

2012年12月28日

证券分析(宏观与策略)



招商银行全资附属机构  
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

# 灵蛇出洞乘升浪 慎防年底现回吐

文干森, CFA  
(852) 3900 0853  
samsonman@cmbi.com.hk

张萌, CFA  
(852) 3900 0856  
michaelcheung@cmbi.com.hk

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



## 目录

撮要: .....	3
宏观与策略.....	4
2012年投资策略回顾 .....	5
2013年投资策略「先甜后苦」 .....	8
行业投资亮点.....	12
行业分析.....	15
内地银行业板块 - 优于大市 .....	16
中国房地产板块 - 同步大市 .....	20
中国消费品板块 -同步大市.....	24
中国通信板块 - 同步大市 .....	28
首选股份.....	32
SOHO 中国(410 HK).....	33
舜宇光學(2382 HK).....	36
重庆农商行(3618 HK).....	39

## 撮要:

**料中国经济 2013 年第 3 季见底。**美国经济自 2008 年金融风暴后逐渐复元，经济也恢复增长，美国 2012 年第 3 季经济增长 3.1%，而且美国房屋市场已稳定下来，所以我们认为美国经济已走出谷底，未来会出现危机的机会较低。中国方面，经济过去的高速增长可能很难再出现，一方面的本身的基数较大，另一方面是外部经济环境(尤其是欧洲)欠佳，影响出口，但中国在过去的时间通过加大投资及鼓励消费来刺激经济，投资及消费对中国经济的支持力度逐渐浮现，中国经济增速放慢的情况有机会在第 3 季见底。在 2013 上半年，我们预料中国人民银行仍有可能将利率及存款准备金率下调 1-2 次，每次下降的幅度料为 25 点子及 50 点子，1-3 年期的贷款利率及存款准备金率在 2013 年最低可能见 5.65%及 19.0%。我们预期中国 2012 年及 2013 全年的经济增长分别为 7.9%及 8.1%。

**恒指 2013 年表现「先甜后苦」，最高料达 26,000。**占恒生指数比重 36%的银行类股份 2013 年盈利增长预期只有 5-6%，因此市场预期恒生指数的 2013 年整体盈利增长只有 4.0%。因为中美经济见底，我们预期 2013 年恒指估值可达 12.5 倍，恒生指数最高可达 26,000 点，并有机会在 2013 年第三季出现。另一方面，中国房地产市场自 2011 年调控后，发展商减慢建楼速度，我们预期房屋供应短缺的情况在 2013 年第四季会出现，房价因而上升，故中国政府可能在 2013 年第四季推行调控房地产市场的措施或收紧货币政策，成为大市调整的借口。我们相信未来投资市场的最大风险为欧债及通胀。

**看好内地银行板块。**展望 2013 年，内地银行业利润增速将受到严峻考验。一方面，由于贷款重定价滞后因素影响，我们预计明年息差将出现 20-30 基点的下降，而规模增速却无法达到以量补价；另一方面，非息收入的增长将好于 2012 年，但仍无法弥补息差下降带来的净利息收入增速的下滑。我们预计明年商业银行非息收入、成本收入比和资产质量及信贷成本将出现进一步分化，从而更加考验盈利的质量。我们认为明年内地银行业整体盈利增速将降至单位数增长。基于估值、资产质量、融资压力等方面的考虑，我们给予内银股板块评级为“优于大市”。

**首选股份为 SOHO 中国、舜宇光学及重庆农商行。**我们推荐 SOHO 中国、舜宇光学及重庆农商行供投资者参考。SOHO 中国 2012 年和 2013 年的收入是稳固，因为它预售银河 SOHO 及望京 SOHO 而锁定了大部分的收入。同时，SOHO 中国预计在 5 年内的租金收入达到人民币 40 亿元。舜宇光学的头 5 大客户为华为，联想，酷派，OPPO 和三星。我们相信大客户的强劲销售增长将是舜宇光学手机相机模块出货增长的一个关键催化剂。重庆农商行重庆地区具有优良的口碑，市场占有率领先，吸储能力优秀，我们认为明年公司优异的基本面降为业绩增长提供坚实的安全垫，且重庆政坛变动带来的负面影响也有望逐步消除。

图 1: 首选股份

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	年结	市盈率			股息率		
							FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
SOHO中国	410	6.11	8.34	买入	312	12月	6.5	5.1	6.2	5.1%	5.7%	5.7%
舜宇光学	2382	5.08	6.13	买入	51	12月	18.2	10.4	8.4	1.8%	3.4%	4.2%
重庆农商行	3618	4.19	4.75	买入	390	12月	7.3	6.1	5.7	4.1%	4.8%	5.3%

来源: 彭博, 招银国际预测

恒生指数: 22,667

国企指数: 11,378

### 中国经济预测

	2011实际	2012预测	2013预测
经济增长	9.3%	7.9%	8.1%
CPI	5.3%	2.2%	2.8%
失业率	4.1%	4.1%	4.1%
城市化	51.9%	53.8%	55.0%

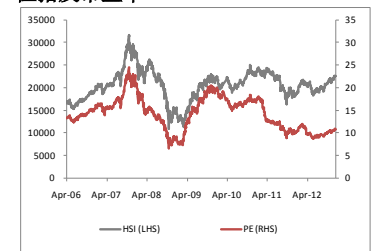
资料来源: 招银国际预测

### 恒指盈利预测

	2012预测	2013预测
每股盈利(点)	1992	2073
变动	2.4%	4.0%
每股股息(点)	756	790
变动	7.1%	4.5%
每股账面值(点)	15432	16754
变动	3.3%	8.6%
市盈率	11.4	10.9
孳息率	3.3%	3.5%
市账率	1.5	1.4

资料来源: 招银国际预测

### 恒指及市盈率



资料来源: 彭博

2012年12月28日

# 宏观与策略

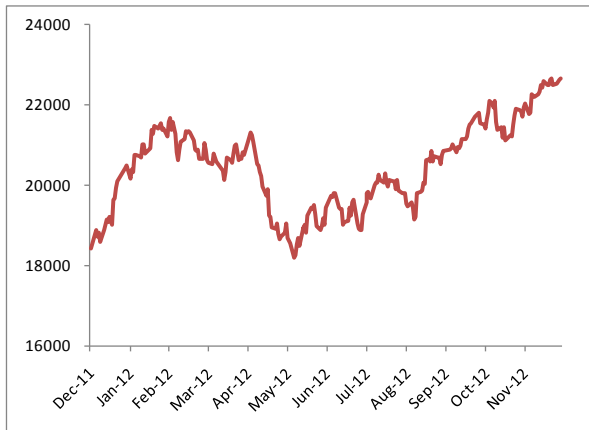
## 2012年投资策略回顾

### 先苦后甜

中国将2012年经济增长目标由之前的8%改为7.5%，令市场担心中国的经济增长动力减退，而且地方政府融资平台的问题令市场害怕中国经济会否出现硬着陆的情况，所以港股2012年初的升势未能持续下去，恒指曾在2月底高见21680点，然后下试20000点支持位，其后恒指曾反复回升，不过因为欧债问题，全球投资风险上升，股票市场受到抛售，恒指在6月份曾低见18186，为年内低位，所以港股一如我们在2011年底的所作预测：「**2012上半年港股表现反复，波动较大**」。其后，欧盟及欧洲中央银行推出多项救市措施，不过市场反应一般，及后美国联储局8月推出QE3，市场信心恢复，而且热钱流入香港，港股自8月起一路往上走，恒指在11月初先破22000点，然后略为回吐，12月再往上冲，突破22500，挑战23000，为2011年7月后高位，与我们之前预期的「**下半年重回升浪**」相符，恒生指数2012年初至今上升23.0%至22667。

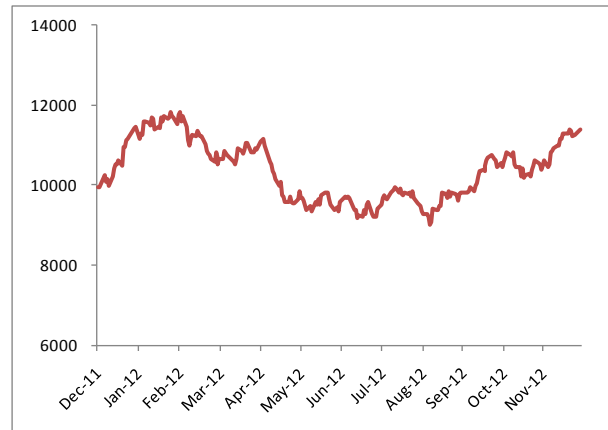
H股方面，基本上与恒指表现相若，只是国企指数2012年初至今上升14.5%至11378。我们相信两个指数表现的差异主要来自成份股比重的不同及成份股表现差异所带动。例如汇丰控股(5 HK)占恒生指数的比重为14.9%，而汇丰控股股价由年初至今上涨38.8%。同样地，中国石油(857 HK)及中石化(386 HK)股价分别由年初至今上升14.0%及7.1%，中国石油分别占恒生指数及国企指数的比重为3.3%及9.4%，中石化则分别占恒生指数及国企指数的比重为2.1%及5.9%，所以股价表现略为逊色的中国石油及中石化拖慢国企指数的表现。

图 2：恒生指数 2012 年走势



资料来源：彭博

图 3：恒生国企指数 2012 年走势



资料来源：彭博

### 恒指成份股以地产表现较佳

恒生指数个别成份股中，以地产表现最佳，可能与中港地产市场表现理想有关。新世界发展(17 HK)管理层顺利接班，股价在2012年急升92.7%，其他地产股如中国海外(688 HK)、九龙仓(4 HK)及华润置地(1109 HK)分别在2012年股价上升77.0%、71.1%及69.1%；恒指成份股表现欠佳的为中国联通(762 HK)及中信泰富(267 HK)，股价自2012年初至今分别下跌23.3%及19.4%，我们认为与市场竞争及投资失误有关。

国企股表现并不归一，汽车类股份，长城汽车(2333 HK)股价上升111.6%，为国指成份股表现最好股份；相反东风集团(489 HK)却下跌10.1%，为国指成份股表现最差的第4只股份。华能国际(902 HK)及龙源电力(916 HK)表现也南辕北辙，华能国际股价自2012年初至今上升73.8%，而龙源电力却下挫14.0%。

**图 4：2012 年恒生指数最佳及最弱 10 股**

恒指表现最佳10股	股价变动 (%)
新世界发展 (17 HK)	92.7
中国海外发展 (688 HK)	77.0
九龙仓集团 (4 HK)	71.1
华润置地 (1109 HK)	69.1
腾讯 (700 HK)	60.2
金沙中国 (1928 HK)	55.8
昆仑能源 (135 HK)	47.7
恒基地产 (12 HK)	43.7
汇丰控股 (5 HK)	38.8
恒隆地产 (101 HK)	37.6

恒指表现最弱10股	股价变动 (%)
中国联通 (762 HK)	-23.3
中信泰富 (267 HK)	-19.4
康师傅 (322 HK)	-10.0
利丰 (494 HK)	-6.0
恒安国际 (1044 HK)	-3.9
中电控股 (2 HK)	-1.9
中煤能源 (1898 HK)	-0.2
神华能源 (1088 HK)	0.7
东亚银行 (23 HK)	1.0
华润创业 (291 HK)	4.1

资料来源：彭博

**图 5：2012 年国企指数最佳及最弱 10 股**

国指表现最佳10股	股价变动 (%)
长城汽车 (2333 HK)	111.6
中国中铁 (390 HK)	88.1
华能国际 (902 HK)	73.8
中信证券 (6030 HK)	50.1
中联重科 (1157 HK)	37.8
中海油田服务 (2883 HK)	31.3
民生银行 (1988 HK)	30.2
国药控股 (1099 HK)	30.0
中国建材 (3323 HK)	28.3
中国人寿 (2628 HK)	27.9

国指表现最弱10股	股价变动 (%)
中兴通讯 (763 HK)	-46.6
兖州煤业 (1171 HK)	-22.9
龙源电力 (916 HK)	-14.0
东风集团 (489 HK)	-10.1
中国电信 (728 HK)	-3.6
中煤能源 (1898 HK)	-0.2
中国神华能源 (1088 HK)	0.7
中国财险 (2328 HK)	1.0
紫金矿业 (2899 HK)	3.8
中信银行 (998 HK)	4.3

资料来源：彭博

**图 6：恒生指数 2012 全年事件图**



资料来源：彭博、招银国际

## 2次推介組合皆錄取正回報

我們在去年出版了2次主要的策略報告，分別在2011年12月29日及2012年5月18日，在第2次的策略報告我們修訂了年內的低位由16,000點改為18,000點。此外，我們在2次的策略報告皆推介了一個由45只股票組成的投資組合，2個都獲得了正回報，分別為1.4%及31.1%。

### 第一個組合股票表現一般

我們在2011年底推出的「2012年策略報告」推介了4家公司的股票，分別為達芙妮(210 HK)、金蝶(268 HK)、中興(763 HK)及華潤置地(1109 HK)。四家公司股價表現最好的為華潤置地，我們認為主要原因是公司銷售數據強勁，帶動股價表現，期內上升64.3%；最差的為中興，期內股價下跌46.6%，我們忽略公司毛利率受壓及海外市場受政治問題影響。我們在第一個組合的推介股票兩升兩跌，但平均仍有3.2%升幅(未計算股息回報)。同期的恆生指數及國企指數分別錄得23.2%及14.4%的升幅，我們的第一個組合表現遜於大市。

圖7：第一個組合表現

公司	代碼	推介時股價 (港元)	最新收市價 (港元)	變動	期內高低位			
					最高(港元)	日期	最低(港元)	日期
達芙妮	210	8.66	10.62	22.6%	11.84	13-Apr	6.64	19-Jul
金蝶	268	2.00	1.45	-27.5%	2.48	26-Jan	0.83	25-Jul
中興	763	24.35	13.00	-46.6%	24.95	3-Jan	9.23	6-Sep
華潤置地	1109	12.84	21.10	64.3%	22.25	10-Dec	11.64	9-Jan
恆生指數		18398	22,667	23.2%	22,719	27-Dec	18,056	4-Jun
國企指數		9945	11,378	14.4%	11,448	27-Dec	8,988	6-Sep

資料來源：彭博、招銀國際

### 第二個組合股票皆有正回報

我們在2012年中再出版投資策略報告，再推介一個包含5家公司股票的投資組合。當時發生歐債問題，希臘有機會退出歐元區，但我們認為「有危就有機」，投資者可在適當時間吸納我們推介的5家公司股票，分別為農業銀行(1288 HK)、華潤置地、SOHO中國(410 HK)、達芙妮及時代集團(1023 HK)。在過去7個月時間股價最好仍然是華潤置地，升幅為63.3%；第2位為時代集團，升幅也有49.9%；第3位為達芙妮，雖然升幅只有20.1%，也輕微跑贏恆生指數及國企指數；余下的農業銀行及SOHO中國期內升幅分別為18.6%及14.0%，跑輸大市。第二個組合的推介的5家公司股票皆有升幅，平均回報為33.2%(未計算股息回報)，較同期的恆生指數及國企指數的升幅19.6%及18.8%為優。

圖8：第二個組合表現

公司	代碼	推介時股價 (港元)	最新收市價 (港元)	變動	期內高低位			
					最高(港元)	日期	最低(港元)	日期
農業銀行	1288	3.23	3.83	18.6%	3.87	21-Dec	2.72	6-Sep
華潤置地	1109	12.92	21.1	63.3%	22.25	10-Dec	12.40	18-May
SOHO中國	410	5.36	6.11	14.0%	6.38	10-Jul	4.65	6-Sep
達芙妮	210	8.84	10.62	20.1%	10.78	24-Dec	6.64	19-Jul
時代集團	1023	3.35	5.02	49.9%	5.75	7-Dec	3.04	4-Jun
恆生指數		18,952	22,667	19.6%	22,719	27-Dec	18,056	4-Jun
國企指數		9,577	11,378	18.8%	11,448	27-Dec	8,988	6-Sep

資料來源：彭博、招銀國際

## 2013 年投资策略「先甜后苦」

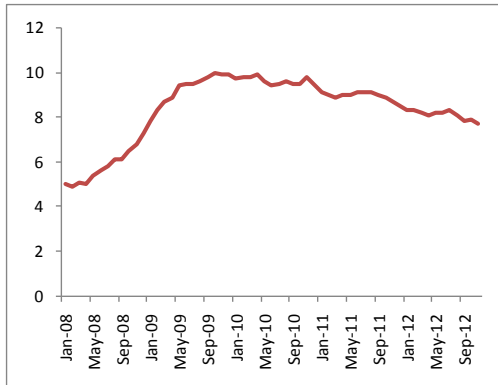
### 中美政治及经济前景转趋稳定

美国总统选举及中国共产党十八大开会完毕后，中美政局前景明朗化，奥巴马及习近平分别当选为美国总统及中共总书记，市场不确定因素减少，皆有利投资市场未来发展。

#### 美国出现危机的机会较低

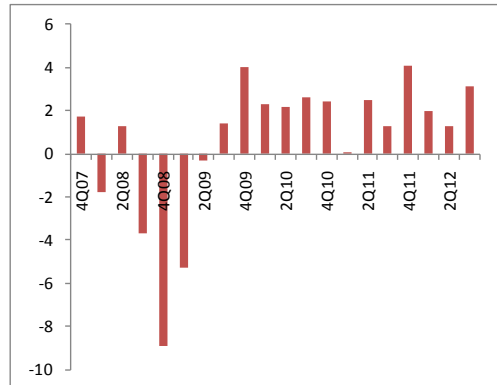
美国现今最大问题为财政悬崖(Fiscal Cliff)，我们认为此议案会成为未来一个月的最大风险，虽然美国两党会为此议案角力及争辩，争取本身最大的利益，但最终会在限期前(即 2013 年 1 月初)解决，否则美国可能会再次受到投资评级被下降的威胁。美国经济自 2008 年金融风暴后逐渐复元，失业率从 2009 年 10 月的 10% 下跌至 2012 年 11 月的 7.7%，经济也恢复增长，美国 2012 年第 3 季经济增长 3.1%，最重要的是美国房屋市场已稳定下来，所以我们认为美国经济已走出谷底，2013 年美国会出现危机的机会较低。

图 9：美国失业率



资料来源：彭博

图 10：美国经济表现

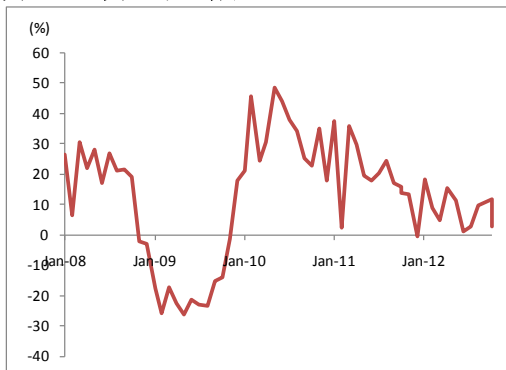


资料来源：彭博

#### 中国经济可能在 2012 年第 3 季见底

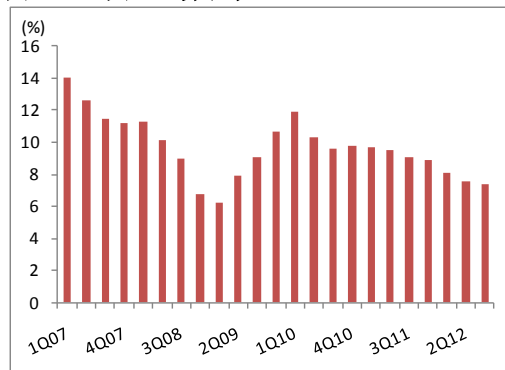
中国方面，经济过去的高速增长未来可能很难再出现，一方面的本身的基数较大，另一方面是外部经济环境(尤其是欧洲)欠佳，影响出口，所以拖慢中国经济增长，中国 2012 年 11 月份的出口总值同比上升 2.9%，预期 2013 年出口增长会在 10% 以内，与过去的 20-30% 增速比较明显慢下来。中国经济 2012 年第一至第三季度的同比增长分别为 8.1%、7.6% 及 7.4%，增速呈放缓的趋势。

图 11：中国出口增长



资料来源：彭博

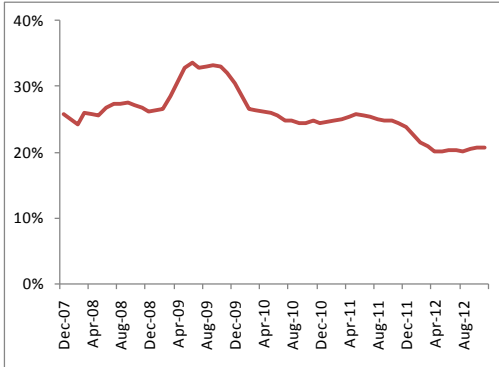
图 12：中国经济表现



资料来源：彭博

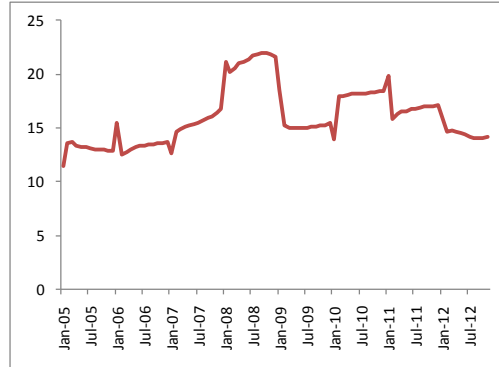
但中国在过去的时间通过加大投资及鼓励消费来刺激经济，中国 2012 年 11 月的固定资产投资增加 20.7%，虽然为过去 5 年的低位，但在现今全球经济表现欠佳的环境下仍可接受；另一方面，中国政府在过去几年鼓励内需，中国 2012 年 11 月的零售总值增长 14.2%，表现仍属理想。投资及消费对中国经济的支持力度逐渐浮现，中国经济增速放慢的情况有机会在第 3 季见底。

**图 13：中国固定资产投资增长**



资料来源：彭博

**图 14：中国零售总额表现**



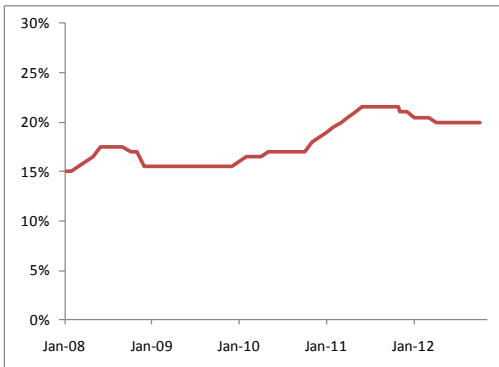
资料来源：彭博

**货币政策在 2013 年底预期收紧**

因为外部环境不明朗，中国人民银行审慎对待中国的货币政策，虽然中国的经济增幅在 2012 年慢下来，但因为害怕宽松的货币政策引起通胀，中国只在 2012 年 6 月及 7 月降息 2 次，1-3 年期的贷款利率 2 次各下调 25 点子至 6.4% 及 6.15%，至今仍未改变；存款准备金方面，中国人民银行依然审慎，分别在 2012 年 2 月及 5 月将大型银行的存款准备金率各下调 50 点子至 20.5% 及 20.0%，2012 下半年并未改变。

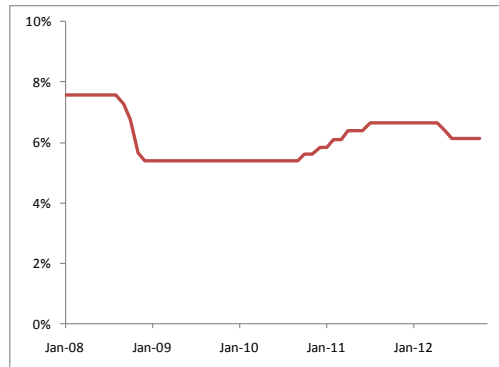
量宽政策不单在美国推行，欧洲及日本都有跟随，我们相信中国在未来仍会采取「适度宽松」的货币政策，在 2013 上半年，我们预料中国人民银行仍有可能将利率及存款准备金率下调 1-2 次，每次下降的幅度料为 25 点子及 50 点子，1-3 年期的贷款利率及存款准备金率在 2013 年最低可能见 5.65% 及 19.0%。不过中国政府始终对通胀问题及房地产市场泡沫比较紧张，所以我们认为中国货币政策在 2013 下半年可能收紧或转为「中性」。

**图 15：中国大型银行存款准备率**



资料来源：彭博

**图 16：中国 3 年期贷款利率**



资料来源：彭博

### 预期中国 2012 及 13 年经济增长分别为 7.9%及 8.1%

我们预期中国 2012 年第四季及 2012 全年的经济增长分别为 7.7%及 7.9%。中共十八大时曾表示希望中国的经济总值及国民平均收入由 2010 年至 2020 年会翻倍，随着消费者收入增加，刚需可保经济，我们预期中国 2013 年经济增长为 8.1%。中国 2012 年 11 月的消费物价指数为上升 2.0%，较年初的 3.4%大幅回落，我们预期 2012 全年的消费物价指数为 2.2%，较 2011 年的 5.3%下跌 3.1 个百分点。在货币宽松的情况下，我们对 2013 年的通胀问题并未掉以轻心，我们预期 2012 全年的消费物价指数为 2.8%，比我们的 2012 年预期增加 0.6 个百分点。

**图 17：中国宏观经济资料**

	2011实际	2012预测	2013预测
经济增长	9.3%	7.9%	8.1%
CPI	5.3%	2.2%	2.8%
失业率	4.1%	4.1%	4.1%
城市化	51.9%	53.8%	55.0%

资料来源：彭博、招银国际

## 最大风险在欧洲及通胀

### 欧债问题仍未解决

虽然我们对中国及美国 2013 年经济表现持肯定的态度，但我们不能忽视欧洲的问题。欧债危机风险减少，但并未解决。欧盟众国各有主张，仍难一致解决财务问题，我们估计希腊未来一年仍有退出欧盟的机会，届时，投资风险增加，港股可能再试低位。

### 量宽带来通胀

美国推出第三轮量化宽松政策，全球央行追随。在宽松的货币政策下，通胀是无可避免的问题，我们看见中国人民银行在 2012 年中两次降息及两次下调存款准备金率后便维持货币政策不变，我们可察觉中国政府对通胀的态度。虽然中国的消费者物价指数在 2012 年 10 月为 1.7%，维持在较低的水平，但因为宽松的货币政策，未来通胀上升的风险较高。

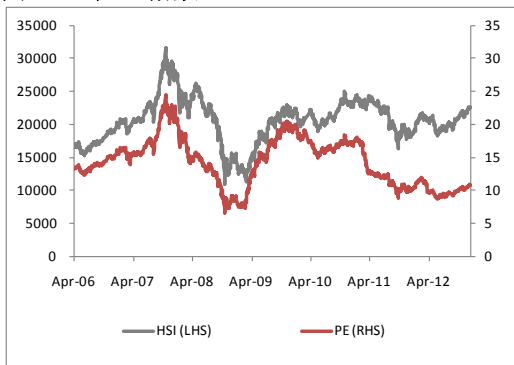
## 港股 2013 年表现先甜后苦

### 恒生指数料最高可达 26,000 点

恒生指数自 2012 年初至今上升 23.0%，为主要股市中表现较佳的地区，但比个别东南亚地区(如泰国、菲律宾及印度)的表现略为逊色。

恒生指数的 2012 年市盈率为 11.4 倍，与过往的 8-20 倍比较，现在估值便宜。不过占恒生指数比重 36%的银行类股份 2013 年盈利增长预期只有 5-6%，因此市场预期恒生指数的 2013 年整体盈利增长只有 4.0%。因为中美经济见底，我们预期 2013 年恒指估值可达 12.5 倍，恒生指数最高可达 26,000 点，并有机会在 2013 年第三季出现。另一方面，中国房地产市场自 2011 年调控后，发展商减慢建楼速度，我们预期房屋供应短缺的情况在 2013 年第四季会出现，房价因而上升，故中国政府可能在 2013 年第四季推行调控房地产市场的措施或收紧货币政策，成为大市调整的借口。

图 18: 恒生指数



资料来源: 彭博

图 19: 恒生指数孳息率



资料来源: 彭博

### 「黑天鹅」出现机会较低

最后，我们认为希腊退出欧盟可成为大市下跌的「黑天鹅」，虽然我们预期黑天鹅出现的机会为 20-30%，不过不可忽略大跌的可能性，我们估计如希腊退出欧盟，恒指将可下跌至 18,000 点，即 2012 年 6 月时的全年低位。另一个「黑天鹅」会是中日钓鱼台领土冲突，虽然我们估计双方出现开火或全面战争的机会少于 10%，但后果会很严重，可能令恒指跌破 18,000 点。

图 20: 恒生指数估值表

	2011	2012预测	2013预测
每股盈利(点)	1946	1992	2073
变动	不适用	2.4%	4.0%
每股股息(点)	706	756	790
变动	不适用	7.1%	4.5%
每股账面值(点)	14940	15432	16754
变动	不适用	3.3%	8.6%
市盈率	11.6	11.4	10.9
孳息率	3.1%	3.3%	3.5%
市账率	1.5	1.5	1.4

资料来源: 彭博

图 21: 国企指数估值表

	2011	2012预测	2013预测
每股盈利(点)	1204	1256	1319
变动	不适用	4.3%	5.0%
每股股息(点)	376	407	407
变动	不适用	8.3%	0.1%
每股账面值(点)	7713	8013	8931
变动	不适用	3.9%	11.5%
市盈率	18.8	18.0	17.2
孳息率	1.7%	1.8%	1.8%
市账率	2.9	2.8	2.5

资料来源: 彭博

## 行业投资亮点

图 22：行业总结

行业	评级	机遇	风险
中国银行	优于大市	资产质量恶化程度低于市场预期，并开始好转 资本新规实施后再融资压力减轻 市场预期的修正带来价值重估	利息市场化改革后息差收窄影响利润 中间业务持续增长面临压力 金融脱媒的深度和广度进一步加剧
中国房地产	同步大市	城市化带动房屋需求 适度宽松货币政策减轻购房者负担 供应短缺可能令房价上升	高房价脱离可负担水平 政府未来政策可能压抑需求
中国消费品	同步大市	城镇居民可支配收入水平增加 政策导向，经济结构调整刺激内需	通货膨胀压力将继续存在 过低的居民消费率以及传统的消费倾向制约消费
中国通信	同步大市	由数据量增长带动的无线网络升级需求 中国手机品牌持续占领海外智能电话市场	4G 网络发展慢于预期 工资上升，中国制手机品牌丧失成本优势

来源:招银国际

图 23：招银国际覆盖公司数据

行业	公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (亿港元)
金融	招商银行	3968	17.00	16.40	买入	3,512
	农业银行	1288	3.83	3.81	买入	11,271
	重庆农商行	3618	4.19	4.75	买入	390
	民生银行	1988	8.76	9.44	买入	2,669
	中信银行	998	4.56	4.63	买入	2,341
地产	雅居乐	3383	10.8	11.57	持有	373
	中海宏洋	81	9.34	10.80	买入	213
	华润置地	1109	21.1	22.11	持有	1,230
	碧桂园	2007	3.99	3.89	持有	727
	恒盛	845	1.41	1.08	卖出	110
	合景泰富	1813	5.69	6.32	买入	165
	世茂	813	14.62	16.98	持有	508
	SOHO中国	410	6.11	8.34	买入	312
	融创	1918	5.86	4.79	持有	177
	资源	旭光高材	67	1.68	1.77	买入
消费	时代	1023	5.02	4.43	买入	50
	高鑫零售	6808	11.86	8.71	持有	1,131
	联华超市	980	7.4	7.63	持有	83
	北京京客隆	814	5.29	4.11	持有	22
科技	舜宇光学	2382	5.08	6.13	买入	51
	中国通信服务	552	4.46	5.03	买入	309
	神州数码	861	13.3	16.60	买入	145
	中兴	763	13.00	9.00	持有	409
	TCL通讯	2618	2.42	2.00	持有	27
	中国城市轨道交通	8240	0.86	1.30	买入	7
汽车	宝信汽车	1293	6.33	6.42	买入	160
电池	天能动力	819	4.97	6.23	买入	55
	超威动力	951	4.09	5.56	买入	41

来源:彭博、招银国际

图 24：招银国际覆盖公司估值表

行业	公司	代码	年结	市盈率			股息率			股本回报率		
				FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
金融	招商银行	3968	12月	8.1	7.1	7.6	3.8%	5.2%	5.0%	21.9	18.1	17.1
	农业银行	1288	12月	8.2	7.0	6.4	5.3%	6.3%	7.0%	20.5	20.3	19.7
	重庆农商行	3618	12月	7.3	6.1	5.7	4.1%	4.8%	5.3%	16.9	17.5	17.3
	民生银行	1988	12月	6.7	6.0	6.0	4.2%	4.1%	4.2%	21.5	19.7	16.4
	中信银行	998	12月	5.1	4.9	5.3	5.5%	5.9%	5.6%	17.7	17.5	14.9
地产	雅居乐	3383	12月	7.3	7.0	6.7	3.2%	3.3%	3.5%	18.9	17.7	16.4
	中海宏洋	81	12月	11.2	8.5	8.0	0.7%	1.4%	1.6%	35.3	33.4	27.0
	华润置地	1109	12月	14.3	12.9	13.8	1.2%	1.2%	1.5%	13.4	13.4	11.0
	碧桂园	2007	12月	9.1	8.5	7.6	4.1%	4.5%	4.7%	20.1	18.5	19.1
	恒盛	845	12月	4.0	7.2	3.3	0.0%	0.0%	0.0%	13.0	6.4	12.1
	合景泰富	1813	12月	6.3	6.4	5.6	4.8%	4.0%	4.8%	15.6	14.5	14.9
	世茂	813	12月	7.2	6.5	7.1	2.7%	2.7%	3.1%	18.7	17.2	14.4
	SOHO中国	410	12月	6.5	5.1	6.2	5.1%	5.7%	5.7%	17.9	19.3	14.3
	融创	1918	12月	6.0	4.5	4.2	1.7%	2.1%	2.8%	33.4	31.5	26.8
	资源	旭光高材	67	12月	5.8	5.6	4.6	1.5%	1.8%	2.2%	15.8	9.7
消费	时代	1023	6月	11.8	11.3	9.7	4.0%	4.0%	4.0%	24.1	24.3	24.2
	高鑫零售	6808	12月	46.3	40.5	35.4	0.8%	1.0%	1.2%	16.4	13.7	14.0
	联华超市	980	12月	10.6	10.2	9.2	3.3%	3.4%	3.8%	20.2	18.2	18.0
科技	北京京客隆	814	12月	8.3	9.3	8.6	4.7%	4.2%	4.7%	13.5	11.1	11.2
	舜宇光学	2382	12月	18.2	10.4	8.4	1.8%	3.4%	4.2%	12.8	18.8	20.2
	中国通信服务	552	12月	10.0	10.0	9.0	4.0%	3.9%	4.5%	13.1	11.8	12.5
	神州数码	861	3月	9.4	8.5	7.2	3.7%	4.1%	4.8%	18.2	17.7	17.9
	中兴	763	12月	17.1	339.2	17.9	1.9%	0.0%	1.7%	7.8	0.4	7.1
	TCL通讯	2618	12月	3.3	6.4	4.8	12.1%	4.7%	6.2%	29.9	15.2	17.5
中国城市轨道交通	8240	6月	5.4	5.4	4.3	4.5%	4.6%	5.8%	23.8	24.5	24.8	
汽车	宝信汽车	1293	12月	18.6	12.9	9.0	0.0%	0.0%	0.0%	19.7	24.2	26.3
电池	天能动力	819	12月	7.0	5.8	4.5	4.2%	5.2%	6.8%	24.6	23.4	24.7
	超威动力	951	12月	7.2	4.8	4.2	4.2%	6.3%	7.4%	22.8	25.8	24.1

来源:彭博、招银国际

# 行业分析

## 内地银行业板块 - 优于大市

2012年，内地银行业利润依然维持适度增长，但净利润增速呈现逐季放缓的态势。年中央行的降息和利率市场化的启动对商业银行息差构成压力。另一方面，银监会对银行收费业务的整肃也使部分银行的中间业务收入受到一定影响。规模方面，2009年的信贷高速增长局面已经成为过去式，商业银行信贷投放实现温和增长。

与此同时，在国内经济增速放缓和世界经济大环境不稳定的情况下，国内商业银行资产质量自2011年四季度以来进入下行周期。但是，由于各主要商业银行自2003年以来陆续引入的严谨的风控和制度体系，加之征信系统的建立和完善，使银行体系对抗非系统性风险的能力大幅增强。另一方面政府加大财政政策的支持力度，宏观经济增速虽有放缓但仍维持较为可观的增长。在此情况下，不良贷款率的上升趋势向温和。

展望2013年，内地银行业利润增速将受到严峻考验。一方面，由于贷款重定价滞后因素影响，我们预计明年息差将出现20-30基点的下降，而规模增速却无法达到以量补价；另一方面，非息收入的增长将好于2012年，但仍无法弥补息差下降带来的净利息收入增速的下滑。我们预计明年商业银行非息收入、成本收入比和资产质量及信贷成本将出现进一步分化，从而更加考验盈利的质量。我们认为明年内地银行业整体盈利增速将降至单位数增长。基于估值、资产质量、融资压力等方面的考虑，我们已于2012年11月底将内银股板块评级上调为“优于大市”，我们依然维持该评级不变。

## 2011年前三季度经营回顾

### 1) 前三季度整体平均业绩同比增速放缓至18.7%。

前三季度九家内银股净利润平均增长18.7%，增速较中期的21.2%略有放缓，符合预期。我们所覆盖的五家银行三季度单季利润增速分别为民生30.7%，重农28.1%，招行16.6%，农行16.1%，中信-14.7%。三季度中信由于一次性计提40亿元(人民币，下同)的减值准备导致利润同比下滑。九家银行中除工行和重农三季度净利增速较上半年加快外，其余都放缓。

前三季度整体平均存贷款增速分别为11.1%和11.8%，信贷投放节奏平稳。重农存贷款增速最高，分别为14.2%和16.6%。我们预计今年全年全行业有望实现约8万亿的新增人民币贷款投放，明年新增投放规模约在9万亿左右。

图 25：2012 年净利润增速对比

(%)	1H12	1Q-3Q12	3Q12
工行	12.5%	13.3%	14.9%
建行	14.5%	13.8%	12.5%
农行	20.8%	19.2%	16.1%
中行	7.7%	10.4%	16.6%
交行	17.8%	15.9%	11.7%
招行	25.7%	22.6%	16.6%
民生	36.9%	34.7%	30.7%
中信	29.0%	12.4%	-14.7%
重农	25.3%	26.5%	28.1%
<b>平均</b>	<b>21.1%</b>	<b>18.7%</b>	<b>14.7%</b>

来源：公司资料

图 26：2012 年三季度末存贷款较年初增幅

(%)	存款	贷款
工行	11.2%	10.9%
建行	10.7%	11.9%
农行	12.2%	10.8%
中行	6.0%	9.1%
交行	10.9%	12.0%
招行	8.7%	11.9%
民生	12.8%	11.7%
中信	13.7%	11.7%
重农	14.2%	16.6%
<b>平均</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.8%</b>

来源：公司资料

## 2) 大小行息差稳定，中型银行息差下行压力大。

上半年各行息差普遍高与去年同期，但二季度开始受贷款定价能力转弱及存款成本上升影响，大部分银行息差环比收窄。三季度在降息影响下总体息差继续下行，大行和重农依靠负债优势保持息差相对稳定，招行、民生和中信同时面临贷款收益率下降和存款成本上升的双重压力，息差下行较快。由于贷款重定价滞后因素影响，我们预计明年息差将出现20-30基点的下降，而规模增速却无法达到以量补价，因而对上市银行盈利造成强力压制。

图 27：2012 年息差对比

银行	1H11	1Q-3Q12
工行	2.60%	n.a.
建行	2.66%	2.74%
农行	2.77%	2.82%
中行	2.11%	2.12%
交行	2.54%	2.60%
招行	2.99%	3.04%
民生	3.00%	3.04%
中信	2.89%	2.82%
重农	3.22%	3.46%
平均	2.75%	2.83%

来源：公司资料

图 28：2012 年手续费及佣金净收入增幅对比

(%)	1H12	1Q-3Q12
工行	1.9%	1.8%
建行	3.3%	1.6%
农行	4.8%	6.0%
中行	-2.1%	-1.8%
交行	12.4%	7.1%
招行	19.2%	23.5%
民生	26.7%	33.0%
中信	38.7%	24.8%
重农	0.1%	-22.6%
平均	11.7%	8.1%

来源：公司资料

非息收入方面，今年上半年银监会加强收费业务监管影响在三季度持续，五大行中，工行、建行和交行手续费收入增速继续放缓，农行和中行企稳。股份制银行中间业务含金量较高，增速虽有放缓但明显高于五大行。我们预计明年总体手续费收入增速有可能企稳回升，但由于资产结构差异，不同银行间的分化可能进一步加剧。

## 3) 不良温和抬头，程度好于预期。

去年底、今年一季度末、二季度末和三季度末整体平均不良率分别为 0.96%、0.91%、0.90% 和 0.89%，仍呈现逐季走低态势。截止三季度末，九家银行不良贷款总额较年初仅上升 2.5%。约七成新增不良贷款产生于三季度，但参考上半年逾期贷款增幅，不良生成程度依然好于预期。三季度工行、农行和重农不良较中期有下降，其余均上升，招行(10.2%)、交行(8.7%)和民生(7.6%)上升幅度最大。

表 29：不良贷款率及不良贷款环比增幅

(%)	不良贷款率				环比增幅	
	FY11	1Q12	1H12	3Q12	1H12	3Q12
工行	0.94%	0.89%	0.89%	0.87%	2.9%	-0.5%
建行	1.09%	1.04%	1.00%	1.00%	-0.7%	3.6%
农行	1.55%	1.44%	1.39%	1.34%	-3.3%	-0.7%
中行	1.00%	0.97%	0.94%	0.93%	0.5%	0.8%
交行	0.86%	0.81%	0.82%	0.87%	4.0%	8.7%
招行	0.56%	0.56%	0.56%	0.59%	8.0%	10.2%
民生	0.63%	0.67%	0.69%	0.72%	19.1%	7.6%
中信	0.60%	0.56%	0.61%	0.60%	11.0%	0.4%
重农	1.44%	1.28%	1.19%	1.13%	-6.3%	-2.2%
平均	0.96%	0.91%	0.90%	0.89%		

来源：公司资料

拨备方面，部分银行已通过减少拨备反哺利润，如招行和民生。三季度末平均拨备覆盖率较中期提高 3 个百分点至 300%，其中招行(377%)、民生(339%)、重农(315%)、农行(311%)和中信(306%)拨备覆盖率超过了 300%。充足拨备有利于抵御资产质量进一步恶化

对利润表影响。我们预计明年上半年不良贷款增长势头有望减缓。另外，若宏观经济增速企稳，预计银行资产质量在明年有望实现见底回升。

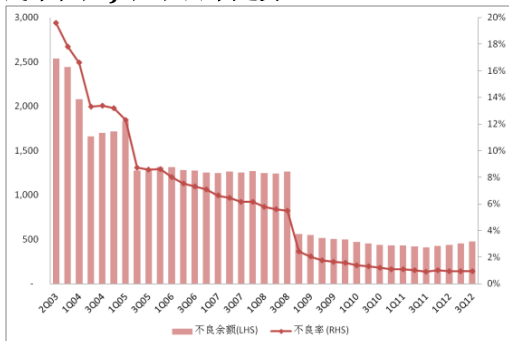
## 2013 年行业展望和投资策略

2012 年一季度以来，面对行业基本面下行趋势，各行均已开始业务调整，包括资产结构的调整和中间业务收入结构的调整，以应对息差下行和收费监管趋严的态势。三季度银监会对同业代付的收紧影响了三季度各行的同业资产规模。6 月份加息后，利率市场化已经开启，进程快于我们预期。我们认为短时间内利率管制不可能继续放宽，但明年息差继续收窄已成定局，中间业务收入特别是资金业务仍存在不确定性。在此情况下，各行的成本控制或称为未来业绩分化的重要因素。我们预计 2012 年全年净利润平均增速为 15% 左右，明年行业盈利增速将放缓至个位数。尽管盈利增速放缓，但我们认为仍有以下几方面论点支持对内银股的价值重估。

### 1) 市场对不良贷款的担忧过度。

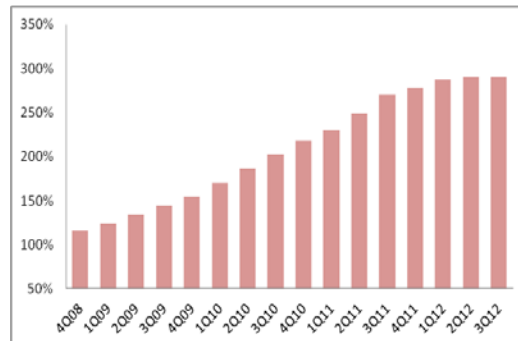
根据银监会公布的监管数据，截止三季度末，银行业不良贷款总额为 4,787 亿元，环比增长 4.9%，不良率环比微增 0.01% 至 0.95%。与此相比，整体拨备覆盖率为全球最高，达到 290%。根据 150% 的监管标准，理论上说目前的拨备水平可以支撑不良率达到 1.84% 而无需增加额外拨备计提。回顾银行业近 10 年的不良资产状况及行业监管、内部管理水平的改善，我们认为过去银行业高不良率的形成具有特定的历史原因和体制原因。经历 2003-2005 年及 2008 年底的两次大规模不良资产剥离后，健全的内控和现金管理制度的引入使商业银行抵御非系统性风险的能力大幅提高。我们认为，未来三年，即使在悲观情况下，银行业整体不良率也不会高于 2%，因此无须过度担心资产质量恶化导致的利润表衰退。

图 30：2003 年以来商业银行不良余额(人民币亿元)和不良率走势



来源：中国人民银行

图 31：2008 年四季度以来拨备覆盖率走势



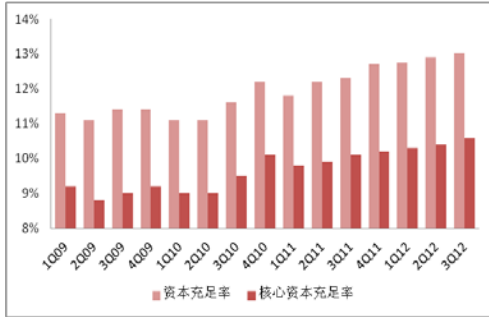
来源：银监会

### 2) 再融资压力将大幅减轻。

2009 年天量信贷导致银行业资本急剧消耗，因而近年来掀起了密集的融资潮，对银行业估值带来沉重压力。截止今年三季度，银行业整体核心资本充足率已较 2009 年初的 9.2% 上升至 10.6%。

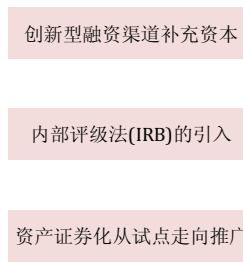
我们认为目前银行业融资压力已大幅减轻，有以下几方面支持该论点：1) 目前大部分融资项目已经结束；2) 利润高增长带来的资本内生能力大幅增强；3) 银行主动调整资产负债结构降低加权风险资产增速；4) 监管层鼓励创新资本工具补充资本；5) 未来信贷增速将放缓，社会融资渠道多元化；6) 资产证券化降低资本消耗；7) 中国版巴塞尔 III 放宽了资本达标的时限，目前上市银行的资本充足率甚至全部已经达到 2017 年的监管要求。因此，我们认为未来压制行业估值的融资因素实质上已经不复存在，但其对估值的影响仍有待市场验证和消化。

图 32：资本充足率及核心资本充足率走势



来源：银监会

图 33：未来改善资本充足率的手段

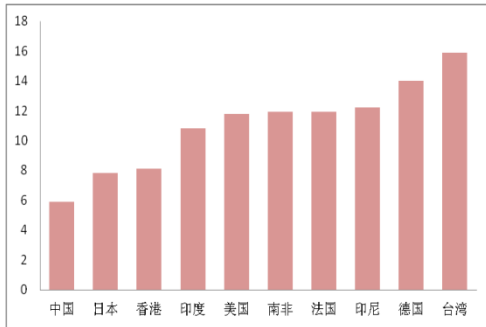


来源：招银国际研究部整理

### 3) 估值何时回归?

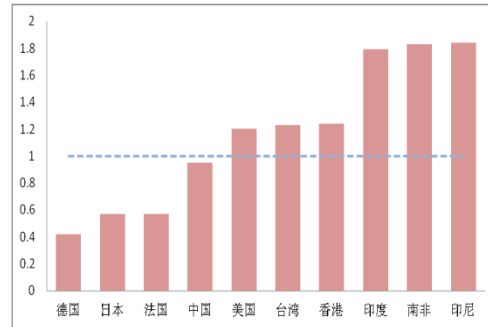
对比国外商业银行的估值，我们发现目前国内银行业市盈率(PE)明显偏低，市净率(PB)属中等水平。欧美银行资产负债表中由于并购带来的大量无形资产压低了其真实的 PB 水平。目前国内银行业 PB 低于新兴市场和美国，高于欧洲。欧洲银行持有大量欧债且互持现象严重，债务危机很容易传递至商业银行。而美国银行则拥有大量表外化的证券资产和金融衍生品，隐含的风险实际上降低了其资产负债表质量。

图 34：国内与海外银行 2011 年市盈率



来源：彭博

图 35：国内与海外银行 2011 市净率



来源：彭博

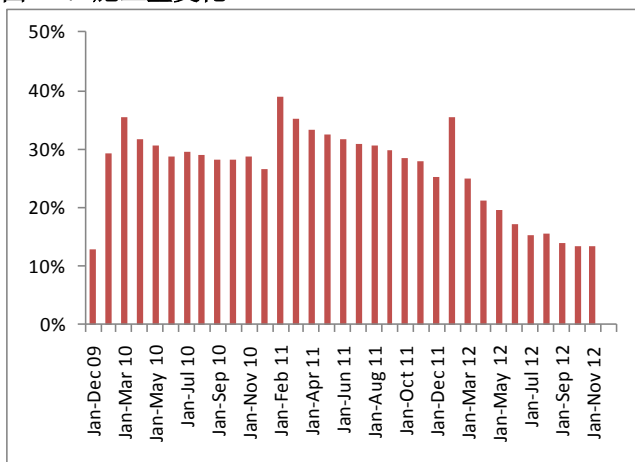
相比而言，国内商业银行的资产负债表健康得多，首先没有大量无形资产，其次没有有毒资产，再次表外资产规模较小。因此，无论从 PE 还是 PB 来看目前国内银行的估值明显偏低。我们认为，价值重估需满足以下几个条件：1)宏观经济企稳；2)资产质量见底回升；3)金融创新的陆续出台，资本压力靴子落地。我们在 11 月下旬将内银股板块评级由“同步大市”上调为“跑赢大市”。11 月底以来内银股出现明显上涨，估值中枢出现一定抬升，但我们认为明年估值仍有进一步上行空间。我们维持内银板块“优于大市”评级。

## 中国房地产板块 - 同步大市

### 供应方面相对薄弱

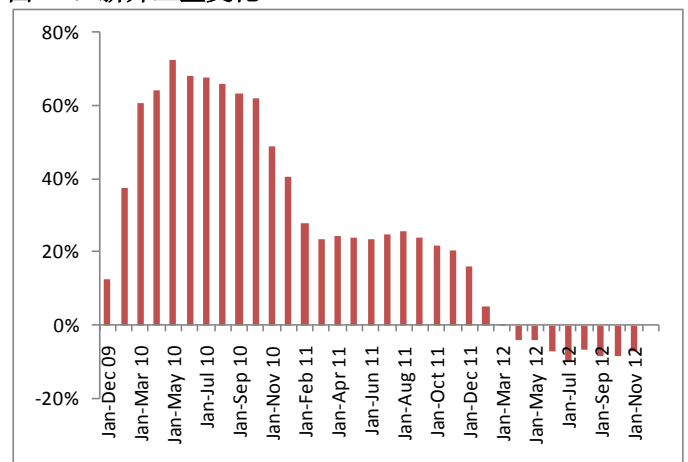
针对房地产市场的宏观调控措施对压抑发展商对市场上的期望，房地产投资增长在 2012 年首 11 月放慢至 16.7%，此外，发展商变迁更加谨慎和减慢补充土地储备，在 2012 年首 11 月的土地购置同比下降 14.8 至 3.72 亿平方米。同时，施工及新开工量也有所放缓。虽然我们看到的竣工面积在 2012 年首 11 月依然增加 14.1%至 6.77 亿平方米，我们恐怕因为施工放缓而在 2014 年会出现供应短缺。我们估计竣工面积在 2012 年全年会完成 10.1 亿平方米，同比增加 13.5%。展望未来，我们预计竣工面积在 2013 年会维持在 10-13%的增长，但因为新开工放缓，我们预计 2014 年和 2015 年的竣工面积将放缓到高单个位数或 10-13%的增长。

图 36: 施工量变化



来源:国家统计局

图 37: 新开工量变化



来源:国家统计局

### 2012 年的房地产销售是错综复杂

在 2012 年中，中国房地产市场气氛好转。虽然 10 月市场情景曾经昏暗，但国庆黄金假期和 11 月后的销售转趋热闹，2012 年年首 11 月的累计销售面积增长 2.4%至 9.17 亿平方米，同期的合同销售金额增长了 9.1%至人民币 53,530 亿元。我们估计 2012 年全年的签约销售面积和金额分别上升 2.0%至 11.2 亿平方米及 6.0%至人民币 62,670 亿元。

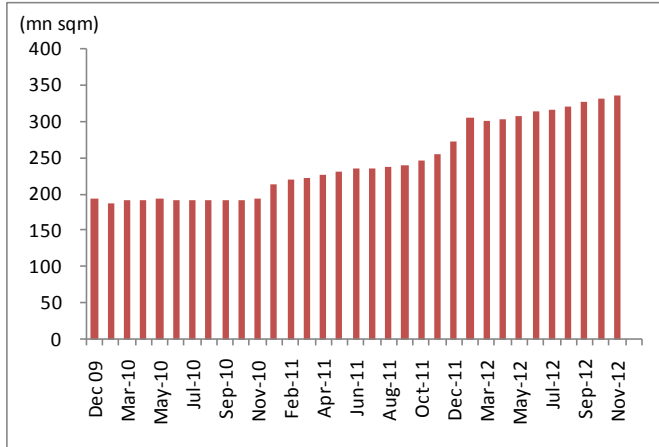
根据中国国家统计局的数据，在 70 个大中城市中，经历了房地产价格下跌的城市数目在 2012 年上半年增加，但情况在 2012 年年中稳定下来。底部在 2012 年 7 月出现，当时有 58 个城市房价是下滑。之后，因为市场气氛改善及开发商并没有主动降价，下滑的城市在 2012 年 10 月减少至 56 个。如果我们扩大覆盖范围，全国平均物业价格在 2012 年首 11 月上升 6.6%至每平方米人民币 5,837 元。我们相信，这得益于在三至六线城市的销售并没有限购令影响购买意愿。我们预期物业价格在 2012 年全年增加 3.9%至每平方米人民币 5,588 元，相比 2011 年的升幅 6.9%。

### 较长的时间去库存

销售放缓速度比建设放缓速度更快。因此，截至 2012 年 11 月的房屋存货(落成物业但仍未出售)增加 32.0%至 3.36 亿平方米，为历史高位。我们预计 2012 年全年的住房库存上升 31.6%至 3.58 亿平方米。因为 2012 年新开工量却在不断下降，我们相信库存增加将在 2013 年改变。

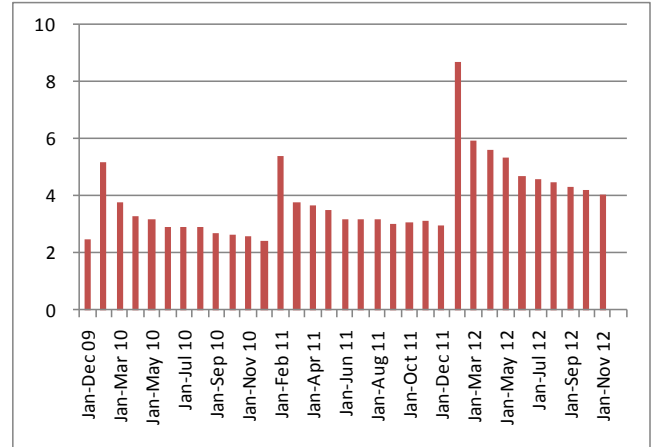
在 2010 年或 2011 年，中国的库存消化时间约为 3.4 个月。基于销售疲弱，库存消化之后的时间在 2012 年上半年上升至 4.6 个月。但销售量上升将 2012 年首 11 月库存消化时间下降至 4.0 个月。我们看到的趋势是向下的，但并不指望它可以回到 2010 年或 2011 年的水平。我们期待物业的施工和新开工放缓，将导致在 2013 年的住房供应短缺。因而可以帮助 2013 年库存消化的时间恢复到 3 至 4 个月正常水平的。

图 38：库存量



来源:国家统计局

图 39：库存消化的时间



缺。因此，在中国物业价格预计 2013 年上半年稳步上升，而在第四季因为供应短缺大幅向上。

### 2013 年底或 2014 年可能出现调控措施

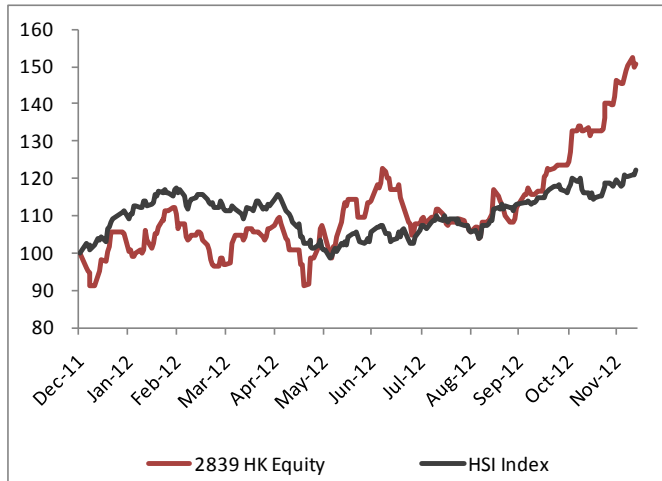
如果房地产价格急剧上升，我们担心中国政府将推出新一轮的调控措施。我们预计约在 2013 年底或 2014 年年初住房供应短缺，我们相信将有届时的对房地产市场的政策风险会上升。

## 地产股在 2012 年表现最好

### 地产股跑赢大市

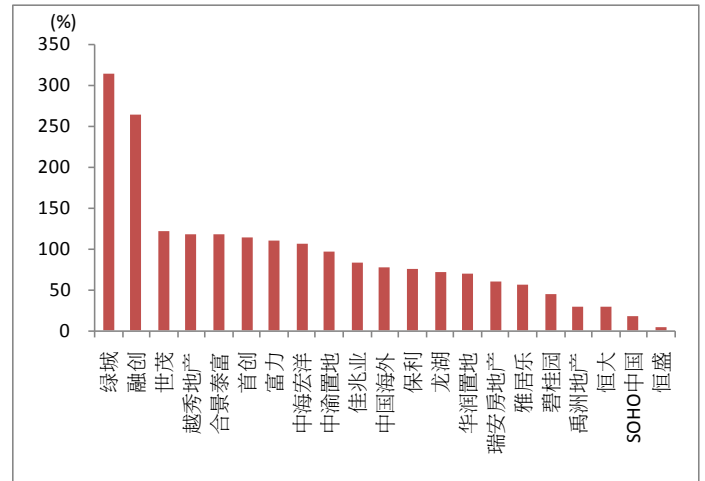
令人惊讶的是，中国地产股的表现 2012 年下半年跑赢恒生指数。一个香港上市的内地房地产交易所买卖基金（2839 HK）年初至今上升了 49.4%，同期的恒生指数上涨了 23.0%。我们相信，中国地产股的亮丽表现是因为：1）温和的紧缩措施；2）强劲的合约销售在 2012 年下半年出现和 3）在 2012 年中旬的降息。对于 2012 年剩下的日子，我们相信中国的地产股可以维持的强势，因此大部分公司已完成其全年销售目标的 90% 或 100%。

图 40：2839 股价表现



来源: 彭博

图 41：内房股年初至今股价表现



来源: 彭博

### 大多数上市公司完成销售目标

许多上市开发商发布了强劲的销售数据。与此同时，绿城、华润置地和保利地产已在 10 月份实现全年销售目标，其他公司(如恒大、中海、中海宏洋、融创及世茂)在 11 月完成全年销售。即表示大多数的中国房地产公司在 2012 年可完成全年销售目标。

### 发行高收益债券

展望未来，我们预计债券发行是中国房地产公司 2013 年的主要融资工具。中国地产股的估值不高，中国房地产公司的管理是不愿意发行新股融资，以避免摊薄价值。同时，投资者很高兴投资于高收益内房债券，以便有更高的回报率和更低的风险。

### 增加负债

在 2012 年上半年，物业销售较为疲软，多数地产发展商依赖债务融资。大多数地产发展商于 2012 年中的净资产负债率为 70% 左右。除非上市公司打算积极削减借贷，或发行股份以筹集资金，否则我们不期望的高负债的情况在 2013 年有所改善。

### 估值已反映

现在，中国地产股的股价预测市盈率为 6.7 倍和较净资产值的折让 51.2%，估值适中。展望未来，我们相信，中国地产股的股价表现捆绑与他们的销售步伐。在 12 个月的时间内，

我们还对中国的地产股感到安心，因为：1) 不高的估值; 2) 销售呈上升趋势; 3) 低息的环境和 4) 人民币升值。

然而，我们恐怕会 2013 年底或 2014 年初会有调控措施。如果出现这种情况，中国房地产股的估值或股价将下压。

### 首选股份 - SOHO 中国(410)和中海宏洋(81)

虽然我们相信中国地产股出色的表现将不会再在 2013 年出现，但投资者应注意几支股票，我们喜欢 SOHO 中国和中海宏洋。

在 2012 年和 2013 年 SOHO 中国的收入是稳固，因为它预售银河 SOHO 及望京 SOHO 而锁定了大部分的收入。同时，SOHO 中国预计在 5 年内的租金收入达到人民币 40 亿元。我们的目标价为 8.35 港元，较 2013 年资产净值每股 13.91 港元折让 40%。

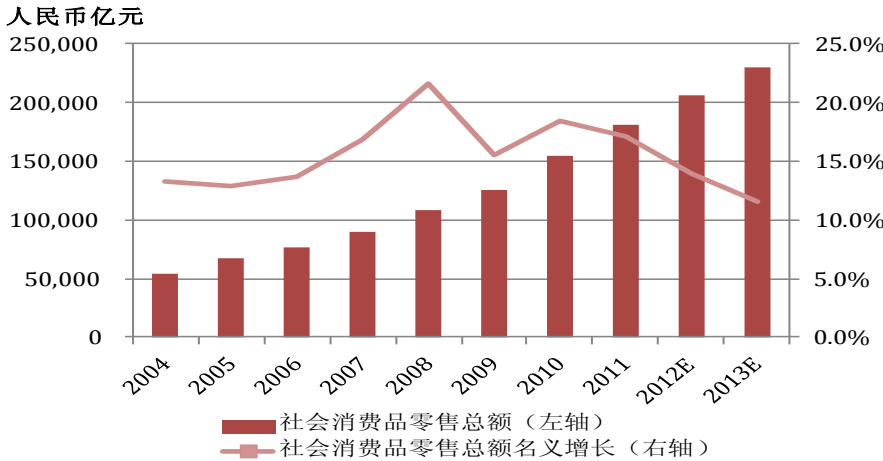
凭借母公司的品牌名称，中海宏洋在二/三线城市取得不错的销售成绩、它成为一个很好的投资于中国二/三线城市房地产市场的代替品。中海宏洋投资于呼和浩特、银川、桂林、吉林、合肥、兰州、南宁、赣州、南通及扬州。中海宏洋中国海外在三至六线城市的旗舰公司。在三至六线城市的机会是巨大，但竞争不激烈。目标价为 10.8 港元，相等于资产净值每股 13.5 港元折让 20%。

## 中国消费品板块-同步大市

### 中国社会消费品市场

2012 年 1-11 月份,中国社会消费品零售总额累计达到 186,833 亿元, 同比增长 14.2%。其中, 城市消费品零售总额达到 161,806 亿元, 同比增长 14.2%; 县及县以下消费品零售总额达到 25,026 亿元, 同比增长 14.2%。我们预期 2012 年全年的消费品零售总额将同比增长 13.9%至 206,416 亿元。

图 42: 中国社会消费品零售总额

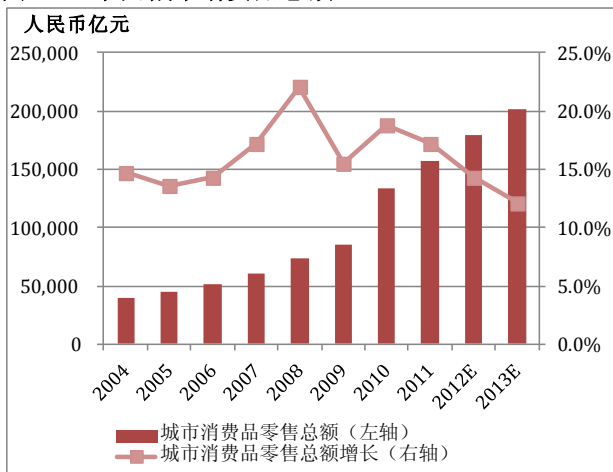


来源: 中国国家统计局

从 2004 年开始, 中国社会消费品零售总额在不断增加。其中, 城市消费品总额的增长依然是推动社会总体消费品总额不断增加的主要动力。多年来, 中央不断推出一系列惠农政策, 使农民人均收入和购买力都在不断增加, 从而也形成了城市消费品市场和农村消费品市场共同发展的局面。

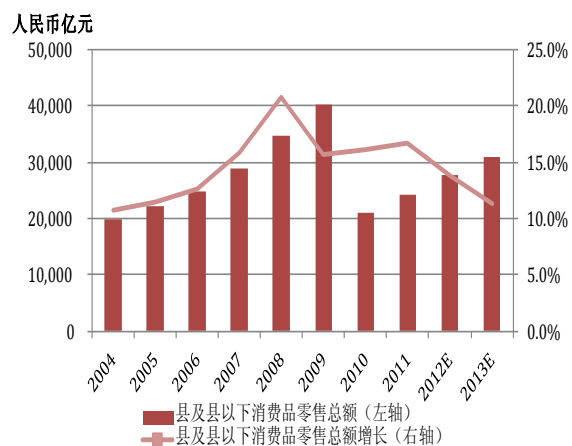
随着居民收入水平和生活水平的不断提高以及市场商品供应总类的不断丰富, 传统的居民消费结构也在不断的升级和变化中。如今, 以房地产、汽车、文化教育、高端奢侈品和旅游休闲等商品为主的消费逐渐成为了拉动消费品市场不断增长的热点消费。然而自 2010 年以来, 中国消费品市场已经步入了一个增速平稳下降的时期。我们认为在未来没有新的热点商品和较突出的消费刺激政策出台的情况下, 社会消费品零售总额增速平缓下降这一现象将会持续。

图 43: 中国城市消费品总额



来源: 中国国家统计局

图 44: 中国县及县以下消费品总额



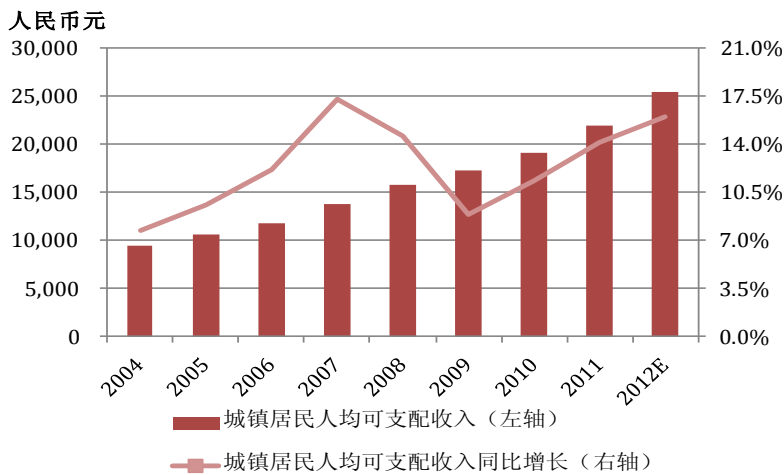
来源: 中国国家统计局

相较 2011 年，中国消费品市场并没有出现本质上的改变。我们认为中国消费品市场未来几年内即面临可持续发展的利好因素同时也面临着挑战。首先，中国社会消费品市场总额受到居民人均可支配收入增加，积极的政策导向以及日益增长的网络零售交易等利好因素的影响将持续发展。其次，消费品市场也面临着通货膨胀以及长期低消费率现象下的隐藏问题的挑战。

### 1. 城镇居民人均可支配收入的增长

中国持续深化改革并推出了一系列增加城镇居民人均收入的政策，虽然城镇人均可支配收入的增速有所波动，但是人均可支配收入的总额却在不断的上升。从 2009 年开始，人均可支配收入总额和增速也都同时步入了平稳上升的阶段。截止 2012 年，我们预测城镇居民人均可支配收入将达到 25299 元人民币，相较于 2011 年增长达到 16%。我们认为居民人均可支配收入总额及增速的平稳上升是促进中国消费品市场不断繁荣的核心。

图 45:中国城镇居民人均可支配收入的变化



来源:中国国家统计局、招银国际预测

### 2. 政策导向

中央在十八大的报告中首次提出到 2020 年 GDP 和城镇居民人均收入都比 2010 年翻一番，全面建成小康社会的目标。与以往只关注 GDP 的增长不同，国民整体财富的增长对进一步拉动内需，促进经济结构的转变和国民经济的持续发展都具有深远的意义。与此同时，中央在 2012 年 12 月召开的年度经济工作会议上释放了强烈的经济改革信号，加快经济结构的调整使经济发展更多的依靠内需，继续推进城镇化进程都将作为中国经济的首要任务。毫无疑问，人民财富的日益增长，以拉动内需为根本的经济结构的调整以及城镇化的持续推进都是消费品市场不断繁荣必不可少的条件，我们预测整体消费板块将因此获利。同时，我们预期 2013 全年的消费品零售总额同比增长 11.5% 至 230,154 亿元。

### 3. 网络零售交易高速增长

截止到 2012 年 6 月，中国网络零售交易额高达 5,119 亿元人民币，同比增长 46.6%；网购用户达到 2.14 亿人，同比增长 23.7%。近两年来，除了网络零售交易额以及网购用户的快速增长，网络零售交易的范围也在不断扩大，除淘宝，京东，当当等国内知名网站外，越来越多的网购用户也开始在国外网站上进行交易。我们预测 2013 年全年网络零售交易额将同比增长 42%，网购用户数量将增长 21.5%。与此同时，直接在国外网站上进行交易这一新型的网络消费方式也将成为网络零售交易总额新的增长点。

## 中国消费增速下降的主因

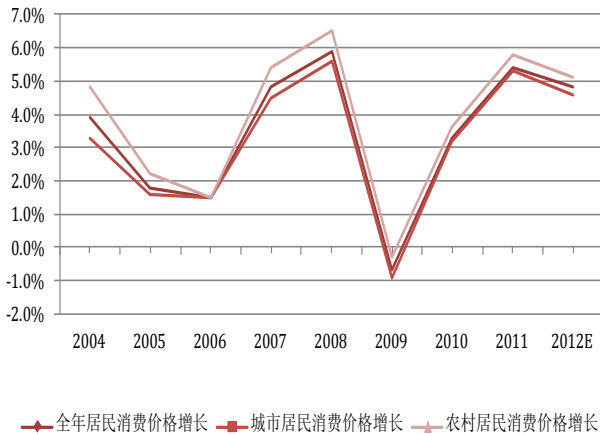
虽然以上三个因素对国内消费品市场的繁荣都起着积极的影响，但是从 2010 年开始，国内消费品零售总额增速却已经步入了平稳下降的时期。我们分析消费品总额增速下降主要是受到以下几个因素的影响。

### 1. 通货膨胀压力将继续存在

通货膨胀一直是消费品市场总额实际增长（扣除价格因素后的增速）放缓不可忽略的因素。近几年来，居民消费价格指数不断升高，物价增长压力加大。过快的物价虽然在一定程度上会促进社会消费品市场总额的增长，但却从总体上抑制了国民的消费。

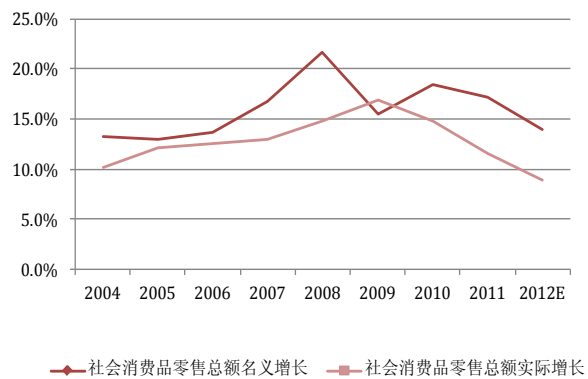
由 2009 年开始，虽然中央出台了一系列抑制通货膨胀的措施，但居民消费价格却不断上涨。截止 2011 年，居民消费价格增长为 5.4%，中央在 2011 年下半年出台了更为严格的物价调控措施。我们预测 2012 年居民消费价格增长将有小幅回落，全年居民消费价格增长将降至 4.8%，其中城市居民消费价格增长 4.6%，农村居民消费价格增长 5.1%。通货膨胀使广大居民实际购买力下降从而严重影响了正常的消费水平。

图 46：中国居民消费价格变动



来源：中国国家统计局，招银国际预测

图 47：中国消费品总额名义与实际增长变动



来源：中国国家统计局，招银国际预测

### 2. 居民消费倾向以及居民消费结构的转变

近十年来，中国社会消费品总额虽在不断上升，但中国居民消费率却一直处在很低的水平。从 2000 年开始到 2012 年，中国平均居民消费率为 39.4%，远低于同期世界上的发达国家甚至是许多发展中国家。低消费率水平同时也反映出制约消费品市场发展的隐藏问题，居民人均收入增长速度过慢且收入分配格局的不合理，传统的消费倾向也制约着消费品市场的发展。

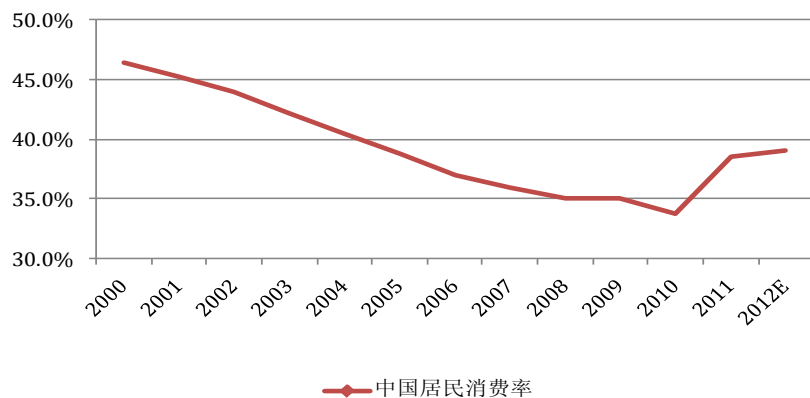
- 毫无疑问，居民收入是影响消费最重要的因素。与这几年中国高速增长的 GDP 相比，居民收入尤其是农村居民收入增长过慢也成为制约消费品市场发展的主要因素。由于居民人均收入增长过慢且贫富差距不断加大，导致中国消费品市场的内在需求在面对高速增长的 GDP 时仍然表现疲软。就目前而言，城镇居民的消费耐用品需求已基本达到饱和状态，城镇居民的消费已经开始向享受型、持续发展型以及投资增长型转变。虽然农村居民的耐用消费品需求还有很大的增长空间，但是农村居民受到收入水平不高以及消费价格增长过快等因素的制约也缺乏购买力。

收入分配的不合理直接导致国内贫富差距拉大。富裕阶层的收入多用于投资从而增加财富，消费支出占收入的比例很少；中产阶级的日常耐用消费品的需求已经基本饱和，享受型消费占他们消费支出的比例越来越高；低收入阶层虽然对消费耐用品的需求仍

为饱和，但是就目前而言低收入阶层的实际购买力却依然有限。

2. 在中国，虽然享受型消费、投资型消费等新型消费方式正在被越来越多的人所接受，但是勤俭节约仍然是中国绝大部分居民的消费倾向。由于中国有社会福利保障制度还不够完善，中低收入阶层对未来收入水平不够乐观，通货膨胀预期不断增加以及过高的房价拉低居民消费水平等因素的存在，广大老百姓即使有钱消费也更加趋向于传统的储蓄投资从而减少了日常消费。

图 48:中国居民消费率



来源：《中国统计年鉴》，招银国际预测

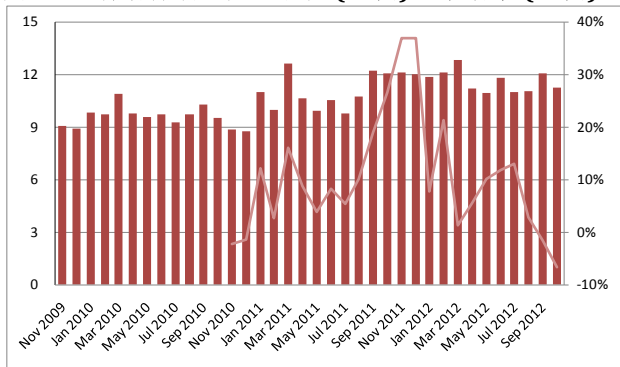
## 中国通信板块 - 同步大市

因缺乏大型网络基建工程推动，2012年中国通信设备板块表现低迷。惟智能手机市场持续火爆，符合大众市场的千元以下国产低端智能型手机销情尤佳。展望2013年，我们预计3G上客量将继续成长，4G网络试点开始运行，将形成2G、3G、4G三网并行的格局。4G LTE的建设将扭转通信板块过去两年的颓势，我们相信通信板块的寒冬已过，2013年将是产业踏入复苏的一年，4G LTE建设周期的高点将在2014年出现。

### 3G 用户数超过两亿

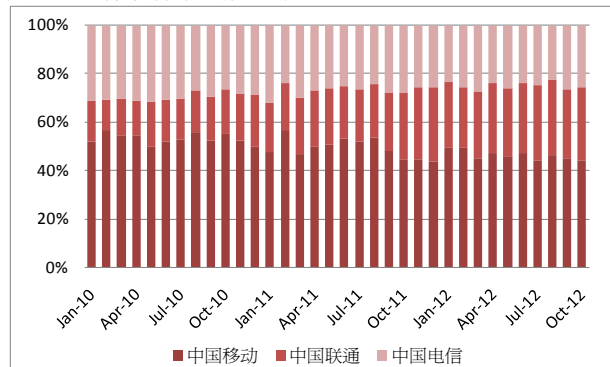
2012年新增移动用户增长保持稳定，每月增加达一千万户以上，十月底行动用户总数达10.9亿户，其中1.2亿户为2012年首十月新增。至2012年十月底为止，中国总3G用户数由2011年底的1.3亿户大增至2.1亿户，远超过工信部定下的2012年底1.5亿户的3G用户目标。中移动(941 HK)仍然是中国最大的3G营运商，惟总上客量已被联通(762 HK)及中电信(728 HK)追近。至2012年十月底止，中移动共有7,931万TD用户，而联通与中电信分别有7,007万WCDMA与6,274万CDMA用户。

图 49: 新增行动订户, 百万(左轴); 年增率(右轴)



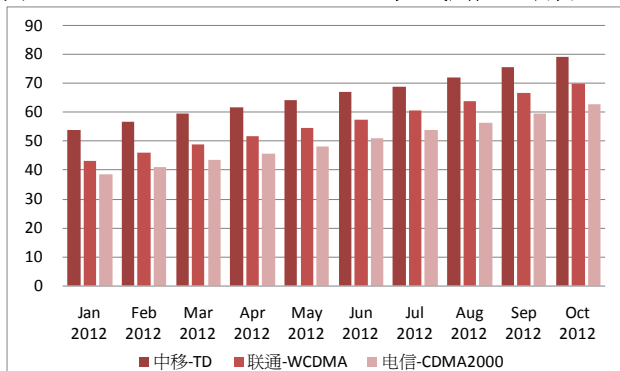
资料来源: 公司及招銀国际研究部

图 50: 新增行动用户组成



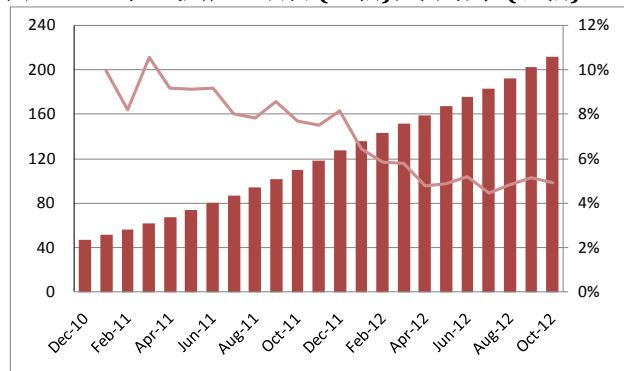
资料来源: 公司及招銀国际研究部

图 51: TD、WCDMA、CDMA 3G无线用户, 百万



资料来源: 公司及招銀国际研究部

图 52: 3G无线用户, 百万(左轴); 月增率(右轴)



资料来源: 公司及招銀国际研究部

### 2013 年将开始 4G LTE 基建规模投资, 惟投资高峰将在 2014 年出现

中移动的 TD-LTE 基站铺设将引领中国 2013 年的 4G 网络投资, 跟据中移动的规划, 其 LTE 基站数将由 2012 年的 2 万个大升至 2013 年的 20 万个及 2014 年的 35 万个。但联通及中电信的 LTE 建设于 2013 年仍将处于网络试验阶段, 预计以上两大运营商的 LTE 建设高峰期将在 2013-15 年。我们认为 4G LTE 的基站建设将对无线网络主设备商如中兴通讯(763 HK)、优化及传输设备商如京信通信(2342 HK)的收入带来新一波的刺激, 惟 4G LTE 网络基础设施建设的高峰落在 2014 年, 对通信设备厂商 2013 年的业绩提振作用有限。

## 中国智能手机品牌成长迅速

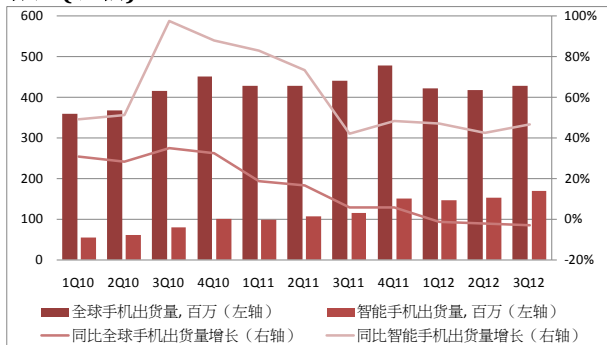
### 智能手机市场蓬勃依旧

因全球经济大气候不景，2012年至今整体手机终端销售疲弱。跟据 Gartner 的资料，今年首三季全球手机出货量达 12.7 亿支，同比减少 2.3%。惟智能手机销售高增长依旧，2012 年首三季全球智能手机出货量达 4.7 亿支，同比大升 45.6%。以作业系统的分布来看，Android 籍开放平台的优势持续提升市占率，由第一季的 56.9% 大增至第三季的 72.4%，随着诺基亚 Symbian 及 RIM 的逐渐式微，以及苹果集中于高端市场，预计 Android 在全球智能手机作业系统的市占率将一枝独秀。

### 国内品牌增长快速

随着 2012 年中国 3G 市场加速成长，智能手机迅速渗透入城市中低收入群。以中兴、华为、酷派(中国无线(2369 HK)的品牌)和联想(992 HK)四大国有品牌(中华酷联)为代表的中国手机生产商借助 Android 平台和低成本的优势迅速攻占中国中低端智能手机市场。而主攻海外市场的 TCL 通讯(2618 HK)亦靠阿尔卡特品牌巩固其在新兴国家的市场份额。以出货量计算，在 2012 年第三季，中兴、华为以及 TCL 阿尔卡特皆打入了全球十大手机生产商之列。以智慧手机出货量计算，中华酷联和 TCL 通讯 2012 年第三季合占 17.0% 的全球市场份额，比第一季的 10.1% 显著上升。中国品牌增长快速一方面是因为国内智能手机渗透率仍低，功能手机向智能手机升级的热潮方兴未艾，另一方面则因诺基亚在国际市场节节败退而腾出了大量市场空间给予中国的低成本制造商。

图 53: 手机出货量, 百万 (左轴); 同比手机出货量增长 (右轴)



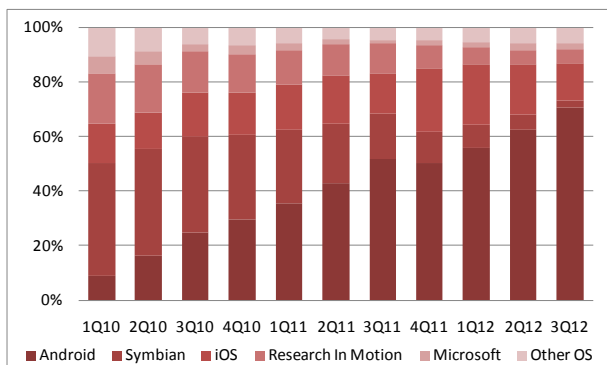
资料来源: Gartner 及招銀国际研究部

图 54: 3Q12 全球手机销售和市占率

品牌	全球手机销售, 3Q12 ('000 支)	市占率
三星	97,957	22.9%
诺基亚	82,301	19.2%
苹果	23,550	5.5%
中兴	16,654	3.9%
LG	13,969	3.3%
华为	11,919	2.8%
TCL 阿尔卡特	9,327	2.2%
RIM	8,947	2.1%
摩托罗拉	8,563	2.0%
HTC	8,429	2.0%
索尼	8,202	1.9%
联想	7,204	1.7%

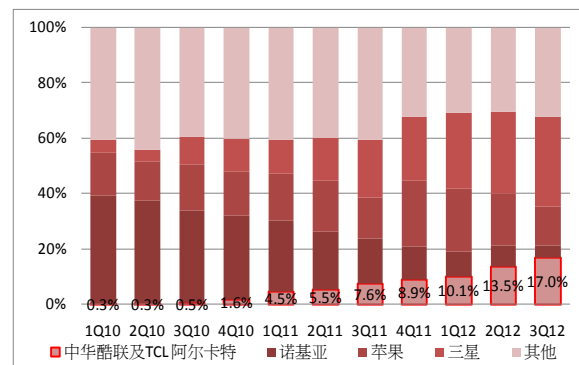
资料来源: Gartner 及招銀国际研究部

图 55: 智慧手机作业系统的市占率分布



资料来源: Gartner 及招銀国际研究部

图 56: 智慧手机生产商的市占率分布



资料来源: Gartner 及招銀国际研究部

## 智能手机价格趋跌

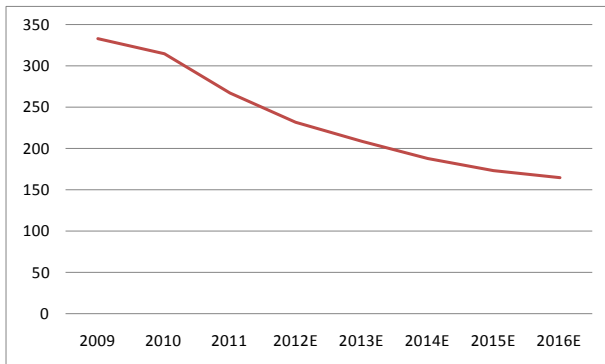
### 中国品牌以价格竞争为主

由于中华酷联等入门级智慧手机品牌以扩充出货量来拉动成本效益，中国厂商在产品价格上竞争剧烈。加上中低端智能手机的普及拉低平均售价，中国产智能手机均价下跌趋势未减。我们发现国内品牌主攻 100-199 美元的中低端市场，三星、索尼和 HTC 等则利用品牌知名度、出众设计以及高阶硬件配备坚持在 200-399 美元市场竞争。随着安卓手机应用程序的壮大以及安卓系统使用者日多，加上零部件配备的成熟，中端和低端智能手机的性能差距将越来越小，用户群对价格的差异将更为敏感。

### 预期中国厂商 2013 年仍将薄利多销

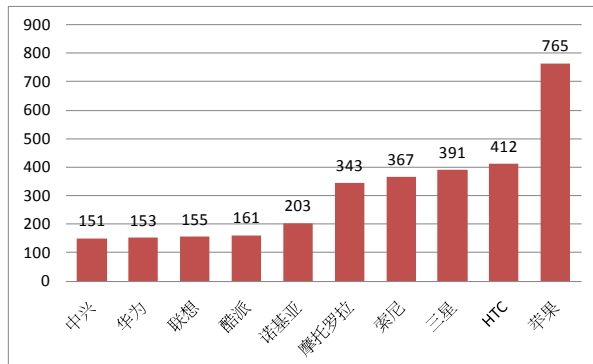
我们预期智能手机价格仍处下降轨。最高阶的苹果和三星有技术和品牌的优势可保利润率高企。传统国际品牌如诺基亚和索尼则因成本结构问题而无法和中国厂家在中低端市场竞争，技术上又不足以挑战高端市场，从而落得两头不到岸的局面。中国厂家预计仍将处于出货量及市占率上升的阶段，利用销量的迅速扩大达至成本效应以摊薄单位成本费用。然而，没有技术壁垒的保护，产品亦无法达至差异化，我们认为以中华酷联以及 TCL 通讯为首的中国厂商在 2013 年仍不能摆脱销售火爆但利润微薄的局面。

图 57：中国产智能手机均价(美元)



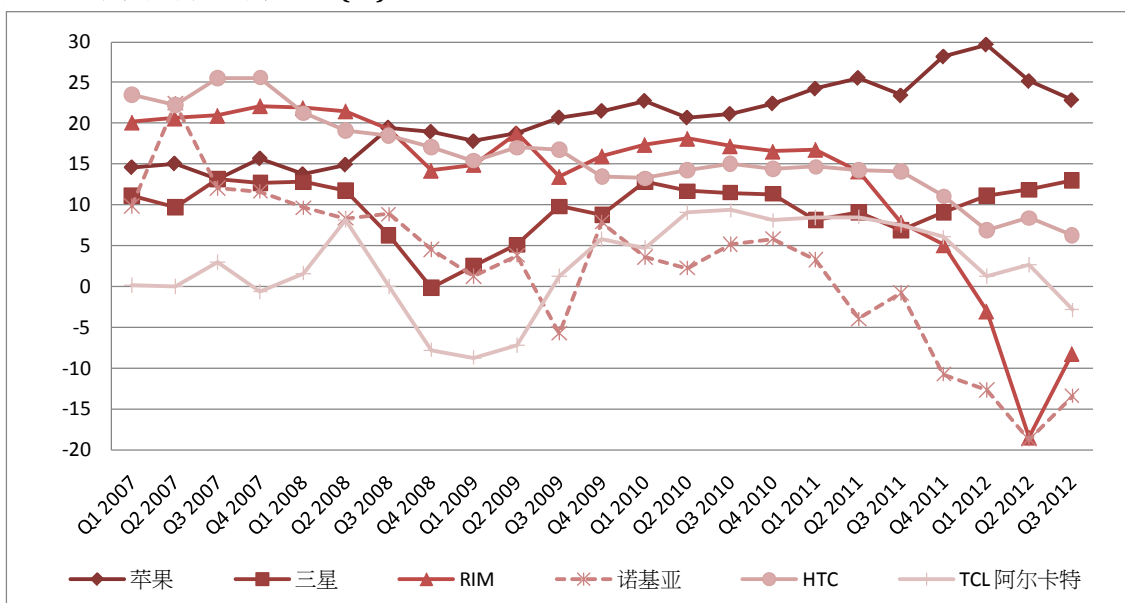
资料来源：isuppli 及招银国际研究部

图 58：1H12 智能手机均价(美元)



资料来源：isuppli 及招银国际研究部

图 59：手机厂商纯利率一览 (%)



资料来源：公司及招银国际研究部

## 看好国内智能手机零部件生产商

随着中国设计及制造智能手机在全球的占比日渐提高，智能手机整体产业链也持续向国内转移。国内智能手机零部件生产商除成本优势外还占据地理位置优势。手机零部件产业特色是厂商专注于个子行业、有长时间的技术沉淀，所以入行门槛较高。零部件生产商虽受下游终端制造商的价格压力，惟各子行业（如芯片、镜头和声学零件）多为寡头垄断，参与者不多，所以反可维持较高毛利。另一方面，零部件生产商却直接受惠于中国制手机终端放量成长。另外，近年手机更新换代加速，产品开发周期大幅缩短，这也有利于研发能力强的零部件生产商升级产品，保持高毛利率。在香港上市的零部件生产商中，我们较看好有技术壁垒的子行业龙头，包括舜宇光學(2382 HK)及瑞聲科技(2018 HK)。其中又以舜宇光學的估值较低，为我们2013年中国通信板块首选。

图 60：大中华智能手机产业链一览

芯片	晶元	电路板	光学镜头	声学器件	连接器	外壳	电池	触摸屏
联发科 (2454 TT)	台积电 (2330 TT)	华通 (2313 TT)	舜宇光學 (2382 HK)	瑞声科技 (2018 HK)	富士康 (2038 HK)	比亚迪电子 (285 HK)	德赛电池 (000049 CH)	寰鸿 (3673 TT)
展讯 (SPRD US)	中芯 (981 HK)	欣兴电子 (3037 TT)	大立光 (3008 TT)	歌尔声学 (002241 CH)	长盈精密 (300115 CH)	鸿准精密 (2354 TT)	飞毛腿 (1399 HK)	胜华科技 (2384 TT)
晨星 (3697 TT)		精联电子 (2414 TT)	玉晶光 (3406 TT)			可成科技 (2474 TT)	比亚迪 (1211 HK)	莱宝 (002106 CH)
		超声电子 (000823 CH)	今国光 (6209 TT)			春兴精工 (002547 CH)	新普 (6121 TT)	欧菲光 (002106 CH)
		兴森科技 (002436 CH)						

资料来源：公司及招銀國際研究部

图 61：零部件生产商估值比较

公司	代码	股价 (当地货币)	市值 (美金百万)	股本回报 (%)			市盈率 (x)			市帐率 (x)			每股盈利 (当地货币)			FY11-13 复合 增长率 (%)	市盈率/ 增长
				FY11	FY12E	FY13E	FY11	FY12E	FY13E	FY11	FY12E	FY13E	FY11	FY12E	FY13E		
舜宇光學	2382 HK	5.08	651	12.8	18.8	20.2	19.2	10.6	8.3	2.3	2.0	1.7	0.26	0.48	0.61	52.2	0.16
瑞声科技	2018 HK	27.00	4,251	25.8	30.0	29.9	25.8	15.8	12.8	5.1	4.5	3.6	1.05	1.71	2.12	42.2	0.30
比亚迪电子	285 HK	2.00	578	6.6	6.4	6.4	6.0	6.6	6.2	0.4	0.4	0.4	0.33	0.30	0.32	NA	NA
大立光	3008 TT	778.00	3,599	19.9	23.9	28.1	20.1	20.9	14.6	5.2	4.7	3.9	38.76	37.27	53.41	17.4	0.84
今国光	6209 TT	31.90	179	13.0	11.1	11.7	13.6	10.9	9.7	1.2	1.1	1.0	2.34	2.91	3.28	18.5	0.53
玉晶光	3406 TT	212.00	652	15.6	11.7	13.5	19.4	23.0	17.8	2.9	2.6	2.6	10.92	9.21	11.89	4.3	4.11
欣兴电子	3037 TT	30.80	1,634	7.9	7.9	9.4	9.4	12.3	9.9	1.1	1.0	0.9	3.26	2.50	3.10	NA	NA
华通	2313 TT	12.50	514	5.7	5.5	6.9	15.2	17.1	13.0	1.0	0.9	0.9	0.82	0.73	0.96	8.4	1.55
寰鸿	3673 TT	513.00	5,468	NA	35.4	30.4	13.8	12.7	11.7	NA	4.0	3.3	37.21	40.41	43.86	8.6	1.4
平均				13.4	16.7	17.4	15.8	14.4	11.6	2.4	2.4	2.0				21.6	1.3

资料来源：彭博及招銀國際研究部

## 结论

我们预期中移动TD-LTE将于2013年开始大规模基站投资，惟运营商整体4G LTE布网高峰将在2014年出现。2013年电信设备板块预期表现平稳。移动终端方面，国内品牌增长快速，出货量及市占率仍处上升轨。惟低端智能手机产品同质化严重，令价格竞争剧烈、毛利维持低位。预期中国厂商在13年仍会保持薄利多销的局面。在整体通信板块中我们较看好智能手机零部件生产商，因其有较高的技术壁垒，并受惠于国内智能手机品牌的市占率上升。我们首选舜宇光學因其光学产品升级带动出货量，预期将成为智能手机时代的主要受益者。

2011年12月28日

# 首选股份

## SOHO 中国(410 HK)

### 转变商业模式的新挑战

2012年首10个月销售金额为83亿元人民币。SOHO中国在2012年1-10月的物业销售金额为83亿元人民币，销售主要来自望京SOHO及SOHO中山广场。我们预计在2012年，SOHO中国将实现110亿元人民币合约销售。约270亿元人民币合同销售金额已被锁定，将预计在2012年和2013年入账。

**成功发行100亿美元债券。** SOHO中国在2012年10月成功发行两批债券。1) 6亿美元5.75厘于2017年到期优先票据及2) 4亿美元7.125厘于2022年到期优先票据。我们相信此债券的成功发行是公司的未来关键。因为SOHO中国改变其商业模式「从销售变成持有」，募集资金成为低于预期的合约销售的替代品。低成本的资金可以支持公司的长期可持续增长。此外，财务状况稳健，估计2012年底净负债比率为13.6%。

**回购以超过7600万股股份。** SOHO中国有高达2亿美元股票回购计划。在过去的几个月里，公司购回超过7600万份股份，为股价下跌提供了保护。

**5年之内的租金收入目标为40亿元人民币。** 基于持有有一个170万平方米的投资物业组合，SOHO中国的5年内目标是产生40亿元人民币的租金收入。同时，这些投资物业以成本计算的回报预计达10%以上。成功的商业模式变革会为公司带来重新评级的机会。

公司在中期业绩时宣布改变其商业模式，股价受到压力，这提供了一个很好投资于SOHO中国的机会。目前的估值并不昂贵，2013年市盈率为6.0倍和股价与2013年资产净值(即每股13.9港元)折让56.0%。目标价为8.34港元，相等于资产净值40%的折让。升值潜力为36.5%。维持买入评级。

#### 财务资料

(截至12月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(百万元人民币)	18,215	5,685	22,207	18,105	2,484
净利润(百万元人民币)	3,636	3,892	4,979	4,196	1,253
每股收益(人民币)	0.701	0.751	0.960	0.809	0.242
每股收益变动(%)	10	7	28	(16)	(70)
市盈率(x)	7.0	6.5	5.1	6.0	20.2
市帐率(x)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	5.3	5.1	5.7	5.7	5.5
权益收益率(%)	18.9	17.9	19.3	14.3	4.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	13.6	15.7	22.2

来源: 公司资料, 招银国际预测

### 买入(维持)

目标价 HK\$8.34  
 向上/向下 +36.5%  
 当前价格 HK\$6.11

文干森  
 (852) 3900 0853  
 samsonman@cmbi.com.hk

零售行业

市值(百万港元)	31,238
3个月平均值(百万港元)	52.0
52周高/低(港元)	6.38/4.65
发行股数(百万港元)	5,123

资料来源: 彭博

#### 股权结构

張欣	64.4%
流动股本	35.6%

资料来源: 联交所

#### 股票表现

	绝对值	相对值
1个月	4.0%	0.4%
3个月	25.6%	15.7%
6个月	1.5%	-14.6%

资料来源: 彭博

#### 1年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 畢馬威

网址: [www.sohochina.com](http://www.sohochina.com)

## 财务预测

### 利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>收入</b>	<b>18,215</b>	<b>5,685</b>	<b>22,207</b>	<b>18,105</b>	<b>2,484</b>
物业发展	18,105	5,594	22,038	17,680	-
物业投资	110	91	168	425	2,484
其他	-	-	-	-	-
销售成本	(8,958)	(2,954)	(10,139)	(6,843)	(248)
<b>毛利</b>	<b>9,257</b>	<b>2,731</b>	<b>12,068</b>	<b>11,263</b>	<b>2,236</b>
其他收益	252	477	210	225	250
销售费用	(547)	(238)	(155)	(308)	(99)
行政费用	(205)	(211)	(266)	(362)	(248)
其他费用	(153)	(134)	(167)	(136)	(75)
<b>息税前收益</b>	<b>8,603</b>	<b>2,626</b>	<b>11,689</b>	<b>10,682</b>	<b>2,063</b>
融资成本	(68)	209	(262)	(372)	(392)
联营公司	-	-	77	-	-
特殊收入	165	4,027	423	-	-
<b>税前利润</b>	<b>8,700</b>	<b>6,862</b>	<b>11,927</b>	<b>10,310</b>	<b>1,671</b>
所得税	(4,928)	(2,375)	(6,949)	(6,113)	(418)
非控制股东权益	(135)	(594)	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>3,636</b>	<b>3,892</b>	<b>4,979</b>	<b>4,196</b>	<b>1,253</b>
<b>核心净利润</b>	<b>3,512</b>	<b>1,422</b>	<b>4,584</b>	<b>4,196</b>	<b>1,253</b>

资料来源: 公司资料、招银国际预测

### 资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>非流动资产</b>	<b>9,711</b>	<b>16,147</b>	<b>37,341</b>	<b>40,391</b>	<b>42,421</b>
物业、厂房及设备	554	688	700	750	780
投资物业	3,085	13,335	29,875	31,175	32,175
联营公司	1,212	-	4,300	6,000	7,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	4,860	2,124	2,466	2,466	2,466
<b>流动资产</b>	<b>38,219</b>	<b>43,533</b>	<b>28,329</b>	<b>28,683</b>	<b>29,834</b>
现金及现金等价物	17,725	14,489	14,329	13,183	11,634
应收贸易款项	1,797	5,615	4,000	3,500	3,200
存货	18,697	23,429	10,000	12,000	15,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>18,854</b>	<b>23,044</b>	<b>20,500</b>	<b>20,500</b>	<b>22,700</b>
借债	2,581	2,215	3,000	3,500	4,000
应付贸易账款	9,306	15,148	13,200	10,500	12,200
应付税项	6,967	5,682	4,300	6,500	6,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>9,097</b>	<b>13,418</b>	<b>18,373</b>	<b>18,023</b>	<b>18,173</b>
借债	8,037	11,410	16,350	15,800	15,800
递延税项	786	1,731	1,800	2,000	2,150
其他	274	277	223	223	223
<b>少数股东权益</b>	<b>737</b>	<b>1,495</b>	<b>1,020</b>	<b>1,200</b>	<b>1,400</b>
<b>净资产总值</b>	<b>19,243</b>	<b>21,723</b>	<b>25,777</b>	<b>29,351</b>	<b>29,982</b>
<b>股东权益</b>	<b>19,243</b>	<b>21,723</b>	<b>25,777</b>	<b>29,351</b>	<b>29,982</b>

资料来源: 公司资料、招银国际预测

**现金流量表**

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	8,603	2,626	11,689	10,682	2,063
折旧和摊销	18	19	21	21	23
营运资金变动	5,071	(6,155)	16,295	(1,700)	(2,500)
税务开支	(1,928)	(2,990)	(1,313)	2,400	150
其他	1,025	2,271	(9,905)	(8,025)	1,670
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>12,790</b>	<b>(4,230)</b>	<b>16,786</b>	<b>3,378</b>	<b>1,406</b>
购置固定资产	(1,581)	(2,109)	(16,573)	(1,371)	(1,053)
联营公司	(962)	-	(4,300)	(1,700)	(1,000)
其他	(4,135)	3,087	(294)	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(6,677)</b>	<b>978</b>	<b>(21,167)</b>	<b>(3,071)</b>	<b>(2,053)</b>
股份发行	-	(13)	(296)	-	-
净银行借贷	2,313	1,975	5,726	(50)	500
股息	(1,660)	(1,452)	(1,297)	(1,453)	(1,453)
其他	33	(26)	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>687</b>	<b>484</b>	<b>4,132</b>	<b>(1,503)</b>	<b>(953)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>6,799</b>	<b>(2,767)</b>	<b>(249)</b>	<b>(1,196)</b>	<b>(1,599)</b>
年初现金及现金等价物	7,123	14,034	11,202	11,004	9,858
汇兑	112	(65)	50	50	50
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>14,034</b>	<b>11,202</b>	<b>11,004</b>	<b>9,858</b>	<b>8,309</b>
受限制现金	3,690	3,287	3,325	3,325	3,325
<b>资产负债表的现金</b>	<b>17,725</b>	<b>14,489</b>	<b>14,329</b>	<b>13,183</b>	<b>11,634</b>

资料来源: 公司资料、招银国际预测

**主要比率**

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>销售组合(%)</b>					
物业发展	99.4	98.4	99.2	97.7	-
物业投资	0.6	1.6	0.8	2.3	100.0
其他	-	-	-	-	-
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	50.8	48.0	54.3	62.2	90.0
税前利率	47.8	120.7	53.7	56.9	67.3
净利润率	20.0	68.5	22.4	23.2	50.5
核心净利润率	19.3	25.0	20.6	23.2	50.5
有效税率	56.6	34.6	58.3	59.3	25.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	2.0	1.9	1.4	1.4	1.3
速动比率 (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
平均应收账款周转天数	18.0	180.3	32.9	35.3	235.1
平均应付帐款周转天数	346.6	1,510.7	510.3	632.1	16,677.2
平均存货周转天数	819.3	2,602.4	601.7	586.8	19,836.3
总负债/ 权益比率 (%)	55.2	62.7	75.1	65.8	66.0
净负债/ 权益比率 (%)	净现金	净现金	13.6	15.7	22.2
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	18.9	17.9	19.3	14.3	4.2
资产回报率	7.6	6.5	7.6	6.1	1.7
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.701	0.751	0.960	0.809	0.242
每股股息(人民币)	0.260	0.250	0.280	0.280	0.270
每股账面值(人民币)	3.71	4.19	4.97	5.66	5.78

资料来源: 公司资料、招银国际预测

## 舜宇光學(2382 HK) 成功捕捉智能手机的热潮

公司主要客户第三季出货量增长强劲。根据 Gartner 的数据，12 年第三季全球智能手机出货达 1.69 亿支，环比增长 10.1%，同比增长 46.9%。中国手机制造商的出货量成长尤为强劲，华为和联想在第三季度分别录得 780 万和 700 万支智能手机出货量，环比分别增长 43.8% 和 59.7%。除了中国智能手机制造商崛起，三星也保持了良好的发展趋势，并扩大其智能手机市场份额由上一季度的 29.7% 至第三季的 32.5%。舜宇光学的头 5 大客户为华为，联想，酷派，OPPO 和三星。我们相信大客户的强劲销售增长将是舜宇光学手机相机模块出货增长的一个关键催化剂。

十一月出货量保持稳定。受五百万像素镜头需求强劲的带动，舜宇光学 11 月手机镜片出货量达 690 万组，环比增长 29.6%。其中五百万像素以上镜头的出货量同比增长 96.1%。另一方面，手机相机模组出货量同比增长 27.5%，但因产品组合的改变而环比下降 6.7%。产品组合向高像素模组升级，11 月五百万及以上像素占模组出货的 30% 以上。其中八百万像素和 1,400 万像素模组分别占模组出货的 9% 和 2%。

提升相机模组产品组合。主流智能手机的摄像头普遍已升级到五百万和八百万像素。舜宇光学管理层表示公司已经占到中国制智能手机五百万像素以上模组市场的 50% 份额。舜宇光学并已成功渗透到了八百万像素手机镜头模组市场。我们预计八百万像素模组将成为舜宇光学在 13 年的其中一个主流产品。我们预计公司的技术优势将为其在高像素相机模组市场争取到更多的份额。

因产品组合改善快于预期，我们上调了 2013 和 14 财年的收入预测达 7.7% 及 1.0% 分别至人民币 51.4 亿和人民币 58.7 亿。我们也分别上调了 2013 和 14 财年的盈利预期达 18.1% 和 10.1% 至人民币 4.8 亿和人民币 5.3 亿。因盈利增长前景向好，我们用 13 财年 10.0 倍市盈率为公司估值（之前为 9.0 倍）。我们将目标价由港币 4.67 上调至港币 6.13，有 20.7% 的上升潜力。维持买入评级。

### 财务资料

(截至 12 月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万元人民币)	1,818	2,499	4,100	5,140	5,871
净利润 (百万元人民币)	144	215	376	476	530
每股收益 (人民币)	0.15	0.22	0.39	0.49	0.55
每股收益变动 (%)	59.9	51.7	74.9	26.4	11.3
市盈率(x)	30.4	19.2	10.6	8.3	7.4
市帐率(x)	2.9	2.5	2.0	1.7	1.4
股息率 (%)	1.0	1.7	3.3	4.2	4.7
权益收益率 (%)	9.4	12.8	18.8	20.2	19.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司资料, 招银国际预测

## 买入(维持)

目标价	HK\$6.13
向上/向下	+20.7%
当前价格	HK\$5.08

张萌  
(852) 3900 0856  
michaelcheung@cmbi.com.hk

### 电信设备

市值(百万港元)	5,080
3 个月平均值(百万港元)	22.0
52 周高/低(港元)	5.54/1.73
发行股数(百万港元)	1,000

资料来源: 彭博

### 股权结构

舜旭有限公司	42.2%
流动股本	38.2%

资料来源: 联交所

### 股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	2.6%	-1.7%
3 个月	18.1%	8.6%
6 个月	93.9%	66.3%

资料来源: 彭博

### 1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 德勤

网址: [www.sunnyoptical.com](http://www.sunnyoptical.com)

## 财务预测

### 利润表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>收入</b>	<b>1,818</b>	<b>2,499</b>	<b>4,100</b>	<b>5,140</b>	<b>5,871</b>
光学零件	903	1,128	1,339	1,286	1,324
光电产品	720	1,193	2,587	3,673	4,371
光学仪器	195	178	175	182	176
<b>销售成本</b>	<b>(1,426)</b>	<b>(1,976)</b>	<b>(3,325)</b>	<b>(4,171)</b>	<b>(4,771)</b>
<b>毛利</b>	<b>392</b>	<b>523</b>	<b>776</b>	<b>969</b>	<b>1,100</b>
研发费用	(100)	(131)	(156)	(195)	(223)
销售费用	(44)	(59)	(67)	(82)	(94)
管理费用	(107)	(123)	(157)	(180)	(205)
其他营运收入/费用	14	19	30	37	42
<b>息税前收益</b>	<b>156</b>	<b>229</b>	<b>425</b>	<b>549</b>	<b>620</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>243</b>	<b>317</b>	<b>536</b>	<b>687</b>	<b>777</b>
利息收入	27	44	31	28	22
融资成本	(4)	(3)	(3)	(4)	(4)
其他非营运收入/费用	(13)	(31)	(10)	(13)	(15)
<b>税前利润</b>	<b>165</b>	<b>240</b>	<b>443</b>	<b>560</b>	<b>623</b>
所得税	(27)	(38)	(71)	(90)	(100)
非控制股东权益	6	14	5	6	6
<b>净利润</b>	<b>144</b>	<b>215</b>	<b>376</b>	<b>476</b>	<b>530</b>

来源：公司资料，招银国际预测

### 资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>非流动资产</b>	<b>530</b>	<b>553</b>	<b>861</b>	<b>946</b>	<b>1,005</b>
物业、厂房及设备	465	489	756	815	855
其他	65	64	105	131	150
<b>流动资产</b>	<b>1,527</b>	<b>1,822</b>	<b>2,224</b>	<b>2,722</b>	<b>3,214</b>
现金及现金等价物	264	302	261	354	518
存货	221	472	547	663	732
应收贸易款项	454	627	1,101	1,310	1,512
其他	588	421	316	396	452
<b>流动负债</b>	<b>496</b>	<b>671</b>	<b>1,079</b>	<b>1,290</b>	<b>1,472</b>
应付贸易账款	398	599	902	1,108	1,268
其他	11	9	18	22	25
借债	88	62	160	160	180
<b>非流动负债</b>	<b>34</b>	<b>24</b>	<b>7</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
借债	25	17	0	20	20
其他	8	7	7	7	7
少数股东权益	32	20	32	41	46
<b>净资产总值</b>	<b>1,496</b>	<b>1,661</b>	<b>1,967</b>	<b>2,311</b>	<b>2,674</b>
<b>股东权益</b>	<b>1,496</b>	<b>1,661</b>	<b>1,967</b>	<b>2,311</b>	<b>2,674</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**现金流量表**

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>净利润</b>	<b>144</b>	<b>215</b>	<b>376</b>	<b>476</b>	<b>530</b>
折旧和摊销	87	88	111	138	157
营运资金变动	(40)	(228)	(131)	(194)	(166)
其他	(6)	(3)	(41)	(27)	(19)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>185</b>	<b>72</b>	<b>315</b>	<b>394</b>	<b>502</b>
购置固定资产	(67)	(170)	(378)	(197)	(197)
其他	(654)	257	50	0	0
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(721)</b>	<b>88</b>	<b>(328)</b>	<b>(197)</b>	<b>(197)</b>
股本的变化	(50)	(20)	0	0	0
银行贷款变动	57	(31)	80	20	20
其他	(23)	(46)	(58)	(123)	(161)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(16)</b>	<b>(97)</b>	<b>22</b>	<b>(103)</b>	<b>(141)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(552)</b>	<b>63</b>	<b>9</b>	<b>93</b>	<b>164</b>
年初现金及现金等价物	740	188	252	261	354
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>188</b>	<b>252</b>	<b>261</b>	<b>354</b>	<b>518</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**主要比率**

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>销售组合 (%)</b>					
光学零件	49.7	45.1	32.7	25.0	22.6
光电产品	39.6	47.7	63.1	71.5	74.4
光学仪器	10.7	7.1	4.3	3.5	3.0
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	21.6	20.9	18.9	18.9	18.7
息税及折旧摊销前收益率	13.4	12.7	13.1	13.4	13.2
营业利润率	8.6	9.2	10.4	10.7	10.6
净利润率	7.9	8.6	9.2	9.3	9.0
有效税率	16.2	15.8	16.0	16.0	16.0

**增长 (%)**

收入增长	39	37	64	25	14
毛利增长	43	33	48	25	14
息税前收益增长	77	47	86	29	13
净利润增长	56	50	75	26	11

**资产负债比率**

流动比率 (x)	3.1	2.7	2.1	2.1	2.2
速动比率 (x)	2.6	2.0	1.6	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	91	92	98	93	94
平均应付账款周转天数	56	87	60	58	56
平均存货周转天数	102	111	99	97	97
现金周期	46	68	59	54	53
净负债/权益比率 (%)	(10)	(13)	(5)	(7)	(12)

**回报率 (%)**

资本回报率	9.4	12.8	18.8	20.2	19.5
资产回报率	7.0	9.1	12.2	13.0	12.6

**每股数据 (人民币)**

每股利润	0.15	0.22	0.39	0.49	0.55
每股账面值	1.56	1.74	2.07	2.44	2.82
每股股息	0.04	0.07	0.14	0.17	0.19

来源：公司资料，招银国际则预测

## 重庆农商行(3618 HK)

### 高息差和稳健资产质量成为业绩增长安全垫

前三季度业绩增长 26.2%。第三季度净利增长 28.3%，单季增速略有提升。上半年在贴现业务带动下，贷款总额同比增长 13.4%，增速领跑同业。三季度贷款环比增长 2.9%，前三季度贷款总额同比增长 16.6%，规模增速继续领跑。生息资产收益率继续走高，贴现收益率仍高于一般贷款业务。同时公司的存款优势继续保持。上半年息差达到 3.5%，领先其他上市银行，三季度息差虽然受两次降息影响开始收窄，但幅度不大，前三季度息差仍同比扩张 16 基点左右。贷存比仍处在低位。我们认为明年受降息后贷款复位滞后因素影响，息差将继续收窄，但受益于县域存款优势和较强议价能力，预计公司仍将保持相对领先的息差优势。

手续费收入陷入下滑但对业绩影响不大。上半年手续费收入同比持平，其中代理业务和银行卡手续费维持较快增长，但受监管影响，与贷款相关的顾问咨询费大幅萎缩。第三季度手续费收入大幅下滑，前三季度累计下跌 22.6%至 2.5 亿元(人民币·下同)，占营业收入的比重降至 2.5%。我们意识到公司作为区域性银行，在部分收费业务上难以与全国性商业银行竞争，且受监管影响较大，因此下调了未来三年中间业务收入增长的预期。未来的看点在于财富管理业务的增长。尽管如此，中间业务并非公司的优势。另外，值得注意的是，前三季度理财和银行卡业务收入同比大幅增长 370%和 55%，显示公司在拓展收费渠道方面仍有进展。

资产质量继续改善，无融资压力。年中不良贷款总额下降 6.3%，不良率由年初的 1.44%降至 1.19%。到三季度末不良额继续小幅下降 2.2%，不良率进一步降至 1.13%，已是今年上市公司中极少数仍能实现“双降”的银行。值得注意的是，上半年关注类贷款总额同时下降了 20.4%，且管理层表示今年上半年并未进行不良的核销，这表明公司的资产质量仍在持续改善。拨备覆盖率年中上升 37 个百分点至 302%，到三季度末进一步上升至 315%，已超过上市银行均值。我们认为，到今年底不良率仍有小幅下降空间，目前拨备充分，资产质量大幅恶化风险相对较小。截止三季度末公司核心资本充足率和资本充足率分别为 12.7%和 13.7%，远高于监管标准，无融资压力。

公司在重庆地区具有优良的口碑，市场占有率领先，吸储能力优秀。作为区域性中小银行，公司基本面扎实，存款优势和较强议价能力保障了较高的息差水平。资产质量稳健且仍有改善余地，非息收入的拓展在未来仍有较大潜力。在最近内银股的估值抬升过程中公司涨幅相对较小。我们认为明年公司优异的基本面降为业绩增长提供坚实的安全垫，且重庆政坛变动带来的负面影响也有望逐步消除。我们维持“买入”评级和 4.75 港元的目标价，对应 2013 年 6.4 倍 PE 和 1 倍 PB，仍有 13.4%的上行空间。

#### 财务资料

(截至 12 月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(百万元人民币)	7,745	11,183	12,922	14,501	16,295
净利润(百万元人民币)	3,064	4,247	5,126	5,655	6,335
每股收益(人民币)	0.45	0.46	0.55	0.61	0.68
每股收益变动(%)	62.3	1.5	20.7	10.3	12.0
市盈率(x)	7.5	7.3	6.1	5.5	4.9
市帐率(x)	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	0.0	4.1	4.8	5.3	6.0
权益收益率(%)	13.7	15.2	17.2	19.1	19.1
净财务杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司资料, 招银国际预测

## 买入(維持)

目标价 HK\$4.75  
 向上/向下 +13.4%  
 当前价格 HK\$4.19

招银国际研究部  
 (852) 3900 0856  
 research@cmbi.com.hk

#### 银行业

市值(百万港元)	38,967
3 个月平均值(百万港元)	61.3
52 周高/低(港元)	4.84/2.77
发行股数(百万港元)	9,300

资料来源: 彭博

#### 股权结构

重庆渝富	7.1%
黑石	6.2%
邓普顿基金	6.0%
流动股本	74.7%

资料来源: 联交所

#### 股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	18.4%	14.4%
3 个月	34.3%	23.7%
6 个月	35.6%	14.1%

资料来源: 彭博

#### 1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 德勤

网址: www.cqrcb.com

## 财务预测

### 损益表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
利息收入	11,473	17,539	21,135	23,352	26,219
利息支出	(3,972)	(7,034)	(8,943)	(9,728)	(11,020)
净利息收入	7,502	10,505	12,191	13,625	15,199
手续费和佣金净收入	286	635	731	877	1,096
其他收入	(43)	(22)	-	-	-
总营业收入	7,745	11,118	12,922	14,501	16,295
运营费用	(3,910)	(4,774)	(5,424)	(6,122)	(6,882)
<b>拨备前利润</b>	<b>3,835</b>	<b>6,344</b>	<b>7,497</b>	<b>8,380</b>	<b>9,413</b>
资产减值准备计提	45	(848)	(763)	(840)	(965)
其他收益	106	1	-	-	-
税前利润	3,986	5,497	6,734	7,540	8,447
<b>所得税</b>	<b>(925)</b>	<b>(1,249)</b>	<b>(1,609)</b>	<b>(1,885)</b>	<b>(2,112)</b>
少数股东权益	3	(2)	-	-	-
净利润	3,064	4,247	5,126	5,655	6,335

来源：公司、招银国际研究部

### 资产负债表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>总资产</b>	<b>285,546</b>	<b>344,820</b>	<b>391,593</b>	<b>453,551</b>	<b>516,659</b>
现金及存放央行款项	37,322	50,663	48,259	55,775	64,204
其他金融机构存拆放款	56,378	65,203	71,723	78,895	86,785
客户贷款净额	117,114	138,822	163,741	191,508	226,381
证券投资	67,901	82,342	100,457	120,549	132,247
固定资产	2,341	2,711	2,440	2,196	2,262
其他资产	4,489	5,080	4,974	4,628	4,780
<b>总负债</b>	<b>263,115</b>	<b>316,809</b>	<b>360,649</b>	<b>418,720</b>	<b>474,995</b>
其他金融负债	47,475	60,047	66,051	77,656	84,922
客户存款	205,563	246,141	283,877	328,088	377,671
应计费用	2,166	2,398	2,799	5,157	3,555
应缴税金	443	905	804	943	1,056
发行金融债	2,300	2,300	2,300	2,300	2,300
其他负债	5,168	5,018	4,817	4,576	5,491
少数股东权益	85	155	155	155	155
<b>所有者权益</b>	<b>22,345</b>	<b>27,856</b>	<b>30,789</b>	<b>34,676</b>	<b>41,509</b>

来源：公司、招银国际研究部

## 主要财务比率

年结：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股收益 (Rmb)	0.448	0.457	0.551	0.608	0.681
每股股息 (HK\$)	n.a.	0.172	0.203	0.224	0.251
总资产收益率	1.07%	1.23%	1.31%	1.25%	1.23%
平均资产收益率	1.26%	1.35%	1.39%	1.34%	2.45%
权益收益率	13.65%	16.92%	17.48%	17.28%	16.63%
息差	3.07%	3.36%	3.28%	3.19%	3.07%
手续费收入占比	3.69%	5.71%	5.65%	6.05%	6.73%
成本收入比	44.4%	36.6%	35.7%	35.9%	35.9%
调整成本收入比	50.5%	42.9%	42.0%	42.2%	42.2%
核心资本充足率	14.78%	13.71%	11.57%	10.69%	9.59%
总资本充足率	16.31%	14.90%	12.85%	11.91%	10.98%
权益资产比率	7.83%	8.08%	7.86%	7.65%	8.03%
杠杆率	12.8	12.4	12.7	13.1	12.4
不良资产率	2.38%	1.44%	1.02%	1.05%	1.00%
拨备覆盖率	172.81%	265.25%	379.08%	362.87%	332.06%
拨贷比	4.12%	3.83%	3.87%	3.81%	3.32%
贷存比	59.4%	58.6%	60.0%	61.0%	62.0%
<b>成长性比率</b>					
贷款增速	20.0%	18.2%	18.0%	17.5%	17.0%
存款增速	33.7%	19.7%	15.3%	15.6%	15.1%
手续费及佣金收入增速	108.6%	122.3%	15.0%	20.0%	25.0%
运营费用增速	22.5%	22.1%	13.6%	12.9%	12.4%
拨备前利润增速	54.2%	65.4%	18.2%	11.8%	12.3%
净利润增速	62.3%	38.6%	20.7%	10.3%	12.0%

来源：公司、招银国际研究部

## 免责声明及披露

### 分析员声明

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

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

### 招银证券投资评级

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

### 招银国际证券有限公司

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

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

### 重要披露

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

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

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

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