔銀行業金融機構總額的 1.3% 和 1.2%；稅後利潤 128.0 億元，佔我國銀行業稅後利潤的比例僅有 0.6%。

這些資料顯示，外資銀行在我國的發展仍然處於較為初期的階段，規模小、佔比低，“對外開放”的深度和廣度都有待提高。但與此同時，外資銀行在資產品質和流動性方面的表現都優於境內銀行。

我國經濟增速已進入“新常態”，如何為經濟轉型提供更好的服務也成為金融業的一個新的課題。在這些方面，增加外資銀行的參與度，既有助於提升我國銀行業的國際競爭力，同時也有助於銀行業系統分散風險。此外，在推進“一帶一路”的進程中將有大批境內企業“走出去”，也將有大批基建項目在境外落地，將在沿線已有佈局的外資銀行引入我國，也將有助於“一帶一路”的實施。

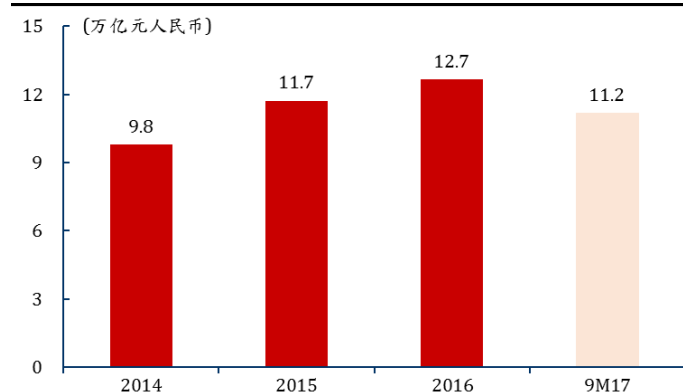
值得一提的是，明年 3 月份，人民銀行現任行長周小川任期行將屆滿，央行將迎來新一任掌門人。不過，無論繼任者是誰，我們認為央行本身的職責及其在現時金融去杠杆中的重要地位不會改變。我們相信央行仍將沿著全國金融工作會議和十九大確立的方針方向推進工作，管理層的更替將平穩度過，不會對金融市場環境造成重大影響。

宏觀經濟走勢引導貸款結構優化

在 2016 年新增人民幣貸款達到創歷史記錄的 12.7 萬億元後，2017 年信貸投放增速勢頭依然迅猛，預計將再創新高，截至今年第三季度末，金融機構新增人民幣貸款已達到 11.2 萬億元，同比多增 9,980 億元。儘管貨幣政策偏緊，但政策引導資金脫虛向實，債券發行市場又相對低迷，宏觀經濟回暖下逐漸旺盛的社會融資需求更多尋求傳統信貸管道進行滿足。因此，在銀行業總資產增速減慢情況下，銀行業貸款依然保持較高增速。銀監會資料顯示，截至 9 月末，各項貸款同比增長 13.2%，高於同期資產增速 2.6 個百分點，新增貸款佔新增資產的比例較去年同期大幅提高 35.5 個百分點。

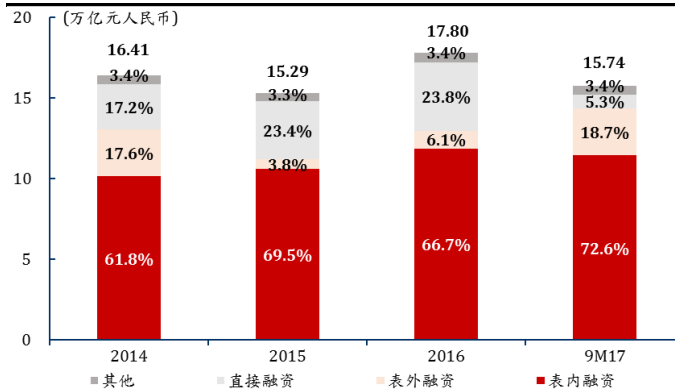
在人民幣貸款增長的大力推動下，2017 年前三季度，社會融資增量達到 15.7 萬億元，較去年同期多增 2.2 萬億元。強勁的信貸需求受限於表內信貸額度，加之債券發行大幅萎縮，部分需求轉移至信託貸款，帶動信託貸款大幅多增 2.7 倍，而委託貸款增量則大幅下降。今年前三季債券淨融資額僅新增 1,583 億元，遠遠落後於去年同期的 2.6 萬億元。

圖 264：金融機構新增人民幣貸款



資料來源：中國人民銀行、招銀國際

圖 265：社會融資增量結構

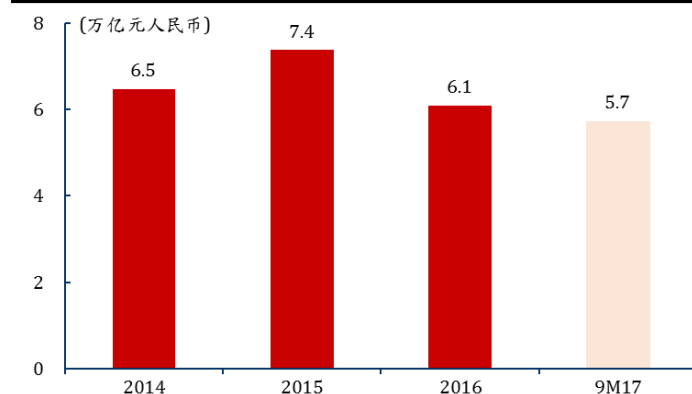


資料來源：中國人民銀行、招銀國際

監管對資金流向實體經濟的引導作用體現在了貸款結構的變化上。今年以來，與實體經濟發展密切相關的非金融企業及機關團體部門中長期貸款佔比明顯上升，首三季增加 5.5 萬億，佔企業部門新增貸款比例由去年全年的 68.5% 提升 27.7 個百分點至 96.2%。而短期貸款增幅則相應降低，票據融資更是較去年同期大幅減少 1.7 萬億元。整體的貸款結構走勢與今年的宏觀經濟走勢相吻合。

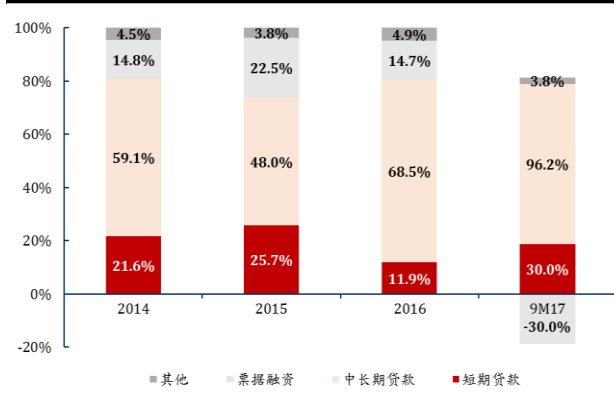
明年，企業貸款預計將會繼續跟隨經濟走勢，同時，因應央行最新的針對普惠金融的定向降准政策，料各家銀行將加大對小微企業的信貸投放力度。不過，在金融去杠杆取得一定成效後，去杠杆的側重預計將轉向實體經濟，企業部門的信貸需求增速將維持在較為穩定的水準。

圖 266：新增非金融企業及機關團體人民幣貸款



資料來源：中國人民銀行、招銀國際

圖 267：新增非金融企業及機關團體人民幣貸款結構



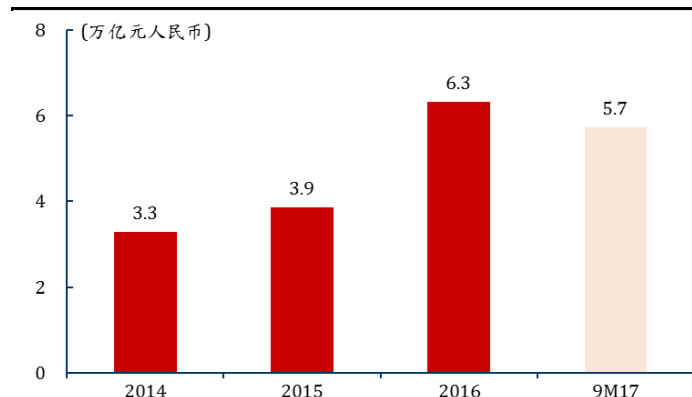
資料來源：中國人民銀行、招銀國際

住戶部門方面，儘管各地方政府持續出臺對於樓市的宏觀調控政策，銀行也普遍上調按揭貸款利率，但市場需求仍然旺盛，截至三季度末，以按揭為主的新增住戶中長期貸款依然是人民幣貸款增長的主要推動力之一，佔到了今年前三季新增人民幣貸款的 37.6%。根據央行的貸款投向報告，今年首三季，居民住房貸款投放增加 2.0 萬億元，較去年同期少增 1.8 萬億元。同時，居民短期消費貸的爆發式增長也不容小覷，前三季新增額較去年同期增長 1.9 倍，佔人民幣貸款整體新增額的比例由去年同期的 5.2% 提升到了 13.7%。

政府對於樓市的調控並未放鬆，部分地區的“限購令”甚至有升級跡象，近期的地產銷售市場也有所降溫，但我們預計，按揭貸款仍將是明年拉動人民幣信貸增長的動力之一。究其原因，第一，房地產行業仍是目前我國經濟增長的一個主要支撐點，政府一方面在調控同時將盡力保障市場穩定，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續提高及城鎮化進程不斷推進的背景下，這一部分的剛性需求不會被削弱；第二，對於銀行而言按揭貸款不失為一個優質的資產配置選擇，因其資產品質較好，同時在我國家庭杠杆率相對較低的情況下，按揭貸款對於資金成本上升的轉嫁也有較高的承受能力。不過，在接連兩年的高速增長後，基數已經處於較高水準，明年按揭貸款的增速將有所放緩。

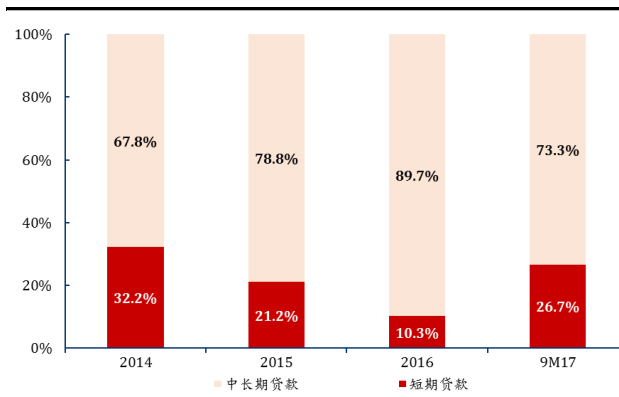
至於今年增長迅猛的消費貸，9 月起監管部門已針對重點城市進行嚴查，要求查清流向，防止流入樓市，因此消費貸的暴增勢頭可能短期受阻。不過，隨著人均可支配收入的提升和消費的進一步升級，市場對於消費貸的需求仍將持續增長。此外，消費貸具有單筆金額較小、週期較短、客戶數量龐大的特點，對於銀行而言具有較好的分散風險作用，而且消費貸與按揭貸款相比享有更好的收益率，這對消費貸的投放也將帶來一定支持。

圖 268：新增住戶人民幣貸款



資料來源：中國人民銀行、招銀國際

圖 269：新增住戶人民幣貸款結構



資料來源：中國人民銀行、招銀國際

綜合而言，我們預計 2018 年人民幣貸款增速較今年將有所放緩，全年預計增速在 10% 左右。

值得一提的是，在目前利率市場化不斷深化的背景下，按揭貸款是唯一仍然受到基準利率影響的貸款專案。從現時市場情況來看，樓市調控仍然任重道遠，政府對房地產市場的管控不會放鬆。在這一背景下，雖然幾率較小，但我們認為並不能排除央行提升基準利率、緩和房貸增速進而達到調控樓市過熱需求的可能性。

流動性管理及息差管理重要性顯現

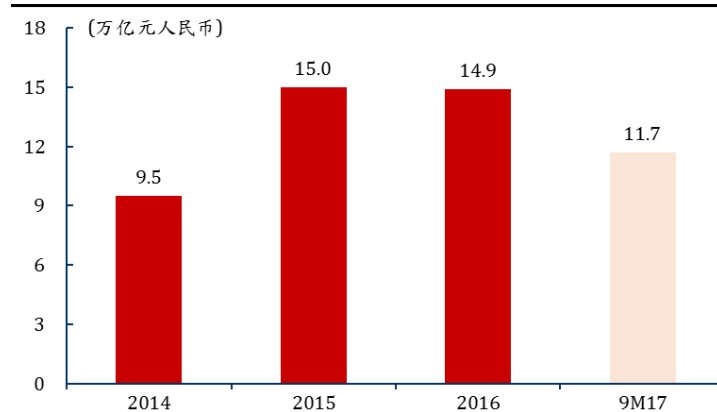
自 2016 年第四季度起，中性偏緊的貨幣政策逐步確立和鞏固，伴隨著今年以來金融去杠杆進程的推進，流動性基本維持緊平衡格局，資金利率抬升。在這種情況下，資金成本成為影響本輪銀行業績回升速度的重要因素。從今年以來 H 股上市銀行的業績來看，國有大型商業銀行依託廣闊充足的資金來源，享受了更為有利的資金成本，因而息差逐步擴張，盈利增速也最先有起色。相較之下，部分股份行和城商行對同業負債依賴度較高，一方面由監管加強引致的“縮表”還在持續，另一方面市場利率的爬升也加重了獲取資金的成本負擔，息差恢復較大型銀行為慢，同時負債的結構性變化也為這些銀行的流動性帶來了風險。

今年起銀監會於季度披露的監管資料中，新增了分機構類型的流動性相關資料，也從側面顯示出監管部門對日後流動性方面的關注。截至今年上半年，大型銀行的流動性比例有較為明顯的改善，由一季度末的 46.07% 升至三季度末的 47.66%，而股份行、城商行、農商行等仍然有 1.21、2.20 和 0.20 個百分點的小幅下行，至三季度末分別為 49.82%、50.35% 和 51.32%。我們預期 2018 年貨幣政策仍將維持中性偏緊，同時金融去杠杆進程和強監管環境仍將持續，流動性管理的重要性將逐步凸顯，對於中小型銀行而言，這項工作更加至關重要。

攬款難度增加，同業存單發行量維持高位

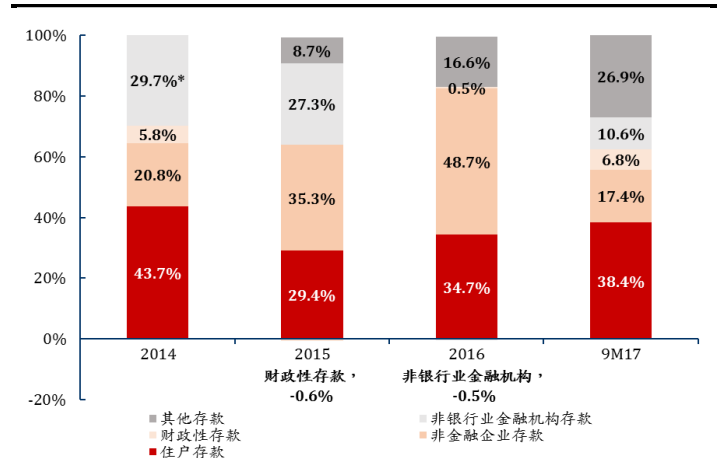
金融去杠杆進程中，同業業務的大幅收縮，導致其貨幣派生能力減弱，M2 增速也逐步進入單位數增長的“新常態”。今年以來，人民幣存款增速明顯放緩，截至第三季末，人民幣存款餘額按年增長 9.3%，至 162.3 萬億元，前三季共新增 11.7 萬億元，較去年同期少增 1.13 萬億元，其中變動最大的是非金融企業存款，較去年同期少增 3.03 萬億元。

圖 270：新增人民幣存款



資料來源：中國人民銀行、招銀國際

圖 271：新增人民幣存款結構



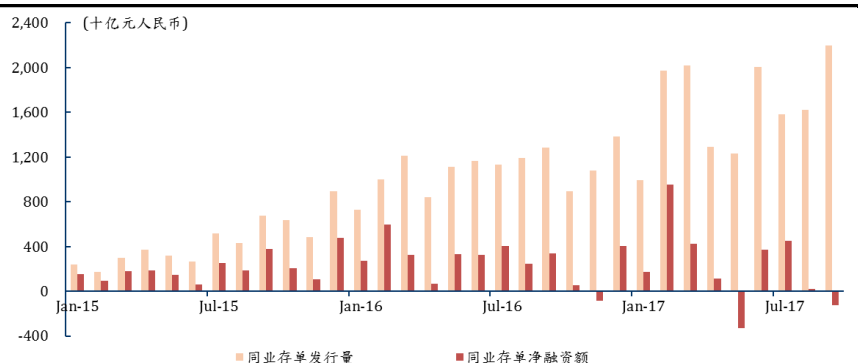
資料來源：中國人民銀行、招銀國際；*2014 年資料未作詳細分類

對於商業銀行而言，最優質的負債便是存款，當存款增長乏力時，銀行攬儲難度加大，資金來源不夠充足的中小型銀行需要更多借力於同業負債，來支持其資產端的投放並提升流動性。特別是在過去數年間通過大幅擴張同業業務、借助資金期限錯配來做大規模、提升盈利的銀行，在此輪金融去杠杆中受到的影響更為嚴重，在按照監管要求逐步收縮同業負債的同時，對於一些已經投放的中長期資產又需要進行續作，面對的流動性風險進一步增大。而與此同時，隨著市場利率的抬升，中小型銀行獲取資金的成本也在增加，進而令息差縮窄，盈利能力下降。

同業存單原本是作為銀行調節流動性的工具而出現的，但在過去幾年則被濫用於“借短投長”，發行量在 2014 年至 2016 年間經歷爆發式增長，年複合增長率高達 280.7%。今年前九個月，同業存單發行量仍然保持歷史高位水準，共發行 14.9 萬億元，較去年同期增長 54.5%，但增速有明顯放緩，同時，前九個月的淨融資額則按年降低 29.4%，其中 5 月和 9 月分別出現單月淨償還。在強監管環境下，銀行被動或主動調整同業存單發行策略，特別是在今年中性偏緊的貨幣政策下，同業存單的作用開始逐步歸位到短期流動性調節工具的定位上，而非用於長期投資，具體體現在發行量和到期償還量的季末波動性明顯增強。

監管部門也在持續通過政策規章手段規範同業存單市場。央行自今年 9 月 1 日起實施新規，不再允許發行一年期以上的同業存單；此外，央行在今年第二季度的貨幣政策執行報告中公佈，將於明年一季度起將資產規模 5,000 億元以上銀行發行的一年內同業存單納入 MPA 同業負債進行考核；對於其他銀行也要進行持續監測，適時提出要求。

圖 272：同業存單發行量及淨融資額

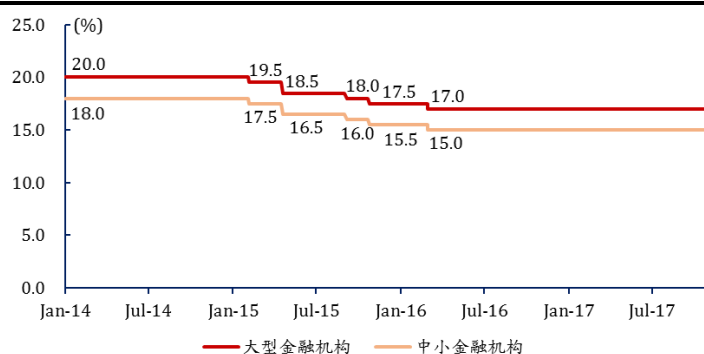


資料來源：萬得、招銀國際

除以上因素外，中小型銀行面對的資產品質不確定性更大，壞賬風險在當前的宏觀經濟環境下有可能進一步擴大，信用成本將隨之上升，而收入端受資金成本提升影響，息差可能持續承壓，對其盈利造成負面影響。此外，中小型銀行自身流動性監測管理體系也可能未臻完善，這些都加劇了其流動性風險的暴露。

不過，展望明年，對於銀行業整體流動性補充較為有利的一個條件，是央行最新公佈的針對普惠金融的定向降準。根據央行的測算，本次定向降準將惠及全部大中型商業銀行、約 90% 的城商行和約 95% 的非縣域農商行，而在小微企業、涉農等普惠金融領域投放較多的銀行更可以享受 1.5 個百分點的降準優惠。

圖 273：法定存款準備金率變動



資料來源：彭博、招銀國際

大中型銀行因其規模較大及大型企業客戶較多，預計獲取第二檔降準優惠有較大難度，不過以小微貸款作為品牌服務之一的民生銀行（1988 HK）截至今年三季末小微貸款餘額佔比已達到總貸款餘額的 10%，我們相信該行將繼續保持這一比例優勢到年末，從而享受於第二檔的降準優惠。中小型城商行作為普惠金融投放的主力，料將在今年餘下時間內將信貸額度向政策涉及的項目傾斜，以達到第二檔降準標準，而因此釋放的流動性或令其資金狀況得以緩和。

在負債端，中小型銀行仍將面對流動性緊平衡帶來的一定壓力。儘管同業業務方面的去杠杆進程已取得一定成效，但強監管的环境和政府去杠杆的決心並無改變，因此我們預料同業業務將會持續收縮，但收縮速度逐漸放緩。目前定向降準最終能夠釋放的流動性及受惠的銀行範圍尚無法準確評估，不過作為流動性調節的有效工具之一，我們相信，在中性偏緊的貨幣政策持續之下，同業存單的發行量仍將保持較高水準，發行利率趨向平穩。

息差企穩可期，但中小行依然承壓

對理財業務的規管和同業業務的收縮，令銀行業的資金重新聚焦於投放實體經濟，傳統業務成為業績的主導因素，因而息差管理能力也成為商業銀行主要的競爭力之一。能夠獲得充足資金來源、降低資金成本的銀行將在業績復蘇上佔得先機。而在資產端配置方面，投資實力強、貸款定價能轉嫁資金成本上升的銀行更具優勢。我們預計明年銀行業淨息差將處於逐步穩定並逐漸回升的過程，但這一過程隨市場流動性的變化將有所波動。

今年三季度，銀行業金融機構整體淨息差較去年同期下降 15 個基點，不過三季度較一季度有所改善，小幅回升 4 個基點。分機構類型來看，資金來源較充足的國有大行及廣大農村金融機構是推動回升的主要動力，股份行有所企穩，而城商行仍然承受來自資金成本端的壓力，淨息差持續小幅下行。

圖 274：H 股上市銀行淨利潤及淨息差變動情況

类型及公司名称	股份代码	净利润按年变幅			净息差		
国有大型商业银行		1H16	FY2016	1H17	1H16	FY2016	1H17
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%

資料來源：各上市公司中報及年報、招銀國際

在現行貨幣政策和監管力度維持不變的情況下，存款預計仍將維持在較往年為低的增長速度上，各家銀行對於有限優質資金資源的爭奪，特別是零售存款的爭奪，預計將會加劇，吸收存款的成本將有可能上浮；另一方面，同業市場資金成本預計仍將維持較高水準，不會大幅回落，將更加重對於中小型銀行的付息負擔。而在這樣的情況下，資金充裕的大型國有銀行作為淨拆出方，將享受資金成本上升帶來的正面影響，令大行與中小行在息差表現上的差距進一步拉大。

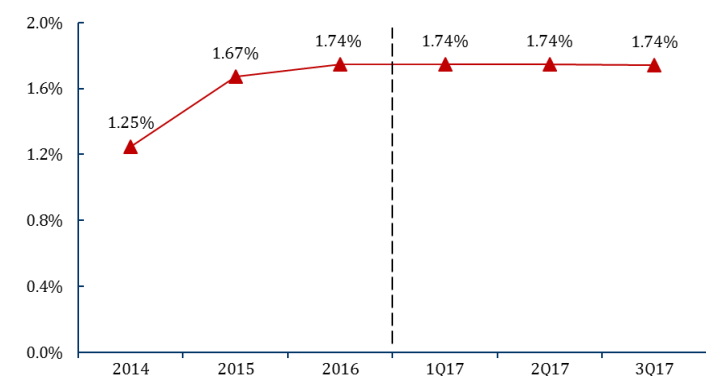
資產端復位價的一般滯後於資金成本的上升，因此銀行在這一過程中息差往往需要承受下行壓力。不過，在以支援實體經濟發展為前提的情況下，對公貸款對貸款利率上升的承受能力有限，相信轉嫁成本仍將以零售貸款為主，今年銀行普遍上調按揭貸款利率就是一個典型的例子。大行較中小型銀行在貸款定價上具有更強的議價能力，同時有可能將 IFRS 9 產生的信用成本進一步轉嫁給客戶。

在投資能力上，大行的研究實力、資本實力更強，同時投資更為多樣化。相較之下，中小銀行首先受制於較弱的資本實力，而且在目前利率環境下，極有可能出現成本與收益倒掛的情況，因此預計投資收益也不會有大幅改善。對於中小型銀行而言，如何找到能匹配其負債特點、且能權衡收益與風險的合適資產，是其進行有效息差管理的重要方向。我們預測中小行將會加大對收益較高的小微貸款類的投放，一方面回應國務院和央行對於發展普惠金融的號召，另一方面也是尋找高收益資產來承擔其資金成本上升的壓力。但需要注意的是，高收益往往伴隨著高風險，在我國宏觀經濟尚未出現明顯向好跡象的情況下，小微貸款的資產品質變化仍需緊密關注。

資產品質有所企穩，新會計準則預計將加大盈利波動性

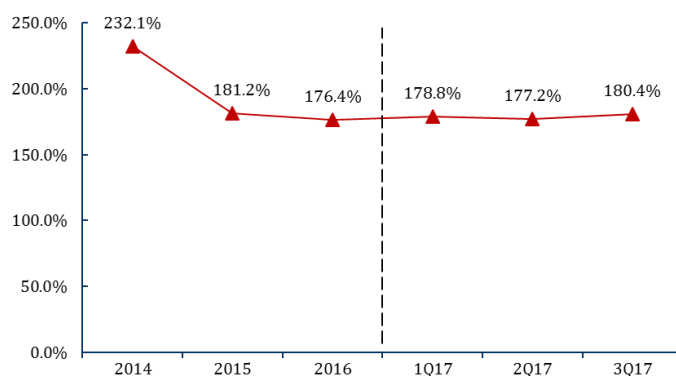
在經歷了過去近三年資產品質的逐步惡化後，今年以來，中國宏觀經濟整體走勢好於預期，銀行業的資產品質也逐漸企穩，前三季度末不良貸款率均與去年年末持平，為 1.74%，不良貸款餘額增速放緩，關注類貸款的佔比也逐季回落，較年初下降了 31 個基點，顯示資產品質有所企穩。與此同時，撥備覆蓋率儘管按季存在小幅波動，但整體仍然呈回升趨勢，三季度末達到 180.39%，較年初上升 4.0 個百分點。

圖 275：銀行業金融機構不良貸款率



資料來源：中國銀監會、招銀國際

圖 276：銀行業金融機構撥備覆蓋率



資料來源：中國銀監會、招銀國際

分機構類型來看，五大國有商業銀行的資產品質改善最為明顯，至今年三季度末，不良貸款餘額與不良貸款率實現“雙降”。股份行、城商行和農商行不良貸款率仍然處於上升區間，至三季度末分別較去年末增加 2 個基點、3 個基點和 46 個基點，從 H 股上市銀行的情況來看，各城商、農商行依其所處地域不同，表現分化。

展望 2018 年，我們認為在宏觀經濟保持穩定的前提下，商業銀行的資產品質也將逐漸企穩，預計不會再度出現大幅惡化的情況，但同時也沒有條件支撐其明顯好轉。今年前三季度，儘管國有大行不良貸款率整體有所改善，但工行、建行及農行三家的減值撥備力度較去年有明顯增加，按年增幅約在 20%~40%，同時對不良資產的處置力度也在加大，顯示資產品質並未出現實質性好轉。除此之外，五大行還面對著來自巨量“債轉股”落地之後對資產品質帶來的不確定性。隨著宏觀經濟增速的放緩，部分貸款地域、行業集中度較高、中小微企業佔比更高以及不良資產處置手段較為單一的城商行、農商行在資產品質方面預計承壓更大，不良貸款率或仍將經歷一段上升過程。

另外，即將於 2018 年開始實施的新會計準備 IFRS 9，對於銀行在金融資產減值的確認上有了新的要求，或將對減值撥備產生較為顯著的影響。新會計準則與現行準則相比，最大的區別是要求銀行在減值中考慮未來預期的減值損失。根據中國財政部的安排，所有 H 股及 A+H 上市銀行均須從 2018 年 1 月 1 日起開始實施新準則。儘管目前多家上市銀行都表示正在對新準則帶來的影響進行測算，尚無定論，但我們預計，各銀行的減值撥備將有明顯增加，從而對其淨利潤產生負面影響。

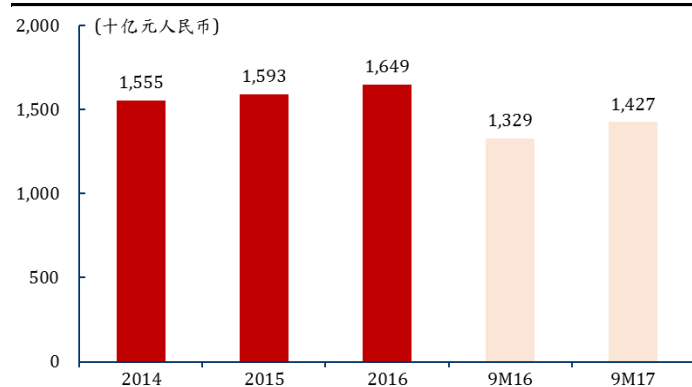
行業分化，優選大行

盈利增速逐步回升，非息業務尋求轉型

過去幾年，中國銀行業受到資產品質惡化和利率市場化加快的影響，息差收窄，減值撥備增加，經歷一個盈利增速下降的過程。今年在監管部門整頓同業套利、資金空轉及引導資金脫虛向實以後，銀行的業務性質回歸到服務實體經濟的本源上來，再度回到依靠傳統業務一決勝負的跑道上。

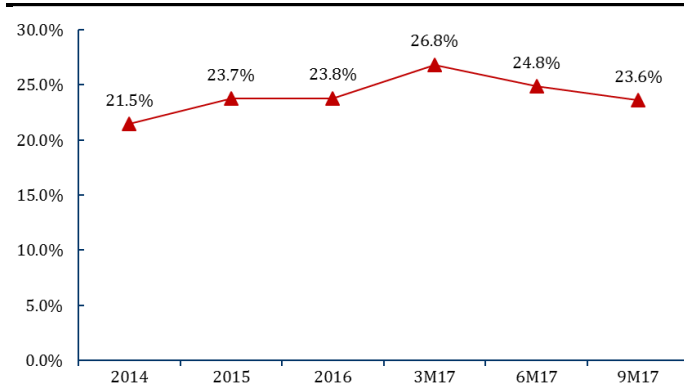
儘管在這一過程中，部分銀行受到“縮表”、市場利率上升等影響，盈利能力有所下降，但對於銀行業而言，依然有一些向好的跡象正在顯露。首先，貸款在行業總資產中的佔比提升，資金脫虛向實趨向明顯，顯示行業的資產結構更加健康；第二，宏觀經濟表現好於預期，資產品質企穩回升；第三，強監管擠壓了部分不規範的業務擴張，促進了銀行非息業務優化轉型。我們認為，這些趨勢在 2018 年將會得到延續。

圖 277：銀行業金融機構淨利潤



資料來源：中國銀監會、招銀國際

圖 278：銀行業金融機構非息收入佔比



資料來源：中國銀監會、招銀國際

今年前三季，銀行業金融機構純利潤按年增長 7.9%，達到 1.4 萬億元，增速較去年同期回升 4.6 個百分點。如前文所言，息差成為目前決定銀行盈利能力的最主要因素，而在這一點上，受現行貨幣政策和去杠杆影響，市場利率的抬升令大小行在業績表現上產生分化，資金充裕、資產品質較穩固的大行將率先復蘇，而中小型銀行息差方面依然承壓。

過去數年持續蓬勃增長的非息收入，今年在強監管環境下增速明顯放緩，三季度佔比為 23.6%，較去年同期下跌 1.1 個百分點。一方面，受表外理財業務及同業業務收縮、保險新規等政策影響，銀行業的淨手續費及傭金業務結構產生變化，機構、同業理財類及保險代銷業務相關收入下降，而更多與實體經濟及民生相關的業務，如銀行卡、結算等，以及與居民收入增長相關的個人理財類需求則持續增長。另一方面，市場利率上升，也造成了一部分銀行可供出售類債券投資產生浮虧。

在理財、保險代銷等非息收入增長的主力軍動能減弱後，許多銀行也已經開始探索新的收入增長點，畢竟從歷史趨勢和國際經驗來看，銀行業拓展更為多樣化的收入來源、減少對傳統業務的依賴是大勢所趨。目前看來，發展以供應鏈金融、現金管理等業務為主要內容的交易銀行是許多銀行著眼的方向之一。供應鏈金融服務是銀行為其核心公司客戶的上下游企業提供應收賬款的融資服務，以解決這些企業的短期資金缺口問題，利用大資料等先進科技逐漸向線上遷移，在為客戶提供更綜合化的服務，增強客戶粘性的同時，還有利於銀行深入行業、打造行業融合生態圈，符合金融服務實體經濟的政策指引。除此以外，大力發展投行業務、資管業務也是許多銀行繼續拓展非息收入的重要方向。

對於曾經高度依賴理財、代銷等業務拉動非息收入增長的部分中小型銀行來說，受監管衝擊影響的時間較長，同時進行非息收入業務轉型、轉換增長點也需要一定時間。因此，在傳統業務成為業績主導因素的情況下，貸款穩定增長、資金來源充足、投資能力強、資產品質穩固以及非息收入業務規範且多樣性較高的銀行，應當成為盈利復蘇的第一梯隊。而國有大行在這幾個方面明顯較其他銀行具有優勢，值得投資者首先關注。

估值

今年以來，H 股上市銀行的股價表現基本與其基本面的改善程度呈正相關。招商銀行一枝獨秀，年初至今漲幅高達 83%，傳統“四大行”累計升幅也分別達到了 13%至 36%。但整體而言，由強監管及偏緊的流動性帶來的資產負債表結構性調整影響仍在持續，盈利能力的回升和資產品質拐點也尚未得到確認，銀行業板塊的估值依然偏低。未來一年中，以之前預測的條件而言，不足以為整個板塊帶來向上重估的可能性。銀行較高的股息率對於追求穩定回報的投資者依然具備一定吸引力，但部分中小銀行或受資本充足率及盈利限制，對派息政策進行調整。

正如前文所言，我們預計大行在本輪銀行業盈利復蘇中將成為領跑者，因此在行業首選方面，我們推薦工商銀行（1398 HK，持有）。在資金市場偏緊的情況下，擁有廣闊資金來源的工行一方面可以作為拆出方享受市場利率爬升帶來的收益率上升，另一方面，優質充足的負債也為其提供了較低的資金成本，息差得以擴大。資產品質方面，工行也不斷加大清收和處置力度，料未來資產品質能夠保持穩定，對該行盈利能力的恢復也產生一定支持。此外，作為國有大行，工行的資產投向更具政策趨向性，料其資產規模將保持穩健增長。

圖 279：H 股上市銀行今年以來股價變動情況

类型及公司名称	股份代码	股价变动		
国有大型商业银行		1个月	3个月	年初至今
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		1个月	3个月	年初至今
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		1个月	3个月	年初至今
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		1个月	3个月	年初至今
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%

資料來源：彭博、招銀國際；截至 2017 年 11 月 8 日；“不適用”表示該股份於今年年內上市

圖 280：國有大銀行估值及股息率

公司名称	股份代码	市帳率			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%

資料來源：彭博、招銀國際

圖 281：股份制銀行估值及股息率

公司名稱	股份代碼	市帳率			股息率		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
中信銀行	998 HK	0.62	0.56	0.51	4.9%	4.9%	5.0%
中國光大銀行	6818 HK	0.59	0.61	0.55	3.1%	3.4%	3.7%
中國民生銀行	1988 HK	0.71	0.65	0.58	4.2%	3.9%	4.0%
招商銀行	3968 HK	1.77	1.57	1.40	2.6%	2.9%	3.2%
浙商銀行	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%

資料來源：彭博、招銀國際

圖 282：城商行估值及股息率

公司名稱	股份代碼	市帳率			股息率		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
哈爾濱銀行	6138 HK	0.58	0.50	0.44	4.7%	6.2%	7.3%
重慶銀行	1963 HK	0.70	0.62	0.56	5.5%	6.1%	6.3%
徽商銀行	3698 HK	0.72	0.70	0.62	4.7%	3.7%	4.0%
中原銀行	1216 HK	0.91	0.82	0.79	0.0%	7.4%	7.4%
天津銀行	1578 HK	0.72	不適用	不適用	4.1%	不適用	不適用
青島銀行	3866 HK	1.26	不適用	不適用	3.7%	不適用	不適用
盛京銀行	2066 HK	0.65	不適用	不適用	4.9%	不適用	不適用
鄭州銀行	6196 HK	0.95	不適用	不適用	5.8%	不適用	不適用
錦州銀行	416 HK	1.33	不適用	不適用	2.0%	不適用	不適用
平均值		0.87	0.66	0.60	3.9%	5.9%	6.3%

資料來源：彭博、招銀國際

圖 283：農商行及郵儲行估值及股息率

公司名稱	股份代碼	市帳率			股息率		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
重慶農村商業銀行	3618 HK	0.82	0.72	0.64	4.3%	4.5%	5.0%
吉林九台農村商業銀行	6122 HK	1.34	不適用	不適用	7.3%	不適用	不適用
廣州農商銀行	1551 HK	1.02	不適用	不適用	4.4%	不適用	不適用
郵儲銀行	1658 HK	0.89	0.80	0.72	1.9%	2.6%	2.9%

資料來源：彭博、招銀國際

中國保險業板塊

同步大市

分析師：丁文捷，博士 - dingwenjie@cmbi.com.hk

分析師：徐涵博 - xuhanbo@cmbi.com.hk

回歸保障本源，期待結構性機會

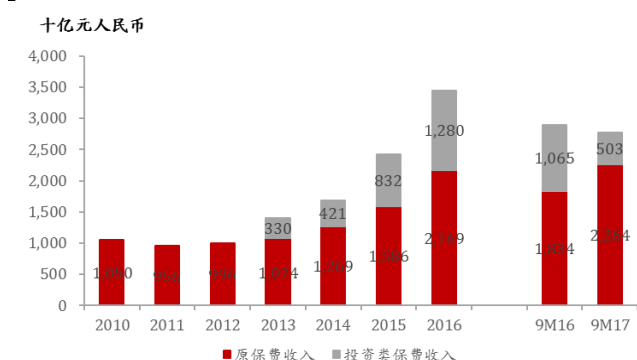
保險業是朝陽行業中發展方向較為確定和“靠譜”的行業。相信經過 2017 年監管收緊、行業規範之後，保險行業的競爭格局將更為健康。健康和養老保險作為改善民生和“補短板”的關鍵領域，將繼續受惠於服務性消費升級和政策扶持，有望成為未來幾年保險投資的風口。此外，科技附能保險，互聯網滲透率提升，也將在用戶理賠體驗、保險產品定價和成本控制、精準銷售等方面為保險行業的長足發展添磚加瓦。近年來，上市龍頭險企積極推進業務結構改革、聚焦長期保障型產品，提前積極佈局健康、養老、科技保險等新興領域，有望迎來持續收穫期。我們認為 2018 年上市險企承保端業務結構將持續優化、壽險新業務價值穩健增長，此外，投資表現趨勢向好，準備金壓力降低，將給上市險企的發展帶來結構性的機會。

壽險回歸保障本源，長期增長邏輯不變

壽險保費收入增長仍舊強勁

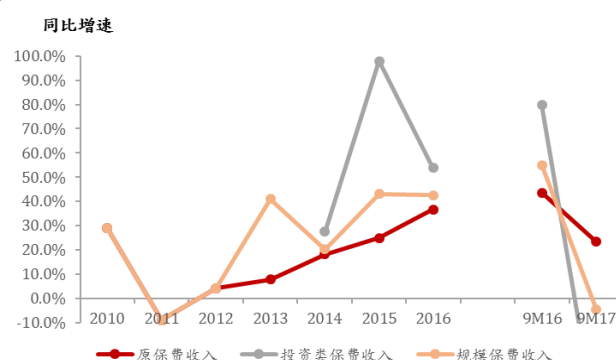
2017 年 1-9 月，人身險公司實現原保費收入 2.26 萬億元，同比增長 23.4%。儘管增速同比下降約 20 個百分點，該增長依舊可觀，原因在於：（1）家庭財富積累；（2）消費者對人身及健康保障的需求和保險意識提高；以及（3）“十三五”計畫旨在促進保險滲透率及保險密度。從業務結構看，人身險行業回歸保險本源（即保障型業務）：投資類保費收入同比下降 52.7%，導致規模保費收入下降 4.5%。

圖 284：2017 年 1-9 月，人身險公司實現原保費收入 2.26 萬億元



資料來源：保監會，招銀國際

圖 285：2017 年 1-9 月，人身險公司原保費和規模保費增速放緩



資料來源：保監會，招銀國際

圖 286：2017 年 1-9 月，上市壽險企業原保費增速對比行業增速

公司	股票代碼	原保費收入（百萬元人民幣）			規模保費收入（百萬元人民幣）		
		9M17	9M16	同比	9M17	9M16	同比
中國人壽	2628 HK	449,989	376,302	19.6%	515,799	496,432	3.9%
平安人壽	2318 HK	297,907	218,491	36.3%	376,051	291,771	28.9%
太保人壽	2601 HK	153,346	117,335	30.7%	164,722	128,377	28.3%
人保人壽	1339 HK	98,147	95,351	2.9%	107,482	105,771	1.6%
新華保險	1336 HK	89,840	93,418	-3.8%	94,079	96,978	-3.0%
太平人壽	0966 HK	97,758	76,492	27.8%	101,564	80,793	25.7%
行業		2,264,038	1,834,334	23.4%	2,767,352	2,899,034	-4.5%

資料來源：保監會，招銀國際

2017 年前三季度，傳統上市壽險企業市場份額（按原保費計算）為 52.4%，較 2016 年的 53.2% 下降 0.8 個百分點。

圖 287：2017 年 1-9 月，上市壽險企業原保費市場份額略有下降

公司	股票代碼	9M17 市場份額		2016 年市場份額	
		%	排名	%	排名
中國人壽	2628 HK	19.9%	1	19.9%	1
平安人壽	2318 HK	13.2%	2	12.7%	2
太保人壽	2601 HK	6.8%	4	6.3%	3
人保人壽	1339 HK	4.3%	6	4.8%	7
新華保險	1336 HK	4.0%	8	5.2%	5
太平人壽	0966 HK	4.3%	7	4.4%	9
上市壽險公司合計		52.4%		53.2%	

資料來源：保監會，招銀國際

壽險業務結構加快調整，新業務價值持續增長

上市壽險企業業務結構加快調整，首年期交保費在首年保費中的佔比顯著提升。2017 年上半年，新華保險和人保壽險首年期交保費在總首年保費中的佔比分別同比提升 54.2 個百分點和 9.0 個百分點，太平人壽、平安人壽、中國人壽分別提升 13.6、7.5 和 5.3 個百分點。太保壽首年期交保費在首年保費中的佔比達 96.7%，與去年同期持平。續期保費在總保費中的佔比亦有相應提升，驅動未來的保費可持續增長。

圖 288：2017 上半年，首年期繳及續期業務佔比提升

公司	股票代碼	2012	2013	2014	2015	2016	1H16	1H17
首年期交/首年保費								
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%
续期保費/总保費								
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%

資料來源：公司，招銀國際

在“保險姓保”的大環境下，行業普遍聚焦長期保障型等新業務價值率較高的產品。在首年期繳保費和新業務價值率雙輪驅動下，2017 年上半年，上市險企平均新業務價值同比增速達 51.8%，同比提升 4.3 個百分點。其中，太平人壽、太保人壽新業務價值分別增長 63.4%、59.0%，高於上市公司平均。我們預計 2018 年，上市壽險企業業務結構持續優化，長期保障型業務佔比繼續提升，新業務價值有望實現穩健增長。

圖 289：2017 上半年，上市壽險企業新業務價值平均同比增速為 51.8%

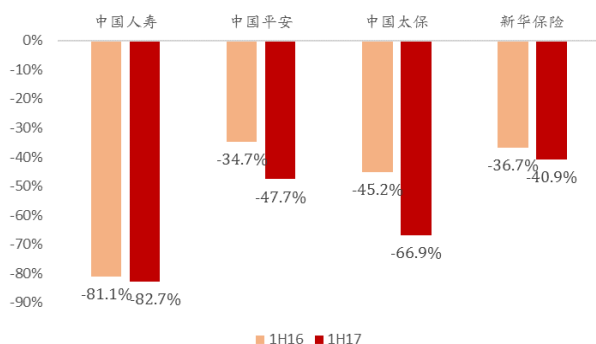
公司	股票代碼	1H17 (百万人民币)	1H16 (百万人民币)	同比增速
中国人寿	2628 HK	36,895	28,021	31.7%
中国平安	2318 HK	38,551	26,370	46.2%
中国太保	2601 HK	19,746	12,419	59.0%
人保集团	1339 HK	3,907	2,152	81.6%
新华保险	1336 HK	7,153	5,553	28.8%
中国太平 (百万港币)	0966 HK	8,115	4,965	63.4%
平均				51.8%

資料來源：公司，招銀國際

準備金計提壓力料將減輕

近年來，由於風險貼現率假設變化，準備金增長為壽險公司盈利帶來壓力。量化來看，2017 年上半年該負面影響與 2016 年同期相當。1H2017 由於假設變動造成的準備金增長佔上市壽險公司稅前收入的比例分別為：中國人壽 82.7%，平安人壽 47.7%，太保人壽 66.9%，新華保險 40.9%。在審慎中性的貨幣政策下，中國國債收益率曲線自今年以來有所上揚，750 日移動均線趨於平穩。若假設國債收益率於未來幾年保持在現有水準（十年期~3.8%），則我們預計 750 移動平均將最早於 2018 年一季度步出穀底，準備金壓力或將減輕。

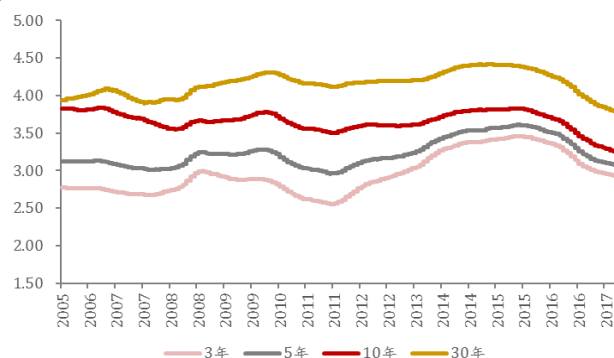
圖 290：假設變動造成的準備金變化佔稅前利潤百分比



資料來源：公司，招銀國際

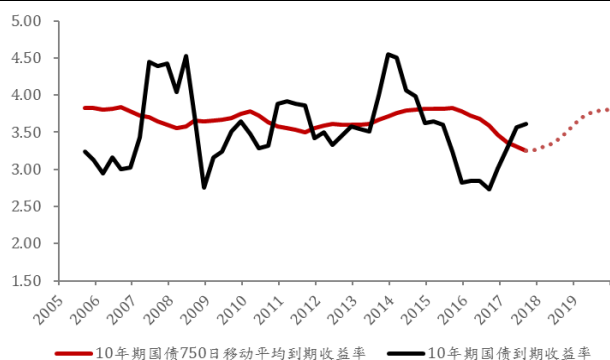
*中國平安及中國太保僅包含壽險業務稅前利潤

圖 291：750 日移動平均國債到期收益率曲線



資料來源：萬德，招銀國際

圖 292：我們預測基準風險貼現率將於 2018 年一季度步出穀底



資料來源：萬德，招銀國際預測。

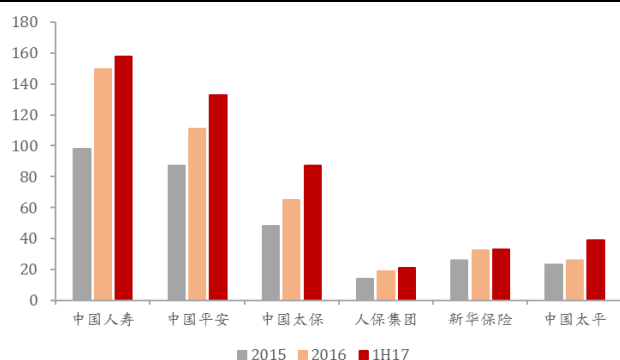
*注：預測值以虛線表示

壽險行銷員隊伍建設從擴量到提質

2015-2016 年，壽險公司把握行業高速增長、行銷員資格考試取消等契機，並結合自身轉型策略，大力擴充行銷員隊伍。而從今年起，隊伍管理的重點從擴量轉向提質。2017 年上半年，六家上市壽險公司代理人總數達到 471 萬人，較 2016 年末增長 16.6%。該增速與去年同期相比下降 3.5 個百分點。在總結半年經營業績時，各家上市險企不約而同提到提升代理人隊伍品質。其中，中國人壽著力改善隊伍質態，個險管道季均有效人力較 2016 年底增長 39.4%；平安人壽代理人隊伍品質齊升，月人均首年規模保費較 2016 年底增長 18.2%；太保人壽堅持人力和產能“雙輪驅動”，月均健康人力和績優人力同比分別增長 44.9%和 49.2%；人保人壽隊伍銷售能力持續提升，月人均首年規模保費較 2016 年底增長 76.76%；新華保險月均舉績人力同比增長 7.3%；太平人壽月人均保費同比增長 46.42%。

我們預計 2018 年各上市險企增員繼續放緩，產能提升。在產品更注重保障屬性的背景下，銷售人員的知識儲備、教育培訓也亟待加強。在保持銷售隊伍穩定的前提下，進一步提升銷售能力，提升服務能力，使銷售人員的素質和能力都有大幅度的提升，應該是保險公司未來工作的重點。整體來看，中國的保險行銷員隊伍在綜合素質和能力方面，與發達國家和地區的保險行銷員之間仍存在較大的差距，具備提升空間。

圖 293：保險代理人隊伍增員放緩



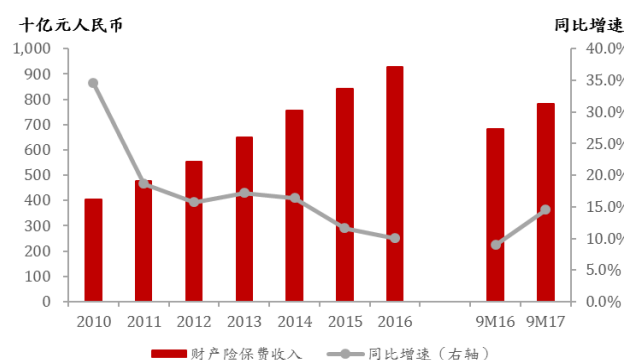
資料來源：公司，招銀國際

財險：增速復蘇，綜合成本率穩定

宏觀經濟向好帶動財產險保費增速復蘇

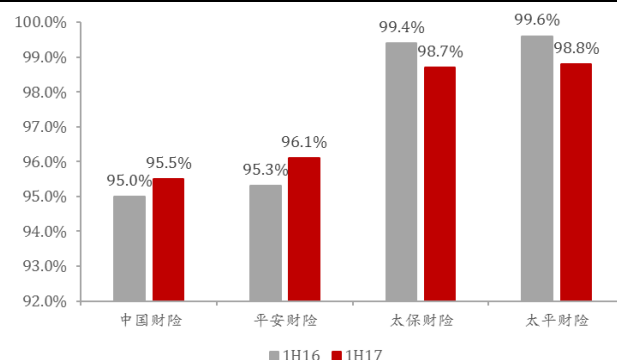
2017 年 1-9 月，財產險公司實現原保費收入 7,817 億元，同比增長 14.5%，較去年同期上升 5.5 個百分點。在三大財險企業中，人保財險（2328 HK）前三季度保費收入同比增長 11.8%，平安財險（2318 HK）和太保財險（2601 HK）保費增速分別為 23.6%和 8.8%。2017 年上半年，太保財險、太平財險綜合成本率同比下降，中國財險、平安財險綜合成本率略有上升。

圖 294：2017 年 1-9 月，財產險公司保費收入增速上升



資料來源：保監會，招銀國際

圖 295：2017 上半年上市財險公司綜合成本率



資料來源：公司，招銀國際

圖 296：2017 年 1-9 月，上市財險企業原保費增速對比行業增速

公司	股票代码	原保費收入 (百萬元人民幣)			9M17 市場份額		2016 年市場份額	
		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%				

資料來源：保監會，招銀國際

承保利潤穩中承壓

2017 年上半年，上市財險公司綜合成本率均保持在令人滿意的水準：中國財險 95.5%，同比提升 0.5 個百分點；平安財險 96.1%，同比提升 0.8 個百分點；太保財險 98.74%，同比下降 0.7 個百分點；太平財險 98.8%，同比下降 0.8 個百分點。2018 年，我們預測承保利潤或將小幅收縮，主要由於二次車險費率改革的深化。儘管我們認為費率改革利好擁有更強定價能力及費用管控能力的財險巨頭，但是短期來看，我們預期保費收入增長將有所放緩，賠付率或將提升。2017 年上半年中國財險及太保財險的車險綜合成本率分別同比提升 0.6 及 0.4 個百分點。

圖 297：2017 上半年財險保費收入及綜合成本率

	中國財險 2328 HK	中國平安 2318 HK	中國太保 2601 HK	中國太平 966 HK
保費收入及增長				
保費收入（人民幣百萬元）	179,317	103,443	51,964	10,684
保費收入同比增長	11.0%	23.5%	5.7%	17.5%
市場佔有率	34.0%	19.6%	9.8%	2.0%
車險保費（人民幣百萬元）	112,242	80,260	39,843	9,502
車險保費同比增長	9.8%	13.6%	5.8%	15.2%
車險保費/保費收入	62.6%	77.6%	76.7%	88.9%
非車險保費（人民幣百萬元）	31,925	23,183	12,642	2,580
非車險保費同比增長	18.5%	76.2%	9.3%	0.3%
綜合成本率				
賠付率（%）	60.9	58.8	60.9	48.9
賠付率同比變化（百分點）	0.7	3.9	-0.3	-1.5
費用率（%）	34.6	37.3	37.8	49.9
費用率同比變化（百分點）	-0.2	-3.1	-0.4	0.7
綜合成本率（%）	95.5	96.1	98.7	98.8
綜合成本率同比變化（百分點）	0.5	0.8	-0.7	-0.8

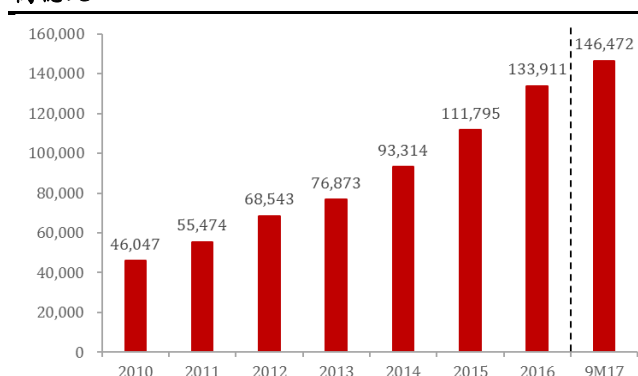
資料來源：公司，招銀國際

投資表現：拐點形成，穩中向好

利率上行、股市回歸理性，投資收益穩步增長

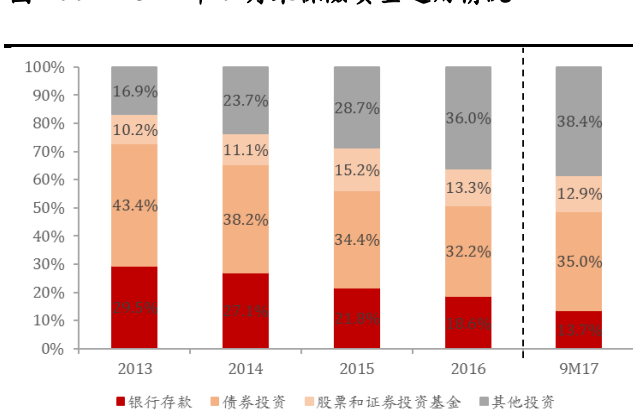
行業層面，2017 年 9 月末，保險資金運用餘額達到 14.65 萬億元，較 2016 年末增長 9.38%。其中，銀行存款佔比 13.73%，較年初下降 4.82 個百分點；債券佔比 35%，上升 2.85 個百分點；股票和證券投資基金佔比 12.86%，下降 0.42 個百分點；其他投資佔比 38.41%，上升 2.39 個百分點。

圖 298：2017 年 9 月末，保險資金運用餘額達 14.46 萬億元



資料來源：保監會，招銀國際

圖 299：2017 年 9 月末保險資金運用情況

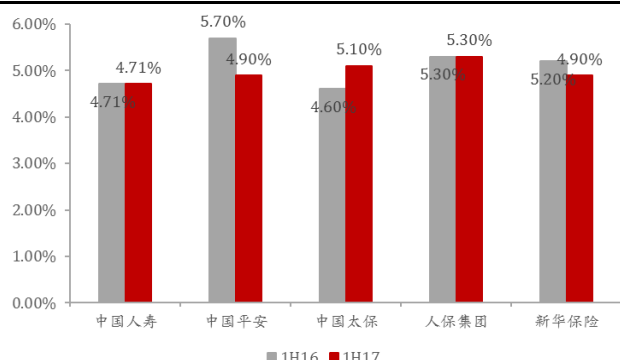


資料來源：保監會，招銀國際

2017 年上半年，上市險企的淨投資收益率和總投資收益率大體保持穩定。其中，中國人壽、中國平安、中國太保和人保集團總投資收益率較去年同期有所提升。A 股市場總體運行平穩，上證綜指自年初至今累計上漲近 10.5%，保險資金亦可通過港股通分散風險，整體的權益類投資收益率應該有所提升。可供出售金融資產的減值損失也有不同程度的收窄或者

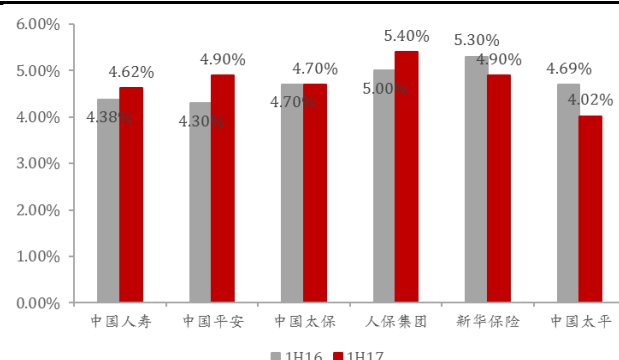
由負轉正，推動險企淨資產穩步增長（三季度末與去年末相比，中國人壽淨資產+6.3%，平安+16.9%，太保+3.0%，新華保險+7.6%）。

圖 300：2017 年上半年上市險企淨投資收益率



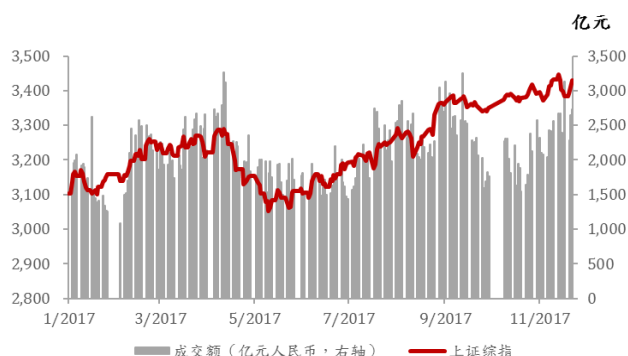
資料來源：公司，招銀國際

圖 301：2017 年上半年上市險企總投資收益率



資料來源：公司，招銀國際

圖 302：上證綜合指數從 2017 年初至今上漲約 10.5%



資料來源：萬德，招銀國際

立足國家戰略，支援實體經濟

保險資金具有規模大、期限長、要求穩定回報等屬性，而中國經濟發展在推進“品質、效率、動力”三個變革的過程中，也給保險資金提供了廣泛的運用空間。上市央企立足國家戰略，在滿足股東利益最大化的同時，也承擔著更多的社會責任，例如：（1）推動經濟的轉型升級，加大對戰略性新興產業的投資，如中國人壽設立 120 億大健康基金，以及與百度合作成立 140 億規模的百度基金參與人工智慧等方面股權投資。（2）參與和推動國企改革，如中國人壽參與中國聯通混合所有制改革；（3）參與“債轉股”，降低國企杠杆，如中國人壽投資 20 億元參與中國船舶重工債轉股專案、向中國鋁業進行 100 億元債權投資；（4）通過債權、股權計畫參與基礎設施建設，服務國家“一帶一路”、京津冀協同發展等區域發展戰略。

監管從嚴具體化，促進行業健康穩定發展

保險牌照收緊，行業准入更嚴

在“堅決防止出現大股東操縱現象，不能使保險機構異化為少數人的融資平臺”背景下，與去年 20 家保險公司拿到牌照的情況相比，截至 2017 年 10 月底，僅有 4 家保險公司獲批籌建，且批復時間均為年初。可以說，目前保險牌照發放基本處於停滯狀態。當然，這其中也受到保監會內部人員調整、監管反思的影響。

圖 303：截至 2017 年 10 月底僅有 4 家保險公司獲得牌照

批准日期	公司名	公司種類	發起人	註冊資本
11/1/2017	海保人壽保險股份有限公司	壽險	海馬投資集團有限公司、海思科醫藥集團股份有限公司、易聯眾信息技術股份有限公司、深圳市智信利達投資有限公司、舜元建設（集團）有限公司、深圳市仲山裕華投資發展有限公司、海南新建橋經濟發展有限公司、本源建設（北京）資產管理有限公司	15 億元
25/1/2017	國富人壽保險股份有限公司	壽險	廣西投資集團有限公司、廣州唯品會信息科技有限公、吉安新華廣告傳媒有限公司、北京信申科技投資股份有限公司、湖北三峽華翔集團有限公司、廣西日報傳媒集團有限公司、上海恒建建材市場管理股份有限公司、廣西名都生態科技發展有限公司	15 億元
24/1/2017	國寶人壽保險股份有限公司	壽險	四川發展（控股）有限責任公司、成都先進製造產業投資有限公司、中金國泰控股集團有限公司、上海中九投資（集團）有限公司、四川商發展控股集團有限公司、重慶金陽房地產開發有限公司、四川雄飛集團有限責任公司、成都市天鑫洋金業有限責任公司、新希望投資有限公司	15 億元
25/1/2017	融盛財產保險股份有限公司	財產險	東軟集團股份有限公司、沈陽新松機器人自動化股份有限公司、遼寧省交通規劃設計院有限責任公司、上海弘瑞房產經紀有限公司、北方聯合出版傳媒（集團）股份有限公司、大連匯龍投資控股集團有限公司	10 億元

資料來源：保監會，招銀國際

2017 年 7 月，保監會對《保險公司股權管理辦法（第二次徵求意見稿）》公開徵求意見。此次徵求意見稿不僅提高了對保險公司股東的品質要求，而且與第一次徵求意見稿相比，規定更加詳細：（1）保險公司股東分類由三類增加為四類，且出資門檻提高；（2）不得成為保險公司控制類股東的情形由四項增加為十項。隨著《辦法》出臺落地，相信牌照發放會逐步恢復。然而，保監會亦曾表明，“監管部門的工作重點是監管，而非做大行業”，未來對於籌建保險公司的審核與前幾年相比，無疑會更加嚴格。

圖 304：《保險公司股權管理辦法（徵求意見稿）》對比

第二次征求意见稿			第一次征求意见稿	
保險公司 股東分類	財務Ⅰ類	持有保險公司股權不足 5%	財務類	持有保險公司股權不足10%
	財務Ⅱ類	5%以上，但不足15%		
	戰略類	15%以上，但不足30%	戰略類	10%以上，但不足20%
	控制類	30%以上，或者其出資額、持有的股份所享有的表決權已足以對保險公司股東會、股東大會決議產生重大影響	控制類	20%以上,或足以對保險公司經營管理產生控制性影響
控制類股東 負面清單	現金流量波動受經濟景氣影響較大的		現金流量波動受經濟景氣影響較大的	
	在公開市場上有不良投資行為記錄的		在公開市場上有不良投資行為記錄的	
	曾經有不誠信商業行為，造成惡劣影響的		曾經有不誠信商業行為，造成惡劣影響的	
	曾經被有關部門查實存在不正當行為的		曾經被有關部門查實存在不正當行為的	
	經營計劃不具有可行性的			
	財務能力不足以支持保險公司持續經營的			
	核心主業不突出且經營範圍涉及行業過多			
	公司治理結構與機制存在明顯缺陷的			
	關聯企業眾多、股權關係複雜且不透明、關聯交易頻繁且異常的			
	中國保監會規定的其他情形			

資料來源：保監會，招銀國際

產品新規和“雙錄”：短期陣痛，然而長期利好，上市險企影響可控

134 號文和“雙錄”新規。產品方面，保監人身險[2017]134 號《關於規範人身保險公司產品開發設計行為的通知》於 2017 年 10 月 1 日正式生效。險企順應新規要求，調整了 2018 年“開門紅”階段的產品設計。目前發佈的“開門紅”產品與去年相比有明顯變化：如：（1）“第 5、6 個保單年度末返還”取代了短期返還；（2）萬能險不再以附加險形式存在；（3）保障性質提升。銷售方面，11 月 1 日起，保監人身險[2017]136 號《保險銷售行為可回溯管理暫行辦法》正式實施。《辦法》要求對銷售過程關鍵環節錄音錄影（“雙錄”），通過可回溯管理，規範保險銷售行為，維護保險消費者權益，促進行業健康發展。

我們預計產品新規對 2018 年（特別是開門紅階段）上市險企保費收入的影響可控。從目前開門紅籌備推進的情況看，各保險公司開門紅主打產品路徑比較清晰：多以分紅型年金產品領銜，如平安壽險“豐越人生年金保險（分紅型）”，太保壽險“聚寶盆年金保險（分紅

型)”，太平人壽“卓越至尊終身年金保險(分紅型)”等。部分企業推出分紅年金與萬能的雙主險組合，如太保“聚寶盆年金保險”搭配“財富贏家年金保險(萬能型)”。預計 134 號文和“雙錄”將使 2018 年保險行業保費增速承壓，但以往注重理財產品銷售的公司將面臨更大的壓力，而由於上市龍頭險企一直比較注重發展保障型業務和期繳業務，在銷售方面積累了較多的經驗，因此對於上述監管帶來的不利影響抗壓性較強。長遠來看，保險產品回歸保障型業務，將使得行業競爭格局更為健康。壽險巨頭或借此機會強化優勢，從激進的保險公司手中收復失地。

圖 305：上市險企 2018 年“開門紅”產品

產品名稱	首次返還	萬能型雙主險	保障
中國人壽 國壽盛世享享年金保險(分紅型)	合同生效第5年末	國壽鑫尊寶終身壽險(萬能型)(A款) 國壽鑫尊寶年金保險(萬能型)(B款)	子女教育、養老儲蓄、財富增值
中國平安 平安星越人生年金保險(分紅型)	合同生效第5年末	-	少儿版：教育、儲蓄； 成人版：養老保障、資產傳承
中國太保 聚寶盆年金保險(分紅型) 附加未來星教育金兩全保險(分紅型)	合同生效第5年末	財富贏家年金保險(萬能型)	教育、養老、傳承
人保集團 鑫盛人生年金保險(分紅型) 附加投保免賠保險費定期壽險(A款) 附加投保免賠保險費重大疾病保險 附加安心呵護住院費用醫療保險 附加安心呵護住院定額給付醫療保險 附加安心呵護意外傷害保險	合同生效第5年末	品質金賬戶年金保險(萬能型)	少儿教育、財富增值
新華保險 美利金生A款終身年金保險(分紅型) 附加康健華貴A款醫療保險	合同生效第5年末	天利年金保險(萬能型)	養老、財富增值、醫療保障
中國太平 太平卓越至尊終身年金保險(分紅型)	合同生效第5年末	可搭配多款萬能賬戶	財富安全、財富傳承、子女教育

資料來源：根據新聞整理

互聯網保險方興未艾

保險與科技結合的趨勢日益顯現。對於保險公司而言，互聯網保險的管道化、自動化與智慧化可以拓寬銷售管道、提升服務水準、優化產品定價以及創新保險產品。而對於互聯網公司而言，互聯網保險是資料開發與流量變現的途徑之一。根據保監會統計，2017 前三季度，互聯網保險快速發展。4 家互聯網保險公司實現保費收入 64.64 億元，同比增長 133.77%；銷售保單 44.56 億件，同比增長 110.13%。眾安保險(6060 HK)上半年實現保費收入 24.9 億元，同比增長 84.3%。

圖 306：2017 年互聯網保險快速發展

公司名稱	產品名稱	科技應用	保險應用
5月	螞蟻金服 車險分	人工智能	車險定價
7月	螞蟻金服 定損寶	人工智能	車險定損
8月	中保協 車險理賠服務平台	共享經濟	車險理賠
9月	中國太保 阿爾法保險	人工智能	保險顧問
	中國平安 智能認證	人工智能	投保、理賠、客服、保全
	中國平安 智能閃賠	人工智能	車險定損
	中國保信 事故車定損云平台	大數據	車險定損
	中國財險 智能人傷云平台	人工智能	人傷理賠
	眾安科技 步步雞	區塊鏈	農險

資料來源：中國金融新聞網，招銀國際

雖然以參股、控股、籌建保險公司等方式進入保險業的門檻提高，不過互聯網科技公司可以收購保險仲介牌照，代理其他傳統保險公司的產品，通過保險場景實現流量變現。根據媒體統計，目前已有百度金融收購黑龍江聯保龍江保險經紀、螞蟻金服獲批杭州保進保險代理、騰訊獲批微民保險代理。互聯網巨頭的加入，將豐富保險供給結構、開拓場景化保險和科技保險的藍海市場。

健康、養老有望成為投資風口

壽險行業正在發生深刻變革，無論是壽險公司的產品設計還是經營策略，都將更多聚焦於養老、醫療等方面的保障性需求。

健康險增速有望重回快車道

由於銷售理財型產品，去年健康險行業增速較高；今年，在“保險姓保”的大環境下，健康險行業增速回落，銷售產品多為短期醫療險及長期重疾險。2017 年前三季度，健康險業務原保費收入 3,583 億元，同比增長 4.45%。

圖 307：健康險行業保費收入累計同比增速



資料來源：保監會，招銀國際

與行業形成對比的是，2017 上半年，上市險企健康險業務保費收入增長普遍高於行業，且短期健康險增速下滑幅度低於行業。其中，中國人壽健康險業務同比增長 21.3%，得益於長期保障型業務快速發展；中國平安、中國太平長期健康險分別同比增長 53.2%及 87.3%；太保壽險在快速發展長期保障型業務的同時（同比增長 73.2%），致力於打造太保安聯健康險的專業經營能力，後者實現保險業務及健康險管理費 5.67 億元人民幣，同比增長 97.6%；人保財險旗下大病保險快速增長，其意外及健康險保費收入同比增長 29%。新華保險主打“健康無憂”系列重疾險產品，保障水準不斷提升，健康險業務保費收入同比增長 43.9%。

我們預計 2018 年，健康險產品在完成風格切換後，保費增速將得到回升。隨著人口結構的老齡化和居民收入的提升，對於醫療健康服務的消費需求日益增強。然而目前商業健康險市場存在一定的“短板”，如產品不夠豐富、保障不夠全面、理賠過程較為複雜等，也為保險公司提供了改進和發展的空間。此外，保險公司正積極佈局大健康產業，未來可與其他保險業務產生協同效應，成為新的利潤來源之一。

圖 308：2017 年上半年上市險企健康險保費收入及增速

(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)

資料來源：公司，招銀國際

養老險再獲政策垂青

政策助推以及壽險行業聚焦保障本源的變革有望將商業養老保險發展帶入快車道。國務院辦公廳已下發《關於加快發展商業養老保險的若干意見》，明確要求 2017 年年底前啟動個人稅收遞延型商業養老保險試點。雖然稅延養老險與稅優健康險同樣面臨稅收操作的難點，但是健康險是消費型產品，而養老險是儲蓄型產品，如果產品設計能夠滿足投保人養老保障的需求，市場反響值得期待。

除試點稅延型保險產品之外，《意見》還指出，要“鼓勵保險機構投資養老服務產業”、“支援保險機構為養老機構提供風險保障服務”。目前已有 8 家保險公司投資了 28 個養老社區項目。今年 9 月，人保人壽獲批設立人保養管，主要從事養老運營管理、養老客戶服務等業務。長期護理險試點已在 15 個城市展開，中國人壽、平安養老、太平養老、太保人壽、人保健康等上市險企積極參與。雖然處於佈局階段，但是隨著中國步入老齡化社會、養老社區項目投入使用、對接長護理等保險產品，養老產業將為保險行業帶來新的利潤增長點。

估值進入修復通道

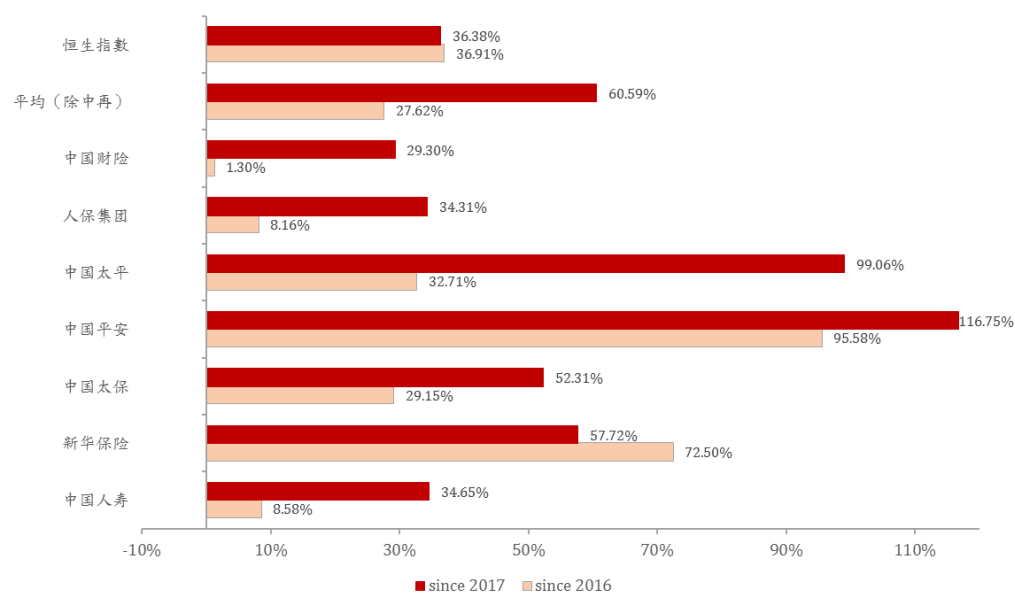
自年初以來，中國保險行業平均上漲幅度超過 60%，跑贏恒生指數（+36%），保險股估值進入修復通道。其中，中國平安（2318 HK）和中國太平（966 HK）漲幅均超過 99%，領跑同業。

保險股也受到南下資金的青睞，大多數個股（中國平安（2318 HK）、中國太保（2601 HK）、新華保險（1336 HK）、中國太平（966 HK）、人保集團（1339 HK）、中再保（1508 HK））通過港股通的持股量佔比呈現提升。

我們對於中國保險業，尤其是壽險行業的長遠前景感到樂觀，財險行業在宏觀經濟回暖的帶動下保費增速復蘇；2018 年保險行業仍存在結構性投資機會。目前，招銀國際覆蓋的傳統保險公司有三家：中國人壽（2628 HK）、中國太保（2601 HK）、新華保險（1336 HK）。此外，我們還覆蓋一家互聯網保險公司：眾安線上（6060 HK）。

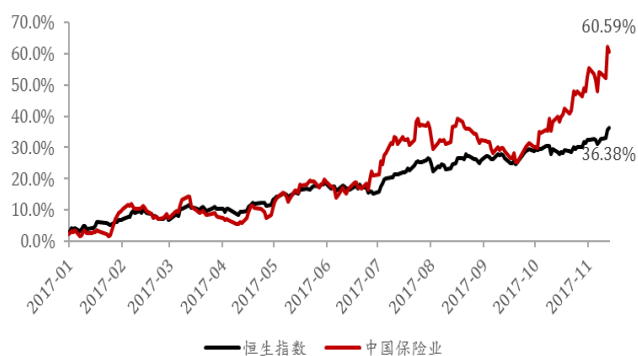
2018 年投資風險。包括，（1）保費增速下滑超預期（由於 134 文和“雙錄”影響）；（2）投資收益不及預期；（3）股市出現較大波動，可供出售金融資產減值損失超預期。

圖 309：中國保險公司自年初以來股價表現



資料來源：彭博，招銀國際

圖 310：股價表現：中國保險行業 vs. 恒生指數

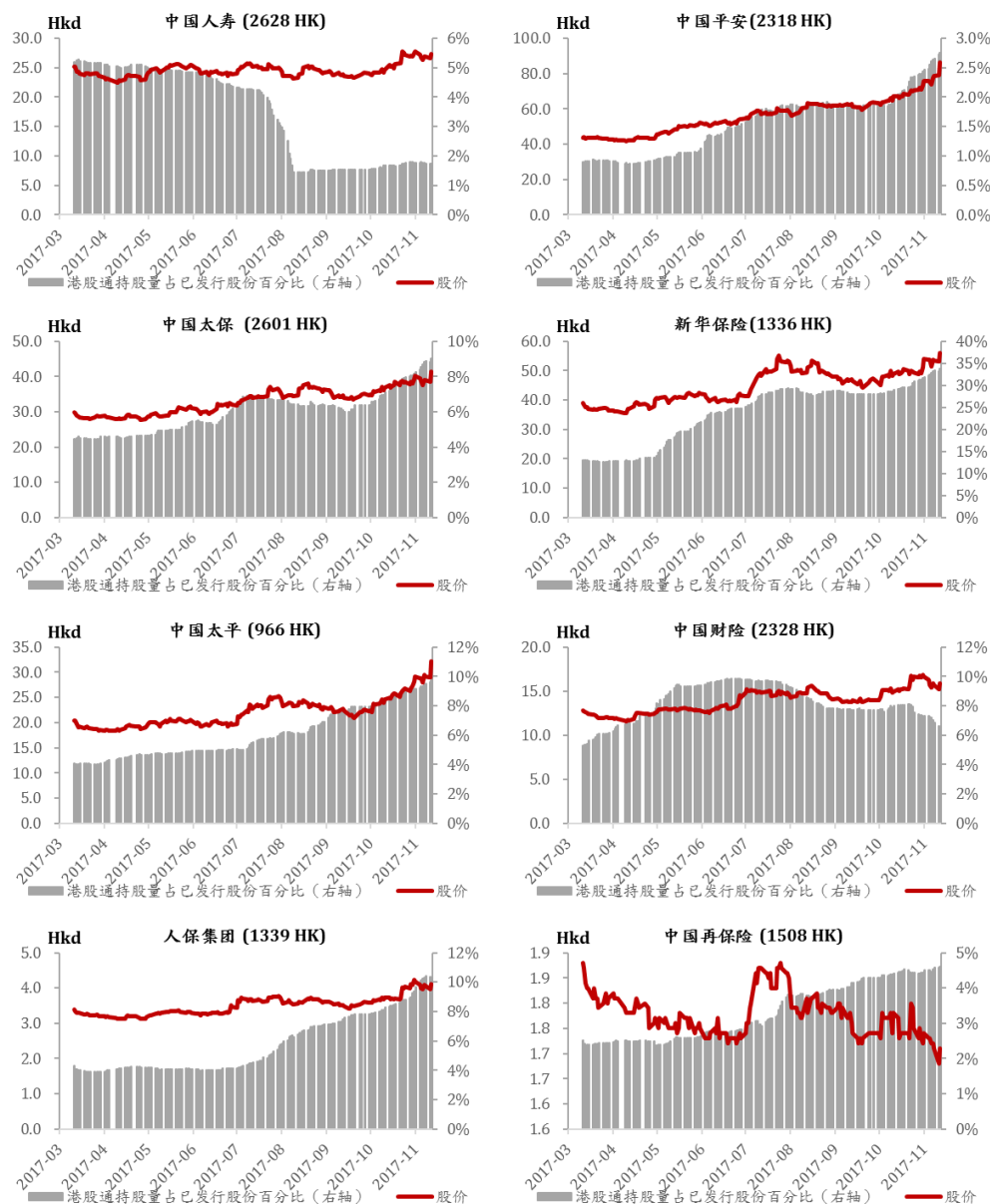


資料來源：彭博，招銀國際

圖 311：招銀國際預測覆蓋範圍

公司	股份代號	股價 (港元)	目標價 (Dec-18)	潛在升幅	評級	市盈率(x)		市帳率(x)		PEV(x)		股息率(%)	
						FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
中國人壽	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
中國太保	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
新華保險	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
眾安在線	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

資料來源：彭博，招銀國際預測

圖 312：多數保險股港股通持股量上升

資料來源：彭博，招銀國際

中國房地產服務板塊

同步大市

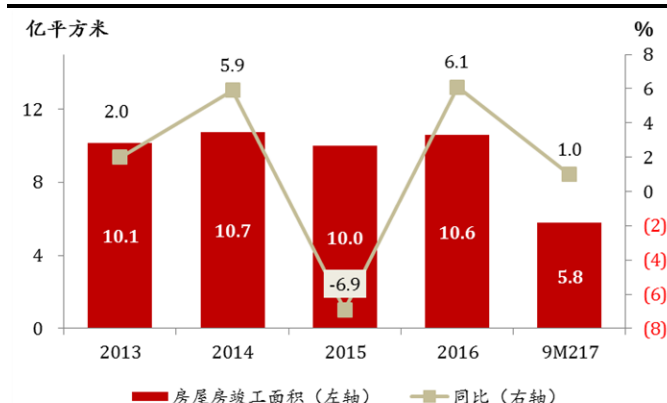
分析師：文幹森, CFA - samsonman@cmbi.com.hk

分析師：黃程宇 - huangchengyu@cmbi.com.hk

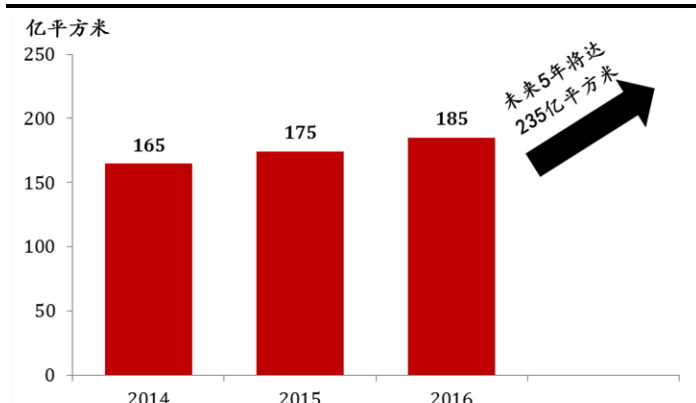
物業管理 - 萬億藍海待發掘
城镇化帶來的萬億市場規模

自 2014 年 3 月《國家新型城镇化規劃(2014~2020 年)》發佈實施以來，我國城镇化發展得到扎實有序推進。國家統計局的資料顯示，2016 年末，我國城市數量已達到 657 個。其中，直轄市 4 個，副省級城市 15 個，地級市 278 個，縣級市 360 個。與此同時，我國市轄區戶籍人口超過 100 萬的城市已經到了 147 個，城鎮常住人口比重達到了 57.4%。

城镇化進程推動了中國房地產市場持續發展，同時也為物業管理行業提供了廣闊的發展空間。根據中國指數研究院預測，預計未來五年全國商品住宅銷售面積為 52.6 億平方米，新開工面積為 50.6 億平方米，物業管理增量市場有 50 多億平方米的潛力可供挖掘，加上 2016 年全國物業管理面積約 185 億平方米，未來五年全國物業管理規模達 235 億平方米；按照 2016 年百強物業企業管理專案平均物業服務費計算，未來五年全國基礎物業管理市場規模約為 1.2 萬億元。

圖 313：全全國房屋竣工面積

資料來源：中國國家統計局

圖 314：全國物業管理面積

資料來源：中指院

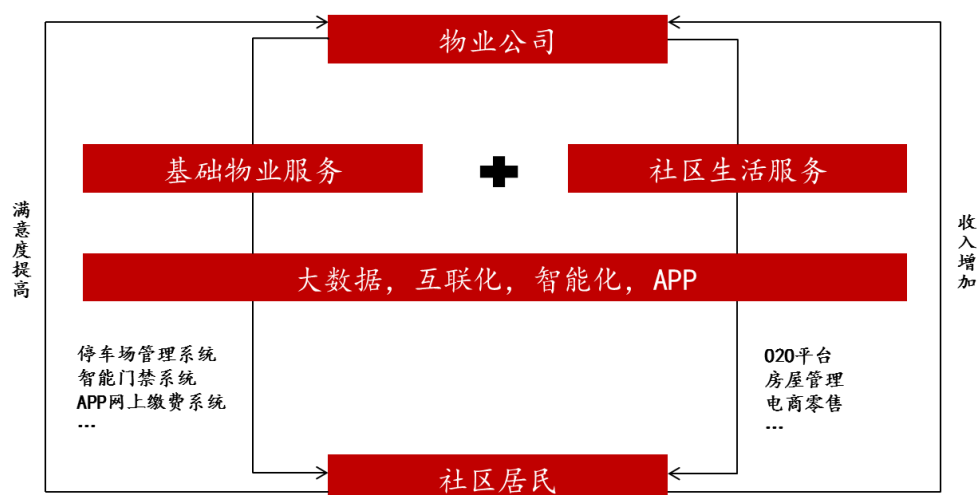
社區生活服務-另一個萬億市場

近年來，物業管理行業在“互聯網+”的大浪潮下順勢轉型，從傳統的勞工密集向集約化、自動化、智慧化、互聯化方向發展；從單一的經營模式轉向多元化經營策略。基礎物業管理通過大資料、雲計算等新技術構建智慧型社區，例如引進互聯網化的停車場管理系統、智慧門禁系統、APP 網上繳費系統，提高運營效率和服務水準，應對不斷攀升的人力成本。

同時，由於物業具有貼近用戶的天然優勢，物業公司開始從基礎物業服務提供者向社區生活服務提供者轉型。除了基礎物業服務，物業公司也為住戶提供社區生活增值服務，創造額外的價值。目前，物業公司的增值服務主要模式是社區 O2O。大部分公司以自建的 APP 為載體，向社區居民提供生活服務 O2O，如家政、維修、電商等。中國指數研究院預計 2017 年中國社區增值服務市場規模將達到 4,545 億元，2014-2017 年 4 年複合增長率為 27.55%，按照這一複合增長率計算，到 2020 年市場容量將增加 5,000 多億元的規模，達到 1,0123 億元，社區增值服務擁有萬億的市場空間。

圖 315：智慧社區示意圖

智慧社區



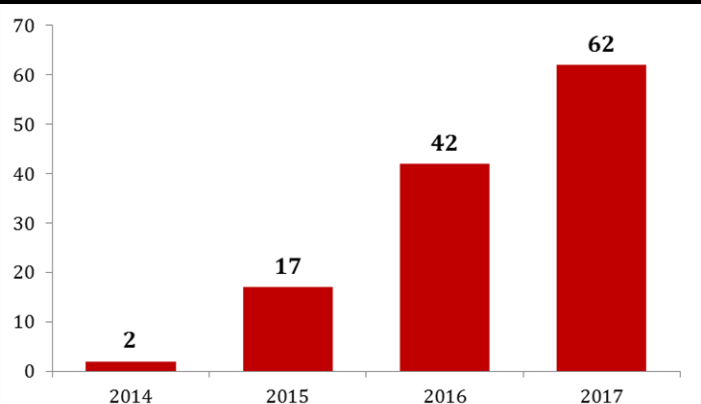
資料來源：招銀國際

物業公司上市已成趨勢

2014 年彩生活(1778 HK)作為首家中資物業股上市後，市值一度超過母公司花樣年，成為市場熱點。由於基礎物業管理業務擁有穩定的現金流，收入風險低，風險溢價小等特點，越來越多的物業公司開始進入資本市場。

港股市場方面，目前共有彩生活、中海物業(2669 HK)、綠城服務(2869 HK)、中奧到家(1538 HK)和祈福生活(3686 HK)，共 5 家中資物業服務企業上市。此外，雅居樂(3383 HK)旗下的雅生活也已經向聯交所遞交上市申請。

而在國內資本市場，截至 10 月 12 日，已有 57 家物業管理企業在新三板完成掛牌。從規模來看，新三板掛牌物業公司絕大部分規模較小。57 家新三板物業公司去年平均營業收入為 2.44 億元，僅有 2 家公司營收規模超過 10 億元，分別為保利物業以及遠洋億家，僅佔總體比例不足 4%。營收超過 1 億元的公司有 31 家，佔總體企業比例 54%。此外，碧桂園以及南都物業已經遞交 A 股 IPO。

圖 316：物業公司上市掛牌數量

資料來源：招銀國際，截至 2017 年 10 月 12 日

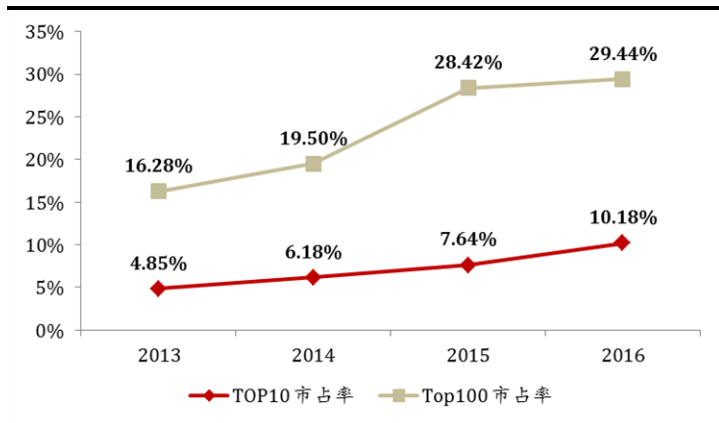
管理面積是業務增長的基礎

行業集中度不斷上升，強者恒強

由於物業公司並沒有太多技術門檻，業務同質化嚴重，導致行業競爭激烈，利潤承壓。因此物業公司只有管理面積達到一定規模才能產生效益，同時增值服務才有開展的基礎。目前物業管理行業仍處於分散階段，公司眾多。小規模的物業管理公司主要通過價格優勢獲取項目，因此盈利水準低，非標準化的管理也使得業務拓展能力較差。而大型物業公司通過標準化的管理、優質的服務品質和品牌效應，加快擴大業務規模，盈利能力穩中有升。加上近年來物業公司登陸資本市場，管理面積已經成為一項重要指標，價值主要在規模上體現。因此大型物業公司紛紛加快對管理面積的拓展，行業集中度不斷上升，出現強者恒強，行業分化的趨勢。

以管理面積計算，百強物業公司中 TOP10 的市佔率由 2013 年底的 4.85% 逐步增加到 2016 年底的 10.18%。而 TOP100 市佔率由 2013 年底的 16.28% 逐步增加到 2016 年底的 29.44%。2016 年，TOP10 在管理面積增加上明顯優於其他公司。

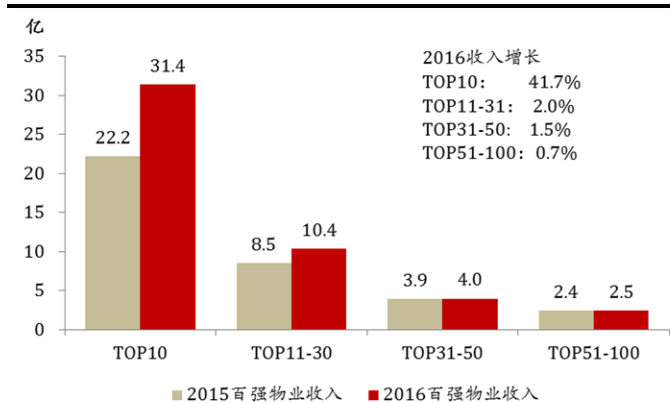
圖 317：TOP10 及 TOP 100 市佔率 - 以管理面積計算



資料來源：中指院

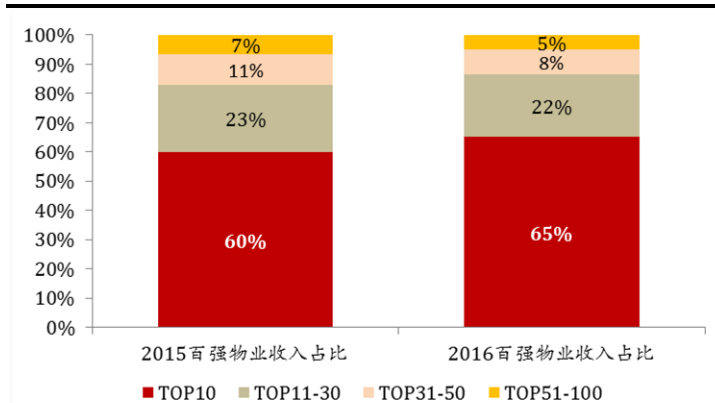
從收入上看，TOP10 收入增長明顯較快，收入佔比也明顯上升。而規模較小排名靠後公司的市場份額有縮減的趨勢。

圖 318：百強物業企業分層收入比較



資料來源：中指院

圖 319：百強物業收入分層

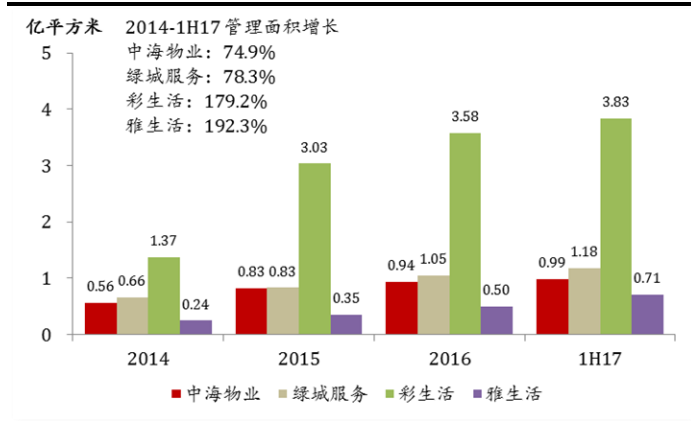


資料來源：中指院

背靠大型開發商將是優勢

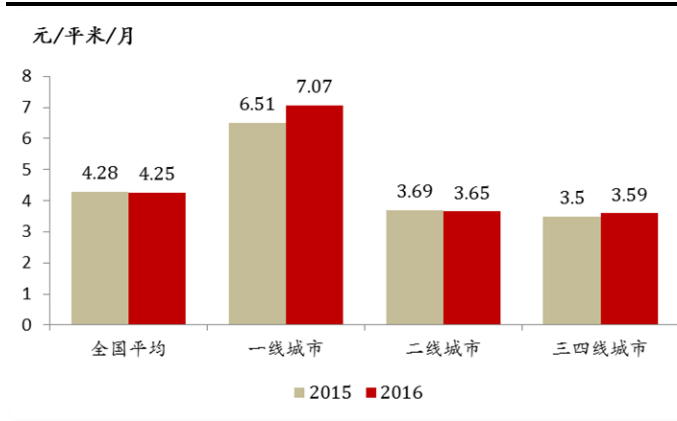
在過去兩年，大型物業公司主要通過收並購小型物業公司快速擴大管理面積，導致標的公司的價格水漲船高。但相對於較高的收購的價格，被收購公司往往管理著老舊物業專案，服務價格低，盈利能力較差，甚至虧損。收購後不僅需要對原有管理進行投入改造，更難的是對服務價格進行提價。因此，目前規模較大的公司更加重視有機發展，著力獲取新落成物業項目，因為新社區對物業價格的敏感度較低，服務價格也相對較高。在日趨激烈的市場環境下，部分背靠大型開發商的物業公司將受益於母公司給予的項目支持，發展勢頭較中小型物業公司更好。同時，大型開發商主要在一二線城市進行開發，物業專案優質，服務價格較高，增值服務空間較大，因此背靠房企的物業公司也將擁有更好的區位佈局。

圖 320：部分上市物業企業管理面積增長



資料來源：公司,招銀國際

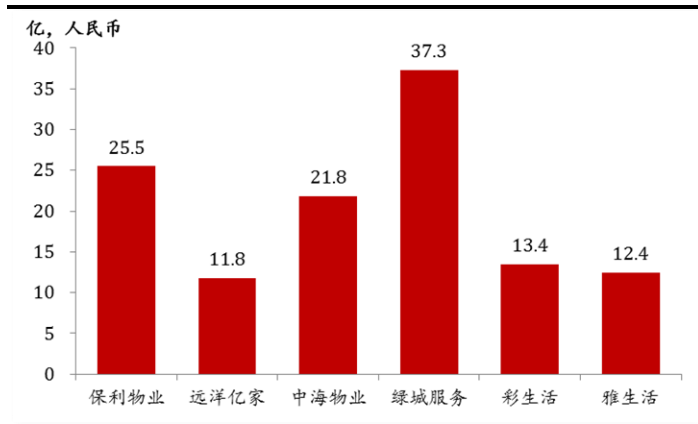
圖 321：百強物業企業平均收費標準



資料來源：中指院

目前上市的物業公司中，收入超 10 億的企業共 6 家(包括準備上市的雅生活)。這些企業均有房企背景。除房企母公司給予的項目支援外，這類型企業也積極利用母公司或自身品牌獲取獨立協力廠商項目。獨立協力廠商項目主要是小型開發商建設的社區。

圖 322：2016 年收入超過 10 億的上市物業企業



資料來源：公司,招銀國際

優質的基礎物業服務是業務根本

儘管在互聯網+的浪潮中，各物業公司也積極開拓 O2O 這類線上市場，但我們認為物業服務的本質和主要內容不會發生根本變化，那就是安保，保潔，園藝等基礎物業服務。隨著居民生活水準的提高和消費觀念升級，業主對居住環境、社區軟硬體設施建設、資產保值增值等提出更高要求，價格已經不再是業主選擇物業公司時唯一考慮的因素。只有優質的基礎物業服務才能讓公司在同質化的業務競爭中脫穎而出。小型物業公司的價格優勢將不再明顯，而注重服務的大型物業公司將會受到青睞。

物業服務費收繳率和續約率關係著企業的生存和長遠發展，更直接反映出業主對企業的認可程度。基礎物業服務作為核心內容，直接關係到業主對物業公司的滿意度。一般而言，滿意度高的物業公司享有較高的物業服務費收繳率和續約率，並且在續約提價上更加主動。

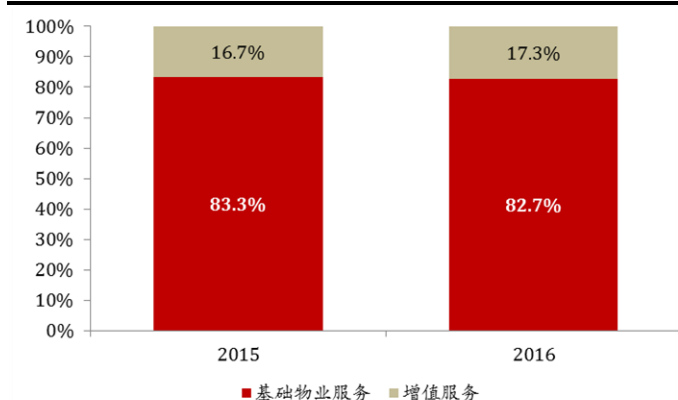
增值服務將是利潤增長的另一個引擎

增值服務對利潤貢獻增加

目前在物業服務企業中，基礎物業服務貢獻收入仍佔絕大多數。但基礎物業服務利潤率低，企業往往需要面對人力成本和服務銷售價格增長不匹配的壓力。因此許多有實力的物業公司開始拓展圍繞社區生活的增值服務業務，如 O2O、諮詢、社區電商等。由於增值服務利潤率較基礎物業服務高，且業主基數龐大，增值服務逐漸成為利潤增長的另一個引擎。

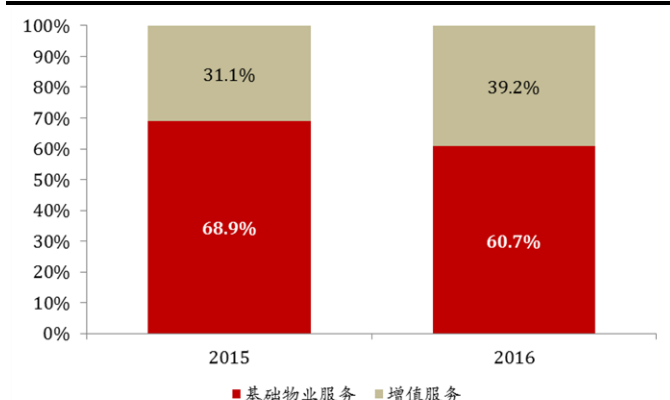
據中指院的物業百強企業報告統計，2016 年百強企業營收均值中，82.7%來自基礎物業服務收入，17.3%來自增值服務收入，但是增值服務貢獻近 40%的利潤。

圖 323：百強物業平均收入構成



資料來源：中指院

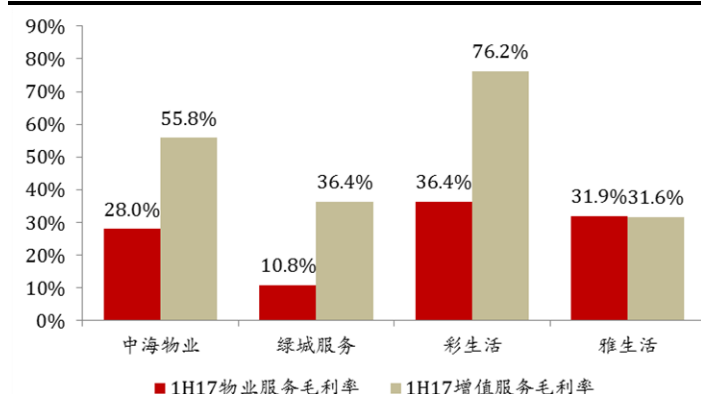
圖 324：百強物業平均淨利潤構成



資料來源：中指院

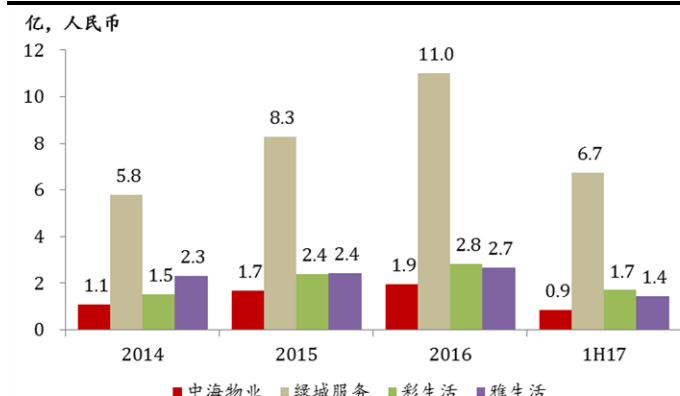
我們翻閱了 4 家公司物業公司過往資料。4 家公司增值服務服務收入在 2014-2016 年間，平均年複合增長率為 28.7%。從利潤率來看，這 4 家公司基礎物業服務平均毛利率為 26.8%，而增值服務的平均毛利率為 50.0%，增值服務擁有更高的利潤率。

圖 325：部分上市物業公司 1H17 分部毛利率



資料來源：公司,招銀國際

圖 326：部分上市物業公司增值服務收入情況



資料來源：公司,招銀國際

成熟的增值業務模式仍在探索，但未來值得期待

目前物業管理公司增值服務主要內容是 O2O 業務。儘管物業管理公司具有貼近用戶的優勢，但 O2O 業務並不是其本源業務，僅僅依賴自身開發的 APP 平臺並不能培養起足夠的流量和用戶。除了物業公司外，其他互聯網企業早已經在社區 O2O 方面投入大量的人力物力，社區 O2O 已逐漸成為藍海。中奧到家由於今年 O2O 業務虧損，已經將該業務外包，物業公司在 O2O 市場的優勢可能並沒有想像中那麼大。

儘管物業公司的 O2O 之路仍在探索，但 O2O 只是增值服務的一個方面，我們相信增值服務前景依然光明。我們認為物業公司需要清楚自己的定位，圍繞社區生活開展線下服務可能會是另一個機會。目前，彩生活已經與天虹商場合作，試水社區新零售。彩生活服務的社區內推進落地天虹無人值守便利店 Well GO。綠城服務目前增值服務佔毛利超過 50%，公司在 10 月末以投資方式，聯合了鮮生活和易果共同出資 8400 萬美金收購了北京好鄰居連鎖便利店，其中綠城持股 35%；另外，綠城還自建便利店品牌「綠橙」，已於 9 月開始試點，目前在杭州有 6 家門店，11 月底將在杭試點首家無人店。除了商品銷售，綠城服務開始了社區幼教業務。公司目前已經開辦 8 個教學點，為 18-36 月孩子提供早托服務，而這種社區體驗式服務在今年上半收入達 900 萬元人民幣，同比增長 641%，公司也計畫在未來增加這類型的教育中心。

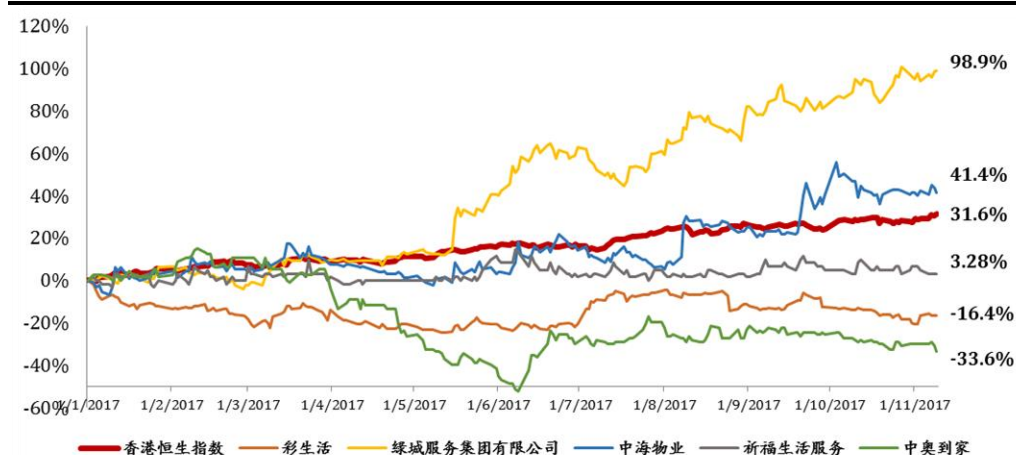
我們認為物業的線上業務將主要以工具類為主，如網上繳費，故障報修等，目的在於提高物業運營效率，提升服務品質和滿意度。而早教、幼兒託管、租售仲介等這類以服務體驗為主的線下業務將可能是增值服務的突破口。總體而言，物業公司仍在探索成熟的增值業務模式，但作為社區的管理者，面對萬億的社區市場，我們相信物業行業一定不會缺席。

投資策略

板塊表現分化，龍頭企業表現更優

目前在港上市的內地物業公司共 5 家，分別是彩生活(1778 HK)、中海物業(2669 HK)、綠城服務(2869 HK)、中奧到家(1538 HK)和祈福生活(3686 HK)。年初至今，只有綠城服務和中海物業跑贏恒指，大型龍頭物業企業表現更優，其中綠城服務更是接近翻倍，而中小型物業公司受困於規模和盈利能力，股價一直承壓。

圖 327：年初至今股價表現

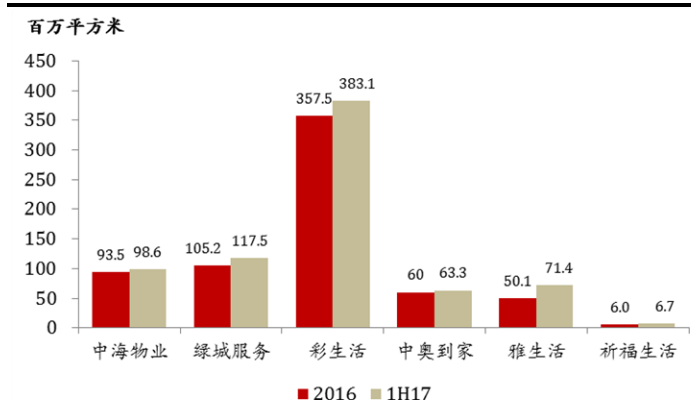


資料來源：招銀國際 彭博

上市中資物業企業財務比較

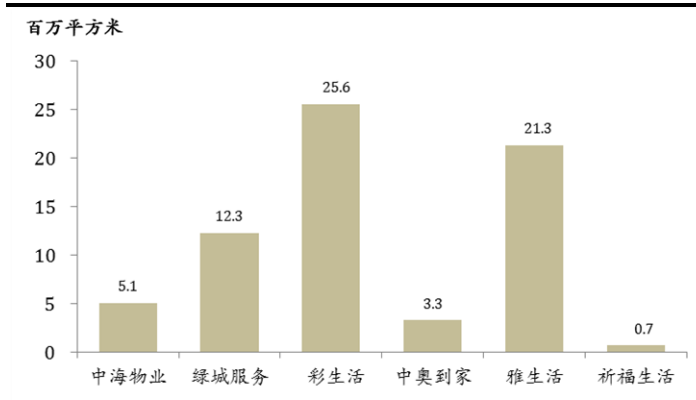
從管理面積上看，截至到今年年中，彩生活擁有最大的管理面積(3.83 億平方米)，其次是綠城服務(1.18 億平方米)和中海物業(0.99 億平方米)。從今年上半年的面積淨增量上看，彩生活和準備上市的雅生活明顯高於同行，大型物業公司管理面積增長明顯快於小型物業公司，這也符合我們之前對行業的判斷，即行業逐漸分化，強者恒強。

圖 328：管理面積



資料來源：公司,招銀國際

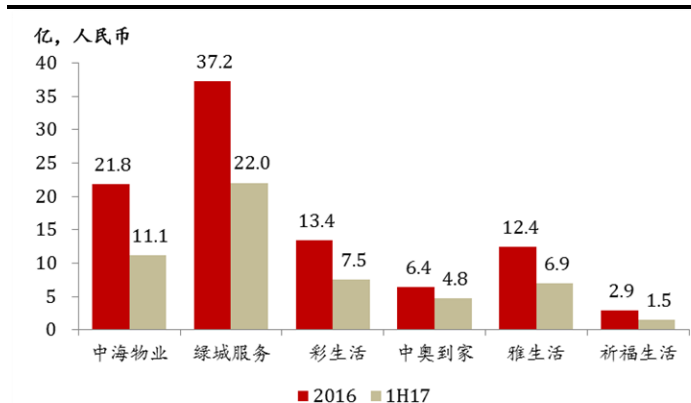
圖 329：1H17 管理面積淨增量



資料來源：公司,招銀國際

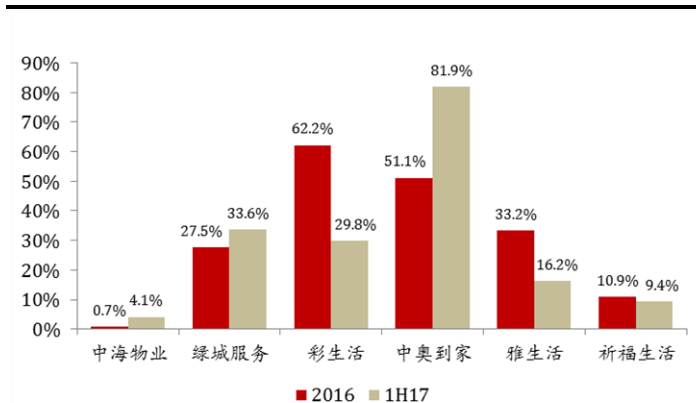
從收入角度上看，去年收入超 10 億的共有 4 家，其中綠城服務收入最高，達 37.2 億。儘管彩生活擁有最多的管理面積，但由於平均服務單價偏低，收入仍低於綠城服務和中海物業。從收入增長上看，今年上半年表現最好的是中奧到家(81.9%)，其次是綠城服務(33.6%)和彩生活(29.8%)。中奧增長收入較快主要是由於公司較小，收入基數低，而綠城服務在高基數的情況下憑藉自身拓展能力仍然獲得了較快增長。

圖 330：收入



資料來源：公司,招銀國際

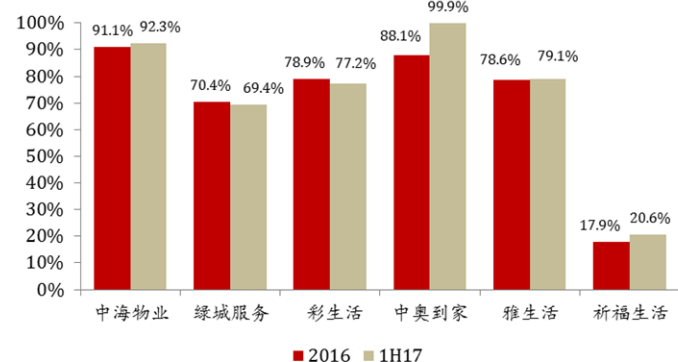
圖 331：收入同比增長



資料來源：公司,招銀國際

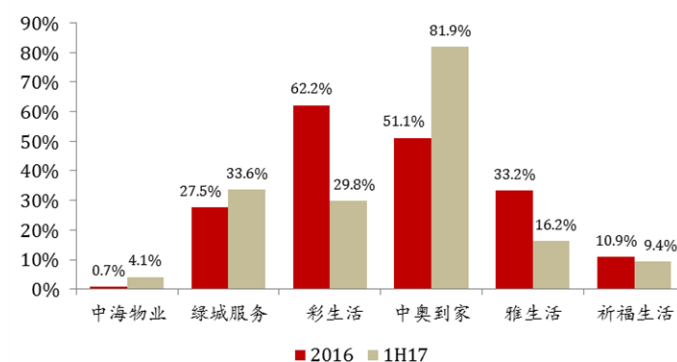
從收入構成上看，基礎物業服務仍然是最大的來源。而彩生活、綠城服務和祈福生活在開展增值服務業務上較為領先，增值服務佔收入比重均超過 20%。其中祈福生活的收入主要來源就是增值服務，包括社區零售、餐飲、等其他增值服務，基礎物業服務佔收入比重僅為 20%左右。但祈福生活規模較小，收入和管理面積較其他公司有巨大差距，規模化的道路仍然很長。

圖 332：基礎物管服務佔收入比



資料來源：公司,招銀國際

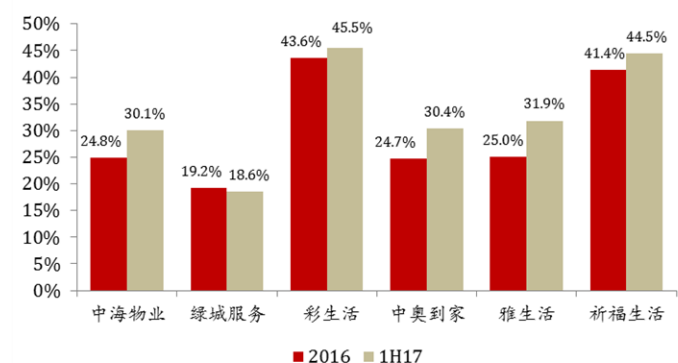
圖 333：收入同比增長



資料來源：公司,招銀國際

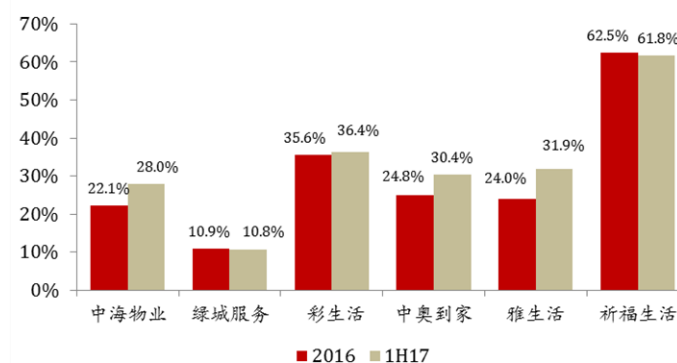
公司之間的毛利率差異較大，這主要是在管專案的結構差異所致。酬金制項目利潤率明顯高於包乾制項目；辦公和商業物業項目高於住宅項目；新落成物業項目高於老舊物業項目。儘管綠城服務收入最高並且保持了較快增長，但由於其主要經營住宅項目且基本是包乾制，使得存量專案的基礎物業服務毛利率偏低

圖 334：整體毛利率



資料來源：公司,招銀國際

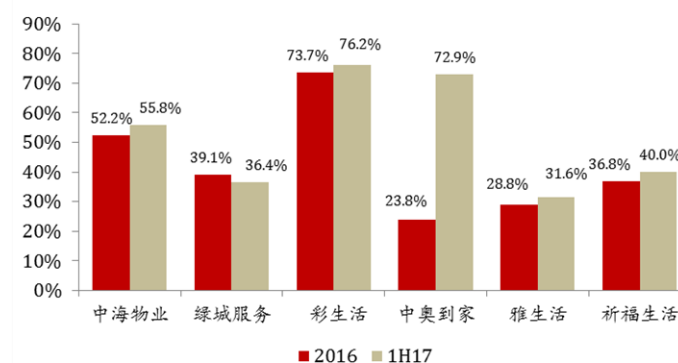
圖 335：基礎物業服務毛利潤率



資料來源：公司,招銀國際

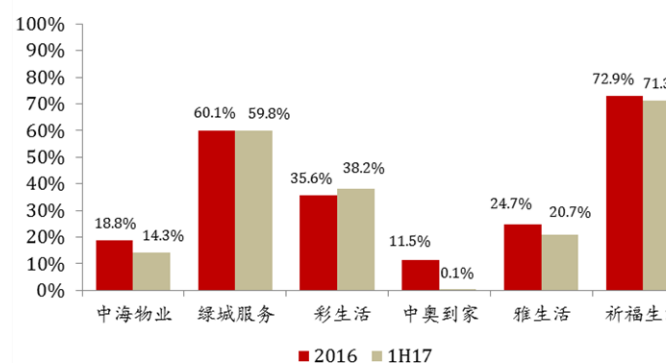
多家物業公司已經開始增值服務的探索。其中祈福生活和綠城服務的增值服務業務對毛利貢獻均超過 50%。但由於綠城服務基礎物業服務對收入貢獻巨大，基數較高，整體利潤率仍落後同業公司。

圖 336：增值服務毛利率



資料來源：公司,招銀國際

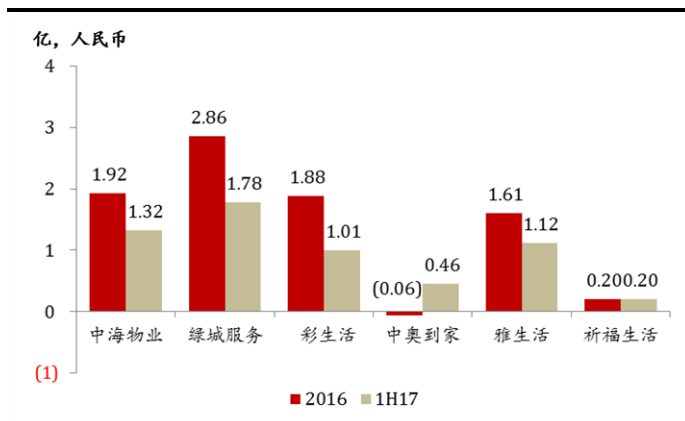
圖 337：增值服務佔毛利比重



資料來源：公司,招銀國際

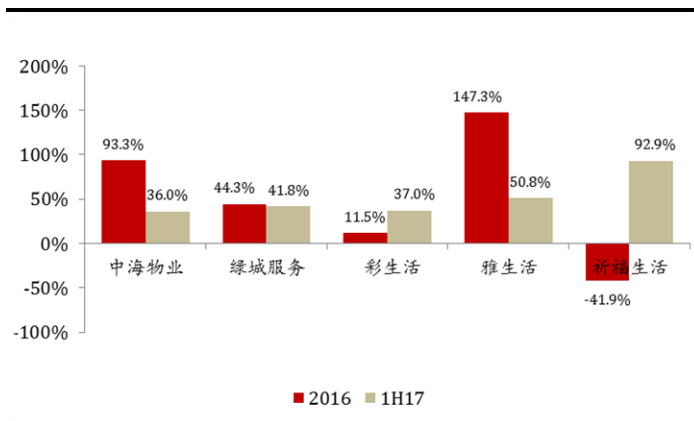
淨利潤方面，大型物業公司盈利增長穩定。預計 2017 年中海物業、綠城服務、彩生活、雅生活淨利潤均能達到 2 億。

圖 338：淨利潤



資料來源：公司, 招銀國際

圖 339：淨利潤同比



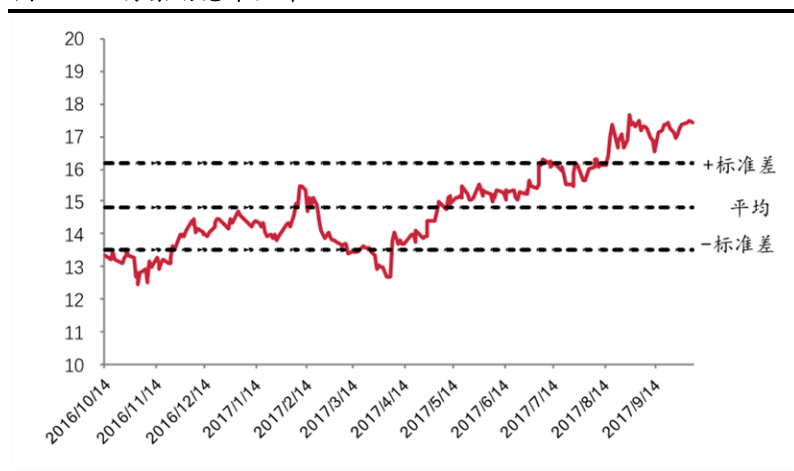
資料來源：公司, 招銀國際

總體而言，大型物業企業盈利能力較為穩健，充足的管理面積使得公司擁有穩定可期的基礎物業服務收入。由於在管專案結構差異，各公司的基礎物業服務毛利率差異較大，而改善利潤率主要通過增加更多高利潤率新項目。增值服務方面，該板塊的利潤率明顯高於基礎物業服務，但各公司增值業務的模式和開展情況各不相同，因此利潤率水準和對利潤貢獻也存在較大差異。我們認為該增值服務板塊存在一定收入波動，小型企業存在較大收入風險。在行業集中度上升的背景下，大型企業的整體盈利增長更加可期，增值服務的開展將更加多樣，具有更好的業務爆發能力。

收入可期，首選中海物業

行業估值由 4 月中旬的底部開始回升，現已經接近一年來估值高位。由於基礎物業服務收入的增長明確可期，並且增值業務存在一定增長空間，我們認為目前行業估值合理，首選龍頭企業。目前中海物業股價為 16 倍 FY18 市盈率，估值較綠城服務落後(29 倍 FY18 市盈率)。我們預計公司 2017-19 年盈利為 3.22 億、3.90 億和 4.70 億元人民幣。我們維持 20 倍 FY18 市盈率，因此目標價為 2.38 港元。目前公司股價在 16 倍 FY18 市盈率。

圖 340：行業動態市盈率



資料來源：招銀國際，彭博

中國房地產板塊

落後大市

分析師：文幹森, CFA - samsonman@cmbi.com.hk

分析師：黃程宇 - huangchengyu@cmbi.com.hk

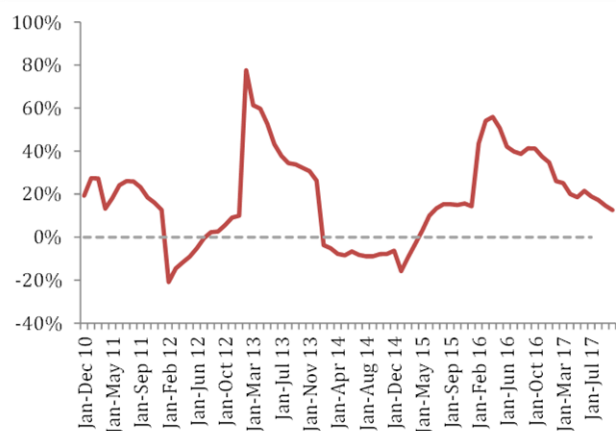
 另一個高峰

中國房地產市場銷售續增長

中國房地產市場銷售在 2016 年創下增加 34.8% 至 11.76 萬億元(人民幣·下同)的紀錄後，在 2017 年將會再創高峰。2017 年 1-10 月的中國房屋銷售金額及面積分別增加 12.6% 至 10.30 萬億元及 8.2% 至 13.03 億平方米，我們預期 2017 全年的房屋銷售金額及面積將分別增加 9.6% 至 12.89 萬億元及 6.8% 至 16.8 億平方米。

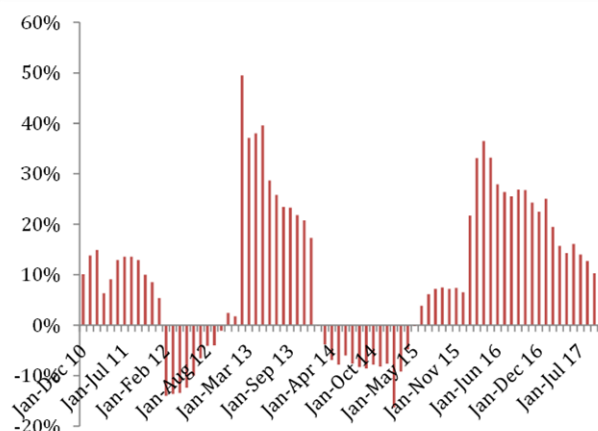
不過，我們看見銷售金額及面積的升幅徐徐放慢，主要是受到針對房地產的調控政策所影響。限購當然令需求減少，但購買力仍可轉至非限購的地方，我們認為限價及收緊房貸對銷售的影響最大。在限價令的情況下，大部份的一手房的售價較二手價為低，所以令一手房很快被搶購一空，不過很多發展商珍惜手上存貨，一來相對便宜的價錢令發展商惜貨；二來，發展商害怕現在將物業賣出去，未來補充土地儲備可能較困難，可能要以較高的價格買入，不然土地就買不到，所以發展商在一線城市推盤並不積極，供應減少令到一線城市的新屋銷售增長放慢，成交減少。此外，房貸的收緊對於房市的影響也比較大，收緊房貸不單是指難以取得銀行的借款來買房子，現在的房貸的利息一般是基準利率上浮 0.1 倍至 0.3 倍，即表示利息達 5.12%，但影響最大是回款的時間將會拖長，往往是買樓之後的兩個月內也未能收回尾款，令發展商傾向出售予能一次性付款的買家，但這樣的買家數量有限。

圖 341：中國房屋銷售金額同比變化



資料來源：中國國家統計局

圖 342：中國房屋銷售面積同比變化



資料來源：中國國家統計局

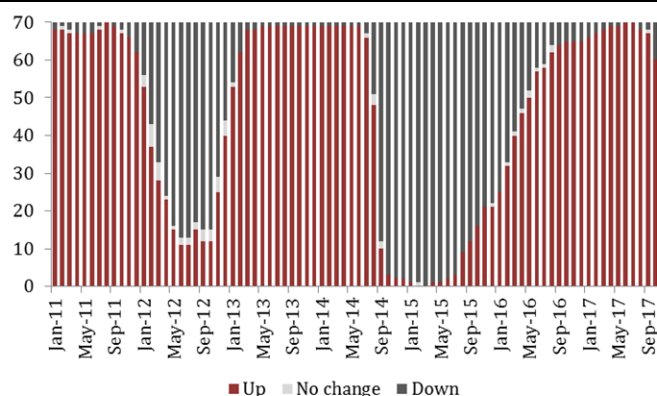
另外，我們看到市場整合的速度加快，中國房地產市場的三大發展商分別為碧桂園(2007 HK, 持有)、萬科(2202 HK, 買入)及恒大(3333 HK, 未評級)。以銷售金額計算，三大發展商的市場份額在 2017 年 1-10 月為 13.0%，2016 全年則為 8.9%；以 2017 年 1-9 月的最大發展商碧桂園考慮，其市場份額由 2016 全年的 2.6%(排名第 3)升至 2017 年 1-10 月的 4.7%(排名第 1)。我們認為經過十多年的發展，市場汰弱留強的勢頭開始出現，整合繼續加快，領先的開發商越做越大，未來的競爭除了是價格外，更多是傾向於產品的質素，所以發展商的品牌及名聲將越來越重要。

房價開始出現回落

自 2015 年中起，中國房地產市場開始復蘇，經過 2 年的急速發展，後來加上政府的收緊政策，我們看見房價的上升勢頭在改變。根據國家統計局的 9 月份資料，中國熱點城市新建商品住宅房價環比下降或繼續持平，同比升幅則回落。一線城市中，深圳的新建住宅房價 9 月份較去年同期下跌 3.7%。雖然我們相信在一線城市對房屋的需求仍然熾熱，但在限購及網簽的安排下，一線城市的房價已經壓下來。

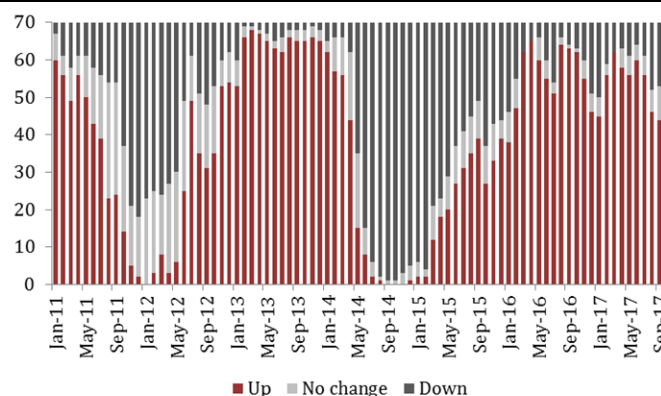
以同比表現來說，中國 70 個大中城市的新建住宅在 2017 年 10 月有 10 個城市的房價出現同比下跌，其他的 60 個城市錄得 0.6-12.6% 的升幅。但以環比來看，14 個城市房價下滑，6 個持平，餘下 50 個 10 月的房價比 8 月份上升 0.1-1.7%，升幅受控。

圖 343：中國 70 個主要城市房價同比變化



資料來源：中國國家統計局

圖 344：中國 70 個主要城市房價環比變化



資料來源：中國國家統計局

宏調政策不會放鬆

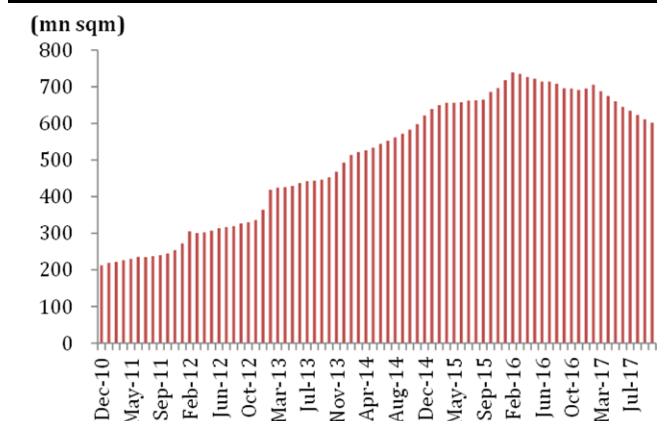
雖然房價的升幅受到控制，但我們不相信中國政府會在未來一年將房地產調控措施撤銷。當然，最主要的原因就是一放就失控，過去一年所做的措施將失去效力。我們認為中國針對房地產的行政措施將持續下去，可能有個別的城市會增加限購的措施，未來最主要的調控方法相信是房貸。

在 2016 年或 2017 上半年，中國政府積極鼓勵未購房者購買首套房，所以房貸利率也有優惠，是跟基本利率有一個折扣，但在 2017 下半年起，首套房的房貸利率要上浮，即比基準利率為高，每個城市不一樣，最高可能上浮 10%，在這情況下，部份的需求受到影響。此外，房貸的回款時間也有延長，過去所有檔辦妥，銀行會將房貸的金額在一個月的時間交給開發商，但現在的回款時間延至兩至三個月，對於一些小型的發展商影響較大。至 2017 年 3 季末，個人住房貸款餘額同比增長 26.2%，增速比 2 季末的 30.8% 增長放慢了 4.6 個百分點，而且首套房的平均房貸利率達至 5.28%，而第二套房的房貸利率更高，利率可能上浮 30%。

成功去庫存

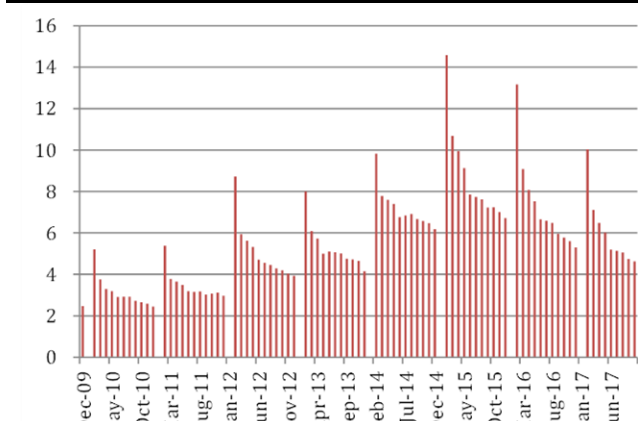
這一次房地產市場復蘇，我們認為最成功的事情是“去庫存”。一方面，房地產的銷售有理想的增長；另一方面，房地產投資及新動工分別維持在低單位數及 10% 上下的增幅。根據國家統計局的資料，全國的已竣工待售的物業面積已從 2017 年 3 月起連續 8 個月逐步下降，每月的庫存減少超過 1,000 萬平方米，截至 2017 年 10 月底，已竣工待售的物業面積為 6.03 億平方米。如以每月平均的銷售面積相比，目前的庫存量需要 4.6 個月的銷售來消化，雖然較 2010-2013 年的 3.0-4.5 個月高，但已從 2015 年的高位慢慢回落，我們相信消化多餘的庫存是指日可待，預期消化月數可從 2015 年末的 6.2 個月及 2016 年末的 6.7 個月改善至 2017 年末 5.3 個月。庫存量的減少對未來房地產市場的健康發展有極大的幫助。

圖 345：中國已竣工待售的物業



資料來源：中國國家統計局

圖 346：中國庫存物業的消化月數



資料來源：中國國家統計局

2018 年可能出現調整

供需受壓

2016 及 2017 年中國的房屋銷售同創新高，但我們相信 2018 年可能出現逆轉，主要受供應及需求兩方面的影響。

供應方面，一方面限價令迫使發展商不急於把手上項目推出，不然未來未能以低價再補充土地儲備；另一方面，中國政府鼓勵房屋租賃市場的發展，各地政府積極推出“租售並舉”的制度建設，啟動了在人口淨流入的大中型城市發展住房租賃市場試點，及利用集體建設用地建設租賃住房的試點工作，在上海、杭州、廣州、珠海、深圳等地推出純租賃住宅用地，這情況下，未來供銷售的住宅用地將會較以往減少，所以也影響未來供銷售的住宅供應。

需求方面，我們相信在 2018 年會有更多城市有限購措施出臺，就算一些三四線城市，只要房價升幅過大，失去控制，政府也會施行限購令，限制購房資格。此外，部份的房屋購買需求也因為有長租公寓而有所轉移，房價太高，市民轉買為租。綜合來說，2018 年購房的需求料會有所下降。

暫時來說，因為在施行限價令，在一個非自由市場的情形下，我們較難預期房價的走勢，因為成交的房價不能反映真實需求的情況，並受到壓抑，不過交投量預期在 2018 年將會下降，主要是供應減少及需求受到壓抑，所以我們預期 2018 年在房價受控及交投受壓的影響下，全國房地產成交金額將會下跌，料較 2017 年減少 10%。

“房子是用來住，不是用來炒”

中央經濟工作會議在 2016 年 12 月於北京舉行，國家主席習近平發表講話，要堅持“房子是用來住的、不是用來炒的”的定位，綜合運用金融、土地、財稅、投資、立法等手段，加快研究建立符合國情、適應市場規律的基礎性制度和長效機制，抑制房地產泡沫。

至 2017 年 10 月，中共舉行十九大會議，總書記習近平在工作報告重新表示，要堅持“房子是用來住的，不是用來炒的定位，加快建立多主體供給、多管道保障、租購並舉的住房制度，讓全體人民住有所居。”

在政府的預期及政策收緊的情況下，未來房屋的投資需求將會減少，會對房價高企的緊張環境帶來改善的機會。

房地產市場的長效機制

經過差不多一年，房地產市場熾熱的情緒開始冷卻下來。未來將會怎樣走？住建部部長王蒙徽明確表示，堅持分類調控，因城因地施策，抓緊研究制定房地產長效機制，抓緊推進住房租賃市場的立法工作。可以預期的是，後期政策將維持降低房子投資、金融屬性，通過租購並舉、加大土地供應等措施，快速建立房地產調控長效機制的導向。

推出共有產權住房

房價高企，普通老百姓難以購房。住房城鄉建設部在 2017 年 9 月印發《關於支持北京市、上海市開展共有產權住房試點的意見》，支持北京市、上海市深化發展共有產權住房試點工作，鼓勵北京及上海以制度創新為核心，結合當地需要，在共有產權住房建設模式、產權劃分、使用管理、產權轉讓等方面進行大膽探索，力爭形成可複製、可推廣的試點經驗。

共有產權房是指政府與購房人士按預先定下的份額共有產權，但政府持有的部份產權給予購房人使用，購房者只負擔自己產權部份的房價及貸款，就擁有房屋全部的使用權。當共有產權房屋出售時，業方受到限制，只可將其持有的房屋部份業權賣予合資格人士。2017 年 11 月，北京土地市場有朝陽、海澱區 2 宗共有產權住房用地成交，土地面積約 16 公頃，建築規模約 38 萬平方米，約能建設超過 4,000 套共有產權房。

物業稅短期仍難推出

物業稅何時在全國推行，或是怎樣推行，一直是困擾中國房地產市場的焦點。在 2011 年，上海及重慶已成為房產稅試點，到現在還只在這兩個地方推行，但上海的房價並未受壓，而重慶的房價最近兩年也升起來。

財政部部長最近在“黨的十九大報告輔導讀本”明確開徵房產稅路線圖及原則，“市價計稅，立法先行，充分授權，分步推進”，如此說法，全國性推行仍需時間。市價計稅，新房子比較容易估價，老房子(90 年代已建成)的價格較多爭議，所以估值工作需時完成；第二是立法先行，全國人大審議及通過，期間會充分諮詢，料需時一至兩年；充分授權就是地方政府有自主，徵收稅率可由地方政府商議；最後分步推進表明不一定全國同時推行，房價較高或樓市熾熱的城市首先推行。

基於以上觀點，我們認為房產稅在 2018 年仍在商議階段，很難大規模施行。

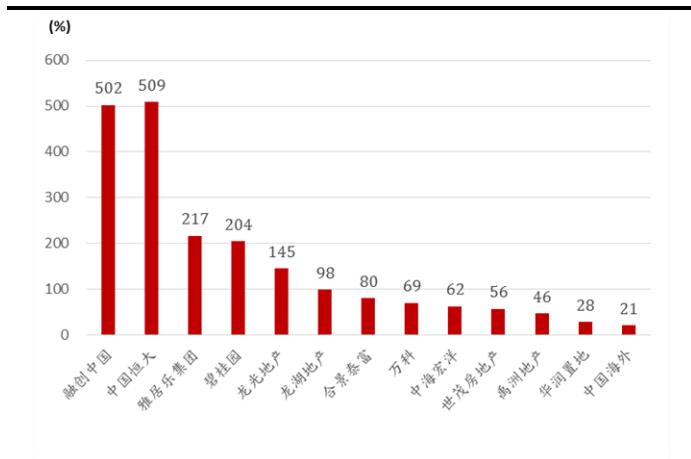
內房股重啟升勢

2017 年股價升逾一倍

內房股在 2016 的前十年表現欠佳，股價多是在區間上落，直至在 2017 年 3 月份公司公佈 2016 年業績後，股價見到明顯改善。我們相信內房股出現重估，主要因為：1) 2016 年業績出現改善，部份公司更提出對 2017 年更樂觀的指引；2) 2017 上半年的銷售資料理想，個別公司的銷售增長翻倍；3) 更多的內地投資者通過“深港通”及“滬港通”買進內房股。

從第一及第二個原因，我們相信對內房股的價值重估只會有輕微的幫助，因為這兩個原因也是市場預期中。反而我們認為第三個原因才是內房股重估的最大推動力，我們發現今年初開始，內地投資者參與投資港股比例通過“深港通”及“滬港通”開始增加，部份升幅特別厲害的股份的公眾股東之持股是儲存在“中國證券登記結算有限責任公司”或“China Securities Depository and Clearing”。例如中國恒大(3333 HK)及融創中國(1918 HK)兩家公司的股價由年初至今分別上升 501%及 474%，根據香港交易所的資料，兩家公司的股東在“中國證券登記結算有限責任公司”或“China Securities Depository and Clearing”的股份託管量分別佔發行股數的 1.89%及 24.06%；或在扣除大股東的股數，通過“深港通”及“滬港通”的投資者投資在兩家公司的股份分別佔自由流通股份分別為 8.5%及 52.0%，所以內房股的投資心態改變，過去投資者可能關心公司的財政狀況，現在比較看重的是公司的增長潛力，內地投資者會以市盈率來衡量估值，不同的參與者以不同的評估方法，得出的結果便不一樣。

圖 347：內房股股價年初至今表現



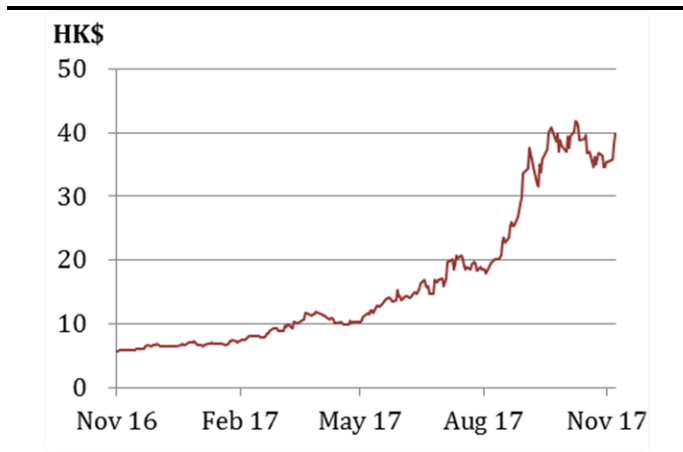
資料來源：彭博、招銀國際

圖 348：中國恒大過去一年股價



資料來源：彭博

圖 349：融創中國過去一年股價



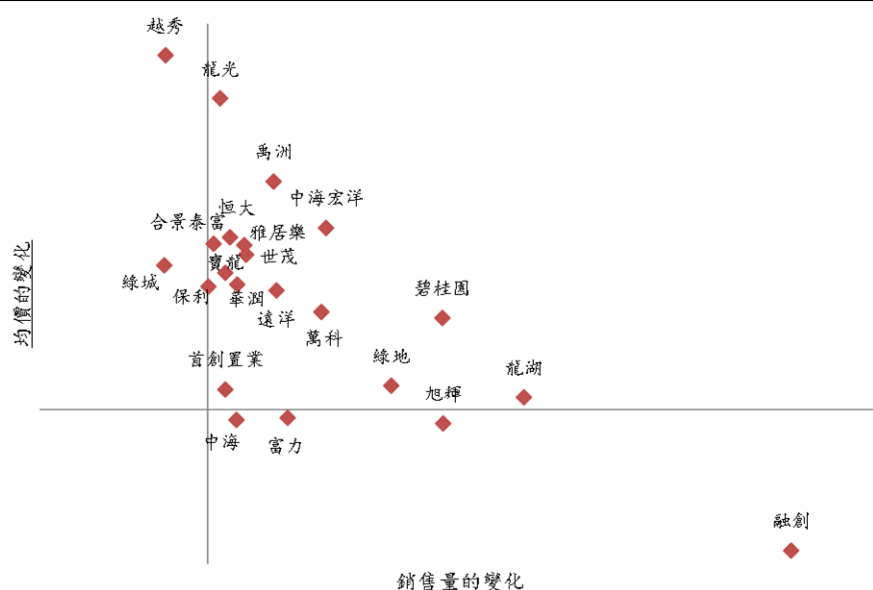
資料來源：彭博

2017 年銷售變化集中在價格

2017 年的整體中國房地產銷售料可再創歷史佳績，主要在香港上市的內房公司也表現出色，在 2017 年首 9 個月的銷售同比增長皆逾雙位數，不過在銷售貨量的升幅表現分歧，個別公司的銷售貨量同比增速超過 50%，融創的銷售貨量上升 173%，但也有個別公司的銷售貨量增長只有個位數字，甚至像綠城(3900 HK)及越秀(123 HK)的銷售貨量是出現倒退，分別同比下跌 12.9%及 12.5%。

另外，大部份的內房公司的銷售均價在期內都有 10-30% 的升幅。雖然融創的銷售均價在期內下跌 18.3%，但其銷售貨量上升 173%，足可彌補均價的下跌。

圖 350：2017 年 1-9 月招銀國際內房公司銷售矩陣



資料來源：公司、招銀國際

2018 年股價還會再升嗎？

經過一輪股價急升後，我們認為內房股估值不便宜。在招銀國際有覆蓋的內房股中，整體平均的 2017 年及 2018 年市盈率分別為 8.5 倍及 7.4 倍；如以每股資產淨值計算，整體平均的折讓率為 32.9%。

圖 351：內房股估值表

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	16A	17E	18E	每股资产 (港元)	折让
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%

資料來源：彭博、招銀國際預測

內房股的估值跟科網股或內需股作比較，科技股的市盈率一般都在 30-50 倍，而內需股約在 25-35 倍，內房股相對便宜得多；但與內銀相比，內銀的平均市盈率為 5-6 倍，內銀除了盈利增長表現較弱外，內銀及內房面對的政策風險較高，而且影子銀行或壞賬撥備一直以來皆成了內銀估值的阻力，內房就是“房價高、買房難”的民怨而造成的政府干預，因為政策風險，內銀及內房股的估值相對較低。

未來利潤受壓

雖然中國房價在過去兩年一直上升，但地價也跟隨上漲，於 2016 年末至 2017 年初，地王之聲不絕，主要是一些大型國企的房地產公司高價搶地，這些企業有雄厚的背景，能取得低廉及豐厚的資金，所以能夠比其他對手更勇猛的姿態來爭奪土地，他們預期未來房價會大升，所以使出“麵粉貴過麵包”的情況下拿地。

但這些地王的擁有者未想到中國政府推出限價令，所以過去兩年房價的升幅受壓，或可以說房價的升幅不似預期。一至兩年前購入的土地，一般可以在 2018 年開始銷售，在現在

的市場環境下，地王的開發商還想以高價賣房，我們相信很難取得預售證。若以政府批准的價格銷售，能取得微利已經很幸運，正常來說，出現虧損也不奇怪。

投資情緒未許樂觀

一方面，中國房屋的銷售增長放慢，甚至出現倒退；另一方面，部份高價拿地的房地產項目可能出現虧損。

在一些未許樂觀的情況下，我們估計內房股在 2018 年的表現未如 2017 年般理想，而且內房股估值不便宜，再大幅上升的機會較微，相反我們認為投資者要審慎，高估值及銷售放慢的內房股要避開。

新會計制度提前實現盈利

香港會計師公會發佈的香港財務報告準則第 15 號“與客戶之間的合同產生的收入”(“香港財務報告準則第 15 號”(HKFRS15))於 2018 年 1 月 1 日或之後開始的年度期間生效。因為新的會計準則可以為報表使用者評估未來現金流量的金額，時點和不確定性提供更加可靠與相關的資訊。收入在當資產的控制權轉移給客戶時確認。資產的控制權是在一段時間內還是某一時點轉移，取決於合同的條款約定與適用於合同的法律規定。

簡單來說，就是在確定收入時，如果公司的房地產項目的銷售已預先完成，房地產公司也預計能在未來約定的時間會順利交房，這筆收入會在交房前及銷售後的時間分段確認，所以盈利是提前確認。總體的盈利無變，只是部份收入提前入帳，原本在交房才確認的收入將會減少。

雖然 HKFRS15 是準備在 2018 年 1 月 1 日才生效，部份公司已急不及待施行新的會計準則來“增加”其盈利。碧桂園 2017 上半年營業額及純利分別增加 35.5%至 777 億元及 39.2%至 75.0 億元，部份原因是碧桂園提早在 2017 年便採用新會計制度 HKFRS15，將一部份在 2018 或 2019 年以舊計度才可確認的營業額及純利提早確認。一些銷售增速較快的公司也會考慮在公佈 2017 全年業績時採用 HKFRS15，融創中國是其中之一。融創中國在 2017 年首 10 個月的合同銷售金額增加 133%至 2,517 億元，所以公司本身具實力以 HKFRS15 來反映其增長。

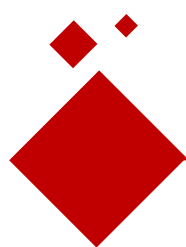
首選房地產商為中海宏洋(81 HK)

看好三線城市的房地產市場

中海宏洋主要在三線城市開發及銷售房地產，公司在 2017 年首 10 個月錄得強勁的銷售增長，合同銷售金額及面積分別增加 59.7%至 316 億港元及 28.4%至 294 萬平方米，我們估計公司 2017 年的銷售將可達至 370 億港元，強勁的銷售將為公司的未來帶來豐厚盈利。截至 9 月，公司共購入 6 幅共 147 萬平方米的土地，平均地價為每平方米 3,846 元人民幣，或相當於同期的銷售均價 42.1%。隨著 3 線城市物業市場復蘇，我們估計公司未來邊際利潤具改善空間，我們預測毛利率將由 2016 年的 17.2%上升至 2019 年的 25.1%。

估值吸引

我們預期中海宏洋的 2017-19 年純利分別為 19.5 億港元、22.7 億港元及 33.6 億港元。因為公司提出供股計畫，所以 2018 年每股盈利會被攤薄，我們預期 2018 年每股盈利按年下跌 20%至 0.681 港元，2018 年每股資產淨值預測也攤薄至 11.25 港元。現股價相當於 6.1 倍 2018 年市盈率或相等於較 2018 年每股資產淨值折讓 63%。我們的目標價為 6.75 港元，相等於 2018 年每股資產淨值折讓 40%。



行業首選股份

- ❖ TMT 板塊 - 騰訊(700 HK)
- ❖ TMT 板塊 - 阿里巴巴(BABA US)
- ❖ 中國醫藥板塊 - 中國中藥(570 HK)
- ❖ 中國新能源板塊 - 信義光能(968 HK)
- ❖ 中國消費板塊 - 好孩子國際(1086 HK)
- ❖ 中國機械及設備板塊 - 濰柴動力(2338 HK)
- ❖ 中國證券業板塊 - 華泰證券(6886 HK)
- ❖ 中國銀行業板塊 - 工商銀行(1398 HK)
- ❖ 中國保險業板塊 - 中國人壽(2628 HK)
- ❖ 中國房地產服務板塊 - 中海物業(2669 HK)
- ❖ 中國房地產板塊 - 中海宏洋(81 HK)

騰訊 (700 HK)

手游加速增長，憧憬生存類新游梯度接力

- ❖ **3Q17 業績全線超預期，收入增長加速。**公司 3Q17 收入 652 億元（人民幣·下同），同比增長 61%，較一致預期高 7%；Non-GAAP 淨利潤為 171 億元，同比增長 45%，較一致預期高 4%。主要受益於手游超預期、支付等新興業務的高速增長、以及數字內容的亮眼表現。
- ❖ **爆款手游增加，憧憬生存射擊類手游梯度接力。**3Q17 公司游戲收入同比增長 48%（持續加速），手游同比大漲 84%，受益於爆款《王者榮耀》、及新游《魂鬥羅》、《天龍八部》的巨大貢獻。我們看好游戲業務的強勁增長動力及多元化組合：1）《王者榮耀》穩居暢銷榜 TOP1；頭部新游數量穩中有升（如：自研游戲《亂世王者》穩居暢銷榜 TOP15）；2）4Q17 及 FY18 游戲儲備依舊強勁，《擇天記》、《劍網3》等備受期待；此外，我們認為“吃雞類”游戲有望再掀游戲消費熱潮，而公司代理的《光榮使命》預約數超 2,000 萬、《穿越火線：荒島特訓》迅速躋身免費榜前五，表現亮眼；近期獲得《PUBG》代理權，參考《PUBG》全球 8 個月創造 6 億美元銷量，國內營收想像空間巨大。3）電競賽事有望成為後期增量補充，且重度游戲、電競、直播的多重驅動下端游增長有望提振；4）各類型游戲 ARPU 顯著增長，體現游戲玩家付費意願的提升。我們預計游戲 FY17-19 收入 CAGR 為 20%，其中手游 CAGR 為 34%。
- ❖ **騰訊視頻表現靚麗，看好算法優化下轉化率及點擊量的提升。**3Q17 廣告收入同比增長 48%，其中媒體/社交廣告分別同比增長 29%/63%，符合預期。媒體廣告層面，騰訊視頻表現靚麗：MAU 及用戶時長穩健增長的同時，視頻廣告大幅增長，且付費會員數超 4,300 萬，領先同業，受益於 3Q17《那年花開月正圓》等精品劇的播出。看好視頻及新聞在內容升級及算法優化下點擊量的增加。社交廣告層面，在保證微信體驗的同時，我們認為朋友圈廣告填充率有望提升（尤其在一線城市），後期憑藉競價機制優化同樣可帶動轉化率的增長。
- ❖ **支付及其他業務高增長持續。**其他業務同比增長 143%，收入占比擴大至 18%。其中該部分業務毛利率環比下滑 2 個百分點，歸因於移動支付市場推廣加大，後期有望恢復。此外，看好公司金融科技鏈的不斷完善和業務協同（微信支付線下滲透加速、微眾銀行盈利、微保試水等）。
- ❖ **“內容+AI”為長期增長引擎，旗下公司分拆上市釋放估值。**公司將通過“百億計劃”扶持內容創業，重點捕捉信息流的高速發展；同時，強調海量數據優勢及技術輸出，發揮騰訊雲在游戲、金融、醫療的獨特優勢。此外，我們認為騰訊將持續受益於戰略投資公司的分拆上市，且將會是內容付費產業崛起的最大受益者（在線閱讀/音樂/視頻產品均為市場 TOP1）。
- ❖ **維持「買入」評級。**看好收入全線高增長，以對沖淨利潤率攤薄影響（收入結構變化），我們預計 FY17-19E EPS CAGR 為 29.7%。基於 SOTP 估值：1）核心主業每股價值 460.7 港元（DCF 估值），及 2）投資組合每股價值 31 港元，給予目標價 491.8 港元。重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	102,863	151,938	238,507	328,229	430,372
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	32,410	45,420	64,765	85,125	109,014
調整後 EPS (人民幣)	3.4	4.8	6.8	9.0	11.5
EPS 變動 (%)	33%	39%	43%	31%	28%
市盈率 (x)	117.1	82.8	54.1	42.0	32.1
市帳率 (x)	27.6	18.3	14.0	10.7	8.3
股息率 (%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
權益收益率 (%)	23.8	22.3	26.1	25.8	25.9
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（恢復覆蓋）

目標價	HK\$491.8
(此前目標價)	HK\$430.9
潛在升幅	+15.2%
當前股價	HK\$426.8

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬港元)	4,054,141
3 月平均流通量(百萬港元)	6,889.0
5 周內股價高/低(港元)	440/180
總股本(百萬)	9,498.9

資料來源：彭博

股東結構

Naspers Ltd	33.2%
馬化騰	8.6%
JP Morgan Chase	5.5%

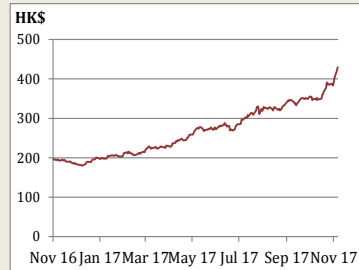
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	23.0%	8.3%
3-月	32.7%	13.2%
6-月	56.3%	30.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

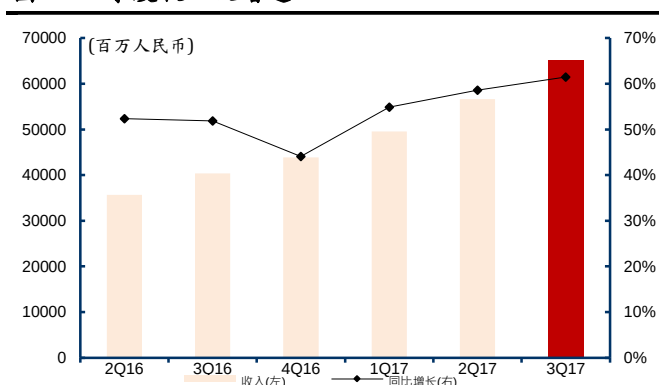
公司網站：www.tencent.com

圖 352: 季度財務概覽

(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%	-5ppts	-1ppts
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%	-3ppts	-3ppts

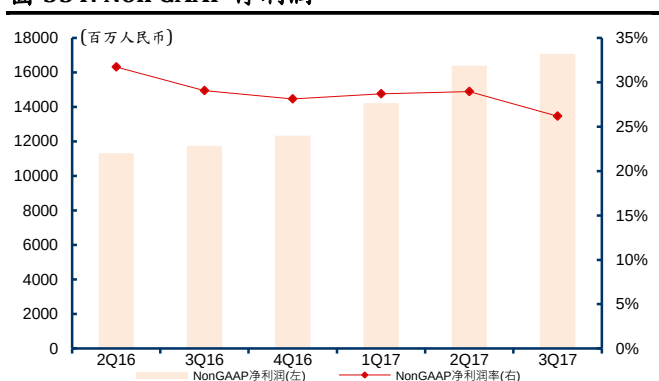
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 353: 季度收入及增速



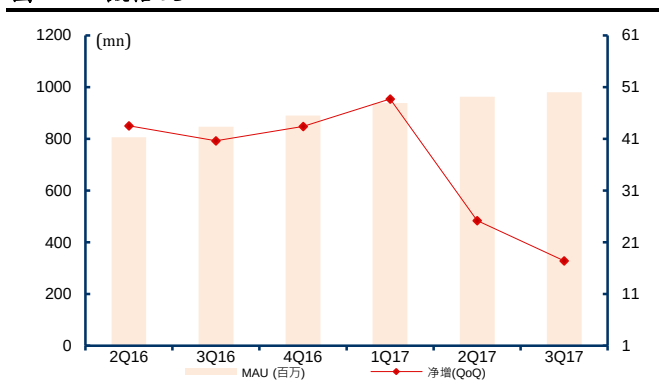
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 354: Non GAAP 淨利潤



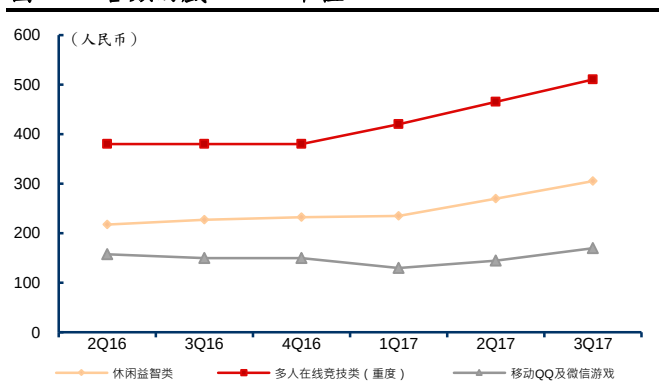
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 355: 微信及 WeChat MAU



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 356: 各類遊戲 ARPU 中值



資料來源：公司，招銀國際研究

估值預測

維持「買入」評級。看好收入全綫高增長，以對沖淨利潤率攤薄影響（收入結構變化），我們預計FY17-19E EPS CAGR為29.7%。基于SOTP估值：1）核心主業每股價值460.7港元（DCF估值），及2）投資組合每股價值31港元，給予目標價491.8港元。重申買入評級。

圖 357：DCF 估值測算及敏感度分析

DCF估值模型(百万人民币)		高速成长期					稳定成长期			
现金流量预测	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
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

資料來源：公司，招銀國際預測

		WACC				
长期增长率	~	7%	8%	10%	11%	12%
	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	

利潤表

年結: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: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: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
初步为期限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: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	29,108	41,447	63,417	81,766	106,745
折舊和攤銷	6,674	12,741	14,993	17,485	19,866
營運資金變動	7,588	11,653	11,854	12,060	10,452
稅務開支	(5,047)	(10,516)	(15,596)	(20,109)	(26,252)
其他	7,108	10,193	15,596	20,109	26,252
經營活動所得現金淨額	45,431	65,518	90,264	111,311	137,064
購置固定資產、無形資產及土地	(13,105)	(18,754)	(29,047)	(30,499)	(32,024)
聯營公司	(15,399)	(10,116)	(15,934)	(19,121)	(22,945)
其他	(35,101)	(42,053)	(5,509)	(5,732)	(5,913)
投資活動所得現金淨額	(63,605)	(70,923)	(50,489)	(55,351)	(60,882)
股份發行	169	225	-	-	-
淨銀行借貸	13,029	37,464	-	-	-
股息	(2,640)	(3,699)	(6,516)	(8,401)	(10,968)
其他	7,970	(2,547)	(170)	-	-
融資活動所得現金淨額	18,528	31,443	(6,686)	(8,401)	(10,968)
現金增加淨額	354	26,038	33,089	47,559	65,214
年初現金及現金等价物	42,713	43,438	71,902	104,991	152,550
匯兌	371	2,426	-	-	-
年末現金及現金等价物	43,438	71,902	104,991	152,550	217,764
受限制現金	54,731	750	750	750	750
資產負債表的現金	98,169	72,652	105,741	153,300	218,514

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
互聯網增值服務	78.4	71.0	66.2	61.8	58.2
網絡廣告	17.0	17.8	16.8	17.3	17.9
電子商務交易	-	-	-	-	-
其他	4.6	11.3	16.9	20.9	23.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增長 (%)

收入	30.3	47.7	57.0	37.6	31.1
毛利	27.4	38.0	40.3	36.0	30.3
經營利潤	33.0	38.1	46.4	27.8	29.6
淨利潤	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
稅前利率	35.2	34.0	33.1	31.0	30.9
淨利潤率	28.0	27.0	26.4	24.7	24.6
調整後淨利潤率	31.5	29.9	27.2	25.9	25.3
有效稅率	19.6	19.7	19.7	19.7	19.7

資產負債比率

流動比率 (x)	1.2	1.5	1.5	1.6	1.8
平均應收賬款周轉天數	54.7	51.3	47.7	50.3	51.4
平均應付賬款周轉天數	498.5	363.1	363.1	363.1	363.1
平均存貨周轉天數	2.0	1.3	1.1	1.2	1.3
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	23.8	22.3	26.1	25.8	25.9
資產回報率	9.5	10.5	13.2	14.0	15.0

每股數據

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
每股賬面值(人民币)	13.1	19.9	25.9	33.8	44.0

來源: 公司及招銀國際研究部預測

阿里巴巴 (BABA US)

天猫加速持續，憧憬新零售巡禮

❖ **2QFY18 收入增速创新高。**2QFY18 收入同比增長 61%，較一致預期高 6%，增速創上市後新高；Non-GAAP EPS 同比增長 63%，較一致預期高 25%（受益於核心電商的加速增長、及市場對淨利潤率下調壓力的過度預測）。此外，公司上調 FY18 全年收入指引至同比增長 49%~53%（vs. 此前 45%~49%）。我們重申長期看好觀點，且預計在今年消費數據回暖、B2C 加速增長、算法優化（轉化率提升）的多重利好下，公司 FY18 收入有望持續創造驚喜。

❖ **天猫 GMV 加速增長持續，憧憬新零售巡禮。**2QFY18 核心電商加速增長（+63% YoY, vs. 1QFY17 +58% YoY），受益於客戶管理收入及傭金的上揚。即便營銷費用率未顯著提升，天猫 GMV 表現依舊超預期（同比增長 49%），源於：1）MAU 及活躍買家的穩健增長；2）算法優化下的精準營銷；3）消費電子及快消品類的加速增長。我們預計 3QFY18 商戶補貼力度將加大，憧憬新零售推進下的全新體驗及海外、涉農的延伸。雖然新零售仍處於初期，但我們逐漸看到效率升級後對生產鏈供應鏈優化的成效（e.g. 盒馬鮮生），且預期未來將帶來持續利好：1）促進零售數字運營，補全消費數據鏈條；2）最終實現智能供貨、生產模式的轉變（C2B）。輔之該季度推出的“88 會員”全新體系，用戶粘性及參與將有效加強。

❖ **雲計算同比增長 99%，持續向大中型客戶滲透。**受付費用戶強勁增長、高附加值服務對收入結構的優化驅動，2QFY18 雲收入實現加速增長。但息稅攤銷前虧損率同比降低 1 個百分點至 -5%，歸因於海內外用戶及產品的持續擴張下投入增強。阿裏云云栖大會宣布成立“達摩院”，并于三年內投入 1000 億。在通過降價策略及多元化產品下增加付費用戶的同時，我們期待後期 ARPU 的提升以及更多大型商戶的滲透。息稅攤銷前虧損率或短期波動，但長期收窄趨勢向好，且收入高增長持續階段有望拉長。

❖ **超前投資或短期攤薄淨利潤率，但對長期淨利潤增長影響有限。**2QFY18 毛利率同比下滑 2 個百分點，歸因於新零售、國際化、優酷內容及物流的投入加大，進而導致 EBITA 利潤率同比下滑 1 個百分點。為持續擴大 B2C 市場份額、提前布局新零售及新興科技，同時考慮菜鳥物流於 3QFY18 并表，短期淨利潤率或承壓（2H FY18 淨利潤率或環比下滑），但我們認為對整體淨利潤增長表現影響有限，源於：1）經營效率優化及員工生產力提升下費率的收窄；2）新業務虧損的改善；3）投入加大下收入端的超預期增長將抵消淨利潤率壓力。

❖ **維持「買入」評級，目標價 US\$222.3。**我們上調 FY18/19/20 收入 +2%/3%/3%，但淨利潤預測基本維持不變。更新模型後，輕微上調目標價至 US\$222.3，對應 FY19 32x PE，基於 SOTP 估值：1）電商：每股 US\$178.6，對應 20x FY19 EV/EBITA；2）阿里雲：每股 US\$10.5，對應 8x FY19 PS；3）其他：每股 US\$33.2。重申「買入」評級。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	101,143	158,273	241,337	324,011	411,329
調整後淨利潤(百萬人民幣)	42,621	60,252	82,834	113,198	144,534
調整後 EPS (人民幣)	16.6	23.4	32.2	44.0	56.2
EPS 變動 (%)	19.5%	40.8%	37.5%	36.7%	27.7%
市盈率(x)	73.4	52.2	37.9	27.8	21.7
市帳率(x)	12.5	9.7	8.0	6.5	5.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	17.1	18.6	21.2	23.3	23.7
淨財務杠杆率 (%)	3.5	13.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	US\$222.3
(此前目標價)	US\$217.3)
潛在升幅	+16.4%
當前股價	US\$190.9

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	488,924
3 月平均流通量 (百萬美元)	3,220.21
5 周內股價高/低 (美元)	192/86
總股本 (百萬)	2,529.4

資料來源：彭博

股東結構

軟銀集團	29.2%
雅虎	15.0%
馬雲	7.0%

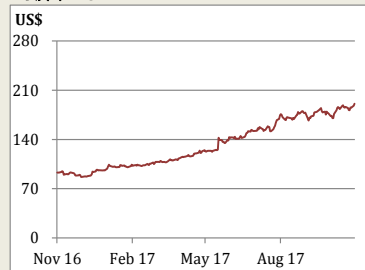
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	7.7%	2.9%
3-月	8.6%	-0.2%
6-月	55.3%	32.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

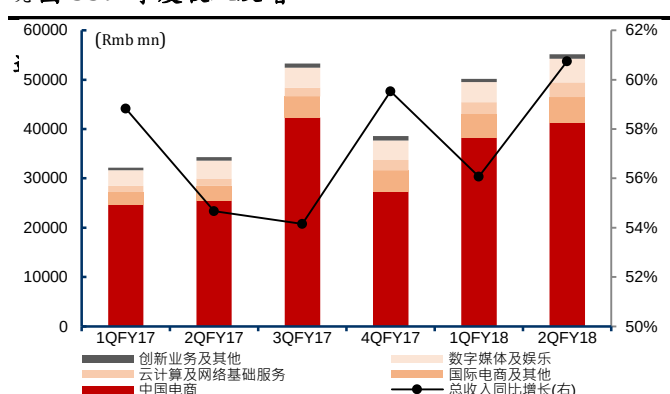
公司網站：www.alibabagroup.com

圖 358: 季度財務概覽

年結: 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%	-2ppts	-5ppts
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%	+2ppts	+0ppts

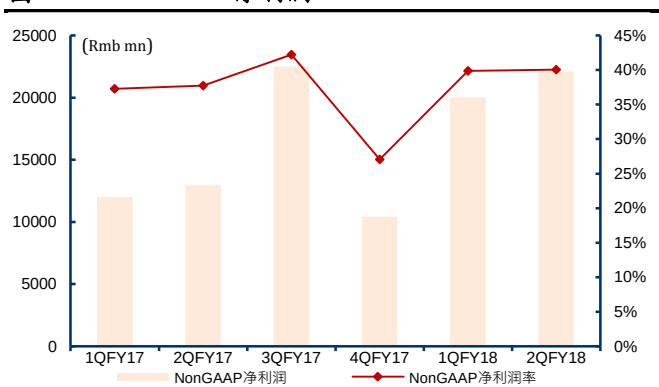
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 359: 季度收入及增



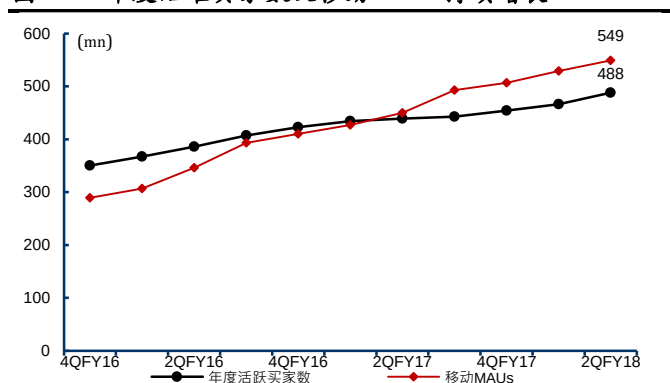
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 360: Non GAAP 淨利潤



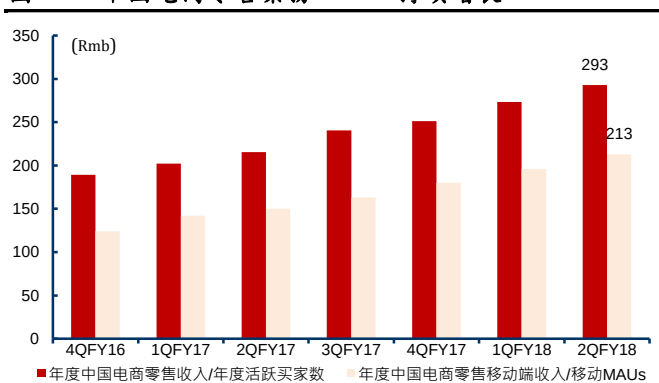
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 361: 年度活躍買家數及移動 MAU 持續增長



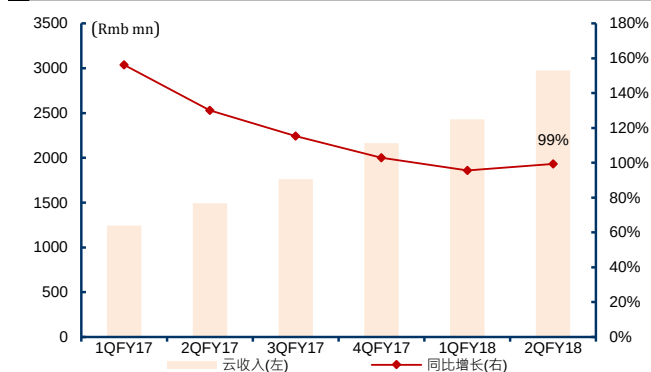
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 362: 中國電商零售業務 ARPU 持續增長



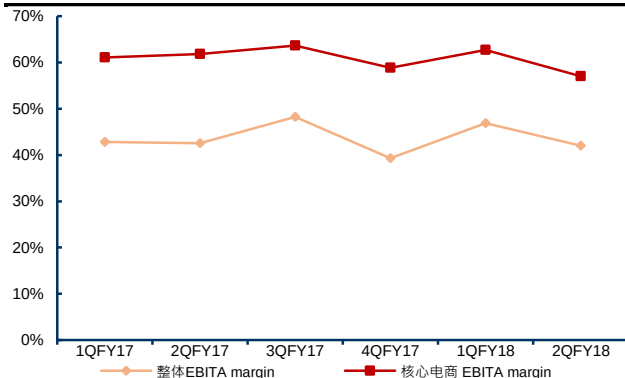
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 363: 雲服務收入及增速



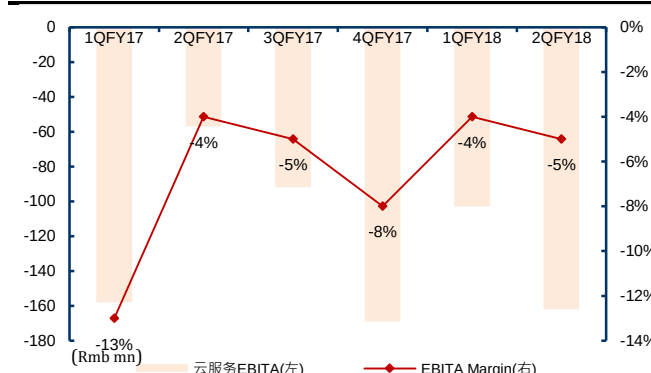
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 364: 核心電商調整後 EBITA 利潤率



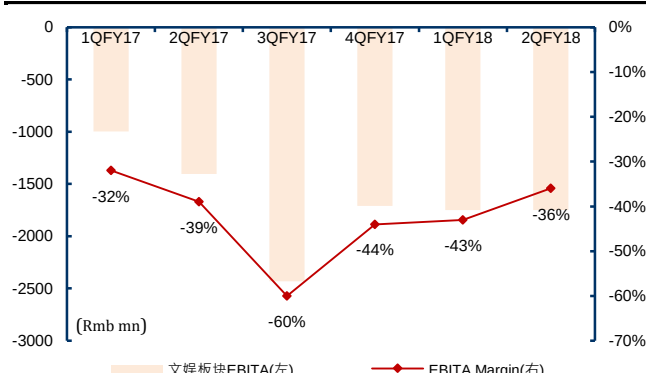
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 365: 雲服務調整後 EBITA



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 366: 文娛業務調整後 EBITA



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 367: SOTP 估值

年結: 3月31日 (十亿美元)	估值		估值参数	倍数	权值 (EBITA/收入)
	总计	每股价值 (美元)		FY19	FY19
核心电商	459.6	178.6	EV/EBITA	20.0	23.0
云计算	26.9	10.5	P/S	8.0	3.4
其他	85.5	33.2			
文娱	14.2	5.5	P/S	3.5	4.1
创新业务	2.5	1.0	P/S	3.0	0.8
菜鸟	3.9	1.5	基于最近一轮融资		
投资组合	38.9	15.1	基于投资组合分部估值		
净现金	25.9	10.1	基于现金流量表预测		
公司估值	572	222.3			

資料來源：招銀國際預測

利潤表

年結: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: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: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: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結: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	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	106,818	143,736	203,154	288,002	401,139

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
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

來源: 公司及招銀國際研究部預測

中國中藥(570 HK)

新收購業務帶來協同效應

❖ **最新消息。**中國中藥於10月22日發佈公告，欲向控股股東國藥控股收購四間公司，總代價為4.99億人民幣。這四間公司分別為：1) 華邈藥業，北京地區最大的中藥飲片生產加工公司；2) 華泰中藥，於北京工業區出租廠房資產；3) 黑龍江國藥，於黑龍江省分銷中藥飲片；4) 四川江油，於四川省生產和銷售中藥飲片。這四家公司於2016年度分別錄得淨利潤，2,230萬人民幣，負1,744.1萬人民幣，113.7萬人民幣和184.9萬人民幣。收購代價分別為：華邈藥業2016年市盈率9.7倍，黑龍江國藥2016年市盈率54倍，四川江油2016年市盈率44.2倍，華泰中藥收購價格等同於2016年公司淨資產。

❖ **中藥配方顆粒分銷網路快速擴張。**市場普遍認為，中藥配方顆粒市場即將開放，目前六家壟斷企業加速了擴張的步伐以維持先發優勢和行業的領先地位。通過收購華邈藥業和黑龍江國藥，公司的配方顆粒業務可以進入更多的醫院，並將業務版圖拓展至北京和東北地區，過去這兩個地區配方顆粒銷售較為薄弱（北方地區占公司2017上半年配方顆粒銷售的11%，東北地區占配方顆粒銷售額的7%），未來增長可期。

❖ **生產當地語系化以應對地方保護主義。**我們之前的報告中曾指出，中國中藥未來會將配方顆粒業務生產當地語系化以應對各省的地方保護主義政策。過去北京和四川省地方保護主義較嚴重，公司中藥配方顆粒很難進入該市場，通過上述的收購，中國中藥未來會在北京地區和四川地區進行當地語系化生產並銷售中藥配方顆粒。我們認為，未來中國中藥在上述地區將與本地企業展開公平競爭。

❖ **拓展中藥飲片業務。**公司通過收購華邈藥業和四川江油，增加了中藥飲片業務的產能、市占率和分銷管道。華邈藥業是北京地區最大的中藥飲片生產加工企業；四川江油擁有中國最大的毒性飲片生產基地。目前中國中藥的生產基地位於廣東、上海、貴陽和甘肅地區，公司未來還會在中藥飲片重點銷售省份佈局飲片生產加工基地。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	3,709	6,533	8,101	10,259	11,962
核心淨利潤(百萬人民幣)	536	974	1,187	1,471	1,798
核心EPS(人民幣)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.41
EPS變動(%)	-11.5	50.5	22.4	24.0	22.2
市盈率(x)	25.0	16.6	13.6	11.1	9.1
市帳率(x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率(%)	0.0	2.4	2.6	3.2	3.9
權益收益率(%)	5.6	8.3	9.6	11.1	12.4
淨財務杠杆率(%)	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$5.70
(前目標價)	HK\$5.70)
潛在升幅	+35.07%
當前股價	HK\$4.22

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	18,701
3個月平均流通(百萬)	31.45
52周內高/低(港元)	4.84/3.35
總股本(百萬)	4,431.5

資料來源：彭博

股東結構

國藥集團	36.4%
王曉春	8.5%
流通股	49.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-1.4%	-5.8%
3月	-5.1%	-12.8%
6月	2.6%	-12.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: www.china-tcm.com.cn

❖ **上調 2018/2019 年核心淨利潤 1.3%/1.2%。**新收購的四家公司 2015/2016 年合計產生淨利潤 2,530 萬人民幣/790 萬人民幣，我們認為新收購公司對中國中藥利潤表影響較小。我們分別上調中國中藥 2018/2019 年預測收入 7.9%/7.8%至 102.6 億人民幣/119.6 億人民幣，上調核心淨利潤 1.3%/1.2%至 14.7 億人民幣/18 億人民幣，我們認為新收購公司將帶來協同效應，緩解部分地區保護主義現狀並增強公司的分銷管道。我們維持買入評級，給予目標價 5.7 港元。公司目前估值為 2017/2018 年預測市盈率 13.6 倍/11.1 倍，我們的目標價對應著 2017/2018 年預測市盈率 18.3 倍/14.9 倍。

圖 368：收購細節

目標公司	業務	成本 人民幣 百萬	收入		淨利潤		淨資產 2016 人民幣 百萬	收購市盈率	
			2015 人民幣 百萬	2016 人民幣 百萬	2015 人民幣 百萬	2016 人民幣 百萬		2015	2016
華邈藥業	北京地區中藥飲片生產和銷售商，於北京地區擁有兩條生產線	216.6	499.5	556.6	25.2	22.3	180.4	8.6	9.7
華泰中藥	向華邈、華頤（中國中藥全資公司）以及中國中藥控股股東出租北京工業區廠房	139.6	4	7.4	(2.7)	(17.4)	137.5	N/A	N/A
黑龍江國藥	黑龍江省分銷中藥飲片，在黑龍江省擁有連鎖零售藥房，以及兩個中草藥種植基地	61.4	134.4	136.9	1.1	1.1	25.9	54.3	54
江油	於四川省生產和銷售中藥飲片，擁有一個年產量 4 千噸的中藥毒性飲片生產基地	81.7	43.8	49.6	1.8	1.8	63.6	46.2	44.2
總計		499.3	681.8	750.4	25.3	7.9	407.4	19.7	63.5

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 369：同業估值

公司	代碼	股價 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
中國中藥	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
石藥集團	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
中國生物製藥	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
白雲山	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
麗珠醫藥	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
三生製藥	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
綠葉製藥	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
康臣藥業	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
神威藥業	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

資料來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：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
息税折旧摊销前收益	820.7	1,707.0	2,036.7	2,428.0	2,853.4

資料來源: 公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：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

資料來源: 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	652.3	1,370.2	1,675.7	2,033.4	2,420.6
折攤和攤銷	168.4	336.8	361.0	394.6	432.8
營運資金變動	(195.4)	(349.2)	(68.7)	(141.2)	(201.0)
稅務開支	(148.6)	(217.3)	(250.5)	(309.9)	(377.9)
其他	42.1	(262.6)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	518.7	877.9	1,717.5	1,976.9	2,274.5
資本開支	(237.7)	(759.8)	(1,066.4)	(615.5)	(657.9)
收購子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	67.4	74.9	62.5
投資活動所得現金淨額	(7,157.9)	(1,747.4)	(999.0)	(540.7)	(595.4)
債務變化	1,202.2	1,459.6	1,558.1	(288.1)	(1,783.0)
發行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(415.3)	(515.0)	(629.2)
利息開支	(72.5)	(73.4)	(163.4)	(154.1)	(100.4)
融資活動所得現金淨額	8,329.7	1,141.0	979.4	(957.2)	(2,512.6)
現金淨變動	1,690.5	271.5	1,697.9	479.0	(833.5)
年初現金及現金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2
匯兌差額	(28.0)	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2	3,716.7

資料來源：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（%）					
中藥配方顆粒	26.4	66.7	66.2	63.3	65.1
中成藥	73.6	33.3	28.4	24.0	22.1
總額	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
息稅折攤前利潤率	22.1	26.1	25.1	23.7	23.9
稅前利率	18.6	20.0	19.5	19.1	19.9
淨利潤率	16.9	14.8	14.6	14.3	15.0
核心淨利潤率	14.4	14.9	14.6	14.3	15.0
有效稅率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增長（%）					
收入	37.9	76.1	24.0	26.6	16.6
毛利	33.0	72.1	19.8	21.6	17.1
息稅折攤前利潤	23.2	108.0	19.3	19.2	17.5
經營利潤	19.2	110.1	22.3	21.3	19.0
淨利潤	51.4	54.6	22.7	24.0	22.2
核心淨利潤	28.8	81.7	21.9	24.0	22.2
資產負債比率					
流動比率（x）	1.5	2.3	2.9	2.7	2.5
平均應收賬款周轉天數	134.4	113.6	88.4	80.7	82.1
平均應付帳款周轉天數	77.6	90.5	80.1	63.9	67.9
平均存貨周轉天數	81.4	87.4	95.4	90.6	89.0
淨負債 / 權益比率（%）	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	5.6	8.3	9.6	11.1	12.4
資產回報率	3.3	4.6	4.9	5.7	6.9
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.17	0.22	0.27	0.33	0.41
核心每股盈利（人民幣）	0.15	0.22	0.27	0.33	0.41
每股股息（港元）	-	0.09	0.09	0.12	0.14
每股賬面值（人民幣）	2.51	2.61	2.79	3.00	3.27

資料來源：公司，招銀國際預測

信義光能 (968 HK)

供需平衡趨緊

- ❖ **火熱光伏需求支撐光伏玻璃業務擴張。**我們預料 2017 年將又會是一個光伏裝機需求強勁增長的年份，需求增長的動力主要來源於中國，以及其它新興光伏裝機市場，如印度和其它東南亞國家。根據中電聯資料，2017 年前八個月中中國實現新增光伏裝機達 38.3 吉瓦。與此同時，媒體報導印度的新增光伏裝機將自 2016 年 5.4 吉瓦實現高增長，預期 2017 年前三季度達 6.1 吉瓦。我們將 2017 年全球光伏需求預測自 69 吉瓦調升 34.8% 至 93 吉瓦，對應光伏玻璃需求 5.97 億平方米，按年增長 33.8%。若將美國對光伏產品的潛在貿易紛爭納入考慮，我們保守估計未來幾年的光伏裝機需求量將穩定於 90 吉瓦以上，並預期 2016-20E 光伏裝機複合增長率將達 9.9%。我們預測同期光伏玻璃需求複合增長率將達 14.8%，快於光伏裝機增長，基於雙玻元件和雙面元件滲透率將隨光伏行業的技術進步獲得提升。我們相信光伏玻璃市場的基本面正逐步改善。
- ❖ **光伏玻璃供需平衡趨緊。**根據卓創資訊資料，中國境內的光伏玻璃在產日熔量自 2016 年 1 月 15,390 噸持續上升至 2017 年 2 月階段性高峰 21,160 噸，隨後逐漸回落。有顯著數量的光伏玻璃窯爐，因光伏玻璃售價較為低迷，以及環保督查壓力進入冷修和產線升級改造。我們相信光伏玻璃市場的供需狀況正偏向平衡趨緊，我們測算 2017 年及未來幾年的全球有效日熔量利用率將維持在 90% 以上。參考卓創資訊資料，光伏玻璃價格在 9 月初出現小幅攀升，我們認為這可以作為前瞻信號確認我們對於供需平衡趨緊的判斷。
- ❖ **產品提價可抵消材料價格上漲壓力。**自 8 月起，我們觀測到純鹼價格因環保督查因素在短期內出現大幅上漲，同時，發改委也宣佈自 9 月 1 日起調低天然氣門站價格（安徽省工業氣下調幅度為 4.6%）。我們測算信義光能將受純鹼價格波動影響，光伏玻璃每平米成本將上漲約 0.5 港元，而天然氣能源成本下降則可以帶來每平米約 0.3 港元抵消。此外根據我們對供需平衡偏緊的判斷，我們相信信義光能可以通過將光伏玻璃提價 1.2-2.3 港元/每平米將成本壓力完全傳導至下游。有別於光伏行業其它產品價格處於下降趨勢，我們相信光伏玻璃價格有望保持相對穩定，基於我們相信光伏玻璃的單位功率密度在技術變革過程中將獲得明顯提升。
- ❖ **目標價提升至 3.48 港元。**我們將光伏玻璃銷量增加及銷售均價有所提升兩重因素置入考慮，將信義光能 2017/2018/2019 淨利預測分別調升 2.0%/12.7%/13.5% 至港元 21.1/27.3/33.6 億。基於我們更新後的 DCF 模型測算，我們將信義光能的目標價自每股 3.0 港元提升 16.0% 至 3.48 港元，對應 2017E/2018E 預測市盈率為 11.8/9.5 倍。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	4,750	6,007	9,374	10,196	12,276
淨利潤 (百萬港元)	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
每股收益變動 (%)	120	59	(3)	29	23
市盈率 (x)	15.0	9.5	9.8	7.6	6.1
市帳率 (x)	3.3	3.0	2.3	2.0	1.7
股息率 (%)	3.1	5.0	4.9	6.3	7.8
股本回報率 (%)	21.7	31.9	23.9	26.0	27.2
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	74.6	85.8	75.1

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$3.48
(此前目標價)	HK\$3.00
潛在升幅	+25.2%
當前股價	HK\$2.78

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值(百萬港元)	20,638
3 月平均流通量 (百萬港元)	40.21
52 周最高/低 (港元)	2.92/2.12
總股本 (百萬)	6,794.7

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.7%	-3.8%
3 月	6.5%	-2.1%
6 月	17.3%	-0.1%

來源：彭博

股東結構

信義玻璃	28.9%
李賢義	11.4%
流通股	34.9%

來源：港交所

過去一年股價



來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.xinyisolar.com

利潤表

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

來源：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

來源：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

來源：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

來源：公司、招銀國際預測

好孩子國際(1086 HK)

創新產品 + 交叉銷售 = 搶佔市場

- ❖ 公司銷售增長在 17 財年上半年回升，從製造商向品牌擁有者的轉型已經完成。我們認為好孩子國際的拐點已經到來，公司從製造商到品牌擁有者的轉型已經完成，因為只算核心品牌（Cybex, Goodbaby, Evenflo）的話，在 17 財年上半年，其實已經佔據了總銷售額的 68%，並且實現了 17.4% 的同比增長，而藍籌業務的減少亦不再成為主要的拖累（銷售貢獻僅下降到 17%）。
- ❖ 由於 1) 中國積極的人口政策，2) 有利好出口的政策放鬆，3) 嬰兒汽車安全座椅越來越普及，以及 4) 不同品牌在不同地區開始實現有效的交叉銷售，我們預計在 17E-19E 期間的淨利潤年複合增長率可達到 27.9%。我們預計好孩子的淨利潤年複合增長率將從 14 財年到 16 財年的 6.6% 明顯加速到 17 財年到 19 財年的 27.9%，受惠於行業因素如：1) 中國積極的人口政策，2) 利好出口的政策放鬆，出口程序更為簡便，3) 嬰兒汽車安全座椅越來越普及以及公司自身的努力改進，如 1) 持續推出創新產品去搶佔市場份額，2) 不同品牌在不同地區開始實現有效的交叉銷售，通過把 Cybex 推廣到歐洲其他地區和引入中國（Cybex 17 財年上半年在中國的銷售額實際上翻了一番，根據百度的趨勢的數據顯示，Cybex 這品牌目前在中國非常火爆），亦通過在歐洲開始銷售好孩子 GB 的鉑金/黃金產品線（好孩子 GB 在歐洲銷售的第一個汽車安全車座椅被評為“Best in Test”，並在相關級別中獲得最高整體分數，也在最近的 German Stiftung Warentest and ADAC 測試中榮獲“測試優勝獎”，因此推動了在歐盟的 75% 增長）。
- ❖ 收購大股東的母嬰護理用品及服裝的自有品牌（包括零售業務）的價錢相對便宜，大約在 18 倍 18 財年預測市盈率，並由於其電商的占比很高，達到 50%，加上潛在的協同效應，未來應可實現快速增長。好孩子國際出價約 1.25 億美元現金和 2.395 億美元等值的新股份（以 3.49 港元價格發行）去從其最大的股東收購他的母嬰護理用品及服裝的自有品牌（包括零售業務），我們認為這次資產注入的時間點相當合適，而其增長潛力並不應該被低估，我們預計目標公 17 財年/18 財年淨利潤將增長 41%/18%，因為行業在中國仍然很年輕，而且目標公司的電商佔銷售額的比例高達 50%（Frost & Sullivan 預測電商管道的行業銷售年均複合增長率可達 23%），是有望實現高速增長的，加上收購亦能夠提升集團的整體淨利潤率（因品牌擁有者和零售商通常能獲得高單位數），因此，我們預計應該增加 1.42 億元/1.68 億元人民幣的額外利潤。潛在的協同效應是 1) 對市場的反應更快，能從零售終端得到更多客戶和交易有關的信息，以提供和生產更好的產品，2) 更多的後端運營，管理和員工成本共享，3) 當然是要降低與關聯交易相關的成本。
- ❖ 給予買入評級，目標價為 5.46 港元。我們給予買入評級，和目標價為 5.46 港幣，意味著有約 23% 的上漲空間，基於 19 倍 18 財年的市盈率。該公司目前的交易價格為 14 倍 18 財年的市盈率，仍低於其近 2 年的 24 倍平均水平，如果我們把新的資產注入亦計算在內，現價將只為 13 倍 18 財年的市盈率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	6,951	6,238	6,488	6,956	7,465
淨利潤 (百萬港元)	197	207	225	325	434
每股收益 (港元)	0.178	0.186	0.201	0.291	0.388
每股收益變動 (%)	241.0	4.2	8.5	44.6	33.3
市盈率 (x)	23.4	22.5	20.7	14.3	10.8
市帳率 (x)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	1.2	1.2	1.4	2.1	2.8
權益收益率 (%)	8.5	8.6	8.8	11.5	13.5
財務杠杆 (x)	42.0	19.3	21.9	19.6	10.3

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入

目標價	HK\$5.46
潛在升幅	+30.9%
當前股價	HK\$4.17

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國非必需消費品行業

市值 (百萬港元)	6,920
3 月平均流通量 (百萬港元)	12.89
52 周內股價高/低 (港元)	4.69/3.11
總股本 (百萬)	1,115.1

資料來源：彭博

股東結構

宋鄭還家族	23.13%
富達基金	9.98%
鋒裕投資	7.93%
鄧普頓投資	6.54%
自由流通	48.93%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.4%	-8.7%
3-月	8.2%	-0.6%
6-月	11.1%	-5.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.gbinternational.com.hk

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	6,951.1	6,238.2	6,487.6	6,956.1	7,464.6
歐洲	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
中國	1,347.7	1,155.3	1,340.2	1,581.4	1,897.7
其它地區	652.0	579.0	538.5	538.5	538.5
銷售成本	(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
銷售費用	(1,030.4)	(982.5)	(1,083.6)	(1,142.6)	(1,208.6)
一般及行政費用	(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)
息稅前收益	317.6	213.6	337.8	476.4	628.3
淨融資成本	(53.2)	(51.8)	(45.6)	(48.4)	(50.3)
聯營公司	(0.0)	0.0	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	264.3	161.8	292.2	428.0	578.0
所得稅	(61.7)	50.4	(61.4)	(94.2)	(132.9)
非控制股東權益	(5.2)	(4.9)	(5.8)	(8.6)	(11.6)
淨利潤	197.4	207.4	225.0	325.3	433.5

來源: 公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	2,487.8	2,519.2	2,849.7	3,186.2	3,401.9
物業、廠房及設備	878.8	858.2	964.8	1,076.2	1,189.2
無形資產和商譽	1,501.9	1,467.5	1,570.6	1,685.5	1,739.7
投資型房地產	-	-	-	-	-
土地使用權	59.6	53.9	153.5	263.7	312.1
聯營公司的權益	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	-	-	-	-	-
遞延稅項資產	43.1	130.9	150.0	150.0	150.0
其他	3.6	7.8	10.0	10.0	10.0
流動資產	3,433.7	2,999.6	2,987.1	3,110.0	3,477.0
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,244.8	1,099.8	1,127.5	1,187.3	1,250.0
貿易及其他應收賬款	1,340.1	954.2	1,020.7	1,072.1	1,127.8
受限制銀行結餘	143.6	187.4	194.9	208.9	224.2
現金及現金等價物	705.3	758.2	644.0	641.8	875.0
流動負債	2,202.9	1,855.3	1,942.6	2,068.0	2,205.6
銀行借款	691.7	278.2	278.2	278.2	278.2
預收款項	463.9	557.9	580.2	622.1	667.6
貿易及其他應付賬款	941.2	926.5	958.4	1,009.2	1,062.5
即期稅項	68.2	28.3	61.4	94.2	132.9
其他	37.8	64.3	64.3	64.3	64.3
非流動負債	1,310.6	1,185.3	1,185.3	1,185.3	1,185.3
帶息借款	1,005.9	950.5	950.5	950.5	950.5
離職後福利及其他長期福利	14.2	12.7	12.7	12.7	12.7
遞延稅項	201.1	145.9	145.9	145.9	145.9
撥備	78.7	63.7	63.7	63.7	63.7
其他	10.6	12.5	12.5	12.5	12.5
資產淨額	2,408.1	2,478.2	2,709.0	3,042.9	3,487.9
非控股權益	42.8	37.9	43.7	52.3	63.8
權益股東應占總權益	2,365.3	2,440.3	2,665.3	2,990.6	3,424.1

來源: 公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	317.6	213.6	337.8	476.4	628.3
折舊和攤銷	195.4	198.7	(7.4)	(13.4)	130.2
營運資金變動	612.3	224.6	(47.5)	(32.5)	(34.9)
稅務開支	(62.9)	(132.5)	(61.4)	(94.2)	(132.9)
其他	10.0	31.6	(28.0)	(5.0)	33.8
經營活動所得現金淨額	1,072.4	536.0	193.7	331.4	624.4
購置固定資產	(183.8)	(264.5)	(291.9)	(313.0)	(335.9)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(100.0)	337.9	39.9	46.9	42.3
投資活動所得現金淨額	(283.8)	73.4	(252.1)	(266.2)	(293.6)
股份發行	6.5	13.8	-	-	-
淨銀行借貸	(651.7)	(493.6)	-	-	-
股息	-	(55.7)	(55.8)	(67.5)	(97.6)
其他	138.6	1.8	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(506.6)	(533.6)	(55.8)	(67.5)	(97.6)
現金增加淨額	282.0	75.7	(114.1)	(2.3)	233.2
年初現金及現金等價物	434.7	705.3	758.2	644.0	641.8
匯兌	(11.4)	(22.9)	-	-	-
年末現金及現金等價物	705.3	758.2	644.0	641.8	875.0

來源: 公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
歐洲	30.9	29.6	29.0	28.2	27.1
北美	40.4	42.6	42.0	41.4	40.3
中國	19.4	18.5	20.7	22.7	25.4
其它地區	9.3	9.3	8.3	7.7	7.2
總額	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
息稅前利潤率	4.6	3.4	5.2	6.8	8.4
稅前利潤率	3.8	2.6	4.5	6.2	7.7
淨利潤率	2.8	3.3	3.5	4.7	5.8
有效稅率	23.3	(31.1)	21.0	22.0	23.0
增長 (%)					
收入	13.7	(10.3)	4.0	7.2	7.3
毛利	34.2	3.0	12.3	10.6	10.7
息稅前利潤	119.3	(32.7)	58.1	41.0	31.9
淨利潤率	243.5	5.0	8.5	44.6	33.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
平均應收賬款周轉天數	36.5	37.7	40.0	40.0	40.0
平均應付帳款周轉天數	70.1	81.9	85.0	85.0	85.0
平均存貨周轉天數	92.7	97.3	100.0	100.0	100.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	42.0	19.3	21.9	19.6	10.3
回報率 (%)					
資本回報率	8.3	8.5	8.4	10.9	12.7
資產回報率	3.3	3.8	3.9	5.2	6.3
每股數據					
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
每股賬面值(港元)	2.133	2.183	2.384	2.675	3.063

來源: 公司及招銀國際研究預測

潍柴動力-H (2338 HK)

全球化戰略進入收穫期

❖ **投資要點：**憑藉其卓越的收購策略和良好的執行能力，潍柴動力逐漸由一家中國本土的發動機、重型卡車及零部件生產商，轉型成為一家能夠在全球範圍內提供包括叉車生產、倉庫技術等綜合化服務的國際廠商。我們認為主要利好因素包括 1) 公司在重卡及發動機行業市占率的回升，能夠減輕明年因高基數效應帶來潛在需求放緩的影響；以及 2) 環球供應鏈解決方案服務對收入的貢獻度提高。我們首次覆蓋公司並給予買入評級，目標價 12.50 港元(基於 SOTP 估值)。

❖ **2018 年至 2020 年預計重卡需求將維持高位。**我們預計中國的重卡需求在今年達到創紀錄的 110 萬輛後，2018 年的市場需求將會放緩，但持續不斷的替換需求及需求結構向物流車傾斜的轉變，仍將會對需求形成支撐，預計重卡需求於 2018-2020 年將維持在每年 90 萬至 110 萬輛的水準，而且需求的波動性將會減小。(詳情請參閱我們的行業報告《中國重型卡車行業：增長趨勢維持；盈利及估值存在上升空間》)

❖ **業務組合週期性降低，有助於估值提升。**潍柴動力目前持有全球第二大叉車生產商以及領先的供應鏈解決方案服務商(收購 Dematic 後)德國凱傲(KION GR, 未評級)43.26%的股權。凱傲對潍柴動力的淨利潤貢獻由 2014 年的 2.70 億元人民幣增長至 2016 年的 7.13 億元人民幣，主要歸功於凱傲良好的盈利增長及滙柴持股比例的增加(由 2012 年的 25%增持至 2016 年的 43.26%)。凱傲目前的股價相當於 2017 年預測 EV/EBITDA 的 9 倍，而滙柴股價則相當於 2017 年預測 EV/EBITDA 的 5 倍。我們相信凱傲對滙柴動力的重要程度日益增長，同時也將逐步提升滙柴的整體估值。

❖ **2018 年至 2019 年預計盈利保持穩健。**我們預計，滙柴動力今年淨利潤將達到 64 億元人民幣，高於彭博市場共識 7%，同時也接近公司盈利指引上限的 65 億元人民幣。我們預計 2018 年淨利潤將同比下跌 6%，2019 年則將回升 13% (高於一致預期 9%)，主要受惠於重卡和發動機銷售的復蘇。

❖ **風險因素：**1) 2018 年重卡及發動機的需求下滑較預期嚴重；2) 供應鏈解決方案專案延遲；3) 技術風險。

財務資料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬元人民幣)	74,168	93,184	151,246	150,384	160,470
淨利潤(百萬元人民幣)	1,412	2,441	6,404	6,005	6,759
EPS (元人民幣)	0.18	0.31	0.80	0.75	0.85
EPS 變動 (%)	(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
市帳率 (x)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
股息率 (%)	1.3	2.3	5.9	5.5	6.2
權益收益率 (%)	4.4	7.7	18.8	15.9	16.7
淨財務杠杆 (%)	淨現金	59.1	37.7	13.2	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$12.50
潛在升幅	+37%
當前股價	HK\$9.13

馮鍵峰, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬元港元)*	73,015
3 月平均流通量(百萬元港元)	113
52 周內股價高/低(港元)	10.30/5.84
總股本(百萬)	7,997

注:以 H 股股價計算

資料來源: 彭博

股東結構

滙柴控股集團有限公司	16.83%
濰坊市投資集團有限公司	3.71%
自由流通 (H 股)	24.22%
自由流通 (A 股)	55.24%

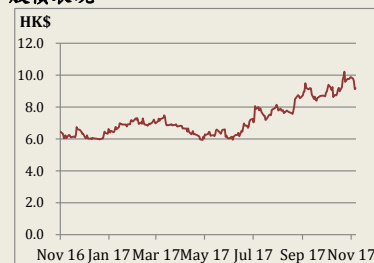
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.3%	0.2%
3-月	20.6%	12.4%
6-月	48.1%	28.3%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 安永

公司網站: www.weichaipower.com

利潤表

年結: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
营业成本	(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

年結: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

主要比率	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

華泰證券 (6886 HK)

業務漸趨多元化，規模效應突顯

- ❖ 在低迷的市場環境下取得良好業績。2017 年上半年，華泰證券收入總額及純利分別按年增長 7.2% 及 5.3%，至 124.2 億元人民幣及 29.9 億元人民幣。上半年中國境內市場的股基總成交額及股權融資額分別按年下跌 18.4% 及 12.1%。在低迷的市場環境下，公司能取得如此成績實屬不易。
- ❖ 市場份額下跌，但佣金率企穩。由於公司持續推進經紀業務轉型戰略，通過提供高附加值的業務發掘存量客戶的潛在價值，2017 年上半年，華泰證券在股基交易市場中的市場份額按年下滑 0.58 個百分點，至 7.87%。不過，根據我們的計算，公司的佣金率穩定在萬分之 2.5 的水平。我們預計，2017 年及 2018 年華泰證券的佣金率可繼續保持在萬分之 2.3 及萬分之 2.2 的水平。然而，佣金率水平仍然面臨下行壓力，特別是在牛市來臨時。通過充分發揮其在移動終端的優勢，以及憑藉其多達近 1200 萬的廣闊客戶基礎，我們相信，公司將繼續保持在國內證券行業的龍頭地位。
- ❖ 海外平台是境內業務的延伸。2017 年上半年，華泰證券海外及其他業務的收入總額達到 22.6 億元人民幣，占其收入總額的 18.1%。期內，AssetMark 實現營業收入 8,643 萬美元，截至上半年末，管理資產總額達到 367 億美元。在公司不斷完善的金融科技技術支持下，海外平台可被視作是其向財富管理模式轉型中的重要一環，也是公司境內業務的延伸。此外，華泰證券預計將於 2018 年第一季完成 A 股非公開發行，可發行最多 10.9 億股，預計募集資金 250 億元人民幣。發行完成後，公司的資本實力將得到進一步增強，與新股東間的協同效應也值得期待。
- ❖ 下調盈利預測。2017 年上半年，華泰證券的收入增長主要源自資產管理業務的佣金手續費收入及投資淨收益，二者分別按年增長 7.2 倍及 37.4%，達到 20.4 億元人民幣及 21.8 億元人民幣。不過，資管業務收入的高速增長未必能夠延續，因為增長中很大一部分來自其自有資金的階段性收益。我們將對公司 2017 年至 2019 年的收入總額預測分別下調 10.9%、11.3% 以及 17.6%，至 273 億元人民幣、315 億元人民幣及 376 億元人民幣，主要由於市場氣氛較預期低迷以及公司產生部分非可持續性收入。同時，由於海外平台業務并表整合帶來更高的營運開支，我們將對公司 2017 年至 2019 年的純利預測分別下調 17.4%、16.1% 及 16.9%，至 77 億元人民幣、91 億元人民幣及 115 億元人民幣。
- ❖ 目標價 20.24 港元。華泰證券現時的股價相當於 2018 年預測市帳率的 0.97 倍。我們給予公司的最新目標價相當於其 2018 年預測市帳率的 1.17 倍。同時這也是可比同業 2018 年預測市帳率的平均水平加一個標準差，以體現華泰證券在行業中的領先地位、不斷提升的金融科技能力和不斷完善的業務模式。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	39,416	24,632	27,255	31,471	37,626
淨利潤 (百萬元人民幣)	10,697	6,271	7,661	9,138	11,499
每股收益 (元人民幣)	1.65	0.88	1.07	1.28	1.61
每股收益變動 (%)	105.37	(46.79)	22.17	19.28	25.82
市盈率 (x)	8.65	16.25	13.30	11.15	8.86
市帳率 (x)	1.26	1.21	1.14	0.97	0.90
股息率 (%)	3.51	3.51	2.63	3.14	3.95
權益收益率 (%)	17.5	7.6	8.8	8.7	9.1
杠杆率 (%)	3.93	3.58	3.91	3.19	3.20

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入 (維持)

目標價	HK\$20.24
(此前目標價)	HK\$18.8)
潛在升幅	+20.9%
當前股價	HK\$16.74

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元港幣)	159,233
3 月平均流通量	
(百萬元港幣)	180.12
52 周內股價高/低	
(港元)	18.98/14.04
總股本(百萬元)	7,162.8

資料來源：彭博

股東結構 (H 股)

全國社會保障基金理事會	9.24%
BlackRock, Inc.	5.08%

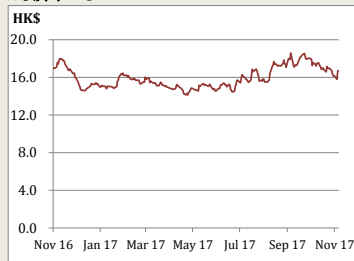
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.1%	-9.4%
3-月	7.3%	-1.4%
6-月	13.9%	-2.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.htsc.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	38,851	24,264	26,880	31,077	37,212
佣金及手續費收入	20,200	11,410	12,551	13,844	16,678
利息收入	11,894	8,878	9,883	11,005	11,989
投資淨額收益	6,757	3,976	4,447	6,228	8,545
其他收入及收益	564	368	375	394	413
收入及其他收益總額	39,416	24,632	27,255	31,471	37,626
佣金及手續費支出	(5,676)	(2,562)	(2,893)	(2,686)	(3,174)
利息支出	(7,812)	(5,393)	(5,362)	(6,405)	(7,242)
雇員成本	(8,141)	(5,648)	(6,269)	(6,924)	(7,901)
折舊及攤銷	(333)	(409)	(510)	(553)	(612)
營業稅及附加費	(1,723)	(451)	(123)	(566)	(677)
其他營業支出	(1,815)	(2,066)	(2,344)	(2,675)	(3,198)
減值損失	(73)	37	(13)	10	11
支出總額	(25,572)	(16,492)	(17,513)	(19,799)	(22,793)
經營利潤	13,843	8,139	9,743	11,671	14,833
所占聯營企業和合營企業的業績	420	454	515	635	725
所得稅前利潤	14,263	8,593	10,258	12,306	15,558
所得稅費用	(3,466)	(2,074)	(2,462)	(2,954)	(3,734)
年度利潤	10,798	6,519	7,796	9,353	11,824
少數股東權益	(101)	(249)	(135)	(215)	(325)
淨利潤	10,697	6,271	7,661	9,138	11,499

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融資客戶墊款	67,432	56,605	58,235	64,010	70,263
應收賬款	622	991	1,091	1,200	1,320
其他應收款項及預付款項	3,896	5,070	5,831	6,706	7,712
金融投資	142,532	94,331	87,881	89,644	94,383
買入返售金融資產	21,791	37,401	38,131	39,676	41,955
衍生金融資產	335	107	123	141	162
結算備付金	2,552	1,229	1,352	1,554	1,788
代經紀客戶持有現金	131,945	94,569	104,026	114,428	125,871
現金及公司銀行結余	36,707	45,230	92,623	112,977	121,072
其他	0	0	0	3,621	9,246
總流動資產	407,811	335,533	389,291	433,958	473,772
物業及設備	3,379	3,567	3,603	3,639	3,676
投資物業	1,302	1,130	1,222	1,222	1,222
商譽	51	2,091	2,091	2,091	2,091
其他無形資產	425	5,509	5,509	5,509	5,509
聯營公司權益	2,674	3,377	3,546	3,723	3,910
金融投資	26,829	32,518	35,228	36,498	37,549
買入返售金融資產	3,843	8,930	9,020	9,471	9,944
存出保證金	6,009	8,159	8,567	9,252	10,177
延遲稅項資產	213	556	615	635	650
其他	78	79	468	668	974
總非流動資產	44,804	65,917	69,868	72,708	75,701
總資產	452,615	401,450	459,159	506,665	549,473
短期銀行借款	688	460	483	507	533
短期債務工具	1,053	1,621	1,702	1,872	2,340
拆入資金	3,000	6,650	8,512	11,066	14,164
應付經紀業務客戶賬款	128,367	92,729	100,905	110,996	122,095
應付薪酬	2,808	2,517	2,079	2,151	2,010
其他應付款項	99,320	79,672	99,856	92,597	98,230
稅相負債	2,193	496	541	541	541
賣出回購金融資產款	22,392	19,463	18,879	19,068	19,259
衍生金融負債	2,460	864	835	915	893
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	14,480	2,756	2,784	2,812	2,840
一年內到期銀行借款以及債券	3,123	25,900	26,159	26,421	26,685
其他	0	0	946	0	0
總流動負債	279,885	233,128	263,681	268,945	289,590
長期債券	69,374	49,948	72,424	83,288	95,781
長期銀行借款	360	0	0	0	0
長期應付薪酬	3,367	4,988	5,238	5,500	5,775
延遲所得稅負債	352	2,562	154	154	154
賣出回購金融資產	10,800	0	0	0	0
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	6,948	25,164	25,415	25,670	25,926
其他	0	0	1,442	37	0
總非流動負債	91,201	82,662	104,674	114,648	127,636
總負債	371,086	315,790	368,355	383,593	417,226
股東總權益	80,785	84,357	89,159	121,359	130,421
少數股東權益	744	1,303	1,645	1,714	1,827
總權益	81,529	85,660	90,804	123,073	132,247

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	14,263	8,593	10,258	12,306	15,558
折舊及分攤	333	409	510	553	612
營運資本變動	(61,150)	15,223	15,206	(22,884)	(13,582)
稅務開支	(2,360)	(3,943)	(1,970)	(2,511)	(3,174)
其他	2,497	1,737	(17)	283	(147)
經營活動所得現金淨額	(46,418)	22,020	23,987	(12,252)	(733)
投資活動					
資本開支	(837)	(600)	(1,015)	(958)	(957)
投資變動	(24,996)	(8,565)	(5,213)	(4,650)	(4,649)
其他	4,711	4,703	1,594	1,755	1,759
投資活動所得現金淨額	(21,122)	(4,463)	(4,634)	(3,853)	(3,847)
融資活動					
股票發行	30,588	0	0	25,000	0
非控股股東注資	0	68	0	0	0
銀行貸款，債務工具以及債券變動	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)
融資活動所得現金淨額	53,833	(5,010)	16,845	30,756	6,794
現金增加淨額	(13,707)	12,548	36,198	14,651	2,214
年初現金及現金等价物	31,884	18,596	31,652	67,865	82,531
外匯差額	419	508	15	15	16
年末現金及現金等价物	18,596	31,652	67,865	82,531	84,761

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益總額占比					
佣金及手續費收入	51.2%	46.3%	46.0%	44.0%	44.3%
利息收入	30.2%	36.0%	36.3%	35.0%	31.9%
投資淨額收益	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%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	148.1%	-37.5%	10.8%	15.6%	19.7%
收入及其他收益增長	146.7%	-37.5%	10.7%	15.5%	19.6%
經營利潤增長	145.9%	-41.2%	19.7%	19.8%	27.1%
淨利潤增長	138.4%	-41.4%	22.2%	19.3%	25.8%
資產負債比率					
流動比率 (x)	145.7%	143.9%	147.6%	161.4%	163.6%
總負債 / 權益比率	92.2%	69.6%	93.2%	79.7%	86.5%
淨負債 / 權益比率	46.8%	15.9%	-10.7%	-13.4%	-6.3%
回報率					
資本回報率	17.5%	7.6%	8.8%	8.7%	9.1%
資產回報率	3.0%	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	1.65	0.88	1.07	1.28	1.61
每股股息（元人民幣）	0.50	0.50	0.37	0.45	0.56
每股賬面值（元人民幣）	11.28	11.78	12.45	14.71	15.81

來源：公司及招銀國際研究部預測

工商銀行 (1398 HK)

盈利能力提升，撥備覆蓋率持續改善

- ❖ **2017年第三季度盈利能力明顯改善。**工商銀行2017年第三季度單季純利按年增長3.3%，增幅在第二季的2.3%及第一季的1.4%基礎上進一步提升。這主要是由於：1) 淨利息收入的強勁帶動，按年增長13.8%，以及2) 淨手續費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%。工行仍然保持著較為審慎的撥備原則，當季貸款減值損失按年增長40.1%，增速與前兩季相若，但其他資產計提的減值損失按年大幅增長逾8.7倍，至11.6億元人民幣。今年首三季，工行經營收入按年增長4.6%至5,062.7億元人民幣，淨利潤按年增長2.3%至2,280.0億元人民幣。
- ❖ **資產負債結構優化，定價能力增強，推動淨息差擴張。**2017年首三季，工行淨息差較上半年改善1個基點，至2.17%。淨息差持續回升的原因在於：1) 存款規模保持穩定增長，日均餘額中成本較低的活期存款顯著提升，負債結構優化，成本有所下降；2) 對新增貸款的定價能力不斷增強，三季度貸款收益率較二季和一季分別提升6個基點和25個基點；3) 在流動性偏緊的情況下，市場利率抬升，擁有充足資金參與金融市場業務的工行因而受惠。
- ❖ **資產質量保持穩定。**截至2017年第三季末，工行的不良貸款率為1.56%，較上季末繼續改善1個基點。同時，工行的撥備覆蓋率穩步回升至148.42%。第三季末，作為不良貸款先行指標的關注類貸款占比和逾期貸款占比，分別較年初下降66個基點和61個基點，降幅遠高於不良貸款率6個基點的下降幅度。此外，工行還加大了對不良貸款的處置和現金清收力度，前三季共處置約1,300億元人民幣不良貸款。隨著資產質量較好的新增貸款不斷增長，我們預計工行2017年至2019年的不良貸款率將穩定在1.57%、1.58%和1.58%，同時撥備覆蓋率將繼續提升，直至達到150%的監管紅線。
- ❖ **資本實力得到有效補充。**工行早前宣布，已獲得監管部門批准，可在2017年內發行最多不超過880億元人民幣的二級資本債券。截至2017年三季度末，工行的核心一級資本充足率、一級資本充足率及資本充足率分別為12.88%、13.40%和14.67%，再度領先可比同業。在二級資本債券發行完畢後，我們認為工行的資本實力將進一步得到增強。根據權重法，我們預計該行2017年年末的核心一級資本充足率、一級資本充足率及資本充足率將分別升至13.27%、13.78%和15.49%。
- ❖ **維持持有評級。**隨著資本實力的增強、資產質量的穩定和盈利能力的回升，工行的市場領導地位可得到進一步鞏固。但今年以來，工行的股價表現已超出可比同業18.5至29.3個百分點。我們將工行2017年至2019年的純利預測輕微提升至2,839.5億元人民幣、3,011.4億元人民幣和3,154.1億元人民幣。工行目前的股價相當於2018年預測市帳率的0.82倍。我們給予該行的最新目標價6.60港元相當於2018年預測市帳率的0.86倍，同時也是可比同業的2018年平均預測市帳率加兩個標準差，以反映該行在商業銀行業務中的領先地位。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入(百萬元人民幣)	668,733	641,681	684,763	763,352	836,509
淨利潤(百萬元人民幣)	277,131	278,249	283,950	301,136	315,408
市帳率(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
權益收益率(%)	16.69	14.80	13.65	13.09	12.51
不良貸款率(%)	1.50	1.62	1.57	1.58	1.58
撥備覆蓋率(%)	156.34	136.69	148.46	150.68	151.31

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

持有(維持)

目標價	HK\$6.60
(此前目標價)	HK\$6.45
潛在升幅	4.3%
當前股價	HK\$6.33

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬港元)	2,532,143
3月平均流通量(百萬港元)	1,956.18
52周內股價高/低(港元)	6.48/4.45
總股本(百萬)	356,407.0

資料來源：彭博

股東結構(H股)

全國社會保障基金理事會	9.98%
Temasek Holdings (Private) Limited	8.43%
中國平安保險(集團)股份有限公司	5.15%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.1%	-5.5%
3-月	10.9%	1.9%
6-月	21.7%	3.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.icbc.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	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)
淨利息收入	507,867	471,846	521,309	594,603	660,874
手續費及佣金收入	161,670	164,714	157,468	160,612	163,807
手續費及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(16,692)	(16,864)	(17,200)
淨手續費及佣金收入	143,391	144,973	140,776	143,748	146,607
其他淨收入	17,475	24,862	22,678	25,001	29,027
營業收入	668,733	641,681	684,763	763,352	836,509
營業費用	(220,835)	(193,112)	(183,106)	(203,395)	(222,091)
扣除減值損失前的營業利潤	447,898	448,569	501,657	559,957	614,417
資產減值損失	(86,022)	(86,138)	(130,503)	(167,130)	(202,958)
營業利潤	360,905	360,675	369,703	392,069	410,794
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,330	2,604	2,980	3,258	3,315
稅前利潤	363,235	363,279	372,683	395,327	414,109
所得稅費用	(85,515)	(84,173)	(87,581)	(92,902)	(97,316)
年度利潤	277,720	279,106	285,103	302,425	316,793
非控制性權益	(589)	(857)	(1,153)	(1,289)	(1,385)
淨利潤	277,131	278,249	283,950	301,136	315,408

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
現金及存放中央銀行款項	3,059,633	3,350,788	3,682,953	3,772,940	4,066,736
存放和拆放同業及其他金融機構款項	683,793	797,473	819,862	875,403	924,615
投資	5,009,963	5,481,174	5,696,952	5,969,421	6,154,199
客戶貸款和墊款	11,652,812	12,767,334	13,905,452	15,248,465	16,784,910
對聯營及合營公司的投資	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
總資產	22,209,780	24,137,265	25,709,710	27,584,683	29,743,696
向中央銀行借款	210	545	491	515	541
同業及其他金融機構存放和拆入款項	2,265,860	2,016,799	1,858,567	1,791,742	1,698,687
客戶存款	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
總負債	20,409,261	22,156,102	23,506,298	25,159,841	27,097,355
歸屬於母公司股東的權益	1,789,474	1,969,751	2,190,777	2,411,134	2,632,403
非控制性權益	11,045	11,412	12,634	13,709	13,938
總權益	1,800,519	1,981,163	2,203,411	2,424,843	2,646,342

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
淨利息收入	75.9%	73.5%	76.1%	77.9%	79.0%
淨手續費及佣金收入	21.4%	22.6%	20.6%	18.8%	17.5%
其他淨收入	2.6%	3.9%	3.3%	3.3%	3.5%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
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%
淨利息收入	2.9%	-7.1%	10.5%	14.1%	11.1%
淨手續費及佣金收入	8.2%	1.1%	-2.9%	2.1%	2.0%
其他淨收入	97.7%	42.3%	-8.8%	10.2%	16.1%
營業收入	5.3%	-4.0%	6.7%	11.5%	9.6%
扣除減值損失前的營業利潤	7.6%	0.1%	11.8%	11.6%	9.7%
稅前利潤	0.4%	0.0%	2.6%	6.1%	4.8%
淨利潤	0.5%	0.4%	2.0%	6.1%	4.7%
資產質量					
不良貸款率	1.50%	1.62%	1.57%	1.58%	1.58%
不良貸款撥備覆蓋率	156.34%	136.69%	148.46%	150.68%	151.31%
資本充足率					
核心一級資本充足率	12.25%	12.72%	13.27%	13.48%	13.65%
一級資本充足率	12.82%	13.27%	13.78%	13.95%	14.08%
資本充足率	14.58%	14.48%	15.49%	15.63%	15.71%
回報率					
淨資產收益率	16.69%	14.80%	13.65%	13.09%	12.51%
平均總資產回報率	1.29%	1.20%	1.14%	1.13%	1.10%
每股數據					
每股利潤（人民幣）	0.77	0.78	0.80	0.84	0.88
每股股息（人民幣）	0.233	0.234	0.235	0.250	0.262
每股賬面值（人民幣）	4.80	5.29	5.91	6.52	7.14

來源：公司及招銀國際研究部預測

中國人壽(2628 HK)

利潤及投資收益回升

- ❖ **9M17 淨利潤超預期。**中國人壽錄得淨利潤 268.3 億元人民幣，同比增長 98.3%，或為同業中淨利潤增幅最大（部分由於去年淨利潤基數較低）。在此前的報告中，我們在此前的報告中曾提到，“利潤重回正增長通道”是 2017 年中國人壽最重要的投資主題之一。三季報的資料印證了這一觀點。利潤大幅提升的主要原因之一是投資表現的提升。
- ❖ **投資表現亮眼。**公司增加了長期固收類資產配置，且積極參與另類投資。淨投資收益率為 4.99%，總投資收益率為 5.12%，分別同比提升 0.44 及 0.65 個百分點。投資收益（包括利息收入、股息收入、已實現利得、聯營公司收益）同比增長 17%。在權益類投資方面，公司抓住股票市場機遇（尤其是 A 股和港股通），擇機實現收益。2017 年前三季度，實現公允價值變動收益 46 億元人民幣（去年同期公允價值變動損失為 15 億元人民幣）。其他綜合收益項下，可供出售金融資產公允價值變動損失大幅收窄，由 9M16 的 150 億元人民幣下降至 9M17 的 7.42 億元。淨資產自 2016 年末以來增長 6.3%，達 3,228 億元人民幣。
- ❖ **保費結構進一步優化。**2017 年 1-9 月，原保費收入同比增長 19.6%，至 4,500 億元人民幣。首年期交保費同比增長 19.1%。續期保費占比不斷提升，占原保費收入比重達 54.6%，同比提升 5.4 個百分點，成為總保費增速的重要驅動力。此外，公司業務結構更趨向於長期業務，首年期交保費中，10 年期及以上產品保費收入占比達 56.32%，同比提升 2.38 個百分點。
- ❖ **代理人隊伍管理出色。**個險代理人總數達到 163.5 萬人，自 2016 年末以來增長 9.4%。公司 2017 年三季度的成就一掃我們之前對於公司是否能夠有效管理如此龐大且不斷增長的代理人隊伍的憂慮。第一，代理人產能提升。根據公司資料，代理人隊伍季均有效人力自 2016 年末以來增長 36.94%。第二，費用管理取得成效。公司銷售費用及管理費用占已賺保費比重由 9M16 的 16.7% 下降至 16.3%。
- ❖ **維持買入評級，目標價提升至 34.34 港元。**我們預測，2017、2018 年末，中國人壽每股內含價值將分別達到 26.36 和 29.72 元人民幣，且全年新業務價值增長將分別為 28.7% 及 18.6%。我們將預測區間更新至 2018 年末，目標價格提升至 34.34 港元，該價格對應 2018 年預測內含價值的 0.98 倍。目前，該公司股價相當於 2018 年預測內含價值的 0.78 倍。潛在升幅 26.25%。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入 (百萬人民幣)	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
總收入 (百萬人民幣)	507,449	540,781	649,358	737,831	829,975
淨利潤 (百萬人民幣)	34,699	19,127	34,508	37,710	41,735
每股收益 (人民幣)	1.22	0.66	1.19	1.30	1.44
每股收益變動 (%)	7.0%	-45.9%	80.5%	9.4%	10.8%
市盈率 (x)	18.95	35.03	19.41	17.74	16.01
市賬率 (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%
內含價值收益率 (%)	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.6%

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$34.34
(此前目標價)	HK\$32.07
潛在升幅	+26.25%
當前股價	HK\$27.20

丁文捷, PhD

電話: (852) 3900 0856

郵件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話: (852) 3761 8725

郵件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	1,029,045
3 月平均流通量(百萬港元)	1,356.16
5 周內股價高/低(港元)	28.2/ 19.84
總股本(百萬)	28,264.7

資料來源: 彭博

股東結構

中國人壽(集團)	68.37%
流通股	31.63%

資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	11.2%	6.2%
3-月	14.7%	5.4%
6-月	9.2%	-7.0%

資料來源: 彭博

12-月 股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 安永

公司網站: www.e-chinalife.com

圖 370: 9M17 利潤表

(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%	

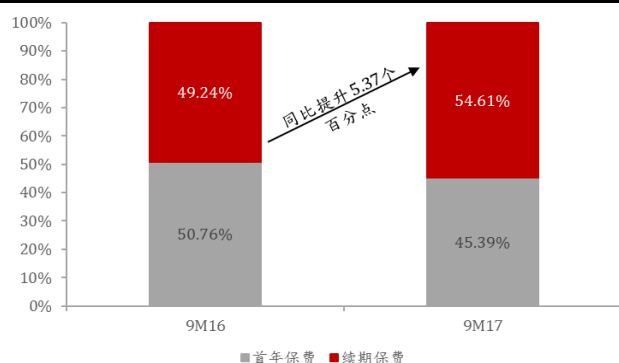
來源: 公司, 招銀國際

圖 371: 9M17 首年期交保費同比增長

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

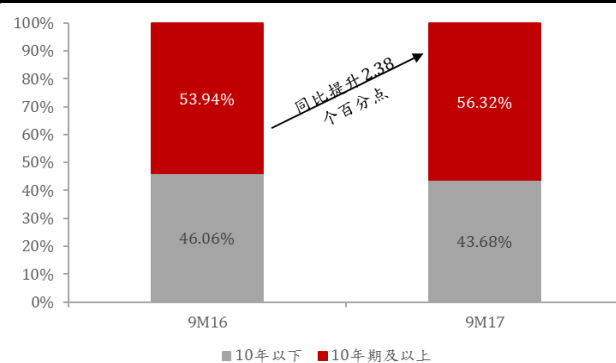
來源: 公司, 招銀國際

圖 372: 保費收入構成



來源: 公司, 招銀國際

圖 373: 首年期交保費構成



來源: 公司, 招銀國際

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
分出保費及提取未到期責任準備金	(1,670)	(4,268)	(4,061)	(4,299)	(4,678)
已實現淨保費收入	362,301	426,230	503,585	576,955	652,139
投資收益	140,088	108,091	138,155	152,153	167,980
其他營業收入	5,060	6,460	7,618	8,722	9,856
總收入	507,449	540,781	649,358	737,831	829,975
保險給付和賠付	(352,219)	(407,045)	(478,377)	(549,362)	(618,249)
投資合同支出	(2,264)	(5,316)	(8,180)	(9,816)	(11,779)
保戶紅利支出	(33,491)	(15,883)	(20,301)	(22,358)	(24,683)
管理及行政費用	(75,518)	(94,550)	(106,513)	(117,047)	(131,746)
保險業務支出及其他費用合計	(463,492)	(522,794)	(613,370)	(698,583)	(786,457)
聯營企業和合營企業收益淨額	1,974	5,855	11,125	12,237	13,461
稅前利潤	45,931	23,842	47,112	51,485	56,979
所得稅	(10,744)	(4,257)	(11,778)	(12,871)	(14,245)
淨利潤	35,187	19,585	35,334	38,613	42,734
少數股東權益	(488)	(458)	(826)	(903)	(999)
淨利潤	34,699	19,127	34,508	37,710	41,735

來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
債券	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
其他固定收益類投資	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
其他權益類投資	130,622	161,244	183,792	204,602	228,023
投資性房地產	1,237	1,191	1,145	1,099	1,053
現金、現金等价物及其他	97,599	110,584	98,859	110,228	123,018
投資資產	2,287,639	2,453,283	2,702,824	3,008,850	3,353,279
非投資資產	160,676	243,668	253,689	270,705	286,962
總資產	2,448,315	2,696,951	2,956,513	3,279,554	3,640,241
保險合同負債	1,715,985	1,847,986	2,023,151	2,236,049	2,479,702
投資合同負債	84,106	195,706	234,847	281,817	338,180
應付保戶紅利	107,774	87,725	96,498	106,147	116,762
次級債及借款	70,637	54,168	15,439	15,439	-
應付保險給付及預收保費	62,358	74,290	89,798	94,640	105,995
稅項及其他負債	81,241	129,428	169,897	201,649	236,098
總負債	2,122,101	2,389,303	2,629,630	2,935,741	3,276,736
少數股東權益	3,722	4,027	4,279	4,500	4,758
歸屬於公司股東權益	322,492	303,621	322,604	339,314	358,746

來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
同比增長					
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%
保費收入	10.0%	18.3%	17.9%	14.5%	13.0%
首年保費收入	20.1%	19.3%	21.3%	15.1%	13.6%
首年保費收入-个險渠道	39.2%	55.9%	27.9%	19.1%	14.8%
首年保費收入-银保渠道	12.0%	-1.5%	15.9%	12.1%	13.5%
首年标准保險費收入	30.1%	45.2%	23.9%	17.8%	14.8%
代理人數目	31.8%	52.7%	10.0%	9.0%	8.0%
投資资产	8.9%	7.2%	10.2%	11.3%	11.4%
分渠道首年保費收入					
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%
团險及其他渠道	3.4%	3.7%	3.6%	3.3%	2.8%
償付能力(償二代下)					
核心償付能力充足率	324.1%	280.3%	283.9%	282.3%	286.6%
综合償付能力充足率	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%
首年标准保費下新业务价值率	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%
淨投資收益率					
淨投資收益率	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%
总投資收益率	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
每股賬面价值(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

來源：公司及招銀國際預測

附錄：2017 三季度業績會問答環節紀要**1. 公司未來價值轉型方向？**

公司遵循“重價值、強隊伍、優結構、穩增長、防風險”的經營方針，堅持以客戶需求為導向的產品策略，提高公司價值創造能力。

2. 三季度投資端超預期原因？

主要原因是公司擇機實現權益類資產投資收益，尤其是 A 股及港股通；另一方面，公司加大固收類資產配置，增配長期債券及非標資產，為未來投資收益奠定良好基礎。未來，公司還將繼續把握機遇，爭取實現投資收益的穩健增長。

3. 2018 開門紅產品及管道準備？

產品方面，公司適應新規，堅持以客戶需求為導向，產品形態及保障範圍多元、均衡發展；管道方面，公司促進隊伍合理增長，有序開展客戶經營及需求分析，調動各層級積極性。總體而言，公司已為開門紅階段做好充分準備。

4. 2018 年是否會從開門紅階段即發力重疾險及長期保障型產品？

以客戶為中心的策略將貫徹整個年度。

5. 134 號文之後公司產品策略？

對於萬能險，最低保證利率不會提升。公司致力於為客戶積累長期資金，新規對客戶利益及公司銷售沒有實質影響。

6. 新規下銀保管道的規劃？

公司已根據新規開發銀保管道對應產品。此外，除銀行櫃檯，公司還有保險規劃師，且相關產品已準備完畢。

7. 代理人增速有所放緩？

前兩年，公司注重代理人隊伍擴量，並取得顯著成效。今年，公司更加注重代理人隊伍質態，堅持擴量提質、清理低產能代理人。未來，公司將繼續推進精細化管理，穩步擴員的同時，提高產能。

8. 代理人活動率？未來三年代理人數量級規劃？

公司代理人活動率有明顯提升。公司認為，保險市場容量依然很大，代理人數量與各公司管理能力有關。目前，中國人壽代理人數第一，未來還將繼續注重管理水準的提升。

9. 準備金折現率調整方向？

根據保監會規定，準備金折現率由三段組成，每段加上相應溢價。2017 年 3 季度，折現率調整導致準備金增提 170 億元左右。未來，折現率調整主要取決於 750 天移動平均及影響溢價的各項因素。

10. 750 天溢價根據什麼因素調整？

在每一個評估日，公司根據保險負債特徵，參考市場上各類資產收益率變化，調整溢價。

11. 最低資本占比下降？

最低資本與各類風險相關。由於公司業務結構調整，退保風險下降，最低資本占比隨之下降。

12. 預計 2018 年躉交業務收入？

公司將繼續調減躉交業務占比。

中海物業 (2669 HK)

收購中信物業符合預期

❖ **收購中信物業。**中海物業于10月20日宣布向中海地產(688 HK)收購中信物業，總代價為1.9億元人民幣。中海地產于去年收購中信地產時，同時收購中信物業。我們在之前的報告提出，中信物業將很有可能注入中海物業。在從中海地產重組剝離後，中海物業成為中建集團內唯一專業物業管理公司。中海物業此次收購將有助中海外集團旗下各公司的業務區分，讓各專業公司專注其特色業務發展。

❖ **業務規模將擴大。**根據收購公告，中信物業目前在20個城市管理著120個物業項目。根據中海地產去年公告，中信物業2015年收入達9.2億元人民幣，而中海物業2016年收入為25.7億元人民幣。在收購完成後，我們預計中海物業在17年底在管面積將達1.15億平方米(1H17:0.99億平方米)。中信物業在2015年和2016年淨利潤分別為2,020萬元和680萬元人民幣。

❖ **收購價格不便宜但長遠有助公司拓展業務。**此次收購價格相當于中信物業28倍16財年市盈率，與中海物業16財年市盈率相當。但中信物業在2016淨利潤同比下滑66.3%，且中海地產最初收購中信物業的價格為6,650萬元人民幣，相當于186%的溢價。根據相關公告數據計算，中信物業2015年的淨利潤大約在2.3%，低于中海物業的淨利潤水平，我們對中信物業的盈利能力保持謹慎樂觀。儘管收購很難在短期對公司財務帶來明顯提升，但我們相信此次收購長遠將有助公司拓展業務，在規模競爭中幫助公司迅速增加管理面積。此外，中海物業截止到17年中期擁有現金約21.5億元港幣，收購不會對公司造成現金壓力。

❖ **提高盈利預測及目標價。**由于公司收購中信物業後在管面積增加，我們上調2017-19年盈利預測3.4%、6.2%和9.1%至3.22億、3.90億和4.70億元人民幣。我們維持20倍FY18市盈率，因此目標價由2.24港元提高至2.38港元。維持買入評級

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬港元)	2,544	2,563	2,847	4,013	4,411
淨利潤(百萬港元)	117	226	322	390	470
EPS(港仙)	0.036	0.069	0.098	0.119	0.143
EPS變動(%)	N.A	93	42	21	21
市盈率(x)	58.4	30.2	19.4	16.0	13.3
市帳率(x)	10.8	9.4	6.6	5.1	4.0
股息率(%)	0.0	1.1	1.6	1.9	2.3
權益收益率(%)	18.6	31.1	33.9	32.0	30.5
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.38
(過去目標價)	HK\$2.24
潛在升幅	+14.4%
當前股價	HK\$2.08

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

房地產服務行業

市值(百萬港元)	6,837
3月平均流通量(百萬港元)	38.19
5周內股價高/低(港元)	2.14/ 1.23
總股本(百萬)	3,286.9

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.3%	7.3%
3-月	23.5%	13.5%
6-月	52.2%	29.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.copl.com.hk

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,544	2,563	2,847	4,013	4,411
物業管理服務	2,347	2,334	2,620	3,775	4,150
增值服務	197	229	227	238	262
銷售成本	(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
行政費用	(385)	(330)	(427)	(602)	(662)
息稅前收益	159	332	457	551	656
淨融資成本	(2)	(7)	(13)	(8)	(1)
聯營公司	0	0	0	0	-
特殊收入	4	1	4	-	-
稅前利潤	161	326	448	543	655
所得稅	(44)	(100)	(126)	(153)	(185)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	117	226	322	390	470
核心利潤	114	226	318	390	470

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	111	99	349	347	345
投資型房地產	71	67	94	94	94
固定資產	33	27	24	22	20
預付土地金	4	3	3	3	3
其他	3	2	228	228	228
流動資產	2,055	2,470	2,689	3,372	3,852
存貨	1	0	0	0	0
貿易及其他應收賬款	267	290	320	451	496
現金及現金等價物	1,741	2,112	2,278	2,793	3,215
其他	47	68	91	128	141
流動負債	1,528	1,521	2,019	2,475	2,629
貿易及其他應付賬款	846	1,030	1,176	1,706	1,847
預收款項	403	413	455	642	705
帶息借款	184	-	310	50	-
其他	95	77	77	77	77
非流動負債	7	320	70	25	25
遞延稅項	7	10	20	25	25
帶息借款	-	310	50	-	-
資產淨額	630	728	950	1,219	1,543
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	630	728	950	1,219	1,543

來源：公司資料，招銀國際則預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	159	332	457	551	656
折舊和攤銷	22	11	8	7	7
營運資金變動	291	251	135	548	146
稅務開支	(21)	(53)	7	5	-
其他	(33)	(102)	(126)	(153)	(185)
經營活動所得現金淨額	418	439	481	958	624
資本性支出	(13)	(7)	(252)	(5)	(5)
聯營公司	(49)	-	-	-	-
其他	434	19	-	-	-
投資活動所得現金淨額	372	12	(252)	(5)	(5)
股份發行	3	-	-	-	-
淨銀行借貸	184	126	50	(310)	(50)
股息	-	(76)	(100)	(121)	(146)
利息	(2)	(7)	(13)	(8)	(1)
其他	(237)	1	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(52)	44	(63)	(439)	(197)
現金增加淨額	738	495	166	514	422
年初現金及現金等價物	1,089	1,741	2,112	2,278	2,793
匯兌	(85)	(124)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,742	2,112	2,278	2,793	3,215
抵押現金	-	-	-	-	-
年末資產負債表現金及現金等價物	1,742	2,112	2,278	2,793	3,215

來源：公司資料，招銀國際則預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業管理服務	92.2	91.1	92.0	94.1	94.1
增值服務	7.8	8.9	8.0	5.9	5.9
總額	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
息稅前收益率	6.2	13.0	16.0	13.7	14.9
稅前利率	6.3	12.7	15.7	13.5	14.8
息稅前收益	4.6	8.8	11.3	9.7	10.7
核心淨利潤率	4.5	8.8	11.2	9.7	10.7
有效稅率	27.3	30.6	28.2	28.2	28.2
增長 (%)					
收入	17.6	0.7	11.1	41.0	9.9
毛利	27.0	21.3	33.1	31.3	14.4
淨利潤率	24.8	109.4	37.5	20.6	19.0
淨利潤	21.6	93.3	42.1	21.2	20.6
核心淨利潤	na.	98.1	41.1	22.4	20.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.6	1.3	1.4	1.5
存貨周轉天數	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
應收賬款周轉天數	38	41	41	41	41
應付賬款周轉天數	153	195	215	215	215
淨負債/總權益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回報率 (%)					
資本回報率	18.6	31.1	33.9	32.0	30.5
資產回報率	5.4	8.8	10.6	10.5	11.2
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.036	0.069	0.098	0.119	0.143
每股股息(人民幣)	-	0.022	0.030	0.037	0.044
每股賬面值(人民幣)	0.192	0.222	0.289	0.371	0.470

來源：公司資料，招銀國際則預測

中海宏洋 (81 HK)

增持股權才是目的

- ❖ **2 供 1 集資 46.5 億。**中海宏洋發布公告，擬按 2 供 1 基準進行供股，認購價為每股 4.08 港元，較前收市價折讓約 7.9%，涉及發行 11.41 億股供股股份，預計籌得所得款項約 46.55 億港元。其中 70.5% 擬用于償還現有債務及未償還負債、20% 用于業務發展，剩下 9.5% 用于一般營運資金需求。持股 37.98% 的母公司**中海外(688 HK, 買入)**已承諾供股，并會負責包銷。假設其他股東不參與供股，中海外將包銷餘下股份，令其持股最多可增至 58.65%。供股計劃預計將在 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，公司淨財務杠杆率為 41.5%，短期負債和現金餘額分別為 48.7 億港元和 205 億港元。在同業中中海宏洋的資產負債情況處於健康水平。儘管公司有 61 億港元的關聯公司欠款，但我們相信公司目前并不急需通過供股降低負債，我們認為母公司中海外可能希望通過這次供股增加在中海宏洋的份額。我們預計公司 2018 年底的淨財務杠杆率由之前預計的 35.0% 降至 23.8%。
- ❖ **預計 2017 年全年合約銷售達 370 億港元。**受益於三四線城市房價上漲以及母公司資產注入，公司前 10 個月合約銷售額同比增長 59.7% 至 316 億港元，銷售面積達 294 萬平方米，同比增長 28.4%。我們預計公司在 4 季度合約銷售將達 80 億港元，全年合約銷售達 370 億港元。強勁的銷售將會為公司帶來可觀的利潤。由于項目利潤水平提高，儘管前 9 個月公司收入同比下滑了 2.8% 至 117 億港元，但經營利潤仍同比上升了 12.1% 至 169 億港元。在 4 季度公司將有較多項目落成交付，我們也預計公司 2017 年全年淨利潤將達 19.51 億港元。
- ❖ **每股淨資產攤薄 30.5%。**中海宏洋在今年 8 月及 10 月在銀川及常州以總價 11 億元人民幣取得了兩塊土地。至此，公司今年僅使用了 56 億元人民幣用于土地收購。目前公司總土地儲備和權益儲備分別為 1,810 萬和 1,690 萬平方米，分布在全國 20 個城市。由于供股計劃將在明年 1 月完成，因此我們預計 2018 年每股收益將會攤薄 35.4% 至 0.681 港元，2019 年每股收益將會攤薄 35.8% 至 0.981 港元。此外，2018 年底每股淨資產將會攤薄 28.4% 至每股 11.25 港元。但由于資產負債情況改善，我們將使用 40% 折讓計算目標價(過往使用 50%)，因此目標價由之前的 7.33 港元降至 6.75 港元，**維持買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬港元)	16,614	17,093	21,620	28,081	31,200
淨利潤(百萬港元)	851	900	1,951	2,266	3,357
EPS(港元)	0.373	0.394	0.855	0.681	0.981
EPS 變動 (%)	-33	6	117	-20	44
市盈率(x)	11.3	10.7	4.9	6.2	4.3
市帳率(x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率 (%)	0.2	0.5	2.1	2.1	3.6
權益收益率 (%)	7.6	8.6	15.8	11.9	15.2
淨財務杠杆率 (%)	48.0	20.6	53.9	23.6	21.4

數據源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$6.75
(過去目標價)	HK\$7.33)
潛在升幅	+60.4%
當前股價	HK\$4.21

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	9,608
3 月平均流通量(百萬港元)	41.14
5 周內股價高/低(港元)	6.16/2.48
總股本(百萬)	2,282

數據源：彭博

股東結構

中國海外	37.99%
翁國基	14.97%
王韜光	7.91%
自由浮動	47.05%

數據源：港交所及招銀國際研究

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-15.0%	-16.5%
3-月	1.6%	-2.7%
6-月	17.5%	0.9%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師: BDO

公司網站: www.cogogl.com

利潤表

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

來源：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

來源：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

來源：公司及招銀國際研究部預測

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

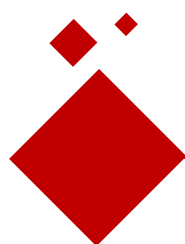
回報率 (%)

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

來源：公司及招銀國際研究部預測



附錄：大差價 A/H 股

A/H 股差價**H 股較 A 股折讓最大的 25 只股份**

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 折讓(%)
洛陽玻璃	1108 HK	4.09	600876 SH	20.27	-82.9
山東墨龍	568 HK	1.38	002490 SZ	5.39	-78.3
天津創業環保	1065 HK	4.45	600874 SH	13.59	-72.2
京城機電	187 HK	2.26	600860 SH	6.76	-71.6
浙江世寶	1057 HK	3.16	002703 SZ	9.16	-70.7
東北電氣	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
上海電氣	2727 HK	3.15	601727 SH	7.17	-62.7
第一拖拉機	38 HK	3.46	601038 SH	7.77	-62.2
中遠海發	2866 HK	1.62	601866 SH	3.56	-61.4
中國中冶	1618 HK	2.37	601618 SH	5.05	-60.2
新華文軒	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
東方證券	3958 HK	8.08	600958 SH	15.73	-56.4
南京熊貓電子	553 HK	4.67	600775 SH	9.03	-56.1
大連港	2880 HK	1.49	601880 SH	2.88	-56.1
北京北辰實業	588 HK	2.88	601588 SH	5.56	-56.1
兗州煤業	1171 HK	7.10	600188 SH	12.50	-51.8
山東新華製藥	719 HK	8.29	000756 SZ	14.44	-51.3
中遠海控	1919 HK	3.68	601919 SH	6.13	-49.1
中國交通建設	1800 HK	8.80	601800 SH	14.33	-47.9
海信科龍	921 HK	9.16	000921 SZ	14.91	-47.9
大唐發電	991 HK	2.68	601991 SH	4.35	-47.7
鄭煤機	564 HK	4.75	601717 SH	7.70	-47.7
中國東方航空	670 HK	4.36	600115 SH	7.01	-47.2

資料來源：彭博、招銀國際，截至 2017 年 11 月 17 日

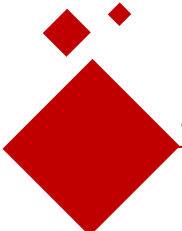
*A 股代碼後的最後 2 位元英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

H 股較 A 股溢價的股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 溢價(%)
安徽海螺水泥	914 HK	35.05	600585 SH	28.34	4.9

資料來源：彭博、招銀國際，截至 2017 年 11 月 17 日

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



附錄：恒指及國指估值表

恒生指數成份股估值

恒生指數	代碼	佔指數 比重	股價 (港元)	市盈率			市賬率			股息率		
				去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測
金融 47.6%												
滙豐控股	5	10.0%	75.25	77.6	14.6	13.3	1.01	1.15	1.14	5.3%	5.3%	5.4%
友邦保險	1299	8.0%	65.90	24.5	19.8	18.9	2.66	17.28	15.87	0.2%	0.2%	0.3%
建設銀行	939	8.0%	6.81	6.2	6.0	5.6	0.86	0.13	0.11	31.9%	32.9%	35.0%
工商銀行	1398	5.0%	6.19	6.7	6.6	6.2	0.93	0.89	0.81	4.5%	4.5%	4.7%
中國平安	2318	4.0%	78.85	19.6	16.4	14.1	2.73	2.69	2.36	1.1%	1.5%	1.8%
中國銀行	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%
中國人壽	2628	2.2%	26.85	33.7	21.9	18.9	2.09	1.98	1.83	1.1%	1.7%	1.9%
恒生銀行	11	1.6%	185.80	21.9	18.9	17.5	2.58	2.48	2.36	3.3%	3.6%	3.9%
中銀香港	2388	1.5%	37.15	7.1	13.0	12.1	1.65	1.61	1.50	3.1%	3.8%	4.0%
交通銀行	3328	0.6%	5.82	5.5	5.4	5.2	0.61	0.59	0.54	5.5%	5.4%	5.8%
東亞銀行	23	0.5%	32.65	24.3	13.7	16.9	1.03	1.02	0.99	1.7%	3.6%	2.7%
資訊科技 12.6%												
騰訊控股	700	10.0%	403.40	79.1	50.1	38.8	13.95	13.78	10.24	0.2%	0.2%	0.3%
瑞聲科技	2018	1.3%	173.30	44.6	33.3	25.0	12.04	10.08	7.79	0.7%	0.9%	1.2%
舜宇光學科技	2382	1.0%	142.00	104.0	50.4	35.1	23.13	18.72	13.02	0.2%	0.4%	0.6%
聯想集團	992	0.3%	4.44	11.8	13.3	9.7	2.00	1.61	1.50	6.0%	3.9%	4.6%
地產 11.3%												
長江實業	1113	1.9%	65.10	12.4	11.8	10.4	0.88	0.87	0.82	2.4%	2.6%	2.9%
新鴻基地產	16	1.8%	126.00	8.7	12.5	11.6	0.73	0.70	0.68	3.3%	3.5%	3.7%
領展房地產基金	823	1.6%	69.20	8.6	28.1	25.9	1.03	1.08	1.07	3.3%	3.6%	3.9%
中國海外發展	688	1.0%	23.85	7.1	7.4	6.5	1.07	1.04	0.93	3.2%	3.6%	4.1%
碧桂園	2007	1.0%	12.98	20.4	13.5	9.8	3.00	3.35	2.77	1.3%	2.0%	2.7%
九龍倉集團	4	1.0%	25.50	3.6	11.9	13.0	0.24	0.61	0.58	8.4%	3.1%	2.1%
華潤置地	1109	0.7%	22.00	7.8	8.1	6.9	1.25	1.16	1.03	3.2%	3.6%	4.2%
新世界發展	17	0.8%	11.40	13.9	15.2	13.3	0.59	0.50	0.49	4.0%	4.1%	4.2%
恆基地產	12	0.7%	52.00	9.5	14.7	16.0	0.76	0.76	0.75	2.7%	3.2%	3.3%
信和置業	83	0.5%	13.80	11.8	13.9	17.5	0.68	0.64	0.63	3.8%	3.9%	3.9%
恆隆地產	101	0.4%	17.44	12.7	14.2	16.1	0.60	0.61	0.60	4.3%	4.3%	4.3%
電訊 6.2%												
中國移動	941	5.3%	78.15	12.5	11.9	11.2	1.33	1.36	1.28	3.6%	8.4%	4.5%
中國聯通	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%												
中國海洋石油	883	2.1%	10.60	630.2	12.9	11.4	1.04	1.01	0.97	3.4%	4.3%	4.5%
中國石化	386	1.6%	5.48	12.1	10.9	10.5	0.79	0.77	0.74	5.4%	5.6%	5.9%
中國石油	857	1.3%	5.20	102.7	30.2	20.2	0.68	0.67	0.66	1.3%	2.6%	2.5%
中國神華	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%												
中電控股	2	1.6%	79.35	15.5	15.6	15.1	1.97	1.91	1.79	3.5%	3.6%	3.8%
香港中華煤氣	3	1.4%	14.80	27.8	27.6	26.2	3.66	3.43	3.31	2.1%	2.4%	2.5%
電能實業	6	1.0%	66.50	22.1	18.9	18.2	1.31	1.40	1.40	4.1%	8.0%	4.3%
長江基建集團	1038	0.5%	68.20	17.7	17.0	15.8	1.83	1.64	1.58	3.3%	3.5%	3.7%
華潤電力	836	0.3%	15.14	9.3	15.0	9.2	1.04	1.04	0.98	5.8%	5.6%	5.7%
綜合類 4.0%												
長和	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%
消費品 4.0%												
吉利汽車	175	1.5%	27.45	40.8	23.0	17.0	7.42	6.39	4.86	0.4%	0.9%	1.3%
萬洲國際	288	0.8%	7.70	13.9	13.3	12.1	2.12	2.06	1.88	3.4%	3.3%	3.8%
蒙牛乳業	2319	0.7%	20.50	-90.9	28.1	20.6	3.15	3.03	2.74	0.5%	0.9%	1.2%
恒安國際	1044	0.6%	75.85	21.6	20.4	19.0	5.08	4.82	4.44	3.0%	3.2%	3.4%
中國旺旺	151	0.5%	6.21	18.7	20.9	20.2	5.14	0.73	0.65	15.5%	1.9%	2.0%
消費服務 3.3%												
銀河娛樂	27	1.5%	55.70	38.2	26.0	23.4	4.73	4.63	4.07	0.0%	1.1%	1.3%
金沙中國	1928	1.0%	36.25	30.6	24.3	21.3	10.39	8.38	9.01	5.5%	5.6%	5.6%
港鐵公司	66	0.9%	45.35	26.6	27.7	28.3	1.76	1.90	1.86	2.4%	6.8%	2.5%
工業 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%
加權平均				15.2	13.3	12.2	1.54	1.27	1.19	3.5%	3.4%	3.3%

舜宇光學(2382 HK)、碧桂園(2007 HK)由 2017 年 12 月 4 日起獲納入恒生指數

資料來源：彭博、招銀國際，截至 2017 年 11 月 17 日

恒生國企指數成份股估值

恒生國企指數	代碼	佔指數	股價	市盈率			市賬率			股息率		
		比重	(港元)	去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測	去年	今年預測	明年預測
金融		72.5%										
工商銀行	1398	10.0%	6.19	6.6	6.6	6.2	0.93	0.89	0.81	4.5%	4.5%	4.7%
建設銀行	939	10.0%	6.81	6.1	6.0	5.6	0.86	0.84	0.76	4.8%	5.0%	5.3%
中國平安	2318	10.0%	78.85	16.4	16.5	14.1	2.73	2.69	2.36	1.1%	1.5%	1.8%
中國銀行	3988	9.9%	3.78	5.4	5.5	5.1	0.68	0.66	0.60	5.2%	5.5%	5.9%
中國人壽	2628	6.5%	26.85	30.8	21.6	18.9	2.09	1.98	1.83	1.1%	1.7%	1.9%
招商銀行	3968	3.8%	31.30	9.7	9.6	8.6	1.53	1.48	1.31	2.8%	3.1%	3.5%
農業銀行	1288	3.3%	3.62	5.3	5.3	4.9	0.75	0.73	0.66	5.5%	5.7%	6.0%
中國太保	2601	2.9%	38.95	24.1	20.6	16.6	2.28	2.13	1.93	2.1%	2.4%	2.9%
中國財險	2328	2.5%	15.68	10.1	9.0	8.4	1.54	1.43	1.26	2.3%	2.7%	3.0%
交通銀行	3328	1.7%	5.82	5.3	5.4	5.2	0.61	0.59	0.54	5.5%	5.4%	5.8%
中信銀行	998	1.6%	5.02	5.0	5.0	4.8	0.58	0.55	0.50	5.0%	5.0%	5.1%
中信銀行	1988	1.5%	7.51	4.8	4.8	4.7	0.64	0.62	0.56	4.4%	4.1%	4.2%
海通證券	6837	1.3%	11.66	14.6	13.2	11.3	1.01	0.97	0.91	2.2%	2.4%	2.8%
新華保險	1336	1.2%	53.55	29.2	23.0	17.6	2.30	2.18	1.97	1.1%	1.2%	1.5%
中信證券	6030	1.1%	16.82	16.8	15.6	13.6	1.18	1.16	1.09	2.5%	2.1%	2.4%
中國人民保險集團	1339	1.0%	4.06	9.5	8.6	8.2	1.10	1.01	0.90	1.0%	1.0%	0.8%
華泰證券	6886	0.9%	16.16	15.9	14.4	12.3	1.14	1.12	1.04	3.6%	3.0%	3.3%
中國郵政儲蓄銀行	1658	0.9%	4.44	6.8	6.8	6.0	0.88	0.79	0.71	2.0%	2.6%	2.9%
中國信達	1359	0.9%	2.91	5.7	5.3	4.6	0.66	0.68	0.61	5.2%	5.5%	6.1%
廣發證券	1776	0.8%	16.08	12.6	11.8	10.2	1.29	1.22	1.14	2.6%	2.8%	3.3%
中國銀河	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%										
中國石化	386	4.9%	5.48	10.2	10.8	10.4	0.79	0.77	0.74	5.4%	5.6%	5.9%
中國石油	857	3.8%	5.20	33.5	30.0	20.4	0.68	0.67	0.66	1.3%	2.6%	2.5%
中國神華	1088	2.1%	19.08	7.2	7.4	8.2	1.09	1.04	0.97	2.8%	5.3%	4.8%
地產建築		5.2%										
中國交建	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%
萬科	2202	1.2%	28.10	11.5	9.8	8.1	2.34	2.00	1.73	3.3%	4.2%	5.1%
中國中鐵	390	0.8%	5.87	8.3	7.8	7.0	0.84	0.78	0.71	1.8%	2.1%	2.3%
中國鐵建	1186	0.6%	9.11	7.1	6.7	6.1	0.78	0.73	0.66	2.1%	2.4%	2.6%
消費		6.5%										
比亞迪	1211	1.5%	68.70	40.5	35.2	23.6	3.17	2.94	2.67	0.9%	0.5%	0.7%
廣汽集團	2238	1.4%	20.70	13.2	10.8	9.0	2.30	2.09	1.78	1.7%	2.6%	3.3%
國藥控股	1099	1.3%	31.50	15.1	14.7	13.0	2.25	1.98	1.78	1.9%	2.0%	2.3%
長城汽車	2333	0.9%	8.88	8.5	12.3	8.5	1.48	1.36	1.22	4.6%	2.6%	3.6%
東風集團股份	489	0.9%	9.99	5.4	5.4	5.2	0.71	0.66	0.59	2.7%	2.9%	3.1%
中國國航	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%										
中廣核電力	1816	0.8%	2.16	8.5	9.4	9.1	1.39	1.31	1.19	2.8%	3.4%	3.4%
華能國際	902	0.8%	5.39	26.2	29.6	9.5	0.85	0.87	0.81	6.3%	1.9%	5.1%
工業		1.8%										
中國中車	1766	1.1%	7.15	16.5	14.8	12.8	1.45	1.48	1.38	3.6%	2.6%	3.0%
中車時代電氣	3898	0.8%	44.05	17.4	15.2	13.1	2.62	2.44	2.12	1.2%	1.3%	1.5%
電訊		1.7%										
中國電信	728	1.7%	3.85	14.3	13.1	11.7	0.83	0.81	0.77	2.9%	3.1%	3.4%
加權平均				9.2	8.8	8.1	1.07	1.03	0.94	3.6%	3.5%	3.8%

廣汽集團(2238 HK)由 2017 年 12 月 4 日起獲納入國企指數

資料來源：彭博、招銀國際，截至 2017 年 11 月 17 日

免責聲明及披露

分析員聲明

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

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

招銀證券投資評級

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

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

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

重要披露

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

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

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

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

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

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

對於接收此份報告的美國投資者

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