



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

农银国际中国/香港证券研究
2017年下半年及2018年
经济展望及投资策略
新时代来临





農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

2017年下半年及2018年全球经济展望	3	中国银行业	31	陈宋恩
2017年下半年及2018年中国经济展望	6	行业基本面持续改善，但政策性风险正提高		研究部联席主管 philipchan@abci.com.hk
2017年下半年及2018年投资策略	10	中国保险业	37	
香港股市	18	2017年：充满挑战的一年		姚少华
香港IPO市场展望	29	中国证券业	41	经济师 yaoshaohua@abci.com.hk
		稳步向前		
		中国地产业	45	欧宇恒
		大湾区的胜利者		
		中国替代能源业	50	分析员 中国银行业 johannesau@abci.com.hk
		能源架构重组：清洁能源增长的引擎		
		中国环境保护业	53	
		巨大的市场机遇		
		中国电子商贸业	57	周秀成
		估值开始昂贵		分析员
		中国消费业	60	证券业/电子商贸业 stevechow@abci.com.hk
		核心消费品行业将突围而出		
		中国食品饮料业	63	董耀基
		行业消费需求保持强劲		
		中国运动服装业	66	分析员 房地产业 kennethtung@abci.com.hk
		国内品牌或面临挑战		
		中国医药医疗业	68	
		投资需要与患者偏好和趋势一致		吴景荃
				分析员 环保业/替代能源业 kelvingg@abci.com.hk
				潘泓兴
				分析员 消费业/食品业/运动服业 paulpan@abci.com.hk

于2017年7月3日发布
除另有指明外，数据截至2017年6月29日



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

2017 下半年及 2018 年 全球经济展望

经济师：姚少华

电邮：yaoshaohua@abci.com.hk

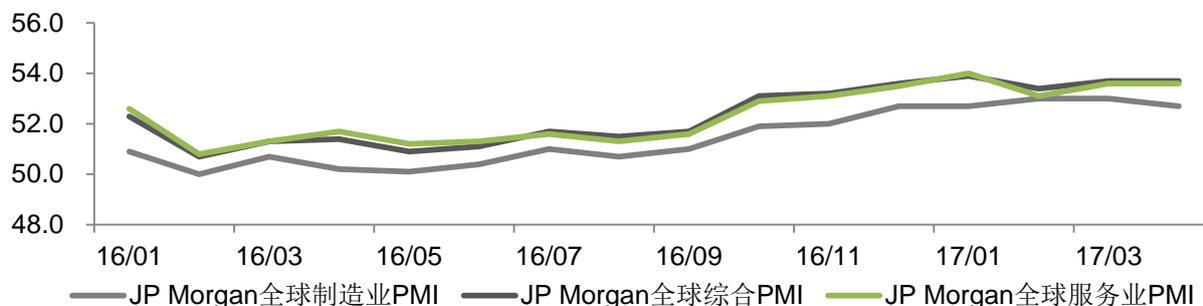
2H17/2018 年全球经济增长或略微加快

- 受益于制造业和服务业商务活动反弹以及贸易回暖,年初以来全球经济复苏步伐有所加快,全球主要经济体亦呈现出稳定的增长
- 年初至今,全球通胀水平因大宗商品价格反弹而有所上升,生产价格通胀回升尤为显著
- 展望未来,有见于制造业及贸易活动升温,消费者信心增强,货币政策仍宽松,以及大宗商品价格稳定,我们预期 2H17 及明年全球经济增长或略微加快
- 但贸易保护主义升温以及经济和政治政策的高度不确定性或为全球经济带来挑战
- 我们预期 2017 年美国、欧元区、日本及中国的经济分别增长 2.0%、1.9%、1.5% 及 6.7%,2018 年则分别增长 2.2%、2.0%、1.2%及 6.4%,相比而言,上述国家在 2016 年经济分别增长 1.6%、1.8%、1.0%及 6.7%

全球经济增长动力增强

受益于制造业和服务业商务活动反弹以及贸易回暖,年初以来全球经济复苏步伐有所加快。如图表 1 所示,JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2017 年前 5 个月均录得显著回升,显示全球经济活动稳健增长。

图表 1: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博及农银国际证券

1Q17 全球贸易活动亦在经济复苏带动下升温。根据WTO的统计数据,1Q17 全球商品贸易按年增长 10.7%¹,为近 7 年来最快水平。WTO公布的世界贸易展望指标在 3 月份达到 102.2,为 2011 年 5 月份来最高,显示 2Q17 全球贸易或继续温和扩张态势。

受益于宽松的货币政策环境以及大宗商品价格反弹,年初至今全球主要经济体呈现出稳定的增长步伐。1Q17 美国经济按年增长 2.0%,快过去年同期 1.6%的增速(图表 2)。同期欧元区、英国以及日本的经济分别增长 1.7%、2.1% 及 1.6%,而 1Q16 则分别增长 1.7%、1.6%及 0.5%。近期的数据亦显示中国的经济增长在 1Q 加快。

图表 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2016 年	1Q16	1Q17
美国	1.6	1.6	2.0
欧元区	1.8	1.7	1.7
英国	1.8	1.6	2.1
日本	1.0	0.5	1.6
中国	6.7	6.7	6.9

来源: 彭博及农银国际证券

全球主要央行采取了适度宽松的货币政策来应对经济和金融风险。举例来说,欧洲央行重申将在未来相当长一段时间内维持低利率水平,并承诺每月购买 600 亿欧元的资产直至今年年末,主要再融资利率、隔夜贷款利率及隔夜存款利率分别维持在 0.00%、0.25%及-0.40%水平不变。此外,日本央行亦维持宽松货币政策并采用收益率曲线控制来实现 2.0%的通胀目标。

年初至今全球通胀水平因大宗商品价格反弹而有所上升。相比消费价格通胀,全球生产价格通胀回升尤为显著。特别值得指出的是,受益于大宗商品和原材料价格反弹,去产能的推进以及房地产投资加速,中国的生产价格通胀在今年首几个月大幅反弹。

2H17 及 2018 年全球经济增长或略微加快

展望未来,有见于制造业及贸易活动升温,消费者信心增强,货币政策仍宽松,以及大宗商品价格稳定,我们预期 2H17 及明年全球经济增长或略微加快。根据世界银行 2017 年 6 月期《全球经济展望》预计,全球经济增长 2017 年及 2018 年将由 2016 年的 2.4%分别加快至 2.7%及 2.9%(图表 3)。然而,贸易保护主义升温以及经济和政治政策的高度不确定性或为全球经济带来挑战。

我们预期美国经济 2017 年及 2018 年分别增长 2.0%及 2.2%,较 2016 年 1.6%的增速为快。内需仍将成为美国经济增长主要的推动力,其料得到川普政府减税及加快基建投资等刺激政策支持。货币政策方面,有见于美国核心通胀前景走弱,我们预期美联储在今年余下时间维持利率不变,并在 2018 年加息两次,加息频率较美联储官员的预期为少。此外,美联储或在明年年初开始缩减其资产负债表。

我们预计欧元区的经济增长 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.8%分别加快至 1.9%及 2.0%。制造业及出口料成为经济增长的主要推动力。根据欧洲央行的前瞻性指引,我们预期欧洲央行在今年余下时间将维持利率及每月资产购买规模不变。然而,有见于欧元区经济不断增强,尽管明年利率水平或维持不变,但欧洲央行在 2018 年或将其每月资产购买规模逐步削减至零。

¹除另有指明外,本报告列示的变动比率均为按年变化

受益于外需回暖及商业投资复苏,我们预计日本经济增长 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.0% 分别反弹至 1.5% 及 1.2%。宽松的货币政策和财政政策亦将支持经济增长。有见于通胀前景仍疲弱及当前通胀水平远低于日本央行 2% 的目标,我们预期 2017 年和 2018 年日本的货币政策或维持不变。

随着去杠杆持续推进、PPI 通胀放缓以及房地产调控措施收紧,我们维持中国经济 2017 年及 2018 年分别增长 6.7% 及 6.4% 的预测不变。我们重申 2017 年及 2018 年人民银行将维持基准利率稳定,但有见于通胀压力较温和以及外汇占款减少,人民银行每年或下调 RRR 两次,每次 50 个基点。

图表 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2016 年	2017 年预测	2018 年预测
美国	1.6	2.0	2.2
欧元区	1.8	1.9	2.0
日本	1.0	1.5	1.2
中国	6.7	6.7	6.4
世界	2.4*	2.7*	2.9*

*代表世界银行的预测

来源: 世界银行、彭博、农银国际证券预测



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2017年下半年及2018年 中国经济展望

经济师：姚少华

电邮：yaoshaohua@abci.com.hk

中国经济增长或于2H17及2018年略微放缓

- 由于去杠杆持续推进、融资成本上升以及金融监管加强,中国经济在2Q17开局开始放缓
- 4月份与5月份工业产出、固定资产投资、零售销售以及进出口数据继3月份强劲增长后回落,大部分数据亦低于市场预期
- 尽管1Q17 GDP录得强劲增长,但我们相信未来数季中国经济或略微放缓。有见于去杠杆持续推进、PPI通胀放缓以及房地产调控措施收紧,我们维持中国经济2017年及2018年分别增长6.7%及6.4%的预测不变
- 我们预期2017年及2018年人民银行将维持基准利率稳定,但有见于通胀压力较温和以及外汇占款减少,人民银行每年或下调RRR两次,每次50个基点

经济增长动力开始减弱

由于去杠杆持续推进、融资成本上升以及金融监管加强,近期经济数据显示中国经济在2Q开局开始放缓。4月份与5月份工业产出、固定资产投资、零售销售以及进出口数据继3月份强劲增长后回落,大部分数据亦低于市场预期。

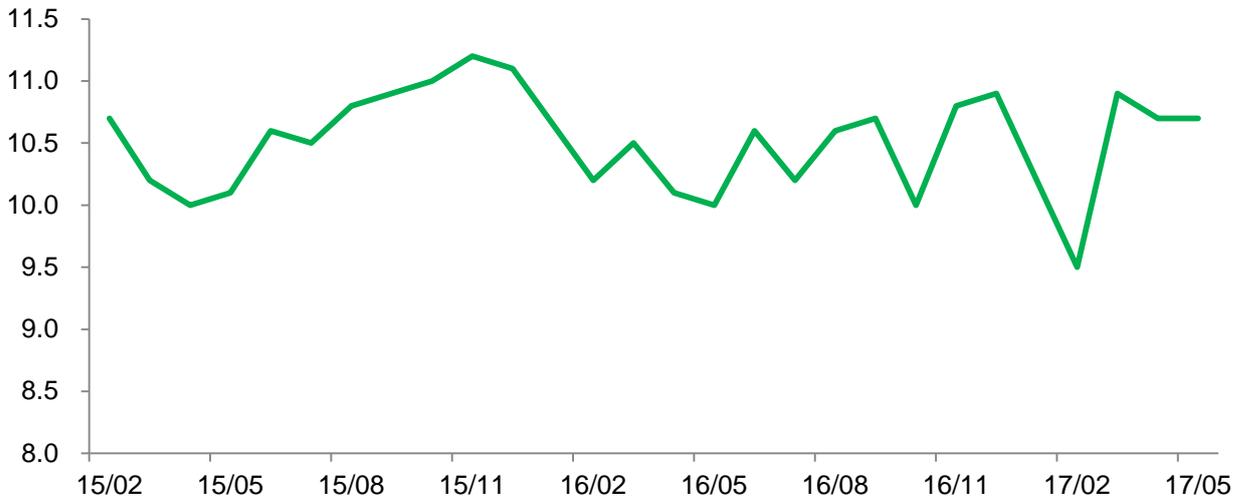
工业产出继1Q及3月份分别增长6.8%²及7.6%后,4月份及5月份放缓至6.5%。4月份与5月份发电量增速亦由1Q及3月份的6.7%及7.2%分别回落至5.4%及5.0%。此外,涵盖31个行业大类的制造业PMI指数亦由3月份的51.8放缓至4月份及5月份的51.2。

内需方面,消费支出及固定资产投资增速均减慢。4月份及5月份零售销售增长由3月份的10.9%略微回落至10.7%,主要因为汽车销售在购置税优惠减少下放缓(图表1)。由于制造业固定资产投资在信贷条件收紧下减慢,4月份与5月份整体城镇固定资产投资增速由3月份及1Q的9.4%及9.2%分别回落至8.3%与7.9%(图表2)。

²除另有指明外,本报告列示的变动比率均为按年变化

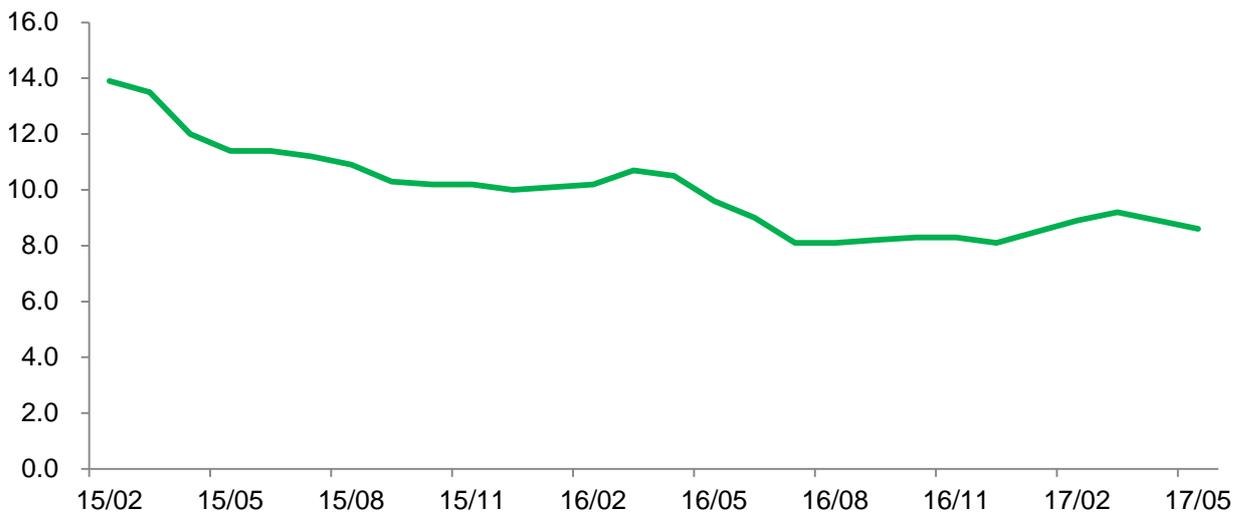


图表 1: 中国零售销售增长(%)



来源: 国家统计局及农银国际证券

图表 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)

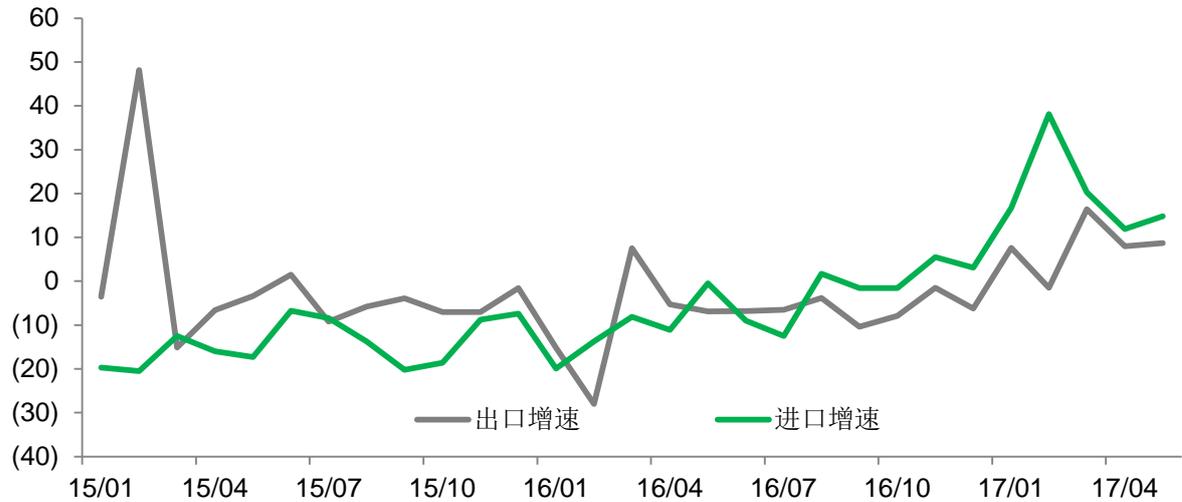


来源: 国家统计局及农银国际证券

外需方面,4月份与5月份出口及进口增速均回落(图表3)。以美元计价,4月份与5月份出口分别增长8.0%与8.7%,虽然与1Q 8.2%的增速相若,但明显低于3月份16.4%。4月份与5月份进口显著减慢,仅分别增长11.9%与14.8%,而3月份及1Q则分别增长20.3%及24.0%。随着进口显著放缓,4月份与5月份贸易盈余由3月份的239亿美元分别上升至380亿美元与408亿美元。



图表 3: 中国出口及进口增长 (%)



来源: 国家统计局及农银国际证券

通胀在 4 月份与 5 月份维持温和态势。由于食品价格跌幅收窄,4 月份与 5 月份 CPI 由 3 月份的 0.9% 分别反弹至 1.2% 与 1.5%。此外,4 月份与 5 月份 PPI 则由 3 月份的 7.6% 分别回落至 6.4% 与 5.5%, 主要因为大宗商品价格下跌,特别是石油和黑色金属相关产品的价格。

货币政策方面,4 月份与 5 月份人民银行维持中性偏紧的态势,以期降低杠杆率。银监会亦加强了金融监管,特别在影子银行方面。4 月份与 5 月份广义货币供给(M2)的增速由 3 月份的 10.6% 分别回落至 10.5% 与 9.6%,同期衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从 2.12 万亿元人民币分别下跌至 1.39 万亿元人民币与 1.06 万亿元人民币。

2H17/2018 年经济增长或略微放缓

尽管 1Q17 GDP 录得强劲增长,但基于以下原因,我们相信未来数季中国经济或略微放缓。

首先,去杠杆的持续推进以及金融监管的强化将继续对银行间市场利率施加上行压力,此举或推高商业银行的贷款利率。根据人民银行 1Q17 货币政策执行报告,今年 3 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.53%,高于 2016 年 12 月份的 5.26%。此外,银监会颁布一系列金融监管措施,债券融资的条件或偏紧。

其次,有见于低基数效应逐步减退及大宗商品价格走势回软,未来数季 PPI 通胀或放缓,此将降低制造业部门的投资回报和削弱制造业的投资意欲。

第三,在房地产调控措施升温下,房地产销售或放缓,这将拖累与房屋装修相关的零售销售增长。实际上,4 月份房地产销售面积和销售金额分别仅上升 7.7% 及 10.0%,5 月份分别上升 10.2% 及 14.1%,而 3 月份分别上升 14.7% 及 24.4%。

整体来说,随着去杠杆持续推进、PPI 通胀放缓以及房地产调控措施收紧,我们维持中国经济 2017 年及 2018 年分别增长 6.7% 及 6.4% 的预测不变。此外,我们重申 2017 年及 2018 年人民银行将维持基准利率稳定,但有见于通胀压力较温和以及外汇占款减少,人民银行每年或下调 RRR 两次,每次 50 个基点。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 4: 经济预测

经济指标	2016 年	2017 年预测	2018 年预测
实质 GDP 增长, %	6.7	6.7	6.4
固定资产投资增长, %	8.1	8.5	8.0
零售销售增长, %	10.4	10.5	10.0
以美元计出口增长, %	(7.7)	8.0	3.0
以美元计进口增长, %	(5.5)	14.0	5.0
工业产出增长, %	6.0	6.5	6.0
消费物价通胀, %	2.0	1.7	2.0
M2 增长, %	11.3	10.5	10.0
社会融资规模, 10 亿人民币	17,800	19,000	20,000
新增人民币贷款, 10 亿人民币	12,600	13,500	14,500
年末每美元兑人民币在岸现货价	6.9450	6.9000	7.1000

来源: 国家统计局、 中国人民银行、 农银国际证券预测



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2017年下半年-2018年 投资策略

分析师: 陈宋恩

电邮: philipchan@abci.com.hk

- 美联储在其他主要国家央行之前先发制人, 进行去杠杆 - 低成本资金充沛供应的年代即将结束。未来一年, 主要经济体将进入新的货币政策偏紧周期
- 中国大陆投资者在香港资本市场的影响力和定价权正在增加
- 中国股权和债权证券市场的深度和多样性对外国投资者具有很大吸引力
- 提供市政设施服务、环保、绿色能源生产、保险、医疗卫生、教育、旅游、娱乐、互联网和物流服务企业将继续蓬勃发展
- 企业定位于中国三大经济战略 -“一带一路倡议”, “长江经济带发展战略” 和“京津冀协同发展战略”, 将受益于较快速的区域经济增长
- 中国的新形式投资方法 (政府和社会资本合作) 拉动经济增长将有利于大型承包商
- 我们预期恒指 2H17 的交投区间 22,800-27,900 点升至 2018 年的 24,360-29,300 点
- 波动指数和国家风险溢价处于低位水平, 表明投资者低估市场风险或高估股票潜在的上涨空间

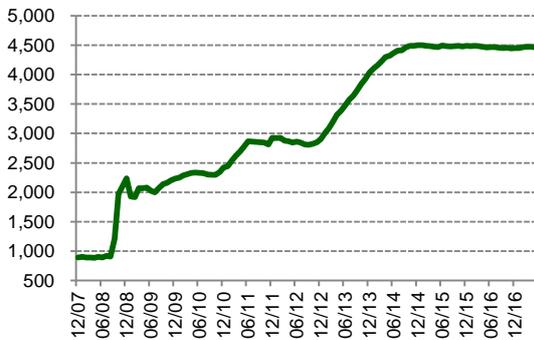


美联储在其他主要国家央行之先发制人,进行去杠杆 - 低成本资金充沛供应的年代即将结束。未来一年,主要经济体的货币政策将进入新的周期

于 1H17,美联储提高联邦基金利率两次。其实,美联储自 2016 年 12 月以来已提高联邦基金利率三次。美元短期利率一直在上涨,尽管美联储保持流动性供应不变。 美联储表示,其计划 2H17 缩减资产负债表,这意味着流动性供应开始紧缩,融资成本将在下 2H17 至 2018 增加。 由于美联储在中国人民银行、欧洲中央银行(ECB)和日本央行(BOJ)前先发制人,先进行去杠杆。如果其他主要工业国家的中央银行延迟去杠杆行动,他们将承担当地货币贬值和资本外流风险。

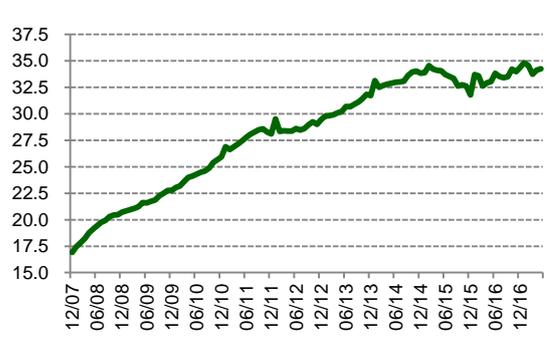
事实上,在上述四大中央银行中,美联储的资产规模最小。比较央行资产负债表内的资产规模和增长情况,我们认为美联储和中国人民银行已约束自己,没有进一步大幅扩大资产规模。同时,日本央行在今年首五个月的资产增长与 2016 年相比有所放缓。欧洲央行在 1H17 仍然放松货币政策,但可能会在 2H17-2018 年减缓资产负债表的的增长。中国人民银行约束资产负债表扩张,中国政府债券收益率在今年首五个月大幅上涨。首五个月,中国 10 年期债券收益率上涨 58bp。时间剩下来给高杠杆的公司去杠杆渐渐缩短,高杠杆的公司需要加快减少资产规模和降低资产负债端久期错配的风险。

图表 1:美联储总资产(10 亿美元)



来源: 美联储、彭博、农银国际证券

图表 2:中国人民银行总资产(万亿元人民币)



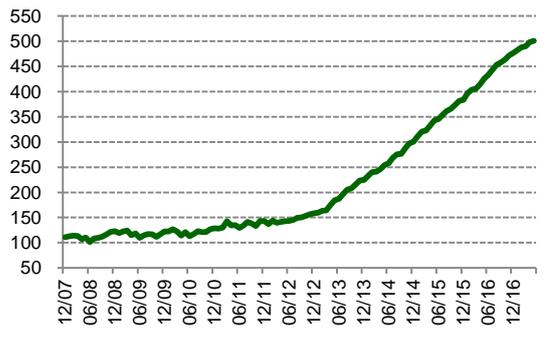
来源: 中国人民银行、彭博、农银国际证券

图表 3:欧洲中央银行总资产(10 亿欧元)



来源: 欧洲中央银行、彭博、农银国际证券

图表 4:日本央行总资产(万亿元日元)



来源: 日本央行、彭博、农银国际证券



图表 5:中央银行资产负债表资产规模-中国人民银行资产负债表规模较大

中央银行	日期	资产规模 当地货币	资产变动 (去年末至今)	资产规模 以美元计	2016 年 GDP /资产	资产 效率
人民银行	05/31/17	人民币 34.25 万亿	(0.4%)	美元 5,014 十亿	2.17	相当高效
欧洲央行	05/31/17	欧罗 4,196 十亿	14.5%	美元 4,670 十亿	2.54	很高效
日本央行	05/31/17	日元 500.80 万亿	5.1%	美元 4,500 十亿	1.10	低效
美联储	05/31/17	美元 4,460 十亿	0.2%	美元 4,460 十亿	4.23	非常高效

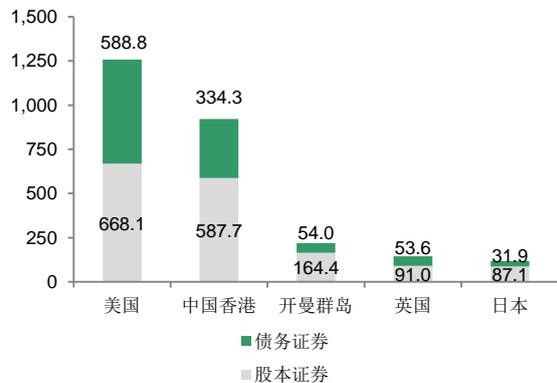
来源: 中国人民银行、欧洲央行、日本央行、美联储、农银国际证券

中国大陆投资者在香港资本市场的影响力和定价权正在增加

中国大陆资金持续流入香港资本市场势将会加强他们在香港资本市场的定价权。据国家外汇管理局统计,在 2016 年,香港已成为美国之后吸收中国大陆资本的第二大目的地。截至 2016 年末,中国大陆在香港股权投资额较 2015 年增加 263.2 亿美元至 587.7 亿美元(或 4555 亿港元)。同时,中国大陆资金在香港的债务证券投资额也增加了 73.9 亿美元,达 334.3 亿美元(或 2591 亿港元)。截至 2017 年 5 月末,香港发行的基金于中国大陆境内销售累计净汇出金额 85 亿元人民币。2017 年 1-5 月,中国大陆投资者通过“港股通”净额累计买了 136.5 亿港元的港股。自“港股通”开通至 5 月末,中国大陆投资者通过“港股通”净额累计买了共 523.1 亿港元的港股。这笔金额占恒生综合指数五月末的自由流通市值总额的约 4%。

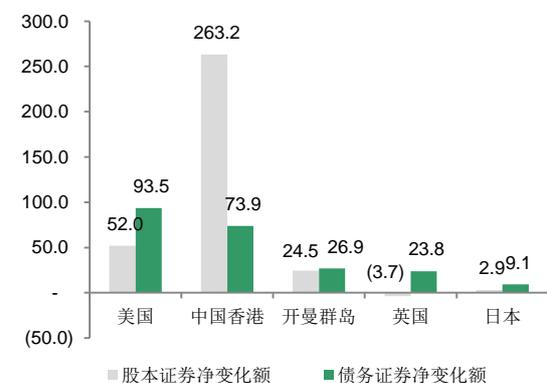
尽管中国大陆流入资本流入香港股市,但后者的股票周转速度或换手率(即年化股票市场成交额/股票市值)相对稳定。在 2017 年 1-5 月,换手率约 43%,而 2016 年则为 42%。这表明大部分中国大陆投资者在香港积累股票,用于中长期持有,而不是短期频繁买卖。然而,一旦他们在香港股市市场上开始积极买卖股票,如像 A 股市场行为(在 1-5 月,上海 A 股和深圳 A 股市场的平均换手率分别为 159%和 251%),香港股市的日均成交额可能会爆升起来。在 2019-2020 期间,香港股市的日均成交额将达到 2,700-4,300 亿港元,我们认为这是可能发生的。

图表 6:2016 年末中国对外投资(前五大国家/地区)(亿美元)



来源: 国家外汇管理局、农银国际证券

图表 7:中国对外投资(前五大国家/地区): 2016 年净增(亿美元)



来源: 国家外汇管理局、农银国际证券

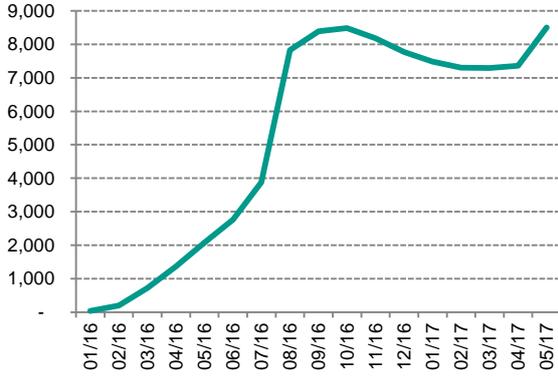


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

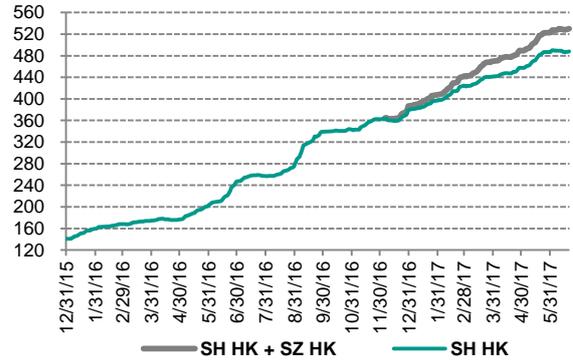
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 8:香港基金于中国大陆境内发行销售资金累计净汇出金额情况(百万元人民币)



来源: 国家外汇管理局、农银国际证券

图表 9:中国大陆投资者通过港股通累积净购买香港股票(10亿港元)



SHHK+SZHK:沪港通和深港通里的港股通

SHHK:沪港通里的港股通

来源: 香港交易所、彭博、农银国际证券

图表 10:中国大陆投资者通过港股通持有股权最高的 20 家香港上市公司

No.	股票代码	股票	28/6 持股权	28/6vs.31/3 变化 百分点
1	861	神州控股	40.72%	(2.95%)
2	874	白云山	29.02%	(0.15%)
3	553	南京熊猫电子股份	28.92%	1.77%
4	187	京城机电股份	27.82%	(0.62%)
5	2333	长城汽车	25.94%	5.68%
6	2238	广汽集团	25.32%	3.94%
7	1336	新华保险	24.33%	11.59%
8	1072	东方电气	24.12%	1.80%
9	1918	融创中国	23.44%	3.20%
10	3993	洛阳钼业	23.19%	2.25%
11	107	四川成渝高速公路	22.37%	1.26%
12	2880	大连港	21.29%	0.16%
13	719	山东新华制药股份	20.56%	7.52%
14	1055	中国南方航空股份	20.32%	2.21%
15	2727	上海电气	19.35%	0.19%
16	564	郑煤机	19.04%	1.47%
17	1071	华电国际电力股份	18.09%	(4.15%)
18	1108	洛阳玻璃股份	18.09%	(0.53%)
19	1053	重庆钢铁股份	17.98%	(9.26%)
20	2899	紫金矿业	17.95%	1.58%

持有股权=中国大陆投资者通过港股通持有的股份/在港交所上市的发行股份

来源: 香港交易所、农银国际证券

**图表 11:中国大陆投资者通过港股通持股权较多的 H 股金融股(资产管理,银行,保险,证券)**

No.	股票 代码	股票	28/6 持股权	28/6vs.31/3 变化 百分点
1	998	中信银行	15.11%	4.14%
2	3968	招商银行	12.10%	2.40%
3	6818	中国光大银行	11.69%	2.90%
4	1398	中国工商银行	6.83%	0.54%
5	1288	中国农业银行	5.69%	(1.31%)
6	3988	中国银行	4.73%	1.11%
7	3618	重庆农村商业银行	5.06%	(0.59%)
8	1336	新华人寿	24.33%	11.59%
9	2601	中国太平洋保险	5.40%	0.96%
10	2628	中国人寿	4.50%	(0.67%)
11	1339	中国人民保险公司(集团)	4.03%	0.13%
12	1508	中国再保险	2.73%	0.29%
13	2318	平安保险	1.49%	0.56%
14	3908	中国国际金融公司	9.44%	0.12%
15	6099	招商证券	7.05%	1.65%
16	3958	东方证券	7.39%	2.06%
17	6881	中国银河证券	3.88%	(1.02%)
18	6886	华泰证券	3.67%	(0.20%)
19	6837	海通证券	2.10%	(0.26%)

注：部分金融股未被列入表内

持有股权=中国大陆投资者通过港股通持有的股份/在港交所上市的发行股份

来源：香港交易所、农银国际证券



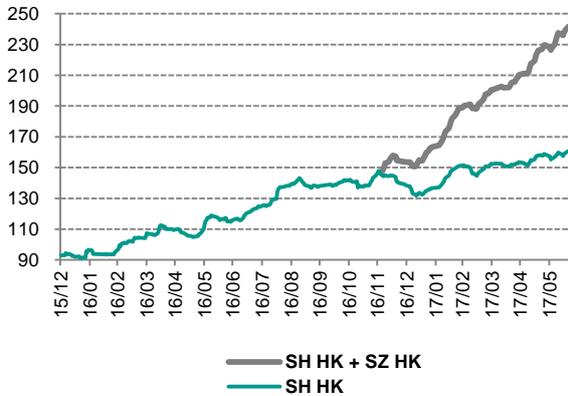
中国股权和债券市场的深度和多样性对外国投资者具有吸引力

为了控制风险,投资经理在一篮子投资组合中把中国投资设定在一定的比例。我们相信外国投资者将受到中国大陆股票和债券市场的深度和多样性的吸引。如果他们增加中国大陆地区投资资产的比例,可能会减少在香港资本市场上持有的中国相关资产。

中国大陆境外投资者自“沪股通”和“深股通”开通后,已通过这两个通道净额累买了近 2,400 亿元人民币 A 股。截至 5 月末,境外机构和境内的外资银行分别持有价值 7,570 亿元人民币和 3,170 亿元人民币的境内债券。

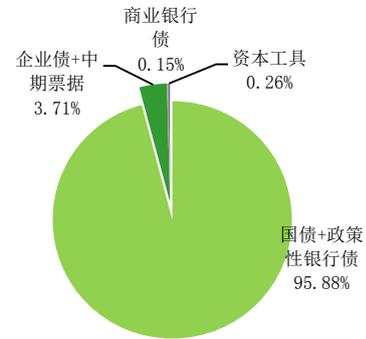
于 1H17,外国投资者热衷于投资 A 股的机场运营股、消费或食品股(白酒、家用电器、奶制品生产商等)、中药品牌股和小型科技股。在境内债券市场上,外资较为保守,主要持有由政府或政策性银行发行的债券。

图表 12:通过“沪股通”和“深股通”净额累买 A 股(10 亿元人民币)



SHHK+SZHK:“沪股通”和“深股通”
SHHK:“沪股通”
来源: 香港交易所、彭博、农银国际证券

图表 13:境外机构持有的境内债券种类(5 月末为 7,570 亿元)



来源: 中央国债登记结算、农银国际证券

图表 14:境外投资者通过“沪股通”或“深股通”持有的十大 A 股

境外投资者通过“沪股通”持股权前十大沪 A 股 (28/6/2017)	持股权	境外投资者通过“深股通”持股权前十大深 A 股 (28/6/2017)	持股权
上海机场 600009	27.85%	海康威视 002415	7.37%
方正证券 601901	18.91%	美的集团 000333	5.75%
宇通客车 600066	12.55%	格力电器 000651	5.10%
福耀玻璃 600660	11.13%	东阿阿胶 000423	4.72%
恒瑞医药 600276	11.05%	鲁泰 000726	4.25%
伊利股份 600887	8.22%	云南白药 000538	3.64%
青岛海尔 600690	7.38%	索菲亚 002572	3.63%
口子窖 603589	7.37%	老板电器 002508	3.57%
长江电力 600900	6.30%	科华生物 002022	3.49%
贵州茅台 600519	5.98%	东方雨虹 002271	3.21%

持有股权=境外投资者通过“沪股通”或“深股通”持有的股份/在沪或深交所上市的发行股份
来源: 香港交易所、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

企业从事如市政设施服务、环保、绿色能源生产、保险、医疗保健、教育、旅游、娱乐、互联网、物流等,将继续蓬勃发展

我们认为中国的主要社会、经济和人口趋势将在 2017-2020 年持续。从事支持这些发展趋势提供产品或服务的企业,将继续蓬勃发展。

- 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

企业定位于中国三大经济战略—“一带一路倡议”,“长江经济带发展战略”和“京津冀协同发展战略”,将受益于较快速的区域经济增长

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)的利润的增长速度将快于全国同行。

中国的新形式投资方法(政府和社会资本合作)拉动经济增长将有利于大型承包商

为了避免政府赤字的显著增加,将广泛推广公私合作伙伴关系(PPP)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私人合作伙伴在开始之前评估,公私资本资源将获得更有效地分配。

波动指数和国家风险溢价处于低位水平,表明投资者低估市场风险或高估股票潜在的上涨空间

由于香港、美国、欧洲及日本主要基准股指数的波动指数处于较低位置,这些情况反映出投资者的风险偏好显著上升。中国股市目前的市场风险溢价低于历史平均水平 2 个标准差,这表明市场风险已经被低估了。中国股市相对较低的国家风险溢价是国债收益率(无风险利率)上升和预期市场收益率下降的结果。低水平的波动指数或国家风险溢价表明股票在短期内可能会被高估。



图表 15:农银国际的全球观点及对香港股市的影响摘要

我们对 2H17-2018 年环球主要趋势的判断	对香港股市的影响
<ul style="list-style-type: none"> 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 美国总统唐纳德·特朗普在三月下旬发布行政命令,要求在 90 天内发布关于货物重大贸易赤字的综合报告。其后美国可能从主要贸易伙伴(前五名美国贸易逆差伙伴:中国,墨西哥,德国,日本,加拿大)对进口货物征收进口关税。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于不利的外部因素导致的系统性风险增加 香港股市的风险溢价上升将抑制股票估值
<ul style="list-style-type: none"> 美联储采取先发制人的行动,将于 2H17 对其资产负债表去杠杆。其他主要中央银行(中国人民银行,欧洲央行及日本央行)将于 2017 年稍后时间,限制其资产负债表增长,或于 2018-19 年度开始对其资产负债表进行去杠杆。 美国的货币政策正在从宽松转向紧缩,其影响迟早会波及其他国家。 	<ul style="list-style-type: none"> 美元的市场利率上涨。推延货币紧缩的工业国家将面临货币贬值和资本外流的风险 由于港元美元挂钩,香港利率周期将跟随美国利率周期 在利率上升周期的早期阶段,金融部门将受益 强美元和弱人民币有利于中国出口
<ul style="list-style-type: none"> 美国总统特朗普的积极的财政刺激计划可能会在短期内面临政治阻力和财政压力 国债供应将会增加,以资助财政刺激计划 争取外商直接投资推动经济发展,变得非常重要 发展中国家市场的金融危机和社会动荡的风险将随着美元成本走高,低利率趋势的逆转以及通货膨胀的上升而增加 	<ul style="list-style-type: none"> 美联储七个月内提高利率三次,美国货币政策错误风险开始回升 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 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,但来自中国大陆的流动性流入抵消了部分风险
<ul style="list-style-type: none"> 中国积极的财政刺激政策保持 私营部门参与度的增加,投资导向型增长模式恢复 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 中国各省经济增长不平衡,带来不同的风险和回报 	<ul style="list-style-type: none"> 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 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 “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 国有企业改革的积极影响将会显现 支持中国长期发展趋势的企业,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 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 营商和投资的地理多元化将增加

来源:农银国际证券预测



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

香港股市

恒生指数

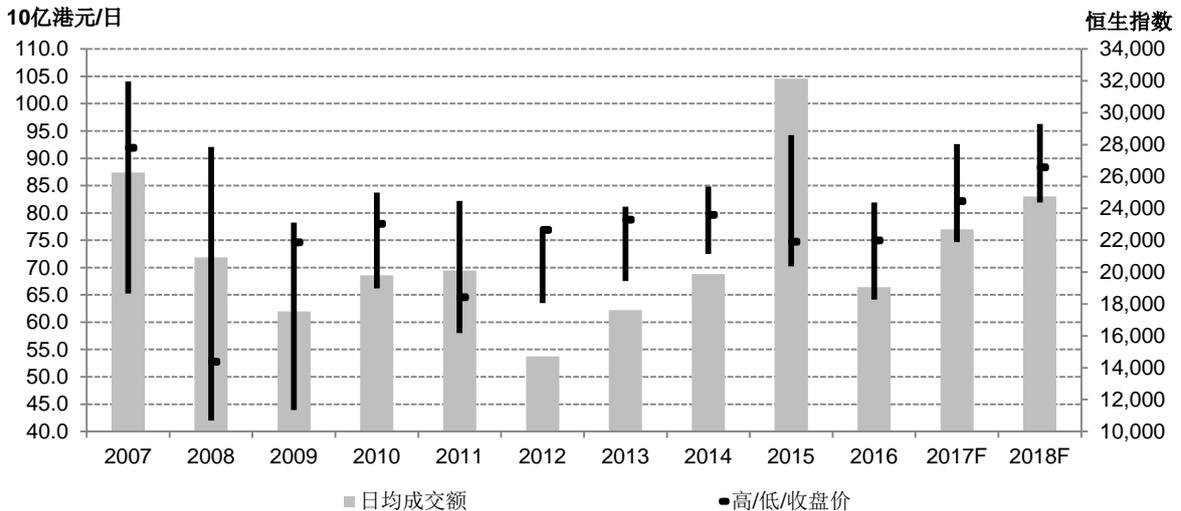
恒生指数每股盈利(EPS)在 2015 年和 2016 年分别同比下降 14.2%和 12.1%之后,其每股盈利预期在 2017 年和 2018 年分别增长 14.8%和 8.8%。2017 年EPS反弹主要由于 2016 年低基数,金融股、TMT股、能源股和休闲娱乐股的EPS回恢增长。2018 年EPS的增长由金融股和 TMT股的EPS增长将推动。

恒指于 1H17(截至 6 月 29 日)的交投区间为 21,883.82-26,090.33,相当于 10.58-12.62 倍 2017 年市盈率,或 1.06-1.26 倍 2017 年市净率,或 2017 年 3.97%-3.33%股息率。根据我们的估计,于 1H17,恒生指数成分股的日均成交额(ADT)分别同比上升 16.5%或环比上升 9.0%至 269 亿港元,占同期主板日均成交额的 35.8%。于 1H17,主板的日均成交额同比增长 12%或环比上升 14%至 751 亿港元。

综合市盈率、市净率和股息率估值方法,我们预计 2H17 恒生指数的交投区间为 22,800-27,900,相当于 11.0-13.5 倍 2017 年市盈率,或 1.10-1.35 倍 2017 年市净率,或 2017 年 3.8%-3.1%股息率。我们将 2017 年末的目标定为 24,500,相当于 11.8 倍 2017 年市盈率,或 1.18 倍 2017 年市净率,或 2017 年 3.6%股息率。

2018 年,我们预测恒生指数的交易范围为 24,360-29,200,相当于 10.8-13.0 倍 2018 年市盈率,或 1.18-1.32 倍 2018 年市净率,或 2018 年 3.8-3.1%股息率。我们将 2018 年末目标设定为 26,600,相当于 11.8 倍 2018 年市盈率,或 1.2 倍 2018 年市净率,或 2018 年 3.4%股息率。我们预计主板在 2018 年的日均成交额将同比增长 8%至 830 亿港元。

图表 16:恒生指数(高/低/收盘价)和主板股市日均成交(10 亿港元/日)



来源: 香港交易所,彭博、农银国际证券预测

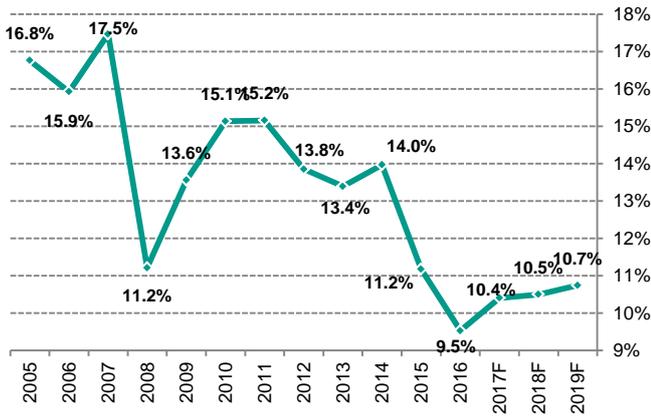


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

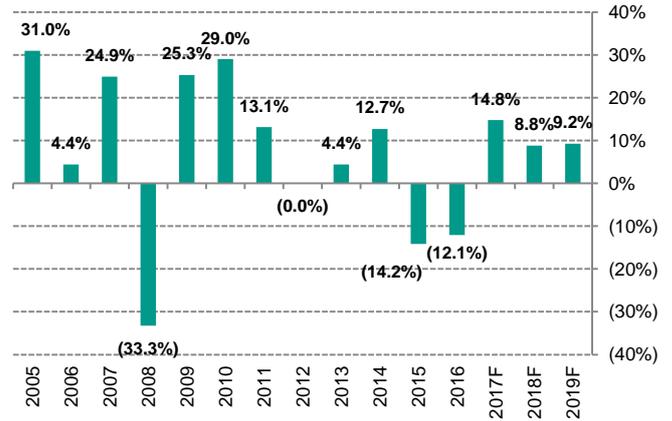
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 17:恒生指数平均股本回报率



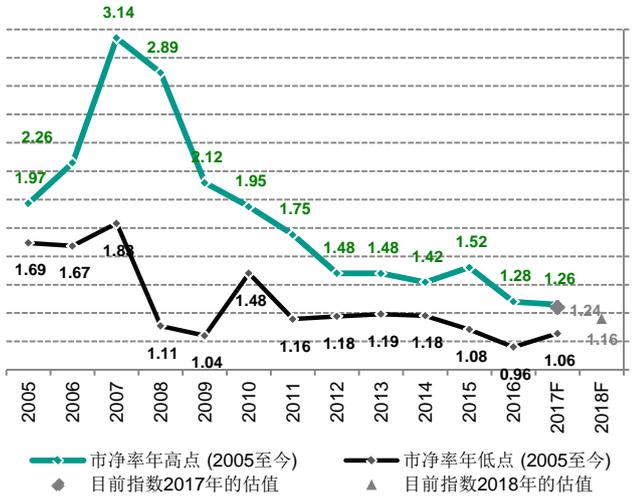
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 18:恒生指数每股盈利同比变化



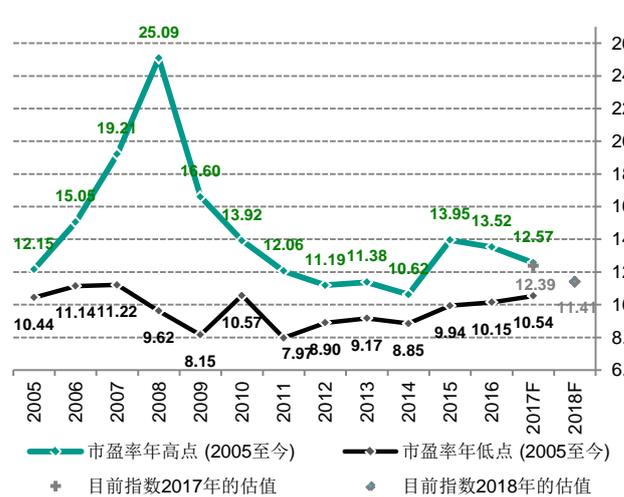
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 19:恒生指数市净率波动区间(指数:25,899)



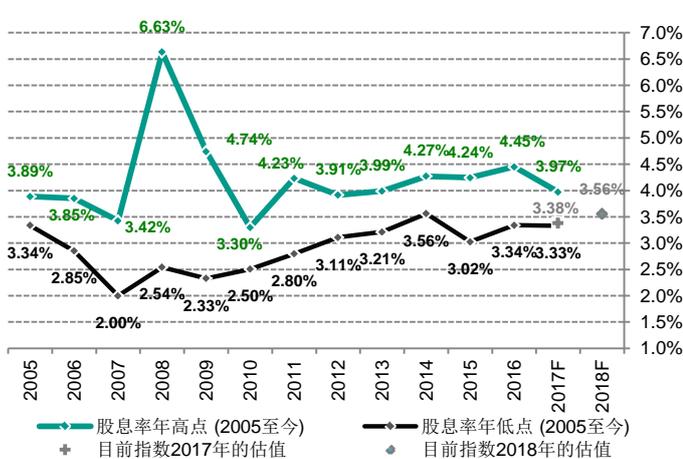
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 20:恒生指数市盈率波动区间(指数:25,899)



来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 21:恒生指数股息率波动区间(指数:25,899)



来源: 彭博、农银国际证券预测



国企指数

恒生中国企业指数(或国企指数)每股收益(EPS)在 2015-16 年连续两年下跌后,其每股收益将在 2017 年反弹 4.9%,主要由于大型银行每股收益增长持平、保险公司及证券公司盈利反弹,以及清洁能源生产商和基础设施承建商的盈利持续增长。汽车制造商,火力发电商和油田服务股的每股收益预计将在 2017 年下滑。2018 年,国企指数每股收益将同比增长 8.5%,由保险公司、证券公司、基础设施承建商和清洁能源生产商盈利增长推动。

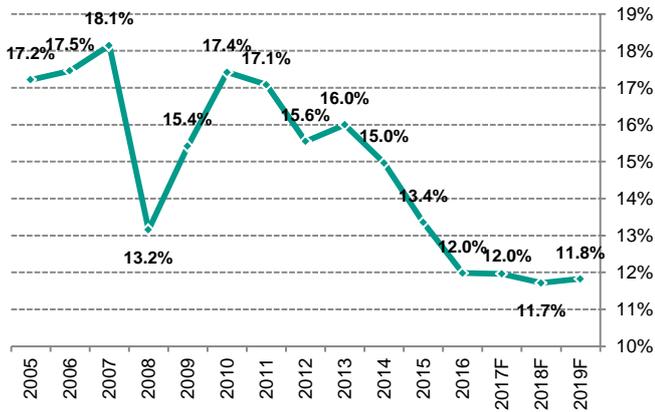
国企指数于 1H17(截至 6 月 29 日)的交投区间为 9,310.82-10,727.06,相当于 7.41-8.54 倍 2017 年市盈率,或 0.84-0.96 倍 2017 年市净率,或 2017 年 4.07-3.54%股息率。根据我们的估计,1H17, 国企指数成分股的日均成交额(ADT)分别同比上升 17%或环比上升 7.5%至 145 亿港元,占同期主板日均成交额的 19%。

我们预计 2H17 国企指数的交投区间为 10,000-11,100,相当于 8.0-8.8 倍 2017 年市盈率,或 0.9-1.0 倍 2017 年市净率,或 2017 年 3.8%-3.4%股息率。我们将 2017 年末的目标定为 10,600,相当于 8.4 倍 2017 年市盈率,或 0.95 倍 2017 年市净率,或 2017 年 3.6%股息率。我们预计主板在 2017 年的日均成交额将同比增长 16%至 770 亿港元。

2018 年,我们预测国企指数的交易范围为 11,520-12,260,相当于 8.5-9.0 倍 2018 年市盈率,或 0.95-1.0 倍 2018 年市净率,或 2018 年 3.6-3.4%股息率。我们将 2018 年末目标设定为 12,130,相当于 8.9 倍 2018 年市盈率,或 1.0 倍 2018 年市净率,或 2018 年 3.4%股息率。

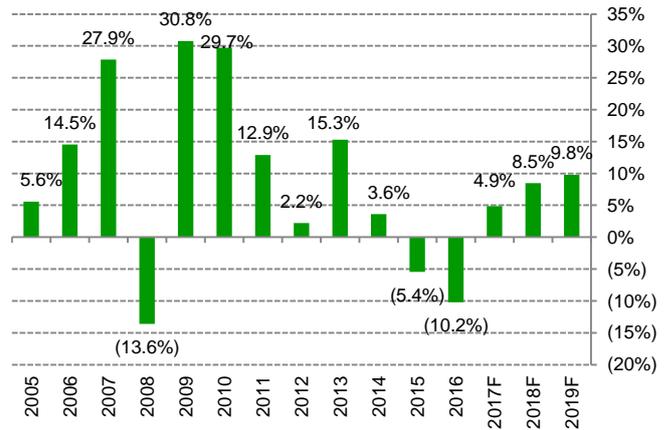


图表 22: 国企指数平均股本回报率



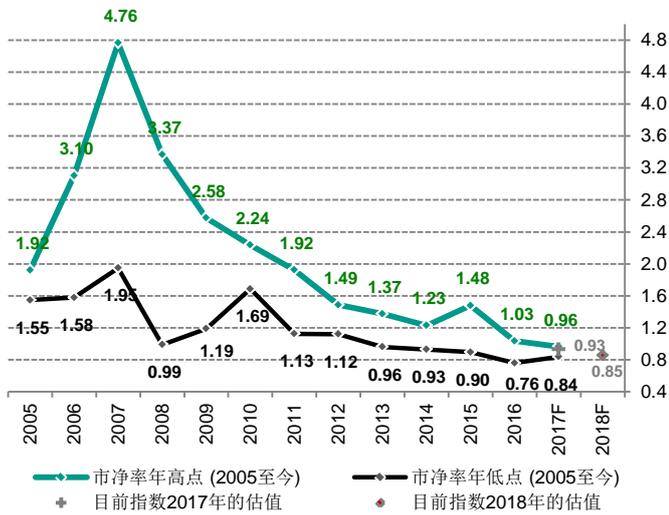
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 23: 国企指数每股盈利同比变化



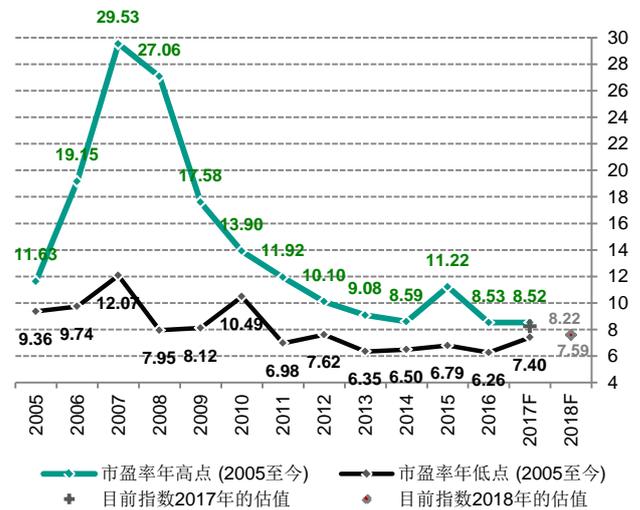
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 24: 国企指数市净率波动区间(指数:10,470)



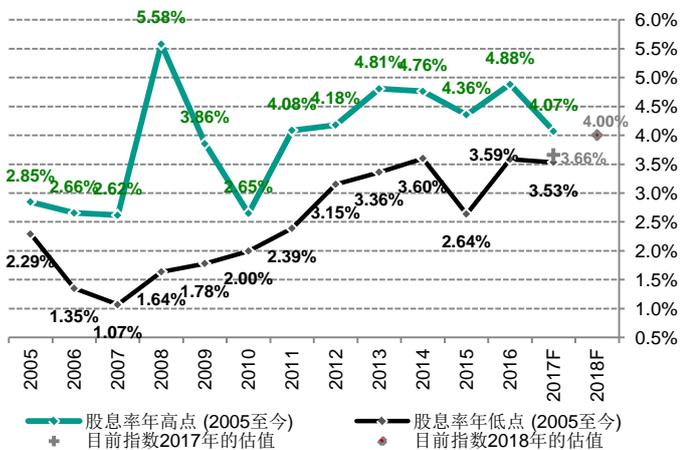
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 25: 国企指数市盈率波动区间(指数:10,470)



来源: 彭博、农银国际证券预测

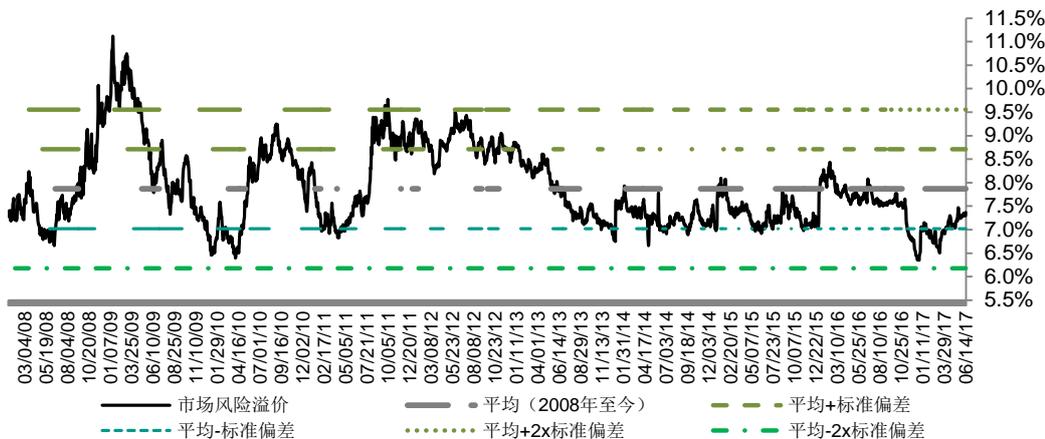
图表 26: 国企指数股息率波动区间(指数:10,470)



来源: 彭博、农银国际证券预测

市场风险趋势

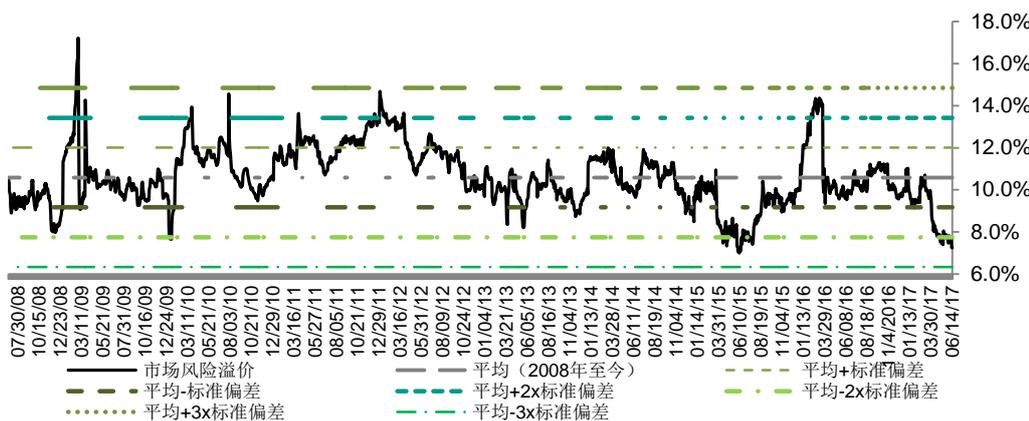
图表 27:美国股市风险溢价(1/2008-6/2017)



美国股市目前的市场风险溢价在合理的范围内，但偏向乐观

备注：平均风险溢价(2008 年至今)：7.87%；标准差：0.84%；当前风险溢价(14/6/2017)：7.37%
来源：彭博、农银国际证券

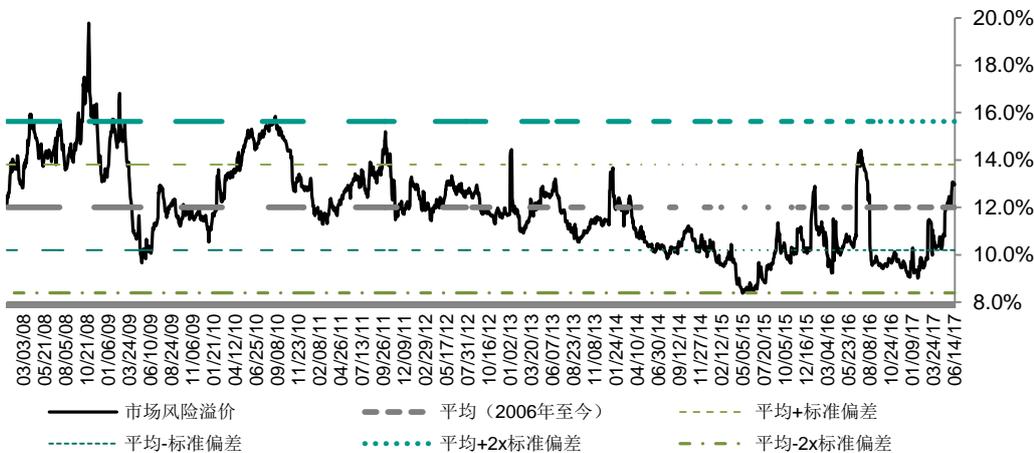
图表 28:中国股市风险溢价(1/2008-6/2017)



中国股市目前的市场风险溢价低估；低于历史平均水平 2 个标准差

备注：平均风险溢价(2008 年至今)：10.58%；标准差：1.42%；当前风险溢价(14/6/2017)：7.24%
来源：彭博、农银国际证券

图表 29:香港股市风险溢价(1/2008-6/2017)



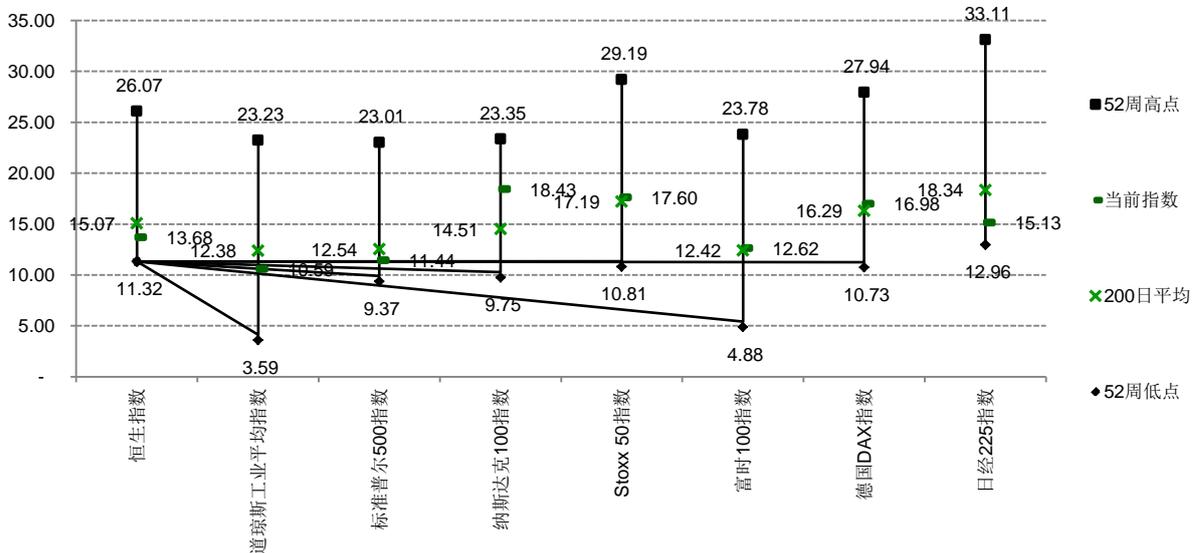
目前香港股市的风险溢价谨慎，高于历史平均水平

备注：平均风险溢价(2008 年至今)：12.0%；标准差：1.81%；当前风险溢价(14/6/2017)：12.94%
来源：彭博、农银国际证券



股市风险

图表 30:主要股指的波动指数(29/6/2017)



备注：波动指数接近一年低点(或一年高点)表明其相应的股指接近短期高点(或低点)

来源：彭博、农银国际证券

恒生指数成分股

股票代码	29/6/2017	2019F						2018F						2017F					
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	本益成长比 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)	市盈率 (x)	本益成长比 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)	市盈率 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)			
金融分类																			
1398	工商银行	5.28	5.15	0.80	0.64	5.88	13.0	5.64	0.88	0.70	5.37	13.1	5.83	0.78	5.19	14.4			
939	建设银行	6.08	4.88	0.71	0.63	6.17	13.6	5.32	0.77	0.69	5.66	13.7	5.58	0.76	5.40	15.1			
3328	交通银行	5.57	4.93	0.98	0.50	6.09	10.4	5.29	1.05	0.53	5.67	10.4	5.44	0.57	5.52	11.5			
3988	中国银行	3.84	5.20	0.84	0.57	5.79	11.5	5.46	0.88	0.62	5.51	11.9	5.86	0.68	5.13	12.6			
11	恒生银行	165.40	15.03	1.76	2.00	2.67	13.7	16.32	1.91	2.10	2.46	13.2	17.70	2.21	2.26	12.8			
23	东亚银行	34.00	16.16	-	1.03	2.79	6.5	19.23	-	1.06	2.35	5.6	15.99	1.09	2.82	7.0			
2388	中银香港	38.90	12.10	1.24	1.49	3.97	12.8	13.48	1.39	1.61	3.56	12.3	14.56	1.72	3.29	13.0			
5	汇丰控股	72.80	12.77	1.60	1.14	6.14	9.0	13.92	1.74	1.16	5.64	8.4	14.90	1.18	5.27	7.2			
2318	中国平安	52.25	9.74	0.76	1.45	1.83	15.7	10.95	0.86	1.62	1.62	15.8	12.39	1.86	1.44	17.1			
2628	中国人寿	24.00	15.91	0.86	1.58	2.16	10.2	18.93	1.03	1.67	1.82	9.1	22.32	1.79	1.54	8.1			
1299	友邦保险	57.65	15.68	1.37	1.98	2.48	13.2	17.58	1.53	2.16	2.21	12.8	19.48	2.36	2.00	13.3			
388	香港交易所	203.20	30.21	3.49	6.83	2.94	23.1	32.70	3.78	7.12	2.72	22.2	35.66	7.42	2.49	21.9			
工商业分类																			
762	中国联通	11.70	17.83	0.30	0.96	2.17	5.5	24.37	0.41	1.00	1.59	4.2	45.37	1.03	0.85	2.3			
941	中国移动	83.10	11.29	1.81	1.25	3.77	11.4	11.88	1.90	1.33	3.58	11.5	12.75	1.41	3.34	11.8			
700	腾讯控股	284.00	24.92	0.97	6.05	0.51	27.4	30.41	1.19	7.85	0.42	29.2	39.35	10.18	0.33	33.9			
2018	瑞声科技	99.00	14.20	0.79	3.92	2.81	30.3	16.53	0.92	4.79	2.41	32.0	19.75	5.93	2.02	36.7			
992	联想集团	4.97	9.79	0.65	1.44	4.49	15.7	10.10	0.67	1.65	4.36	17.2	12.99	1.83	3.39	13.7			
857	中国石油	4.83	10.93	0.31	0.60	4.21	5.6	14.52	0.41	0.62	3.17	4.3	19.98	0.63	2.30	3.2			
883	中国海洋石油	8.54	8.77	0.35	0.80	10.51	9.3	10.52	0.42	0.83	8.75	8.0	13.71	0.86	6.72	6.3			
135	昆仑能源	6.59	9.00	0.83	1.06	3.33	11.9	10.26	0.95	1.09	2.92	10.9	11.06	1.15	2.71	8.9			
1088	中国神华	17.08	9.33	-	0.85	4.22	9.3	9.53	-	0.89	4.13	9.7	8.84	0.95	4.46	11.1			
293	国泰航空	12.06	15.25	-	0.81	2.28	5.5	61.22	-	0.85	0.57	1.4	(46.21)	0.87	-	(2.0)			
66	港铁公司	44.20	23.42	2.43	1.74	2.04	7.5	27.17	2.82	1.78	1.76	6.6	28.15	1.82	1.70	5.9			
175	吉利汽车	17.28	10.90	0.44	2.79	1.14	28.3	13.12	0.53	3.45	0.95	29.3	16.92	4.36	0.73	31.3			
1928	金沙中国	36.00	19.29	1.76	9.41	7.36	47.1	21.55	1.96	8.80	6.59	39.0	23.77	8.03	5.98	29.9			
27	银河娱乐	47.60	21.76	2.19	3.20	-	15.5	24.16	2.44	3.57	-	15.6	26.30	4.00	-	16.8			
151	中国旺旺	5.18	16.13	5.38	3.22	3.11	21.0	16.85	5.62	3.58	2.97	22.5	17.11	4.03	2.93	41.8			
2319	蒙牛乳业	15.38	15.68	1.06	1.90	1.47	12.6	17.67	1.20	2.07	1.30	12.2	20.65	2.25	1.11	11.2			
1044	恒安国际	58.40	15.65	2.98	3.35	4.17	22.1	16.27	3.10	3.58	4.01	22.9	17.34	3.87	3.76	21.3			
1880	百丽	6.15	13.03	8.02	1.45	4.53	11.4	13.29	8.18	1.52	4.44	11.7	13.46	1.59	4.38	12.6			
144	招商局港口	21.75	12.65	4.54	0.87	3.93	6.9	13.15	4.72	0.88	3.78	6.8	13.36	0.92	3.72	6.5			
1	长和	98.50	9.29	1.33	0.76	0.74	8.4	9.75	1.39	0.80	0.71	8.5	10.63	0.86	0.65	8.5			
19	太古股份	76.50	13.93	1.63	0.51	3.13	3.7	14.95	1.75	0.51	2.92	3.4	16.42	0.52	2.66	3.2			
267	中信股份	11.90	7.08	2.02	0.58	2.68	8.5	7.07	2.01	0.62	2.69	9.1	7.59	0.67	2.50	9.1			

恒生指数成分股

股票代码	29/6/2017	股价 (HK\$)	2019F				2018F				2017F					
			市盈率 (x)	本益成长比 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)	市盈率 (x)	本益成长比 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)	市盈率 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)
地产分类																
1113	长实地产	61.70	10.93	1.81	0.76	2.74	7.1	11.46	1.90	0.80	2.62	7.1	12.29	0.84	2.44	7.1
101	恒隆地产	19.42	18.96	-	0.66	3.50	3.5	17.96	-	0.67	3.70	3.7	16.08	0.68	4.13	4.2
12	恒基地产	44.00	12.68	1.79	0.63	1.95	5.1	15.00	2.12	0.65	1.65	4.4	14.53	0.67	1.70	4.7
16	新鸿基地产	114.50	11.62	2.15	0.64	2.60	5.6	11.86	2.20	0.66	2.55	5.7	12.91	0.68	2.34	5.5
17	新世界发展	10.06	11.37	1.64	0.43	1.70	3.8	12.14	1.75	0.44	1.59	4.0	13.00	0.52	1.49	4.0
4	九龙仓集团	65.45	12.80	2.95	0.58	2.81	4.5	13.46	3.11	0.59	2.67	4.4	13.93	0.60	2.58	4.5
823	领展房产基金	59.90	21.15	2.53	0.92	0.73	4.4	23.12	2.77	0.95	0.67	4.1	24.83	0.95	0.62	4.2
83	信和置业	12.90	16.00	-	0.60	2.02	3.8	15.49	-	0.62	2.08	4.0	15.36	0.63	2.10	4.2
688	中国海外发展	22.85	5.77	0.50	0.81	2.82	14.7	6.38	0.56	0.90	2.55	14.8	7.17	1.00	2.27	14.4
1109	华润置地	22.75	6.35	0.45	0.93	3.45	15.5	7.13	0.51	1.04	3.08	15.5	8.25	1.17	2.66	15.3
公用事业分类																
2	中电控股	83.40	17.55	-	1.81	2.48	10.5	15.92	-	1.88	2.74	12.2	16.38	2.02	2.66	13.0
3	香港中华煤气	14.86	25.40	6.53	3.31	2.18	13.2	26.44	6.80	3.41	2.09	13.2	27.42	3.56	2.02	13.6
6	电能实业	69.40	18.95	6.11	1.32	3.94	6.9	19.27	6.22	1.32	3.87	6.9	20.14	1.34	3.70	6.3
836	华润电力	15.48	8.56	0.48	0.94	4.73	11.3	9.32	0.52	0.99	4.34	10.9	11.91	1.04	3.40	8.8
1038	长江基建	66.30	14.63	2.38	1.48	3.31	10.3	15.53	2.52	1.53	3.12	10.1	16.48	1.59	2.94	9.8

注：部分成分股未被列入表内

来源：彭博预测、农银国际证券

国企指数成分股

股票代码	29/6/2017	2019F					2018F					2017F				
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	本益成长比 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)	市盈率 (x)	本益成长比 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)	市盈率 (x)	市账率 (x)	收益率 (%)	股本回报 (%)
1398	工商银行	5.28	5.20	0.84	0.58	5.99	11.6	5.46	0.88	0.63	5.70	12.0	5.86	0.69	5.31	12.2
939	建设银行	6.08	4.93	0.98	0.54	6.19	11.4	5.29	1.05	0.59	5.76	11.5	5.44	0.63	5.61	11.1
1288	农业银行	3.69	5.69	0.45	0.69	2.36	12.9	6.28	0.50	0.78	2.13	13.1	7.21	0.87	1.86	12.4
3988	中国银行	3.84	6.18	0.50	1.00	4.87	17.1	7.11	0.58	1.13	4.23	16.9	7.79	1.28	3.86	16.6
3328	交通银行	5.57	4.36	0.75	0.49	5.80	11.7	4.64	0.80	0.54	5.46	12.1	4.88	0.59	5.18	12.1
1658	邮储银行	4.51	4.63	0.76	0.59	4.61	13.3	4.95	0.81	0.65	4.32	13.9	5.22	0.73	4.10	13.9
3968	招商银行	23.95	15.91	0.86	1.53	2.29	10.0	18.93	1.03	1.64	1.92	8.9	22.32	1.75	1.63	8.2
998	中信银行	4.83	9.74	0.76	1.59	2.20	17.5	10.95	0.86	1.83	1.96	17.9	12.39	2.12	1.73	17.3
1988	民生银行	7.80	6.67	0.85	0.74	1.49	11.7	7.16	0.91	0.83	1.39	12.2	7.76	0.92	1.28	12.1
2628	中国人寿	24.00	12.99	0.78	1.59	4.05	12.7	15.23	0.91	1.71	3.46	11.6	17.70	1.82	2.97	10.5
2318	中国平安	52.25	11.43	0.52	1.41	2.66	13.0	13.59	0.62	1.56	2.23	12.0	17.02	1.70	1.78	10.4
1339	人保集团	3.28	7.35	1.28	1.06	3.46	15.2	7.56	1.31	1.18	3.37	16.7	8.22	1.34	3.09	16.7
2601	中国太保	32.00	10.01	0.62	1.02	4.07	10.6	11.77	0.72	1.10	3.46	9.6	13.53	1.17	3.01	8.7
1336	新华保险	39.80	10.12	0.62	0.98	3.11	10.1	11.56	0.71	1.06	2.72	9.5	13.67	1.13	2.30	8.4
2328	中国财险	13.04	9.02	0.47	1.00	6.30	11.4	11.03	0.57	1.06	5.15	9.9	12.82	1.12	4.43	8.7
6030	中信证券	16.18	8.91	0.64	1.09	3.74	12.8	10.08	0.73	1.19	3.31	12.3	11.55	1.30	2.89	11.4
6837	海通证券	12.70	8.39	0.63	0.85	3.64	10.5	9.38	0.71	0.91	3.25	10.1	10.75	0.98	2.84	9.2
6886	华泰证券	15.22	4.00	0.25	0.63	7.46	16.7	4.61	0.29	0.71	6.48	16.4	5.38	0.80	5.55	13.5
1776	广发证券	15.80	9.33	(3.51)	0.82	3.94	9.1	9.53	(3.59)	0.87	3.85	9.4	8.84	0.92	4.16	10.5
6881	中国银河	7.03	10.93	0.31	0.65	13.57	5.9	14.52	0.41	0.64	10.21	4.4	19.98	0.64	7.42	3.2
1088	中国神华	17.08	9.01	0.24	0.80	5.75	9.1	9.76	0.26	0.84	5.30	8.9	16.97	0.90	3.05	5.1
857	中国石油	4.83	8.46	0.74	1.07	3.77	13.3	9.41	0.82	1.18	3.39	13.1	10.50	1.29	3.04	13.4
902	华能电力	5.53	7.32	0.69	0.78	2.32	11.2	8.07	0.76	0.86	2.11	11.1	8.96	0.94	1.90	10.6
1816	中广核电力	2.20	6.25	0.56	0.77	2.49	13.0	7.01	0.63	0.86	2.21	12.9	7.72	0.96	2.01	12.2
916	龙源电力	5.74	5.94	0.49	0.71	3.08	12.6	6.66	0.55	0.79	2.74	12.5	7.47	0.88	2.44	11.9
390	中国中铁	6.19	11.01	1.01	1.39	4.89	13.1	12.27	1.12	1.49	4.39	12.5	13.55	1.59	3.98	11.7
1186	中国铁建	10.20	15.87	0.76	2.45	1.75	16.4	18.00	0.86	2.77	1.55	16.4	23.18	3.15	1.20	11.9
1800	中国交建	10.18	4.89	1.00	0.58	3.03	12.6	5.19	1.06	0.65	2.86	13.3	5.38	0.73	2.76	13.5
1766	中国中车	7.05	7.08	1.26	1.28	4.26	19.3	7.33	1.30	1.47	4.12	21.6	7.90	1.71	3.82	21.4
1211	比亚迪	49.40	10.09	1.03	1.73	1.81	18.5	10.95	1.12	2.02	1.66	20.0	12.16	2.38	1.50	20.0
489	东风集团	9.35	6.48	0.47	1.35	6.42	22.3	7.19	0.53	1.55	5.79	23.2	8.37	1.81	4.97	22.0
2333	长城汽车	9.90	10.59	3.17	1.31	2.91	12.9	10.93	3.27	1.43	2.82	13.7	11.31	1.58	2.73	14.2
3898	中车时代电气	38.50	13.05	1.15	1.96	2.28	15.9	14.20	1.25	2.20	2.10	16.5	16.18	2.49	1.84	15.9
2202	万科	22.15	10.68	1.00	0.76	3.97	7.3	11.76	1.10	0.80	3.61	6.9	13.08	0.83	3.24	6.4
914	海螺水泥	27.00	9.46	0.75	1.13	2.28	12.6	10.92	0.87	1.25	1.98	12.0	11.99	1.38	1.80	11.3
1099	国药控股	35.45	5.20	0.84	0.58	5.99	11.6	5.46	0.88	0.63	5.70	12.0	5.86	0.69	5.31	12.2
728	中国电信	3.75	4.93	0.98	0.54	6.19	11.4	5.29	1.05	0.59	5.76	11.5	5.44	0.63	5.61	11.1
753	中国国航	8.02	5.69	0.45	0.69	2.36	12.9	6.28	0.50	0.78	2.13	13.1	7.21	0.87	1.86	12.4

注：部分成分股未被列入表内

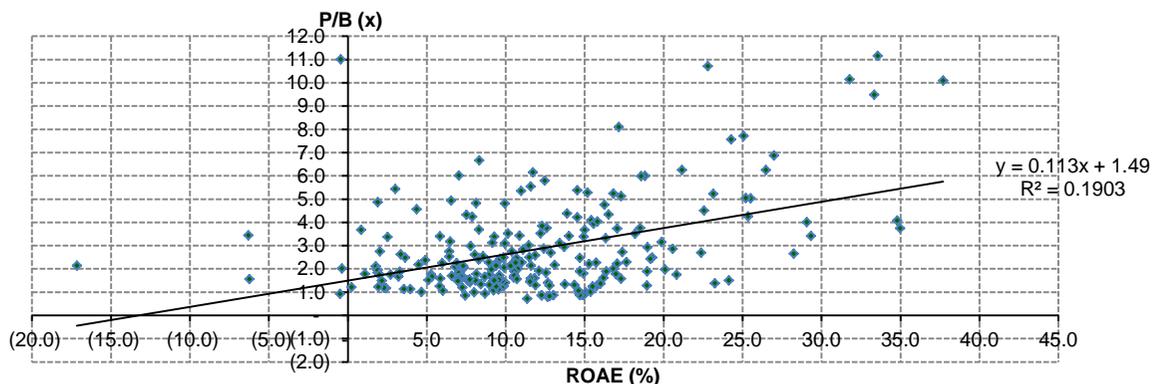
来源：彭博预测、农银国际证券

MSCI 中国 A 大盘暂定指数部分成份股(ROAA>10%)

A 股 代码	H 股 代码	名称	名称行业	5 年平均 股权回报 (%)	2016 股权回报 (%)	2016 资产回报 (%)	资产 /权益	A 股价 (人民币)	A 股 市盈率 (x)	A 股 市账率 (x)	H 股 (港元)	H 股 市盈率 (x)	H 股 市账率 (x)
603288	-	海天味业	食物产品	34.47	31.78	24.52	1.34	40.83	36.7	10.05	-	-	-
600816	-	安信信托	资本市场	37.23	34.80	23.84	1.39	13.84	16.3	4.67	-	-	-
002294	-	信立泰	制药	28.95	26.49	22.47	1.20	35.81	26.5	6.53	-	-	-
002508	-	老板电器	家用耐用品	24.28	33.33	21.40	1.56	42.65	30.4	9.19	-	-	-
600688	338	上海石化	化学制品	8.71	28.24	21.16	1.36	6.59	10.5	2.67	4.16	6.6	1.6
002415	-	海康威视	电子设备	32.11	33.57	21.02	1.69	32.50	38.1	11.63	-	-	-
600276	-	恒瑞医药	制药	22.68	22.80	19.75	1.11	50.62	52.5	10.79	-	-	-
000423	-	东阿阿胶	制药	24.69	23.15	18.96	1.19	72.10	24.7	5.26	-	-	-
000895	-	双汇发展	食物产品	27.90	25.52	18.25	1.42	23.82	18.7	5.21	-	-	-
600519	-	贵州茅台	饮料	33.60	24.29	17.12	1.49	473.01	33.1	7.52	-	-	-
002466	-	天齐锂业	化学制品	12.52	37.70	16.46	1.93	53.86	32.5	10.09	-	-	-
002304	-	洋河股份	饮料	30.04	22.57	16.43	1.49	86.29	21.3	4.52	-	-	-
000568	-	泸州老窖	饮料	24.81	18.82	15.71	1.23	50.57	33.3	6.00	-	-	-
002236	-	大华股份	电子设备	29.29	25.07	14.63	1.82	22.96	34.8	7.80	-	-	-
600887	-	伊利股份	食物产品	24.19	25.20	14.16	1.69	21.48	22.3	5.26	-	-	-
600066	-	宇通客车	机械	28.26	29.34	14.02	2.57	21.86	12.2	3.48	-	-	-
601801	-	皖新传媒	分销商	10.64	18.99	13.68	1.26	13.96	19.0	3.03	-	-	-
600674	-	川投能源	电力	18.22	16.82	12.89	1.28	9.85	12.7	2.03	-	-	-
600074	-	保千里	电子设备	-	27.00	12.42	2.01	12.78	36.2	6.84	-	-	-
002424	-	贵州百灵	制药	14.37	17.17	12.30	1.38	18.86	52.1	8.48	-	-	-
000858	-	五粮液	饮料	21.27	15.43	11.60	1.29	55.42	28.1	4.15	-	-	-
600660	3606	福耀玻璃	汽车零部件	22.89	18.20	11.46	1.66	25.98	19.9	3.48	29.90	20.7	3.6
000581	-	威孚高科	汽车零部件	13.53	14.92	11.18	1.29	26.19	13.8	1.95	-	-	-
600009	-	上海机场	交通基础设施	11.86	13.42	11.03	1.19	37.22	24.3	3.11	-	-	-
000963	-	华东医药	医疗保健机构	30.33	21.17	10.81	1.89	49.53	31.0	6.16	-	-	-
002195	-	三四五	软件	9.56	11.59	10.56	1.11	7.25	35.9	5.98	-	-	-
601888	-	中国国旅	酒店,休闲	16.00	14.54	10.53	1.29	29.74	31.7	4.37	-	-	-
601098	-	中南传媒	媒体	13.92	14.70	10.29	1.40	18.76	18.3	2.58	-	-	-
600309	-	万华化学	化学制品	25.80	34.97	10.25	2.77	28.76	14.1	4.04	-	-	-
600703	-	三安光电	半导体	14.48	13.90	10.23	1.35	19.99	33.9	4.48	-	-	-
601238	2238	广汽集团	汽车	9.95	18.52	10.21	1.83	26.14	20.7	3.55	13.90	12.3	1.8

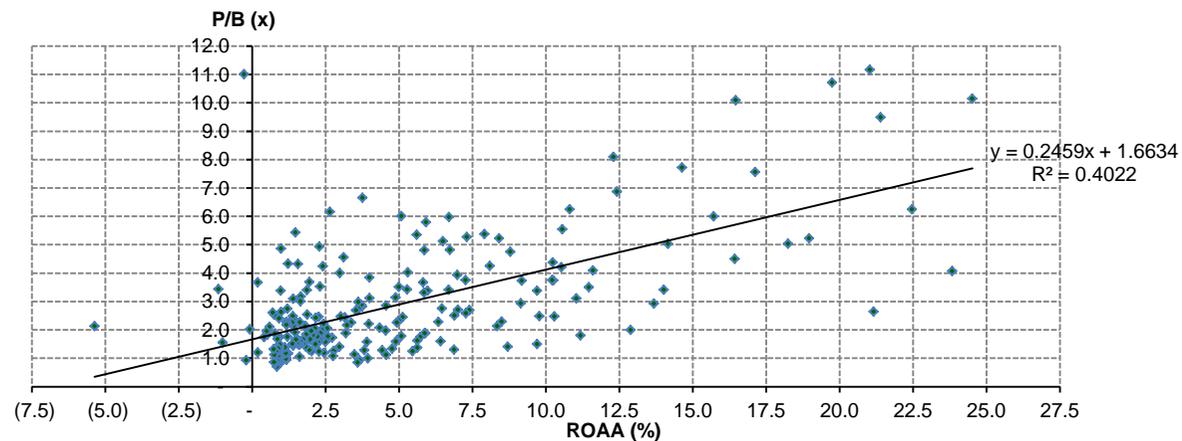
定价于 2017 年 6 月 29 日；资料来源：彭博预测、农银国际证券

MSCI 中国 A 大盘暂定指数-在市场去杠杆大趋势下,A 股投资者更注重 ROAA
A 股市淨率与 ROAE(%)回归分析-弱相关



备注: ROAE 平均股东权益回报率;222 只成分股;资料来源: 彭博、农银国际证券

A 股市淨率与 ROAA(%)回归分析-投资者更加重视 ROAA



备注: ROAA 平均资产回报率;222 只指数成分股;资料来源: 彭博、农银国际证券



香港 IPO 市場展望

金融股继续主导 IPO 市场

- 在 1H17,香港 IPO 市场已募集 68.3 亿美元,平均交易规模为 1.1 亿美元。中国投资银行继续提升市场份额,占十大承销商中的九家。
- 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 1H17IPO 集资额的 59%(2014: 28%)。我们预计这趋势将未来 1-2 年持续

在 1H17,香港股票 IPO 总额为 68.3 亿美元,共发行了 62 个项目,平均发行规模分别为 1.1 亿美元。在承销商方面,在 1H17,10 大承销商中有 9 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。

金融股如国泰君安证券、交银国际及一家农商银行等是香港 IPO 市场的主要推动力,占 1H17 筹集总额的 59%。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 1H17 的 59%。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 1H17,金融业 IPO 的平均集资额为 5.0 亿美元,相比之下非金融业 IPO 的平均集资额只有 5,200 百万美元。

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。特别是,我们认为即将到来的金融业 IPO 可能包括中型银行,资产管理公司,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 1H17 的 41%。在 2014 年,工业占香港 IPO 集资额的 18%,但其占比在 1H17 已经下降至 8%。在同一期间,可选消费品的集资份额从 18% 下降到 12%。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。

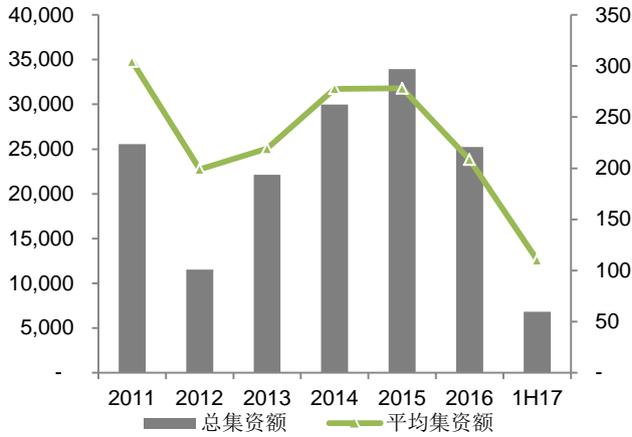
图表 1:1H17 香港 IPO 市场

行业	总集资额(百万美元)	平均集资额(百万美元)
金融	4,016	502
可选消费品	854	41
医疗	800	200
工业	566	31
其他	595	54

来源:彭博、农银国际证券

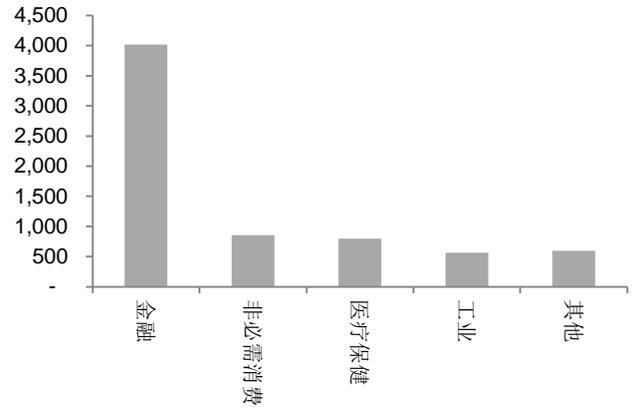


图表 2:香港 IPO 市场(百万美元)



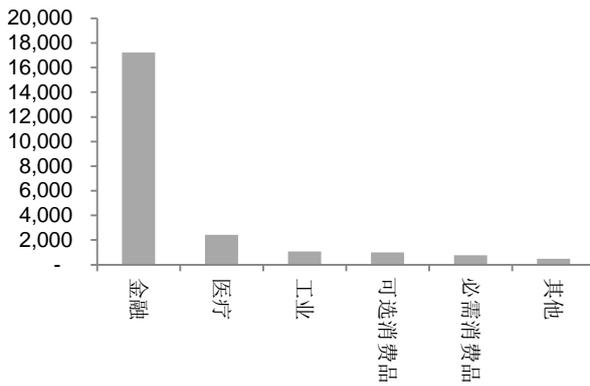
来源:彭博、农银国际证券

图表 3:香港 IPO 集资额行业分布(1H17,百万美元)



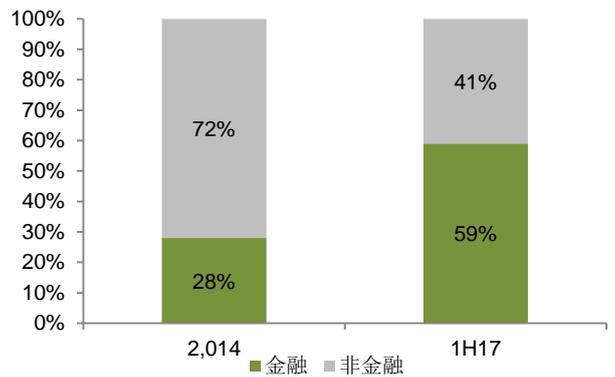
来源:彭博、农银国际证券

图表 4:香港 IPO 集资额行业分布(2016,百万美元)



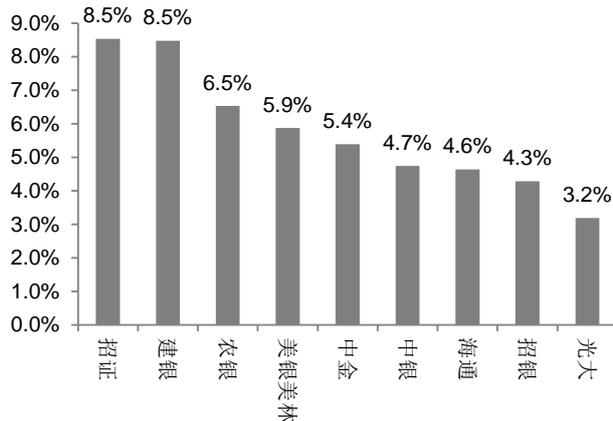
来源:彭博、农银国际证券

图表 5:香港 IPO-金融 vs.非金融



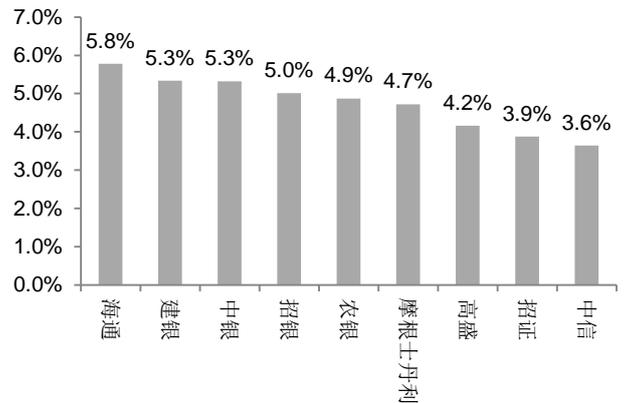
来源:彭博、农银国际证券

图表 6:主要承销商市场份额(1H17)



来源:彭博、农银国际证券

图表 7:主要承销商市场份额(2016)



来源:彭博、农银国际证券



中国银行业

行业基本面持续改善,但政策性风险正提高

- 利率环境维持稳定,我们预期 2017 至 2018 年间每年将降准两次
- 净息差的压力将在 2H17 得以缓解,小型银行的净息差表现可能优于大银行
- 新增贷款势头将保持,我们预测在 2017 及 2018 年的新增贷款增长率为 9.8%和 7.4%
- 凭籍银行的主动调控处置,整体不良率将保持稳定。大拨备将继续增加银行业风险缓冲能力
- 尽管收入结构正在改善,快速增长的手续费收入或提高行业政策性风险
- 基于行业估值偏低及稳定股息收益率,维持行业正面评级

行业基本面愈趋稳定。我们预期 2017 年至 2019 年间的行业基本面将持续有所改善,原因:1)在稳定的利率环境和温和的降准下,2H17 净息差的压力将得以缓和;2)资产质量在银行加大调控及处置力度下不良率将更见稳定,同时行业风险缓冲将继续加强;3)收入结构的优化将令银行对利息收入的依赖度降低。我们认为愈趋稳定的基本面将支持银行业在 4Q17 出现另一轮行业估值重估。

稳定的利率环境及温和的降准速度。虽然美国已进入加息周期,我们农银国际的经济师认为,基准利率将在 2017 及 2018 年保持在现水平,然而每年将出现两次存款准备金率下调。随着去杠杆、降低社会融资成本、保持金融市场的稳定等关键政策方向,稳定的利率环境将有助于银行管理净息差,而温和的降准亦有助于维持银行业整体流动性。

净息差的压力将在 2017 年缓和。正如我们预期,行业平均净息差随着早前降息周期的重定价完成和营改增的延伸影响,其收窄的速度在 4Q16 及 1Q17 正逐步减慢。在中国的“新常态”经济增长下,我们预期贷款需求仍将保持稳定,行业平均净息差将在 2Q17 见底,并逐步回稳。

资产负债表增长及资产配置的能力将继续成为银行业绩优劣的主要差异因素。与大银行和全国性股份制银行有所不同,仍处于高速增长阶段的地区性银行,有望出现较高的盈利增长率,而其净息差可能会在 2H17 略有反弹。

贷款需求保持稳定。在中国金融业去杠杆的前提下,我们认为 2017 年的贷款需求仍将保持稳定。我们的 2017 年预测新增贷款为 13.5 万亿元人民币,单单在 4M17 已达到我们全年预测的 39.4%。同时,我们发现 1Q17 的贷款定价略有改善,76.7%的新贷款定价高于基准利率,平均贷款收益率为 5.53%。

我们相信在国家“十三五”规划下,三农、科技、可再生能源等政策支持行业将成为未来贷款的主要增长动力来源。我们农银国际的经济师预测,2017 年及 2018 年中国的新增贷款将增长 9.8%及 7.4%。

正面

分析员:欧宇恒

电话:(852) 2147 8802

电邮:johannesau@abci.com.hk

主要数据

2017 预测市盈率均值(x)	5.54
2017 预测市账率均值(x)	0.69
2017 预测股息率均值(%)	5.09

来源:公司、彭博、农银国际证券预测

行业股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(2.94)	(4.23)
3 个月	(1.72)	(9.96)
6 个月	9.96	(12.80)

*相对于 MSCI 中国

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 中国

来源:彭博、农银国际证券



不良贷款率保持稳定,风险缓冲能力加强。延续前几季度的势头,我们预期整体行业平均不良贷款率在 2017 及 2018 年仍将保持其温和上升的趋势。不良处置如核销、打包出售、清收处置及证券化等力度将持续增加。与此同时,新增不良贷款的压力在未来几年将仍然存在。因此银行将继续以大拨备加强其风险缓冲能力。

手续费收入快速增长可能提高政策性风险。行业创新与改革势将加快银行业的中间业务收入的增长速度,并同时扩大银行的新收入来源。我们认为投资银行,互联网金融及理财产品等领域将在未来几年大力推动银行手续费收入的增长率。我们预期行业平均非利息收入占总营业收入比将在 2017 至 2019 年间达到 30%的水平。然而,这些快速增长的业务领域也将为银行业带来更大的政策性风险,监管机构可能在维持金融市场稳定和风险的前提下进一步加大调控力度。

我们仍偏好大银行。我们偏好于大银行稳定的股息收益率,以及其多元化的业务和对于政策性风险的抵御性。我们尤其喜爱**建设银行(939 HK)**对风险管理的谨慎态度和**农业银行(1288 HK)**在行业中较高的风险缓冲能力及股息收益率。另外,地区性银行的资产负债表相对较小,其业务上的增长率及灵活性相对较高。尽管如此,我们对其较低的日均交易量仍然审慎。

我们认为混合经营的发展将可能为个别银行带来资本充足率和资本上的需求,进而推动更多中资银行在港实现上市。然而,愈来愈多的 H 股银行为投资者提供更多选择,同时将削弱投资者对行业中个别银行的关注。

风险因素: 1)金融改革速度较预期快;2)非银行金融机构带来的竞争加剧;3)个别地区的资产质量急速恶化;4)贷款需求显着下降;5)新业务快速增长所带来的政策性风险加大。



图表 1:新增人民币贷款(人民币 10 亿)及同比增长(%)



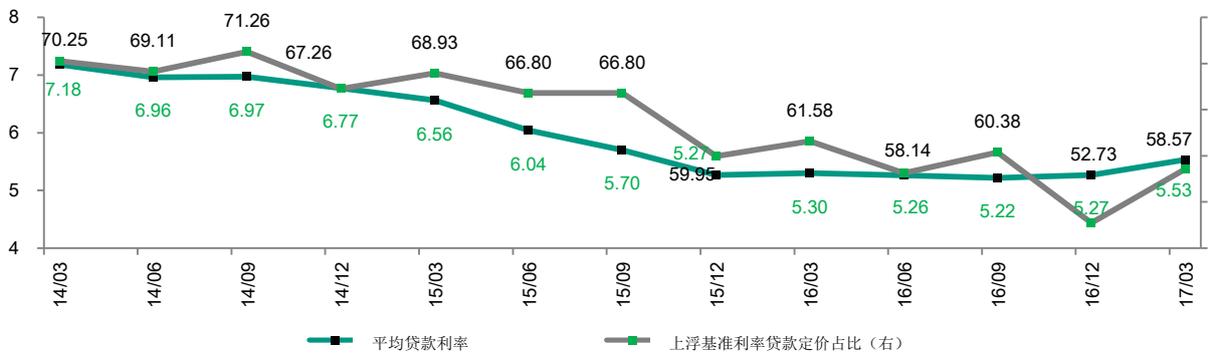
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图表 2:新增人民币存款(人民币 10 亿)及同比增长(%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

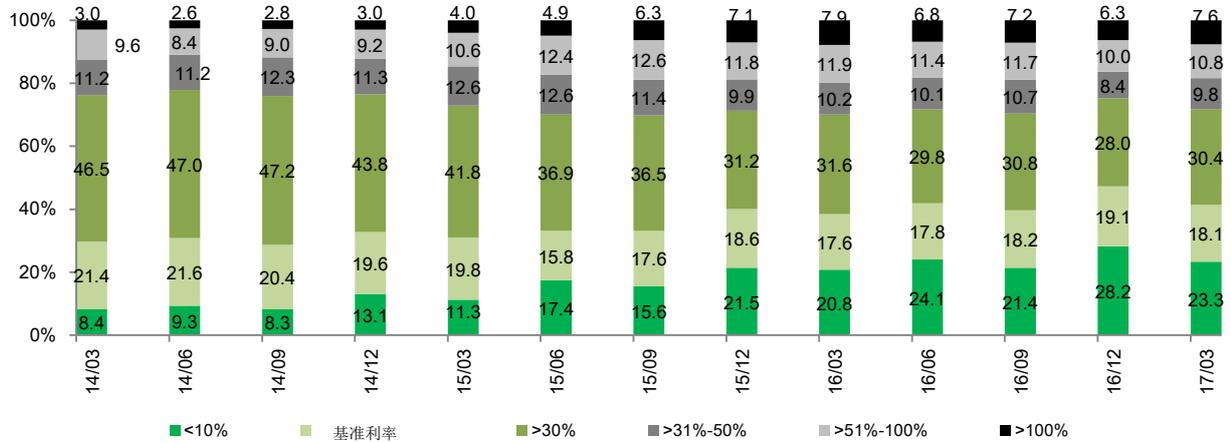
图表 3:平均贷款利率与贷款定价上浮基准利率占比(%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

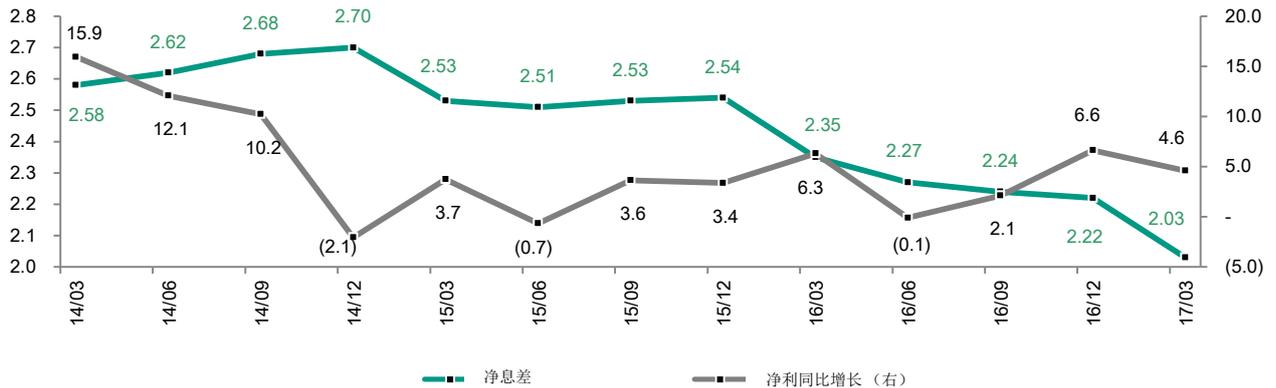


图表 4:贷款定价分布(%)



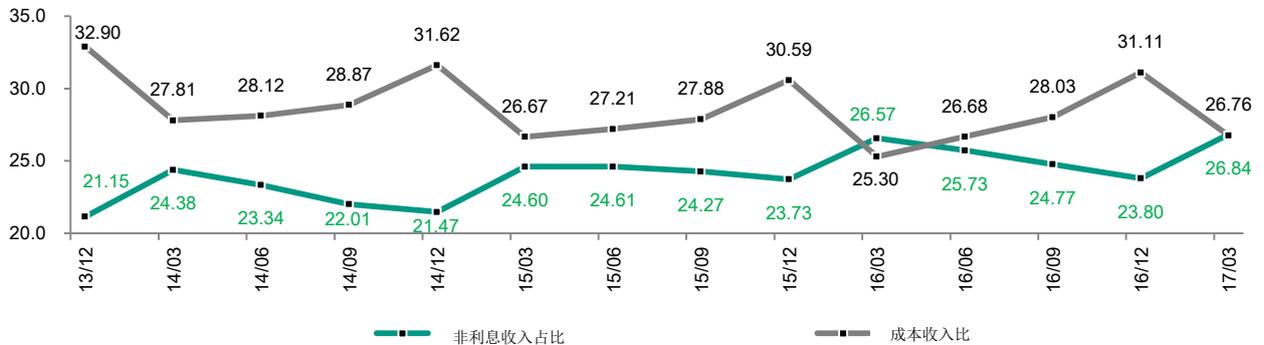
来源：中国人民银行、农银国际证券

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

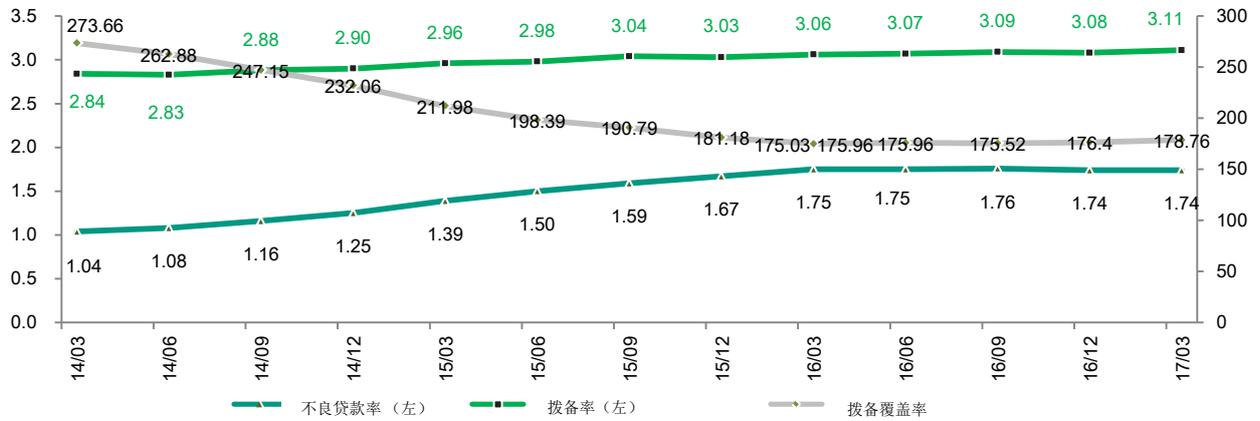
图表 6:行业平均非利息收入占比与行业平均成本收入比(%)



来源：中国银监会、农银国际证券

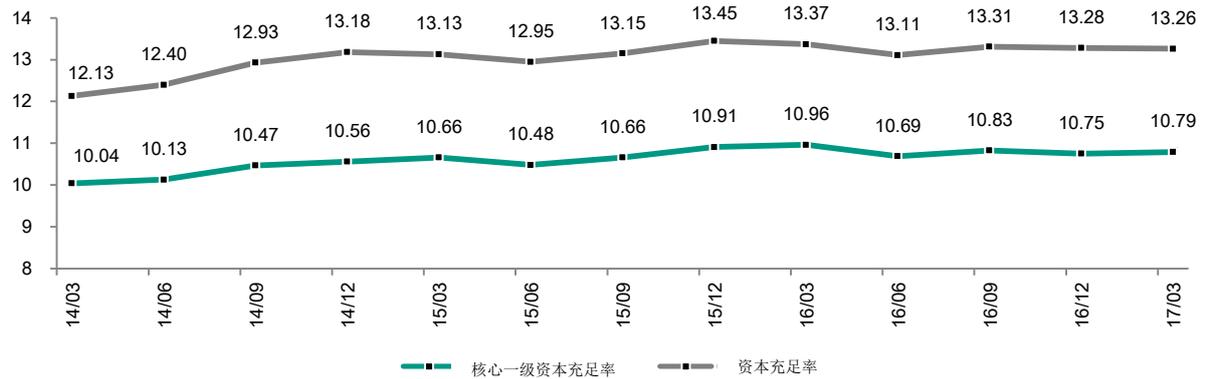


图表 7:主要行业平均资产质量指标(%)



来源: 中国银监会、农银国际证券

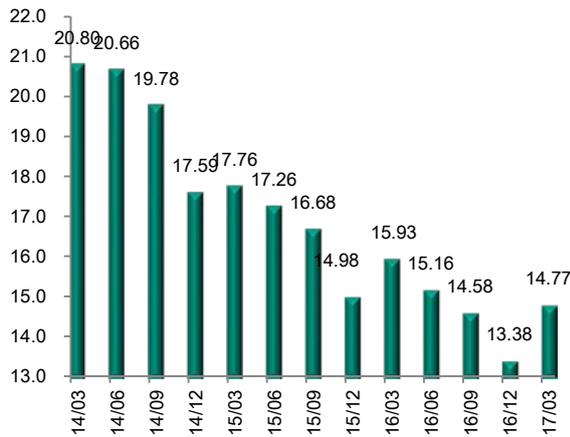
图表 8:行业平均核心一级资本充足率及资本充足率(%)



来源: 中国银监会、农银国际证券

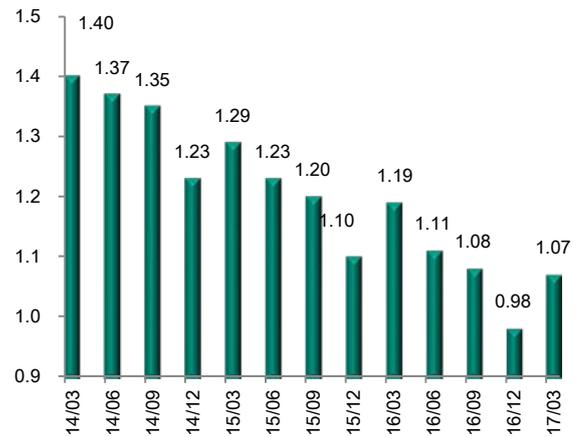


图表 9:行业平均资本利润率(%)



来源: 中国银监会、农银国际证券

图表 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:行业估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY18F 市账率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
工商银行	1398 HK	买入	6.84	29.55	5.95	5.60	0.77	0.70	5.26	5.47
建设银行	939 HK	买入	8.02	31.91	5.89	5.59	0.78	0.71	5.11	5.29
农业银行	1288 HK	买入	4.56	23.58	5.73	5.54	0.73	0.67	5.41	5.72
中国银行	3988 HK	买入	5.01	30.47	5.77	5.49	0.65	0.60	5.49	5.49
交通银行	3328 HK	买入	7.71	38.42	5.51	5.34	0.59	0.54	5.38	5.38
招商银行	3968 HK	买入	25.40	6.05	8.81	8.14	1.21	1.08	3.29	3.48
民生银行	1988 HK	买入	11.73	50.38	5.32	4.85	0.67	0.60	3.13	3.27
中信银行	998 HK	买入	6.13	26.92	4.83	4.44	0.53	0.47	5.06	5.29
光大银行	6818 HK	买入	5.26	44.11	4.63	4.38	0.55	0.50	6.39	6.69
徽商银行	3698 HK	买入	4.59	22.73	5.18	4.88	0.64	0.56	5.34	5.64
哈尔滨银行	6138 HK	买入	2.84	16.87	4.47	3.84	0.56	0.50	5.48	6.40
重庆银行	1963 HK	买入	8.20	31.83	4.41	3.89	0.56	0.48	5.71	6.42

来源: 彭博,农银国际证券预测



中国保险业

2017年：充满挑战的一年

- 在一个充满挑战的一年选择赢家-平安(2318 HK)
- 人寿险保费收入在快速增长的轨道上,但财产险保费收入增长放缓
- 我们对一些保险公司的可供出售金融资产存在大额未实现损失和保险业持续增加非标投资持谨慎态度
- 定价市场化、精算估计变更和国际财务报告准则第9号的实施将导致保险公司利润和内含价值在2017-18年出现压力

人寿保险深度和密度迅速上升。2016年人寿保险深度(保费/GDP)上升至2.99%,同比增长0.63个百分点。而寿险密度增长35.7%至人均保费1,608元人民币,尽管2016年国全国人均可支配收入增长8.4%。于4M17,最大的三家寿险公司的人寿险保费收入同比增长29%,而其2016年寿险保费收入同比增24%长。

汽车销售低增长将影响非人寿保险公司的保费收入增长。财险深度在2016年上涨0.01个百分点至1.17%。财险密度增长8.5%至人均保费631元人民币。密度增长率与2016年经济8%的名义增长率接近。我们认为,汽车销售增长放缓,由2016年10.1%的增长下降至4M17的3.4%的增长,将是财险公司今年的主要逆风。

2017-18 保险业面临的挑战。保险价格市场化和精算估算变更推高了保险合同的负债端成本。中国人寿(2628 HK)警告说,根据新精算估计,由于保险负债增加,以新估计重新计算其1Q17的税前利润将减少133亿元人民币。这减幅相当于其1Q17税前利润的1.76倍。

盈利的质量问题。可供出售金融资产存在大额未实现收益(亏损)扭曲了保险公司报告的净利润的质量,因为这些浮盈(浮亏)在净利润项之后才被计入或减记入综合净利润。保险公司有大额的浮亏(浮盈)将导致较低(较高)的账面净值增长,并推高(压低)资产收益率和净资产收益率,有误导投资者之疑。中国人寿(2628 HK)和中国太平洋保险(2601 HK)1Q17的综合净利润分别为同期净利润的89%和49%。同时,平安(2318 HK)及新华人寿(1336 HK)1Q17综合净利润分别为同期净利润的127%及135%。我们认为,投资者也应该关注综合净利润和净利润差异,可以更好地了解保险公司在报告期内的实际盈利能力。

非标投资在2017年3月末占保险业总净资产的307%。非标投资的低透明度和缺乏市场价值是我们的关切。股票、银行存款和债券投资额在2017年3月末分别占行业总净资产的104%、137%和270%。非标投资的回报率已成为保险公司股东价值的最大摇摆因素。

行业集中度高的态势依然保持。十大寿险公司在2016年和1Q17年总寿险保费中获得了约72%的市场份额。同时,10大财险公司在2016财年和1Q17年的总财险保费市场中获得了约85%的市场份额。

中性

分析师:陈宋恩

Tel:(852) 2147 8805

电邮:philipchan@abci.com.hk

重要数据

2017年市盈率均值(x)	13.61
2017年市净率均值(x)	1.40
2017年股息率均值(%)	1.90

来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(%)

	绝对	相对*
1个月	0.7	(0.3)
3个月	11.0	4.6
6个月	24.5	5.3

*相对恒生指数

来源:彭博、农银国际证券

1年行业表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

寿险和健康险合同的的负债端成本骤增会削弱承保利润。商业运营和投资环境的变化将导致寿险和健康险合同负债中长期精算估算变化。我们预计长期寿险或健康险合同的负债将会激增,而负面影响将在 2017-18 年度的利润表中得到充分体现。

由于长期保险产品的销售增加,内含价值将得到提振。寿险业在 2016 年和 1Q17 保费收入同比增长了 36.5%和 37.0%。2016 年,中国太保、中国人寿、人保、新华人寿和平安的寿险新业务价值分别同比上涨 56.5%、56.4%、49.9%、36.4%和 32.2%。新业务价值相对较高的增长是由于产品组合的变化,包括长期保险产品占比增加。2016 年,中国太保、中国人寿、人保、新华人寿和平安的内含价值分别同比增长 19.6%、17.0%、16.4%、15.6%、8.0%和 4.6%。我们认为,产品组合的变化有助于提高人寿保险公司的内含价值,同时可以缓解精算估算变化的不利影响。

较低的风险意味着 2017-18 年度的投资回报将下降。保监会收紧保险业监管的主要目标是促使保险公司做好业务风险管理和降低行业的系统性风险。严的监管环境不利于中小型保险公司以高预期回报吸引新保单客户。随着对客户投资回报率下降,中小型保险公司的弃保率势将增加。中小型保险公司的流动性风险也随着增加。

平安和新华人寿对风险贴现率和投资回报有较为审慎的假设。他们的内含价值比其同行如中国人寿、中国太保、人保、太平和中再保更保守,后者他们通常以较低的风险贴现率或以较高预期投资回报率提高内含价值。

选择胜利者-平安(2318 HK)。在 H 股保险同业中,平安达到最高的 ROAE,其账面净值增幅最高,其财险业务综合成本率最低。

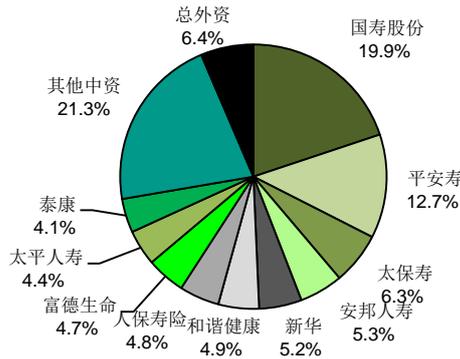
图表 1:2016 年保险公司内含价值的估值假设

	中国人寿 (2628 HK)	新华人寿 (1336 HK)	平安 (2318 HK)	中国太保 (2601 HK)	人保 (1339 HK)	太平 (966 HK)	中再保 (1508 HK)
风险贴现率(%)	10.0	11.5	11.0	11.0	10.0	11.0	10.5
未来预期投资回报率(%)	4.6-5.0	4.5-5.0	4.75-5.0	4.85-5.0	5.25	4.8-5.0	5.0
2016 年报告总投资收益率(%)	4.56	5.1	5.3	5.2	5.8	5.01	5.48
2016 年末每股内含价值(RMB)	23.07	41.50	34.88	27.14	3.34	28.51	1.80
2016 年末每股账面净值(RMB)	10.74	18.95	20.98	14.54	2.97	14.32	1.68
内含价值/账面净值(x)	2.15	2.19	1.66	1.87	1.12	1.99	1.07

来源: 公司财务报告、农银国际证券

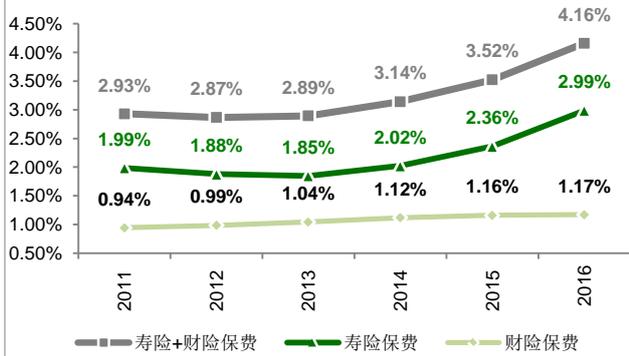


图表 2:2016 年十大寿险公司(占寿险总原保费)



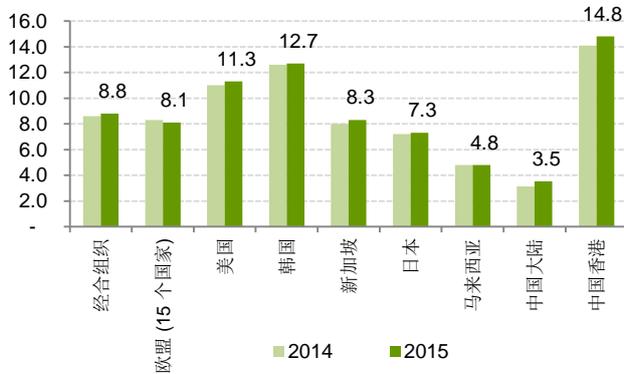
来源: 中国保监会、农银国际证券

图表 4:保险深度(保费占 GDP 的百分比)



来源: 中国保监会、国家统计局、农银国际证券

图表 6:保险深度(保费占 GDP 的百分比)



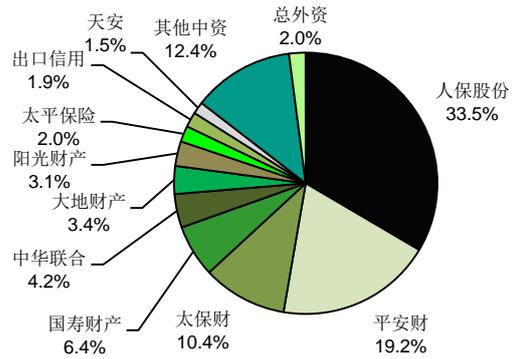
来源: OECD,中国保监会,国家统计局,农银国际证券

图表 8:中国人身险保费(同比变化)



来源: 中国保监会、农银国际证券

图表 3:2016 年十大财险公司(占财险总原保费)



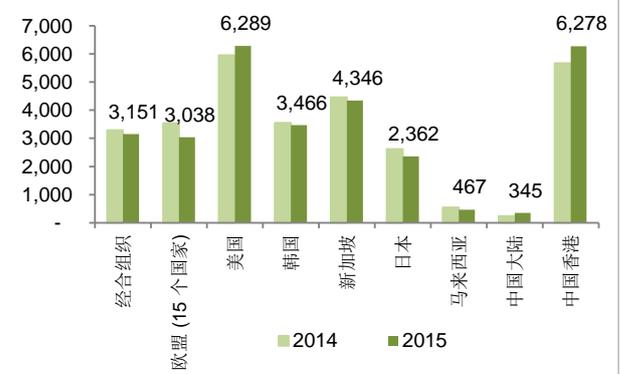
来源: 中国保监会、农银国际证券

图表 5:保险密度(人均保费,人民币)



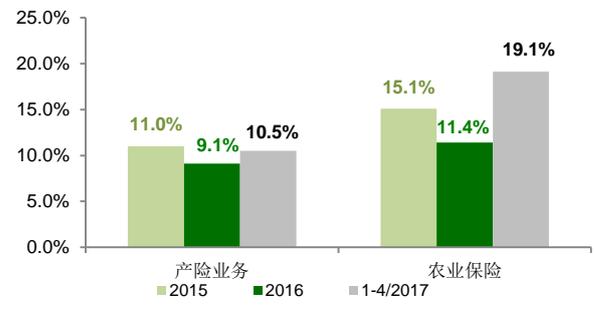
来源: 中国保监会、国家统计局、农银国际证券

图表 7:保险密度(人均保费,美元)



来源: OECD,中国保监会,国家统计局,农银国际证券

图表 9:中国财险保费(同比变化)



来源: 中国保监会、农银国际证券



图表 10:原保险费收入

人寿保险 保费收入	1-4/2017		2016		2015	
	(RMB10 亿)	(同比变化)	(RMB10 亿)	(同比变化)	(RMB10 亿)	(同比变化)
中国人寿(2628 HK)	268.4	20.0%	430.6	18.3%	364.1	9.9%
平安人寿 ¹	176.9	41.4%	275.2	32.0%	208.4	19.8%
太保寿险 ²	82.7	39.7%	137.4	26.5%	108.6	10.0%
人保寿险 ³	68.3	(5.0%)	105.1	17.5%	89.4	13.6%
新华保险(1336 HK)	63.5	33.0%	94.4	18.1%	111.9	1.8%
太平人寿 ⁴	43.7	(19.6%)	112.6	0.6%	79.9	22.7%
人保健康 ³	13.6	(8.5%)	23.7	47.5%	16.1	1.9%
平安健康 ¹	0.7	182.1%	0.8	50.7%	0.5	24.6%
非人寿保险 保费收入	1-4/2017		2016		2015	
	(RMB10 亿)	(同比变化)	(RMB10 亿)	(同比变化)	(RMB10 亿)	(同比变化)
中国财险(2328 HK) ³	117.1	8.9%	310.5	10.5%	281.0	11.3%
平安财产 ¹	69.9	22.6%	177.9	8.7%	163.6	14.5%
太保产险 ²	34.6	1.8%	96.1	1.7%	94.4	1.7%
人寿财险 ⁵	10.1	9.2%	59.7	18.6%	50.4	24.7%
大地财险 ⁶	12.4	14.9%	32.0	20.2%	26.6	18.9%
太平财险 ⁴	6.5	6.1%	18.2	16.4%	15.6	17.7%

¹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

²中国太平洋保险(集团)(2601 HK)分别拥有 98.29%和 98.5%的太保寿险和太保产险

³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、中国财险(2328)和人保健康

⁴中国太平洋保险(966 HK)分别拥有 75.1%和 100%的太平人寿和太平财险

⁵中国人寿(2628 HK)持有 40%中国人寿财险

⁶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:行业财务业绩(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	股票代码	每股内含价值 (RMB)	2016 寿险新业务价值 同比变化	2016 ROAA	2016 ROAE	2016 账面净值 同比变化	资产/ 股东权益 (x)	2016 投资收益率	财险业务 综合成本率	3/2017 寿险 核心偿付	3/2017 财险 核心偿付
中国人寿	2628 HK	23.07	56.4%	0.76%	6.11%	(5.85%)	8.77	4.6%	-	285%	236%
新华保险	1336 HK	41.50	36.4%	0.73%	8.45%	2.22%	11.83	5.1%	-	261%	-
平安	2318 HK	34.88	32.2%	1.40%	17.39%	14.72%	11.46	5.3%	95.9%	216%	219%
太平洋保险	2601 HK	27.14	56.5%	1.26%	9.10%	(1.18%)	7.57	5.2%	99.2%	265%	252%
人保集团	1339 HK	3.34	49.9%	2.35%	11.76%	8.61%	5.45	5.8%	98.1%	144%	233%
太平	966 HK	25.09	28.8%	1.27%	8.49%	(6.47%)	7.54	5.0%	99.8%	233%	183%
中国财险	2328 HK	-	-	4.02%	15.79%	9.51%	3.99	-	98.1%	-	233%
中再保	1508 HK	1.80	10.9%	1.94%	7.28%	1.42%	2.93	5.5%	99.8%	206%(Re)	218%(Re) 280%(P)
优胜者		-	太平洋 保险	中国 财险	平安	平安	新华	人保 集团	平安	中国人寿	太平洋 保险

ROAA:平均资产回报率;ROAE:平均股东权益回报率

(P):原保险业务;(Re):再保险业务

来源: 公司,农银国际证券

图表 12:行业估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	股票代码	评级	股价 (港元)	股价/ 内含价值	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)	FY17F ROAE* (%)	FY18F ROAE (%)
中国人寿	2628 HK	持有	24.00	0.90	22.32	18.94	1.80	1.67	1.55	1.82	8.36	9.13
新华保险	1336 HK	买入	39.80	0.83	17.02	13.60	1.68	1.50	1.69	1.96	10.27	11.66
平安	2318 HK	买入	52.25	1.30	12.39	10.95	1.86	1.62	1.66	1.88	15.60	15.78
太平洋保险	2601 HK	持有	32.00	1.02	17.71	15.23	1.75	1.62	2.80	3.16	10.33	11.08
人保集团	1339 HK	持有	3.28	0.85	7.76	7.16	0.85	0.76	0.81	0.81	11.61	11.25
太平	966 HK	-	19.86	0.70	12.85	11.06	1.16	1.04	0.47	0.61	9.43	9.93
中国财险	2328 HK	买入	13.04	-	8.22	7.56	1.25	1.10	2.83	3.14	17.44	15.44
中再保	1508 HK	持有	1.73	0.83	10.58	9.28	0.84	0.78	3.39	3.66	8.20	8.74

*ROAE=净资产回报率

来源: 彭博、公司、农银国际证券



中国证券业 稳步向前

- 在 2016 年的市场调整后,我们预计未来 12-18 个月的行业前景将稳定下来,因为近几个月来的股市成交和债券发行大致稳定。
- 投资银行业务在债券发行复苏过程中逐步复苏,长期应继续受益于结构性上涨趋势,因“十三五”期间,政府致力于推动资本市场的直接融资。
- 长线看好**中信建投(6066 HK)**、**广发(1776 HK)**和**招商(6099 HK)**,因其 2015 年及 2016 的平均净资产收益率(ROAE)都高于同业,执行力稳定

2016 业绩回顾。2016 年,行业收入和利润分别下降了 43%和 50%,主要由于 2015 年的高基数和 2016 年 A 股市场的放缓。行业 ROE 也从 2015 年的 20.7%下降到 2016 年的 8.0%。

稳步向前。总体来说,我们预计未来 12-18 个月的经纪行业前景将会渐趋稳定。我们总体预期 2017 年行业 ROE 为高单位数,与 2016 年相似。话虽如此,我们认为,部份券商如中信建投应该在 2017 年继续享受高于平均水平的净资产收益率。

投行业务恢复中。在 4Q16,政府对债券发行进行了更严格的控制,导致债券发行量大幅度下降。因此,企业债券的净融资量在 2016 年 12 月至 2017 年 2 月期间变为负数。幸好的是,在 2017 年 3 月和 2017 年 4 月,这一数字回升至正数,说明投行业务的环境逐渐改善。

直接融资兴起。尽管短期下滑,我们仍然认为投资银行业务正处于长期结构性上升趋势,因为政府承诺通过在资本市场上发行公司债券和股票来进行去杠杆以减少债务。总的来说,直接融资占 2016 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。

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。

A 股成交趋势。A 股平均成交在近几个月大致稳定,从 2017 年 1 月的 3,755 亿元人民币升至 2017 年 5 月的 4,048 亿元人民币。与此同时,2H 的基数较低(A 股平均成交在 2H16 为 5,100 亿元人民币,比 1H16 的 5,290 亿元低),应有利于未来几个月的经纪业务。

中信建投(6066 HK)、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 2016 的平均净资产收益率,并得出以下结论: 1)中信建投(6066 HK)、广发(1776 HK)和招商(6099 HK)在 2015 和 2016 的平均净资产回报率持续高于同业;2)光大(6178 HK)、国泰君安(2611 HK)及东方(3958 HK)在 2015 年录得高净资产回报率,但在 2016 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 和 2016 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)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。

正面

分析员:周秀成
电话:(852) 2147 8809
电邮:stevechow@abci.com.hk

主要数据

2017 预测市盈率均值(x)	12.2
2017 预测市账率均值(x)	1.1
2017 预测股息率均值(%)	2.8

来源:公司、彭博、农银国际证券预测

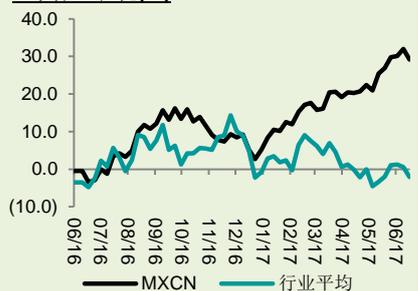
行业股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(1.7)	(3.1)
3 个月	(5.7)	(14.8)
6 个月	(2.5)	(28.6)

*相对于 MSCI 中国

来源:彭博、农银国际证券

1 年行业表现(%)

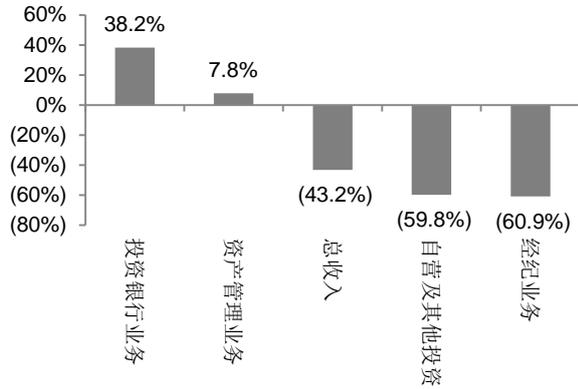


MXCN=MSCI 中国

来源:彭博、农银国际证券

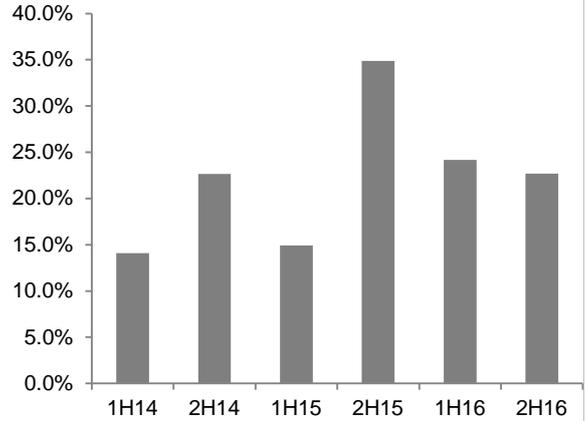


图表 1:2016 主要券商业务部收入增长



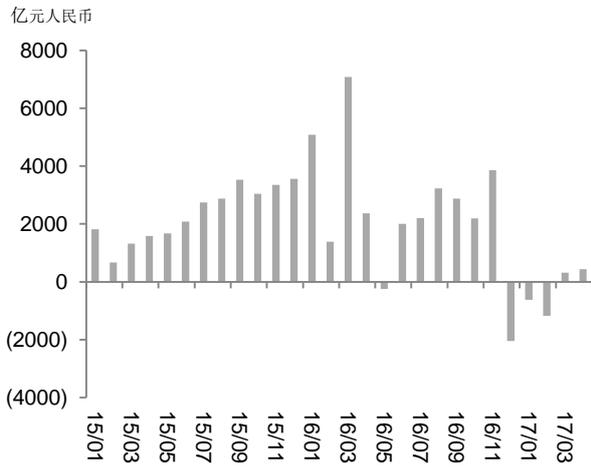
来源:中国证券业协会,农银国际证券

图表 2:直接融资占总融资的百分比



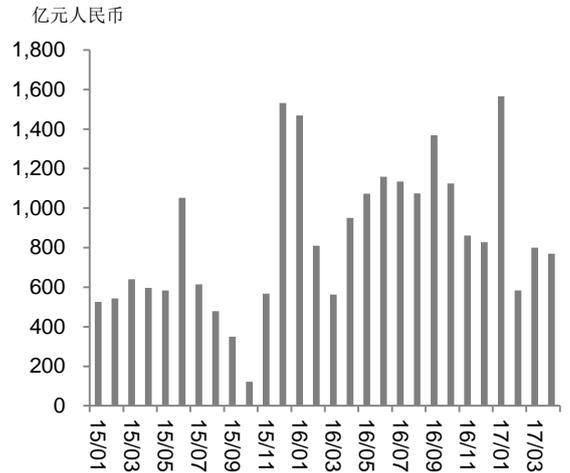
来源:中国人民银行

图表 3:企业债券净融资量



来源:中国人民银行

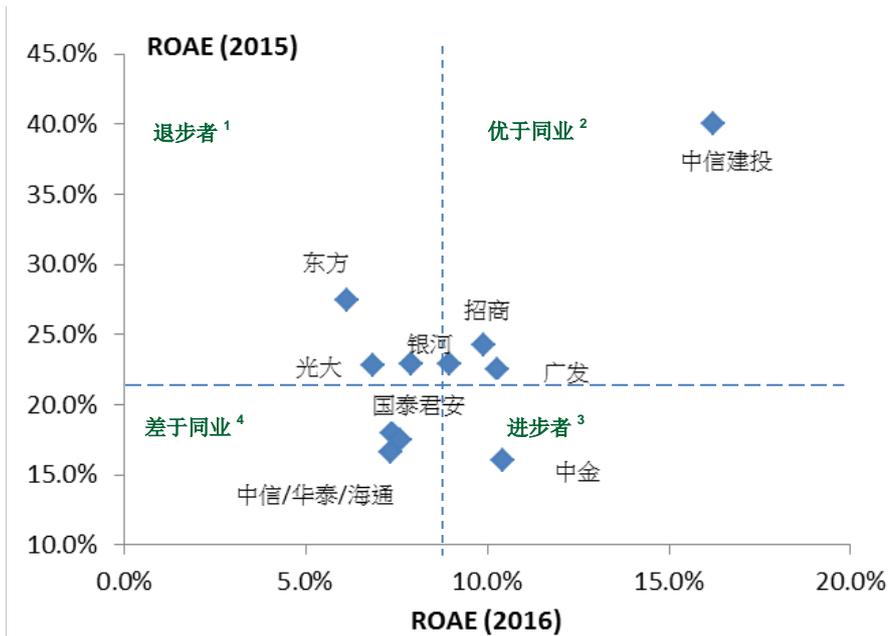
图表 4: 非金融企业境内股票融资



来源:中国人民银行



图表 5:平均净资产收益率(ROAE)比较



*年度化

¹退步者:2015年ROAE高于平均;2016ROAE低于平均

²优于同业:2015年和2016的ROAE都高于平均

³进步者:2015年ROAE低于平均;2016ROAE高于平均

⁴差于同业:2015年和2016的ROAE都低于平均

来源:公司,中国证券业协会,农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 6:市场估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名称	股票代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY18F 市账率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
中信建投	6066 HK	买入	8.4	22%	7.6	6.5	1.0	0.9	3.0	3.5
广发证券	1776 HK	买入	17.5	11%	11.7	10.2	1.2	1.2	2.9	3.3
招商证券	6099 HK	买入	13.6	11%	12.0	10.1	1.1	1.1	3.2	3.7
光大证券	6178 HK	持有	11.0	3%	12.3	10.4	0.9	0.8	2.7	3.0
东方证券	3958 HK	持有	7.7	3%	14.0	11.1	0.9	0.9	2.4	2.9
国联证券	1456 HK	持有	4.1	5%	11.2	10.1	0.8	0.8	3.0	3.4

来源: 公司、农银国际证券预测



中国地产业 大湾区的胜利者

- 由于低线城市房地产市场复苏,利息偏低以及市场整合,我们相信上市开发商强劲销售势头将能在 2H17 年维持
- 因预售价格上升,毛利率将在 2017-18 年继续改善
- 海外美金债发行量在 1Q17 按季上升 126%,反映海外融资能力强
- 中国奥园(3883 HK)是我们行业首选,因其预售表现强劲和股息率高。我们亦偏爱大湾区布局的开发商,因我们相信大湾区将在未来几年迅速发展

强劲的销售势头将在 2H17 持续。中国开发商 2017 年首 5 月预售额同比增长 62%,平均达到销售目标的 46%。我们认为 3 个主要因素将使 2H17 的销售势头持续下去:

1)三四城市尚未开始政策收紧。由于库存水平高和供过于求,低线城市房地产市场 2016 年表现较一线及二线城市差。然而,随着主要二线城市实施购房限制(HPR),部分投资需求已转向三四线城市。国家统计局统计显示,今年首五月三线城市房地产价格上涨 3.4%,高于一二线城市 1.2%/2.3%的增幅。拥有较平均地区覆盖的开发商,其三四线的良好销售表现将能弥补一二线城市放缓的表现。

2)低利率环境。尽管政府维持其去杠杆化政策,按揭贷款仍然是银行贷款组合的核心部分之一。2017 年首 5 月按揭贷款同比增长 9%至 9,600 亿元人民币。按照中国人民银行利率计算的按揭贷款利率亦保持在创纪录的低位。虽然大多数银行已把房贷折扣从 15%略微下降至 0-10%,但实际房贷利率至少比 2014 年低 70-120 个基点。

3)市场整合。2016 年预售额前十名开发商的市占率达到 18.7%,同比增长 1.7 个百分点。由于地价上升以及各个城市出现限购,土地储备小和城市覆盖不全面的开发商面临较大压力。同时,主要上市开发商正在通过并购增加土地储备。随着小型开发商数量的减少,大型开发商将受益于不断增长的市场份额。

毛利率有望持续改善。由于平均售价上升,中国开发商的毛利率从 2015 年的 26.0%反弹至 2016 年的 26.5%。而 2016 年预售价格进一步增长意味着毛利率将在 2017-18 年继续上涨。2016 年平均净负债率同比上涨 2.5 个百分点至 65.6%。撇除融创(1918 HK)和恒大(3333 HK)这两家 2016 年净负债率大幅上升的开发商,平均净负债率同比下降 3.1 个百分点至 59.9%。我们认为,由于开发商在恢复限购后将买地更加谨慎,因此净负债率将在 2017 年进一步下滑。

境外债券发行将上升。由于房地产行业的国内公司债发行已经被叫停,开发商需要依靠海外美金债以进行融资。于 1Q17,上市与非上市开发商共发行人民币 560 亿境内公司债,环比下降 33%或同比下降 73%;而离岸美金债发行则达美金 109 亿,环比上升 126%或同比上升 484%。1Q17 境内债券和境外债券平均票面利率分别上涨 1 个百分点至 5.3%和 80 个基点至 5.6%。

可是,票面利率上升可能是信贷评级较低的发展商在其间发行债券(如恒大在 2017 年 3 月发行的 10 亿美金债票面利率达到 9.5%)。撇除上述因素,美金债的票面利率应在 1Q 录得下滑。例如时代地产在 2017 年 4 月发行的美金债(2022 年到期)比 2017 年 1 月发行(2020 年到期)时的票面利率低 50 个基点。我们相信销售持续增长、毛利率上涨、净负债率下滑都增加评级机构

正面

分析员:董耀基

电话:(852) 2147 8311

电邮:kennethtung@abci.com.hk

主要数据

2017 年预测市盈率均值(x)	7.7
2017 年预测市账率均值(x)	0.9
2017 年预测股息率均值(%)	5.1

来源:公司、彭博、农银国际证券预测

行业股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(1.44)	(2.47)
3 个月	21.05	13.72
6 个月	52.97	33.82

*相对于恒生指数

来源:彭博、农银国际证券

1 年行业表现



来源:彭博、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

和债券投资者的信心。

大湾区概念。今年3月,李克强总理政府工作报告中提出粤港澳大湾区(大湾区),将成为中国重点发展的战略区域之一。大湾区概念源自2011年的《环珠江口宜居湾区建设重点行动计划》。大湾区主要由9个内地城市(包括深圳,广州、佛山、珠海、东莞、惠州、中山、江门和肇庆),以及香港和澳门组成,并成为与美国纽约都会区、美国大洛杉矶地区和日本东京都市圈规模接近的世界第四大湾区。广东省省长马兴瑞与香港特首梁振英会面其间,马兴瑞提出交通基建和创新科技将为大湾区发展重点之一。我们认为,这些措施会刺激人口流入,改善交通网络和就业机会,从而增加住房需求。我们看好中国奥园、时代地产、龙光地产和深圳控股等大湾区开发商。

中国奥园(3883 HK)、时代地产(1233 HK)、龙光地产(3380 HK)及深圳控股(604 HK)是我们偏爱的开发商。由于预售表现良好,毛利率持续改善及海外融资能力提升,我们对中国房地产板块维持正面。可是,因房地产板块今年以来已上升49.1%,我们相信股价已反映大部分正面因素。我们预计,直至中期业绩,房地产板块将缺乏催化剂。因此,我们建议投资者选择低估值及高股息率的开发商。我们所建议的三家大湾区开发商,包括**中国奥园、时代地产、及龙光地产**,其2017预测市盈率平均约3.6-7.1倍,而股息率平均约4.8-8.4%。因预售增长强劲,中国奥园是我们行业首选。从相对落后的股价表现和有限的分析员覆盖情况显示,我们认为市场可能低估了其发展潜力。

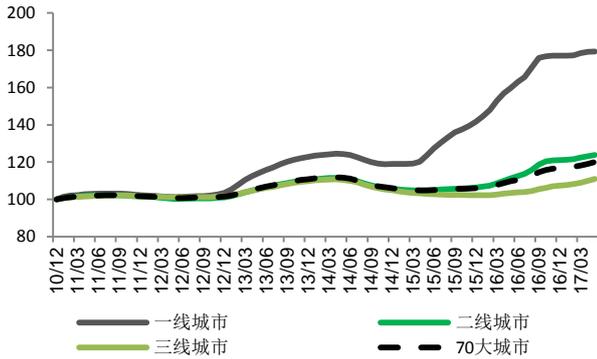


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

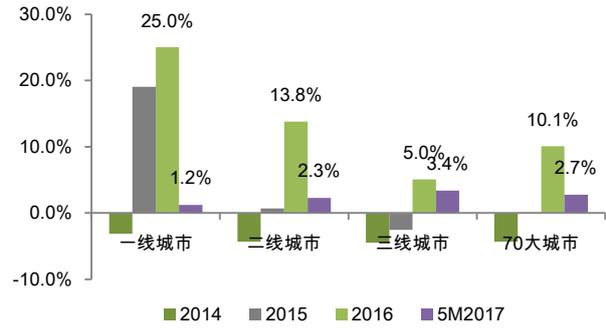
ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 1:国家统计局房价指数(2010年12月=100)



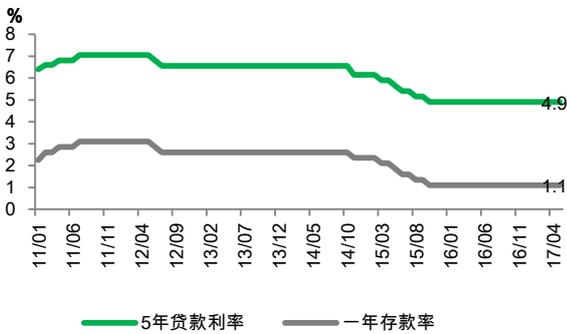
来源:国家统计局、农银国际

图表 2:国家统计局房价指数表现



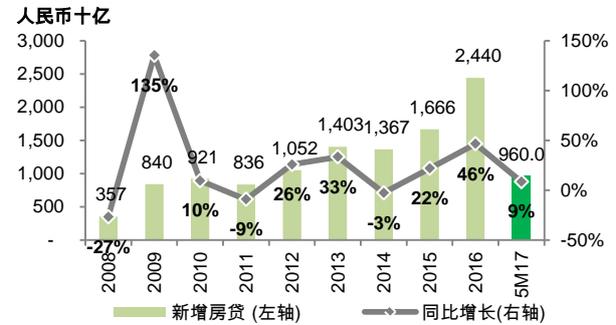
来源:国家统计局、农银国际

图表 3:利息走势



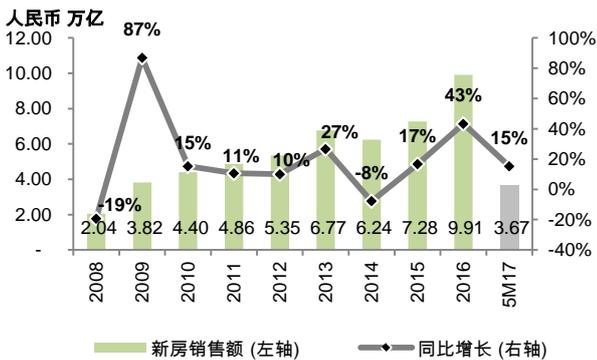
来源:中国人民银行、农银国际

图表 4:新增房贷



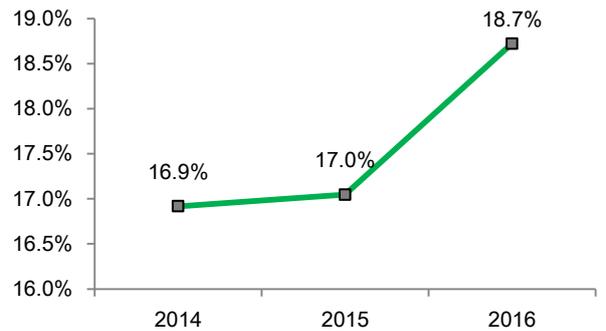
来源:中国人民银行、农银国际

图表 5:新房销售



来源:国家统计局、农银国际

图表 6:首10大预售开发商市占率



来源:国家统计局、农银国际

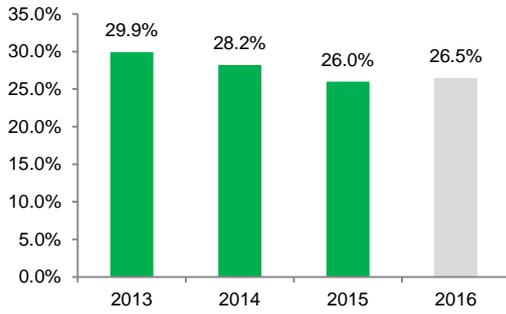


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

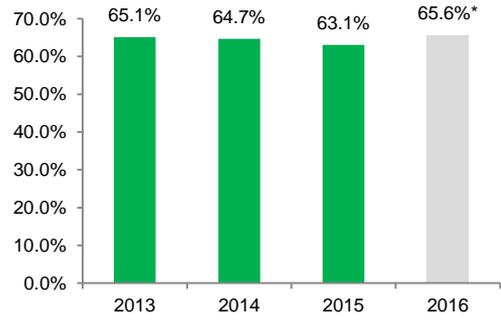
ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 7:香港上市中国开发商毛利率



来源:公司数据、农银国际

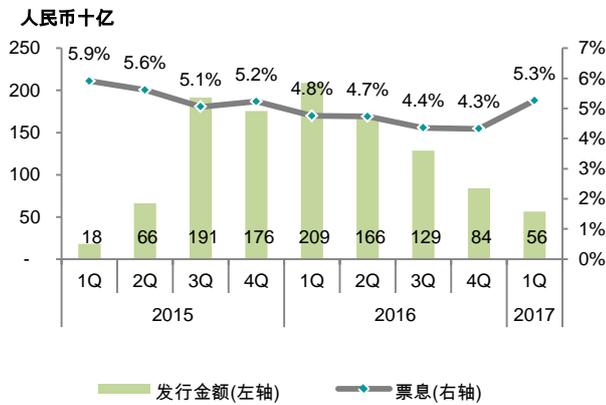
图表 8:香港上市中国开发商净负债率



*如不计算融创及恒大,净负债率为 59.9%

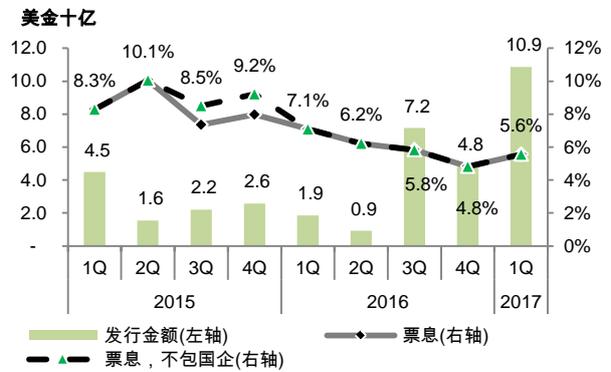
来源:公司数据、农银国际

图表 9:在岸人民币发行



来源:彭博、农银国际

图表 10:海外人民币发行



来源:彭博、农银国际



图表 11:5M17 预售表现

		5M17						2017 目标	目标完成度
		金额	同比增长	面积	同比增长	均价	同比增长		
		人民币 10	%	000 平米	%	人民币/平米	%	人民币 10 亿	
1	碧桂园	244.2	156%	27,270	126%	8,956	13%	400.0	61.1%
2	龙湖地产	75.8	151%	4,902	142%	15,453	4%	100.0	75.8%
3	融创	80.3	92%	4,298	109%	18,688	(8%)	210.0	38.2%
4	首创置业	18.9	78%	839	29%	22,539	38%	50.0	37.8%
5	禹洲	18.0	73%	1,112	36%	16,223	28%	28.0	64.4%
6	远洋	23.1	67%	1,101	19%	21,005	40%	60.0	38.5%
7	恒大	183.0	66%	18,698	51%	9,786	10%	450.0	40.7%
8	旭辉	38.1	65%	2,030	53%	18,780	8%	65.0	58.7%
9	万科	228.1	55%	15,200	41%	15,003	10%	-	-
10	金茂	14.9	54%	670	40%	22,198	10%	51.0	29.2%
11	雅居乐	32.5	50%	2,581	16%	12,577	29%	60.0	54.1%
12	中国奥园	11.2	48%	1,051	13%	10,653	31%	33.3	33.6%
13	龙光	15.5	46%	1,000	21%	15,490	21%	34.5	44.9%
14	中国海外*	85.9	41%	5,868	25%	14,646	13%	210.0	40.9%
15	世茂	33.8	39%	2,046	18%	16,527	18%	80.0	42.3%
16	保利	108.5	30%	7,819	26%	13,878	3%	na	na
17	富力	30.5	27%	2,393	19%	12,763	7%	73.0	41.8%
18	时代	12.1	24%	856	(7%)	14,121	34%	32.5	37.2%
19	华润置地	53.2	24%	3,653	12%	14,551	10%	120.0	44.3%
20	合景泰富	10.9	15%	638	(8%)	17,038	24%	28.0	38.8%
21	越秀	15.1	12%	979	(22%)	15,468	45%	33.0	45.9%
22	绿城	33.6	-9%	1,570	(15%)	21,401	7%	112.5	29.9%
23	深控	8.3	-24%	377	(22%)	22,081	(2%)	19.1	43.6%
	总共	1,375.5	62%	106,951	51%	12,861	7%	2,250	46.2%

*港币

来源:公司数据、农银国际

图表 12:行业估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名称	股票代码	现时评级	评级	目标价 (港元)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY18F 市账率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
中国奥园	3883 HK	买入	买入	3.40	4.8	3.8	0.6	0.5	6.2	7.9
时代	1233 HK	买入	买入	6.00	3.6	2.2	0.7	0.6	8.4	13.7
龙光	3380 HK	买入	买入	5.00	7.1	5.3	1.2	1.1	4.8	6.4
深控	604 HK	买入	买入	4.20	8.6	5.8	0.7	0.7	5.8	8.7
禹洲	1628 HK	买入	买入	3.90	6.3	5.1	1.3	1.1	5.4	6.7
旭辉	884 HK	买入	买入	3.60	5.7	4.6	1.2	1.0	6.0	6.3
金茂	817 HK	买入	买入	3.25	13.3	11.2	1.1	1.0	2.5	3.0
中海	688 HK	买入	买入	30.20	8.9	8.0	1.0	1.0	3.5	3.9
恒大	3333 HK	买入	买入	待定	19.7	9.5	3.7	3.1	2.5	5.2
花样年	1777 HK	买入	买入	1.37	7.2	5.1	0.5	0.5	4.4	5.3
绿景	95 HK	买入	买入	2.50	24.2	22.5	2.0	1.9	2.5	2.7
绿城	3900 HK	持有	持有	7.60	6.7	5.4	0.6	0.6	3.0	3.7
融创	1918 HK	沽售	沽售	9.70	24.9	16.5	2.1	2.0	1.6	2.4

来源:彭博、农银国际预测



中国替代能源业

能源架构重组：清洁能源增长的引擎

- 中国将继续推进国家能源结构改革
- 中国的核电装机容量将在 2016-20 年期间以 15%的年均复合增长率扩张；风电装机容量将在 2016-20 年期间达到 9%的年均复合增长率
- 中国目标在 2016-20 年间将风力发电量增幅达到 15%年均复合增长率，为风电运营商提供了巨大的机遇
- 风力设备单位成本的下降将有助于风力发展
- 我们对中国替代能源行业维持正面展望；推荐买入**龙源电力(916 HK)**及**中广核(1816 HK)**

中国将继续推进国家能源结构改革。中国的能源结构将继续从传统的燃煤电力转向可持续的替代能源,如核能,风力发电和太阳能等,原因是社会对于污染问题日益严重的关注以及化石能源储量(如石油和煤炭)枯竭。由于燃煤能源仍然占中国电力产量的 70%左右,政府将加快替代能源的开发。

中国的核电装机容量将在 2016-2020 年期间达到年均复合增长 15%。中国政府将在全国推广使用核能。根据中国政府在 2014 年 6 月公布的“能源发展战略行动计划(2014-20 年)” (“计划”),2020 年中国的核电装机容量将达到 58 吉瓦,比 2016 年的 34 吉瓦增长 72%,4 年年均复合增长率为 15%。中国政府在 2016 年 11 月 7 日公布的“十三五电力规划”中也再次重申 58 吉瓦的核电装机容量目标。

中国目标在 2016-2020 年期间将风力发电量增幅达到 15%年均复合增长率。根据国家发改委在 2016 年 12 月发布的“可再生能源十三五规划”,中国政府的目標是到 2020 年末全国达到不低于 210 吉瓦的风力装机容量,比 2016 年年末的 149 吉瓦跳升 41%,或者达到 9%的年均复合增长率。此外,该计划还指出,到 2020 年末,风力发电量将达到至少 4,200 亿千瓦时,比 2016 年末的 2,410 亿千瓦时增加 74%,或者达到 15%的年均复合增长率。该目标意味着风力发电利用小时数将从 2016 年的 1,742 小时提高到 2020 年的 2,000 小时。我们认为,风力发电量的大幅增长将加速风电运营商的收益。

风力设备单位成本的下降将持续成为风电推广的助力。由于技术进步,风电设备的单位成本多年来一直在下降,从而降低了发电成本。根据行业数据,中国风电设备单位成本从 2008 年末的 5.8 元/瓦下降了 30%,至 2016 年末为 4 元/瓦,年均复合下降率为 5%。我们认为,风力设备单位成本会持续下滑,因此减少了风电运营商的资本支出以及有利于促进全国采用风力发电。

直购电力的增加将有助减轻弃风限电的影响。弃风限电仍然是风力发电的一个关键问题。然而,直购电力的增加可能有助于缓解这个问题。直购电力意味着风电生产商可以在不通过国家电网系统(因发生电力输送瓶颈而导致弃风限电的情况)的情况下向客户出售电力,尽管电价比国家电价低 20-30%。根据电力行业数据,全国直购电力(燃煤,风能,太阳能和所有电力)的占总发电量比例从 2010 年末的 0.2%(8,040 吉瓦时)上升至 2015 年末的 5.4%(303,394 吉瓦时),表明直购电可能最终成为供电的其中一种主要方式。

行业展望正面；首选龙源电力(916 HK)和中广核电力(1816 HK)。我们喜欢**龙源电力**,因为其风电装机容量增长可观以及布局全国的风电资产有助于减少弃风限电的影响。我们也喜欢**中广核电力**,因为其在核电行业的领先地位及坐拥优质资产。

风险因素：1)风电电价下调将会影响利润；2)电力需求下降可能阻碍风电发展；3)弃风限电情况可能恶化,降低利用小时数；4)与核电相关的安全问题。

正面

分析员:吴景荃

电话:(852) 2147 8869

电邮:kelvinng@abci.com.hk

主要数据

2017 年预测市盈率均值(x)	9.10
2017 年预测市净率均值(x)	0.90
2017 年预测股息率均值(%)	2.50

来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现

	绝对值	相对值*
1 个月	(0.98)	0.78
3 个月	(3.54)	(5.09)
6 个月	4.96	(7.06)

*相对于恒生国企指数

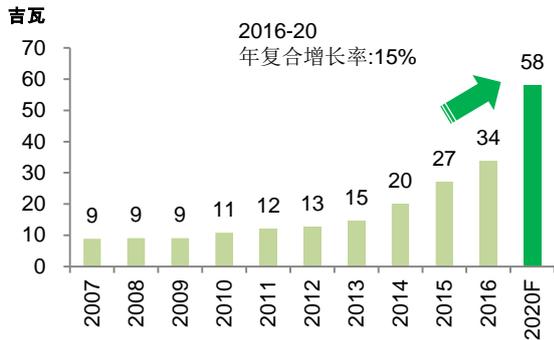
来源:彭博、农银国际证券

1 年股价表现(%)



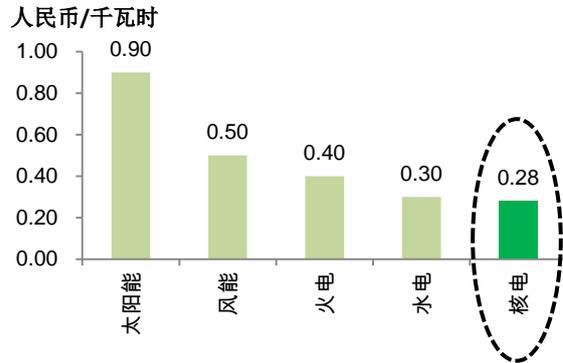
来源:彭博、农银国际证券

图表 1:中国的核电装机容量将在 2016-2020 年间迅速增长



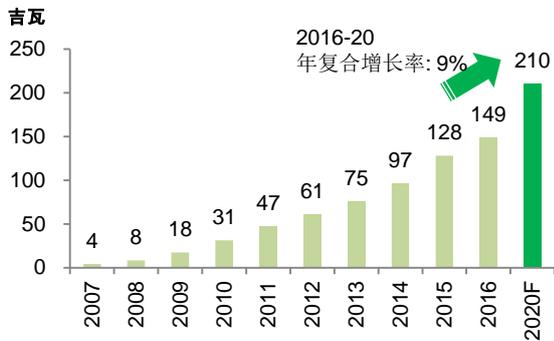
来源:国家发改委、农银国际证券预测

图表 2:核电比其他能源具有成本优势



来源:华电福新、农银国际证券

图表 3:中国的风电装机容量将在 2016-2020 年度扩大



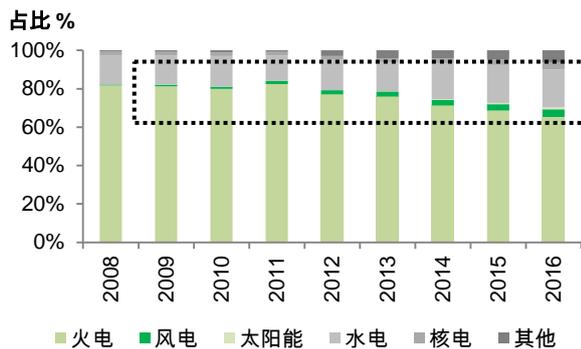
来源:国家发改委、农银国际证券预测

图表 4:中国的风电发电量在 2016-2020 年将以 15% 的年均复合增长率增长



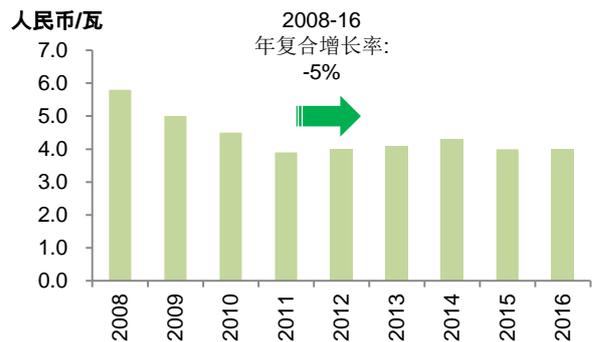
来源:国家发改委、农银国际证券预测

图表 5:可再生能源在中国能源结构中的比例不断增加



来源:国家能源局、农银国际证券

图表 6:中国风电设备单位成本将保持下降趋势



来源:bjx.com、农银国际证券

核电运营商估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
中广核电力	1816 HK	买入	3.00	36.36	10.5	9.4	1.3	1.2	3	3
中国核电	601985 CH	-	-	-	23.3	18.9	2.8	2.6	1	2
TokyoElectricPower	9501JP	-	-	-	2.5	3.6	0.5	0.4	0	0
KansaiElectricPower	9503JP	-	-	-	9.9	9.8	1.0	0.9	2	3
KyushuElectricPower	9508JP	-	-	-	8.4	7.4	1.3	1.1	2	2
KoreaElectricPower	015760KS	-	-	-	5.2	4.7	0.3	0.3	4	5
E.OnSe	EOANGR	-	-	-	12.2	13.3	4.1	3.4	4	4
Edf	EDFFP	-	-	-	13.9	13.2	0.7	0.7	4	4
DukeEnergyCorp	DUKUS	-	-	-	18.2	17.4	1.4	1.4	4	4
NexteraEnergy	NEEUS	-	-	-	20.9	19.5	2.5	2.3	3	3
ExelonCorp	EXCUS	-	-	-	13.4	12.4	1.1	1.1	4	4
FirstenergyCorp	FEUS	-	-	-	10.3	11.4	1.9	1.7	5	5
EntergyCorp	ETRUS	-	-	-	15.9	15.7	1.6	1.6	5	5

来源：彭博、农银国际证券预测

风电运营商估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
龙源电力	916 HK	买入	7.40	28.92	9.8	8.2	0.9	0.8	2	2
华能新能源	958 HK	买入	3.50	45.83	6.5	5.8	0.9	0.8	2	3
大唐新能源	1798 HK	持有	0.80	(4.76)	9.4	7.2	0.5	0.4	3	4
华电福新	816 HK	-	-	-	6.6	5.4	0.6	0.6	3	4
北京京能	579 HK	-	-	-	6.1	5.7	0.8	0.7	4	4
中国绿色新天	956 HK	-	-	-	6.9	6.0	0.5	0.5	6	6
AccionaSa	ANASM	-	-	-	17.7	15.8	1.1	1.1	4	4
FuturenSa	FTRNFP	-	-	-	115.0	115.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EdpRenovaveis	EDPRPL	-	-	-	33.3	29.2	1.0	0.9	1	1
GreentechEnergy	GESDC	-	-	-	14.0	12.2	0.4	0.4	2	2

来源：彭博、农银国际证券预测



中国环境保护业 巨大的市场机遇

- 城镇化率和生活水平的提升将刺激污水和固体废物处理服务的需求
- 中国的目标是在 2015-20 年期间将城镇垃圾焚烧能力扩大,达到 19%的年均复合增长率。
- 2015-20 年城镇污水处理量预计有 8%的年均复合增长率,将创造有吸引力的机会
- 我们维持对中国环境保护行业的正面展望。推荐买入光大国际(257 HK)和北控水务(371 HK)

城镇化率以及生活水平的提升将会刺激污水和垃圾处理服务的需求。根据国务院的估计,中国总人口将在 2020 年末达到 14.5 亿,意味着在 2015-20 年间将有额外 0.99 亿人口迁移到城市地区。随着可支配收入在多年来的增长,城镇居民对卫生标准的要求可能会上升,这为污水及垃圾处理运营商提供了很大的商机。

中国的目标是在 2015-2020 年期间将城市垃圾焚烧能力扩大,达到 19%的年均复合增长率。历史上,在中国,约有 70%的住宅垃圾是通过填埋处理的。根据国家发改委在 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)”,中国目标是将城市垃圾焚烧比例从 2015 年末的 34%提高到 2020 年的 50%。这将使垃圾焚化在城市地区成为关键的固体废物处理方式。国家发改委的目标是将城镇垃圾焚烧能力从 2015 年末的 216 千吨/日提升至 2020 年的 520 千吨/日,意味着 141%的增长率或者 19%的 5 年年均复合增长率。这将对垃圾焚烧运营商在城镇的发展十分有利。

城镇化率的提高和垃圾焚烧的推广将使城镇垃圾焚烧量在 2015-20 年间达到年均 16%的复合增长率。根据“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)”,中国将会提升城镇垃圾焚烧比例,从 2015 年末的 34%提高到 2020 年末的 50%。如果我们假设人均住宅废物在 2015-2020 年期间年均增加 3%,到 2020 年末,产生的住宅废物将达到 2.5 亿吨(2015 年: 1.8 亿吨),其中将会通过焚烧处理的固体废物 1.26 亿吨(2015 年: 6,100 万吨),这意味着 106%的增幅或者 16%年均复合增长率。因此,垃圾焚烧运营商将受益于需求不断增长。

垃圾焚烧行业有充足的空间成长。据 CCID 数据显示,2011 年,中国城市居民生活垃圾的 23%左右被焚烧处理,而发达国家平均值约为 51%。随着中国的人均可支配收入和人均国内生产总值接近发达国家,而且大城市人口密度较高,垃圾焚烧处理将在中国得到更广泛的应用。

城市污水处理量在 2015-2020 年期间会有 8%年均复合年增长,将创造有吸引力的商机。随着城市化水平的提高和政府推动城市污水处理率的努力,城市废水处理总量将在未来几年强劲增长。假设中国城镇化率以及城市污水处理率在 2020 年分别达到 60%和 95%,而人均污水产生量在 2015-20 年期间年均增加 4%(2006-2015 年人均废水产量增长 4%),2020 年末城镇污水处理总量将达到 700 亿吨,比 2015 年末(约 470 亿吨)增长 48%,或者是在 2015-20 年期间达到 8%的年均复合增长率。我们认为城市污水处理运营商将受益于这样的快速发展。

行业展望正面,维持对光大国际(257 HK)和北控水务(371 HK)的买入评级。我们对污水和固体废物处理行业展望正面,因为随着城镇化程度和生活水平的提高,将会推动废物处理服务的需求。我们的首选是光大国际(257 HK),

正面

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

主要数据

2017 年预测市盈率均值(x)	13.20
2017 年预测市账率均值(x)	2.40
2017 年预测股息率均值(%)	2.50

来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现

	绝对值	相对值*
1 个月	(0.21)	1.55
3 个月	0.72	(0.82)
6 个月	18.50	6.48

*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

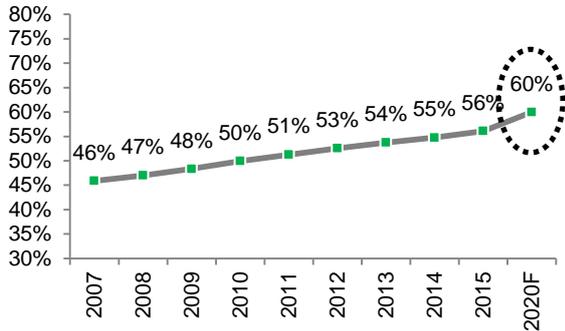
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

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)**由于其在污水处理行业的领先地位,以及供水产能不断上升也将刺激盈利增长。

风险因素:1)空气污染问题可能阻碍焚化炉的建设; 2)高负债率可能会影响资产负债表; 3)在贫困地区的收购可能令资产负债表恶化; 4)地方政府债务上升可能会放缓环保设施建设。

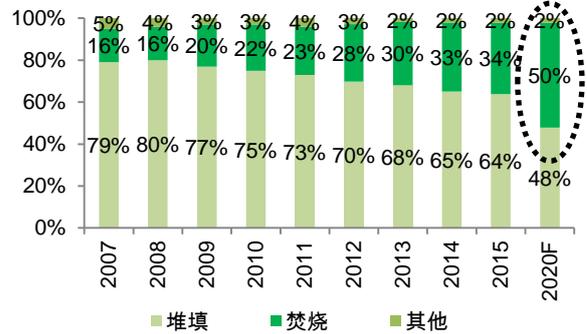


图表 1:中国的城镇化率在 2020 年末可能达到 60%



来源:国家发改委、农银国际证券预测

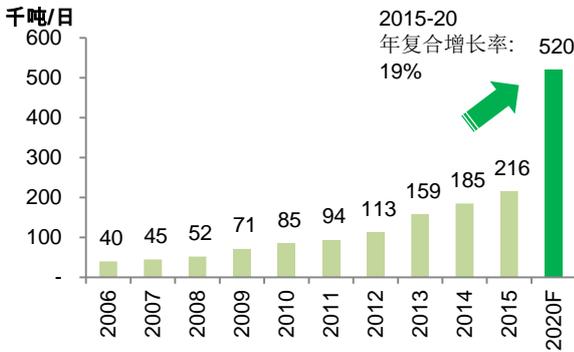
图表 2:中国希望提高焚烧占城镇整体固体废物的处理量的比率



来源:国家发改委、农银国际证券预测

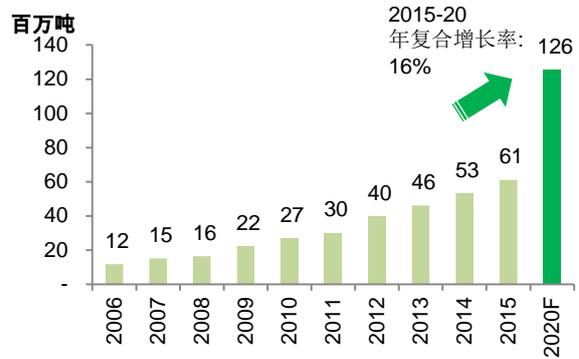
百万吨

图表 3:中国的垃圾焚烧能力将在未来几年迅速增长



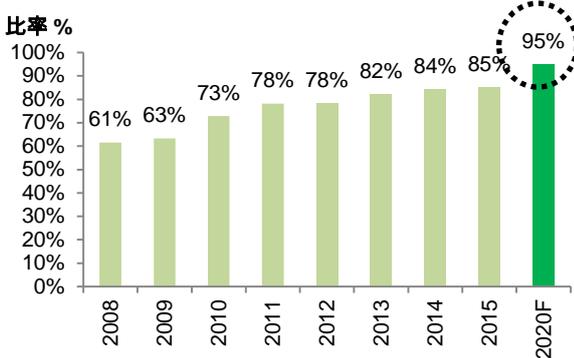
来源:国家发改委、农银国际证券预测

图表 4:中国城镇通过垃圾焚烧处理的固体废物量将上升



来源:国家发改委、农银国际证券预测

图表 5:中国的城镇污水处理率将上升



来源:国家发改委、农银国际证券预测

图表 6:中国的城市污水处理量将在 2015-2020 年期间以 8%的年均复合增长率增长



来源:国家发改委、农银国际证券预测



垃圾焚烧运营商估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息 率(%)
光大国际	257 HK	买入	13.40	37.72	12.9	10.9	2.2	1.9	3	3
首创环境	3989 HK	-	-	-	16.7	13.6	2.3	2.0	1	1
北京控股环境	154 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-
绿色动力环保	1330 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-
凯迪生态环境	000939 CH	-	-	-	8.0	6.8	1.1	1.0	2	3
AsahiHoldingsInc	5857 JP	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
DaisekiCo	9793 JP	-	-	-	8.5	8.3	1.2	1.1	3	3
RepublicServices	RSG US	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
WasteConnections	WCN US	-	-	-	26.5	23.7	1.8	1.7	2	2
CleanHarbors	CLH US	-	-	-	30.8	27.4	2.9	2.7	1	1
WasteManagement	WM US	-	-	-	80.9	45.4	2.8	2.6	-	-
WasteConnections	WCN CN	-	-	-	23.0	21.0	5.7	3.2	2	2

来源: 彭博、农银国际证券预测

污水处理运营商估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
北控水务	371 HK	买入	7.60	24.59	13.5	11.0	2.6	2.3	2	3
光大国际	257 HK	买入	13.40	37.72	12.9	10.9	2.2	1.9	3	3
中滔环保	1363 HK	-	-	-	10.3	8.5	1.8	1.6	2	2
天津创业环保 H	1065 HK	-	-	-	13.0	12.3	1.3	1.2	2	2
中国水务	855 HK	-	-	-	7.7	6.3	-	-	3	3
重庆水务	601158 CH	-	-	-	20.6	20.8	2.2	1.9	4	4
天津创业环保 A	600874 CH	-	-	-	67.1	59.2	5.7	5.3	0	0
北京碧水源	300070 CH	-	-	-	22.5	16.8	3.2	2.7	0	1
北京万邦达环保	300055 CH	-	-	-	39.6	26.9	2.7	2.5	-	-
黑龙江国中水务	600187 CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-
北京首创	600008 CH	-	-	-	46.0	39.7	3.3	3.1	1	2
ManilaWater	MWC PM	-	-	-	11.8	11.1	1.4	1.3	3	3
TtwPcl	TTWTB	-	-	-	16.1	15.3	3.7	3.7	6	6
EasternWaterResources	EASTWTB	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AquaAmerica	WTR US	-	-	-	24.5	23.2	2.8	2.6	2	3
AmericanStatesWater	AWR US	-	-	-	28.1	26.5	3.2	3.0	2	2
CaliforniaWaterService	CWT US	-	-	-	28.0	25.8	2.5	2.2	2	2

来源: 彭博、农银国际证券预测



中国电子商贸业 估值开始昂贵

- **腾讯(700 HK)**在手机游戏和网络广告方面保持强劲势头,我们预计这一趋势将持续下去
- 农村电子商务,网上超市和物流服务持续改善的推动下,我们预计2017-18年网络购物将继续保持高速增长
- 尽管行业基本面维持良好,但行业估值开始变得昂贵,如短期内市场情绪转向,股价波动性可能会上升

估值开始变得昂贵。 腾讯(700 HK)、阿里巴巴(BABA US)和京东(JD US)等主要行业龙头近期都发布亮丽的季度业绩,支持我们对行业的长期正面看法。然而,在近几个月股价上升后,行业估值开始变得昂贵。例如,腾讯目前的估值为市盈率 33 倍,而历史平均水平约为 30 倍。我们认为,如果短期内整体市场情绪转向,股价波动性可能会上升。

腾讯加强了网络游戏的地位。 腾讯一直是手机游戏行业的领导者。在过去的1-2年,它在中国排名前10的游戏中一般占有3-6位。此外,其“王者荣耀”等重要手机游戏市场反应理想,加强了腾讯的市场地位,令其在线游戏收入同比增长由4Q16的27%上升至1Q17的34%。

在线广告: 巨大潜力。 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。我们认为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4M17,网上销售同比增长32.0%,远高于整体零售增长10.2%,表明消费从线下转向在线。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4M17,包括游戏、媒体等在内的非实物网上销售同比增长56.3%,增长率高于衣服及食品等实物网上销售的25.9%。这反映**腾讯**或能较阿里巴巴及京东表现较好。

正面

分析员:周秀成

电话:(852) 2147 8809

电邮:stevechow@abci.com. HK

主要数据

2017 预测市盈率均值(x)	21.6
2017 预测市账率均值(x)	5.6
2017 预测股息率均值(%)	0.3

来源:公司、彭博、农银国际证券预测

行业股价表现(%)

	绝对	相对*
1个月	(2.0)	(3.4)
3个月	6.7	(2.5)
6个月	25.7	(0.4)

*相对于 MSCI 中国

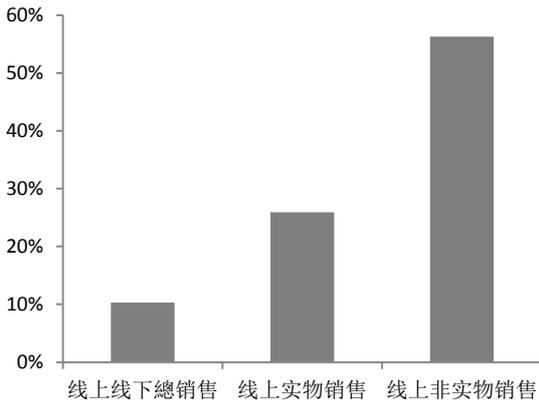
来源:彭博、农银国际证券

1年行业表现(%)

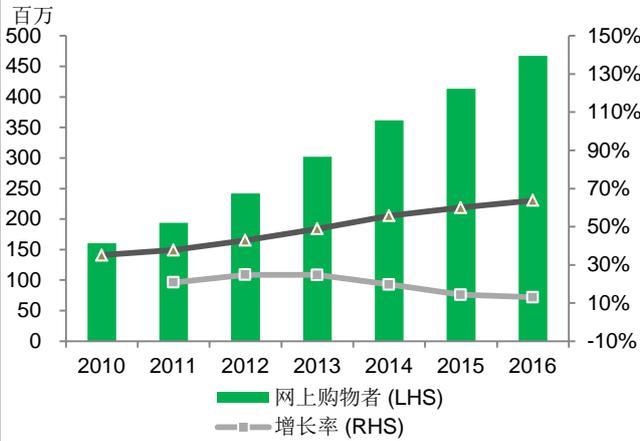


MXCN=MSCI 中国

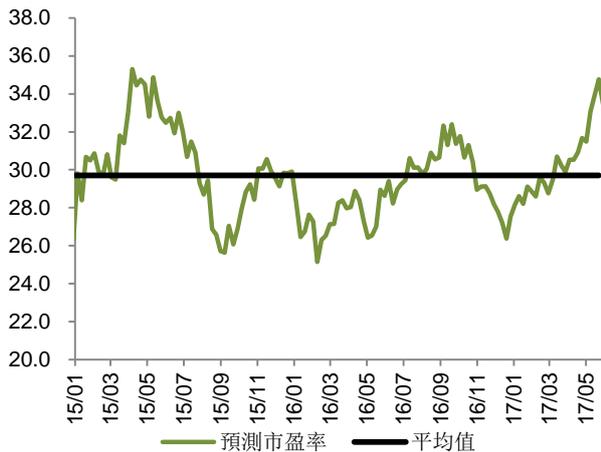
来源:彭博、农银国际证券

图表 1:4M17 - 线上线下销售增长比较


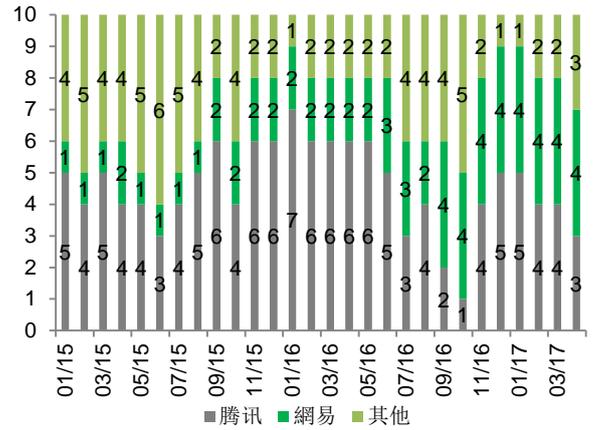
来源:国家统计局、农银国际证券

图表 3:网上购物用户增长


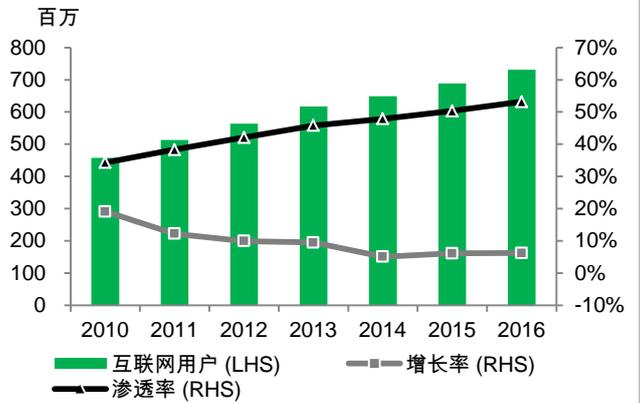
来源:中国互联网络信息中心、农银国际证券

图表 5:腾讯-市盈率


来源:彭博、农银国际证券

图表 2:国内十大游戏排行榜市场占有率(iOS 平台)


来源:AppAnnie、农银国际证券

图表 4:互联网用户增长


来源:中国互联网络信息中心、农银国际证券

图表 6:阿里巴巴-市盈率


来源:彭博、农银国际证券



图表 7:市场估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名称	股票代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市账率 (x)	FY18F 市账率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
腾讯	700 HK	买入	299	5	39.7	30.7	10.3	7.9	0.2	0.3
阿里巴巴	BABA US	-	-	-	31.4	24.1	6.9	5.5	-	-
京东	JD US	-	-	-	141.7	60.3	9.5	8.4	-	-
百度	BIDU US	-	-	-	14.6	12.3	5.4	3.7	-	-
唯品会	VIPS US	-	-	-	20.0	17.6	5.9	4.7	1.1	1.3
网易	NTES US	-	-	-	32.1	23.3	4.0	3.4	-	-

来源: 公司,农银国际证券预测



中国消费品业 核心消费品行业将突围而出

- 中国的消费品行业在过去几个月保持稳定的增长态势
- 网上零售销售保持高速增长
- 各子行业表现不一,但是数据显示部分行业(如“粮油、食品”、“饮料”)出现增速加快的现象
- 对核心消费品行业保持乐观

消费品行业增速保持平稳。中国消费品行业在过去几个月内保持稳定的增长态势。根据国家统计局数据,5月的零售销售额同比增长 10.7%,并自 2016 年 11 月以来一直在该水平附近浮动。同时,限额以上单位商品零售增长在今年 4 月/5 月录得 10.6%/9.2%的同比增速。

网上零售销售保持高速增长。网上零售销售在今年头五个月的累计同比增速达到 30%。值得注意的是,该增速比去年同期有所下降。此外,非实物网上零售销售持续带动整体网上零售销售,在今年头 5 个月累计同比增长 69.7%。

子行业表现不一。零售销售的平稳增长主要受到“粮油、食品”、“饮料”、“石油及制品”、“家具”、“中西药品”的支持。“粮油、食品”的零售销售同比增长从 2016 年 10 月的 9.1% 上升到 2017 年 5 月的 14.4%,而“饮料”的零售销售同比增长则从 2016 年 10 月的 8.9% 上升到 2017 年 5 月的 14.2%。但是,“汽车”和“通讯器材”的零售销售同比增速则出现下降,在 2017 年 5 月分别达到 7.0% 和 1.9%。

核心消费品行业将会突围而出。我们预期,中国经济的增速保持较为温和的增长,消费者也将会对非必要支出保持谨慎。但是,消费升级将会继续推进,消费者对于生活质量的追求将会支持零售销售的增长;该进程将会体现在核心消费品在定价方面的上调。我们认为,消费市场竞争的加剧将会淘汰部分较弱的市场参与者。我们推荐万州国际(288 HK)、伊利(600887 CH)、安踏(2020 HK)。

正面

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)	24.49
2017 预测市账率均值(x)	3.81
2017 预测股息率均值(%)	2.14

来源:彭博、农银国际证券预测

行业股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	5.81	0.77
3 个月	13.72	7.84
6 个月	17.63	6.38

*相对于沪深 300 指数

来源:彭博、农银国际证券

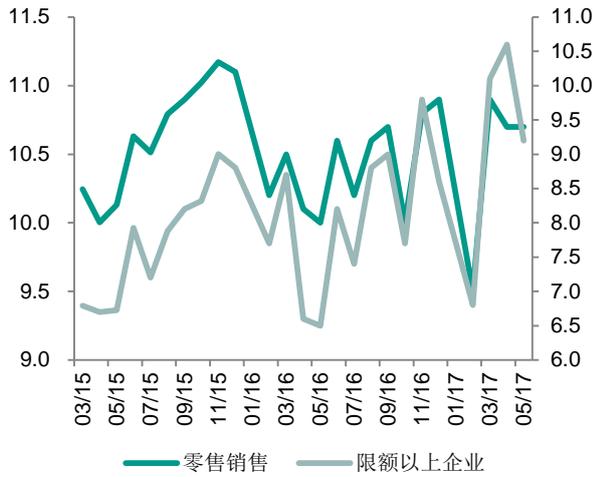
1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

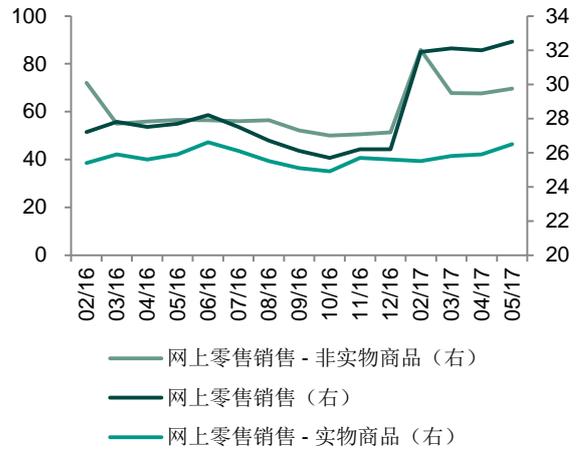


图表 1:零售销售增长(同比%)



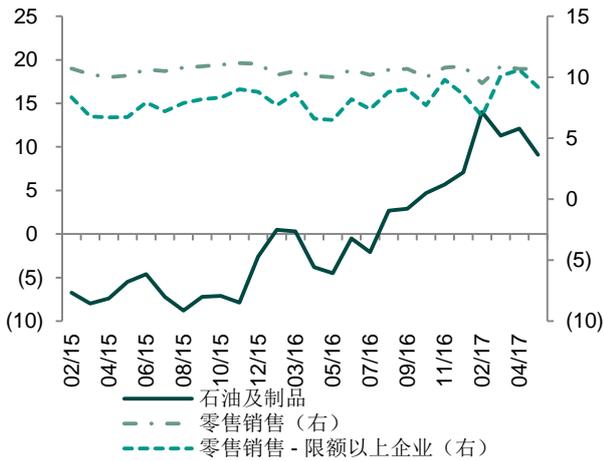
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 2:网上零售销售月度增长(同比%)



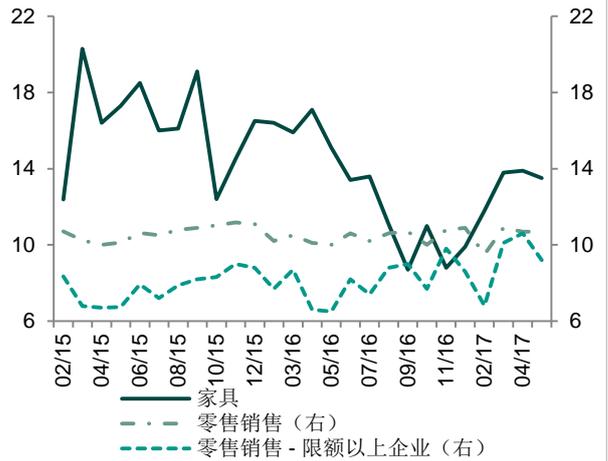
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 3:零售销售增长-石油及制品(同比%)



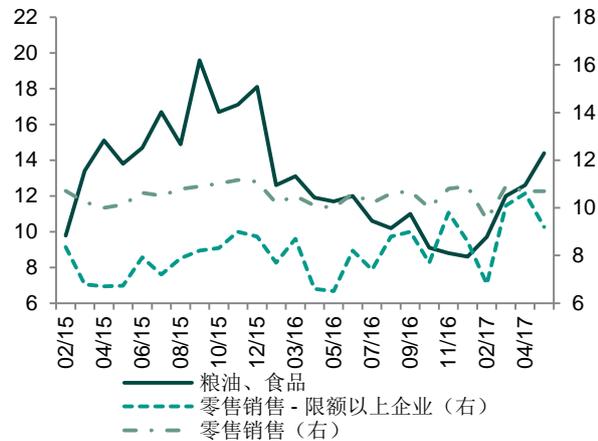
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4:零售销售增长-家具(同比%)



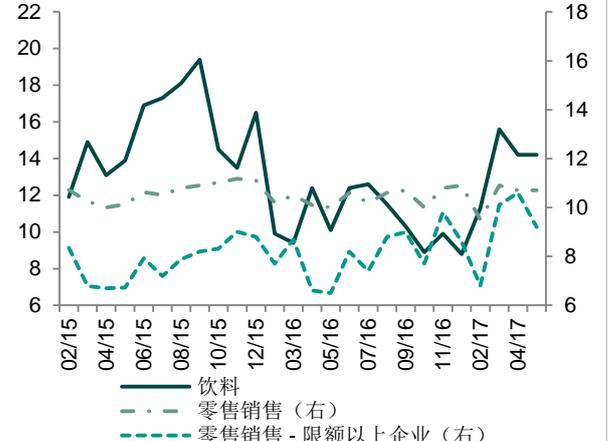
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 5:零售销售增长-粮油、食品(同比%)

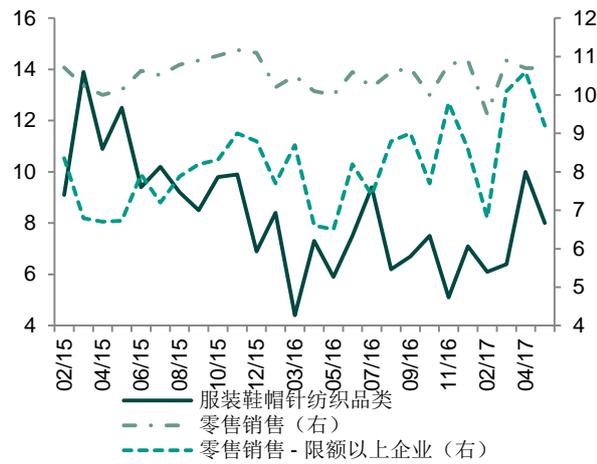


来源: 国家统计局、农银国际证券

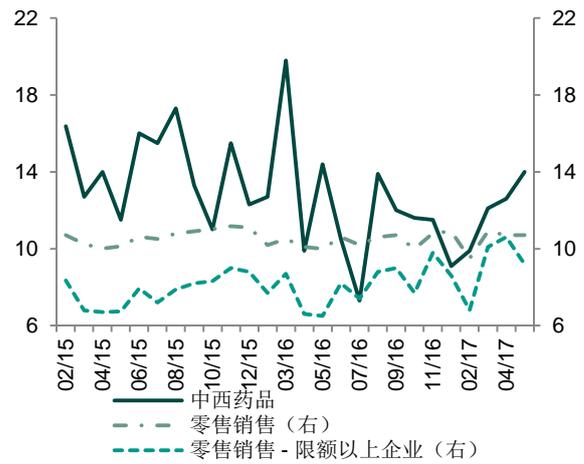
图表 6:零售销售增长-饮料(同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 7:零售销售增长-服装鞋帽、针纺织品(同比%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 8:零售销售增长-中西药品(同比%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 9:行业估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
伊利*	600887CH	买入	21.3	(0.84)	20.55	17.28	3.72	3.38	3.10	3.71
万州国际	288 HK	买入	7.68	(2.29)	13.16	11.77	2.17	2.04	2.15	2.38
安踏	2020 HK	买入	27.00	12.50	28.31	24.07	7.07	6.51	2.87	3.41
蒙牛	2319 HK	卖出	14.16	(7.93)	35.92	31.46	2.27	2.16	0.43	0.49

*伊利股价以人民币计价

来源: 彭博、农银国际证券预测



中国食品饮料业 行业消费需求保持强劲

- 食品和饮料的零售销售增长保持强劲的势头
- 食品 CPI 的下降显示食品的零售销售增长主要受到销量的支持,显示消费者对该类产品的需求依然强劲
- 行业将会受到原材料价格上涨以及增速的不稳定性影响
- 我们的首选股包括伊利(600887 CH)以及万州国际(288 HK)

食品和饮料的零售销售持续改善。“粮油、食品”的零售销售同比增长从 2016 年 10 月的 12.6% 上升到 2017 年 5 月的 14.4%, 而“饮料”的零售销售同比增长则从 2016 年 10 月的 9.1% 上升到 2017 年 5 月的 14.2%。

食品饮料产品的需求强劲。食品 CPI 自 2017 年初开始一直保持下降的趋势。蛋类、蔬菜、猪肉的 CPI 在 5 月分别同比下降 14.4%、6.3%、12.8%。CPI 的下降显示食品饮料零售销售的增长主要是受到销量的支持,显示消费者对于该类产品的需求强劲。

行业将继续面临挑战。我们认为,食品饮料行业将会在中短期内面临一定的挑战。随着石油和石油相关产品的价格继续上涨,行业内公司终将面临生产成本上升的问题。因此,提价能力将影响行业内公司的利润率表现。此外,经济增速保持平稳以及消费者需求的快速变化将会使行业的竞争加剧。

对核心消费品行业保持乐观。我们认为,食品和饮料的销量增长反映出国内强劲的需求,未来行业也将会继续受到消费需求的支持。但是,我们相信龙头企业将会有更好的表现。我们的首选股为万州国际(288 HK)和伊利(600887CH)。

正面

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)	23.21
2017 预测市账率均值(x)	2.72
2017 预测股息率均值(%)	1.89

来源:彭博、农银国际证券预测

行业股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	5.52	0.48
3 个月	13.85	7.97
6 个月	20.82	9.57

*相对于沪深 300 指数

来源:彭博、农银国际证券

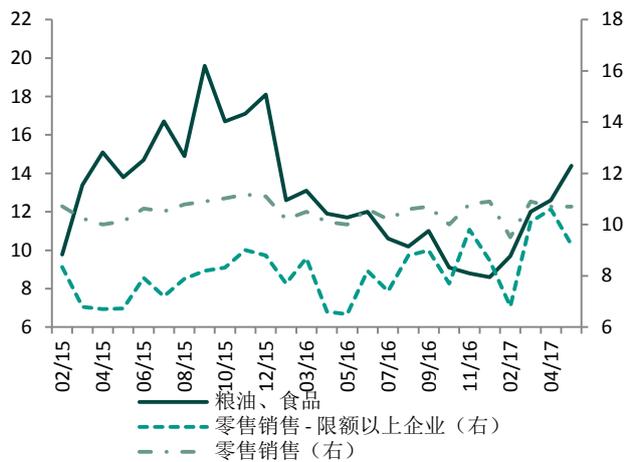
1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

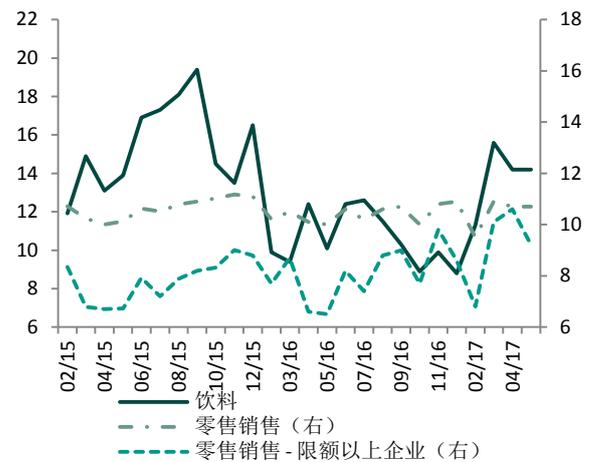


图表 1:零售销售增长-粮油、食品(同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 2:零售销售增长-饮料(同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 3:中国 CPI(同比%)



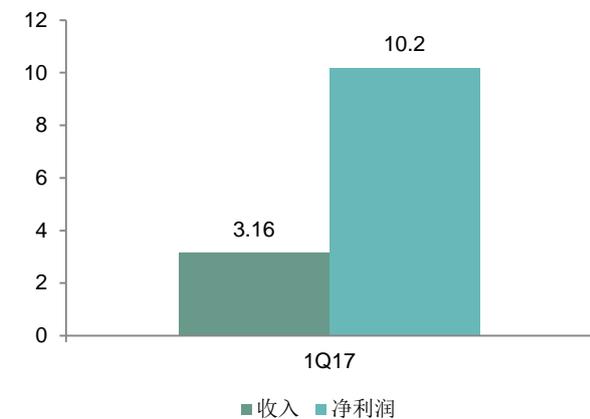
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4:中国食品 CPI(同比%)



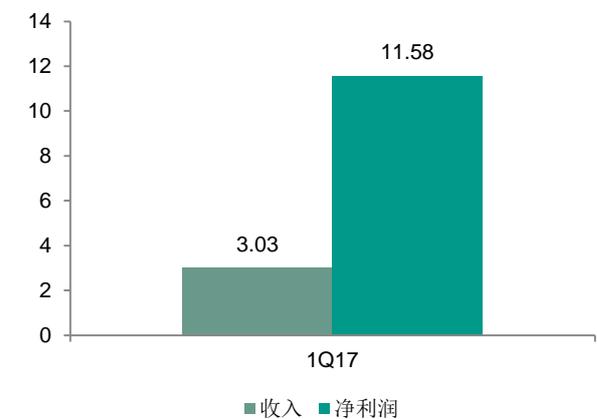
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 5:万州国际 1Q17 收入和净利润增长(同比%)



*净利润撇除了债务重组相关成本的影响
来源: 万州国际、农银国际证券

图表 6:伊利 1Q17 收入和净利润增长(同比%)



来源: 伊利、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 9:行业估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
伊利*	600887CH	买入	21.3	(0.84)	20.55	17.28	3.72	3.38	3.10	3.71
万州国际	288 HK	买入	7.68	(2.29)	13.16	11.77	2.17	2.04	2.15	2.38
蒙牛	2319 HK	卖出	14.16	(7.93)	35.92	31.46	2.27	2.16	0.43	0.49

*伊利股价以人民币计价

来源: 彭博、农银国际证券预测



中国体育服装业 国内品牌或面临挑战

- 受到强劲的销量支持,中国的服装零售销售从 2017 年初开始出现增速加快
- 尽管上市的体育服饰公司在 1Q17 都录得较好的增长表现,但是国内品牌将会面临更多的挑战
- 对于行业保持审慎乐观的态度,但是预期**安踏(2020 HK)**将较好的表现

服装行业零售销售今年出现好转。自 2017 年初开始,服装鞋帽、针纺织品的零售销售同比增速从 2017 年初的 7.1% 上升到 2017 年 5 月的 8.0%。同时,服装和鞋类的 CPI 从 2017 年 1 月的 1.1% 下降到 5 月的 0.1%。这些数据显示服装行业的消费需求正在上升。

体育服饰行业-2017 年开局良好。安踏的零售销售额在 1Q17 录得低双位数增长; 同期 361 度的核心品牌同店销售增长则录得 7.0% 的同比增长。尽管上市的相关公司在 2017 年初增速有所下降,但是这两家公司公布的 1Q17 增长均超过全国服装的零售销售在头三个月的累计增长。

国内体育服饰品牌出现下滑的迹象。尽管上市公司在年初都录得较好的表现,但是国内体育服饰品牌出现增速放缓的迹象。就安踏而言,非安踏品牌的产品零售销售额增速在 1Q17 同比增长 40-50%, 高于安踏品牌的增速。对于 361 度, 2Q16 和 1Q17 的同店零售增长并没有变化,但是平均折扣却上升了 1.5 个百分点。

对于体育服饰行业保持谨慎乐观态度。我们对于体育服饰行业,特别是主打国内品牌的公司保持谨慎。但是,我们看好**安踏(2020 HK)**的前景。我们认为其对所收购的国外品牌的管理以及多元化的品牌组合是其主要的优势。

正面

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)	15.00
2017 预测市账率均值(x)	3.00
2017 预测股息率均值(%)	4.93

来源:彭博、农银国际证券预测

行业股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	8.79	7.76
3 个月	3.35	(3.10)
6 个月	(2.29)	(21.44)

*相对于恒指

来源:彭博、农银国际证券

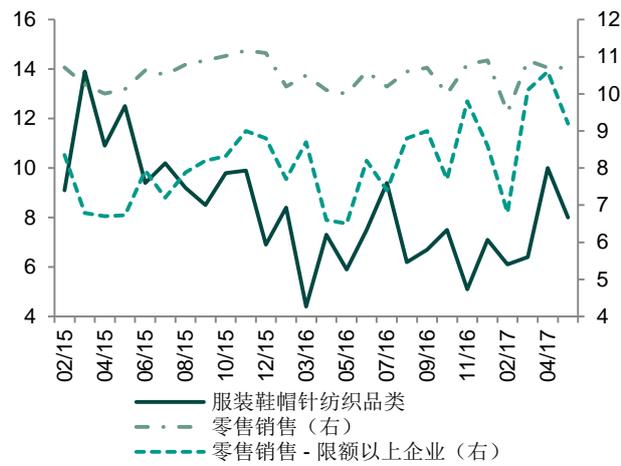
1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券



图表 1:零售销售增长-服装鞋帽、针纺织品(同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 2:CPI-衣着(同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 9:行业估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
安踏	2020 HK	买入	27	12.50	28.31	24.07	7.07	6.51	2.87	3.41
361度	1361 HK	-	-	-	8.48	7.51	0.89	0.83	4.67	4.67
特步	1368 HK	-	-	-	8.20	7.54	1.05	0.98	7.25	7.25

来源: 彭博、农银国际证券预测



中国医药医疗业 投资需要与患者偏好和趋势一致

- 我们看好三级医院经营者
- 药物经销商将在未来几年受益于越来越多的私立医院和诊所
- 老年人口的持续增长导致老年病治疗的需求可持续增长
- 健康保险普及提高癌症患者消费能力,要求更好的治疗

我们看好以营利为导向的三级医院经营者。三级医院通常可以收取患者更高的平均费用,享有更高的患者流量,以及更高的病床利用率。这些因素导致三级医院享有更好的现金流、资产利用率和盈利能力。三级医院的门诊均费和住院服务均费分别为二级医院的 1.6 倍和 2.2 倍。三级医院的平均病床利用率分别为二级和一级医院的 1.14 倍和 1.60 倍。三级医院的门诊和住院流量分别为二级医院的 4.6 倍和 3.6 倍。受益股份: **康华医疗(3689 HK)**。

民营医院经营者需要加大力度寻找顾客。政府放弃部分医疗市场给民营资本。自 2015 年末以来,公立医院减少了 144 家;而民营医院则增加了 2,358 家,达到 16,876 家,其中大部分是低评级或未评级医院,他们缺乏客户,需要努力寻找顾客。平均每家公立医院的门诊和住院人数分别为民营医院的 8.5 倍和 7.7 倍。

如何选择医院经营者?考虑利基策略的小经营者,主营业务是经营三级医院;或者考虑大型经营者,具有能力将其经营的医院升格为更高级别的医院,以迎合患者偏好。投资者尤其对无评级或低级别医院组合的运营商要谨慎。

药物分销商将受益于越来越多的新客户。自 2015 年末以来,私立医院和诊所净额分别增加了 2358 家和 9706 家。今年 1-4 月,民营医院门诊或住院病人分别同比增长 12%及 16%。我们相信,这些新机构大多数都是小型医疗的机构,平均每家机构患者人数不足,在采购药物或物流服务方面缺乏集体谈判议价能力。医疗服务市场布局的变化对大型药物分销商有利。受益股份: **国药(1099 HK)**及**华润医药(3320 HK)**

上游制药行业应保持谨慎,因为患者增长正在放缓。今年 1-4 月,所有医疗机构的门诊总人次和住院人数分别同比增长 1.0%和 4.0%(2016 年 1-11 月,分别为同比增长 2.3%和 7.7%)。患者流量的低增长表明,药物或医疗产品的总体需求疲软。此外,政府禁止公立医院药品提价以赚取利润。医生对患者过度开不必要药的动机会减少,药品总需求将被抑制。

虽然制药行业的利润同比增长 15.7%,但制药商业对于扩大投资持谨慎态度。今年 1-5 月,制药业的营业收入和利润增长同比分别同比增长 11.9%和 15.7%(2016 年分别同比增长 9.7%和 13.9%)。制药业固定资产投资增速从 2016 年的 8.4%,下降至今年 1-5 月的 2.7%。今年同期,制药业的工业增加值同比增长 11.2%。低固定资产投资增长但行业工业增加值增长较快表明,制药商正在升级其药品生产结构,以增加高附加值药物的产量。

健康保险有助于提高被保人的购买力。这是推动高档药物和医疗服务需求的主要因素之一。2016 年和 4M17 的健康和意外保险索赔额分别同比增长 29.4%和 21.0%至 1184 亿元人民币和 427 亿元人民币。4M17 健康及意外

正面

分析师:陈宋恩

电话:(852) 2147 8805

电邮:philipchan@abci.com.hk

重要数据

2017 年预测市盈率均值(x)	18.1
2017 年预测市账率均值(x)	2.8
2017 年预测股息率均值(%)	1.5

来源: 彭博社、农银国际证券预测

行业表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	1.7	0.7
3 个月	6.7	0.2
6 个月	26.4	7.2

*相对恒生指数

来源: 彭博社、农银国际证券

1 年行业表现(%)



来源: 彭博社、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

保险费同比增长 22.9%至人民币 2,220 亿元。5M17 中药及西药消费物价指数分别同比增长 5.8%及 6.3%。

老年疾病和癌症治疗需求将在未来几年持续增加。从 2011 年到 2016 年,65 岁或以上人口规模复合年均增长 4.1%至 1.5 亿人。政府预计到 2020 年/2030 年,60 岁或以上人口将会增加至 2.55 亿人/3.63 亿人,占总人口的 17.8%/25%。随着老龄人口的增长,对老年疾病(如心脑血管病,老年人痴呆症,糖尿病等等)将在未来几年相应增长。环境污染和不健康的饮食习惯引也可导致新发的癌症病例增加。我应该多加关注专注于开发药物来治疗老年疾病和肿瘤的制药厂商。受股份: **石药集团(1093 HK)**及**四环医药(460 HK)**

今年到目前为止,恒生中国内地医疗保健指数(HSMHI)受其平均股东权益回报率(ROAE)稳定的支持,其表现优于国企指数和恒生指数。2016 年 HSMHI 的 ROAE 为 15.5%,预测 2017/2018 年将维持在 16%。2016 年,恒生指数和国企指数的 ROAE 分别为 9.99%和 12.04%。



图表 1:中国公立医院数量



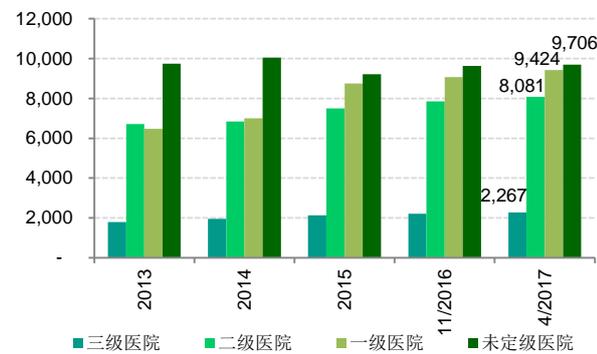
来源: 卫生和计划生育委员会、农银国际证券

图表 2:中国民营医院数量



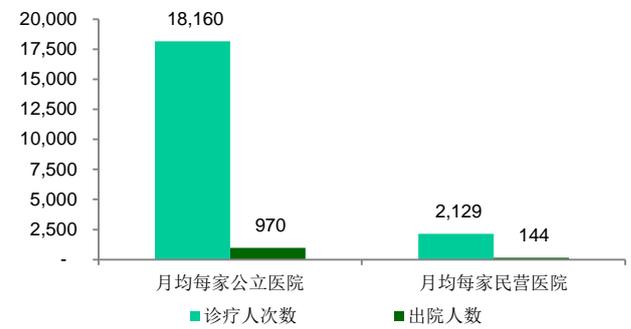
来源: 卫生和计划生育委员会、农银国际证券

图表 3:不同级别医院数量(质量:三级>二级>一级)



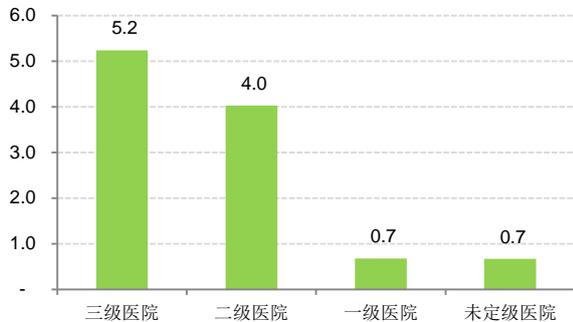
来源: 卫生和计划生育委员会、农银国际证券

图表 4:平均每家医院每月病人人数



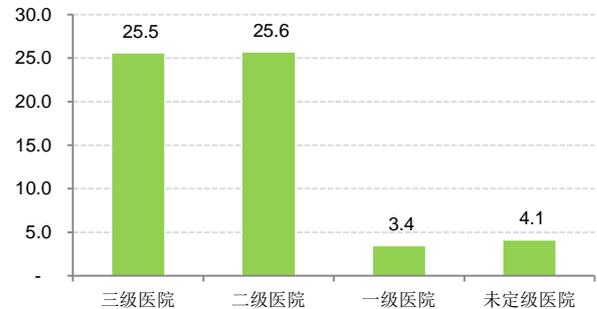
来源: 卫生和计划生育委员会、农银国际证券

图表 5:2017年1-4月门诊人次(亿人次)



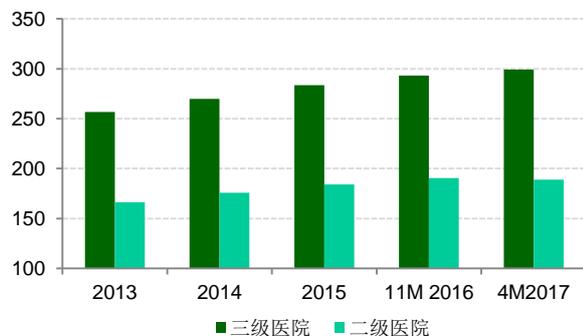
来源: 卫生和计划生育委员会、农银国际证券

图表 6:2017年1-4月医院出院人数(百万人)



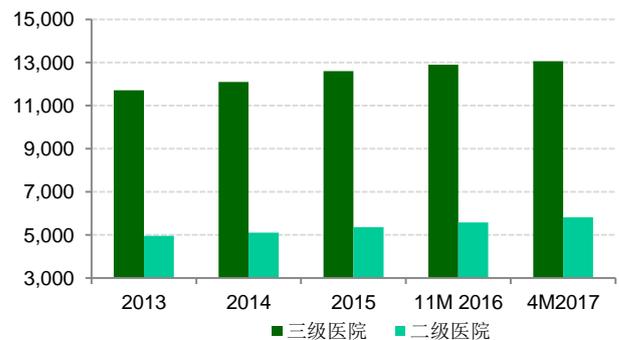
来源: 卫生和计划生育委员会、农银国际证券

图表 7:次均门诊费用(元人民币)



来源: 卫生和计划生育委员会、农银国际证券

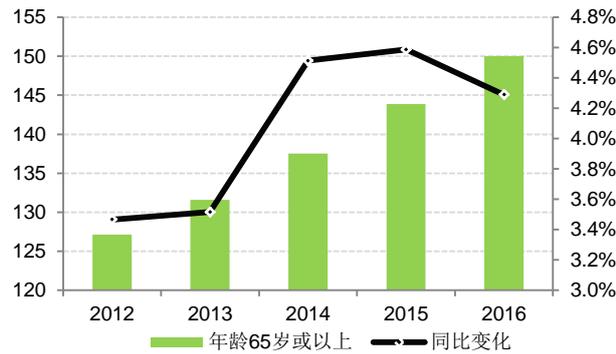
图表 8:人均出院费用(元人民币)



来源: 卫生和计划生育委员会、农银国际证券

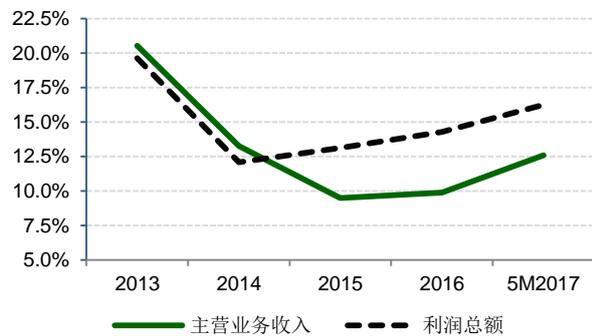


图表 9:65 岁或以上人口(百万人)



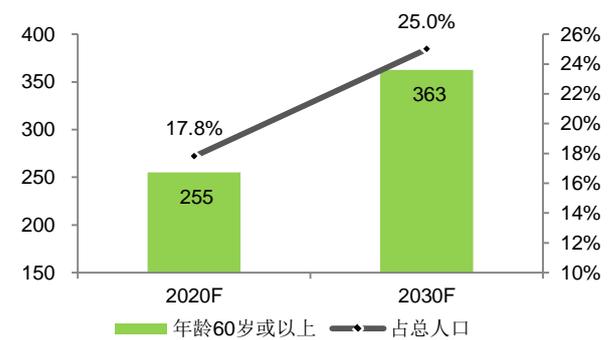
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 9: 制药行业表现(同比变化)



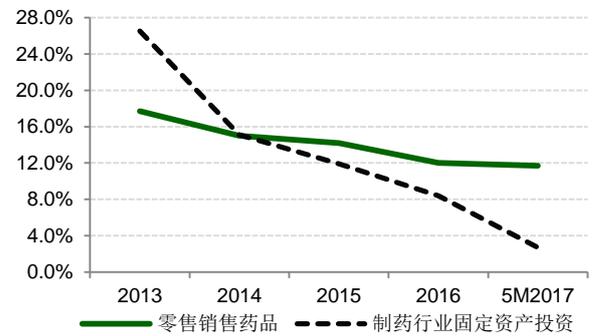
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 10:60 岁或以上人口(百万人)



来源: 国务院预测、农银国际证券

图表 10: 药品零售及制药业固定资产投资(同比变化)



来源: 国家统计局、农银国际证券

行业估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	股票代码	评级	股价 (港元)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市净率 (x)	FY18F 市净率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)	FY17F ROAE (%)	FY18F ROAE (%)
恒生中国内地医疗保健指数											
石药集团	1093	买入	11.58	25.68	20.53	5.79	4.87	1.31	1.65	24.6	25.8
华润医药	3320	买入	9.86	15.57	13.57	1.23	1.11	1.47	2.25	8.5	8.6
中国生物制药	1177	-	6.93	23.98	20.94	4.58	3.85	0.84	0.95	21.8	20.0
国药控股	1099	买入	35.45	16.18	14.20	2.23	1.97	1.82	2.12	15.0	14.7
康哲药业	867	买入	13.56	17.58	15.02	3.74	3.22	1.89	2.27	23.7	23.0
四环医药	460	-	3.33	14.61	13.45	2.31	2.07	1.76	1.94	16.6	16.3
三生制药	1530	-	10.64	25.75	19.62	3.21	2.80	0.29	0.42	13.2	15.2
中国中药	570	-	4.50	14.81	12.49	1.37	1.27	2.12	2.51	9.7	10.6
上海医药	2607	-	23.35	15.17	13.43	1.59	1.46	1.95	2.17	10.9	11.3
绿叶制药	2186	-	4.22	11.49	10.02	1.66	1.45	1.39	1.50	15.4	15.5
平均				18.08	15.33	2.77	2.41	1.49	1.78	15.9	16.1
医院经营者											
华润凤凰医疗	1515	买入	9.78	28.13	22.72	2.18	2.02	0.84	0.88	7.6	9.2
和美医疗	1509	-	3.87	20.37	18.99	1.67	1.61	1.49	1.46	8.6	8.6
广东康华医疗	3689	买入	11.00	17.06	14.63	2.42	2.13	1.71	1.96	15.1	15.5
温州康宁医院	2120	-	35.70	27.52	21.14	2.11	1.95	1.18	1.58	7.9	9.6
春立医疗	1858	-	13.10	8.43	7.02	1.28	1.11	2.02	2.37	17.0	16.9
平均				20.30	16.90	1.93	1.76	1.45	1.65	11.3	12.0

*ROAE=净资产回报率

来源: 彭博、公司、农银国际证券预测

权益披露

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。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或其附属公司,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任何其附属机构、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: 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话: (852)3666 0002



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED