



农银国际中国 / 香港证券研究  
2017 年经济展望及投资策略

新周期, 新策略



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

# 概览

## 全球经济

- 主要工业国家因生产成本上涨推升通货膨胀
- 主要中央银行的货币宽松政策逐步减退机会增加
- 财政宽松政策发挥更重要的作用，以刺激需求
- 美元走强以及美元融资成本上涨，导致流动性从发展中市场流出，区域金融危机机率增加

## 中国经济

- 通缩压力持续在下降；成本推动型通货膨胀风险将增加
- 人民银行可能在 1H17 或容忍较高的通胀率，以便降低实际利率，用以刺激投资和消费
- 中美之间的利率差距缩小将增加人民币贬值压力
- 投资带动的经济增长模式仍需要，但用新模式来执行。可预期更多政府和社会资本合作项目(PPP)的投资模式
- 家庭可支配收入增长减速或拖累消费增长

## 投资策略

- 企业如市政设施服务，环保，绿色能源生产，保险、医疗保健、教育、旅游、娱乐、互联网和物流服务将继续蓬勃发展
- 鉴于货币政策可能发生变化，投资银行将因直接融资和财务咨询服务的需求日益增长而蓬勃发展
- 中国各省经济增长不均将有利于高增长省份的利基市场公司
- 中国新的投资型增长模式将使大型承包商受益
- 流动性继续从中国流入香港资本市场
- 我们预期恒生指数和国企指数在 2017 年末达到 24,014 和 10,692 点

行业	评级	选股
中国银行业	正面	建设银行 (939 HK)、中国工商银行 (1398 HK)
中国保险业	中性	中国太平洋保险 (2601 HK)、中国平安(2318 HK)
中国证券业	正面	招商证券(6099 HK)、广发证券(1776 HK)
中国地产业	正面	龙光地产(3380 HK)、时代地产(1233 HK)
中国食品及饮料业	中性	万洲国际(288 HK)
中国电子商贸业	正面	腾讯控股(700 HK)
中国替代能源业	正面	中广核电力(1816 HK)、华能新能源(958 HK)
中国环境保护业	正面	北控水务集团(371 HK)、中国光大国际(257 HK)
中国医疗服务	正面	凤凰医疗(1515 HK)
中国药业	正面	石药集团(1093 HK)、国药控股(1099 HK)

来源：农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

# 目录

## 经济展望

2017 年全球经济展望

2017 年中国经济展望

2017 年投资策略

香港股市

中港互联互通

2017 中国 A 股股票市场

2017 香港 IPO 市场展望

## 2017 年行业展望

4 中国银行业

7 行业基本面将在 2017 年趋于稳定

12 中国保险业

15 2017: 充满挑战的一年

23 中国证券业

24 投资银行为亮点

27 中国地产业

大幅下跌机会不大

中国消费业

2017 年消费市场增速将继续波动

中国食品及饮料业

对猪肉食品业前景乐观

中国运动服装业

市场领导者仍占上风

中国电子商贸业

强者越强

中国替代能源业

强大基本面加上政策支持

中国环境保护业

中国垃圾处理需求巨大

中国医疗服务

持续增长的医疗开支成为新常态

中国药业

行业位于上行周期

## 陈宋恩

29 研究部联席主管

philipchan@abci.com.hk

34

## 欧宇恒

38 分析员

中国银行业

42 johannesau@abci.com.hk

46 周秀成

分析员

51 证券业/电子商贸业

stevechow@abci.com.hk

55

## 董耀基

58 分析员

房地产业

61 kennethtung@abci.com.hk

65 吴景荃

分析员

68 环保/替代能源

kelvinng @abci.com.hk

72

## 潘泓兴

分析员

消费/食品/运动服业

paulpan@abci.com.hk



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



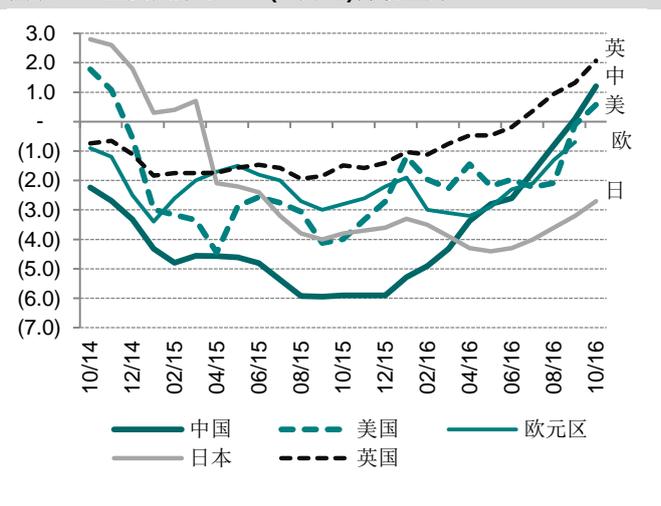
# 2017 全球经济展望

## 特朗普新美国总统任期带出新投资策略：环球 QE 周期结束，财政刺激周期开始

- 主要工业国家因生产成本上涨推升通货膨胀
- 主要中央银行的货币宽松政策逐步减退机会增加
- 财政宽松政策发挥更重要作用，以刺激需求
- 美元走强以及美元融资成本上涨，导致流动性从发展中国家流出，区域金融危机机率增加

**通货膨胀前景：**成本推动型通货膨胀压力将在 2017 年升级。主要工业国家(中国、欧元区、日本、美国和英国)的生产者价格指数 (PPI) 在 2016 年趋于上升，而全球通缩压力已明显减少。年初至今，跟踪全球商品价格指数的标准普尔 GSCI 指数已上涨近 15%。

图表 1: 主要国家的 PPI(%同比)持续上升



来源：彭博、农银国际证券

图表 2: 标准普尔 GSCI 指数



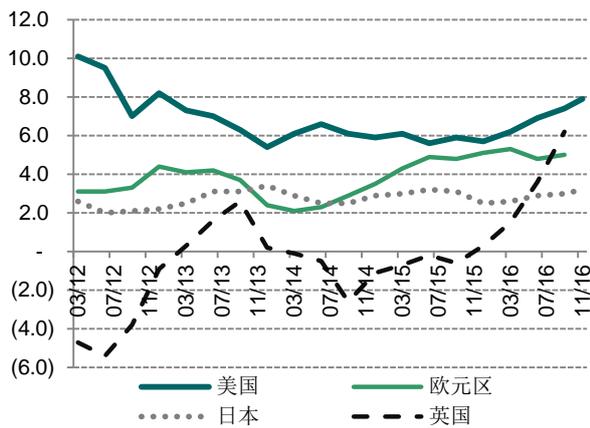
来源：彭博、农银国际证券



货币政策：因为通货紧缩压力减轻，成本推动型通货膨胀风险将在 2017 年升温，主要工业国家的央行将采取不太宽松的货币政策。我们认为，主要发达经济体的央行可能逐步缩减货币宽松政策，以抑制通货膨胀上升压力。

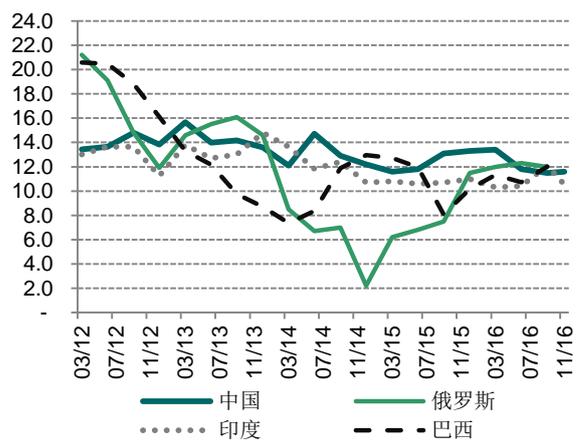
财政政策：主要发达经济体的政府将依赖财政刺激来刺激需求，稳定当地经济增长。然而，发达经济体相对较高的政府债务水平意味着积极的财政刺激措施的空间有限。吸引外国直接投资和刺激私营部门的投资为经济刺激计划提供资金将对发达经济体至关重要。为了鼓励资本开支增加和吸引外国直接投资，市场预计从 2017 年特朗普在美国担任总统职务开始将采取措施降低外资或国内企业的税负。

图表 3：发达经济体广义货币供应(%同比)



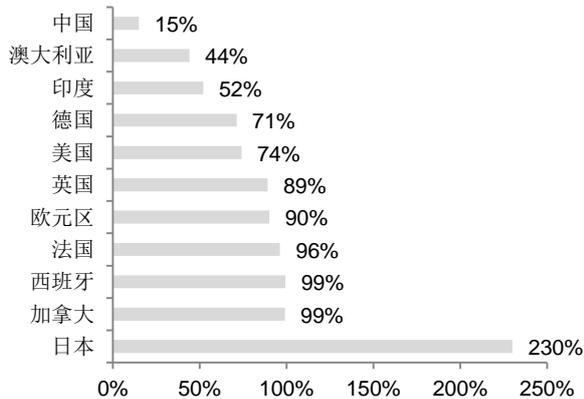
来源：彭博、农银国际证券

图表 4：金砖四国广义货币供应(%同比)



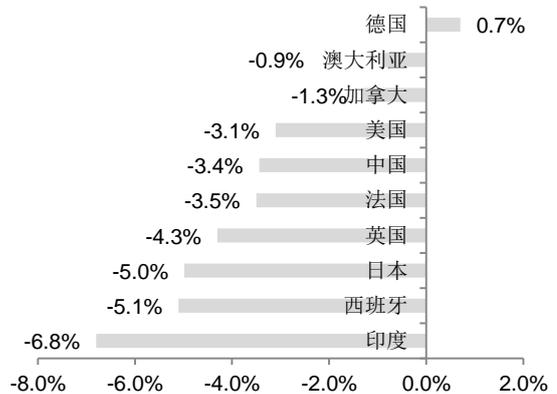
来源：彭博、农银国际证券

图表 5：政府债务(占 GDP%)(2015 年)



来源：彭博、农银国际证券

图表 6：财政预算(占 GDP%)(2015 年)



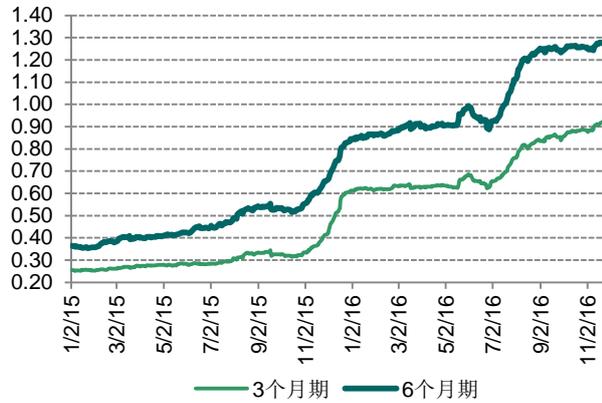
来源：彭博、农银国际证券

利率周期：美国利率下行周期在 2015 年末结束，利率将在 2016-18 年上升。鉴于美元在全球经济中的中心地位，发达经济体的利率周期将跟随美国。无风险利率(以 10 年国库债券收益率衡量)上升将提高持有外国资产的美元计价投资者的机会成本。



流动性流动方向：2017 年，强美元和美元融资成本上涨将直接导致流动性远离发展中国家，从而推升当地的资产价格风险。发展中国家的竞争性贬值可能中和经济刺激的影响。相关统计数据表明，新兴市场货币贬值将抑制股市表现；因此，发展中国家股票市场的下行风险将在 2017 年增加。

图表 7: 美元 LIBOR 自 2015 年以来一直呈上升趋势



来源：彭博、农银国际证券

图表 8: 10 年期国债收益率(无风险利率)自 2016 年中期以来一直在上升



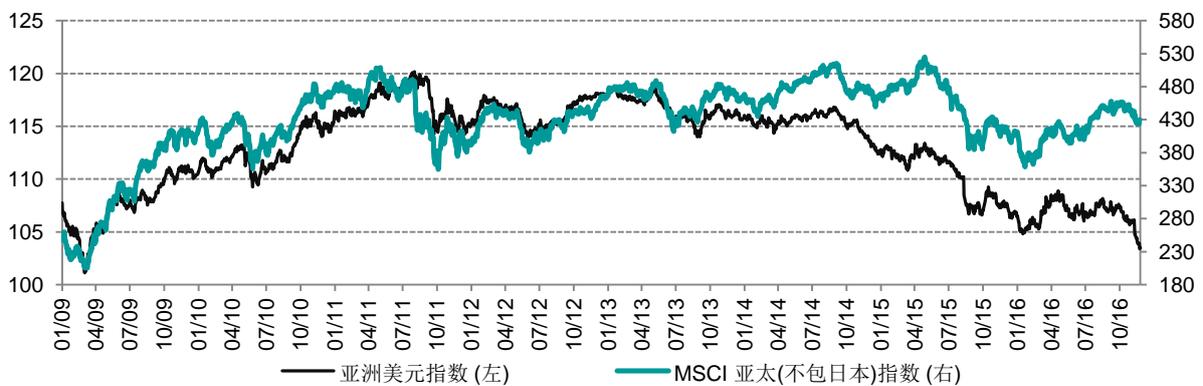
来源：彭博、农银国际证券

图表 9: MSCI 新兴市场货币指数与 MSCI 新兴市场指数(美国总统奥巴马总统: 1 / 2009-1 / 2017)



来源：彭博、农银国际证券

图表 10: 亚洲美元指数(ADXY)与 MSCI 亚太地区(不包日本)指数(美国总统奥巴马总统: 1 / 2009-1 / 2017)



来源：彭博、农银国际证券



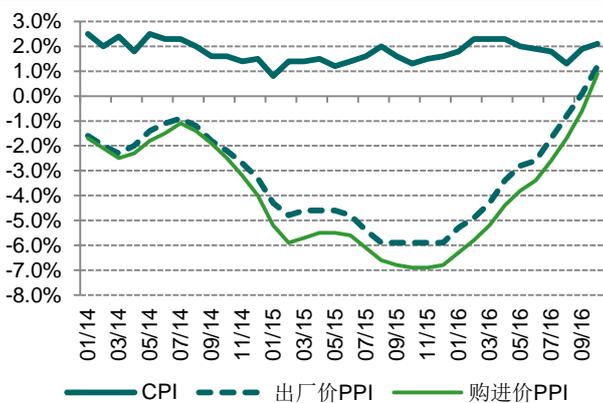
# 2017 中国经济展望

## 实际利率趋降和 PPP 投资模式一起有利于投资带动增长

- 通缩压力持续在下降；成本推动型通货膨胀风险将增加
- 人民银行可能在 1H17 接受较高的通胀率，以便降低实际利率，用以刺激投资和消费
- 中美之间的利率差距缩小将增加人民币贬值压力
- 投资带动的经济增长以新模式执行，可以预期更多的政府和社会资本合作项目(PPP) 投资模式
- 家庭可支配收入增长减速或拖累消费增长

**通货膨胀前景：**成本推动通货膨胀压力将在 2017 年升温。CPI 和出厂价 PPI 之间的差距已经缩小，这表明下游批发商/零售商的利润率下降将迫使他们在 2017 年提高价格。2016 年的供给侧改革起着重要作用，改革限制基础材料和能源的过度供应，阻止中国跌入通缩和萎缩循环。随着供给侧改革的持续，2017 年的通货膨胀风险将高于通货紧缩风险。

图表 1：成本推动的通货膨胀压力正在升温



来源：国家统计局、农银国际证券

图表 2：CPI 减去出厂价 PPI 差距正在缩小

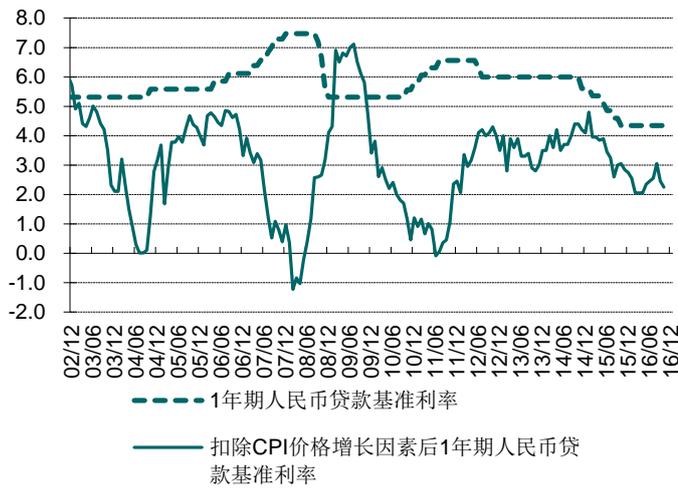


来源：国家统计局、农银国际证券



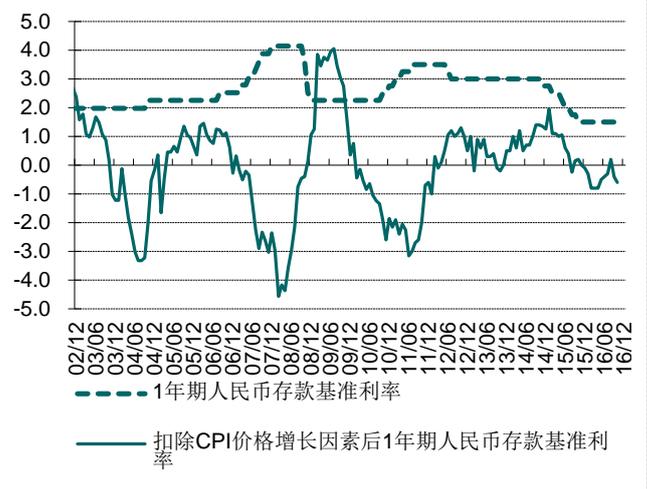
货币政策：随着通货膨胀压力的上升，进一步货币宽松的空间将会减少。自2015年12月以来，CPI已经高于1年期存款利率。2017年较高的通胀率将有助于降低实际存款利率和贷款利率，从而刺激投资和消费。在1H17，预期中国人民银行不会削减名义利率，并且容忍上半年略高的通胀率(约3%的CPI)，以降低实际利率，从而提高投资和消费。如果通胀率在2H17或后期持续几个月以上显著高于3%，在这种势头之下人民银行将开始收紧货币政策。

图表 3: 实际贷款利率有进一步下跌空间



来源：彭博、农银国际证券

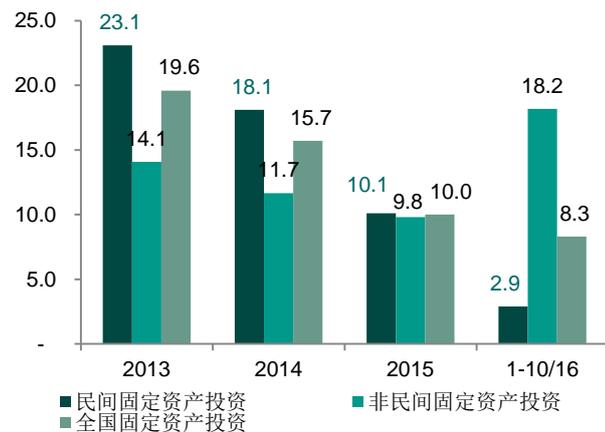
图表 4: 存款人受负实际存款利率影响



来源：彭博、农银国际证券

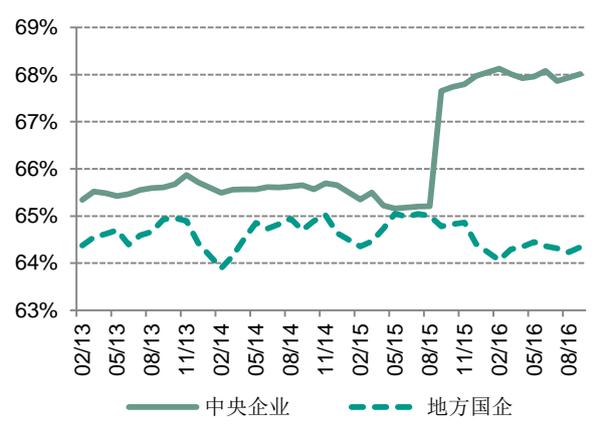
财政政策：我们预计政府将在未来几年积极促进政府和社会资本合作项目(PPP)的商业模式，以刺激对实体经济的投资。由于2016年私营固定资产投资增长急剧下降，中央政府所有的国企业已经利用增加杠杆来支持整体固定资产投资增长。然而，国企更高的杠杆率与政府的降杠杆和降低经济系统性风险的目标不一致。如果实际利率保持低水平或进一步下降，利润导向型的私营部门将积极寻求投资机会。我们预计政府将发布更多的PPP项目，以增加私营部门参与发展经济的机会。PPP项目的经济效益通过利润导向型的私营部门投资来证明。

图表 5: 固定资产投资(%同比): 2017年私营部门积极寻求投资机会



来源：国家统计局、农银国际证券

图表 6: 非金融国有企业的资产负债比率(%)

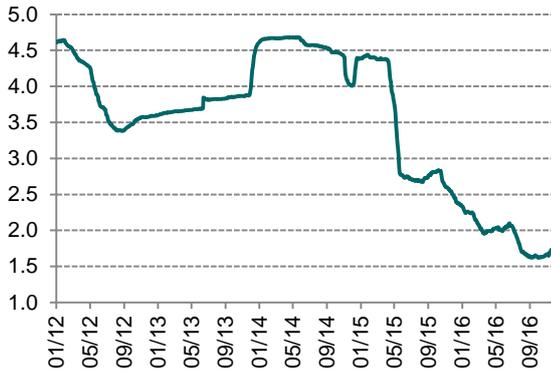


来源：财政部、农银国际证券



**利率周期：**市场普遍预期人行将根据需要降低利率以支持经济增长。然而，到 2017 年，我们认为降息的机会将进一步减少，因为：1)成本推动的通货膨胀压力将相当大；2)中美之间的利率差距大幅缩窄。当美联储提高利率时，差距将进一步缩小。2016 年，利率或国债收益率差距缩小加重了人民币贬值压力。如上所述，人民银行将容许在 1H17 的通货膨胀率略高，以降低实际利率。如果 CPI 保持在 3%以上在 6 个月以上，名义利率则在 2017 年后期将进入上升周期。

**图表 7: 利率差距在缩小(人民币 6 个月 SHIBOR - 美元 6 个月的 LIBOR)**



来源：彭博、农银国际证券

**图表 8: 10 年期国债收益差距在缩小(中国国债收益率 - 美国国债收益率)**



来源：彭博、农银国际证券

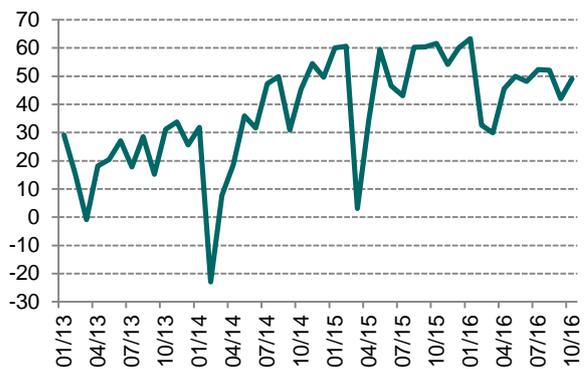
**出口部门：2015 - 16 年度出口增长减弱并没有减少贸易顺差。** 相比之下，由于材料和能源的进口价格下降，中国的贸易顺差在此期间扩大。随着主要商品价格的上涨，我们认为贸易盈余将随着进口价值的上升而收窄，这将有助缓和中国与贸易伙伴之间贸易争端的紧张局势。

**图表 9: 3 个月移动平均增长(%同比)**



来源：彭博、农银国际证券

**图表 10: 贸易顺差(10 亿美元)**



来源：彭博、农银国际证券

**私人消费面临压力：** 2H16 房地产部门的紧缩措施将有机会导致 2017 年出现负财富效应。10M16 零售销售同比增长 10.3%。然而，我们认为两位数零售销售增长在中长期难以维持。9M16 全国家庭可支配收入仅同比增长 8.4%(实质增长 6.3%)，实际可支配收入增长低于同期 6.7%实际 GDP 同比增长。政府需要避免家庭可支配收入增长减速拖累消费增长。



电子商务本身不易扭转消费增长的放缓趋势。网上零售销售同比增长率由2015年的31.6%放缓至10M16的24.9%。由于消费需求的增长受到家庭可支配收入增长的限制，而家庭收入增长则受经济增长的限制。电子商务在为消费者提供新的购物渠道的同时，电子商务不会大幅提高总体家庭购买力。对于大型零售商来说，电子商务带来了威胁，因为新的小型零售商侵蚀了他们的市场份额。大型零售商的市场份额按总零售额的销售额算，从2015年的47.4%下降到10M16的45.4%。此外，10M16大型零售商的零售销售同比增长仅7.8%，低于全国零售销售同比增长2.5个百分点。

图表 11: 中国的消费市场格局正在迅速转变

时期	1-10/2016 (10 亿人民币)	同比增	占比	2015 (10 亿人民币)	同比增	占比
社会消费品零售	26,960	10.3%	100.0%	30,093	11.1%	100.0%
1. 非网上零售额	23,786	8.6%	88.2%	26,851	9.0%	89.2%
2. 实物商品网上零售额	3,174	24.9%	11.8%	3,242	31.6%	10.8%

时期	1-10/2016 (10 亿人民币)	同比增	占比	2015 (10 亿人民币)	同比增	占比
社会消费品零售总额	26,960	10.3%		30,093	11.1%	
1. 商品零售	24,050	10.3%	100.0%	26,862	10.6%	100.0%
大型零售商	11,490	7.9%	47.8%	13,389	7.9%	49.8%
小型零售商	12,559	12.6%	52.2%	13,473	13.4%	50.2%
2. 餐饮收入	2,911	10.9%	100.0%	3,231	11.7%	100.0%
大型餐饮商	741	6.0%	25.5%	867	7.0%	26.8%
小型餐饮商	2,170	12.7%	74.5%	2,364	13.5%	73.2%

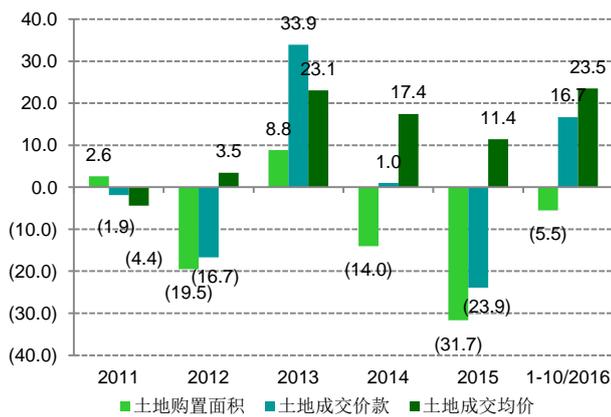
  

总体大型零售商	12,231	7.8%	45.4%	14,256	7.8%	47.4%
总体小型零售商	14,729	12.6%	54.6%	15,837	13.4%	52.6%

来源：国家统计局、农银国际证券

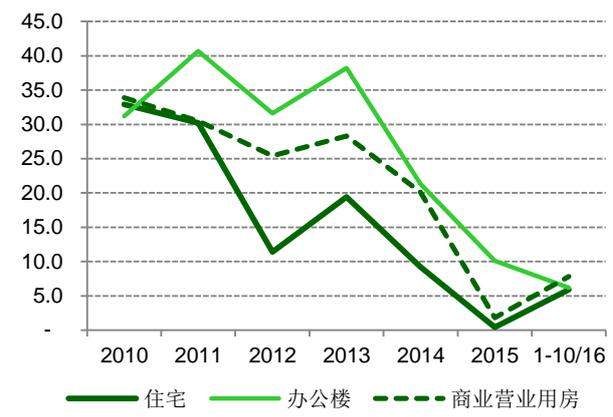
住房市场：2H16 重新推出住房限购措施用以压抑需求，预期这种需求侧管理措施在 2017 年不会取消。我们相信这些措施将导致地产商在 2016-17 年房地产开发投资更趋谨慎，新建设开工可能下降，随后在 2018-19 年间新房的供应将减少。2019 年，当新的供应大幅下降至低水平时，房价将再次激增。

图表 12: 2014-2016 土地供应减少



来源：国家统计局、农银国际证券

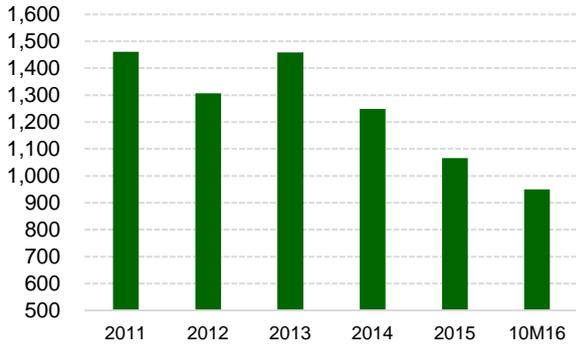
图表 13: 房地产开发投资增速回落(%, 同比)



来源：国家统计局、农银国际证券

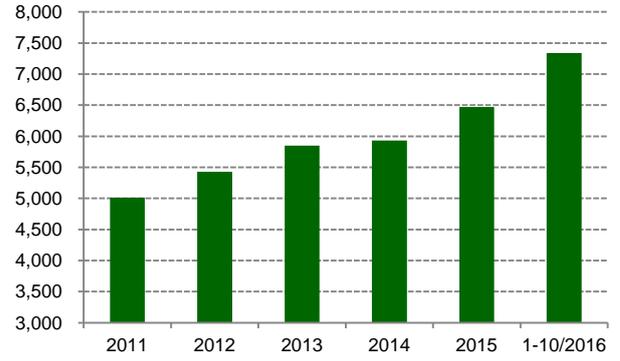


图表 14: 自 2014 年以来新房建设下降(百万平方米)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 15: 全国平均新房价格(人民币/平方米)



来源: 国家统计局、农银国际证券



## 2017 投资策略

- 企业如市政设施服务，环保，绿色能源生产，保险，医疗保健、教育、旅游、娱乐、互联网和物流服务将继续蓬勃发展
- 鉴于货币政策可能发生变化，投资银行将因直接融资和财务咨询服务的需求日益增长而蓬勃发展
- 中国各省经济增长不均将有利于高增长省份的利基市场公司
- 中国新的投资型增长模式将使大型承包商受益
- 流动性继续从中国流入香港资本市场
- 我们预期恒生指数和国企指数在 2017 年末达到 24,014 和 10,692 点

### 1. 中国的主要社会、经济和人口趋势将在 2017 - 2020 年持续

我们认为以下趋势在 2017-20 年将持续:

- a) 日益增长的城市化将提高住房和汽车拥有率
- b) 城市和农村地区家庭收入持续增加将支持对实物商品和服务的需求
- c) 提高生活水平欲望(更好的公用事业服务、更低的污染、更多的休闲活动、交通便利、更好的教育、社会卫生和食物质量)
- d) 老龄化和新生儿人群将以更快的速度扩张
- e) 中国的政治和经济影响力将在亚洲进一步增加
- f) 中国的军事力量进一步增强，保护国家和其海外资产利益

从事支持这些发展趋势的企业，如市政设施服务；环保，绿色能源生产；在保险，医疗保健，教育，旅游，娱乐，互联网，物流和国防等领域提供产品或服务，将继续蓬勃发展。



## 2. 主要工业国家(包括中国)的成本推动通货膨胀风险上升，货币政策将在 2017 - 18 年从宽松转为紧缩

高杠杆的公司在流动性紧缩之前将急于降杠杆或重组资产负债表。随着对直接融资和财务咨询服务的需求增加，投资银行将蓬勃发展。 商业银行净息差(NIM)下降的风险将减少。

## 3. 中国各省经济增长不均将支持在高增长区域或于利基市场发展的公司

集中于高增长地区(如“天津 - 北京 - 湖北”、“长江经济带”、“一带一路”交通枢纽)的区域公司(如城市商业银行，农村商业银行，中型建筑商，中型市政服务提供商)的利润增长速度将快于全国同行。

## 4. 中国的财政刺激计划：新形式的投资带动增长

为了避免政府赤字显著增加，将广泛推广政府和社会资本合作项目(PPP)的商业模式，以提高固定资产投资。 具有技术技能和资本的基础设施建设公司将是 PPP 的主要合作伙伴；具有资本的保险公司和商业银行将成为金融合作伙伴。 PPP 项目的经济可行性将由社会资本合作伙伴在开始之前评估，公私营资本将获得更有效地分配。

## 5. 流动性继续从中国流入香港资本市场，但目的正在逐渐变化

内地投资者需要重新考虑他们投资香港股票市场的目的。 前几年，他们正在寻找低估的中国相关港股。 但这个意图不能实现投资国际多元化的目的， 因中国相关港股的资产风险与中国保持联系。 我们相信在未来几年内地投资者将寻找具有国际业务的香港上市公司或海外市场指数 ETF，让他们可以真正地将他们的投资从中国多元化到全球市场。 2016 年截至目前为止 (至 11 月 22 日)，跟踪在香港上市的外国公司的恒生外国公司综合数上升约 22%； 同期，恒生指数升约 3%，H 股指数基本持平。

**图表 1:农银国际全球观点及对香港股市的影响摘要**

农银国际对 2017 年环球主要趋势的判断	对香港股市的影响
<ul style="list-style-type: none"> <li>民粹主义、反全球化和保护主义将加剧世界贸易、地缘政治和地缘军事紧张局势的风险</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于不利的外部因素导致的系统性风险增加</li> <li>香港股市的风险溢价上升将抑制股票估值</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>主要工业国家成本推动的通货膨胀压力不断上升,减少了进一步宽松或放宽货币政策的空间</li> <li>全球将开始竞逐金融 FDI (包括跨境融资或向外国投资者进一步开放本地市场等), 这有利于资本盈余国家出口资本, 提高资本回报</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>其他工业国家将跟随美国进入利率上升周期</li> <li>香港的利率周期将跟随美国</li> <li>在利率上升周期的早期阶段, 金融部门将受益</li> <li>强劲美元和疲弱人民币有利于中国的出口部门</li> <li>中国进入香港的资本将继续增加</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>在特朗普总统任期内, 美国更积极的财政刺激计划意味着更多的商业机会和更好的投资回报预期</li> <li>国债的供应将增加, 以支持财政刺激计划</li> <li>发展中国家的金融危机和社会动荡的风险将随着以美元计价资本的撤退、利率下降趋势的逆转和通货膨胀的上升而增加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美国的经济风险将会减少</li> <li>流动性从发展中国家转移到美国, 美国的 FDI 预计将随着财政刺激计划的推出而增加</li> <li>从美国流入香港资本市场的流动性将减少; 流动性流出香港的风险将增加</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国积极的财政刺激政策</li> <li>短期较高的通货膨胀带来的较低的实际利率将刺激投资和消费</li> <li>私营部门参与度的增加, 投资导向型增长模式恢复</li> <li>城市化进程加快、家庭收入增长、人口老龄化, 生活水平提高(低污染、更多的休闲活动、交通便利、教育质量、社会卫生和食品质量)的长期发展趋势保持不变</li> <li>中国各省经济增长不平衡, 带来不同的风险和回报</li> <li>以美元计价的资本从亚洲市场撤退, 为人民币计价的资本提供更大的市场渗透空间</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国营和私营部门将更多地依赖直接融资, 这将有利于中国的投资银行业</li> <li>PPP 模式有助于提高资源配置效率, 减少政府向个别项目财政负担, 私营企业投资机会增加</li> <li>“供给侧改革”有助于消除工业企业过度竞争和提供盈利能力恢复的空间予企业</li> <li>国有企业改革的积极影响将会显现</li> <li>支持中国长期发展趋势的行业, 如城市公用事业; 环保, 绿色能源生产; 医疗保健, 教育, 旅游和娱乐服务; 互联网和物流服务, 将继续蓬勃发展</li> <li>一些地区性金融或非金融企业的利润增长可能会比其较大的全国性同业增长得更快</li> <li>营商和投资的地理多元化将增加</li> </ul>

来源: 农银国际预测



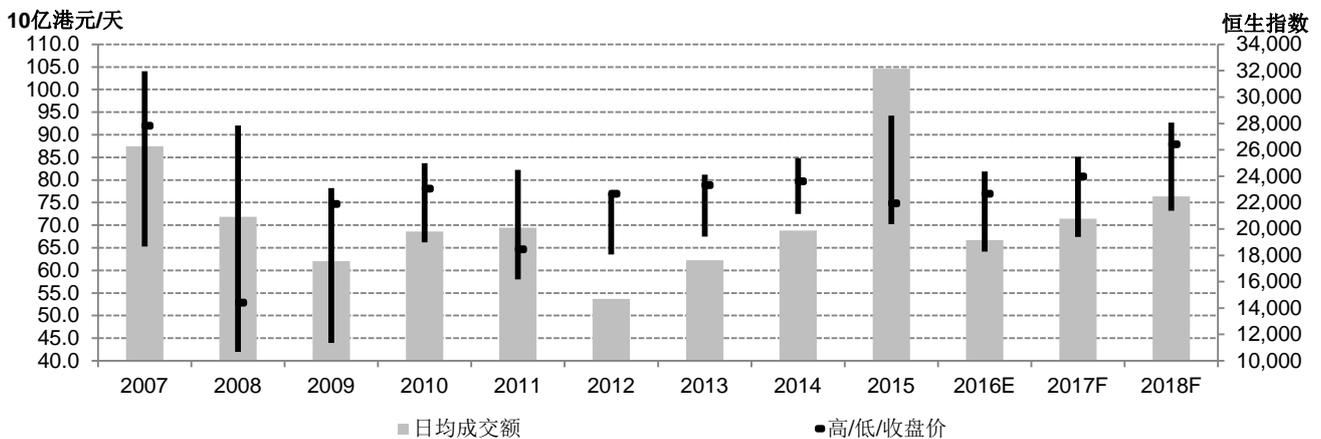
## 香港股市

### 恒生指数

恒生指数的每股盈利在 2015 和 2016 年连续两年下跌。在 2016 年，由于开发商、保险公司、赌场经营者、石油生产商、电力生产商、银行和综合企业的利润下降，我们估计 2016 年每股盈利同比下降 11.8%。反之，IT 公司将发布强劲的利润增长。

于 11M16，恒生指数的交易范围为 18,278.80 - 24,364.00，相当于 2016 年预测市盈率的 10.19 倍至 13.52 倍，2016 年预测市净率的 0.94 倍至 1.25 倍，以及 2016 年预测股息率为 4.33%至 3.25%。我们估计恒生指数成分股在 2016 年的日均成交额为 237 亿港元，较去年同期下跌 23.8%，占主板市场日均成交额的 35%。我们预测主板市场于 2016 年日均成交额将为 667 亿港元，同比下跌 36.2%。

图表 2: 恒生指数(高/低/收盘)及 日均股市成交额



来源: 香港交易所、彭博、农银国际预测

展望未来，于 2017 年，我们预计恒生指数将录得 9%的盈利增长。IT 和电信收入增长将超过其他类别的指数。权重中资银行股的收益增长将保持平稳。2017 年，保险公司、房地产开发商和能源生产商的收益增长将由于 2016 年的低基准而恢复。2H15 至 1H16 期间，物业价格反弹的积极效应将推动房地产公司 2017 年的利润。2H16 中国和香港房地产市场的紧缩措施的不利影响将反映在截至 2018 年的损益表中。

综合市盈率、市净率和股息收益率估值方法，我们预期 2017 年恒生指数的交易范围为 19,456-25,594，即 2017 年预测市盈率的 9.89 倍-13.01 倍，2017 年预测市净率的 0.94 倍-1.23 倍，2017 年预测股息率为 4.24%-3.22%。我们将 2017 年末目标设定为 24,014，相当于 2017 年预测 12.21 倍市盈率，1.16 倍市净率，3.43%股息率。我们预计 2017 年的主板市场日均股成交额将同比提高 7%至 714 亿港元。

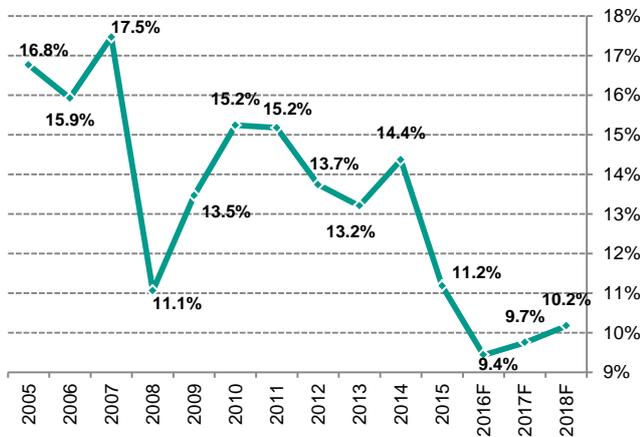


图表 3: 2017 年恒生指数交易范围

方法	2017 年预测估值范围			相应的恒生指数交易范围		
	高点	低点	2017 年末	高点	低点	2017 年末
1) 市净率	1.25	0.95	1.20	25,985	19,748	24,945
2) 市盈率	13.00	10.00	12.00	25,576	19,673	23,608
3) 股息率	3.27%	4.35%	3.51%	25,223	18,947	23,490
平均				25,594	19,456	24,014
相应市盈率(x)				13.01	9.89	12.21
相应市净率(x)				1.23	0.94	1.16
相应股息率				3.22%	4.24%	3.43%

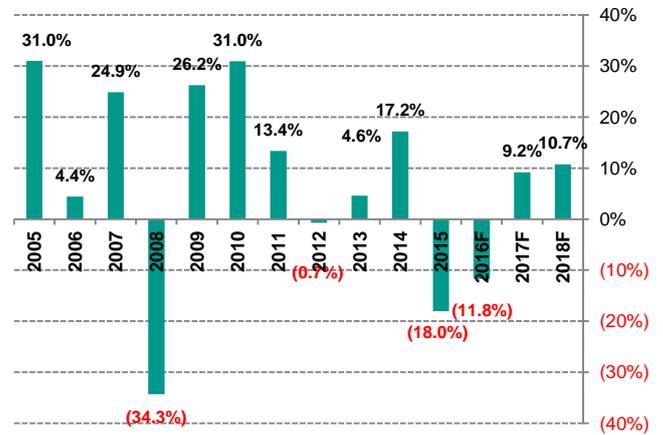
来源: 农银国际预测

图表 4: 恒生指数平均净资产回报率



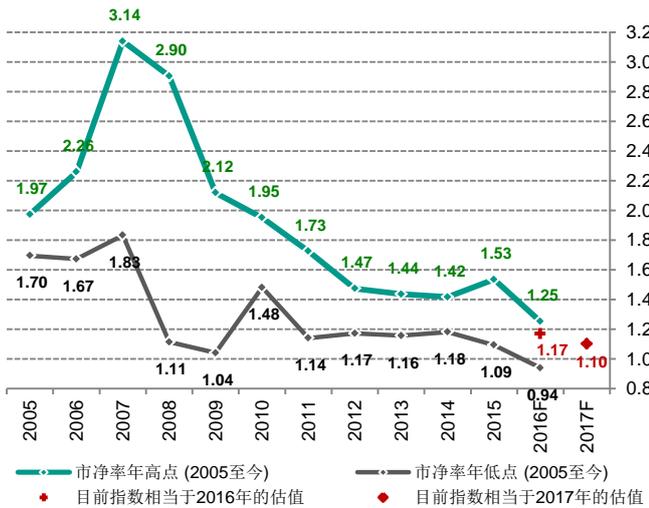
来源: 彭博、农银国际预测

图表 5: 恒生指数每股盈利增长



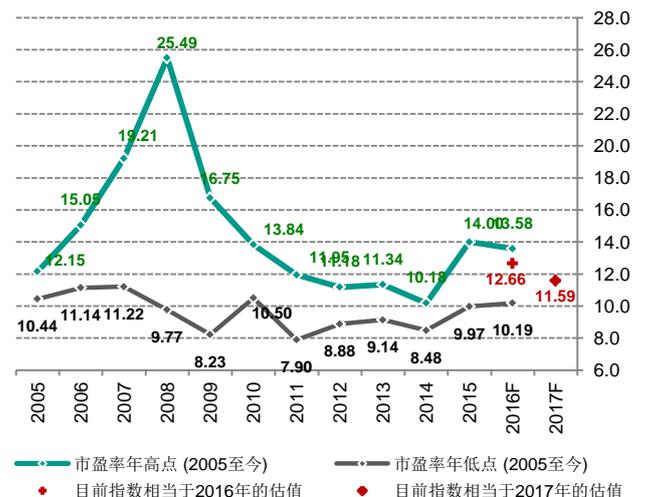
来源: 彭博、农银国际预测

图表 6: 恒指的市净率范围 (指数: 22,723)



来源: 彭博、农银国际预测

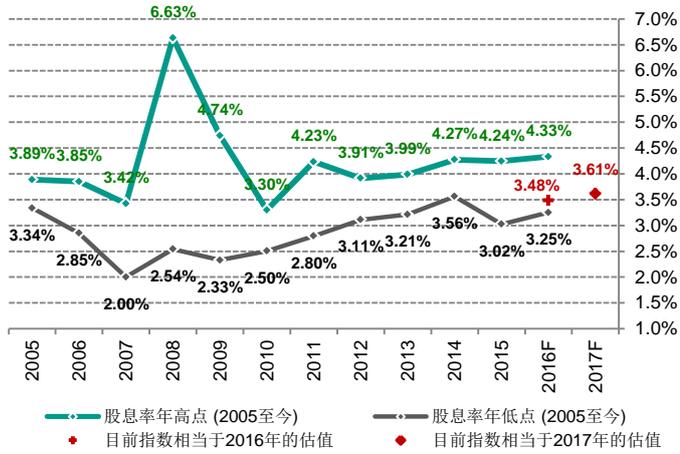
图表 7: 恒指的市盈率范围 (指数: 22,723)



来源: 彭博、农银国际预测



图表 8: 恒指的股息率范围 (指数: 22,723)



来源: 彭博、农银国际预测



## 国企指数

我们预计 2016 年恒生中国企业指数(或 国企指数)的每股盈利将下跌 15.7%，因为金融、煤炭、石油和火力发电股的每股收益下降。清洁能源、汽车、房地产和基础设施建设股的每股收益将在 2016 年出现正增长。

在 11M16，国企指数的交易范围为 7,498.81-10,341.65，相当于 2016 年预测 6.76-9.21 倍的市盈率， 0.75-1.02 倍的市净率，4.39%-3.23%的股息率。我们预测国企指数成分股在 2016 年日均成交额将为 128 亿港元，同比下跌 38%。

展望 2017 年，在中资金融股中，我们预计保险、证券和资产管理股的利润增长将恢复；银行利润增长将保持平稳。由于 2016 年的比较基数较低和商品价格的恢复，煤炭和石油股的利润将在 2017 年大幅反弹。清洁能源、汽车、房地产和基础设施建设股的利润增长将在 2017 年继续。

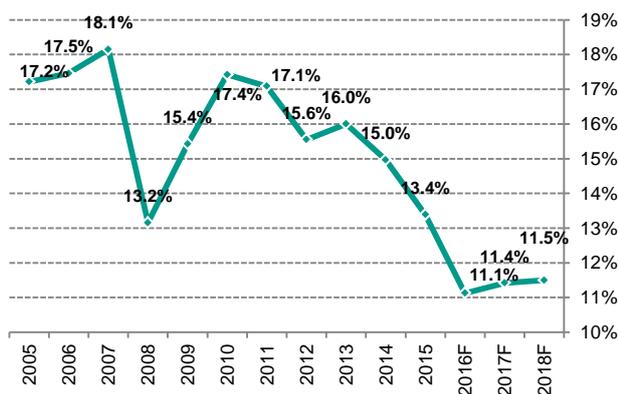
2017 年，我们预测国企指数的交易范围将为 8,176-11,927，相当于 2017 年预测 6.75-9.85 倍市盈率， 0.74-1.08 倍市净率，及 4.35-2.98%股息率。我们将国企指数 2017 年末目标设定为 10,692，即 2017 年预测 8.83 倍市盈率、0.97 倍市净率及 3.33%股息率。

图表 9: 2017 年国企指数的预计交易范围

方法	2017 年预测估值范围			相应的国企指数交易范围		
1)市净率	高点	低点	2017 年末	高点	低点	2017 年末
	1.15	0.75	1.05	12,727	8,300	11,620
2)市盈率	高点	低点	2017 年末			
	10.00	6.80	8.50	12,107	8,233	10,291
3)股息率	高点	低点	2017 年末			
	3.25%	4.45%	3.50%	10,948	7,996	10,166
	平均			11,927	8,176	10,692
	相应市盈率(x)			9.85	6.75	8.83
	相应市净率(x)			1.08	0.74	0.97
	相应股息率			2.98%	4.35%	3.33%

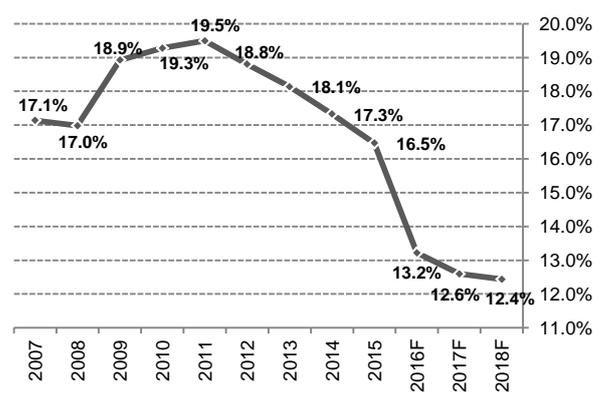
来源: 农银国际预测

图表 10: 国企指数 ROAE



来源: 彭博、农银国际预测

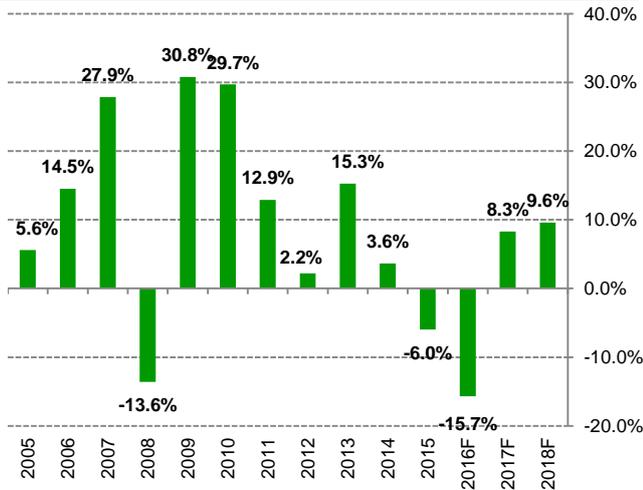
图表 11: H 股金融指数 ROAE



来源: 彭博、农银国际预测

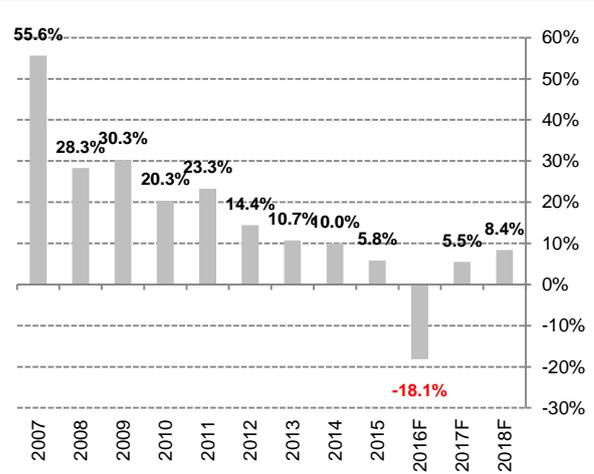


### 图表 12: 国企指数每股盈利增长



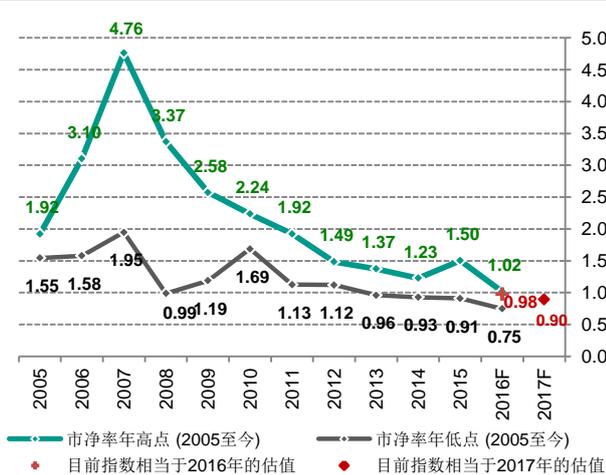
来源: 彭博、农银国际预测

### 图表 13: H股金融指数每股盈利增长



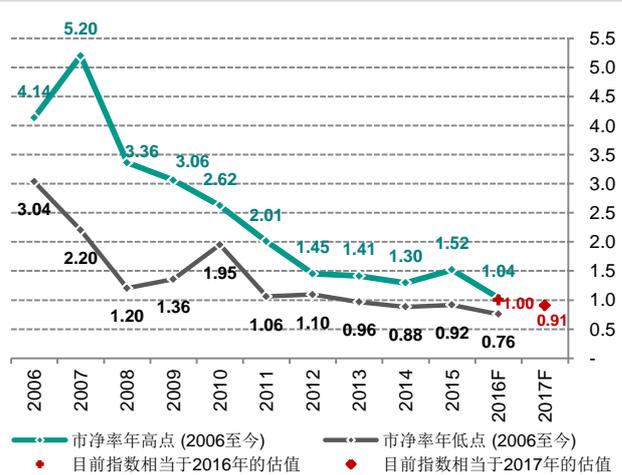
来源: 彭博、农银国际预测

### 图表 14: 国企指数的市净率范围 (指数: 9,790)



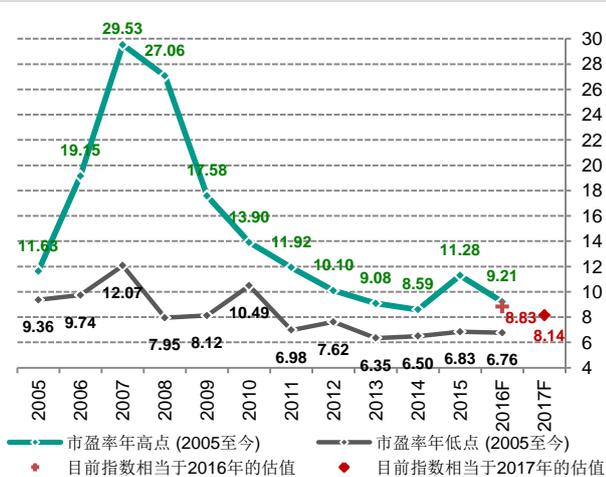
来源: 彭博、农银国际预测

### 图表 15: H股金融指数的市净率范围 (指数: 15,765)



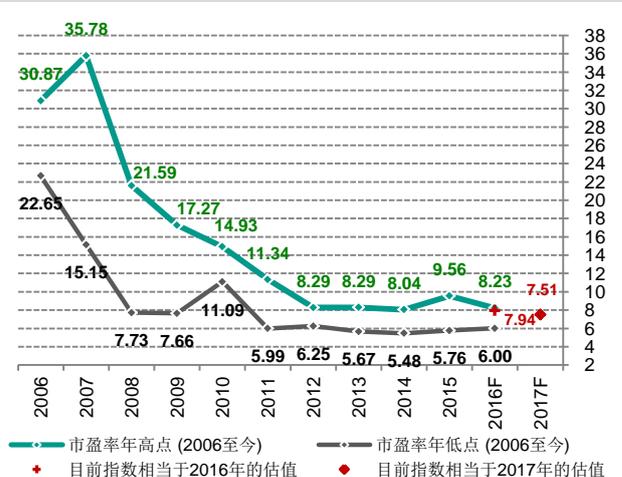
来源: 彭博、农银国际预测

### 图表 16: 国企指数的市盈率范围 (指数: 9,790)



来源: 彭博、农银国际预测

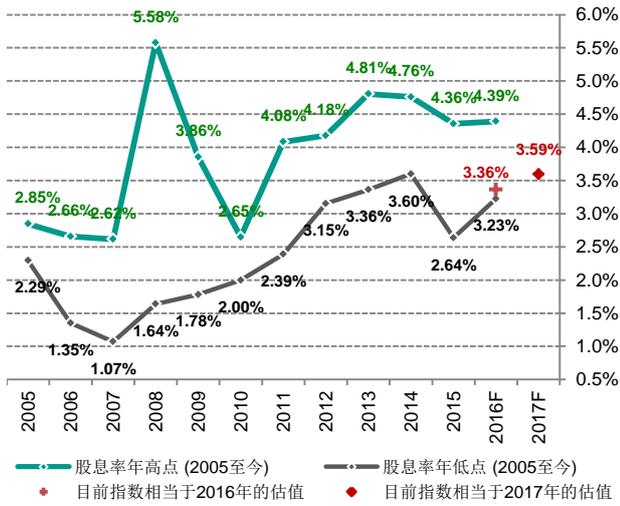
### 图表 17: H股金融指数的市盈率范围 (指数: 15,765)



来源: 彭博、农银国际预测

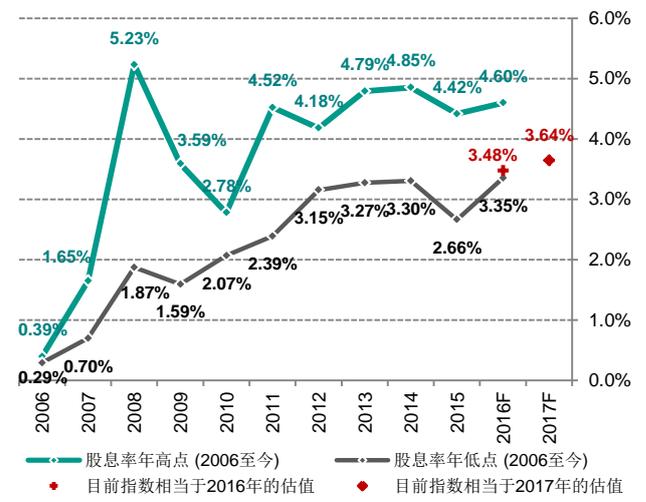


### 图表 18: 国企指数的股息率范围 (指数: 9,790)



来源: 彭博、农银国际预测

### 图表 19: H股金融指数的股息率范围 (指数: 15,765)

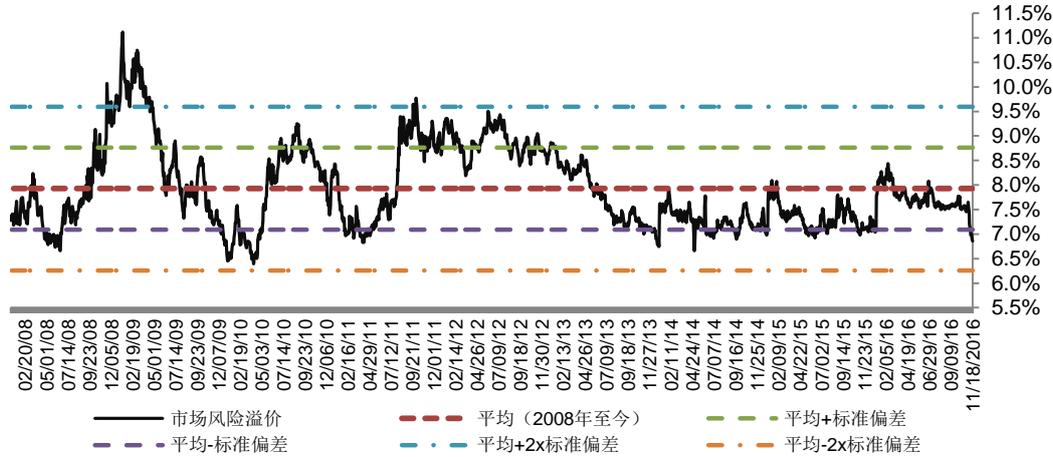


来源: 彭博、农银国际预测



## 市场风险溢价趋势

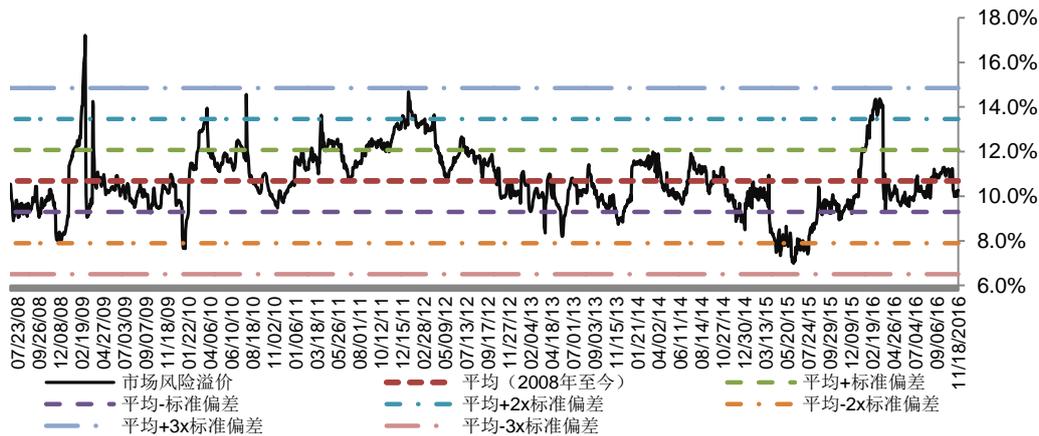
### 图表 20: 美国股市风险溢价(1 / 2008-11 / 2016)



考虑到目前的市场风险溢价接近低于平均值下的一个标准偏差, 市场风险被低估, 美国股市的下行风险很大。

备注: 平均风险溢价(2008-2016): 7.93%; 标准偏差: 0.83%; 当前风险溢价(11/21/2016): 6.86%  
来源: 彭博、农银国际

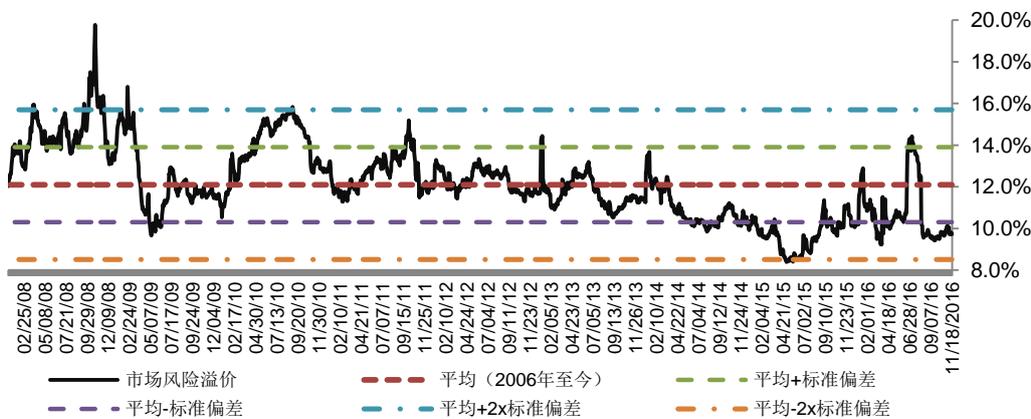
### 图表 21: 中国股市风险溢价(1 / 2008-11 / 2016)



中国股市当前的市场风险溢价定价合理, 接近历史平均水平。

备注: 平均风险溢价(2008-2016): 10.68%; 标准偏差: 1.39%; 当前风险溢价(11/21/2016): 10.27%  
来源: 彭博、农银国际

### 图表 22: 香港股市风险溢价(1 / 2008-11 / 2016)



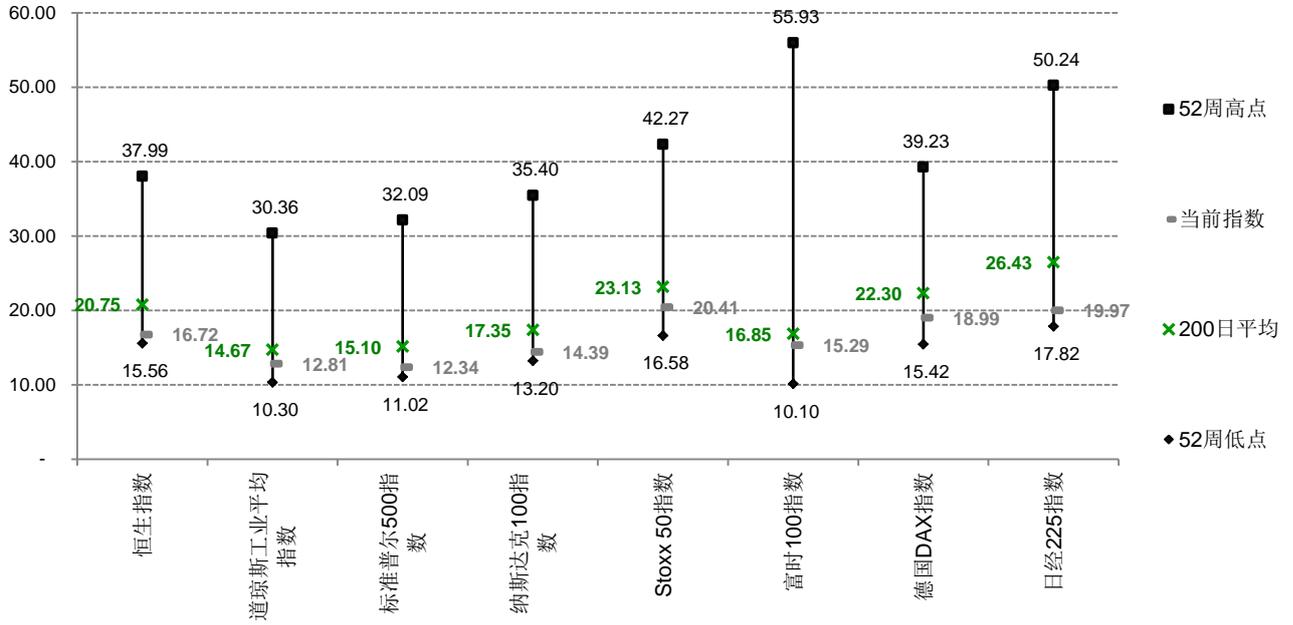
考虑到目前的市场风险溢价接近低于平均值下的一个标准偏差, 市场风险被低估, 表明股票价格膨胀。

备注: 平均风险溢价(2008-2016): 12.10%; 标准偏差: 1.80%; 当前风险溢价(11/21/2016): 9.71%  
来源: 彭博、农银国际



股市波动风险

图表 23: 主要股指波动率指数(11/25/2016)



备注: 波动指数接近年低点(或年高点)表明其相关指数接近短期高点(或底部)  
来源: 彭博、农银国际

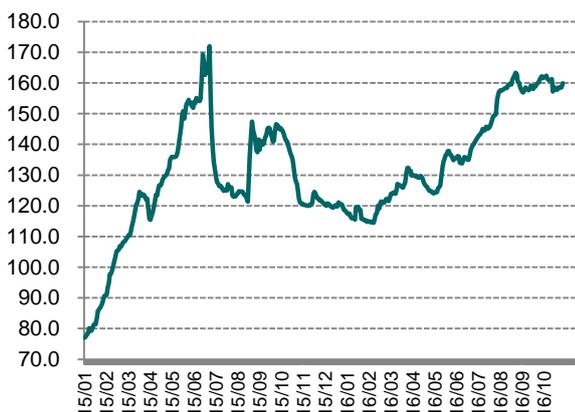


## 中港互联互通

### 沪港通

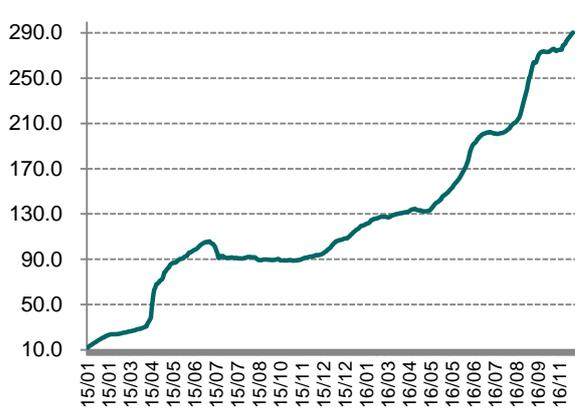
自沪港通推出以来,中国大陆投资者积极累积港股,而外资投资者谨慎买卖 A 股。2016 年内(截至 11 月 22 日),外商投资者以沪股通方式净购买 A 股约 467.5 亿元人民币(2015 年为 244.1 亿元人民币);同时,中国大陆投资者以港股通方式净购买港股约 2,197.4 亿港元(2015 年为 1,274.9 亿港元)。我们估计,中国大陆投资者已经累积净购买了约 2,904 亿元人民币的港股,而外国投资者自沪股通推出以来已经累积净买入约 1,599 亿元人民币的 A 股。

图表 24: 沪港通(北行沪股通)累积净买入 (人民币 10 亿)



来源: 彭博、农银国际

图表 25: 沪港通(南行港股通)累积净买入 (人民币 10 亿)



来源: 彭博、农银国际

### 深港通

即将启动深港通,将允许外国投资者投资在预先确定的深圳上市 A 股和内地投资者容许投资小市值港股。随着投资池扩大,不同风险偏好投资者将加入投资,双边投资总额(沪港通和深港通)预计将进一步增加。

### 下一步是什么?

我们预计在 2017-18 年间,沪深港通的选股池将扩大。港股通投资池可能包括结构性证券,如 ETF、REIT 和信托证券。当前和未来,一些香港上市的 ETF 正在跟踪海外股票市场指数。将 ETF 纳入港股通投资池将扩大内地投资者的选择,有助于加快香港 ETF 市场的发展。

### 未来有什么挑战?

允许外国投资者通过沪深股通投资 A 股 IPO 市场将对香港投资银行构成威胁,香港股市在协助内地公司筹集资金方面的角色会减弱。更重要的是,向外国投资者开放 A 股 IPO 市场将有助于吸引外商金融直接投资,并且 A 股 IPO 市场可与国际接轨,这也可能是北京政府和监管机构未来想看到的发展趋势。由于这些新的渠道可以协助中国大陆公司获得外国资本,中国大陆公司在香港发行证券融资的动机会相对减少。此外,随着中国和香港 IPO 市场的扩大选择,对资本的竞争可能会增加。我们认为外国投资者最早或许在 2018 年通过沪深股通进入 A 股 IPO 市场。

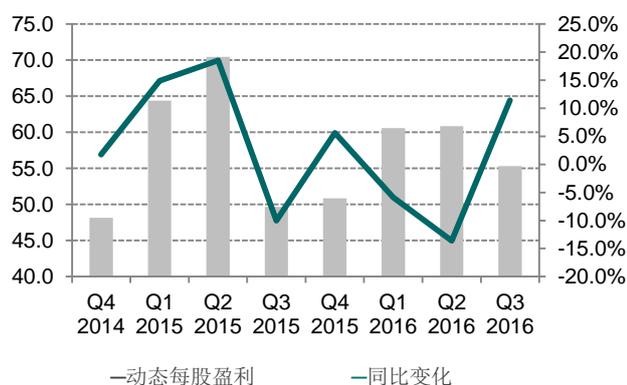


## 2017 中国 A 股股票市场

### 盈利增长积累动力

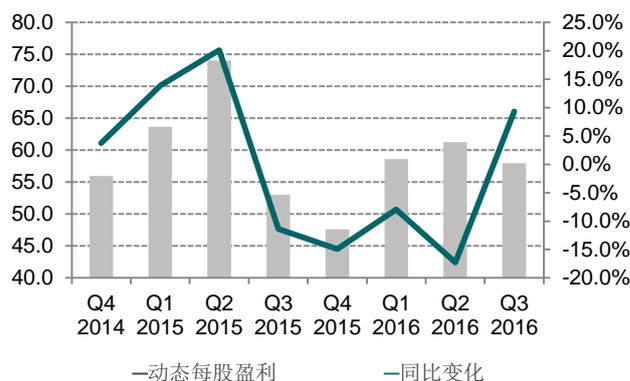
大部分 A 股公司的每股盈利增长自 1Q16 度以来已经见底回升。小盘/中盘股的每股盈利增长反弹强于大盘股。于 3Q16 大盘股指如上证 50 指数和沪深 300 指数的动态每股收益分别同比增长 11.4%和 9.3%。同期，上证综指和深圳成指的动态每股收益分别同比增长 10.2%和 28.0%。由于每股收益增长自 3Q16 以来才有所回升，我们认为大多数投资者对 A 股仍持谨慎态度。因此，A 股市场估值在这个阶段不会被高估。

图表 26: 上证 50 指数动态每股盈利(人民币) 同比变动



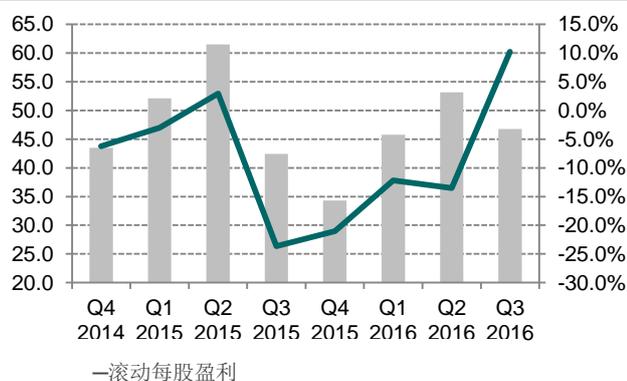
来源: 彭博、农银国际

图表 27: 沪深 300 指数动态每股盈利(人民币)同比变动



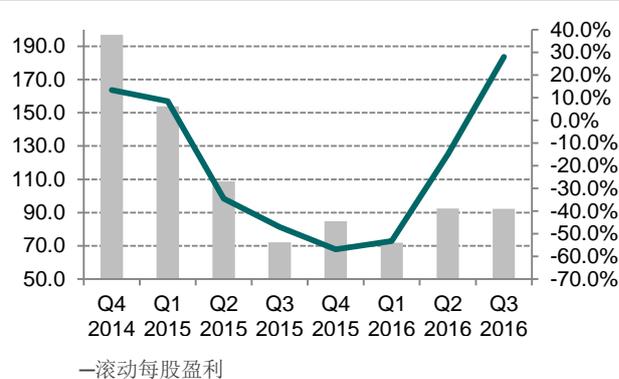
来源: 彭博、农银国际

图表 28: 上证综指指数动态每股盈利(人民币)同比变动



来源: 彭博、农银国际

图表 29: 深圳成指指数动态每股盈利(人民币), 同比变动



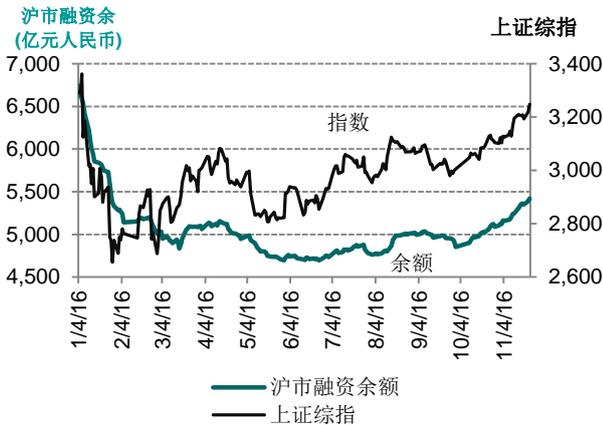
来源: 彭博、农银国际

### 一些投资者可能已经利用杠杆买入股票

我们认为一些积极的 A 股投资者从 3Q16 起已经开始增加杠杆进行股票投资。沪深两市的融资余额已经从 2016 年 6 月末的人民币 8,509 亿元人民币，增加到 2016 年 11 月 9,500 亿元人民币以上。然而，目前的融资余额远低于 2015 年末的 11,713 亿元人民币，和 2015 年最高的 22,666 亿元人民币。

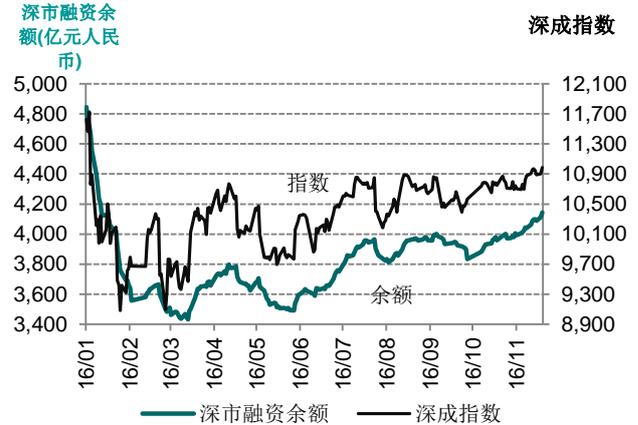


图表 30: 沪市融资余额-上证综指



来源: 彭博、沪交所、彭博、农银国际

图表 31: 深市融资余额-深圳成指



来源: 彭博、深交所、农银国际

### 活跃的 A 股股市投资者在增加，股市成交现增长势头

虽然 A 股市场有超过 1.53 亿个投资者，目前只有 1,800 万个活跃，参与率低于 16%。大多数已经开设 A 股帐户投资者不活跃或只有在出现牛市趋势时才活跃。2017 年，我们预计企业盈利持续复苏将吸引更多投资者参与 A 股市场，日均成交量将逐渐增加。

图表 32: 每周日均成交额(10 亿元人民币/日)



来源: 彭博、沪交所、农银国际

图表 33: 每周活跃 A 股投资者数(百万)



来源: CSDC、农银国际

### 政府推动直接融资

银行贷款一直是社会融资总额的主要来源。随着 2015-16 年不良贷款不断上升和不良贷款覆盖率下降，银行在 2017 年大幅扩大其贷款资产会有困难。为了满足持续经济增长所需的资金需求，直接融资(股权或债券融资)提供了另一种资金来源。由于股权成本通常比债务成本更昂贵，直接融资的增长将部分取决于 2017 年的看涨股票或债券市场。换句话说，看跌市场时将非常不利于发展直接融资发展。投资银行将是直接融资增加和看涨资本市场的直接受益者。



## A 股市场估值

跟踪中/大盘股的指数为 2017 年预测 9-12 倍市盈率或 1.2-1.4 倍市净率，表明大盘股的估值吸引。同时，小盘股指数 2017 年预测市盈率超过 20 倍和 2.4 倍市净率。

虽然一些小盘公司能够显示强劲的利润增长，总体小型公司的平均利润率(按净资产回报率衡量)低于中/大型公司。因此，我们预期中/大盘股在 2017 年将跑赢小盘股。

图表 34: 基准指数估值

指数	价格	2016F 市盈率 (x)	2017F 市盈率 (x)	2016F 市净率 (x)	2017F 市净率 (x)	2016F 股息率	2017F 股息率	2016F 净资产 回报率	2017F 净资产 回报率
<b>跟踪大盘股:</b>									
SSE 50	2,360.34	10.85	10.00	1.35	1.22	2.54%	2.73%	12.4%	12.2%
富时中国 A50	10,310.30	9.95	9.25	1.30	1.17	2.67%	2.85%	13.0%	12.7%
<b>跟踪中盘股:</b>									
SSE 180	7,494.99	12.84	11.70	1.52	1.38	2.13%	2.30%	11.9%	11.8%
<b>跟踪小盘股:</b>									
SSE 380	5,820.47	29.89	23.43	2.61	2.41	-	-	8.7%	10.3%
<b>跟踪总体市场:</b>									
沪深 300	3,474.73	14.65	13.00	1.74	1.58	1.98%	2.17%	11.9%	12.2%
上证综指	3,241.14	15.32	13.51	1.57	1.45	1.84%	2.00%	10.2%	10.7%

来源: 彭博、农银国际



## 2017 香港 IPO 市場展望

### 金融股融资额独占鳌头

- 在 11M16, 香港 IPO 市场已募集 229 亿美元, 平均交易规模为 2.34 亿美元。中国投资银行继续提升市场份额, 占 10 大承销商中的 7 家。
- 金融股基于其资本密集性质和较大的交易规模继续成为 IPO 市场的主要动力, 占 11M16 IPO 集资额的 75% (2014: 28%)。我们预计这趋势将未来 1 - 2 年持续

在 11M16, 香港股票 IPO 总额为 229 亿美元, 共发行了 98 个项目, 平均发行规模分别为 2.34 亿美元。在承销商方面, 在 11M16, 10 大承销商中有 7 家是中资投资银行, 而在 2015 年则为 6 家, 反映中资投资银行在 IPO 市场上持续提升市场份额。

金融股如中国邮政储蓄银行, 招商证券, 光大证券等是香港 IPO 市场的主要推动力, 占 11M16 筹集总额的 75%。总体而言, 香港 IPO 市场的金融业集资份额从 2014 年的 28% 上升至 11M16 的 75%。我们认为, 这种结构性上升趋势可归因于:

- 1) 金融业是一个资本密集型行业, 具有持续的资金需求;
- 2) 金融业 IPO 比其他行业通常有较大的集资额, 在现时投资者较倾向大盘股的市场气氛下较能满足投资者的需求。在 11M16, 金融业 IPO 的平均集资额为 7.5 亿美元, 相比之下非金融业 IPO 的平均集资额只有 7,700 万美元。

展望未来, 我们预期金融业将是未来 1 - 2 年香港 IPO 市场的主要推动力。我们认为即将到来的金融业 IPO 可能包括中型银行、保险公司和券商。

非金融行业在香港 IPO 市场的集资份额从 2014 年的 72% 下降至 11M16 的 25%。在 2014 年, 工业占香港 IPO 集资额的 18%, 但其占比在 11M16 已经下降至 5%。在同一期间, 可选消费品的集资份额从 18% 下降到 4%。我们认为, 下降可能是由于: 1) 非金融行业没有金融行业那么资本密集; 2) 非金融 IPO 的平集资额显着低于金融行业, 投资者的兴趣较低。

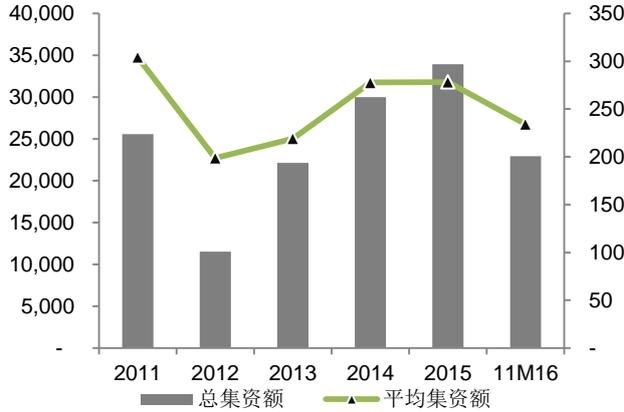
图表 35: 11M16 香港 IPO 市场

行业	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
金融	17,213	748
医疗	2,433	304
工业	1,070	41
可选消费品	1,005	46
必需消费品	758	152
其他	477	208

来源: 彭博、农银国际证券

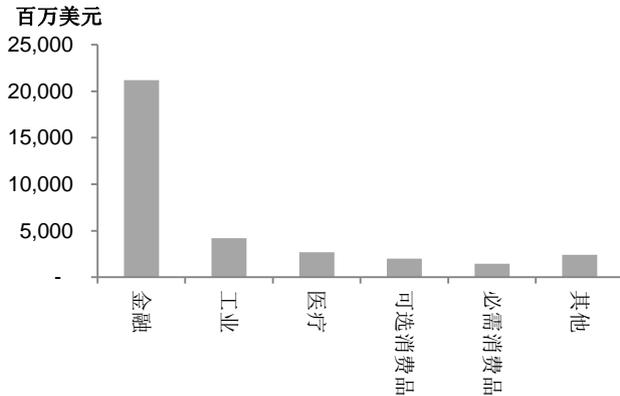


图表 36: 香港 IPO 市場总集资额(左)及平均集资额 (右) (百万美元)



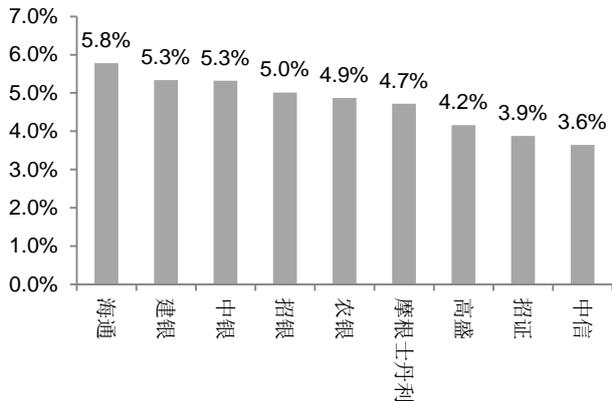
来源: 彭博、农银国际证券

图表 38: 香港 IPO 集资额行业分布 (2015)



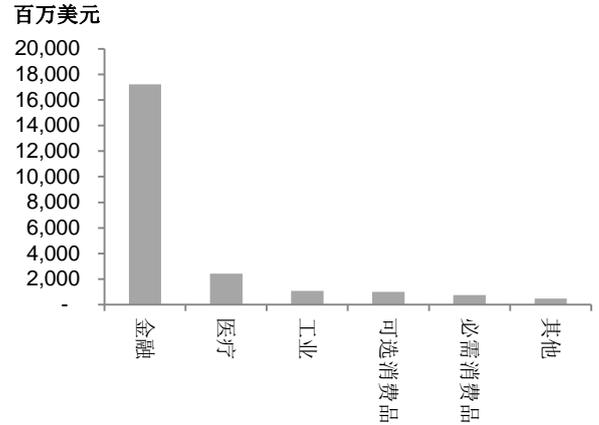
来源: 彭博、农银国际证券

图表 40: 主要承销商市场份额 (11M16)



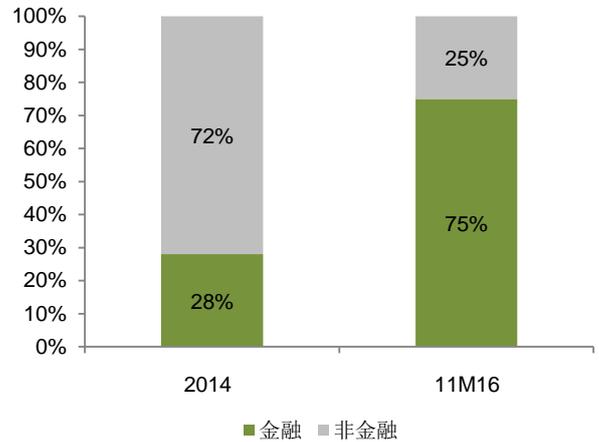
来源: 彭博、农银国际证券

图表 37: 香港 IPO 集资额行业分布 (11M16)



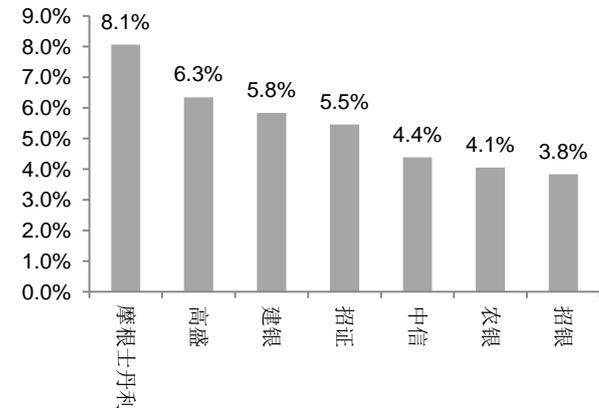
来源: 彭博、农银国际证券

图表 39: 香港 IPO - 金融 vs. 非金融



来源: 彭博、农银国际证券

图表 41: 主要承销商市场份额 (2015)



来源: 彭博、农银国际证券



## 行业基本面将在 2017 年趋于稳定

- 行业净息差及资产质量预期在 2017 年趋于稳定。
- 我们预期 2017 至 19 年利率环境保持稳定。
- 贷款增长势头在 2017 至 19 年间将保持强劲，年增长率预料维持在 12%-14%。
- 不良贷款率继续温和上升，优化处置渠道将有助于保持整体资产质量平稳。
- “十三五”规划将推动行业收入结构转变及加快海外扩张步伐。
- 考虑行业估值偏低及其稳定的股息收益率，维持行业正面评级。

**行业估值重估已温和启动。**总体行业股价表现反映市场对行业的估值重估已经在本年 5 月中开始，投资者对净息差和资产质量的忧虑正逐步缓解。我们预期行业基本面将在 2017 年趋于稳定，这是由于：1)利率环境保持稳定；2)净息差将在 2017 年从贷款重定价和增值税改革的阴霾下触底；3)贷款需求保持稳定；4)资产质量藉由不良贷款处置能力优化而保持稳定；和 5)“十三五”规划为行业收入结构带来改变。

**利率环境保持稳定。**随着美国领导全球利率上升的预期升温，中国将无可避免地面对加息的压力。尽管如此，随着政府高度重视降低社会融资成本的目标，我们认为中国人民银行将在 2017 年至 19 年间致力保持一个稳定的利率环境，并准备好迎接通货膨胀增速的情况。降低社会融资成本的目标因此将通过丰富间接融资渠道和行业去杠杆化的持续发展来实现。同时，市场流动性将更大程度依靠短期货币工具的运用来调整。

**净息差将在 2017 年见底。**在中国“新常态”经济的增长展望下，我们预期贷款需求将保持稳定，为银行对未来基准利率的调整带来缓冲。我们认为行业净息差将在 4Q16 至 1Q17 从贷款重定价和增值税改革的阴霾走出来。因此以全年计，行业净息差将在 2017 年触底并稳定下来。对于个别银行而言，资产负债表增长能力和资产配置灵活性将成为未来业绩优劣成败的关键因素。相较于大银行与全国性股份制银行，我们相信仍在高增长期的地区性银行在净息差和盈利增长上可能得到更突出的表现。

**贷款增长需求仍强劲。**9M16 人民币贷款增长势头直指我们 2016 年全年贷款目标的 12.3 万亿元人民币。同时，自 1Q16 以来稳定的平均贷款收益率和贷款组合中定价高于基准利率的占比显示出目前贷款需求仍然强劲。贷款年期亦随着银行在 2016 年逐渐将新贷款配置由短期伸延至中长期贷款而得到改善。在 9M16，中长期贷款占新增贷款总额的 72.9%，远高于央行 2015 年末公布的 56.2%。在“十三五”规划期间，我们相信小微企和三农相关行业将继续成为未来 3 年贷款增长的核心动力来源。而在我们的基本情景假设下，我们预计中国的人民币贷款增长在 2017 至 19 年间将按年增长 12%-14%。

## 中国银行业

### 正面

分析员: 欧宇恒  
电话:(852)21478802  
电邮:johannesau@abci.com.hk

#### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	5.28
2017 预测市账率均值 (x)	0.65
2017 预测股息率均值 (%)	5.31

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

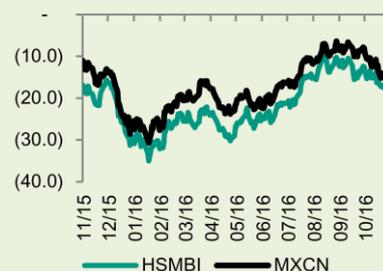
#### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(0.46)	3.82
3 个月	1.29	3.30
6 个月	17.64	6.21

\*恒生中国内地银行指数相对于恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)



HSMBI: 恒生中国内地银行指数

MXCN: MSCI 中國

来源: 彭博、农银国际证券



**优化不良贷款处置有助稳定资产质量。**我们认为 2016 年首 3 季银行业平均不良贷款率保持平稳，主要是由于各银行努力加大不良贷款处置力度，这些手段包括核销和打包出售等。我们预计不良贷款的压力在未来几年仍将维持在中高水平，而优化不良贷款处理渠道将有效控制整体行业平均不良贷款率。仍然，我们保守假设未来不良贷款率将每季平均上升 6 个基点。因此，为了维持现水平的贷款风险缓冲，我们预期各银行将在 2017 至 19 年间继续维持大贷款拨备的策略，以至行业盈利增长继续受压。我们预测大银行与全国性股份制银行未来 3 年的盈利增长将继续持平或维持在低个位数增长率的水平。而由于地区性银行的经营规模相对较小，其较快的盈利增长将有机会保持。

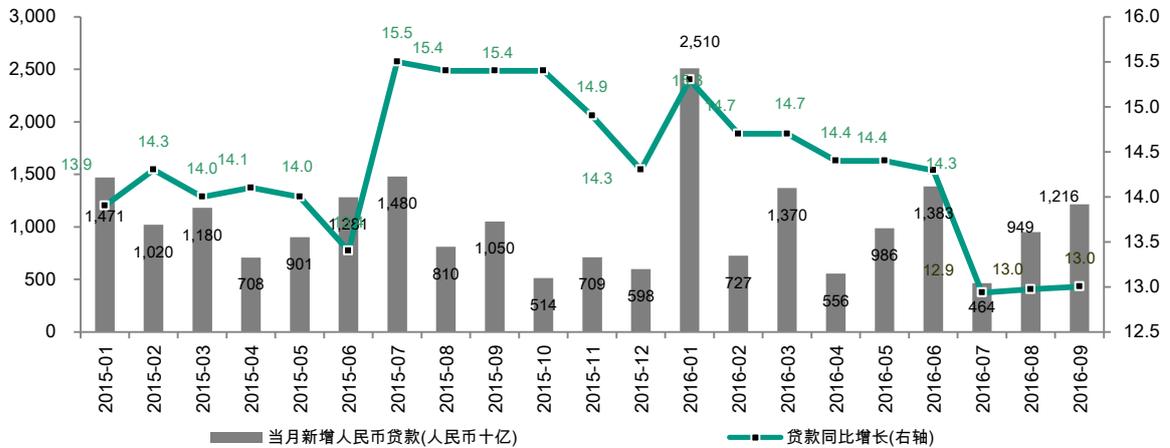
**“十三五”规划期间收入结构将发生改变。**国家的“十三五”规划鼓励银行业的创新与改革。产品上的创新势将加快行业非利息收入的增长。我们预期未来 3 年非利息收入占总收入比将超越 30%。然而，这亦预示，随着监管机构对个别业务风险关注上升，相关政策风险亦将明显加大。同时，随着金融业混业经营和国际化的大趋势，拓宽收入来源、跨行业协同效应和潜在的并购活动将加快发展。然而，持续壮大的资产负债表及海外扩张机会可能为个别银行的资本状况带来压力，未来或需通过发行股票和债券来补充资本。

**重申我们对大银行的偏好。**建设银行(939 HK, 买入，目标价：HK\$ 8.02)和工商银行(1398 HK, 买入，目标价：HK\$ 6.84)等大型银行仍是我们行业中的首选，我们偏好其稳定的股息收益率、高度的业务多元化及其对政策风险相对高的防守性。考虑到农业银行(1288 HK, 买入，目标价：HK\$ 4.56)在同业中最强的风险缓冲能力及相对高的股息收益率，该行亦属行业中优质的投资选择。另外，地区性银行的高增长率成功吸引我们的关注。我们认为其相对较小的资产负债表让地区性银行的营运模式较大银行更具灵活性。我们预期新资本规定的要求和混业经营的加快发展所带来的资本需求，将促使更多中国的银行来香港交易所上市。然而，H 股银行的选择越来越多亦有机会分散投资者在个别银行上投放的资金。

**风险因素:** 1) 金融改革的步伐比预期快; 2) 来自非银行金融机构竞争日趋激烈; 3) 资产质量在个别地区急速恶化; 4) 贷款需求转趋疲弱。



### 图表 1: 新增人民币贷款(人民币十亿)及同比增长(%)



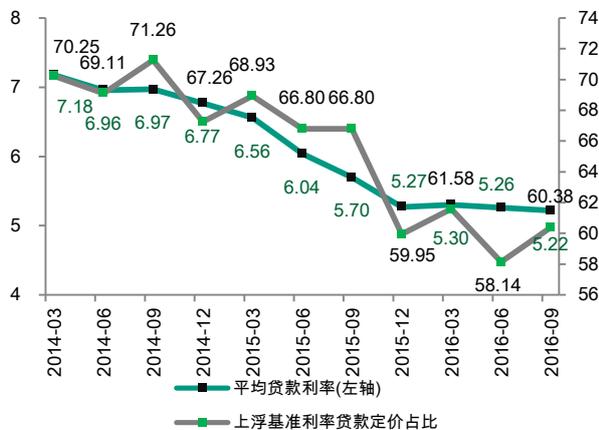
来源: 中国人民银行, 农银国际证券

### 图表 2: 新增人民币存款(人民币十亿)及同比增长(%)



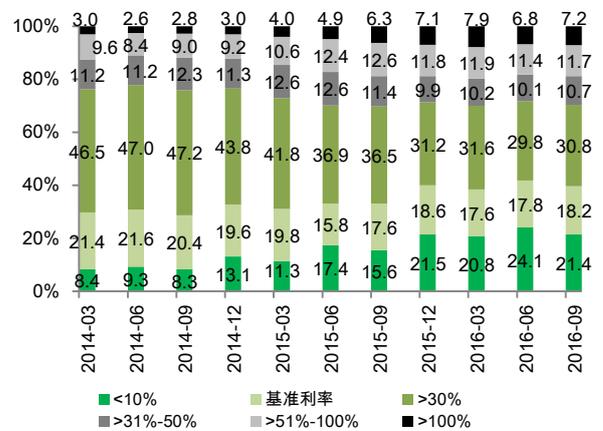
来源: 中国人民银行, 农银国际证券

### 图表 3: 平均贷款利率与贷款定价较基准利率上浮占比 (%)



来源: 中国人民银行, 农银国际证券

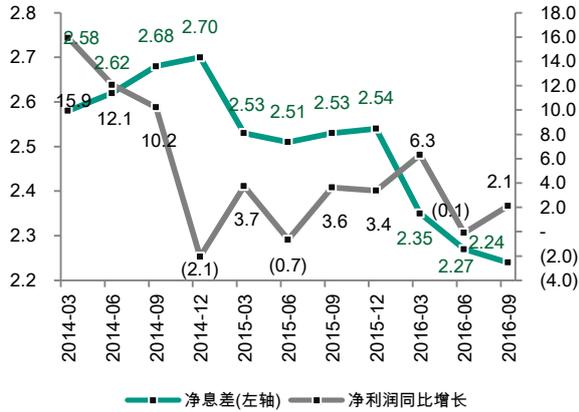
### 图表 4: 平均贷款定价分布 (%)



来源: 中国人民银行, 农银国际证券

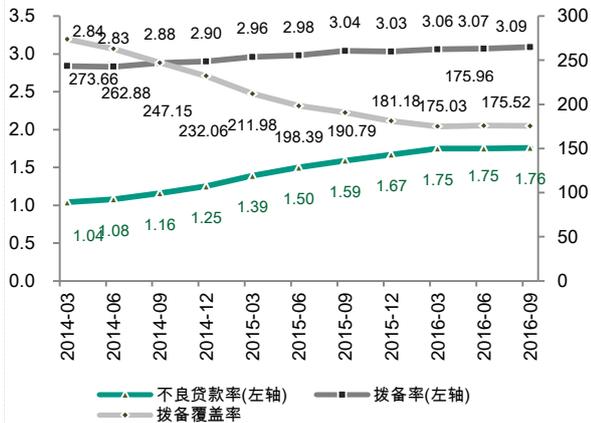


### 图表 5: 行业平均净息差与行业总净利润同比增长 (%)



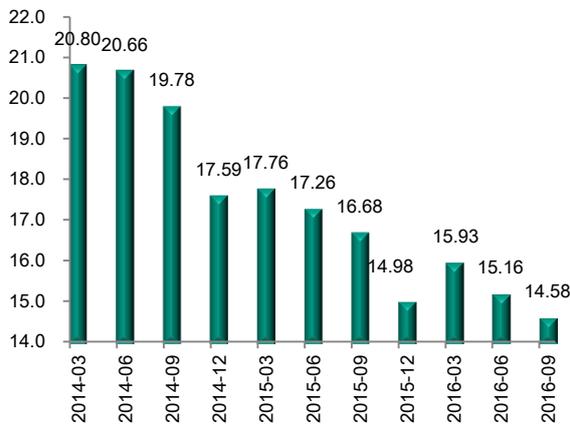
来源: 中国银监会, 农银国际证券

### 图表 7: 主要行业平均资产质量指标 (%)



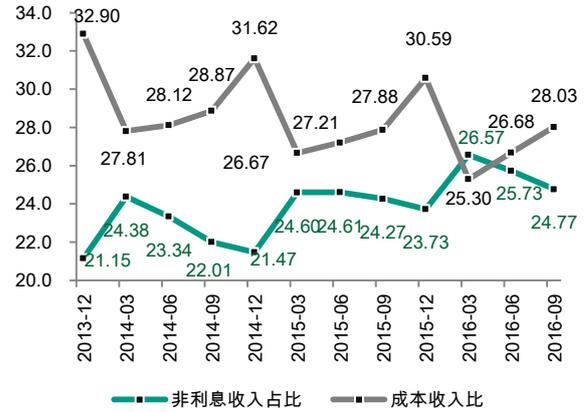
来源: 中国银监会, 农银国际证券

### 图表 9: 行业平均资本利润率 (%)



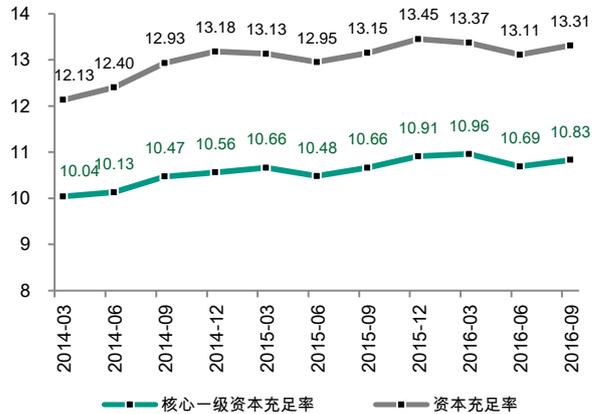
来源: 中国银监会, 农银国际证券

### 图表 6: 行业平均非利息收入占比与行业平均成本收入比 (%)



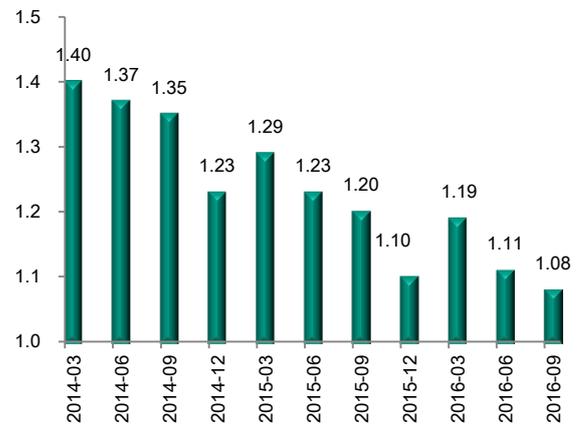
来源: 中国银监会, 农银国际证券

### 图表 8: 行业平均核心一级资本充足率及资本充足率 (%)



来源: 中国银监会, 农银国际证券

### 图表 10: 行业平均资产利润率 (%)



来源: 中国银监会, 农银国际证券



图表 11: 中国银行业估值(数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升潜力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市账率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
工商银行	1398 HK	买入	6.84	46.47	5.28	5.21	0.74	0.67	6.00	6.00
建设银行	939 HK	买入	8.02	39.48	5.64	5.52	0.80	0.73	5.26	5.45
农业银行	1288 HK	买入	4.56	42.06	5.12	4.94	0.70	0.63	5.93	6.28
中国银行	3988 HK	买入	5.01	43.14	5.39	5.21	0.64	0.59	6.08	6.08
交通银行	3328 HK	买入	7.71	27.65	5.99	5.93	0.69	0.63	5.01	5.01
招商银行	3968 HK	买入	25.40	32.43	7.35	6.99	1.07	0.96	4.03	4.15
民生银行	1988 HK	买入	11.73	34.83	6.07	5.88	0.83	0.74	2.83	2.83
中信银行	998 HK	买入	6.13	20.20	5.23	5.06	0.62	0.55	4.83	4.83
光大银行	6818 HK	买入	5.26	42.93	4.83	4.63	0.61	0.55	6.09	6.39
徽商银行	3698 HK	买入	4.59	18.60	5.76	5.32	0.76	0.65	4.92	5.21
哈尔滨银行	6138 HK	买入	2.84	22.94	4.69	4.21	0.60	0.53	5.33	5.82
重庆银行	1963 HK	买入	8.20	30.16	4.93	4.43	0.68	0.57	5.33	5.69

来源: 彭博, 农银国际证券预测



## 2017: 充满挑战的一年

- 寡头形势保持不变
- 预期保费在 2016-2020 年持续健康增长
- 价格管制放开、精算估计变更和 IFRS 9 的实施将对保险公司利润和内含价值在 2017-18 年造成暂时的挫折
- 太保(2601 HK)和平安(2318 HK)在业务定位处于更好的位置应对变化

**上升的保险需求。**我们估计 9M16 的保险深度和密度分别增加到 4.75%(2015: 3.54%)和人均 1,824 元人民币(2015: 1766 元人民币)。基于第十三个五年计划,政府 2020 年目标是保险深度和密度分别达到 5%和人均 3,500 元,2020 年人均名义 GDP 达到 70,000 元(相当于 2015-20 年复合增长率为 7%)。这样的目标意味着在 2015-20 年间总的保险费和人均保费分别年复合增长 13.1%和 14.6%; 保险业的总资产在同一时期年复合增长率为 15.1%。

**2017 年面对的挑战。**政府降低对主要保险产品的价格监管控制以提高需求。2016 年前 9 个月,寿险保费收入同比增长了 43%。保险价格市场化推高了保险合同的负债成本。同时,尽管资产规模不断增长,低利率环境限制了低风险投资的回报率。在 2016-17 年寿险公司的承保利润将受保单负债成本大幅增加拖累。

**风险管理是保险业的关键。**银行存款和债券投资占总资产比例从 2014 年末的 59.96%减至 2015 年末的 50.81%和 2016 年 9 月末的 45.38%。同时,股票和另类投资占总资产的比例则从 2014 年末的 31.90%上升至 2015 年末的 39.64%和 2016 年 9 月末的 42.30%。为了提高投资回报率,保险公司需要减少在资产组合中的银行存款和高投资等级债券的比例,同时增加持有高风险资产(如低投资等级债券、股票或另类投资)和资产具有较长久期。因此,保险公司的流动性风险、信用风险和资产价格风险将增加。

**2018 年会计准则的变化。**根据现行会计准则报告的净利润无法全面了解保险公司的财务状况。于 9M16,中国人寿(2628 HK)公布录得净利润,但是录得综合净亏损与股东净值减少。新会计准则 IFRS 9,这将在 2018 年实施,应该能够提供保险公司的财务状况有更全面的认识。在新的会计准则下,风险资产的增加量对其损益表和资产负债表的负面影响会更充分地反映出来。

## 中国保险业

### 中性

分析师: 陈宋恩  
电话: (852) 2147 8805  
电邮: philipchan@abci.com.hk

#### 关键数据

2017 预测市盈率均值 (x)	12.7
2017 预测市账率均值 (x)	1.3
2017 预测股息率均值 (%)	1.6

资料来源: 彭博、公司、农银国际证券预测

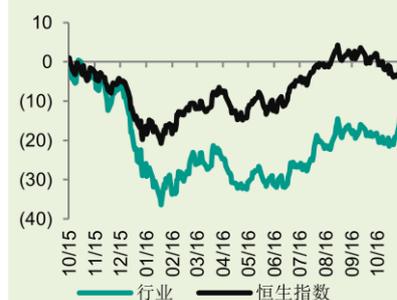
#### 行业表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	8.56	12.13
3 个月	4.59	1.30
6 个月	12.87	0.85

\*行业平均相对于恒生指数

资料来源: 彭博、公司、农银国际证券

#### 1 年表现 (%)



资料来源: 彭博、公司、农银国际证券



## 2017 的前景

**人寿险和健康险保单的负债成本激增将损害承保利润。**在业务和投资环境的变化将导致寿险和健康保险合同的精算估计的变化。我们预计长期寿险或健康保险合约的负债会激增,其负面影响会在 2017 的损益表中充分反映出来。中国人寿和平安 (2318 HK) 已警告,基于新的精算估计,其 2016 年前九个月税前利润将分别减少 185 亿元人民币和 172 亿元人民币。

**保险公司的内含价值将受到抑制。**我们预计保险公司会下调对投资回报的精算估计,而下调预期投资回报率会降低承保利润和内含价值。然而,保险公司可能会降低他们的风险贴现率,以支内含价值。根据我们的测算,中国太保 (2601 HK)在 H 股保险公司中,它的投资回报假设最保守,下调预期投资回报率对于它的影响较小。在 H 股保险公司中,新华保险(1336 HK)采用最高的风险贴现率,它有空间调低折贴现率,以抵消下调预期投资回报率的影响。人保集团(1339 HK)的风险贴现率较低和预期投资回报率较乐观,它将受较大的不利影响。在 H 股保险公司,太保是我们优先选择。

**寡头垄断的情况仍然未变。**国内 10 大寿险公司在 2015 年/ 2016 年前 9 个月抓获了 76% / 73%的总寿险原保费收入;相应时期,国内 10 大产险业公司抓获了 86% / 85%的总财险保费收入。9M16, 七家香港上市的中国保险公司分别抓获 53% / 75%的总寿险原保费收入/总财险保费收入。安邦人寿 (非上市保险公司) 与上市同行竞争并驾齐驱。安邦集团在中国为第 3 大保险集团,它的寿险和健康保险总原保费总已经超过太保,紧紧追赶平安。

**保险公司正在转型为金融集团。**多年来,我们已经看到银行和保险公司之间形成的联盟。2016 年 8 月,中国人寿增持广东发展银行至 43.686%;人保财险(2328 HK)正等待政府批准收购华夏银行(600015 CH)19.99%的股份;中国再保险(1508 HK)已持联营公司光大银行(6818 HK)4.94%的股份;平安银行(000001 CH)贡献了约 20%平安 (2318 HK)的净利润。

**客户是最有价值的无形资产。**最后,保险公司的潜在价值取决于它如何优化客户的价值。保险公司正在建立电子商务平台,向客户出售金融产品。在我们看来,平安在 H 股保险公司中一直是这方面最成功的。

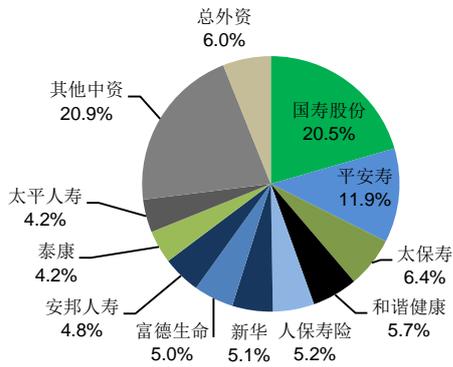
图表 1: H 股保险公司内含价值评估的现状

	中国人寿	新华保险	平安	中国太保	人保集团	太平保险	中国再保险
风险贴现率	11.0%	11.5%	11.0%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
预期投资回报率	5.1-5.5%	5.0-5.5%	4.75-5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%

资料来源:公司财务报告

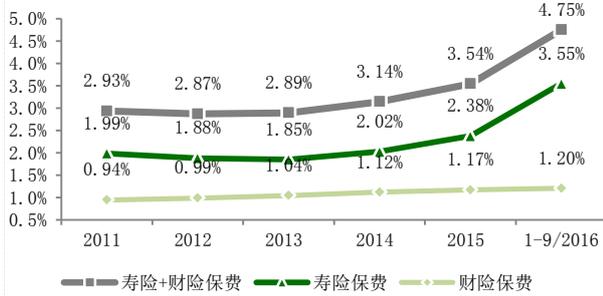


### 图表 2: 十大寿险公司(由原保费收入来衡量) (1-9/2016)



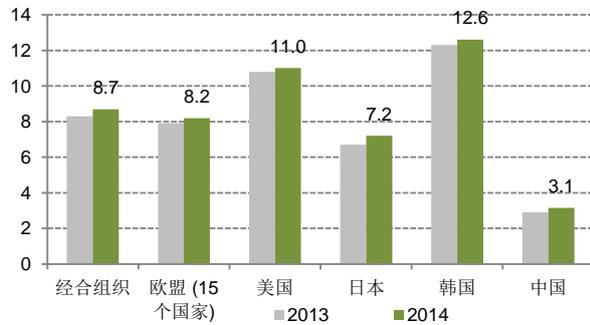
来源: 中国保监会、农银国际证券

### 图表 4: 保险深度 (% GDP)



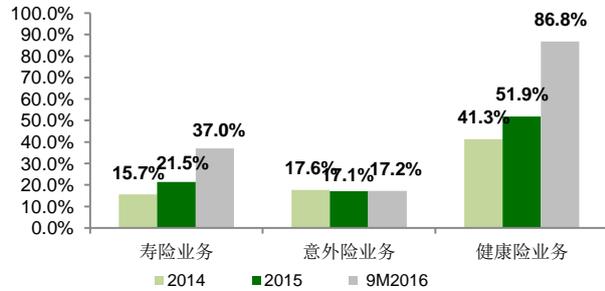
来源: 中国保监会、农银国际证券

### 图表 6: 保险深度(% of GDP)



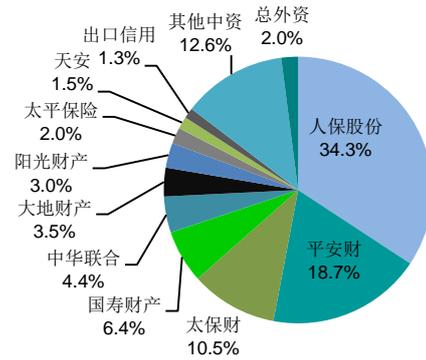
来源: 经合组织、中国保监会、国家统计局、农银国际证券

### 图表 8: 中国人身险原保费 (%YoY)



来源: 中国保监会、农银国际证券

### 图表 3: 十大财产保险公司 (1-9/2016)



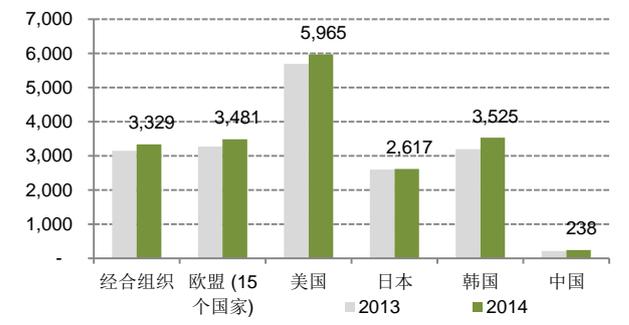
来源: 中国保监会、农银国际证券

### 图表 5: 保险密度 (人均元人民币)



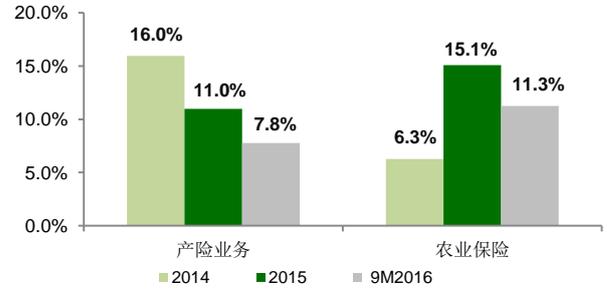
来源: 中国保监会、农银国际证券

### 图表 7: 保险密度 (人均美元)



来源: 经合组织、中国保监会、国家统计局、农银国际证券

### 图表 9: 中国财产险保费 (%YoY)



来源: 中国保监会、农银国际证券



图表 10: 原保险保费收入

人寿保险	1-10/2016	变化	2015	变化	2014	变化
保费	人民币 10 亿	(同比)	人民币 10 亿	(同比)	人民币 10 亿	(同比)
中国人寿 (2628 HK)	394.7	19.9%	364.1	9.9%	331.2	1.4%
平安人寿 <sup>1</sup>	236.4	32.6%	208.4	19.8%	174.0	19.1%
太保人寿 <sup>2</sup>	126.2	29.3%	108.6	10.0%	98.7	3.8%
人保寿险 <sup>3</sup>	98.7	18.1%	89.4	13.6%	78.7	4.6%
新华保险 (1336 HK)	102.2	-0.3%	111.9	1.8%	109.9	6.0%
安邦-和谐健康 <sup>4</sup>	105.7	374.3%	30.8	19,156.3%	0.16	-
安邦人寿 <sup>4</sup>	100.0	113.2%	54.5	3.1%	52.9	3760.6%
太平人寿 <sup>5</sup>	82.4	19.8%	79.9	22.7%	65.1	25.6%
泰康人寿	82.4	24.9%	76.0	12.0%	67.9	11.1%
人保健康 <sup>3</sup>	22.9	52.0%	16.1	1.9%	15.8	106.8%
平安健康 <sup>1</sup>	0.7	43.8%	0.5	24.6%	0.4	36.2%
财产保险	1-10/2016	变化	2015	变化	2014	变化
保费	人民币 10 亿	(同比)	人民币 10 亿	(同比)	人民币 10 亿	(同比)
人保财险 (2328 HK) <sup>3</sup>	256.3	10.5%	281.0	11.3%	252.4	13.2%
平安财险 <sup>1</sup>	141.8	5.6%	163.6	14.5%	142.9	23.8%
太保产险 <sup>2</sup>	78.5	1.0%	94.4	1.7%	92.8	13.8%
中国人寿财险 <sup>6</sup>	48.2	19.2%	50.4	24.7%	40.4	26.8%
中国联合财险 <sup>7</sup>	29.8	-1.7%	39.4	12.9%	34.9	17.4%
大地财险 <sup>8</sup>	26.3	20.5%	26.6	18.9%	22.4	12.6%
太平 <sup>5</sup>	14.9	15.4%	15.6	17.7%	13.3	22.9%
安邦财险 <sup>4</sup>	4.0	-6.81%	5.3	2.1%	5.1	-20.9%

<sup>1</sup> 平安保险(集团)(2318 HK)分别拥有 99.51%、75.01%和 99.51%的平安人寿、平安健康和平安财险  
<sup>2</sup> 中国太平洋保险(集团)(2601 HK) 分别拥有 98.29%和 98.5%的太平洋人寿(太保人寿)和太平洋财产(太保产险)  
<sup>3</sup> 人民财产保险有限公司(集团)(1339 HK) 分别拥有 80%、68.98%和 93.95%的人保寿险、人保财险和人保健康  
<sup>4</sup> 安邦人寿持有 48.65%安邦财险, 其中安邦财险持有 65.17%和谐健康  
<sup>5</sup> 中国太平保险(966 HK)分别拥有 75.1%和 100%的太平人寿和太平  
<sup>6</sup> 中国人寿(2628 HK)持有 40%中国人寿财险  
<sup>7</sup> 中国中车(1766)2016 年 1 月收购 13.06%中国联合财险  
<sup>8</sup> 中国再保险(1508 HK)拥有 93.18%的中国大地财险  
 来源: 中国保监会、农银国际证券

图表 11: 财务绩效摘要

公司	代码	内含价值 (RMB)	寿险新保单价值(同比)	16 上半年 ROAA (p.a.)	16 上半年 ROAE (p.a.)	资产/净资产 (x)	16 上半年投资收益率	财产险综合成本率	人寿险核心偿付能力	财产险核心偿付能力
中国人寿	2628	20.65	50.4%	0.85%	6.65%	8.44	4.4%	-	298%	-
新华保险	1336	35.16	18.1%	0.99%	11.54%	11.89	5.3%	-	252%	-
中国平安	2318	33.62	40.9%	1.86%	23.36%	11.28	4.4%	95.3%	207%	257%
中国太保	2601	23.76	55.9%	1.31%	9.44%	7.61	4.7%	99.4%	249%	250%
人保集团	1339	3.26	56.6%	2.59%	13.04%	5.52	5.0%	95.0%	147%	251%
中国太平	966	26.72	61.3%	1.63%	11.47%	7.40	4.7%	99.6%	240%	-
中国财险	2328	-	-	4.88%	19.26%	4.03	-	95.0%	-	251%
中国再保险	1508	1.73	24.3%	2.03%	7.74%	3.05	2.4%	97.2%	289%	215%

ROAA: 平均资产回报率

ROAE: 平均净资产回报率

资料来源: 公司、农银国际证券

图表 12: 行业估值 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司	代码	评级	股价 (港元)	股价/内含价值 (x)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市净率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
中国人寿	2628	持有	22.70	0.98	28.07	20.76	1.77	1.66	1.33	1.64
新华保险	1336	卖出	39.95	1.01	17.90	14.57	1.77	1.59	0.60	0.76
中国平安	2318	买入	43.25	1.15	11.59	11.17	1.82	1.58	1.44	1.58
中国太保	2601	买入	30.25	1.13	18.98	17.05	1.79	1.66	2.44	2.46
人保集团	1339	持有	3.25	0.89	9.17	8.25	0.98	0.87	0.52	0.55
中国太平	966	持有	18.06	0.68	13.44	11.23	1.07	0.97	0.34	0.68
中国财险	2328	买入	13.16	-	9.50	8.43	1.43	1.26	2.68	2.86
中国再保险	1508	持有	1.88	0.97	12.15	10.22	0.96	0.89	1.91	2.27

资料来源: 彭博、公司、农银国际证券预测



## 投资银行为亮点

- 投资银行业务将是未来 2-3 年的行业亮点; 根据“十三五”规划, 政府致力于促进资本市场的直接融资
- 债券融资的市场规模是股权融资的 3-4 倍。因此, 在债券承销业务具有领先市场地位的券商应该受益最多
- 看好广发(1776 HK)和招商 (6099 HK), 因其 2015 年及 1H16 的净资产回报率 (ROAE) 都高于同业, 执行力稳定

债务。总体来说, 直接融资占 1H16 社会总融资的 24%, 高于 2014 年的 17%, 我们预计这一趋势将在短期内继续。

**直接融资帮助经济去杠杆。** 近年来, 大型国有企业和工业企业的财务杠杆越来越高。国有企业的负债率从 2014 年年末的 66% 上升至 2016 年 6 月末的 68%; 而规模以上工业企业的负债率在同一时间从 56% 上升至 57%。此外, 缺乏中长期的资金来源已经成为经济增长的瓶颈之一。

**债券比股票重要。** 在直接融资中, 债务融资历史上占总额的 70-80%, 而股权融资仅占较小比例。因此, 在债券承销业务具有强大市场地位的券商应该从直接融资上升的大趋势受益最大。公司债券融资净额由 1H14 的人民币 1.3 万亿元人民币增加至 1H16 的 1.7 万亿元人民币, 显示整体市场健康。债务融资占 1H16 社会融资总额的 18%, 高于 1H14 的 12%。2015 年中国证监会放松公司债券发行规定(例如公司需要登记而不是获得证监会批准发行债券; 非上市公司可发行公司债券)刺激了近几个季度的市场发展。

**股票配售比 IPO 更重要。** 总体而言, A 股市场的筹资活动近年来一直在上升。1H16 非金融企业股票融资额同比上升 53% 至 0.6 万亿人民币。股权融资占 1H16 社会总融资总额的 6.1%, 高于 1H14 的 1.8%。在股权融资中, IPO 的贡献远远低于二级市场中的股票配售。在 1H16, 约 95% 的股权融资是通过二级市场的股票配售进行, 而 IPO 仅占 5%。我们认为, 投资者可能低估了二级配售在市场中的位置及其对券商的影响, 因为 IPO 通常是市场焦点所在。

## 中国证券行业

### 正面

分析员: 周秀成  
电话: (852) 21478809  
电邮: stevechow@abci.com.hk

#### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	11.3
2017 预测市账率均值 (x)	1.2
2017 预测股息率均值 (%)	2.6

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

#### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	3.6	9.0
3 个月	5.1	6.5
6 个月	15.6	2.4

\*行业平均相对于 MXCN  
MXCN: MSCI 中国指数

来源: 彭博、农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

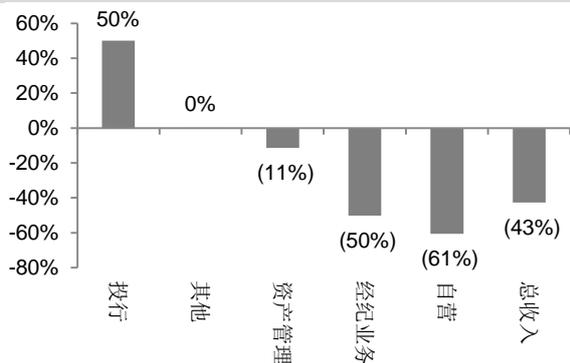
**十三五计划。** 在“十三五”(2016-20)计划中，政府将发展多元化、多层次的资本市场，增加直接融资对经济和去杠杆化的贡献。此外，政府也计划促进高收益债券，混合融资等产品创新。我们认为该计划将支持投资银行业务。

**广发(1776 HK)和招商 (6099 HK) 看高一线。** 为了评估券商在不同市场周期的表现，我们比较了它们在 2015 和 1H16 的平均净资产回报率，并得出结论。1) 广发(1776 HK, 买入，目标价: HK\$19.60)和招商 (6099 HK, 买入，目标价: HK\$ 14.0) 在 2015 和 1H16 的平均净资产回报率持续高于同业; 2) 光大(6178 HK)、银河(6881 HK)及东方(3958 HK)在 2015 年录得高净资产回报率，但在 1H16 市场调整期间的表现未能维持; 3) 华泰(6886 HK)、海通(6837 HK)和中信(6030 HK)在 2015 年和 1H16 都表现不佳。

**风险因素:** (1) 金融资产的市场风险; (2) 与债券投资和贷款业务相关的信用风险; (3) 市场波动; (4) 对证券公司不当行为或员工不当行为的处罚; (5) 直接融资的监管变化。

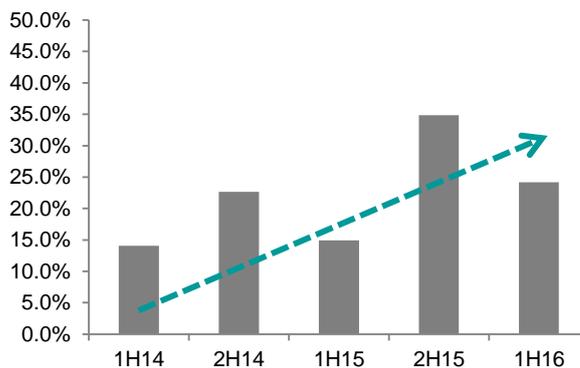


### 图表 1: 1H16 主要券商业务部收入增长



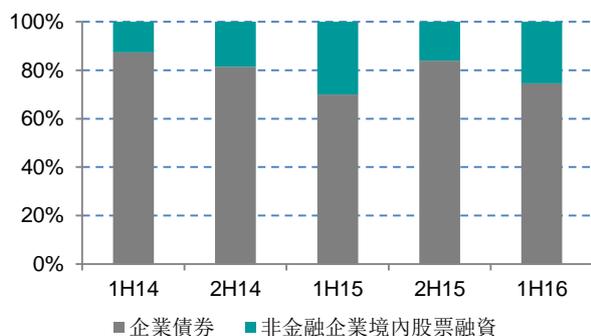
\*招商, 东方, 中信, 银河、广发、海通、华泰等之和  
来源: 公司, 农银国际证券

### 图表 2: 直接融资占总融资的百分比



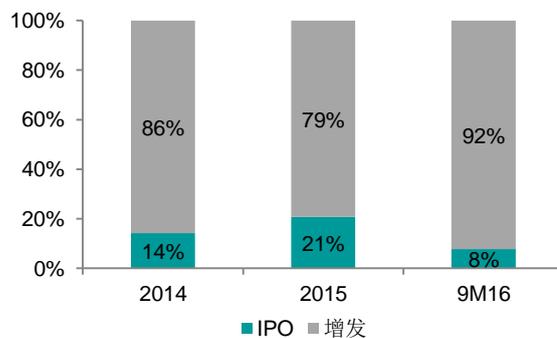
来源: 中国人民银行

### 图表 3: 直接融资 - 股票与债券



来源: 中国人民银行

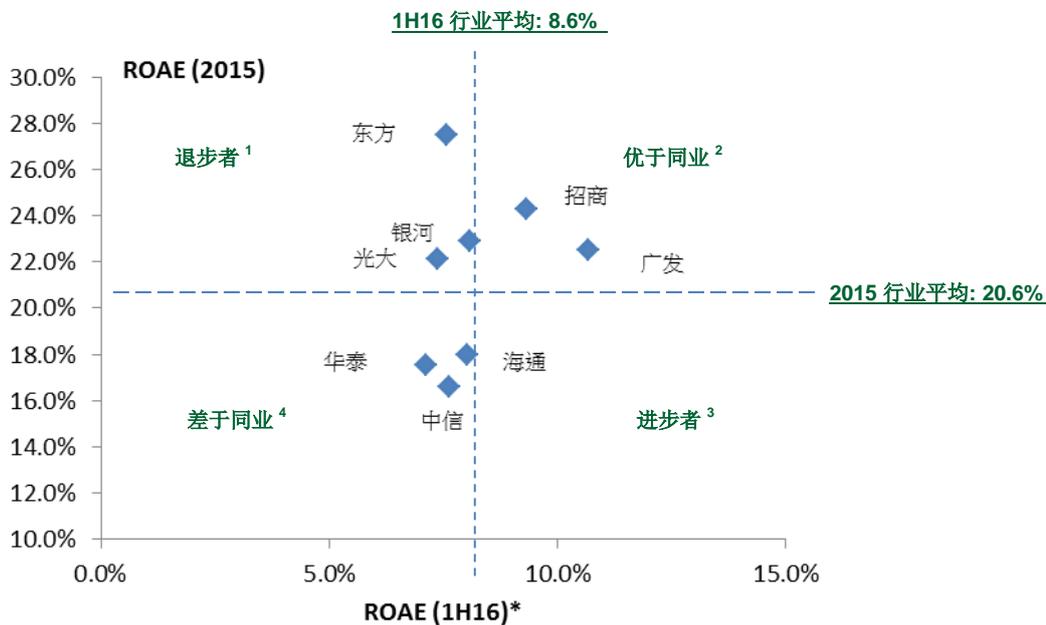
### 图表 4: 股权融资 - IPO 与股票配售



来源: WIND



图表 7: 平均净资产回报率 (ROAE)比较



\*年度化回报率

<sup>1</sup> 退步者: 2015 年净资产回报率高于平均; 1H16 净资产回报率低于平均

<sup>2</sup> 优于同业: 2015 年和 1H16 的净资产回报率都高于平均

<sup>3</sup> 进步者: 2015 年净资产回报率低于平均; 1H16 净资产回报率高于平均

<sup>4</sup> 差于同业: 2015 年和 1H16 的净资产回报率都低于平均

来源: 公司, 中国证券业协会, 农银国际证券

图表 8: 行业估值(数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升潜力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市账率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
广发证券	1776 HK	买入	19.6	10	14.6	12.2	1.5	1.4	2.2	2.6
招商证券	6099 HK	买入	14.0	12	13.8	11.4	1.2	1.1	2.5	3.2
光大证券	6178 HK	持有	12.7	4	13.2	11.2	1.0	1.0	2.1	2.1
东方证券	3958 HK	持有	8.3	1	11.5	9.0	1.1	1.0	2.5	3.3
国联证券	1456 HK	持有	4.4	3	10.9	9.1	0.9	0.8	3.2	3.8

来源: 公司、农银国际证券预测



## 大幅下跌机会不大

- 由于开发商已大致完成全年预售目标，因此可能会放慢 4Q16 的新盘推出节奏。我们认为 10 月政策收紧的影响将在 2017 年才浮现
- 在岸和离岸企业债券发行活跃，减轻开发商降价速销，以维持现金流的压力
- 我们预计 2017 年预售增速将放缓至 10%
- 时代地产 (1233 HK) 是我们的行业中小型股首选。龙光地产 (3380 HK) 也是我们偏爱的开发商

**紧缩政策的影响可能于 2017 年初才浮现。** 超过 15 个城市在 10 月份宣布了提高房贷首付比例和限购等房地产紧缩措施。截至 2016 年 10 月，已有约 20 个城市实施限购措施。我们认为这些紧缩政策的影响只会在 2017 年年初出现，因为开发商已完成大部分全年销售目标，因此可能会将原本年末推出的新项目，延至明年年初。在可售资源减少的情况下，房价未必短期出现明显下滑。

**国内公司债券市场窗口不太可能完全关闭。** 10 月，上海证券交易所宣布将对发展商发行公司债设新限制：1) 募集资金不得用土地收购；2) 涉及高价拿地的开发商不允许发行公司债券。更有传言称，由于政府试图打压刺热的土地市场以及楼市，所有发展商的境内公司债券发行将完全停止。然而，我们认为这种限制是不太可能的。限制融资渠道可能会拖慢建筑进度，从而降低长远未来住房供应。此外，开发商可能会发行具有复杂结构和更高成本的信托贷款。总体而言，我们认为政府的目标是希望房地产市场稳定发展，而不是硬着陆。

**离岸发债可能于明年继续反弹。** 于 9M16，中国开发商发行了 5,040 亿元的境内公司债券，同比增长 83%。3Q16 债券收益率仅为 4.4%，同比下跌 0.7 个百分点或环比下跌 0.3 个百分点。然而于 3Q16，境内公司债券发行量同比大幅下降 33%，这可能是由于审批程序收紧。因此，离岸债券发行量环比上升 700% 至 72 亿美元，弥补了较弱的境内市场。受境内低融资成本所驱动，离岸美元债券收益率在 3Q16 也下跌至 5.8%，同比下跌 2.7 个百分点。我们认为在岸和离岸充足的流动性允许开发商进一步增加负债率。因此，即使现金流受到最近的限购政策削弱，开发商亦无需降低销售价格以换取现金回款。

**新供应维持在合理水平。** 住宅完工和新开工分别在 9M16 同比增长 11% 及 7%，扭转了 2014-15 年的下降趋势。鉴于物业需求急剧上升 (9M16 新屋销售：同比增长 43%)，我们认为新供应增长仍然合理。我们参考 2011 年首次限购实施时，新房销售在 2011-13 年间，在首次购房者的巨大需求下，实现了两位数的增长。直至 2014 年，新房住宅销售才出现下滑，同比下降 8%。这反映强大的首次购房需求大概需时 3 年才慢慢被消耗。

## 中国地产业

### 正面

分析员: 董耀基  
电话: (852) 21478311  
电邮: kennethtung@abci.com.hk

#### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	5.3
2017 预测市账率均值 (x)	0.7
2017 预测股息率均值 (%)	6.1

来源: 彭博、农银国际证券预测

#### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(1.89)	1.68
3 个月	(5.00)	(3.81)
6 个月	13.28	2.85

\*恒生大陆房地产指数相对于恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券



我们认为利率至少上调 **150 基点**才能对房地产市场构成压力。自 2014 年多次降息后，5 年期贷款利率已跌至 **4.9%**，为 10 年低位。购房者房贷供款因此减少，促使购买力大大增加。更重要的是，现在极低的存款利率(1 年存款利率：**1.1%**)驱使市民购买物业作为投资，以获得更好的回报。与波动的 A 股市场相比，投资房地产对个人投资者来说更安全，鉴于房价在过去十年较为平稳的升值记录。我们认为，在利率恢复到历史平均水平之前，房地产市场不会发生大幅度下滑。我们相信利率至少上调 **150 个基点**，房价才会出现明显回落。

**预计 2017 年预售同比增长 10%，2018-19 年放缓至 5%。**2016 年前 10 个月，22 家主要上市开发商的预售额，平均同比增长 **68%**至 20,600 亿人民币元；平均而言，他们已经完成 2016 年预售目标的 **103%**。我们预计开发商将延迟推出新项目，以避免为 2017 年设置高基数。通过推迟一些项目预售到明年初，我们认为开发商可以在 2017 年实现 **10%**的同比增长。我们认为在限购情况下，首套房购买者的需求和投资需求将慢慢减少，2018-19 年预售增长将放缓至 **5%**。

**偏爱珠三角城市；时代地产(1233 HK,买入,目标价: HK\$ 5.70)作为中小型股首选。**我们最近到访南京，杭州，宁波和清远等城市进行考察，注意到不同城市的收紧程度差异很大。我们认为，珠三角城市(深圳除外)在执行收紧政策方面相对温和。东莞和佛山等珠三角城市在 10 月初才开始了紧缩政策。相比之下，在南京和苏州等长江三角城市，第一轮房地产紧缩政策早在 8 月份逐步实施。时代地产是我们的中小型地产股首选，主要 3 个原因：(1) 聚焦广州/佛山等前景较好的房地产市场；(2) 利润率较高的旧改开发项目；(3) 有吸引力的估值。我们亦偏爱龙光地产 (3380 HK,买入,目标价: HK\$ 4.30)，鉴于其惠州龙光城项目能吸引从深圳而来巨大的投资性需求。

**风险因素：**1) 限购力度加大；2) 债券发行收紧。

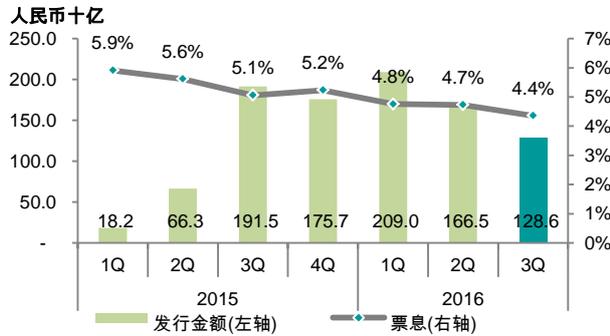


### 图表 1: 宣布限购或限贷的城市

月份	公布新收紧措施的新城市	城市数目
三月	深圳、上海	2
六月	合肥	1
八月	南京、苏州、武汉	3
九月	厦门、杭州、北京、天津	4
十月	新增: 广州, 成都, 无锡, 济南, 郑州, 珠海, 佛山, 东莞, 福州 第二轮: 深圳、合肥、南京、苏州、武汉、厦门	15

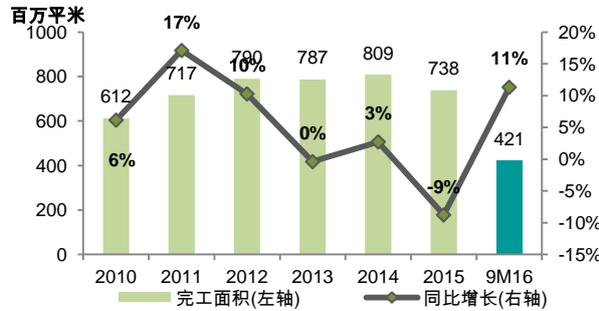
来源: 当地政府, 农银国际证券

### 图表 3: 境内公司债发行额 (1Q15-3Q16)



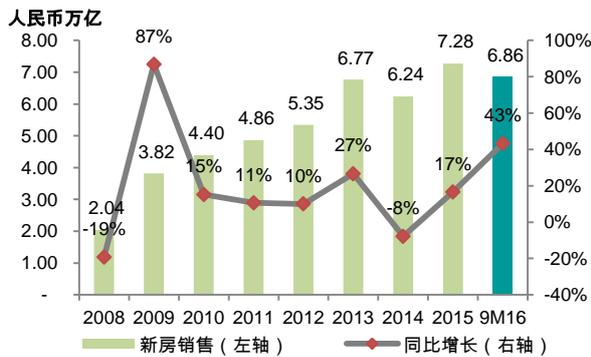
来源: 彭博, 农银国际证券

### 图表 5: 住宅物业完工面积



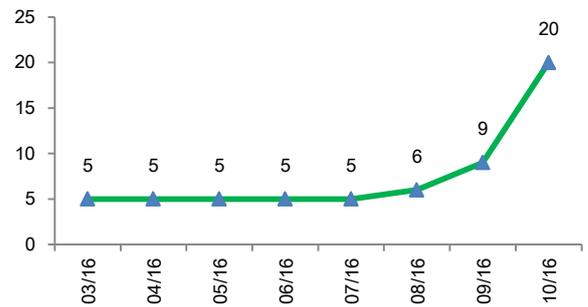
来源: 国家统计局, 农银国际证券

### 图表 7: 新房销售



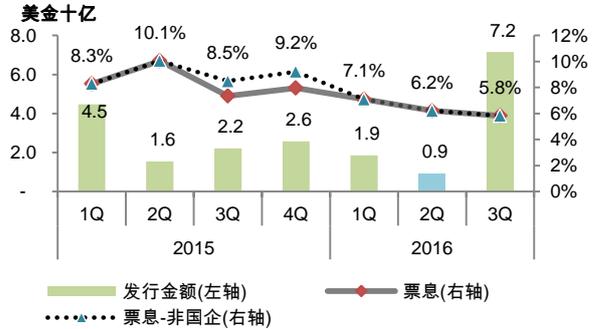
来源: 国家统计局, 农银国际证券

### 图表 2: 限购城市数目



来源: 当地政府, 农银国际证券

### 图表 4: 海外美债发行额 (1Q15-3Q16)



来源: 彭博, 农银国际证券

### 图表 6: 住宅物业新开工面积



来源: 国家统计局, 农银国际证券

### 图表 8: 五年期贷款率



来源: 彭博, 农银国际证券

图表 9: 10M16 预售

开发商	10M16		2016 目标		完成率			
	金额 人民币 十亿	同比增长	面积 000 平方米	同比增长		均价 人民币/平米		
1 碧桂园	271.5	170%	33,170	113%	8,186	27%	220.0	123.4%
2 旭辉	46.5	118%	2,579	61%	18,043	36%	43.8	106.2%
3 恒大	316.7	105%	38,639	93%	8,196	6%	300.0	105.6%
4 禹洲	20.4	102%	1,617	50%	12,601	34%	22.0	92.6%
5 融创	102.7	97%	4,821	84%	21,301	7%	110.0	93.4%
6 龙湖地产	78.4	88%	5,272	56%	14,867	20%	62.0	126.4%
7 时代	24.0	73%	2,125	30%	11,278	33%	21.5	111.5%
8 首创置业	33.7	60%	1,719	-11%	19,581	79%	38.0	88.6%
9 金茂	29.3	57%	1,269	46%	23,092	7%	29.5	99.3%
10 龙光	24.7	54%	1,968	-6%	12,530	63%	28.0	88.1%
11 绿城	78.4	54%	3,990	43%	19,649	7%	65.0	120.6%
12 万科	311.5	53%	23,349	43%	13,340	6%	300.0	103.8%
13 中国海外	195.9	50%	11,888	24%	16,482	21%	210.0	93.3%
14 保利	173.6	43%	13,095	36%	13,258	5%	NA	NA
15 远洋	38.3	39%	2,317	8%	16,526	29%	48.0	79.8%
16 雅居乐	46.5	38%	4,730	23%	9,822	12%	46.0	101.0%
17 富力	52.8	34%	4,016	27%	13,144	6%	60.0	88.0%
18 华润置地	90.9	26%	6,554	11%	13,868	13%	96.0	94.7%
19 深控	18.7	26%	858	-3%	21,769	29%	18.5	101.0%
20 越秀	24.9	24%	2,041	13%	12,182	10%	25.8	96.4%
21 合景泰富	19.3	22%	1,478	24%	13,039	-2%	22.0	87.6%
22 世茂	61.9	15%	4,515	1%	13,710	14%	67.0	92.4%
总共	2,060.4	68%	172,010	53%	11,978	10%	1,833	102.9%

来源: 公司数据、农银国际证券

图表 10: 香港上市的地产开发商的市场估值 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升潜力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市账率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
时代	1233	买入	5.70	54.9%	3.1	2.4	0.7	0.5	6.4	8.4
深控	604	买入	4.10	21.7%	8.5	6.8	0.7	0.7	5.9	7.3
龙光	3380	买入	4.30	41.9%	5.8	4.9	1.0	0.9	5.0	6.6
禹洲	1628	买入	3.30	13.8%	5.1	3.8	1.0	0.9	7.2	9.6
旭辉	884	买入	2.90	30.6%	4.4	3.7	0.9	0.8	6.8	7.2
金茂	817	买入	3.40	62.7%	6.4	5.0	0.6	0.5	5.0	6.5
绿景	95	买入	2.70	12.5%	15.4	6.8	2.0	1.7	2.4	5.3
中海	688	买入	27.40	23.4%	6.4	4.8	1.0	1.0	4.7	6.3
花样年	1777	买入	1.40	40.0%	7.6	5.3	0.5	0.4	4.1	5.8
恒大	3333	买入	6.60	23.4%	11.2	4.8	0.6	0.6	4.5	10.4
华南城	1668	持有	1.60	-4.8%	12.9	8.7	0.5	0.5	2.6	3.8
融创	1918	持有	5.10	-13.6%	6.1	6.2	0.8	0.7	3.0	2.9
绿城	3900	持有	5.40	-17.2%	9.8	6.6	0.5	0.5	2.0	3.0

来源: 彭博、农银国际证券预测



## 2017 年消费市场增速将继续波动

- 全国零售销售增速在 2016 年出现波动；最近 CPI 上涨显示零售销售交易量有所下降
- 网上零售销售的增长速度开始放缓
- 中国消费市场的三大新趋势：消费者日趋节约、对产品的质量功能要求提高、生活水平提高带动消费层次提高
- 中国消费市场在 2017 年将会继续迎来更多的变革
- 对行业保持**中性**；增长的放缓和行业内公司表现不一是主要考虑因素

**零售销售增长出现波动。**中国的零售销售同比增速从 9 月的 10.7% 下跌到 10 月的 10.0%，是 16 年内增速第二次跌至 10%。大部分的产品均出现增速放缓的迹象。而家具、文化办公用品、石油及制品、体育娱乐用品、服饰与纺织品均出现增速加快的迹象。网上零售销售也出现增长放缓的迹象，月度销售同比增速从 9 月的 28.88% 跌至 10 月的 23.44%。我们相信，随着中国的经济增速保持在中单位数增长，中国的零售销售增速在 2017 年以及未来的几年内将会保持较大的浮动。

**中国消费市场的增长或将仅靠通胀水平上涨的推动。**尽管中国的零售销售仍保持增长，但是自 15 年 2 月以来，通胀和全国零售销售的增速开始出现反向走势，显示中国的零售市场交易量并不能支撑零售增长，甚至中国消费者的消费量开始下降。通胀和零售销售的增速自 16 年 8-10 月开始出现明显的分歧，期间零售销售增速从 10.6% 下降到 10.0%，CPI 同比增速则从 1.3% 上升到 2.1%。我们认为，在未来国内的消费价格水平将会因 PPI 的上涨而提升，因此消费市场交易量下降将拖累消费增长。中国的消费市场增长将很大程度受到消费价格水平上涨的影响。目前的数据显示，烟酒类、中药和西药行业的零售销售并没有因为通胀上涨而有所上升；而服饰和汽车行业的零售销售增长则并没有因为通胀下降而降低。

**网上零售销售增速下降。**在 2016 年，网上零售销售在全国零售销售的贡献比例继续上升。在今年的头十个月，网上零售销售额达到 39288 亿元人民币，占全国零售销售额(269601 亿元人民币)比例为 14.57%。但是，我们发现，网上零售销售的增速开始放缓，10 月和 3Q16 的同比增长分别达到 28.13% 和 21.54%，均为历史最低。同时，网上零售销售对全国零售销售的贡献比例自 2016 年 6 月突破 14% 以来开始出现上升趋势放缓的迹象。随着网上零售销售市场日渐成熟以及该领域的竞争逐渐加大，我们相信这一趋势将会在未来持续。

**3 大趋势推动中国消费市场变革。**我们认为，目前中国的消费市场变革由以下的三大趋势推动：消费者日趋节约、对产品的质量功能要求提高、生活水平提高带动消费层次提高。随着中国经济增长和个人收入增长继续保持在温和的水平，中国的消费者将会更加节省，意味着消费者对于每次的支出将会更加谨慎并减少额外的开支。此外，我们相信消费者将

## 中国消费业

### 中性

分析员：潘泓兴

电话：(852) 2147 8829

电邮：paulpan@abci.com.hk

#### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	16.55
2017 预测市账率均值 (x)	2.13
2017 预测股息率均值 (%)	2.36

来源：公司、彭博、农银国际证券预测

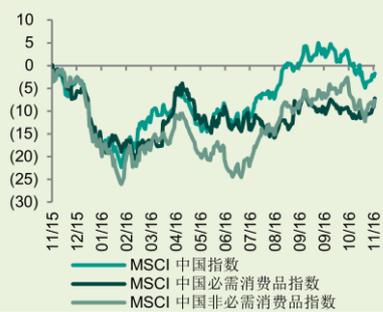
#### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(2.94)	1.73
3 个月	6.54	7.15
6 个月	20.59	8.87

\* MSCI 中国必需品及非必需品消费指数平均值数对 MSCI 中国指数

来源：彭博、农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)



来源：彭博、农银国际证券



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

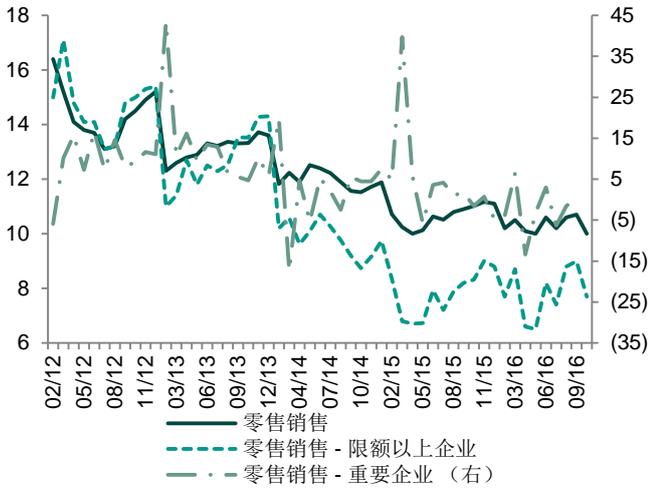
会更加着重产品的质量功能和价格之间的平衡。同时，我们相信城市化和新一代消费者的诞生将会促进超于物质追求的生活方式升级。

**中国消费市场将迎来持续的变革浪潮。**为了迎合消费者不断改变的口味，我们认为中国的消费市场将会迎来更多的变革。我们相信，变革的其中一个趋势是为消费者带来新的体验，例如为消费者营造不同的社区体验或将产品和服务融合。此外，新科技也将会带来变革。就在 16 年的双十一活动中，各大网购电商平台都采用了网上直播或虚拟现实技术来吸引消费者。

**风险因素：**1)全国经济增速急速下降；2)个人收入增长继续低于全国经济增速；3)网上零售销售增速低于预期；4)产品安全问题使消费者信心降低；5)中国消费者品味改变快于预期。

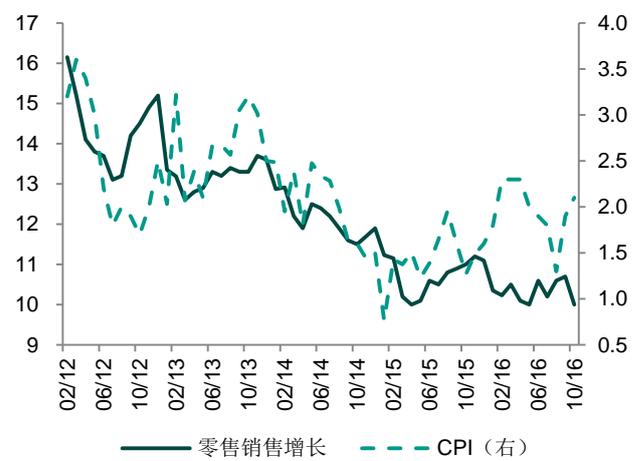


### 图表 1: 中国零售销售增长 (同比 %)



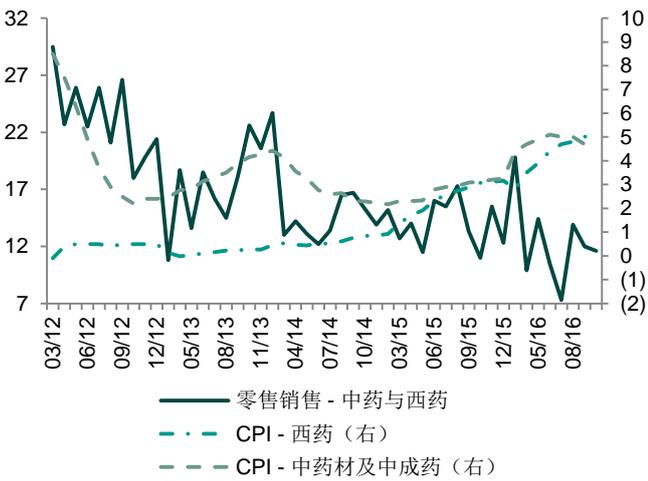
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 2: 中国零售销售与 CPI (同比 %)



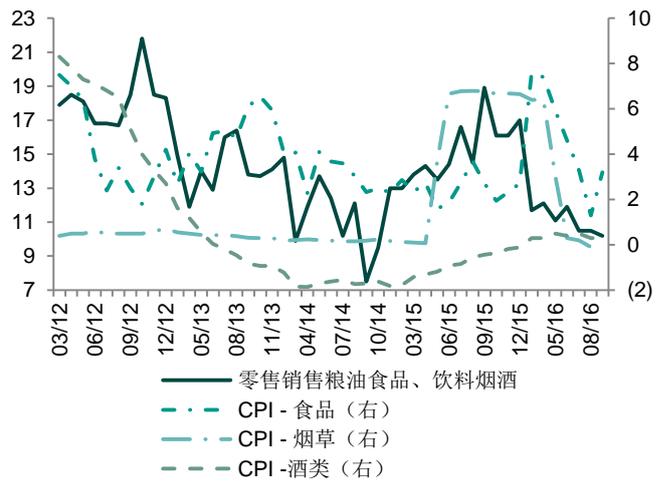
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 3: 零售销售与 CPI - 中药与西药 (同比 %)



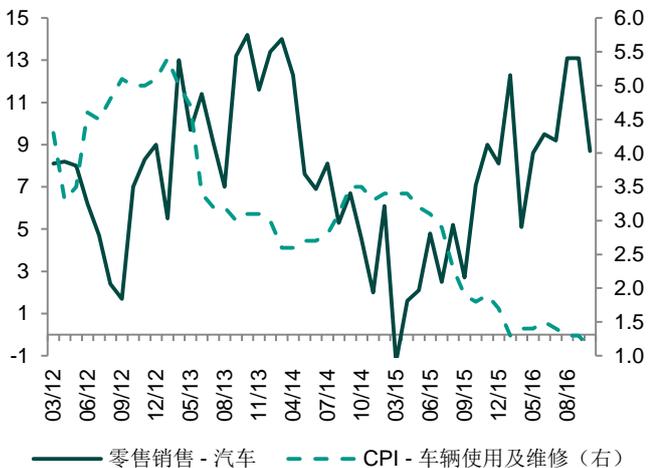
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 4: 零售销售与 CPI - 粮油食品、饮料和烟酒 (同比 %)



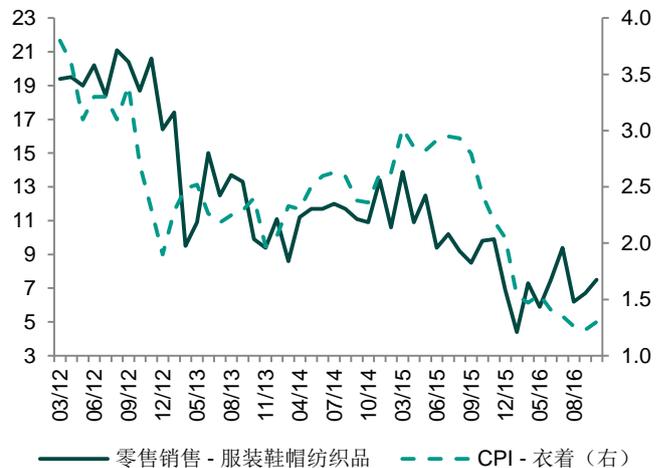
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 5: 零售销售与 CPI - 汽车 (同比 %)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

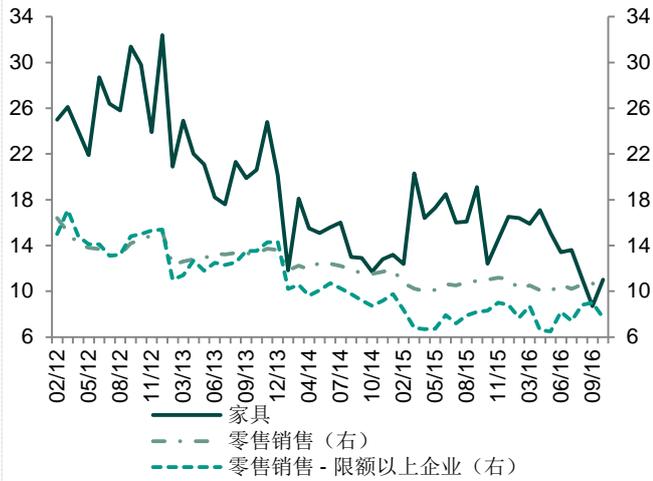
### 图表 6: 零售销售与 CPI - 服饰与纺织品 (同比 %)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

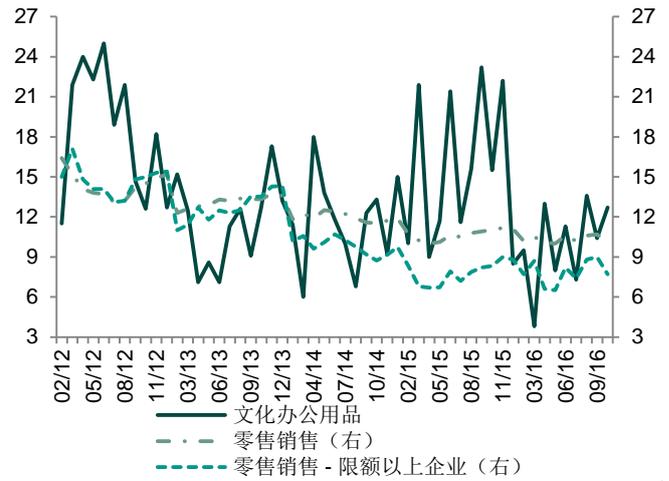


### 图表 7: 零售销售增长 - 家具 (同比 %)



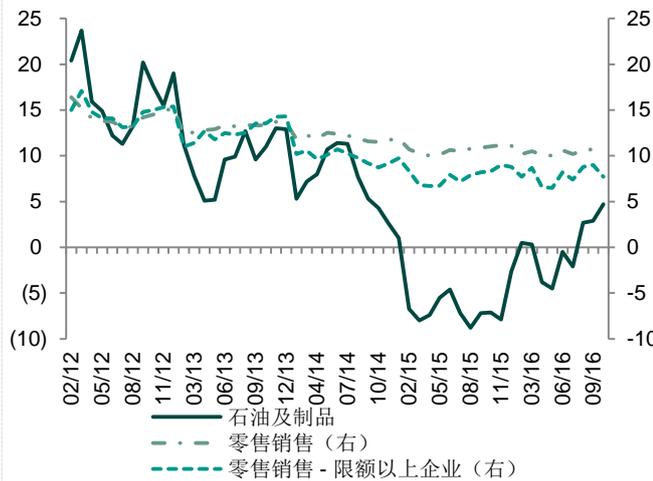
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 8: 零售销售增长 - 文化办公用品 (同比 %)



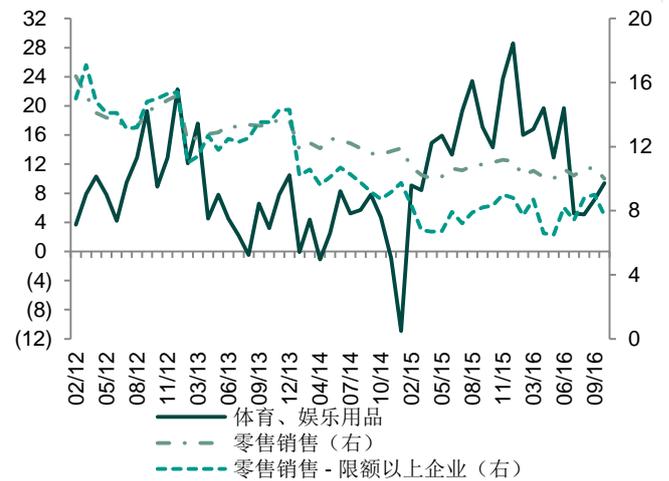
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 9: 零售销售增长 - 石油及制品 (同比 %)



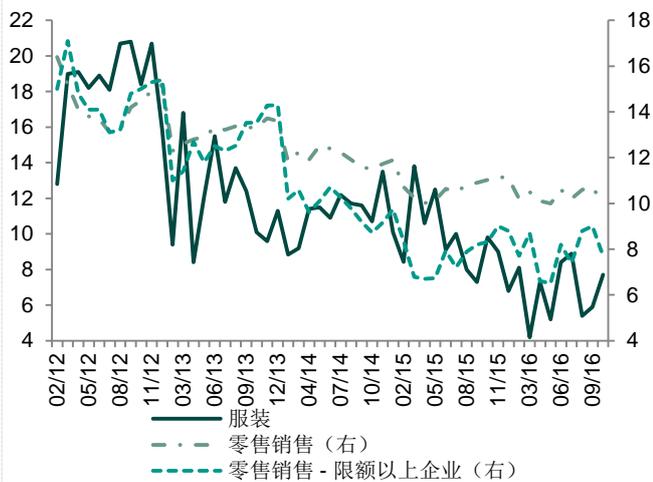
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 10: 零售销售增长 - 体育、娱乐用品 (同比 %)



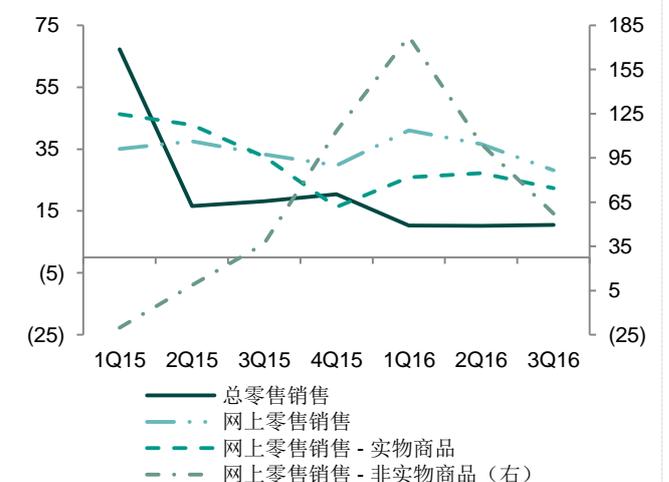
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 11: 零售销售增长 - 服饰与纺织品 (同比 %)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

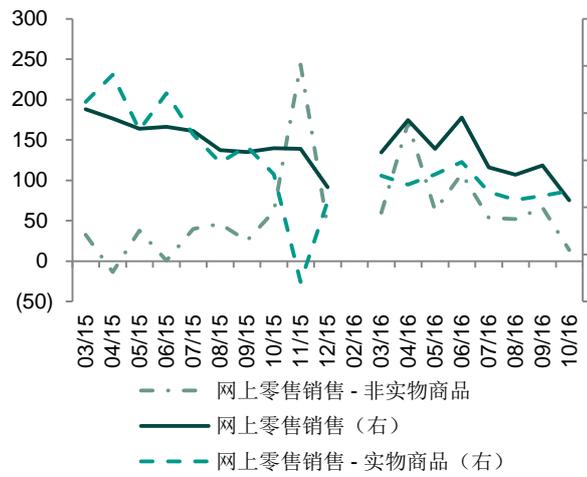
### 图表 12: 季度网上零售销售增长 (同比 %)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

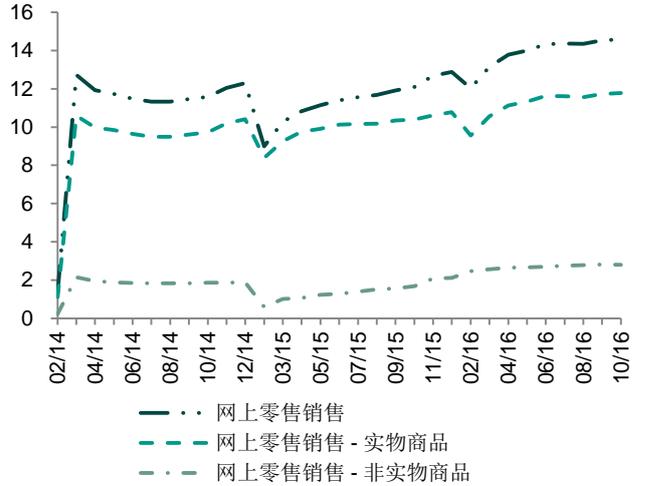


图表 13: 月度网上零售销售增速 (同比 %)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

图表 14: 累计网上零售销售对全国零售销售贡献度 (%)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券



## 对猪肉食品业前景乐观

- 食品的零售销售在 2016 年增长速度放缓；食品 CPI 在 2016 年的上涨显示该行业的零售交易量增速有所下降
- 我们所覆盖的食品板块面临较低的通胀压力；对这两个行业产品的文帝呢需求和消费者生活习惯改变将有利于行业的增长
- 乳制品行业将会有更多的行业整合出现，上下游的整合将会更加频繁；蒙牛和伊利将仍会主导市场，且两者之间的竞争将会更加激烈
- 基于中国对于猪肉的需求较为稳定，我们对于猪肉及相关的产业较为乐观
- 对行业保持中性评级，预期行业的未来增长将会放缓，且行业内企业的表现将会出现分歧

**食品行业出现疲态。**食品零售销售的增长正在放缓。“粮油与食品”的零售销售增长从 2 月的 12.6% 下降到 10 月的 9.1%，低于 10 月的零售销售同比增速(10%)。但是，在今年的头 9 个月，食品零售销售平均月同比增速为 11.4%，高于全国零售销售的均值 10.3% 和限额以上企业的均值 7.8%。我们相信，经济增速的放缓对于食品行业也产生了影响，且逐步反映在食品的零售销售增速上。

**食品零售销售的增速与板块的通胀走势相反。**食品板块的通胀压力从 8 月开始回升。在 8 到 10 月之间，食品 CPI 同比增速从 1.3% 上升到 10 月的 3.7%，而“粮油与食品”的零售销售同比增速则从 10.2% 下降到 9.1%。价格水平的上升并没有提振该板块的零售销售。我们相信，这显示食品的零售销售交易量增速有所放缓。

**我们所覆盖的食品行业面临较小的或下降的通胀压力。**在最近的几个月，猪肉行业的通胀压力正在缓解，而乳制品的通胀仍处于较低水平。从 2016 年 1 月到 10 月，猪肉的 CPI 同比增速从 18.8% 下降到 4.8%；而牛奶和乳制品的 CPI 更是从 7 月开始出现负增长。针对猪肉板块，生猪供应的上升和生猪价格相应的下降是推动 CPI 增速下降的主要原因，而针对乳制品行业，较低的原奶价格水平和国际奶粉价格水平导致其目前的 CPI 状况。国内对这两类食品的需求较为稳定，这两个板块的公司将具有较高的抗经济周期能力。目前的较低的原材料价格水平同时也给行业内的公司更多定价的空间。我们认为，这两个板块内的竞争将会更加激烈。

**食品行业内的领导者将会得益于中国消费行为的现代化。**我们相信，中国消费者的需求改变正在推动消费市场变革。目前，中国消费者将品质放在首位，因此具有一定规模的企业和较为成熟的品牌将会在市场上脱颖而出。此外，生活方式节奏加快也使消费者逐步关注食品的便捷性。乳制品和肉制品可以满足消费者对于营养和便捷性两方面的需求，因此将会受惠于生活方式的改变。

**乳制品上游行业：新一轮的行业整合即将开始。**在受到较低的国际奶粉价格以及国内原奶价格的冲击后，国内的中国上游乳企在未来将面临更多的挑战。尽管国际奶粉价格在过去的几个星期内有所上升，但是目前国际奶粉价格仍处于较低的水平，且中国目前仍有一定规模的奶粉库存，导致中国原奶价格的改善会较缓慢。伊利(600887 CH)在最近宣布收购圣牧

## 中国食品及饮料业 中性

分析员: 潘泓兴  
电话: (852) 2147 8829  
电邮: paulpan@abci.com.hk

### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	23.83
2017 预测市账率均值 (x)	2.12
2017 预测股息率均值 (%)	1.53

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	9.37	7.21
3 个月	6.80	3.23
6 个月	23.42	17.13

\*行业加权平均相对于 MSCI 中国必需消费品指数

来源: 彭博、农银国际证券

### 1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券



(1432 HK)的股份，意味着上游在未来或将出现行业内或与下游企业的整合。同时我们认为，上下游企业的整合将会频繁出现。

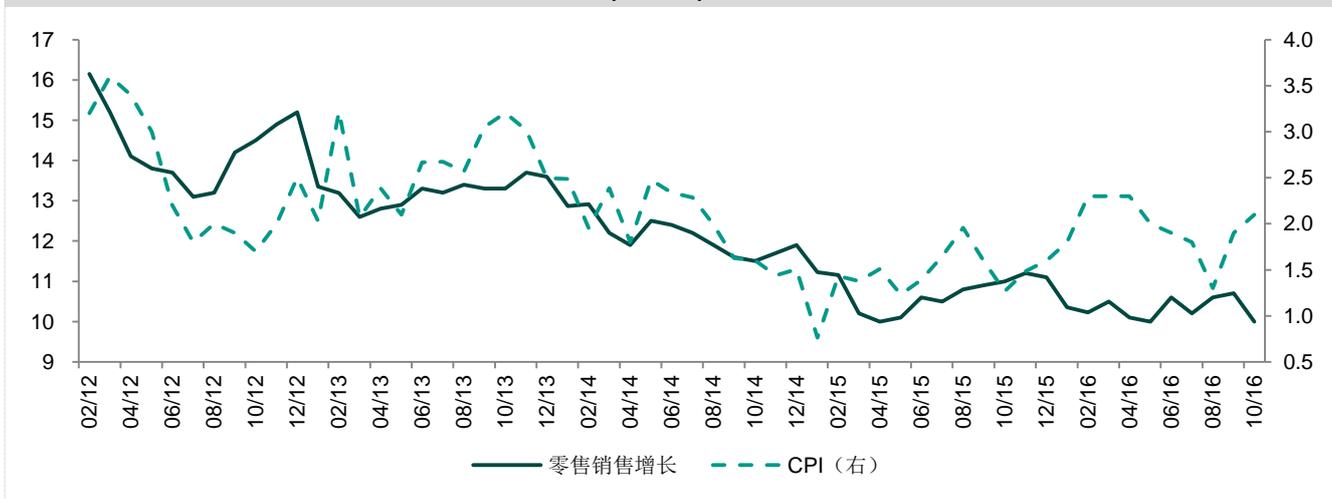
**乳制品下游行业：市场竞争格局持续改变。**蒙牛(2319 HK)和伊利(600887 CH)在液态奶的市场份额分别从 2015 年的 27.3%和 25.7%上升到 1H16 年的 27.4%和 26.7%。这意味着这两家公司的合计市场份额在 1H16 达到 54.1%。但是，中型的竞争对手却面临一定的压力。我们看到，第三和第四名的乳制品企业在液态奶的合计市场份额从 2014 年的 18.3%下降到 2015 年的 16.1%和 1H16 的 14.1%。因此，我们相信，中国的下游乳制品市场已经出现了改变。两大乳业巨头通过经济规模优势赢得了国内大部分的市场，小型的竞争对手稳守其市场。而较小的规模和较短的品牌历史，使中型竞争对手未能有效在全国扩张。考虑到目前的经济状况，我们认为，中国两大乳制品品牌(蒙牛和伊利)中国相对其竞争对手有着无可比拟的优势。

**肉制品行业：品牌建设将成为首要任务。**生活方式的改变、可支配收入的增加、肉制品可选择种类的扩大推动消费者增加非鲜肉消费的比例。而肉制品较高的利润率也会使肉食品生产加工企业增加肉制品业务的比例。我们相信，在中国市场的几大行业龙头之间的竞争将会加剧，使品牌建设变得更加重要。因此，最后胜出的将会是拥有领先市场地位和较强的品牌组合的企业。

**行业评级和估值。**我们目前对于乳制品企业仍保持审慎态度。对于蒙牛(2319 HK)(评级：持有；目标价：14.53 港元)，其在 1H16 的收入增长，但利润率下跌；伊利收购圣牧的股份或对蒙牛的原奶供应造成影响。伊利(600887 CH)(评级：持有；目标价：人民币 19.82 元)在 3Q16 继续保持良好的利润率并出现增长速度回升，但目前其股份增发、产能扩张和收购圣牧等计划仍面临一定的不确定性。我们对于万洲国际(288 HK)(评级：买入；目标价：7.68 港元)更为乐观，因猪肉仍是中国主要的肉类消费品种，公司的肉制品品牌建设正在顺利推进，且其在收购 Smithfield 后可以较好地实现协同效应。

**风险因素：**1)大宗商品价格风险；2)生物资产风险；3)监管风险；4)食品安全风险；5)外汇风险；6)利率风险

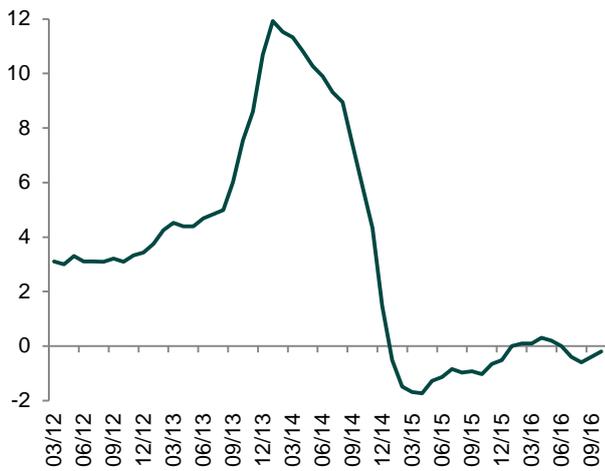
图表 1: 食品零售销售增长下降，但食品 CPI 反之上升 (同比 %)



来源：国家统计局、Wind、农银国际证券

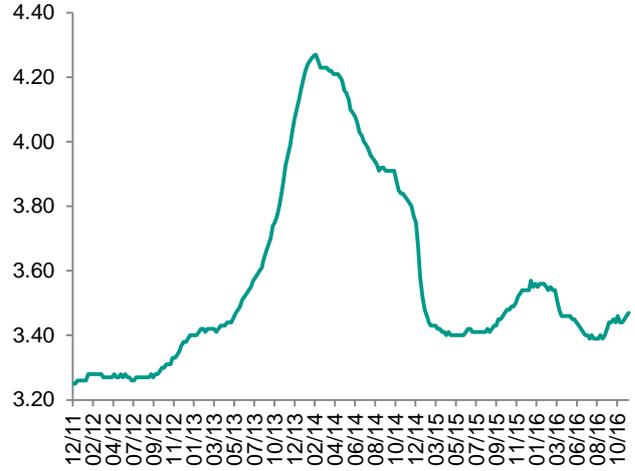


图表 2: CPI – 牛奶和乳制品 (同比 %)



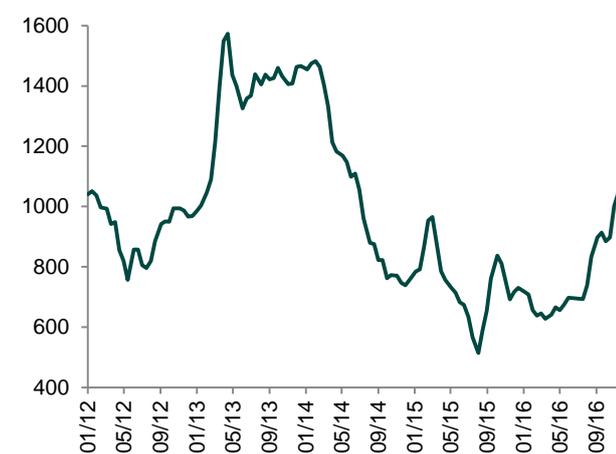
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

图表 3: 全国平均原奶价格 (人民币/公斤)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

图表 4: GDT 价格指数



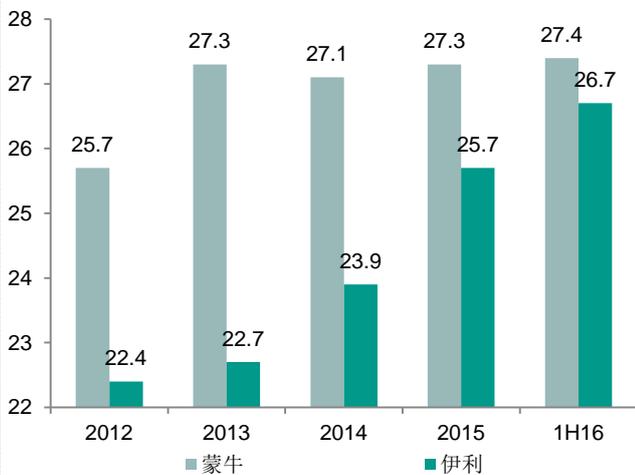
来源: 彭博、农银国际证券

图表 5: GDT 平均拍卖中标价格 – 全脂奶粉(美元/吨)



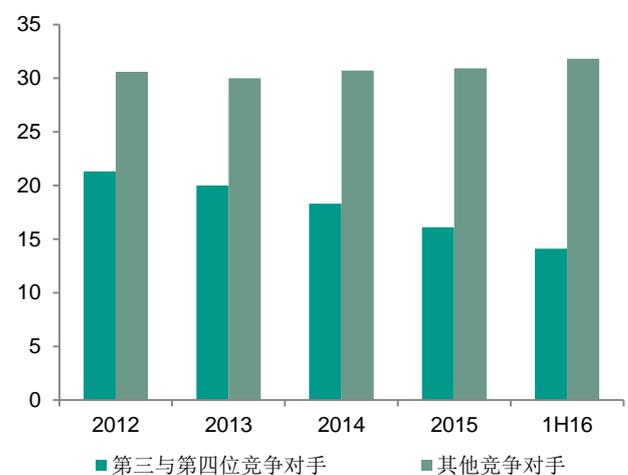
来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 蒙牛和伊利液态奶市场份额 (%)



来源: 蒙牛展示文件、农银国际证券

图表 7: 其他乳制品企业液态奶市场份额(%)



来源: 蒙牛展示文件、农银国际证券

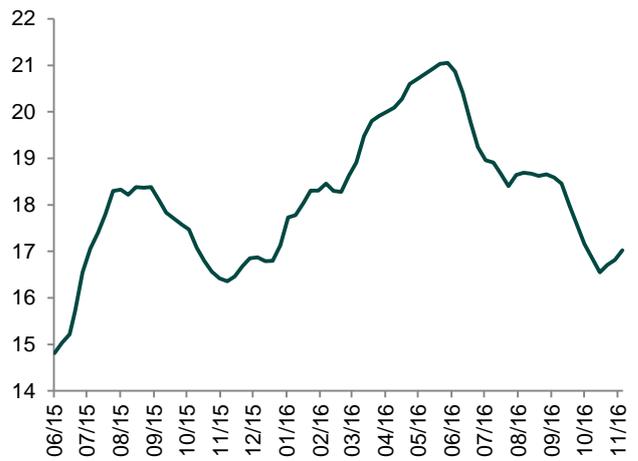


图表 8: CPI – 猪肉 (同比 %)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

图表 9: 生猪出厂价格(人民币/公斤)



来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

图表 10: 市场估值 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升潜力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市账率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
万洲国际	288 HK	买入	7.68	21.71	13.97	12.92	2.37	2.23	2.71	3.03
伊利	600887 CH	持有	¥19.82	5.88	22.76	19.36	5.27	4.26	3.06	1.73
蒙牛	2319 HK	持有	14.53	(10.97)	24.13	25.57	2.09	1.98	0.80	0.96
合生元	1112 HK	持有	22.83	(8.86)	23.97	23.69	2.88	2.43	0.00	0.00

来源: 彭博、农银国际证券预测



## 市场领导者仍占上风

- 温和的通胀和增长速度加快显示中国服装行业的整体零售交易量有所上升
- 服装行业内企业间的竞争仍较为激烈，中国经济的增速的放缓将会加剧行业的竞争并淘汰较小规模的企业
- 上市的运动服饰企业，尤其是较小的企业，在 2016 年的表现均受到不同程度的压力
- 对于行业保持中性评级，整体行业在 2017 年将会出现增长下滑；仅有的行业领导者将是投资者获得超额收益的主要来源

服装行业的通胀压力并没有明显上升，显示服装的零售销售量有良好的提升。在 2016 年的头十个月，服装行业的通胀保持在较低的水平。服饰的 CPI 同比增速从 1 月的 1.9% 下降到 10 月 1.3%。鞋类的 CPI 同比增速从 1 月的 2% 下降到 10 月的 1.2%。同时，服装(服饰、鞋类、帽)和纺织品的零售销售量有所上升，其同比增速在 7 月曾经达到 9.4%，并在 10 月达到 7.5%。因此，我们相信服装的零售销售量在中国正在上升。

服装行业的竞争正在加剧。虽然限额规模以上企业在服装产品方面的零售销售正在加速，但是重点企业的数据则显示相反的趋势。从 2016 年 2 月到 5 月，重点企业的服饰零售销售出现同比下滑，而鞋类零售销售的也在 2-7 月减出现同比下滑。可见中国的服装市场竞争度仍较高，并导致了限额规模以上企业和重点企业之间的表现不一。随着中国的经济增速在未来几年保持在中单位数的增长，服装市场的竞争将会加剧。

运动服饰行业同样受到压力。通过运动服饰行业内的上市企业数据，我们可见该行业也承受相当的压力。宝胜(3813 HK)和裕元(551 HK)的月度销售额在 2016 年的同比增长均低于以往几年。国内的运动服饰品牌业绩同样出现倒退。于 1H16，安踏、特步的销售额同比增速下降到 20.21%、6.02%，而匹克的销售额则同比下降 5.96%；安踏、361 度、特步的净利润仅同比增长 16.98%、1.3%、10.64%，而匹克的净利润则同比下降 3.73%。纵观 1H 的数据，安踏的表现仍超过其竞争对手。

行业环境的恶化将对小型企业带来更多挑战。我们相信零售行业增速的放缓和整体零售行业环境的恶化将会对运动服饰行业的成长势头带来压力。根据 Euromonitor International，运动服装和鞋的销售增速将会在 2016-20 年下降。小型的运动服饰企业或不具备应对新常态的能力，将会面临更大挑战。同时，行业内或将出现新一轮的整合浪潮。我们相信，安踏(2020 HK)在行业内无论是规模还是市场渗透率都领先同行，因此具有较强的能力抵御增长放缓。我们目前对于安踏的评级为持有；目标价格为 23.43 港元(16 年/17 年预测市盈率：26.53 倍/23.98 倍；16 年/17 年预测市帐率：6.34 倍/5.85 倍)。

**风险因素：**1)政策风险；2)中国消费者品味急速变化；3)大宗商品价格风险；4)并购业务风险；5)产品安全风险；6)生产风险；7)外汇风险；8)利率风险。

## 中国运动服装业

### 中性

分析员: 潘泓兴  
电话: (852) 2147 8829  
电邮: paulpan@abci.com.hk

#### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	15.68
2017 预测市帐率均值 (x)	1.73
2017 预测股息率均值 (%)	3.96

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

#### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(7.10)	(9.26)
3 个月	(9.48)	(13.06)
6 个月	17.05	10.76

\* 行业加权平均相对于 MSCI 中国必需消费品指数

来源: 彭博、农银国际证券

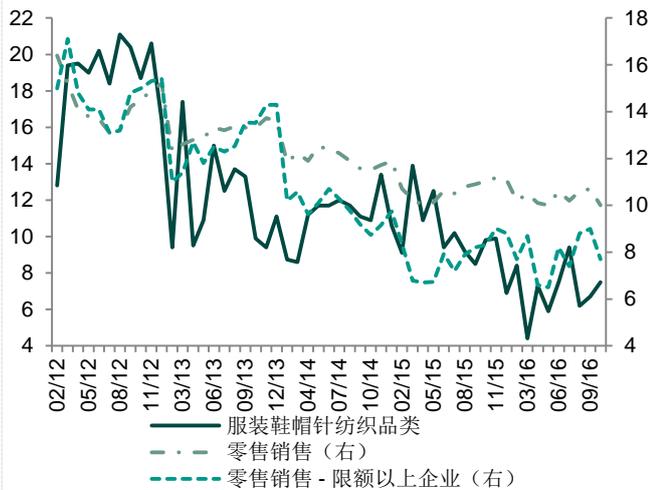
#### 1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

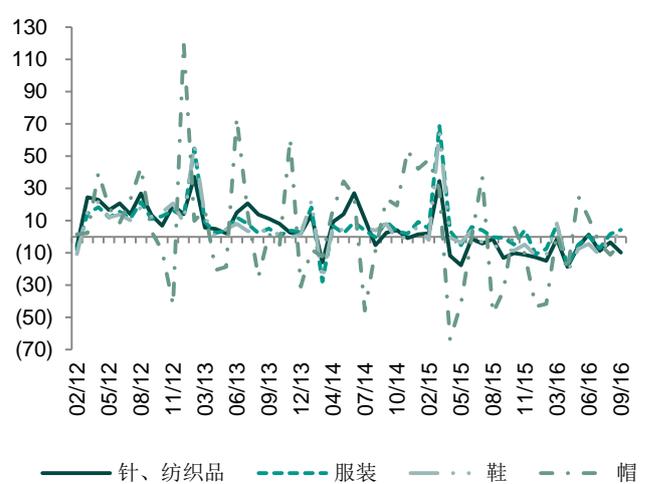


### 图表 1: 服饰和纺织品零售销售增长 (同比 %)



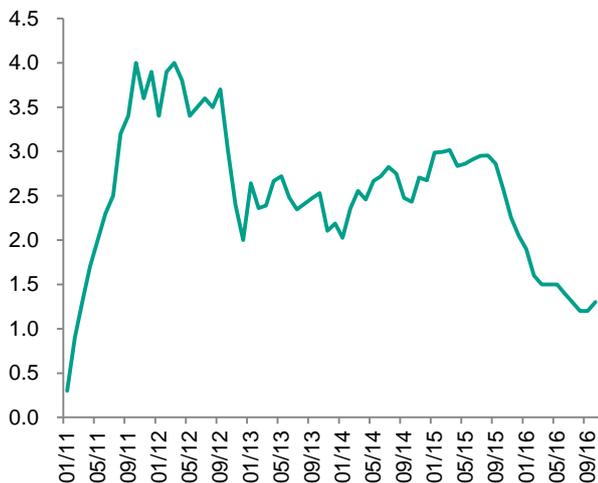
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 2: 重点企业服饰和纺织品的零售销售增长 (同比 %)



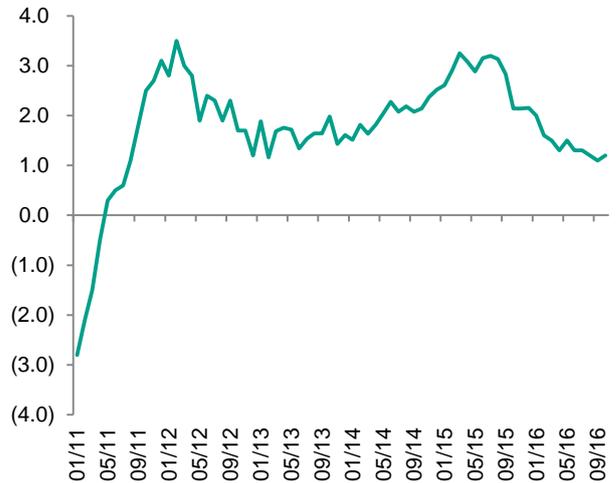
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 3: CPI - 服装 (同比 %)



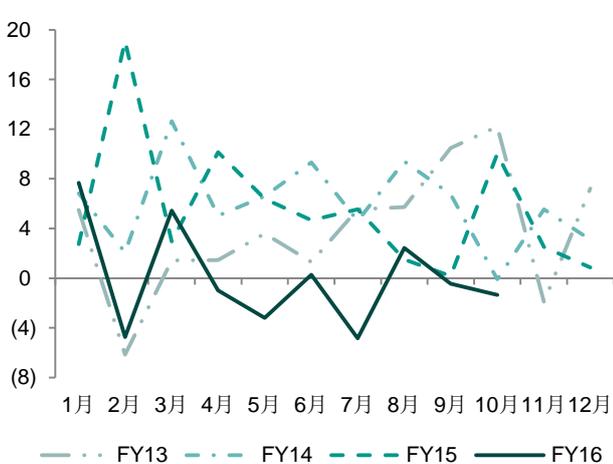
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 4: CPI - 鞋类 (同比 %)



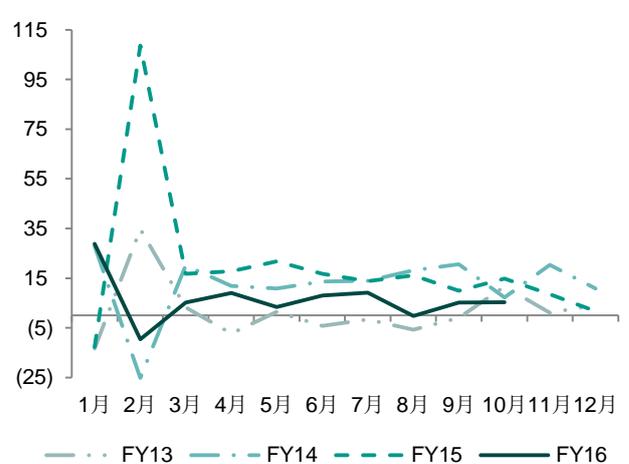
来源: 国家统计局、Wind、农银国际证券

### 图表 5: 裕元月度销售额增长 (同比 %)



来源: 公司、农银国际证券

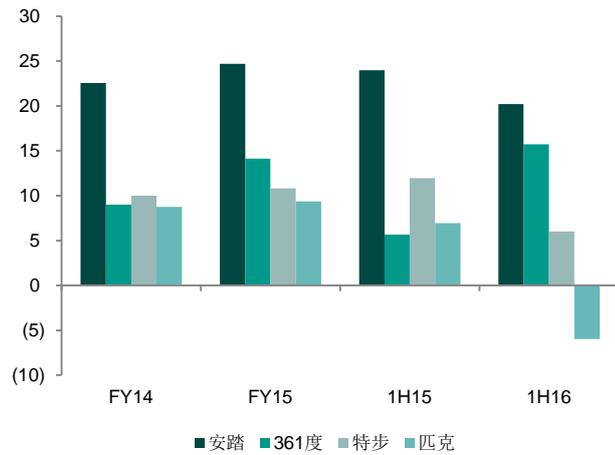
### 图表 6: 宝胜月度销售额增长 (同比 %)



来源: 公司、农银国际证券

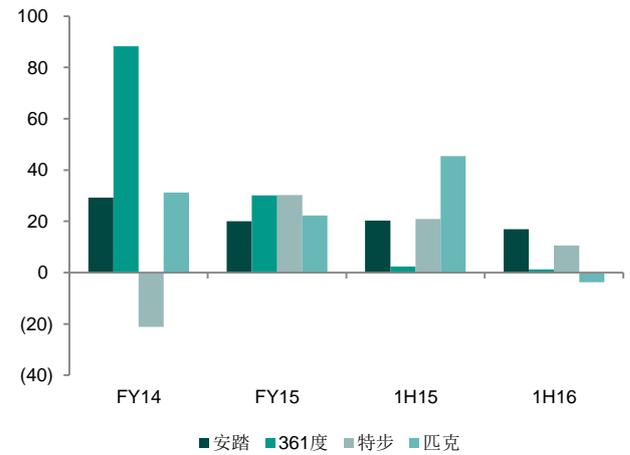


图表 7: 国内运动服饰品牌收入增长 (同比%)



来源: 公司、农银国际证券

图表 8: 国内运动服饰品牌净利润增长(同比%)



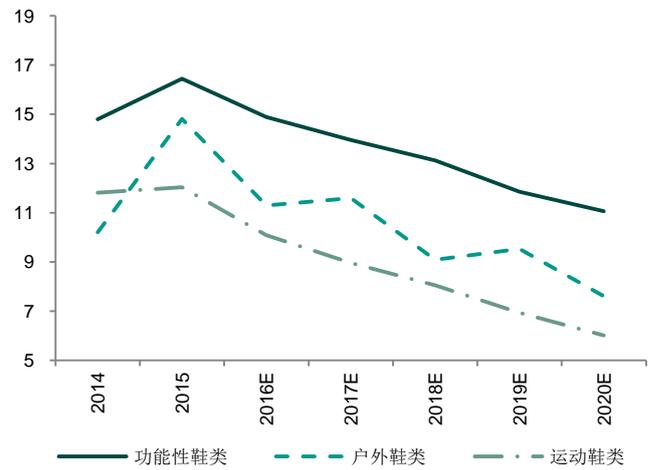
来源: 公司、农银国际证券

图表 9: 中国功能性/户外/运动服装市场规模增长 (同比%)



来源: Euromonitor International、农银国际证券

图表 10: 中国功能性/户外/运动鞋类市场规模增长 (同比%)



来源: Euromonitor International、农银国际证券

图表 11: 行业估值 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升潜力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市账率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
安踏体育	2020 HK	持有	23.43	11.57	26.53	23.98	6.43	5.85	4.09	3.89
361度*	1361 HK	-	-	-	9.85	8.39	0.94	0.88	5.35	5.00
特步国际*	1368 HK	-	-	-	9.51	8.53	1.31	1.22	6.15	6.90

\* 彭博预测

来源: 彭博, 农银国际证券预测



## 强者越强

- 我们预计腾讯 (700 HK) 将在 2017-18 年继续占据移动游戏领域的主导地位
- 我们认为在线广告拥有巨大潜力，而腾讯是主要的受益者
- 受惠于农村电子商务，在线超市和持续改进的送货服务，网上购物应在 2017 - 18 年继续保持增长。
- 腾讯仍然是行业首选

**在线游戏：由腾讯主导。** 腾讯在移动游戏行业中一直处于领先地位，我们预计这一趋势将在 2017-18 年持续。在过去的 1-2 年，中国排名前 10 的游戏中，腾讯占 6-7 位。此外，我们相信公司最近收购芬兰手机游戏公司 Supercell，将更能巩固公司在国内的领导地位及为其海外业务打下稳固基础。

**在线广告：巨大增长潜力。** 我们认为移动在线广告(尤其是视频广告)在移动定位技术持续发展的推动下拥有巨大的增长潜力，而腾讯是这一趋势的主要受益者，因公司可利用其非常成功的微信平台推动在线广告业务。腾讯最近积极地推动在线广告计划，包括微信和公众号广告，令近几个季度在线广告收入大幅增长，我们预计这一趋势将在短期内持续。

**网上销售持续强劲。** 在 10M16，网上销售同比增长 25.7%，远高于整体零售增长 10.3%，表明消费从线下渠道转向在线渠道。此外，天猫，京东等主要网络购物平台在近几个季度持续实现 30-50% 的强劲收入增长。我们预计这种结构性趋势在未来几年将继续。

**网上游戏前景胜网上购物。** 在 9M16，包括游戏、媒体等在内的非实物网上销售同比增长 29.2%，增长率高于衣服及食品等实物网上销售的 24.9%。这反映腾讯比阿里巴巴及京东更能抵受经济下行压力。

**行业首选腾讯。** 我们对中国电子商务领域总体保持乐观。在主要上市电子商务公司中，腾讯(700 HK，买入，目标价：HK\$ 230)是我们的首选，因为它在移动游戏领域处于领先地位，并在网络广告业务方面具有巨大的潜力。

**网上销售三大推动力 - 农村电子商务，网上超市和持续改进的送货服务。** 我们认为，农村电子商务已成为未来电子商务增长的新驱动力，而主要平台如京东和阿里巴巴都在全国农村地区建立了大量的服务中心。网上超市在京东和天猫等主要平台积极推广下成为行业另一个亮点。京东于 2016 年 6 月从沃尔玛收购了中国主要的网上超市一号店，并在接下来的几个月花费了人民币 10 亿元进行业务推广。在 2016 年 10 月，沃尔玛成为京东第三大股东，持有 9% 股份，显示两间公司加强合作。除此之外，主要速递公司，包括中通快递，顺丰速运，申通快递和云达快递等都在近期上市或计划上市，意味着他们上市后可增加投资改善效率和服务素质，进一步拉动网上购物。

## 中国电子商贸行业

### 正面

分析员: 周秀成  
电话:(852)21478809  
电邮:stevechow@abci.com.hk

#### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	21.9
2017 预测市账率均值 (x)	5.7
2017 预测股息率均值 (%)	0.3

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

#### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(8.7)	(3.3)
3 个月	(1.3)	0.1
6 个月	11.0	(2.2)

\*相对于 MSCI 中国指数

来源: 彭博、农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)



MXCN: MSCI 中国指数

来源: 彭博、农银国际证券



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

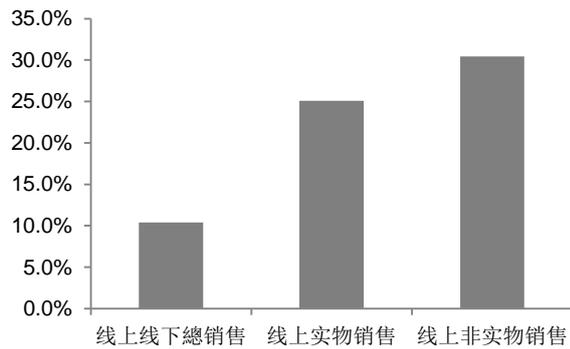
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

**更多收购合并机会出现。**在现时经济放缓、行业整合以及创投基金转趋谨慎的大环境下，我们认为腾讯、阿里巴巴及京东等行业龙头将遇到更多的收购合并机会，以巩固其行业领先地位。最近相关例子包括腾讯将旗下在线音乐业务与酷狗及酷我音乐合并，令其市场占有率有现时的 15% 大大上升到 56%。此外，京东亦在近期收购一号店的股权，以加强其在新鲜食品及网上超市的市场地位。在 O2O 领域，滴滴快的于 2016 年 8 月收购了优步(Uber)中国业务，将其市场份额提高至约 90%。

**关注互联网金融平台上市。**据媒体报道，阿里巴巴计划在 2017 年将其互联网金融业务蚂蚁金服上市。我们认为，蚂蚁金服如能成功上市，可能带动发其他主要支付平台，如京东财务等跟随上市。

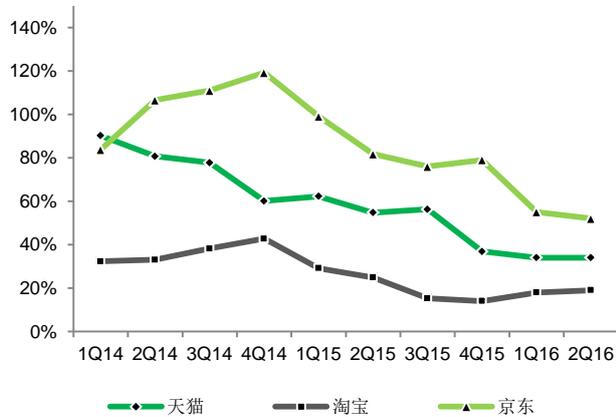


图表 1: 10M16 – 线上线下销售增长比较 (同比)



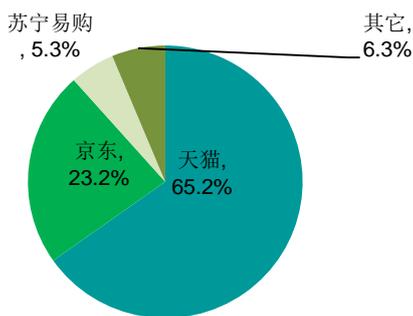
来源: 国家统计局, 农银国际证券

图表 3: 网购平台销售增长比较(同比)



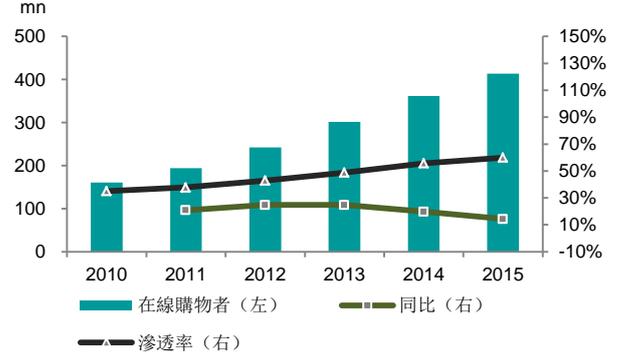
来源: 公司、农银国际证券

图表 5: B2C 网购平台市占率 (2015)



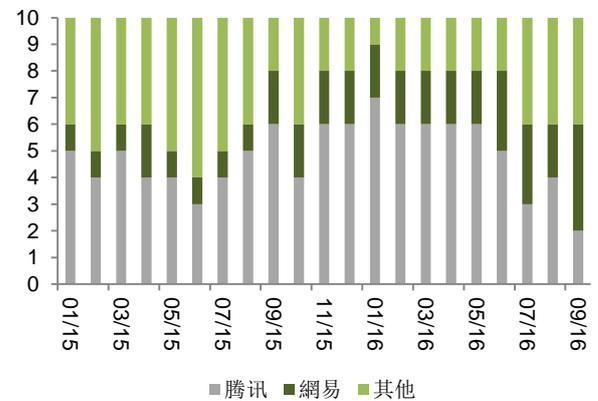
来源: 中国互联网络信息中心、农银国际证券

图表 2: 网上购物者 - 增长和渗透率



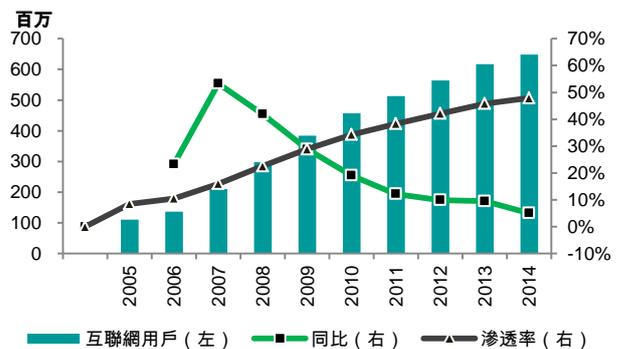
来源: 中国互联网络信息中心、农银国际证券

图表 4: 国内 10 大游戏排行榜市场占有率 (iOS 平台)



来源: App Annie、农银国际证券

图表 6: 互联网用户增长(同比)



来源: 中国互联网络信息中心、农银国际证券

图表 7: 市场估值(数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升潜力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市账率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
腾讯	700 HK	买入	230	19	37.0	28.4	10.4	8.0	0.3	0.3
阿里巴巴	BABA US	-	NA	NA	29.2	23.4	5.9	4.8	-	-
京东	JD US	-	NA	NA	NA	157.0	8.2	8.0	-	-
百度	BIDU US	-	NA	NA	18.6	14.9	8.3	5.5	-	-
唯品会	VIPS US	-	NA	NA	17.8	15.1	5.6	4.3	1.3	1.5
网易	NTES US	-	NA	NA	36.1	27.7	4.3	3.7	-	-

来源: 公司, 农银国际证券



## 强大基本面加上政策支持

- 中国的新政策将支持非水电可再生能源装机容量增长
- 在 2015 - 20 年，中国计划提高风力发电量达到年均复合增长率 14%，核电发电量年均复合增长率达 16%
- 更低的生产成本将有助于核电在中国整体能源结构中有更高的占比
- 维持对中国替代能源行业正面的评级

**中国的新政策将支持非水电可再生能源装机容量增长。** 根据政府于 2016 年 3 月批准的新政策，中国的独立发电厂(IPP)到 2020 年末，其产生的非水电可再生能源(例如风能和太阳能)的比例将不能少于总发电量的 9%。新政策将促使 IPP 扩大风力发电。假设 9%的政策要求以及燃煤发电量不再增长，到 2020 年末可再生能源(风能和太阳能)将在 2015-20 年期间录得年复合增长率达 15%。

**在 2015 - 20 年，中国计划提高风力发电量达到年均复合增长率 14%。** 根据国家能源局在 2016 年发布的“可再生能源十三五规划草案”，中国政府计划到 2020 年末实现风电装机容量 250GW。这意味着从 2015 年末的 128GW 增长 95%，或 2015-20 年期间录得年均复合增长率 14%。此外，国家能源局于 2016 年 11 月 7 日发布的“电力十三五规划”指出，2020 年末风力发电装机容量将不少于 210GW。如果利用小时数与 2015 年水平相似，2015-2020 年期间风电发电量将以 14%的年均复合增长率增长。我们认为发电量的大幅增长将加速风电运营商的盈利。

**风电电价下调将是一个长期趋势。** 中国风电电价将保持下降趋势，原因是：1)风电价格下降将鼓励更多用户从传统的火电能源转向风能；2)中国将减轻工业企业的财政负担，以促进工业生产的增长。我们认为，在评估风电运营商的盈利潜力时，投资者应关注容量增长，装机单位成本和净负债比率。

**在 2015-20 年，中国计划提高核力发电量达到年均复合增长率 16%。** 核电在发达国家的总发电量平均占比为~30%，而全球平均比例为 14%，然而，2015 年中国的平均比例仅为 3%。根据国务院在 2014 年 6 月公布的“能源发展战略行动计划(2014-20 年)”以及国家能源局于 2016 年 11 月 7 日发布的“电力十三五规划”，中国政府计划到 2020 年末将核电装机容量提高到 58GW，比 2015 年末的 27GW 增长 114%。如果我们假设利用小时保持不变，核电的发电量将在 2015-20 年录得年均复合增长率达到 16%。

**更低的生产成本将有助于核电在中国整体能源结构中实现更高的占比。** 我们认为更低的生产成本将有利于核电的广泛采用。根据行业数据，核电单位生产成本约为人民币 0.28 元/千瓦时，与水电的人民币 0.3 元/千

## 中国替代能源业

### 正面

分析员: 吴景荃  
电话: (852) 2147 8869  
电邮: kelvinng@abci.com.hk

#### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	9.00
2017 预测市账率均值 (x)	0.90
2017 预测股息率均值 (%)	2.15

来源: 彭博, 农银国际证券预估

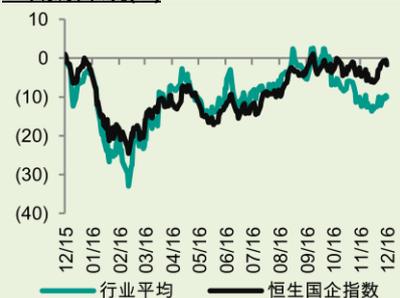
#### 行业表现 (%)

	绝对值	相对值*
1 个月	2.10	(0.96)
3 个月	(9.64)	(8.06)
6 个月	(6.65)	(16.98)

\* 行业平均相对于恒生国企指数

来源: 彭博, 农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)



来源: 彭博, 农银国际证券



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

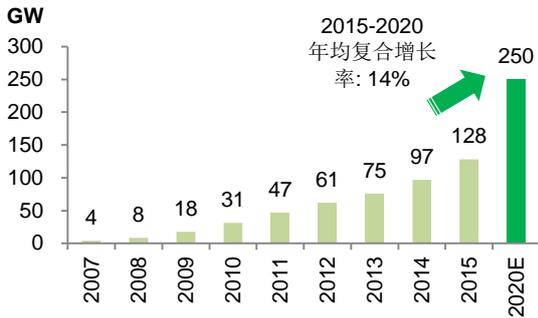
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

瓦时相当接近,而且远低于燃煤的人民币 0.4 元/千瓦时,风力的人民币 0.5 元/千瓦时,以及太阳能的人民币 0.90 元/千瓦时。

**我们的首选是中广核电力及华能新能源。** 我们喜欢华能新能源(HNR, 958 HK, 买入, 目标价 3.40 港元),因其在新政策下的装机增长强劲。我们也喜欢中广核电力(CGN, 1816 HK, 买入, 目标价 HK \$ 2.90), 因为其在核工业的领先地位以及其主要设施位于中国的优越位置。

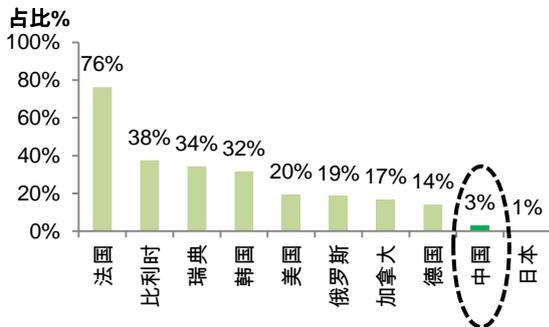


图表 1: 中国风电装机容量将在 2015 - 2020 年大幅增长



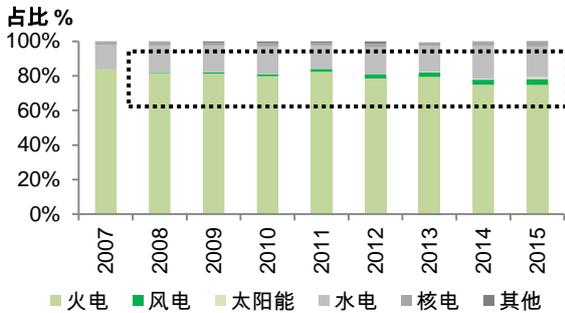
来源: 能源局, 农银国际证券

图表 3: 核电在中国有很大的发展空间, 在 2015 年对整体发电的贡献很低



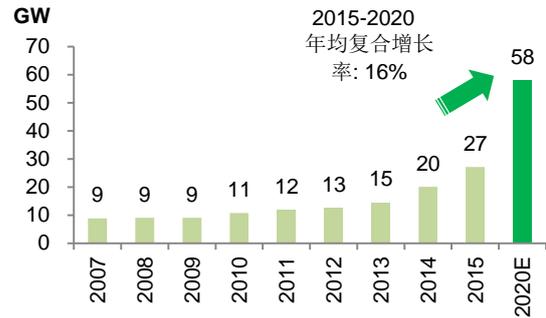
来源: 国际原子能机构, 农银国际证券

图表 5: 中国的发电量结构表明, 可再生能源的发展空间仍十分广阔



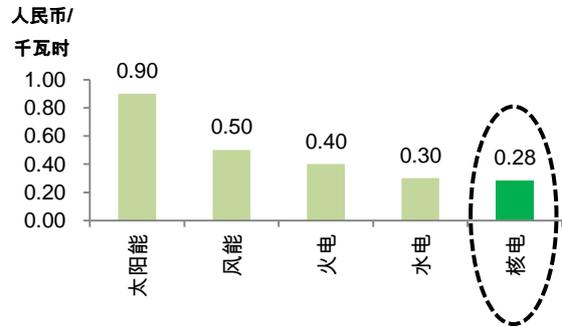
来源: 能源局, 农银国际证券

图表 2: 中国的核电装机容量将在 2015-2020 年迅速增长



来源: 国务院, 农银国际证券

图表 4: 低生产成本应有助于在中国广泛采用核电



来源: 华电福新, 农银国际证券

图表 6: 中国风电设备单位成本一直呈下降趋势



来源: bjj.com, 能源局



图表 7:核电运营商估值 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市净率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY15F 股息率 (%)	FY16F 股息率 (%)
中广核电力	1816 HK	买入	2.90	30.04%	12.1	11.2	1.4	1.3	2%	3%
中国核电	601985 CH	-	-	-	27.9	24.1	2.7	2.6	1%	1%
Tokyo Electric Power	9501 JP	-	-	-	5.1	7.8	0.5	0.4	0%	0%
Kansai Electric Power	9503 JP	-	-	-	9.9	10.1	0.8	0.7	1%	2%
Kyushu Electric Power	9508 JP	-	-	-	11.5	9.2	1.3	1.1	1%	1%
Korea Electric Power	015760 KS	-	-	-	3.7	4.2	0.4	0.4	5%	4%
E.On Se	EOAN GR	-	-	-	14.4	12.0	2.6	2.6	3%	4%
Edf	EDF FP	-	-	-	6.9	9.2	0.6	0.6	9%	8%
Duke Energy Corp	DUK US	-	-	-	15.9	16.0	1.3	1.2	5%	5%
Nextera Energy	NEE US	-	-	-	18.4	17.4	2.2	2.1	3%	3%
Exelon Corp	EXC US	-	-	-	12.2	12.6	1.1	1.0	4%	4%
Firstenergy Corp	FE US	-	-	-	12.2	12.2	1.1	1.1	4%	4%
Entergy Corp	ETR US	-	-	-	10.2	15.1	1.2	1.2	5%	5%

来源: 彭博, 农银国际证券

图表 8:风电运营商估值 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市净率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
龙源电力	916 HK	买入	8.00	35.82%	11.8	9.7	1.0	1.0	2%	2%
华能新能源	958 HK	买入	3.50	38.34%	8.4	7.2	1.1	1.0	2%	2%
大唐新能源	1798 HK	持有	0.80	12.68%	15.0	7.9	0.4	0.4	1%	1%
华电福新	816 HK	-	-	-	5.5	5.0	0.6	0.6	3%	4%
北京京能	579 HK	-	-	-	7.0	6.0	0.9	0.8	3%	4%
中国绿色新天	956 HK	-	-	-	9.4	7.6	0.5	0.4	3%	4%
Acciona Sa	ANA SM	-	-	-	17.6	16.1	1.0	1.0	4%	4%
Futeren Sa	FTRN FP	-	-	-	22.3	78.0	1.0	0.9	-	-
Edp Renovaveis	EDPR PL	-	-	-	37.4	29.7	0.8	0.8	1%	1%
Greentech Energy Systems	GES DC	-	-	-	15.2	10.0	0.5	0.5	0%	-

来源: 彭博, 农银国际证券



## 中国垃圾处理需求巨大

- 2017 年垃圾焚烧和污水处理运营商的净利润增长应保持强劲
- 日益增长的城市化和政府的新政策将增加垃圾焚化及污水处理量，两者于 2015-20 年的年复合增长率为 12% 及 9%
- 对环保行业维持正面展望；建议买入中国光大国际（257 HK）及北控水务（371 HK）

**2017 年垃圾焚烧和污水处理运营商的净利润增长应保持强劲。**城市化率的提升正在对城市污水和固体废物处理系统增加压力。根据国家发展和改革委员会的估计，中国城市化率将在 2020 年末达到 60%，高于 2015 年末的 56%，这意味着将有 0.99 亿人口迁移到城市地区。人口的增加和卫生标准的提高应该会刺激主要城市对污水和固体废物处理服务的需求。再者，处理标准收紧将继续促进垃圾焚烧和污水处理运营商的净利润增长。

**中国计划扩大城市焚化能力，在 2015-20 年间将录得 19% 的年复合增长率。**在以往，约 70% 的住宅垃圾在中国是通过填埋处理的。政府正在减少其使用，因为有限的土地资源和由此产生的地下水污染问题。根据国家发展和改革委员会于 2016 年 9 月 22 日发布的“十三五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)”，中国目标将城市垃圾焚烧比例从 2015 年末的 34% 提高到 2020 年末的 50%，使焚烧成为城市地区的主要固体废物处理方式。发改委还计划将城市地区的焚烧能力从 2015 年末的 216 千吨 / 日提高到 2020 年末的 520 千吨 / 日，表明该时期的处理能力提高了 141% 或 5 年的年均复合增长率为 19%。焚烧将是一种主要的垃圾处理方法，为城市地区的垃圾焚烧运营者带来巨大的机会。

**城市化率的提升和政府的新政策将令 2015-20 年期间焚毁的垃圾达到 12% 的年复合增长率。**根据国家发展和改革委员会于 2016 年 9 月发布的“十三五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)”，中国将城市垃圾焚烧比例从 2015 年末的 34% 提高到 2020 年末的 50%。如果我们假设在 2015-20F 年人均家居垃圾量保持不变，所产生的住宅垃圾将在 2015-20F 年期间增长 78% 或年复合增长率 12%。因此，垃圾处理运营商将受益于需求上升。

**中国城市污水处理率的上升表明需要更多的污水处理服务。**中国政府将继续提高城市污水处理率以提高整体城市卫生标准。城市污水处理率从 2008 年的 61% 上升到 2014 年末的 84%。在 2015 年 4 月 2 日国务院发布的“水污染防治行动计划”的公告中表明，城市污水处理率在 2020 年末目标为 95%。我们认为目前的污水处理系统将过载，对新能力的需求将会增加。不断增加的城市污水处理量将为运营商提供巨大的机遇。

**2014 - 20 年城市污水处理量年均复合增长率将达到 9%。**在 2015 年 4 月 2 日国务院发布的“水污染防治行动计划”的公告中，城市污水的 2020 年末目标为 95%。假设到 2020 年末城市化率为 60%，污水处理率为 95%，总污水处理量应为 710 亿吨，比 2014 年末的污水处理量增加 65% (2014 年处理量为 430 亿吨)，或者 2014-20F 年复合增长率达到 9%。

## 中国环境保护业

### 正面

分析员: 吴景荃  
电话: (852) 2147 8869  
电邮: kelvinng@abci.com.hk

#### 主要数据

2017 预测市盈率均值 (x)	12.90
2017 预测市账率均值 (x)	2.20
2017 预测股息率均值 (%)	2.72

来源: 彭博, 农银国际证券预估测

#### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(1.51)	(4.56)
3 个月	(8.30)	(6.72)
6 个月	13.68	3.34

\* 行业平均相对于恒生国企指数

来源: 彭博, 农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)

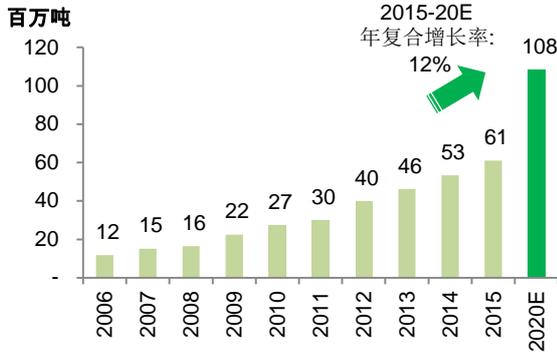


来源: 彭博, 农银国际证券



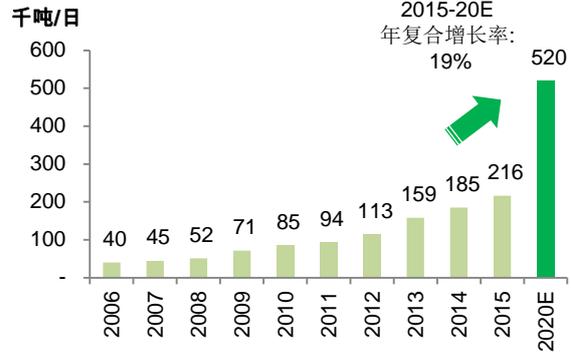
对环保行业维持增持展望；建议买入中国光大国际(257 HK)及北控水务(371 HK)。我们对环境保护行业的展望维持正面。我们的首选是中国光大国际(257 HK, 买入, 目标价: HK\$13.00)因为其垃圾焚烧产能的稳健增长以及项目多位于优质区域；我们也喜欢北控水务(371 HK, 买入, 目标价: HK\$7.00)，由于其在污水处理行业的领先地位以及供水产能上的强劲增长应该可以提高盈利。

图表 1: 中国城市固体垃圾通过焚烧处理将会上升



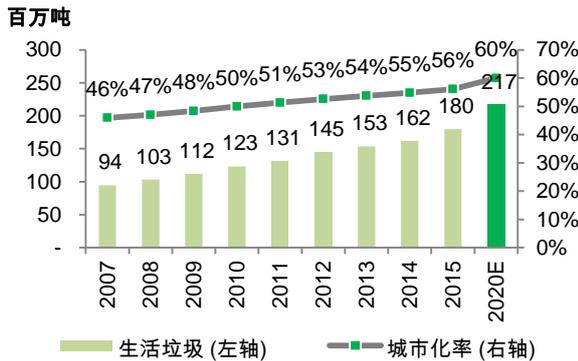
来源: 国家发改委, 农银国际证券

图表 2: 中国的垃圾焚烧能力将在未来几年录得强劲增长



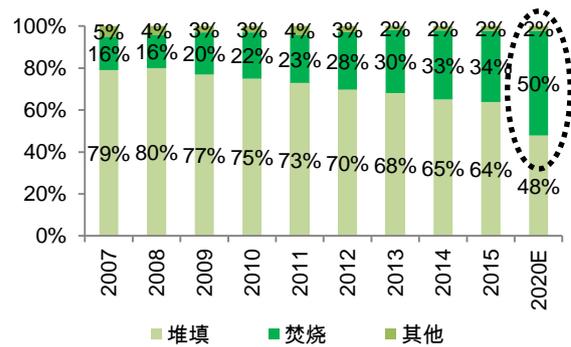
来源: 国家发改委, 农银国际证券

图表 3: 到 2020 年末, 中国的城市化率可能达到 60%



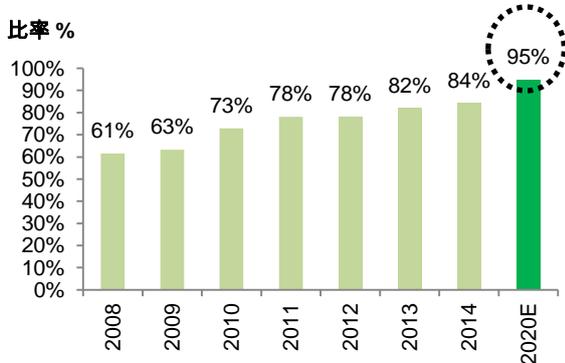
来源: 国家发改委, 农银国际证券

图表 4: 中国希望提高城市地区垃圾焚烧处理的占比



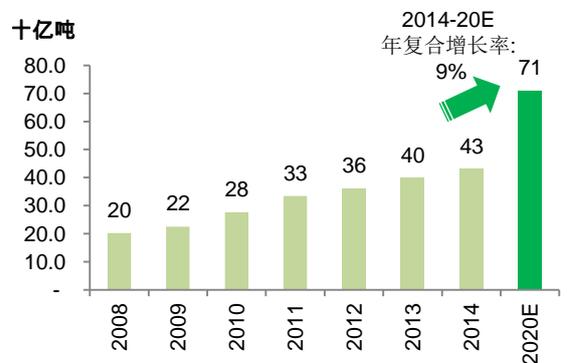
来源: 国家发改委, 农银国际证券

图表 5: 中国城市污水处理率将会上升



来源: 国家发改委, 农银国际证券

图表 6: 2014-20 年中国城市污水处理量将以 9% 年复合增长率增长



来源: 国家发改委, 农银国际证券



图表 7: 垃圾焚烧运营商估价 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市净率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
光大国际	257 HK	买入	13.00	40.85	15.9	12.8	2.2	2.0	2%	3%
首创环境	3989 HK	-	--	--	13.0	8.3	0.9	0.8	-	-
北京控股环境	154 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-
绿色动力环保	1330 HK	-	-	-	10.0	7.4	1.2	1.0	1%	2%
凯迪生态环境	000939 CH	-	-	-	28.0	21.7	2.1	1.9	-	-
Asahi Holdings	5857 JP	-	-	-	8.1	8.1	-	-	3%	3%
Daiseki Co	9793 JP	-	-	-	21.5	19.4	1.6	1.5	1%	1%
Republic Services	RSG US	-	-	-	25.4	23.6	1.7	1.7	2%	2%
Waste Connections	WCN US	-	-	-	31.1	26.1	1.8	1.8	1%	1%
Clean Harbors	CLH US	-	-	-	-	57.3	3.5	3.3	-	-
Waste Management	WM US	-	-	-	23.9	22.1	5.7	5.4	2%	2%
Waste Connections	WCN CN	-	-	-	31.5	26.4	1.8	1.8	1%	1%

来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 8: 污水处理运营商估价 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市净率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
北控水务	371 HK	买入	7.00	23.67	16.1	13.0	2.7	2.4	2%	3%
光大国际	257 HK	买入	13.00	40.85	15.9	12.8	2.2	2.0	2%	3%
中滔环保	1363 HK	-	-	-	14.8	12.2	2.9	2.4	1%	2%
天津创业环保 H	1065 HK	-	-	-	15.2	14.5	1.2	1.1	2%	2%
中国水务	855 HK	-	-	-	12.1	10.4	1.5	1.3	2%	2%
重庆水务	601158 CH	-	-	-	25.4	25.8	2.7	2.7	3%	3%
天津创业环保 A	600874 CH	-	-	-	35.2	31.9	2.8	2.6	1%	1%
北京碧水源	300070 CH	-	-	-	26.5	19.3	3.4	2.9	0%	1%
北京万邦达环保	300055 CH	-	-	-	55.5	42.2	2.8	2.7	0%	0%
黑龙江国中水务	600187 CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-
北京首创	600008 CH	-	-	-	31.3	26.4	2.4	2.3	2%	2%
Manila Water	MWC PM	-	-	-	12.2	11.9	1.5	1.4	3%	3%
Ttw Pcl	TTW TB	-	-	-	16.0	15.5	3.7	3.6	6%	6%
Eastern Water Resources	EASTW TB	-	-	-	12.5	11.6	1.9	1.7	4%	5%
Aqua America	WTR US	-	-	-	23.1	22.0	3.2	3.0	2%	3%
American States Water	AWR US	-	-	-	27.0	25.5	-	-	-	-
California Water Service	CWT US	-	-	-	37.3	26.8	2.5	2.3	2%	2%

来源: 彭博, 农银国际证券预测



## 持续增长的医疗开支成为新常态

- 中国的卫生总费用占国内生产总值的 6.0%，显著低于大多数 OECD 国家的比值
- 大量民营和公营资本流向医疗行业
- 中国消费者愿意支付较高的溢价购买较好质量的医疗服务
- 低级别民营医院的服务产能过剩，导致医疗资源浪费和压抑投资回报
- 投资者应慎重选择医院资产

**2015 年，中国卫生总费用占 GDP 的 6%，该比例大大低于大多数经合组织国家。**根据经合组织的统计，2015 年卫生总费用占 GDP 比例排名前五的国家，分别是美国、瑞士、日本、德国和瑞典，它们的比例分别是 16.9%、11.5%、11.2%、11.1%和 11.1%。在中国，卫生总费用占 GDP 的比例从 2012 的 5.15%，增加到 2014 年的 5.56%和 2015 年的 6%。2015 年中国的比例比同一时期墨西哥略高，接近于英国 2000 年的水平。

保险和政府支出产生的巨大流动性正在融入制药和医疗行业的价值链。我们相信，下游医疗服务提供商将是价值链中的首批受益者之一。于 9M16，个人健康和意外事故保险费同比增长 72%至 4,014 亿元，而健康和意外保险索赔总额同比增长 31%至 819 亿元； 医疗卫生和计划生育费用支出 10,792 亿元，同比增长 18.4%。 鉴于中国保险业的第十三个五年目标，我们预计健康和意外保险的渗透率和密度将在 2017 - 18 年保持强劲的气势。 为了提高生活水平和社会保障覆盖率，政府将在 2017-18 年在医疗保健和计划生育领域保持相对宽松的财政政策。

从 2011 到 2015 年，人均卫生总费用支出的复合年增长 14.65%，高于同一时期名义 GDP 复合年增长率 7.68 个百分点。 私营和公共部门愿意分配更多的财政资源为了提高生活质量。据国家卫生和计划生育委员会 (NHFPC)，从 2011 到 2015 年，全国卫生总费用复合年增长 15.23%。政府和社会卫生支出增加是全国卫生总费用增长的主要动力。

低等级医院占医院市场主导地位，医疗保健行业的投资者应仔细选择医院资产。 2016 年 6 月末，3 级医院在中国质量最高，占总医院数的 7.6%。6 月末，低等级医院(2 级和 1 级医院)和未分级医院分别占医院数的 59.0%和 33.4%。自 2011 年至 2016 年六月，3 级医院增加了 756 家，占医院总增加的 12%。新的 3 级医院比例低显示许多新的民营医院是低分级或未分级。

## 中国医疗服务业

### 正面

分析师: 陈宋恩

电话: (852) 2147 8805

电邮: philipchan@abci.com.hk

#### 关键数据

2017 预测市盈率均值 (x)	15.4
2017 预测市账率均值 (x)	2.3
2017 预测股息率均值 (%)	1.6

资料来源: 彭博、公司、农银国际证券预测

#### 行业表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(3.93)	0.13
3 个月	1.22	2.12
6 个月	12.34	1.34

\*相对恒生指数

资料来源: 彭博、公司、农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)



资料来源: 彭博、农银国际证券



到 2020 年，卫生行业的潜在市场规模将达人民币 68,500-78,290 亿元。政府的目标是经济规模从 2010 年到 2020 年翻一番。如果政府能够实现这一经济目标和全国卫生总费用占 GDP 的比例从 2015 年的 6% 提高到 2020 年的 7-8%，我们预测全国卫生总费用将增加到 68,500-78,290 亿人民币元。这种巨大的市场规模将吸引民营企业或投资者进入卫生行业。

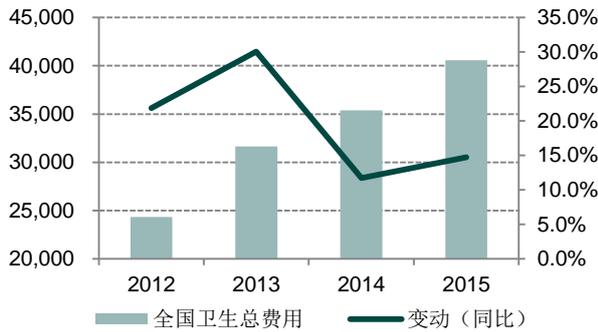
政府正在默默地退出医院市场，为民营医院提供成长空间。医院总数由 2011 年的 21,979 家，增加 6,282 家至 2016 年 6 月的 28,261 家。在这一时期，公营医院数目减少 584 家，由 2011 年的 13,542 家减至 2016 年 6 月的 12,958 家；民营医院数目增加 6,866 家，由 2011 年的 8,437 家增至 2016 年 6 月的 15,303 家。民营资本在过去几年积极增加他们在医疗保健市场的投资。如果这种趋势维持，我们看到民营资本对长期资本有强烈的需求，以资助他们在医疗市场的投资。这对香港投资银行业是一大业务机遇。

病人支付较高的费用，希望获得更好的医疗服务。于 1H16，3 级医院人均门诊费人民币元 289.6/人，较 2 级医院人均门诊费高 54%。3 级医院人均住院费用人民币元 12,901.2/人，高于 2 级医院 133%。这些大的价格差距现象已经维持了超过 10 年。这是不太可能在可预见的未来大幅缩小。

3 级医院具有较高的平均销售价格、强大的患者流量，以及较高床位使用率意味着 3 级医院具有较强的现金流入和较高的资产利用率。股权或债权市场投资者投资在医疗保健部门应选择医疗保健公司具有较高 3 级医院资产比例较优。于 1H16，每家公立医院的平均门诊人数为 10.60 万；然而，每家民营医院平均门诊人数为 1.27 万。民营医院都在努力寻找自己的客户。于 1H16，3 级、2 级、1 级和未评级的医院平均平均门诊人数为 35.67 万、7.94 万、1.13 万和 1.0.9 万。3 级、2 级和 1 级医院平均床位使用率分别为 99.3%、87.1% 和 62.3%。等级较低的民营医院正面临激烈的市场竞争、较低的平均销售价格、较低的客户流和较低的床位使用率。因此，低等级或无评级民营医院的投资回报并不乐观。相比之下，3 级医院却应对服务的过度需求（高床位使用率和高就诊量）的难点。

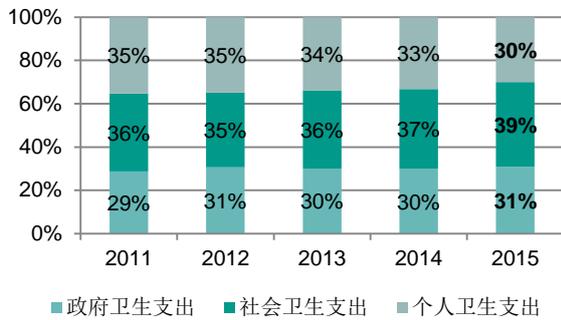


### 图表 1: 全国卫生总费用 (人民币 亿元) 同比变动



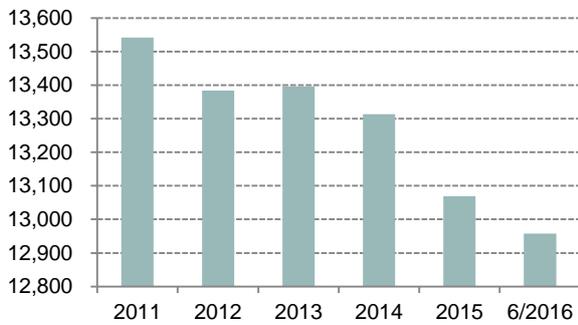
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

### 图表 3: 全国卫生总费用组成



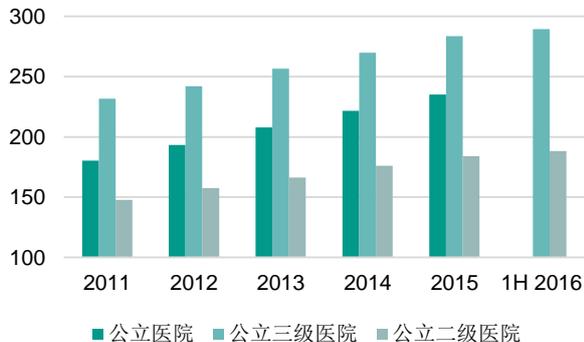
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

### 图表 5: 公立医院数量



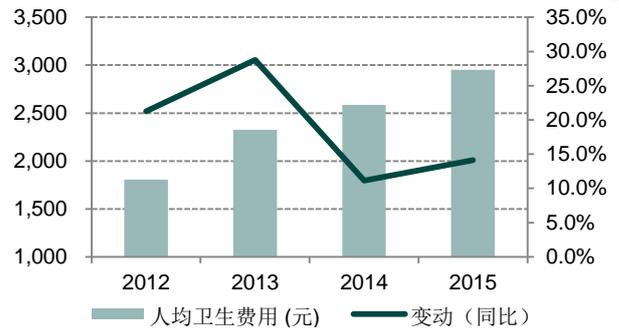
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

### 图表 7: 次均门诊费用 (人民币/人次)



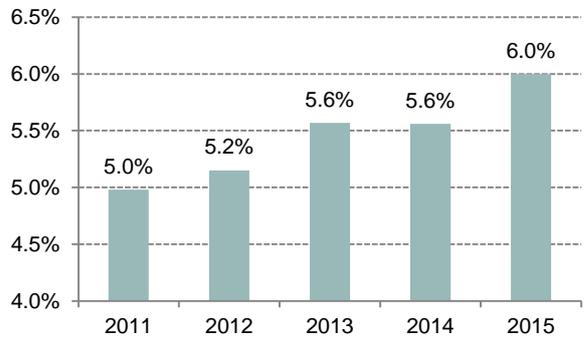
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

### 图表 2: 人均卫生总费用 (人民币) 同比变动



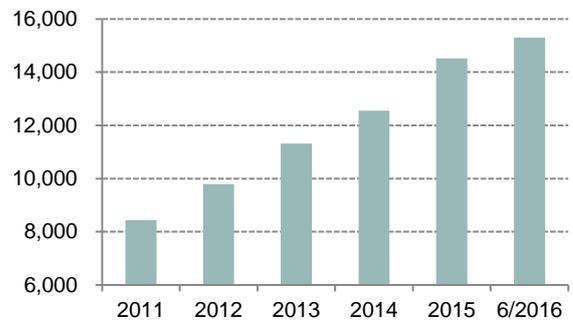
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

### 图表 4: 卫生总费用占国内生产总值百分比



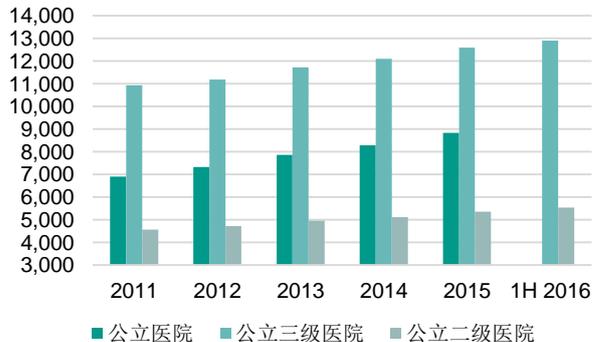
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

### 图表 6: 民营医院数量



来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

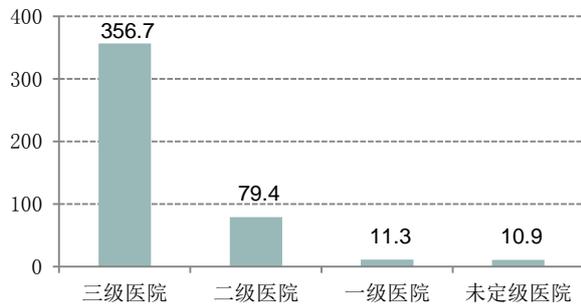
### 图表 8: 人均住院费用 (人民币/病人)



来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

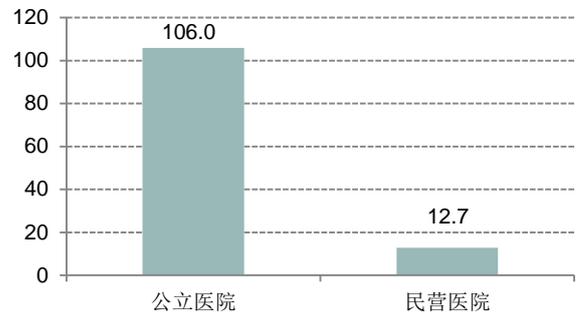


图表 9: 1H16 医院平均门诊数量 (1,000 病人) 按级别划分



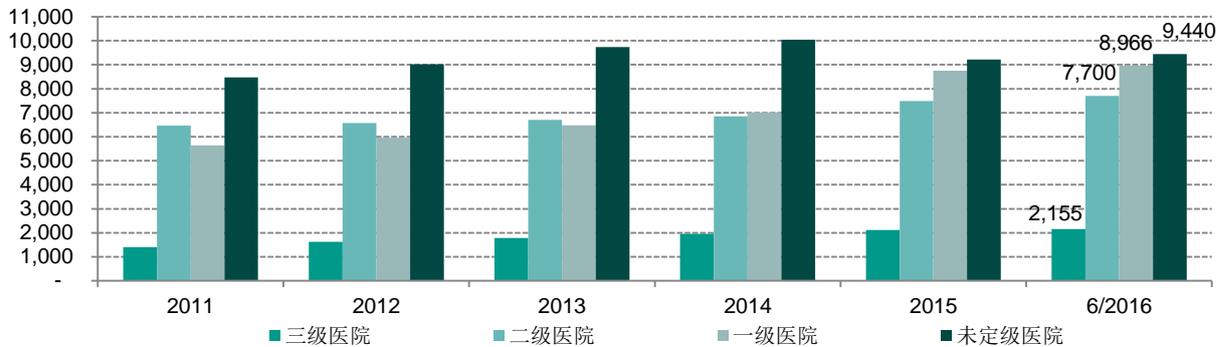
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

图表 10: 1H16 医院平均门诊数量 (1,000 病人) 按公私划分



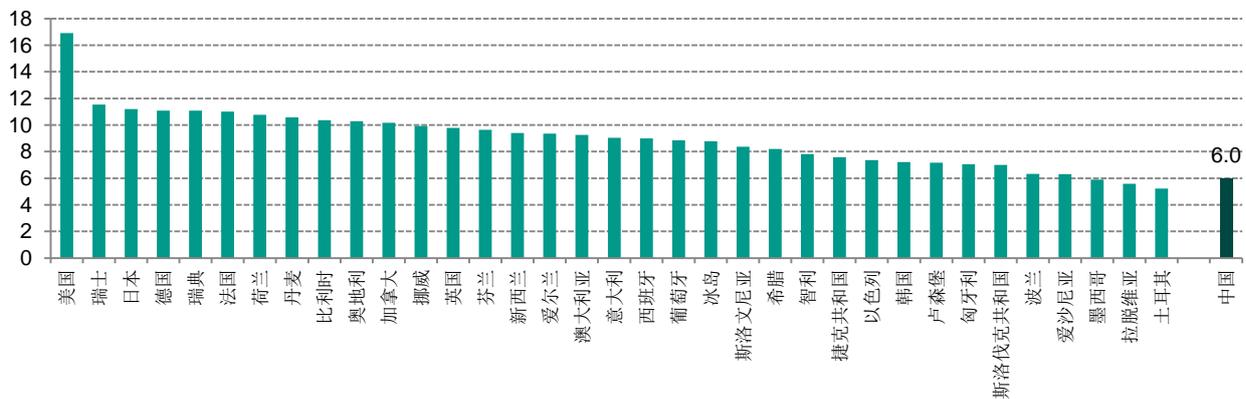
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

图表 11: 不同等级的医院数量 (医院质量: 三级>二级>一级)



来源: 国家卫生和计划生育委员会及农银国际证券

图表 12: 2015 年卫生总费用占国内生产总值百分比 (%)



来源: OECD、国家卫生和计划生育委员会及农银国际证券

图表 13: 香港上市的中国医院经营股票 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司	代码	评级	股价 (港元)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市净率 (x)	FY17F 市净率 (倍)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)	FY16F ROAE* (%)	FY17F ROAE (%)
凤凰医疗	1515	买入	11.78	32.94	27.73	4.76	4.34	0.64	0.78	14.25	16.37
和美医疗	1509	持有	5.21	31.40	26.41	2.31	2.17	0.93	1.18	7.71	8.48
康宁医院	2120	持有	36.60	34.01	25.45	2.36	2.22	0.97	1.26	7.12	9.00
春立医疗	1858	买入	13.60	13.94	11.23	1.63	1.43	1.24	1.57	12.82	13.57

\*ROAE=平均净资产回报率  
来源: 彭博、农银国际证券预测



## 行业位于上行周期

- 医药行业相关的财政政策和健康保险在群众中的普及率上升将会有利于医药行业
- 医药行业 CPI 和 PPI 的差异加大 和该行业采用“两票制度”显示市场环境有利于医药行业下游企业，其中包括批发商和零售商
- 医药制造企业对于增加固定资产投资持谨慎态度。上游供应商之间的价格战不太可能
- 大盘制药公司的估值比小盘公司的估值低 11-15%

**政府财政政策有利医药行业。**我们相信，中国政府正在建立更加完善的社会保障体系。据财政部数据，1-10月，在医疗卫生和计划生育(医疗卫生)方面的公共财政支出达到 10,792 亿元人民币，同比增长 18.4%，占公共财政支出的比例达到 7.3%。同时，医疗卫生方面的公共财政支出增速比总公共财政支出增速高 8.4 个百分点。中国提高社会生活水平和加强社会保障的决心是显而易见的。我们认为医疗财政支出相对较高的增长将有利于制药行业的价值链。

**健康保险业的蓬勃发展为医药行业带来更多商机。**健康和意外保险的保费收入在 2015 年达到 3,050 亿元人民币，同比增长 43%；而在 2016 年 1-9 月，此类保费收入已经超过上年全年的金额，达到 4,014 亿元人民币，同比增长 72%。健康和意外保险保费收入在 2016 年增速加快。当日后这些保险合同实现理赔时，对应的保费金额将会最终流入医药市场。

**通胀数据显示医药市场的终端需求强劲。**药品和保健服务的 CPI 水平高于全国的水平，显示批发商或零售商具有提价的能力。消费品 CPI 和消费服务 CPI 在 10M16 别同比增长 1.9%和 2.1%。而中药、西药以及医疗服务的 CPI 在 10M16 同比增长 4.7%、3.9%、3.5%。财政支出和保险业务的增加使中国消费者对医药产品和服务的支出承受能力加强。

**医药产品的零售销售增速高于全国水平。**中西药的零售销售在 10M16 同比增长 12.4%，比全国的零售销售增速高 2.1 个百分点。人均收入的持续增长、政府的支持、健康和意外保险业务的上升都将会继续提高消费者在医药市场的购买力。

**对进口医药产品的需求依然强劲。**根据中国海关数据，于 10M16 医药产品的进口总金额则同比增长 15.5%，总进口量同比增长 15.7%。对于进口医药产品的强劲需求体现出国内消费者的购买力增强，导致国内的医药产品无法满足其需求。

## 中国药业

### 正面

分析师: 陈宋恩  
电话: (852) 2147 8805  
电邮: philipchan@abci.com.hk

#### 关键数据

2017 预测市盈率均值 (x)	17.9
2017 预测市账率均值 (x)	2.9
2017 预测股息率均值 (%)	1.8

资料来源: 彭博、公司、农银国际证券预测

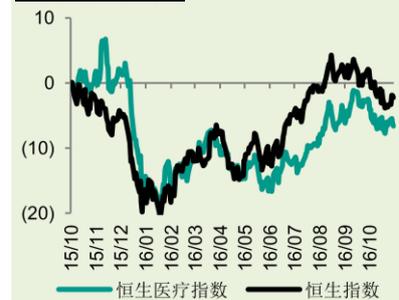
#### 行业表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(3.80)	0.26
3 个月	2.99	3.89
6 个月	9.24	(1.76)

\*相对恒生指数

资料来源: 彭博、公司、农银国际证券

#### 1 年股价表现 (%)



资料来源: 彭博、公司、农银国际证券



## 2017 年展望

**集中采购政策削弱了制药厂商的议价能力，但有利于中游分销商。**尽管下游的批发商和零售商具有提价的能力，但是上游的药品厂商却面对提价困难的局面。我们相信，医院及连锁药房的集中采购政策将会削弱药品厂商的议价能力。在 10M16，药品厂商的出厂价 PPI 仅同比增长 0.3%。这意味着医药产品的 CPI 和 PPI 之间的差异达到 3.4%，导致药品批发商和药店运营商将会享受到更高的毛利率。在药品供应链中向医疗机构提出的“两票制度”意味着药品分销行业的整合将在未来几年加速。药品经销商的利润率有可能在 2017-18 年扩大。

**医药制造行业工业增加值增速高于平均值，暗示行业的利润增速保持在健康水平。**制药行业的工业增加值在 10M16 同比增长 10.6%，比全国平均水平高 4.6 个百分点。这意味着药品厂商的收入和利润增速正在不断上升。我们预计 2017 年制药业将保持低双位数增长。

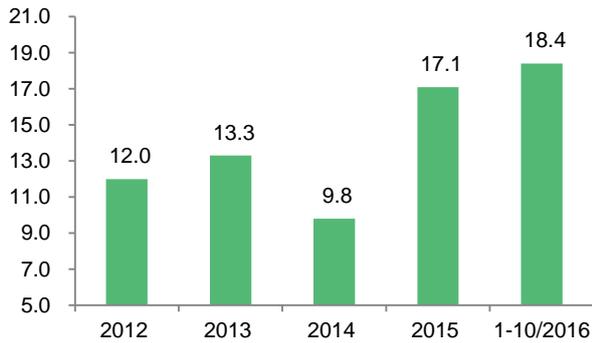
**医药制造业对未来预期乐观，但并未因此加快扩大资产规模。**医药制造行业的固定资产投资增长慢下来，从 2015 年的同比增长 11.9%，下降到 10M16 同比增长 8.9%。我们相信，制药行业相对稳定的利润率是药品制造商加大投资力度的其中一个诱因，但是对于产能过剩的担忧使它们更谨慎对待投资增长。2017 年，上游药物生产的严重价格竞争不大可能。

**制药业的收入和利润两位数增长。**根据国家统计局，于 10M16，医药制造业的业务收入和利润分别同比增长 9.6% 和 15.5% 至 22,348.5 亿元人民币和 2,355.7 亿元人民币。利润增长高于收入增长表明，在经济增长放缓的情况下，制药业的利润率一直在上升。鉴于制药行业的 PPI 几乎平稳，利润率的提高表明该行业正在转向生产更具高利润率的高端产品。我们相信药品生产商通过改变他们的产品组合来优化他们的回报。这种产品组合的变化将在未来几年持续下去。

**大型制药公司的股票比小公司的股票便宜。**恒生医疗指数在 2016 年表现逊色。该行业录得低双位利润增长，但估值为约 18 倍 2017 年预测市盈率及约 2.9 倍 2017 年预测市净率。我们相信虽然行业前景看好，但行业估值略高估。市值超过 100 亿港元的制药股票的平均市盈率和市净率，较小市值同类公司的平均市盈率及市净折让约 11-15%，但不同大小的制药公司的平均毛利率相若。因此，我们认为大型制药公司的定价相对更加合理。

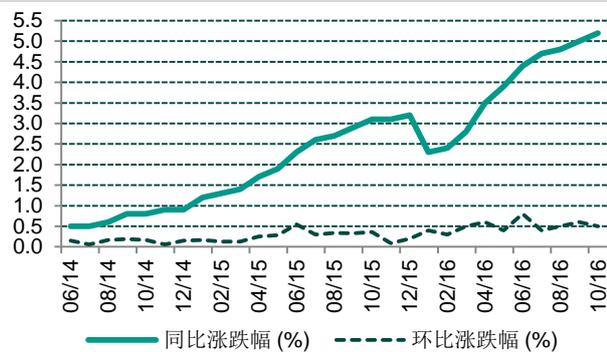


### 图表 1: 全国医疗卫生与计划生育财政支出(同比%)



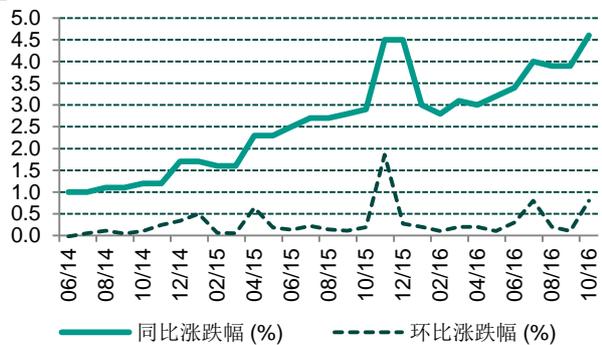
来源: 财政部、农银国际证券

### 图表 3: 西药 CPI



来源: 统计局、农银国际证券

### 图表 5: 医疗服务 CPI



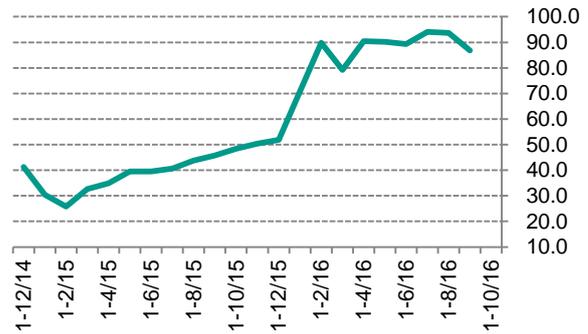
来源: 统计局、农银国际证券

### 图表 7: 中西药品零售销售增长 (累计同比%)



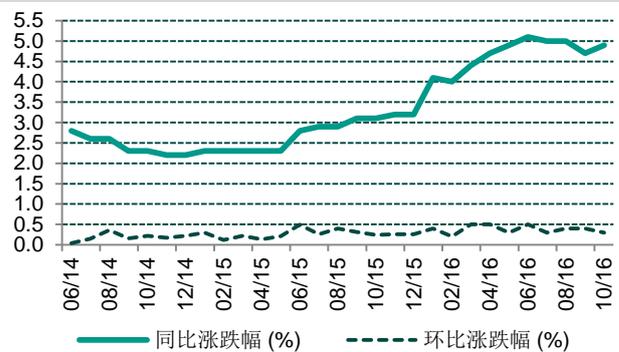
来源: 统计局、农银国际证券

### 图表 2: 健康险业务保费收入增长 (累计同比%)



来源: 中国保监会、农银国际证券

### 图表 4: 中药 CPI



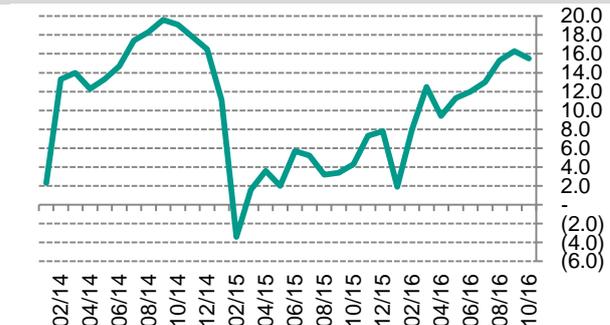
来源: 统计局、农银国际证券

### 图表 6: 医药制造业出厂价 PPI



来源: 统计局、农银国际证券

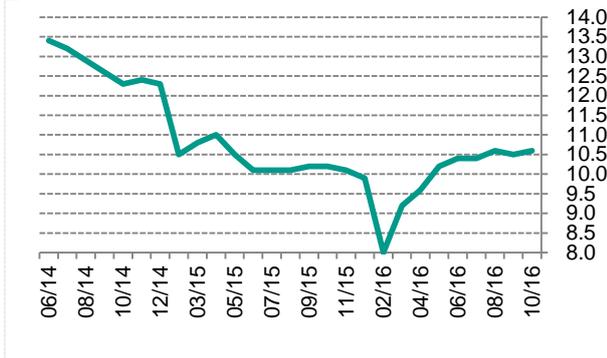
### 图表 8: 药品进口增速 (累计同比%)



来源: 统计局、农银国际证券

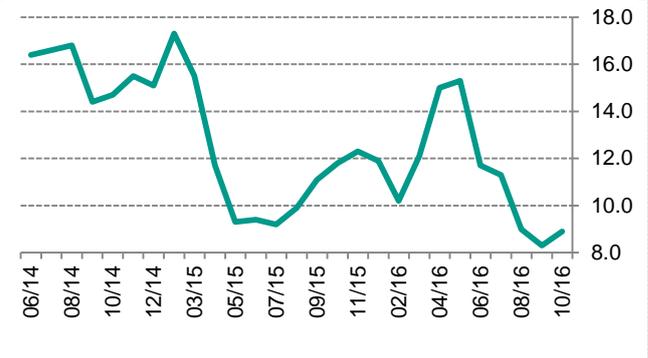


### 图表 9: 制药行业增加值 (累计同比%)



来源: 统计局、农银国际证券

### 图表 10: 制药行业的固定资产投资增速 (累计同比%)



来源: 统计局、农银国际证券

### 图表 11: 市值超过 100 亿港元的制药股

股票代码 (港股)	公司	香港上市市值 (百万港元)	平均资产回报率 (%)	平均股本回报率 (%)	5 年平均股本回报率 (%)	毛利率 (%)	3 年平均毛利润率 (%)	资产/股本 (x)
1093	石药集团	47,936	13.48	21.74	16.99	45.82	38.51	1.54
1099	国药控股 H	42,226	3.03	14.70	11.57	8.20	8.13	3.40
1177	中国生物制药	40,248	10.23	23.80	21.55	77.67	77.19	1.58
867	康哲药业	32,284	14.88	21.50	21.44	57.58	56.10	1.20
1530	三生制药	20,790	11.78	16.05	-	85.54	89.43	1.18
460	四环医药	19,031	10.61	12.21	15.50	70.35	65.03	1.10
570	中国中药	17,372	5.57	8.21	12.56	59.15	60.12	1.54
2186	绿叶制药	16,738	11.45	14.27	-	81.44	82.01	1.22
2607	上海医药 H	14,720	4.11	10.40	9.41	11.88	12.28	2.20

来源: 彭博、农银国际证券

### 图表 12: 大盘制药股估值 (数据截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名称	股票代码	评级	现价 (港元)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市账率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
石药集团	1093 HK	买入	8.15	23.29	18.95	4.81	4.13	1.58	1.91
国药控-H	1099 HK	买入	35.25	18.89	16.73	2.49	2.19	1.63	1.83
中国生物制药	1177 HK	买入	5.38	19.64	17.70	4.11	3.41	0.93	1.06
康哲药业	867 HK	-	12.56	20.67	17.03	4.41	3.63	1.65	1.99
三生制药	1530 HK	-	8.49	26.48	19.47	3.05	2.65	-	0.09
四环医药	460 HK	-	1.94	9.11	9.11	1.47	1.34	2.14	2.31
中国中药	570 HK	买入	3.91	14.97	12.46	1.25	1.15	1.95	2.29
绿叶制药	2186 HK	-	4.97	16.54	14.26	2.21	1.94	-	0.70
上海医药-H	2607 HK	-	19.58	14.65	13.21	1.45	1.34	1.90	2.13

来源: 彭博、农银国际证券预测



## 權益披露

众分析员作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 權益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

陈宋恩持有农业银行(1288 HK)H 股股份

周秀成持有腾讯控股(700 HK)股份

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 5 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.5$
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数。

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或其任何附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。版权所有 2016 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183

