

20
18

2018 年经济展望及投资策略
农银国际中国/香港证券研究

经济命运共同体 - 环球共享繁荣



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

2018 年展望摘要

全球经济展望

- 受益于发达国家强劲的内需增长以及新兴经济体增长改善，年初以来全球经济复苏步伐持续加快。全球投资、贸易与工业产出增长加速，以及企业与消费者信心增强，均支持全球经济增长
- 年初至今，全球消费价格通胀因大宗商品价格反弹而有所上升，但由于工资增速疲弱，撇除食品和能源外的核心消费通胀大致保持较低水平。然而，生产价格通胀回升却相当显著
- 展望未来，有见于全球制造业及贸易活动升温，消费者与企业信心增强，货币政策仍宽松，我们预期 2018 年全球经济增长或略微加快
- 但全球劳动生产率增速放缓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



中国经济展望

- 尽管供给侧结构改革将继续支持经济增长，但有见于经济去杠杆持续推进、环保政策趋严以及房地产市场收紧，我们相信 2018 年中国经济增长或略微放缓。我们预期 2018 年中国 GDP 增长 6.6%，略低于 2017 年 6.8% 的预估增速
- 由于食品价格可能回升以及较低的基数效应，CPI 通胀或由 2017 年预计的 1.5% 反弹至 2018 年的 2.0%。有见于低基数效应减退及大宗商品价格走势回软，PPI 通胀或由 2017 年预计的 6.0% 下跌至 2018 年的 2.5%
- 货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏紧的货币政策以平衡去杠杆、防范金融风险以及稳定经济增长三大重要目标。有见于经济增长动力稳定以及通胀压力较温和，我们预期 2018 年人民银行将维持基准利率以及基准 RRR 不变
- 我们预期 2018 年中央政府将维持积极的财政政策，政策措施主要集中于精准扶贫、环保、减税、地方债务置换以及民生投资方面。我们预期 2018 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 3.5%
- 随着中共十九大领导层换届顺利完成，为支持经济增长及改善环境，我们相信 2018 年中国经济改革将加速。预料获得广泛支持的改革措施会加快推行，包括绿色发展、农村土地改革、收入分配改革、国企改革、财政体制改革及金融改革等
- 随着空气污染加剧以及中国政府强调可持续发展以及经济增长的质量，我们相信 2018 年环保、清洁能源以及医疗保健行业将较其它大多数行业获得更快的增长和更好的盈利能力。此外，我们预期新经济行业将继续展示其优异的盈利能力和盈利质量



2018EGDP

2018E 指数

中国

美国

欧元区

恒生指数

6.6%

2.4%

2.2%

31.529

投资亮点

- 一个互相联系的世界，主要经济体有相似的命运和繁荣
- 主要经济体失业率在下降趋势表明全球经济将持续繁荣
- MSCI 世界指数和 MSCI 新兴亚洲指数的企业盈利增长在 2018 年持续
- 由于采矿业和制造业的企业盈利能力提高，中国工业企业利润增长正在加速。然而，公用事业行业的盈利能力下滑正在拖累整体工业企业增长
- 由于利润率和资产周转率的改善，中国国有企业的盈利能力正在提高
- 在 MSCI 中国 A 股国际大盘暂行指数成员公司里选择 21 家盈利能力长期保持高位的 A 股
- 于 2013-15 年度成立的新经济企业有资格在 2017-19 年期间寻求在香港 IPO, 为香港证券市场带来新的投资主题
- 2018 年恒生指数交易区间: 2018 年为 24,992-33,955, 分别相当于 2018 年预测市盈率 10.3 倍-14.0 倍、2018 年预测市净率 1.10 倍-1.49 倍、2018 年预测股息率 3.9%-2.8%

选股

行业	评级	选股
中国银行业	正面	农业银行(1288 HK)、建设银行(939 HK)
中国保险业	中性	平安(2318 HK)
中国证券业	正面	中信建投 (6066 HK)、广发(1776 HK)
中国房地产业	正面	恒大 (3333 HK)、融创(1918 HK)、时代 (1233 HK)、禹洲(1628 HK)、旭辉(884 HK)
中国替代能源行业	正面	龙源(916 HK)
中国环境保护业	正面	北控水务(371 HK)
中国互联网媒体和消费商务业	正面	腾讯(700 HK)、阿里巴巴(BABA US)
中国教育业	正面	睿见教育(6068 HK)
中国消费品业	正面	万洲国际(288 HK)、双汇(000895 CH)、伊利(600887 CH)、安踏(2020 HK)
中国医药医疗业	正面	中国生物制药(1177 HK)、恒瑞医药(600276 CH)、康华医院(3689 HK)、绿叶(2186 HK)、石药集团(1093 HK)
中国汽车零部件业	正面	信邦控股(1571 HK)

目录

2018 年全球经济展望	6	陈宋恩
2018 年中国经济展望	10	研究部主管
2018 年投资策略	16	保险业/医药医疗业
香港股市	21	philipchan@abci.com.hk
中国 A 股市场	25	
香港 IPO 市场展望	34	姚少华
中国银行业-正面	37	经济师
净息差回升, 资产质量改善, 基本面保持乐观		yaoshaohua@abci.com.hk
中国保险业-中性	43	
2018/19 年:机会大于风险		欧宇恒
中国证券业-正面	48	分析员
投资银行业务稳步向前		中国银行业
中国地产业-正面	51	johannesau@abci.com.hk
2018 年盈利将继续快速增长		
中国替代能源业-正面	58	周秀成
能源架构重组:刺激长远增长		分析员
中国环境保护业-正面	62	证券业/电子商贸业
未来发展前景广阔		stevechow@abci.com.hk
中国互联网媒体和消费商务业-正面	66	
强者越强		董耀基
中国教育业-正面	69	分析员
收益于政策和强劲需求		房地产业
中国消费品业-正面	71	kennethtung@abci.com.hk
2018 年仍将是市场龙头的天下		
中国医药医疗业-正面	74	吴景荃
首选研发为主导的企业		分析员
中国汽车零部件业-正面	77	环保业/替代能源业
下游需求维持行业增长		

于 2017 年 12 月 8 日发布

除另有指明外,数据截至 2017 年 11 月 24 日

潘泓兴

分析员

paulpan@abci.com.hk



2018

全球经济展望

经济师:姚少华

全球经济展望

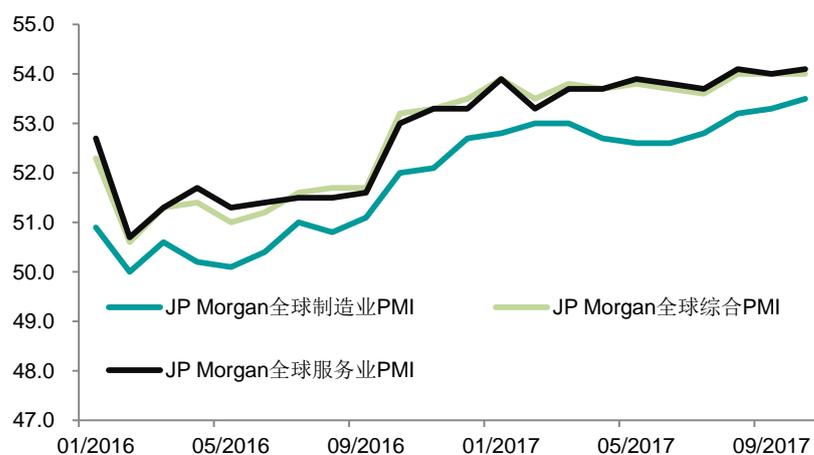
- 受益于发达国家强劲的内需增长以及新兴经济体增长改善，年初以来全球经济复苏步伐持续加快。全球投资、贸易与工业产出增长加速，以及企业与消费者信心增强，均支持全球经济增长
- 年初至今，全球消费价格通胀因大宗商品价格反弹而有所上升，但由于工资增速疲弱，撇除食品和能源外的核心消费通胀大致保持较低水平。然而，生产价格通胀回升却相当显著
- 展望未来，有见于全球制造业及贸易活动升温，消费者与企业信心增强，货币政策仍宽松，我们预期 2018 年全球经济增长或略微加快
- 但全球劳动生产率增速放缓以及经济和政治政策的高度不确定性或为全球经济带来挑战
- 我们预期 2017 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.2%、6.8%、2.2%、1.6% 及 1.6%，2018 年则分别增长 2.4%、6.6%、2.2%、1.4% 及 1.6%，相比而言，上述国家在 2016 年经济分别增长 1.5%、6.7%、1.8%、1.1% 及 1.8%

全球经济增长动力增强

受益于发达国家强劲的内需增长以及新兴经济体增长改善，年初以来全球经济复苏步伐持续加快。全球投资、贸易与工业产出增长加速，以及企业与消费者信心增强，均支持全球经济增长。

全球 PMI 指数在 10M17 保持高位，显示持续的增长动力。如图 1 所示，JPMorgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 10M17 维持于扩张区间，显示全球经济活动强劲增长。

图表 1: JPMorgan 全球 PMI 指数(%)



来源:彭博, 农银国际证券



年初至今全球贸易活动亦在制造业复苏带动下升温。根据 WTO 的统计数据，8M17 全球商品贸易金额按年增长 9.0%¹，远高于去年 3.0% 的负增长，亦为 2012 年来最快水平。WTO 公布的世界贸易展望指标在 8 月份达到 102.6，为 2011 年 4 月份来最高，显示 2018 年全球贸易或继续温和扩张态势。

受益于全球贸易反弹以及劳动力市场改善，今年全球主要经济体整体呈现出加快的增长步伐。9M17 美国经济按年增长 2.2%，快于去年全年 1.5% 的增速(图表 2)。9M17 中国、欧元区、日本以及英国的经济分别增长 6.9%、2.3%、1.5% 及 1.6%，而去年全年则分别增长 6.7%、1.8%、1.1% 及 1.8%。

图表 2:全球主要经济体 GDP 增长(%)

实质 GDP 按年增长	2015 年	2016 年	9M17
美国	2.9	1.5	2.2
中国	6.9	6.7	6.9
欧元区	2.1	1.8	2.3
日本	1.1	1.1	1.5
英国	2.3	1.8	1.6

来源:彭博, 农银国际证券

年初至今，全球消费价格通胀因大宗商品价格反弹而有所上升，但由于工资增速疲弱，撇除食品和能源外的核心消费通胀大致保持较低水平。即使失业率已显著降低，但除英国外的大多数发达国家核心消费通胀均未达到各自央行的目标水平。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，中国的生产价格通胀在今年 10M17 大幅上升 6.9%。

有见于全球经济增长逐步增强，全球主要央行开始着手实现货币政策正常化。举例来说，美联储继年初以来两次上调联邦基金目标利率后，于 9 月宣布自 10 月开始缩减其 4.5 万亿美元的巨额资产负债表。欧洲央行亦在 10 月 26 日的货币政策会议上宣布自 2018 年 1 月开始将每月资产购买规模从当前的 600 亿欧元下调至 300 亿欧元。此外，英伦银行在 11 月货币政策会议上将官方银行利率从 0.25% 上调至 0.50%，为十多年来首次加息。

2018 年全球经济增长或略微加快

展望未来，有见于全球制造业及贸易活动升温，消费者与企业信心增强，货币政策仍宽松，我们预期 2018 年全球经济增长或略微加快。根据国际货币基金组织 2017 年 10 月期《世界经济展望》预计，全球经济增长 2017 年及 2018 年将由 2016 年的 3.2% 分别加快至 3.6% 及 3.7% (图表 3)。然而，全球劳动生产率增速放缓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。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

我们预期美国经济 2017 年及 2018 年分别增长 2.2% 及 2.4%，较 2016 年 1.5% 的增速为快。内需仍将成为美国经济增长主要的推动力，其料得到稳健的就业增长及强劲的企业与消费者信心支持。特别值得指出的是，美国 9 月失业率已回落至 4.2%，为 2001 年 1 月来最低水平。然而，金融市场利率趋升以及包括税改及 1 万亿美元基建投资计划的生效日期在内的川普政府刺激政策的不确定性或拖累美国经济增长。货币政策方面，尽管美国核心通胀前景走弱，我们预期美联储在今年 12 月加息 1 次，并在 2018 年加息 3 次。此外，美联储将在今年及明年分别缩减资产负债表 300 亿美元及 4200 亿美元。

随着全球经济复苏持续以及国内政策支持，我们维持中国经济 2017 年及 2018 年分别增长 6.8% 及 6.6% 的预测不变，而 2016 年增长 6.7%。人民银行料将继续维持中性的货币政策以降低整体经济的负债率水平及预防金融风险。有见于经济增长动力稳定以及通胀压力较温和，我们预期 2017 年余下时间及 2018 年人民银行将维持基准利率以及基准 RRR 不变。此外，为支持普惠金融及实体经济，2018 年初符合资格的商业银行的定向降准将开始生效。

我们预计 2017 年及 2018 年欧元区的经济增长或由 2016 年的 1.8% 加快至 2.2%。制造业及出口料成为经济增长的主要推动力。随着欧元区经济逐步增强，欧洲央行在 10 月的货币政策会议上宣布自 2018 年 1 月开始将每月资产购买规模从当前的 600 亿欧元下调至 300 亿欧元。然而，其货币政策仍将维持宽松态势，因为欧洲央行将延长资产购买计划至 2018 年 9 月，如有需要或延长更长时间。有见于欧元区疲弱的通胀前景，我们预期欧洲央行在今年余下时间和明年将维持利率不变。此外，我们预期英国经济在 2017 年和 2018 年均增长 1.6%，较 2016 年 1.8% 的增速略有回落。

受益于外需回暖及私人消费与投资复苏，我们预计日本经济增长 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.1% 分别反弹至 1.6% 及 1.4%。随着安倍首相赢得 10 月 22 日的大选，未来数年积极的财政政策料继续支持经济增长。有见于通胀前景仍疲弱，我们预期 2017 年余下时间和 2018 年日本央行将维持极度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。

图表 3:全球主要经济体 GDP 增长预测(%)

实质 GDP 按年增长	2016 年	2017E	2018E
世界	3.2*	3.6*	3.7*
美国	1.5	2.2	2.4
中国	6.7	6.8	6.6
欧元区	1.8	2.2	2.2
日本	1.1	1.6	1.4
英国	1.8	1.6	1.6

来源:世界银行, 彭博, 农银国际证券

注释:*代表国际货币基金组织的估计及预测



2018

中国经济展望

经济师:姚少华

中国经济展望

- 受益于外需改善以及供给侧结构改革有效推进，今年年初以来中国经济增长略微反弹。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 9M17 经济增长 6.9%，快过去年全年 6.7% 的增速
- 尽管供给侧结构改革将继续支持经济增长，但有见于经济去杠杆持续推进、环保政策趋严以及房地产市场收紧，我们相信 2018 年中国经济增长或略微放缓。我们预期 2018 年中国 GDP 增长 6.6%，略低于 2017 年 6.8% 的预估增速
- 由于食品价格可能回升以及较低的基数效应，CPI 通胀或由 2017 年预计的 1.5% 反弹至 2018 年的 2.0%。有见于低基数效应减退及大宗商品价格走势回软，PPI 通胀或由 2017 年预计的 6.0% 下跌至 2018 年的 2.5%。
- 货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏紧的货币政策以平衡去杠杆、防范金融风险以及稳定经济增长三大重要目标。有见于经济增长动力稳定以及通胀压力较温和，我们预期 2018 年人民银行将维持基准利率以及基准 RRR 不变
- 我们预期 2018 年中央政府将维持积极的财政政策，政策措施主要集中于精准扶贫、环保、减税、地方债务置换以及民生投资方面。我们预期 2018 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 3.5%
- 随着中共十九大领导层换届顺利完成，为支持经济增长及改善环境，我们相信 2018 年中国经济改革将加速。预料获得广泛支持的改革措施会加快推行，包括绿色发展、农村土地改革、收入分配改革、国企改革、财政体制改革及金融改革等
- 随着空气污染加剧以及中国政府强调可持续发展以及经济增长的质量，我们相信 2018 年环保、清洁能源以及医疗保健行业将较其它大多数行业获得更快的增长和更好的盈利能力。此外，我们预期新经济行业将继续展示其优异的盈利能力和盈利质量

中国经济增长首 10 月略微加快

受益于外需改善以及供给侧结构改革有效推进，今年年初以来中国经济增长略微反弹。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 9M17 经济增长 6.9%²，快过去年全年 6.7% 的增速(图表 1)。值得注意的是，中国经济结构继续优化，9M17 最终消费支出对经济增长的贡献率为 64.5%，服务业增加值占国内生产总值的比重达到 52.9%。9M17 货物及服务净出口为整体经济增长贡献 0.2 个百分点，而 2016 年货物及服务净出口拖累整体经济增长减少 0.4 个百分点。

²除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

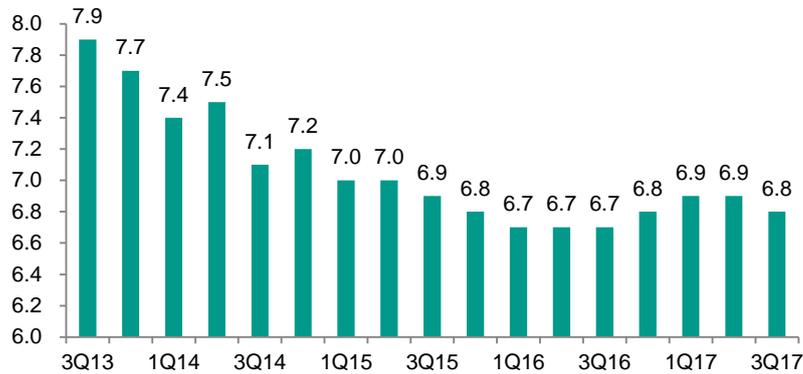


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

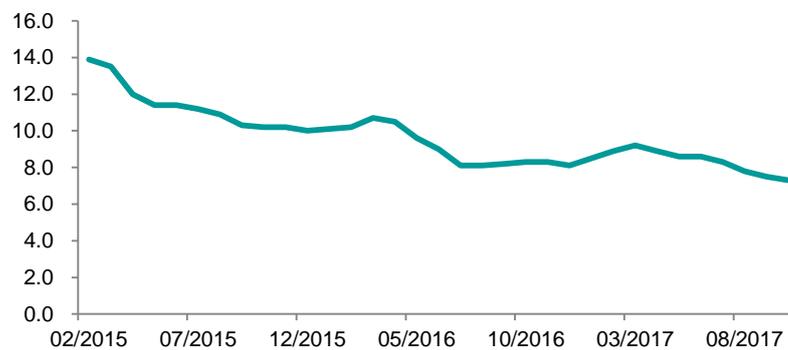
图表 1:中国 GDP 增长



来源:国家统计局,农银国际证券

与 2016 年相比, 10M17 内需表现较疲弱, 投资及社会消费品零售销售增速均放缓。城镇固定资产投资继 2016 年增长 8.1% 后, 10M17 回落至 7.3% (图表 2)。同期社会消费品零售销售亦由 10.4% 放缓至 10.3% (图表 3)。经通胀调整后, 2016 年实质零售销售增长为 9.6%, 10M17 为 9.2%。从供给侧看, 受益于 PPI 通胀大幅回升, 内地实质工业产出增长由 2016 年的 6.0% 反弹至 10M17 的 6.7%。

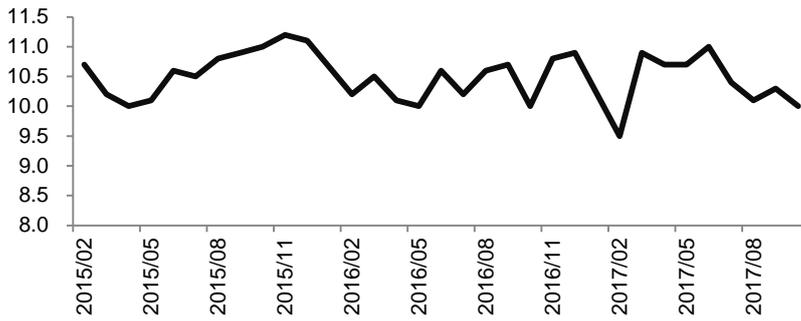
图表 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)



来源:国家统计局,农银国际证券



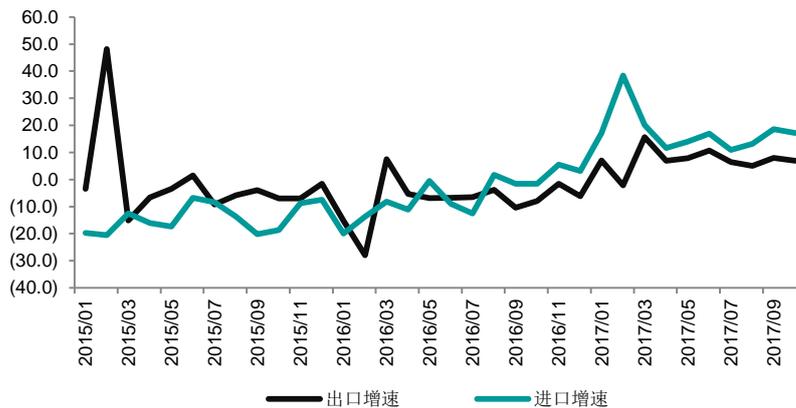
图表 3:中国零售销售增长(%)



来源:国家统计局,农银国际证券

外需方面，10M17 出口与进口均显着反弹。以美元计价，随着全球经济改善，10M17 出口增长7.4%，而2016年出口下跌7.7%(图表4)。同期进口急增17.2%，远高于2016年进口5.5%的跌幅。由于进口大幅回升，10M17 贸易盈余由2016年同期的4416亿美元收窄至3348亿美元。

图表 4: 中国出口及进口增长(%)



来源:国家统计局,农银国际证券

10M17 通胀出现偏离。由于食品价格下跌，今年 10M17CPI 通胀由去年的2.0%回落至1.5%。然而，同期 PPI 通胀则由去年的-1.3%大幅回升至6.5%，主要因为去产能持续推进、大宗商品及原材料价格回升以及较低的基数效应。

货币政策方面，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。2017 年 10 月份广义货币供给(M2)的增速由2016年12月份的11.3%回落至8.8%。政府国债利率以及衡量短期融资成本的银行间7天回购利率均趋于上升。



2018 年中国经济展望

尽管供给侧结构改革将继续支持经济增长，但有见于经济去杠杆持续推进、环保政策趋严以及房地产市场收紧，我们相信 2018 年中国经济增长或略微放缓。强劲的外需以及平稳的消费增速将是经济增长的主要动力。相反，较高的债务负担以及潜在的地缘政治冲突或拖累经济增长。

内需方面，尽管制造业及民间投资或保持稳定增长，但整体固定资产投资料小幅放缓，主要因为中央政府将严格执行房地产调控措施以及金融市场利率上升或拖累房地产投资增速，财政收入增长放缓亦或导致基建投资放缓。受惠于居民稳定的收入及就业增长，消费料保持平稳增长。外需方面，虽然全球需求仍强劲，但在高基数效应下出口增长或放缓。综合以上因素，我们预期 2018 年中国 GDP 增长 6.6%，略低于 2017 年 6.8% 的预估增速(图表 5)。

图表 5: 经济预测

经济指标	2016 年	2017E	2018E
实质 GDP 增长,%	6.7	6.8	6.6
固定资产投资增长,%	8.1	7.5	7.0
零售销售增长,%	10.4	10.5	10.5
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	1.5	2.0
生产物价通胀,%	(1.4)	6.0	2.5
M2 增长,%	11.3	9.0	9.0
社会融资规模,10 亿人民币	17,800	20,000	22,000
新增人民币贷款,10 亿人民币	12,600	13,500	14,500
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.9450	6.5500	6.8500

来源:国家统计局、中国人民银行、农银国际证券估计

由于食品价格可能回升以及较低的基数效应，CPI 通胀或由 2017 年预计的 1.5% 反弹至 2018 年的 2.0%。有见于低基数效应减退及大宗商品价格走势回软，PPI 通胀或由 2017 年预计的 6.0% 下跌至 2018 年的 2.5%。

货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏紧的货币政策以平衡去杠杆、防范金融风险以及稳定经济增长三大重要目标。有见于经济增长动力稳定以及通胀压力较温和，我们预期 2018 年人民银行将维持基准利率以及基准 RRR 不变³。为支持普惠金融及实体经济，2018 年年初符合资格的商业银行的定向降准将开始生效。人民银行料继续采用包括公开市场操作、短期流动性调节工具、常备借贷便利、以及中期借贷便利在内的诸多措施维持适度的流动性。2018 年广义货币供给(M2)预计增长 9.0%，而新增人民币贷款与社会融资规模增量或分别达至 14.5 万亿人民币及 22.0 万亿人民币。汇率方面，由于美国或继续加息，我们预期 2018 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.8500 左右，而 2017 年年底预计为 6.5500。

³此处指基准存款准备金率，不是实施定向降准后的实际存款准备金率



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

我们预期 2018 年中央政府将维持积极的财政政策，政策措施主要集中于精准扶贫、环保、减税、地方债务置换以及民生投资方面。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2018 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 3.5%。

中共在 10 月 18 日至 24 日期间成功召开第 19 次全国代表大会。随着中共十九大领导层换届顺利完成，为支持经济增长及改善环境，我们相信 2018 年中国经济改革将加速。预料获得广泛支持的改革措施会加快推行，包括绿色发展、农村土地改革、收入分配改革、国企改革、财政体制改革及金融改革等。

随着空气污染加剧以及中国政府强调可持续发展以及经济增长的质量，我们相信 2018 年环保、清洁能源以及医疗保健行业将较其它大多数行业获得更快的增长和更好的盈利能力。此外，我们预期利用互联网技术创造新产品和服务的新经济行业将继续展示其优异的盈利能力和盈利质量。



2018 年 投资策略

分析员：陈宋恩
周秀成



命运共同体-共享繁荣

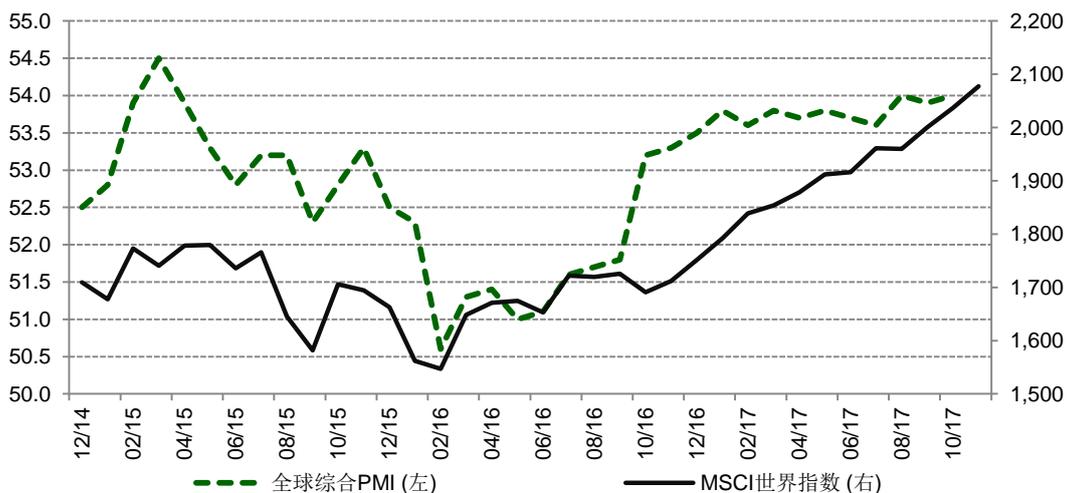
全球繁荣推动企业盈利增长

- 一个互相联系的世界，主要经济体有相似的命运和繁荣
- 主要经济体失业率在下降趋势表明全球经济将持续繁荣
- MSCI 世界指数和 MSCI 新兴亚洲指数的企业盈利增长在 2018 年持续
- 由于采矿业和制造业的企业盈利能力提高，中国工业企业利润增长正在加速。然而，公用事业行业的盈利能力下滑正在拖累整体工业企业利润增长
- 由于利润率和资产周转率的改善，中国国有企业的盈利能力正在提高
- 在 MSCI 中国 A 股国际大盘暂行指数成员公司里选择 21 家盈利能力长期保持高位的 A 股
- 于 2013-15 年度成立的新经济企业有资格在 2017-19 年期间寻求在香港 IPO, 为香港证券市场带来新的投资主题
- 2018 年恒生指数交易区间：2018 年为 24,992-33,955，分别相当于 2018 年预测市盈率 10.3-14.0 倍、2018 预测市净率 1.10-1.49 倍或 2018 预测股息率 3.9%-2.8%

一个相互联系的世界有相似的命运和繁荣

世界最大三大经济体(美国、欧元区和中国)制造业采购经理人指数的统计相关性较强。他们的经济前景将相互影响。他们的差异是其非制造业部门。他们的非制造业 PMI 并不高度相关。总体而言，全球综合 PMI 与 MSCI 世界指数高度相关。我们相信世界主要经济体共享繁荣、挑战和命运。

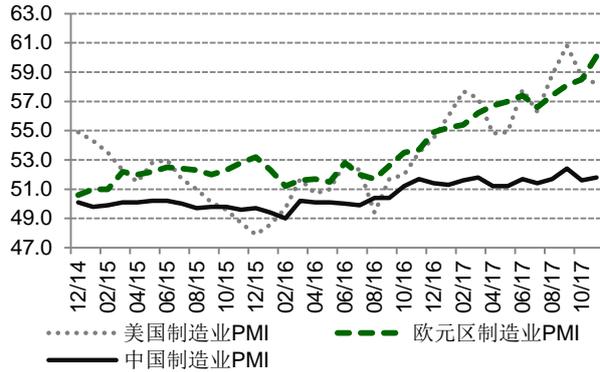
图表 1:全球综合采购经理人指数和 MSCI 世界指数



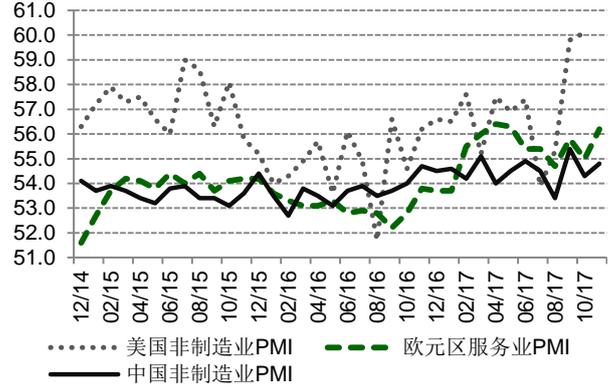
来源:Inst.ofSupplyManagement、Markit、彭博、农银国际证券



图表 2:全球最大 3 个经济体制造业 PMI 呈现上升趋势



图表 3:全球最大 3 个经济体非制造业 PMI 波动



全球制造业高度相互关联

Correlation	美国	欧元区	中国	日本	英国
美国	1.00	0.79	0.86	0.68	0.49
欧元区	0.79	1.00	0.86	0.80	0.63
中国	0.86	0.86	1.00	0.74	0.49
日本	0.68	0.80	0.74	1.00	0.65
英国	0.49	0.63	0.49	0.65	1.00

来源:Inst.ofSupplyManagement、Markit、国家统计局、彭博、农银国际证券

全球非制造业较少相互关联

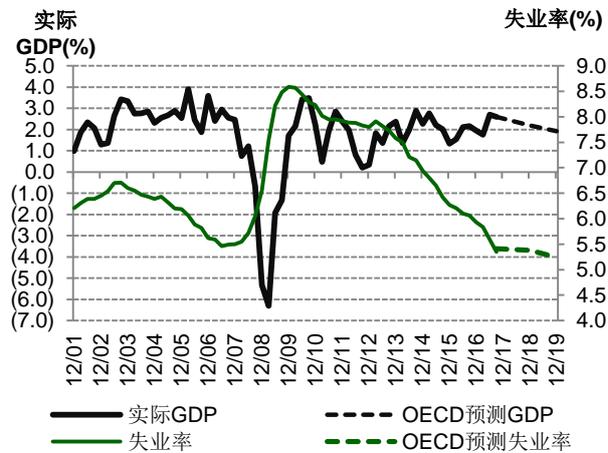
Correlation	美国	欧元区	中国	日本	英国
美国	1.00	0.36	0.28	0.37	0.24
欧元区	0.36	1.00	0.52	0.14	0.55
中国	0.28	0.52	1.00	(0.02)	0.30
日本	0.37	0.14	(0.02)	1.00	0.16
英国	0.24	0.55	0.30	0.16	1.00

来源:Inst.ofSupplyManagement、Markit、国家统计局、彭博、农银国际证券

主要经济体失业率下降

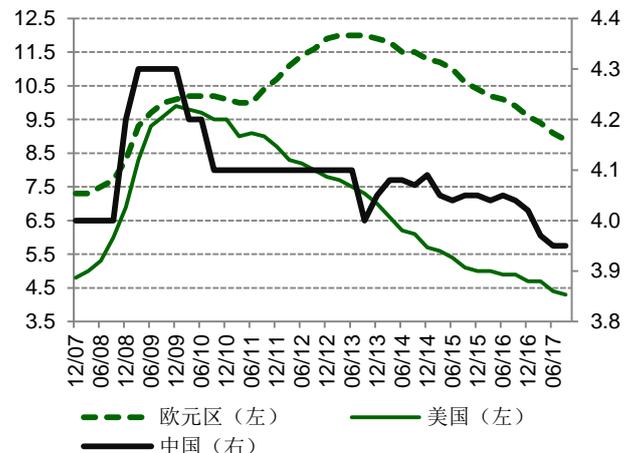
经合组织的失业率自 2010 年以来连续 8 年下降。经合组织预测失业率将从 2016 年 12 月的 5.93% 下降至 2017/2018/2019 年的 5.41%/5.38%/5.27%。我们相信未来几年全球繁荣将会持续下去。尤其是全球三大经济体(美国、中国和欧元区)的失业率正在下降-就业市场持续好转市场状况将在企业盈利增长反映。

图表 4:经合组织失业率和生产总值



来源:OECD、彭博、农银国际证券

图表 5:全球最大的 3 个经济体失业率 (%)



来源:Eurostat,USBureauLaborStat.、国家统计局、彭博、农银国际证券

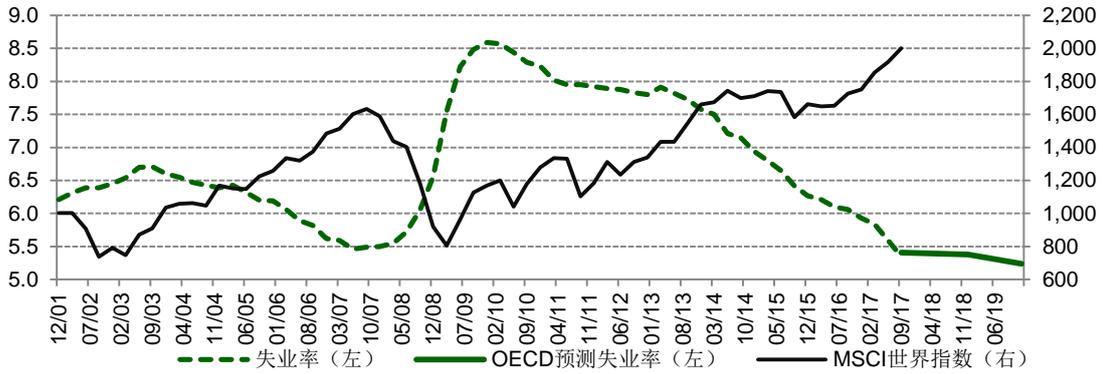


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 6:OECD 失业率(%)及 MSCI 世界指数

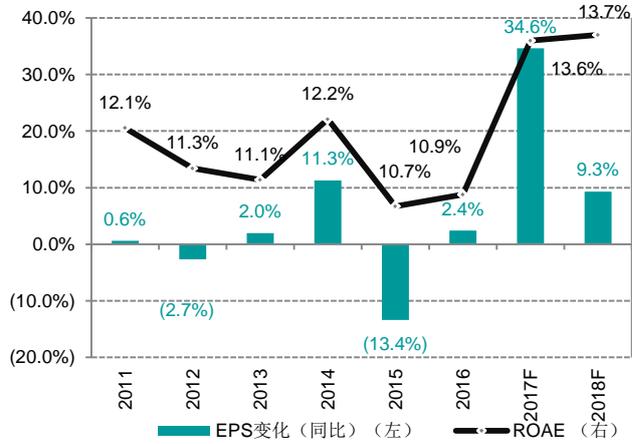


8 个季度相关:-0.98,来源:OECD、彭博、农银国际证券

看好企业盈利前景

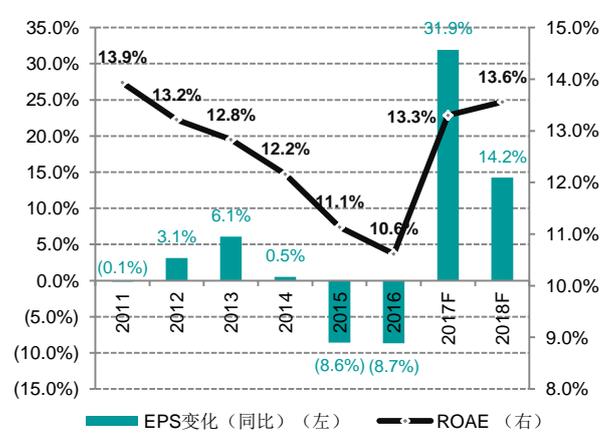
市场共识预测，MSCI 世界指数每股盈利增长将于 2017 年同比上升 34.6%，随后于 2018 年同比增长放缓至 9.3%。预计 MSCI 的 ROAE 将从 2016 年的 10.9% 上升至 2017/18 年的 13.6%/13.7%。市场共识预测 2017/18 年度亚洲新兴市场企业盈利将出现强劲增长。MSCI 新兴亚洲指数每股盈利在 2015 年及 2016 年连续两年下跌后，将于 2017/18 年同比上升 31.9%/14.2%。此外，MSCI 亚洲新兴市场的 ROAE 将从 2016 年的 10.6% 上升至 2017/2018 年的 13.3%/13.6%。

图表 7:MSCI 世界指数



来源:彭博、农银国际证券

图表 8:MSCI 新兴亚洲指数



来源:彭博、农银国际证券



图表 9: MSCI 世界指数市盈率波动范围(倍)



指数(11/24/2017):2,059.54
来源:彭博、农银国际证券

图表 10: MSCI 新兴亚洲指数市盈率波动范围(倍)

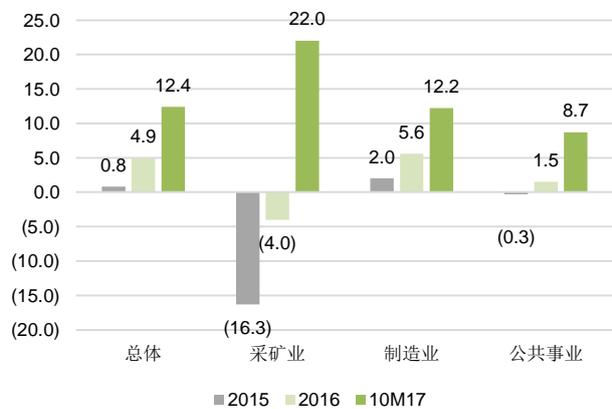


指数(11/24/2017):591.89
来源:彭博、农银国际证券

中国工业企业利润增长加快

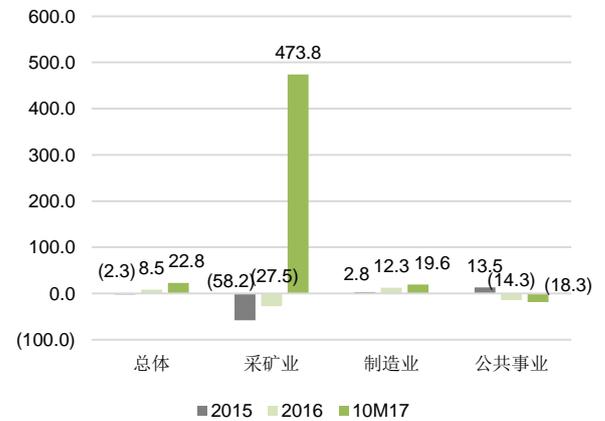
由于供给侧结构改革，供应过剩行业受到制约，出厂价格正在回升，大型工业企业的利润增长在加速。2017年，上游采矿业扭亏为盈，中游制造业利润增速加快。相反，公用事业行业的盈利能力受到燃料成本上涨的拖累。我们认为2018年供给侧结构性改革将持续，营商环境仍然有利于上游原材料生产和中游制造业。

图表 11: 规模以上工业企业收入变化(%同比)



来源:国家统计局、农银国际证券

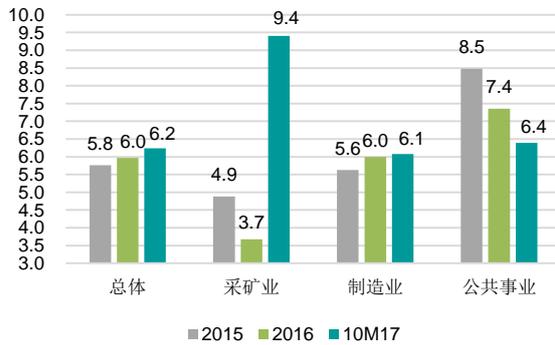
图表 12: 规模以上工业企业利润变化(%同比)



来源:国家统计局、农银国际证券

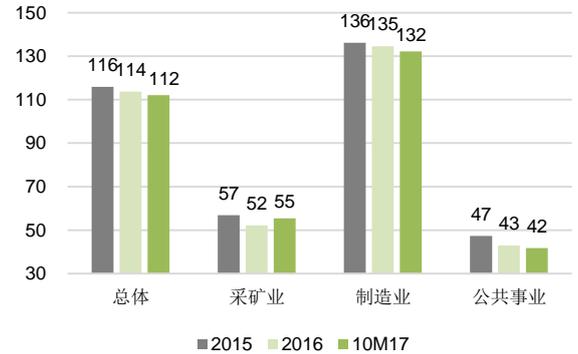


图表 13:规模以上工业企业利润率(%)



来源:国家统计局、农银国际证券

图表 14:规模以上工业企业每百元资产实现的主营业务收入(人民币)

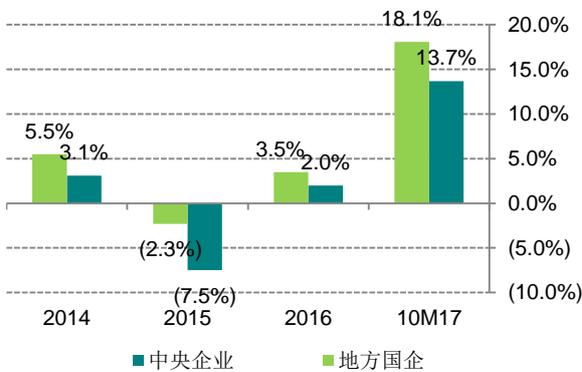


来源:国家统计局、农银国际证券

国有企业的盈利能力提高

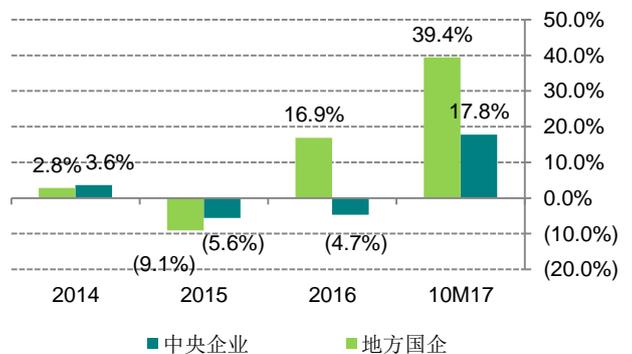
于 10M17, 非金融类国有企业收入和利润分别同比增长 15.4%和 24.6%。国有企业盈利能力提高对国内银行业贷款的信用质量有积极作用。国有企业资产周转率虽然改善了但仍然较低, 抑制了资产回报率。10M17, 国企年化资产周转率为 0.33。如果国有企业 2018 年将要去杠杆化, 净资产收益率将进一步受压。我们认为, 国企改革的目的之一是提高资产周转率和回报率, 用以提升股东价值。

图表 15:中国非金融类国企收入同比变化(%)



来源:MOF、农银国际证券

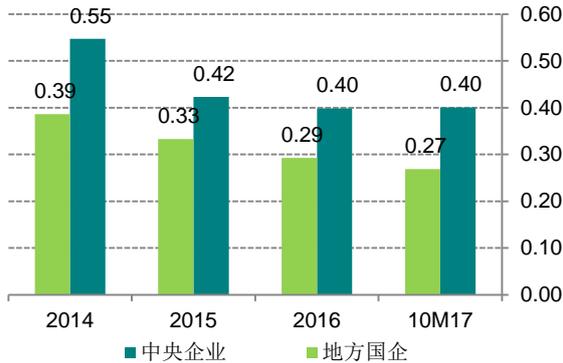
图表 16:中国非金融类国企实现利润同比变化(%)



来源:MOF、农银国际证券

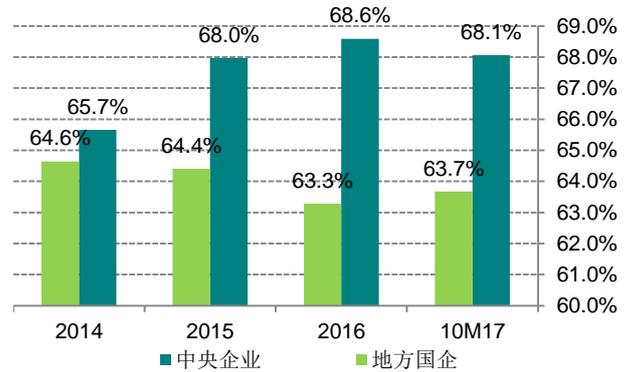


图表 17:中国非金融类国企年化资产周转率(%)



来源:MOF,农银国际证券

图表 18:中国非金融类国企负债/资产(%，期末)



来源:MOF、农银国际证券

香港股市

我们预计香港资本市场服务业会出现以下趋势。

国际金融枢纽-以中国政府为后盾，香港作为国际金融中心的地位依然保持完好。中国证监会对于大型 IPO 的批准在 2016-17 年还很少见，因此大型企业更倾向于在香港融资。在这个持续趋势的情况下，香港资本市场服务业将会受益。

内地投资者的参与度增加-我们推算大陆投资者通过“港股通”已经累计净买入 6951 亿港元港股。在 11M17，内地投资者通过“港股通”每月平均净买入 280 亿港元港股。

对外开放政策的净效应仍然有利于香港-迄今为止，中港股市互联互通的净效应仍然有利于香港股市。本年迄今，中国境外投资者通过互联互通机制北行已经累计净买入 3,448 亿元人民币(或约 4,056 亿港元)沪深 A 股。在 11M17，境外投资者通过“沪深股通”每月平均净买入 173 亿元人民币 A 股(或约 203 亿港元)。这数量资金可能会被视为境外投资者更喜欢投资在国内市场的中国企业股票，而不是在香港上市的中国企业股票。尽管如此，这种“分流影响”还是被内地投资者流入港股的投资所抵消。

新的投资主题-越来越多的新经济领域的公司经过数年的运作，有资格在 2018/19 年寻求上市。他们的新业务模式通常与新技术的应用相结合，带来了强大的产品或服务差异化以及强劲的收入增长。与旧经济股相比，这些新经济股被认为具有更强劲的盈利增长潜力。一些没有盈利记录的新经济公司需要以非常高的市值进行上市，以满足上市标准。由于需要以很高的市场价值进行上市，这种类型公司其目标投资者群体可能与传统价值投资者不同。我们认为，香港资本市场高成长股票的上市将吸引全球各种不同风险偏好投资者的资金流入香港股市。

国企指数结构发生重大变化-新一轮国企指数(或 H 股指数)改组将于 2018/19 年进行，并将分阶段将 10 家非国企股(主要是中国红筹或民企股)纳入指数。因此，变更后的指数成份股总数将从 40 增加到 50。指数结构变化后，其历史市场估值可能不是一个好的参考。由于 H 股指数结构发生重大变化，本报告将不会提供 2018/19 年 H 股指数交易范围的预测。



恒生指数

恒指每股盈利在 2015 年及 2016 年连续两年下跌后。我们预计 2017 年每股盈利将同比回升 23.8%，因去年基数较低、大型能源及金融股盈利出现复苏，以及高科技公司、汽车制造商和赌场运营商的盈利持续增长所推升。然而，中型消费品类股的利润下滑部分抵消了这些积极影响。此外，成份股变动-剔除低成长股票，并增加高利润增长科技股和地产股，也是提振指数 EPS 增长的积极因素之一。

恒生指数在 11M17 的交易区间为 21,883.82-30,199.69，相当于 2017E 市盈率 9.84-13.58 倍、2017E 市净率 1.39-1.42 倍或 2017E 股息率 4.54%-3.29%。我们预计 2017 年恒指成份股平均每日成交 308 亿港元，同比上涨 28.7%，占主板日均成交量的 36%。我们预测 2017 年主板日均成交额为 856 亿元，同比上涨 28.9%。

展望未来，我们预计恒指在 2018 年将实现 9% 的盈利增长。科技公司和电信服务提供商的盈利增长将超过其他类别，而汽车制造商和赌场运营商的盈利增长势头将在 2018 年维持。中国保险和银行股的利润在 2018 年将因执行新会计准则 IFRS9 而受到扭曲。相应的金融机构在披露 2018 年的季度、半年度或年度财务业绩时，将重申其 2017 年的历史业绩。然而，鉴于经济稳健增长，政府努力避免系统性风险的发生，我们对中国金融股持谨慎乐观态度。中国房地产开发商将在 2018 年实现更高的利润增长，由于 2016/2017 年预售了的房地产项目开始交楼入账。2017 年中国房地产市场紧缩措施的不利影响在 2019/20 年之后将反映在地产商的收入报表中。

综合市盈率、市净率及股息收益率估值，我们预计 2018 年恒生指数的交投区间为 24,992-33,955，相当于 2018E 市盈率 10.3-14.0 倍、2018E 市净率 1.10-1.49 倍或 2018E 股息率 3.9%-2.8%。我们将 2018 年底的目标设定为 31,529 点，相当于 2018E 市盈率 13.0 倍、2018E 市净率 1.39 倍或 2018E 股息收益率 3.1%。我们预测 2018 年主板日均股市成交量将同比增长 18% 至 1010 亿港元/天。

图表 19:恒生指数交易区间预测

	年高点	年低点	年末
时期: 2018 年			
指数	33,955	24,992	31,529
2018E 市盈率(倍)	14.00	10.30	13.00
2018E 市净率(倍)	1.49	1.10	1.39
2018E 股息率(倍)	2.8%	3.9%	3.1%
时期: 2019 年			
指数	36,237	27,806	34,106
2019E 市盈率(倍)	13.60	10.44	12.80
2019E 市净率(倍)	1.50	1.15	1.41
2019E 股息率	2.9%	3.7%	3.0%

来源:彭博、农银国际证券



图表 20:中国大陆投资者通过“港股通”持股权最高 20 只港股

代码	公司	2017/11/27	2017/11/27
		持有股份	Vs. 2017/6/30
1	861 神州控股	42.00%	1.42%
2	1336 新华保险	34.46%	9.75%
3	553 熊猫电子	30.72%	1.68%
4	3823 德普科技	30.17%	5.72%
5	719 新华制药	28.09%	6.95%
6	2333 长城汽车	28.01%	2.20%
7	2208 金风科技	27.10%	18.05%
8	874 白云山	25.95%	(2.97%)
9	564 郑煤机	24.74%	5.65%
10	107 成渝高速	24.56%	2.14%
11	1918 融创中国	24.42%	0.84%
12	1071 华电国际	24.21%	6.40%
13	3958 东方证券	24.15%	16.59%
14	2880 大连港	23.70%	2.27%
15	1108 洛阳玻璃	23.09%	5.15%
16	2238 广汽集团	22.38%	(2.78%)
17	1072 东方电气	22.34%	(1.83%)
18	607 丰盛控股	22.18%	5.87%
19	2727 上海电气	22.18%	2.65%
20	1055 南方航空	20.83%	0.65%

来源:港交所、农银国际证券

图表 21:大陆投资者通过“港股通”累计净买入港股(HK\$10 亿港元)



来源:港交所、彭博、农银国际证券

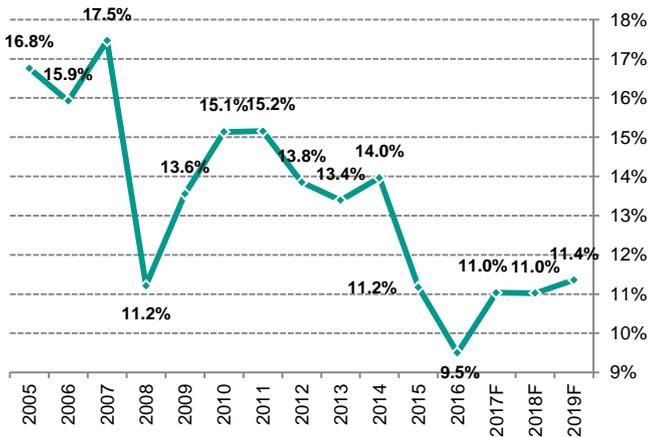


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

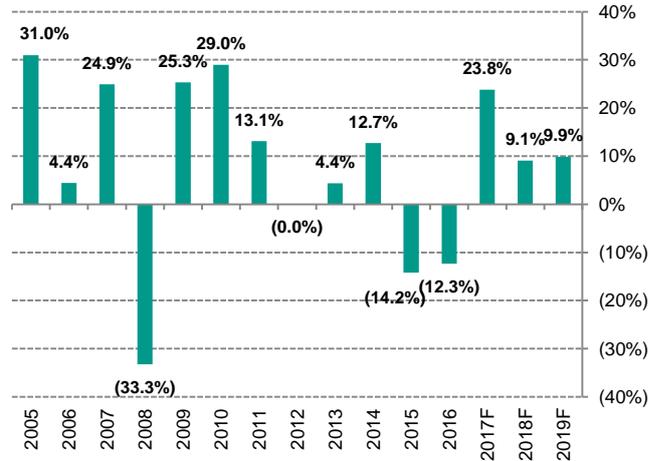
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 22:恒指的 ROAE



来源:农银国际证券预测

图表 23:恒指每股盈利增长



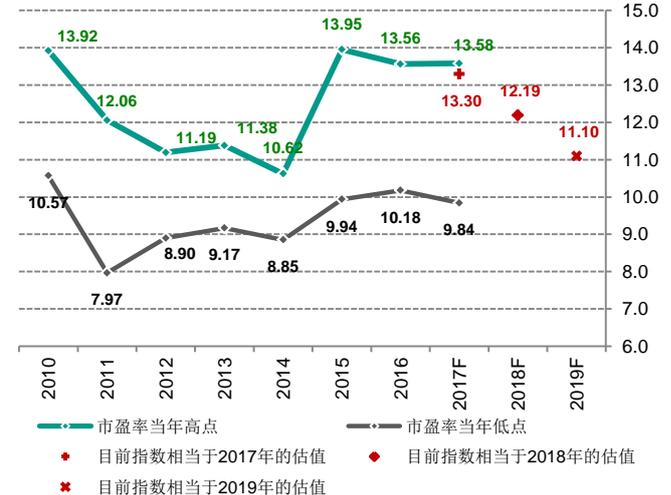
来源:农银国际证券预测

图表 24:恒指的 P/B 区间(指数:29,572) (倍)



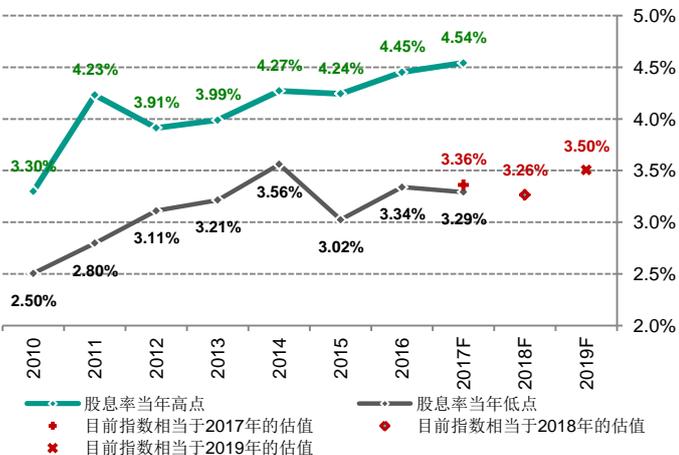
来源:农银国际证券预测

图表 25 恒指的 P/E 区间(指数:29,572) (倍)



来源:农银国际证券预测

图表 26:恒指的股息收益率区间(指数:29,572)



来源:农银国际证券预测



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国 A 股市场

我们预计 2018-2020 年度中国 A 股市场将出现以下趋势。

机构化-机构或公司投资者将积极参与 A 股市场，帮助国家更有效地分配金融资源。我们预计，早在 2019 年中国证监会批准大型企业上市融资之后，中国或许向境外投资者开放 A 股 IPO 市场。

国际化-中港股市互联互通以及将 A 股纳入 MSCI 基准的国际指数将扩大国际投资者的基础。互联互通机制开始至今，截至 11 月末，中国境外投资者通过互联互通机制北行已经累计净买入 3,448 亿元人民币沪深 A 股。2017 年，债券通开始后，境外投资者可以建立一个以中国国内债券和股票组成投资的组合，优化回报和风险状况。

合理化-扩大全球投资机会将促使投资者理性地进行资产配置，以平衡风险和收益。

两极化-投资行业将忽视不属于价值型股票或成长型股票。

多元化-中国经济的增长和庞大规模为本地或外国投资者提供了足够的宽度和深度来分散投资组合。

金融科技的应用普及化-在上海证券交易所或深圳证券交易所上市的超过 3400 家公司和 16000 多个证券，而且这个数字还在增加。金融科技在资本市场服务行业的应用，以促进投资决策和优化投资回报已成为必要。

21 只核心股票

中国 A 股将纳入 MSCI 基准的国际指数。MSCI 中国 A 股国际大盘暂行指数 (MXCNALCP 指数) 中的成员股将在 2018 年成为市场关注的焦点。该指数有超过 200 只成员股票，我们发现 21 只股票在过去几年持续高 ROAE (即 5 年平均 ROAE > 20% 和 2016 年 ROAE > 20%)。除四家公司外，其余公司 2016 年的 ROAA 均为两位数。选取的 21 只股票来自各行业，因此投资者应能分散投资。卓越的盈利能力取决于高的资产回报和合适的财务杠杆。这 21 只股票将成为长期投资建立 A 股投资组合的核心投资。

MSCI 中国 A 股国际大盘暂行指数为 1,199.92，相当于 16.7 倍/15.2 倍/13.3 倍的 12 个月追踪/2018E/2019E 市盈率，或相当于 2.0 倍/1.9 倍/1.7 倍的 12 个月追踪/2018E/2019E 市净率。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 27:选取的 21 只股票来自 MSCI 中国 A 股国际大盘暂行指数(5 年平均 ROAE 和 2016 年 ROAE>20%)

代码	公司	行业	5 年平均 ROAE(%)	去年 ROAE(%)	去年 ROAA(%)	资产/ 净资产
1	600340 华夏幸福	房地产	43.47	32.47	2.84	6.57
2	600816 安信信托	金融	37.23	30.41	21.08	1.39
3	603288 海天味业	消费必需品	34.47	33.57	27.04	1.34
4	600519 贵州茅台	消费必需品	33.60	31.68	20.81	1.49
5	002415 海康威视	信息技术	32.11	36.05	21.60	1.69
6	000963 华东医药	卫生保健	30.33	22.99	11.62	1.89
7	002304 洋河股份	消费必需品	30.04	24.54	17.54	1.49
8	002236 大华股份	信息技术	29.29	25.87	13.83	1.82
9	002294 信立泰	卫生保健	28.95	27.07	22.83	1.20
10	600066 宇通客车	工业	28.26	29.25	12.41	2.57
11	000895 双汇发展	消费必需品	27.90	32.30	19.56	1.42
12	600309 万华化学	物料	25.80	47.82	15.73	2.77
13	601877 正泰电器	工业	25.79	21.57	10.56	2.52
14	000333 美的集团	可选消费品	25.75	26.04	8.33	2.47
15	601997 贵阳银行	金融	24.96	20.83	1.20	16.92
16	000423 东阿阿胶	卫生保健	24.69	22.41	18.79	1.19
17	002508 老板电器	可选消费品	24.57	35.04	20.87	1.56
18	600690 青岛海尔	可选消费品	24.39	24.95	5.20	3.49
19	600887 伊利股份	消费必需品	24.19	27.11	14.56	1.69
20	002146 荣盛发展	房地产	23.56	20.55	3.14	5.78
21	600276 恒瑞医药	卫生保健	22.68	22.85	19.81	1.11

来源:彭博、农银国际证券

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 28:选取的 21 只 A 股市场估值

代码	A 股	11/30/17 A 股价 (人民币)	2017E EPS (%同比)	2018E EPS (%同比)	2017E 市盈率 (x)	2017E 市净率 (x)	2017E 股息率 (%)	2017E ROAE (%)	2018E 市盈率 (x)	2018E 市净率 (x)	2018E 股息率 (%)	2018E ROAE (%)
600340	华夏幸福	32.08	26.4%	28.4%	11.43	2.92	2.57	27.90	8.90	2.29	3.33	28.84
600816	安信信托	13.72	6.5%	23.3%	16.53	3.60	2.30	23.14	13.41	3.21	2.84	25.31
603288	海天味业	48.90	(27.6%)	102.4%	64.34	11.45	1.64	18.46	31.79	9.68	2.02	33.00
600519	贵州茅台	631.00	45.0%	28.4%	32.69	8.98	1.44	28.09	25.46	7.40	1.87	31.86
002415	海康威视	37.01	28.7%	32.5%	35.31	11.08	1.34	33.39	26.65	8.73	1.51	36.65
000963	华东医药	49.92	24.2%	23.7%	26.80	5.82	2.08	22.02	21.67	5.25	2.38	25.48
002304	洋河股份	103.97	15.7%	19.3%	23.23	5.28	2.21	23.21	19.47	4.58	2.63	25.21
002236	大华股份	24.34	37.3%	33.1%	28.14	6.65	0.53	24.90	21.15	5.19	0.66	27.56
002294	信立泰	35.89	9.0%	18.8%	24.75	5.97	1.94	25.27	20.83	5.07	2.26	26.31
600066	宇通客车	23.79	(6.3%)	16.3%	13.88	3.40	2.56	26.38	11.93	2.83	3.26	25.90
000895	双汇发展	25.05	5.1%	12.2%	17.87	5.83	5.44	33.51	15.92	5.56	6.08	35.75
600309	万华化学	38.50	148.3%	6.9%	10.95	4.05	2.44	38.51	10.24	3.02	2.68	33.78
601877	正泰电器	24.07	(1.2%)	23.7%	18.60	2.57	2.78	14.14	15.03	2.35	3.24	16.34
000333	美的集团	51.18	14.8%	23.1%	19.56	4.68	2.22	23.94	15.89	3.94	2.70	26.91
601997	贵阳银行	14.39	1.1%	20.5%	7.65	1.33	1.95	18.80	6.35	1.13	2.38	19.20
000423	东阿阿胶	60.14	11.4%	14.5%	19.06	4.06	1.74	22.09	16.64	3.53	1.95	22.70
002508	老板电器	44.61	35.1%	28.9%	26.01	7.54	1.22	31.39	20.18	5.81	1.52	32.54
600690	青岛海尔	17.29	35.0%	16.4%	15.56	3.41	1.94	22.15	13.37	2.72	2.23	22.60
600887	伊利股份	28.68	13.5%	22.0%	27.16	6.79	2.26	25.73	22.27	5.98	2.65	28.58
002146	荣盛发展	8.73	19.4%	18.2%	7.70	1.39	4.81	18.98	6.51	1.21	5.70	19.86
600276	恒瑞医药	65.19	21.1%	22.6%	58.57	11.91	0.18	21.01	47.76	9.69	0.19	22.38

来源:彭博

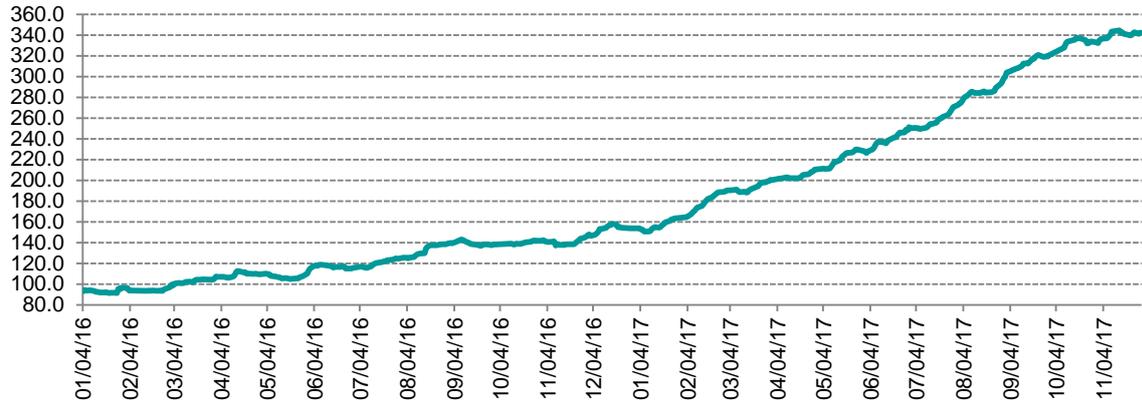


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 29:境外投资者通过“沪深股通”累计净买入沪深 A 股(人民币 10 亿元)



来源:港交所、彭博、农银国际证券

图表 30:境外投资者通过“沪股通”持股权最高 20 只上海 A 股

	代码	公司	行业	2017/11/27	2017/11/27
				持有股份	Vs 2017/6/30
1	600009	上海机场	机场服务	29.57%	1.81%
2	603868	飞科电器	个人产品	20.66%	19.10%
3	601901	方正证券	投资银行与经纪业务	14.59%	(4.94%)
4	600066	宇通客车	工程机械与重工业	14.22%	1.71%
5	600660	福耀玻璃	汽车零部件及设备	13.74%	2.59%
6	600276	恒瑞医药	制药	11.96%	0.84%
7	603939	益丰药房	药品零售	10.77%	8.04%
8	601888	中国国旅	酒店, 度假村和游轮	10.01%	5.43%
9	600900	长江电力	可再生能源	9.33%	2.91%
10	603515	欧普照明	家庭用品	9.12%	8.64%
11	600887	伊利股份	包装食品和肉类	8.87%	0.37%
12	600690	青岛海尔	家用设备	8.56%	1.22%
13	601021	春秋航空	航空公司	7.46%	3.45%
14	600004	白云机场	机场服务	7.35%	3.00%
15	600298	安琪酵母	包装食品和肉类	6.72%	3.87%
16	600741	华域汽车	汽车零部件及设备	5.80%	2.47%
17	600519	贵州茅台	蒸馏器和葡萄酒商	5.76%	(0.24%)
18	600867	通化东宝	制药	4.60%	1.89%
19	600885	宏发股份	电气组件和装备	4.24%	3.20%
20	600585	海螺水泥	建筑材料	4.16%	(0.67%)

来源:港交所、农银国际证券

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 31:境外投资者通过“深股通”持股权最高 20 只深圳 A 股

代码	公司	行业	2017/11/27	2017/11/27
			持有股份	Vs 2017/6/30
1	002508 老板电器	家用设备	9.80%	6.27%
2	002415 海康威视	电子设备和仪器	9.70%	2.25%
3	000333 美的集团	家用设备	9.45%	3.64%
4	000651 格力电器	家用设备	8.34%	3.31%
5	300012 华测检测	研究和咨询服务	6.80%	5.27%
6	002572 索菲亚	家居饰品	5.69%	2.04%
7	000538 云南白药	制药	5.63%	1.82%
8	002583 海能达	通讯设备	5.12%	4.52%
9	000423 东阿阿胶	制药	4.83%	(0.02%)
10	002008 大族激光	工业机械	4.01%	0.93%
11	002304 洋河股份	蒸馏器和葡萄酒商	4.00%	1.66%
12	000089 深圳机场	机场服务	3.89%	1.12%
13	300124 汇川技术	工业机械	3.89%	0.92%
14	002268 卫士通	电子设备和仪器	3.84%	3.43%
15	002032 苏泊尔	家庭用品和专业	3.83%	1.74%
16	000726 鲁泰 A	纺织品	3.57%	(0.68%)
17	300203 聚光科技	环境与设施服务	3.57%	2.34%
18	002463 沪电股份	电子元器件	3.33%	2.28%
19	002022 科华生物	生物技术	3.27%	(0.22%)
20	000418 小天鹅 A	家用设备	3.07%	1.16%

来源:港交所、农银国际证券

图表 32:恒生指数成份股市场估值表

代码	股票名称	2019E		2019E		2019E		2019E		2018E		2018E		2017E		2017E	
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	
2	中电控股	79.65	16.83	(4.92)	1.73	2.59	10.5	15.14	(4.43)	1.80	2.88	12.3	15.70	1.92	2.77	12.9	
3	香港中华煤气	15.24	24.98	5.48	3.27	2.22	13.4	26.05	5.72	3.41	2.13	13.3	27.31	3.53	2.03	13.8	
6	电能实业	66.70	18.28	18.51	1.44	4.08	7.9	18.10	18.33	1.43	4.12	7.9	18.65	1.42	4.00	6.8	
836	华润电力	14.70	8.13	0.25	0.90	4.98	11.4	8.51	0.27	0.96	4.76	11.6	14.15	1.01	2.86	7.1	
1038	长江基建集团	66.30	14.11	2.45	1.48	3.43	10.7	14.58	2.54	1.53	3.32	10.7	15.77	1.60	3.07	10.2	
1113	长实集团	65.75	10.76	1.73	0.79	2.79	7.5	11.20	1.80	0.83	2.68	7.6	12.15	0.88	2.47	7.6	
101	恒隆地产	18.38	18.06	(2.03)	0.63	3.68	3.5	17.07	(1.91)	0.63	3.89	3.7	14.98	0.64	4.43	4.3	
12	恒基地产	51.00	13.86	10.31	0.71	1.78	5.2	16.12	11.98	0.73	1.53	4.6	14.24	0.75	1.74	5.5	
16	新鸿基地产	127.60	10.94	1.48	0.67	2.76	6.2	11.69	1.58	0.69	2.58	6.0	12.63	0.71	2.39	6.0	
17	新世界发展	11.32	12.29	1.21	0.47	1.57	3.9	13.10	1.29	0.49	1.48	3.7	14.91	0.49	1.30	3.5	
4	九龙仓集团	24.60	11.74	(2.78)	0.52	3.06	4.5	11.45	(2.71)	0.54	3.14	4.8	10.77	0.57	3.33	3.2	
823	领展房产基金	69.65	24.31	3.09	1.02	0.64	4.2	26.30	3.34	1.04	0.59	4.0	28.29	1.06	0.55	4.2	
83	信和置业	14.14	15.24	(2.40)	0.63	2.12	4.2	17.76	(2.80)	0.64	1.82	3.7	13.36	0.65	2.42	5.1	
688	中国海外发展	24.80	5.79	0.41	0.86	2.81	15.6	6.61	0.47	0.96	2.46	15.4	7.56	1.08	2.15	14.8	
2007	碧桂园	12.30	6.45	0.16	1.73	4.72	29.9	8.92	0.23	2.19	3.41	27.0	12.53	2.68	2.43	24.5	
1109	华润置地	22.45	6.18	0.40	0.92	3.55	15.9	7.03	0.46	1.05	3.12	15.8	8.23	1.19	2.67	15.3	
1398	工商银行	6.07	5.62	0.75	0.72	5.40	13.4	6.09	0.81	0.79	4.98	13.6	6.49	0.87	4.67	14.5	
939	建设银行	6.81	5.14	0.64	0.69	5.86	14.0	5.60	0.70	0.76	5.38	14.2	6.00	0.84	5.02	15.3	
3328	交通银行	5.78	4.90	0.98	0.50	6.13	10.6	5.20	1.04	0.54	5.77	10.8	5.40	0.59	5.56	11.8	
3988	中国银行	3.79	4.77	0.68	0.56	6.55	12.1	5.13	0.73	0.60	6.10	12.3	5.47	0.66	5.72	13.1	
11	恒生银行	193.00	16.59	1.95	2.33	2.42	14.4	17.91	2.11	2.45	2.24	14.0	19.53	2.57	2.05	13.6	
23	东亚银行	34.55	15.90	(2.52)	1.01	2.84	6.5	17.73	(2.81)	1.05	2.55	6.0	13.96	1.08	3.23	8.1	
2388	中银香港	39.50	11.42	1.19	1.48	4.20	13.4	12.73	1.33	1.60	3.77	13.0	13.71	1.72	3.50	13.9	
5	汇丰控股	78.00	13.39	2.23	1.16	5.86	8.8	14.15	2.36	1.18	5.55	8.4	15.04	1.19	5.22	7.4	
2318	中国平安	77.00	11.48	0.64	1.98	1.55	18.4	13.43	0.75	2.27	1.32	18.0	15.95	2.60	1.11	18.9	
2628	中国人寿	25.35	14.38	0.77	1.57	2.39	11.4	17.47	0.93	1.70	1.97	10.2	20.26	1.86	1.70	9.2	
1299	友邦保险	63.30	16.27	2.14	2.11	2.39	13.5	18.17	2.39	2.30	2.14	13.2	18.85	2.50	2.06	14.8	
388	香港交易所	235.20	31.05	2.33	7.83	2.86	25.8	34.78	2.61	8.17	2.55	23.9	39.87	8.49	2.23	22.5	

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

代码	股票名称	股价 (HK\$)	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	2018E	2017E	2017E	2017E	2017E
			市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
762	中国联通	11.32	18.25	0.26	0.91	2.12	5.1	26.84	0.38	0.96	1.44	3.6	52.94	0.97	0.73	1.9
941	中国移动	79.25	10.75	1.82	1.22	3.95	11.7	11.31	1.92	1.30	3.76	11.8	12.06	1.37	3.53	11.9
700	腾讯控股	398.00	28.95	0.96	7.65	0.44	30.0	37.63	1.25	10.06	0.34	30.7	49.08	13.56	0.26	36.5
2018	瑞声科技	156.30	18.11	0.62	5.55	2.20	34.2	22.31	0.77	7.01	1.79	35.4	30.16	9.07	1.32	36.9
2382	舜宇光学	130.00	23.38	0.59	8.53	1.25	42.5	31.16	0.79	11.88	0.94	45.0	45.47	17.10	0.65	48.7
992	联想集团	4.44	7.68	0.23	1.29	5.73	17.9	9.32	0.28	1.48	4.72	16.6	13.53	1.61	3.25	11.6
386	中国石化	5.58	9.35	1.25	0.73	5.96	7.9	10.52	1.40	0.76	5.30	7.3	10.81	0.78	5.16	7.5
857	中国石油	5.25	14.91	0.35	0.65	3.08	4.4	20.48	0.48	0.66	2.24	3.3	30.44	0.68	1.51	2.2
883	中国海洋石油	10.58	9.57	0.58	0.91	9.63	9.8	11.18	0.68	0.96	8.24	8.8	12.96	1.01	7.11	7.9
1088	中国神华	19.22	8.31	(1.38)	0.91	4.34	11.3	8.23	(1.37)	0.98	4.38	12.3	7.35	1.05	4.91	14.5
66	港铁公司	45.95	25.11	5.12	1.84	1.90	7.4	28.45	5.81	1.88	1.68	6.7	27.63	1.92	1.73	6.3
175	吉利汽车	27.20	12.72	0.39	3.80	0.98	33.3	16.46	0.51	4.79	0.75	33.1	22.27	6.30	0.56	35.2
1928	金沙中国	37.95	19.59	1.44	9.36	7.25	47.6	21.69	1.59	9.31	6.55	41.6	25.31	8.77	5.61	30.1
27	银河娱乐	56.15	21.90	2.50	3.64	-	17.6	23.14	2.64	4.08	-	18.8	25.91	4.66	-	20.0
151	中国旺旺	6.12	19.48	4.02	7.13	2.57	37.6	20.40	4.21	7.54	2.46	38.4	21.41	8.13	2.34	62.2
2319	蒙牛乳业	19.84	16.86	0.64	2.40	1.36	14.9	19.76	0.74	2.65	1.16	14.1	27.00	2.93	0.85	10.9
1044	恒安国际	76.15	18.02	2.70	4.10	3.62	23.7	19.17	2.87	4.44	3.40	24.2	20.50	4.83	3.18	22.6
288	万洲国际	8.29	11.93	1.33	1.87	2.35	16.3	12.79	1.43	2.03	2.19	16.6	14.15	2.22	1.98	17.2
144	招商局港口	20.15	11.18	3.46	0.86	4.44	7.7	12.25	3.79	0.87	4.05	7.2	11.91	0.91	4.17	6.9
1	长和	98.30	9.13	1.07	0.76	0.76	8.6	9.77	1.14	0.81	0.71	8.6	10.76	0.86	0.64	8.5
19	太古股份	75.10	13.52	0.56	0.49	3.23	3.6	16.72	0.70	0.49	2.61	3.0	20.80	0.50	2.10	2.5
267	中信股份	11.06	6.30	14.65	0.54	3.01	8.9	6.59	15.32	0.58	2.88	9.2	6.36	0.62	2.99	10.2

根据在 2017 年 11 月 30 日收盘股价

人民币 0.8465/HK\$1.00;HK\$7.8106/US\$1.00

ROAE:股东权益平均回报率

PEG=市盈率/预计 2017 至 2019 年每股收益年均复合增长率

来源: 彭博预测、农银国际证券

图表 33:恒生 H 股指数成份股市场估值表

代码	股票名称	股价 (HK\$)	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	2018E	2017E	2017E	2017E	2017E
			市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
1398	工商银行	4.73	5.62	0.75	0.75	5.42	14.1	6.09	0.81	0.83	5.00	14.4	6.49	0.92	4.69	14.6
939	建设银行	5.40	5.14	0.64	0.73	5.88	15.0	5.60	0.70	0.81	5.40	15.3	6.00	0.91	5.04	15.3
1288	农业银行	3.02	4.57	0.61	0.64	6.77	14.7	4.94	0.66	0.71	6.26	15.1	5.28	0.79	5.85	15.1
3988	中国银行	3.51	4.77	0.68	0.55	6.52	12.1	5.13	0.73	0.60	6.07	12.3	5.47	0.66	5.69	12.6
3328	交通银行	5.57	4.90	0.98	0.54	6.23	11.5	5.20	1.04	0.59	5.87	11.8	5.40	0.64	5.65	11.2
1658	邮储银行	18.28	5.05	0.33	0.65	2.65	13.7	5.95	0.39	0.74	2.25	13.1	6.71	0.83	2.00	12.6
3968	招商银行	5.05	7.36	0.55	1.22	4.09	17.7	8.40	0.63	1.39	3.58	17.6	9.46	1.58	3.18	17.0
998	中信银行	7.58	4.38	0.63	0.50	5.77	11.9	4.81	0.70	0.55	5.25	11.9	5.01	0.60	5.05	12.1
1988	民生银行	26.75	4.49	0.75	0.57	4.76	13.5	4.87	0.82	0.64	4.39	13.8	5.04	0.71	4.24	14.1
2628	中国人寿	44.25	14.38	0.77	1.54	2.53	11.1	17.47	0.93	1.66	2.08	9.8	20.26	1.78	1.79	9.3
2318	中国平安	4.09	11.48	0.64	2.14	1.87	20.2	13.43	0.75	2.52	1.60	20.4	15.95	2.98	1.34	19.1
1339	人保集团	33.45	7.61	1.40	0.87	1.31	12.1	8.03	1.47	0.97	1.24	12.8	8.47	1.09	1.17	13.2
2601	中国太保	34.70	13.17	0.60	1.77	4.00	14.0	15.59	0.71	1.91	3.37	12.7	19.55	2.06	2.69	10.8
1336	新华保险	17.40	13.03	0.48	1.70	2.33	13.7	15.42	0.57	1.88	1.97	12.8	20.98	2.08	1.45	10.2
2328	中国财险	18.44	7.28	0.91	1.13	3.49	16.6	7.86	0.98	1.29	3.24	17.5	8.49	1.47	3.00	17.8
6030	中信证券	13.58	11.88	0.79	1.07	3.43	9.3	13.64	0.91	1.14	2.98	8.6	15.70	1.20	2.59	7.7
6837	海通证券	19.06	9.71	0.60	0.89	3.24	9.5	11.30	0.70	0.96	2.78	8.7	13.12	1.02	2.40	7.8
6886	华泰证券	19.74	10.38	0.63	1.03	5.48	10.2	12.06	0.73	1.09	4.71	9.2	14.08	1.14	4.04	8.1
1776	广发证券	2.88	8.61	0.56	1.05	3.87	12.8	9.94	0.64	1.16	3.35	12.1	11.47	1.26	2.91	11.1
6881	中国银河	12.66	7.91	0.64	0.73	3.86	9.6	8.89	0.72	0.79	3.43	9.2	10.00	0.84	3.05	8.5
1359	信达资产	5.67	3.90	0.25	0.61	7.66	16.6	4.55	0.29	0.69	6.56	16.1	5.23	0.78	5.70	13.4
1088	中国神华	4.82	8.31	(1.38)	0.84	4.42	10.5	8.23	(1.37)	0.90	4.46	11.3	7.35	0.96	5.00	13.5
857	中国石油	7.68	14.91	0.35	0.69	9.94	4.6	20.48	0.48	0.68	7.24	3.3	30.44	0.68	4.87	2.2
386	中国石化	7.10	9.35	1.25	0.76	6.91	8.2	10.52	1.40	0.78	6.15	7.5	10.81	0.80	5.98	7.4
902	华能国际	2.98	8.57	0.10	0.72	6.04	8.6	8.91	0.11	0.75	5.81	8.8	28.41	0.81	1.82	2.7
1816	中广核电力	6.48	8.27	1.38	1.01	3.85	12.8	8.97	1.49	1.11	3.55	12.9	9.29	1.21	3.43	14.2

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

代码	股票名称	2019E						2018E						2017E			
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	
390	中国中铁	5.83	6.17	0.50	0.70	2.76	12.0	6.97	0.57	0.78	2.44	11.7	7.77	0.86	2.19	11.2	
1186	中国铁建	9.24	5.42	0.45	0.68	2.87	13.2	6.09	0.51	0.76	2.55	13.1	6.80	0.85	2.28	12.2	
1800	中国交建	8.72	5.05	0.39	0.60	3.62	12.5	5.74	0.45	0.66	3.18	12.2	6.42	0.74	2.84	11.6	
1766	中国中车	7.12	11.31	0.84	1.39	4.76	12.7	12.50	0.93	1.48	4.31	12.2	14.56	1.58	3.70	10.8	
3898	中车时代电气	44.85	11.87	0.85	2.02	1.54	18.3	13.23	0.95	2.35	1.38	19.2	15.42	2.76	1.18	18.1	
1211	比亚迪	69.25	19.78	0.56	3.33	1.41	18.0	24.20	0.68	3.82	1.15	16.9	36.32	4.39	0.77	10.5	
489	东风集团股份	9.82	4.90	1.32	0.59	3.03	12.7	5.06	1.37	0.66	2.93	13.8	5.27	0.74	2.82	14.1	
2333	长城汽车	9.14	7.45	0.24	1.29	4.05	18.5	8.63	0.28	1.47	3.50	18.3	12.77	1.71	2.36	12.5	
2238	广汽集团	19.60	7.57	0.47	1.58	4.04	22.6	8.49	0.53	1.87	3.61	23.9	10.20	2.23	3.00	22.9	
2202	万科	28.45	6.80	0.33	1.60	6.12	25.5	8.17	0.40	1.89	5.09	25.1	9.89	2.23	4.21	23.1	
914	海螺水泥	37.50	11.68	3.39	1.66	2.64	15.0	12.06	3.50	1.85	2.56	16.2	12.50	2.07	2.47	17.1	
1099	国药控股	30.70	11.22	0.86	1.68	2.65	15.8	12.65	0.97	1.88	2.35	15.7	14.33	2.12	2.08	15.3	
728	中国电信	3.79	10.62	1.05	0.75	3.99	7.2	11.54	1.14	0.78	3.67	6.9	12.88	0.82	3.29	6.4	
753	中国国航	8.38	9.84	1.24	1.15	2.20	12.3	11.07	1.40	1.27	1.95	12.0	11.46	1.40	1.88	12.0	

根据在 2017 年 11 月 30 日收盘股价

人民币 0.8465/HK\$1.00;HK\$7.8106/US\$1.00

ROAE:股东权益平均回报率

PEG=市盈率/预计 2017 至 2019 年每股收益年均复合增长率

来源: 彭博预测、农银国际证券



香港 IPO 市場展望

金融股仍主导;新经济股成新趋势

- 在 11M17, 香港 IPO 市场已募集 149 亿美元, 平均交易规模为 1.1 亿美元。中国投资银行继续维持市场地位, 占 10 大承销商中的六家。
- 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 11M17 IPO 集资额的 54%。
- 科技股成为新趋势, 占 11M17 IPO 集资额的 4%(2016:0.3%)。我们预计未来 1-2 年这种趋势将持续下去。

在 11M17, 香港股票 IPO 募资总额为 149 亿美元, 共发行了 133 个项目, 平均发行规模分别为 1.1 亿美元。在承销商方面, 在 11M17, 10 大承销商中有 6 家是中资投资银行, 反映中资投资银行在 IPO 市场上持续维持市场地位。

金融股如国泰君安证券, 交银国际等是香港 IPO 市场的主要推动力, 占 11M17 筹集总额的 54%。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 11M17 的 54%。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 11M17, 金融业 IPO 的平均集资额为 5.1 亿美元, 相比之下非金融业 IPO 的平均集资额只有 6 千万美元。

另一方面, 阅文集团, 众安保险等科技/新经济股占 11M17 首次公开发行量的 4%(2016 年: 0.3%)。这些股票普遍得到高估值和投资者的热爱, 反映了投资者对科技/新经济的强劲需求。

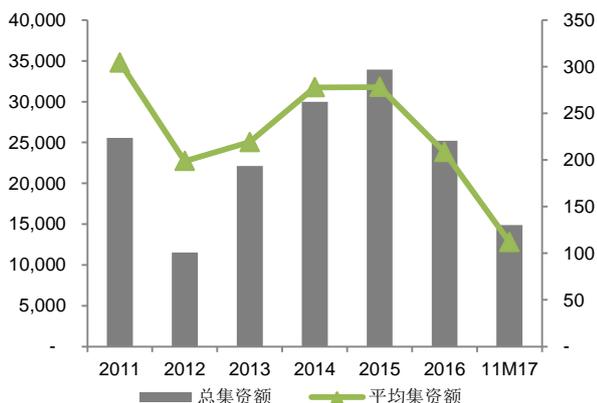
展望未来, 我们预期金融业将是未来 1-2 年香港 IPO 市场的主要推动力, 而科技/新经济股将维持高速增长, 尤其更多科技/新经济初创企业在经过数年的成长后达到港交所的上市要求。

非金融行业在香港 IPO 市场的集资份额从 2014 年的 72% 下降至 11M17 的 46%。在 2014 年, 工业企业占香港 IPO 集资额的 18%, 但其占比在 11M17 已经下降至 10%。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 的平集额显著低于金融行业, 投资者的兴趣较低。

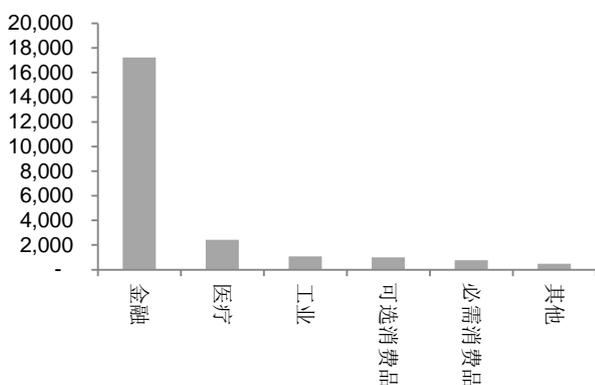
图表 1: 11M17 香港 IPO 市场

行业	总集资额(百万美元)	平均集资额(百万美元)
金融	8,081	505
可选消费品	2,892	80
工业	1,518	35
医疗	946	135
科技	616	62
其他	814	41

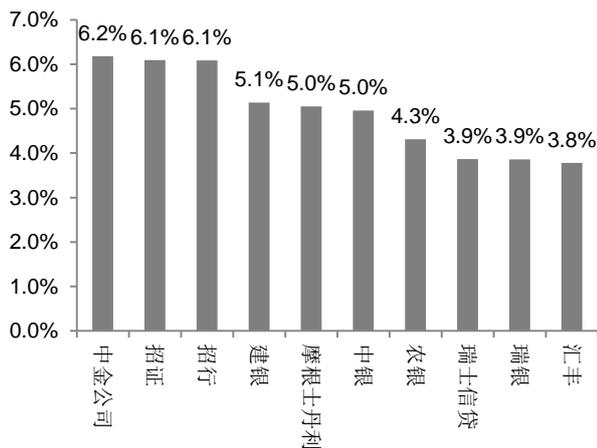
来源: 彭博预测、农银国际证券

图表 2:香港 IPO 市場(百万美元)


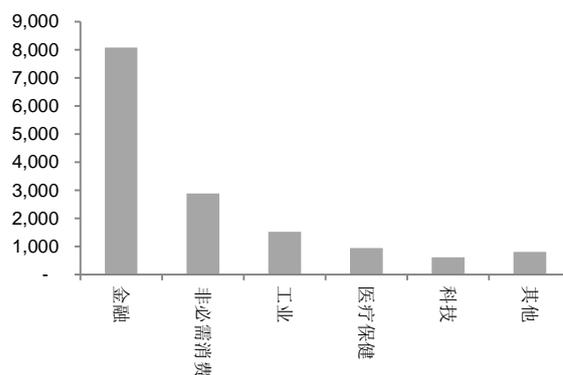
来源:彭博、农银国际证券

图表 4:香港 IPO 集资额行业分布(2016,百万美元)


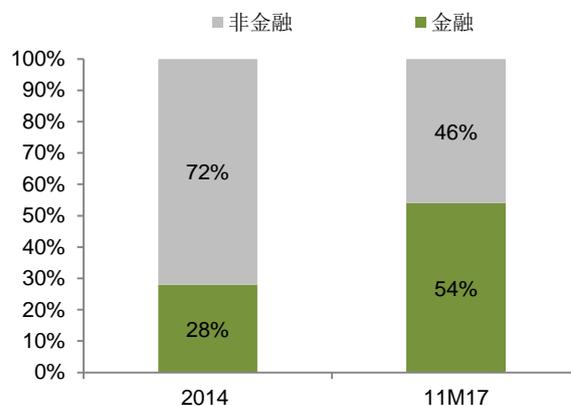
来源:彭博、农银国际证券

图表 6:主要承销商市场份额(11M17)


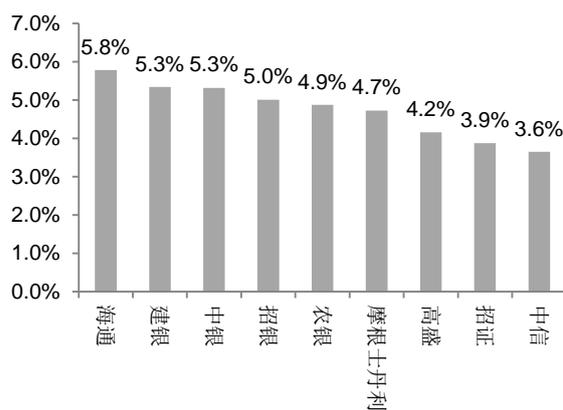
来源:彭博、农银国际证券

图表 3:香港 IPO 集资额行业分布(11M17,百万美元)


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 7:主要承销商市场份额(2016)


来源:彭博、农银国际证券



2018

行业展望



中国银行业

净息差回升，资产质量改善，基本面保持乐观

- 行业基本面于 3Q17 确认复苏态势
- 净息差不利因素得以缓解，在稳定贷款需求下将持续改善
- 个别银行的优劣取决于其资产负债表的增长能力与业务灵活性
- 不良率将逐步下降，风险缓冲能力将继续加强
- 手续费收入增长势头正从政策冲击中回复
- 基于行业估值偏低及稳定股息收益率，维持行业正面评级

行业基本面改善趋势获得肯定。从最近几个季度的银行业绩我们基本可以肯定行业基本面正在改善，特别是净息差，营业收入，资产质量和盈利能力几方面来看。我们对 2018E-19E 的行业基本面保持乐观，主要由于：1)在稳定的利率环境下，贷款需求稳健，净息差将稳步回升;2)随着不良贷款处理力度的加大，不良贷款率将逐步下降，同时风险缓冲能力将保持在合理水平，特别在新会计准则 IFRS9 推行下银行拨备力度势将加大;3)业务结构持续调整，零售银行业务和中间收入的多样化程度将提升。

稳定的货币和政策环境。随着全球加息周期的启动，我们农银国际的经济师预测中国基准利率和存款准备金率将在 2018 年至 19 年期间保持稳定。然而针对流动性的措施如定向降准则有可能随着经济环境的变化而继续作出微调。根据“十九大”的发展重点，我们预计未来政策上的调整方向将更加重视风控。其中支持实体经济，改善经营结构，加强风险管理，提高市场化将继续是政策重点。尽管如此，个别领域如影子银行，资产管理业务，互联网金融，金融控股公司等将面临较高政策性风险。

预期净息差将持续见温和改善。正如我们早前预期，由于之前降息周期的贷款重定价和营改增改革的影响经已完成，部份银行在 3Q17 录得净息差环比反弹。我们认为，随着稳定的贷款需求支持银行定价能力，行业平均净息差将开始温和回升。10M17 新增贷款占我们 2017 年全年贷款目标人民币 13.5 万亿元的 87.5%。同时，我们注意到 3Q17 贷款定价持续改善，定价高于基准利率的比例为 68.14%，而平均贷款利率则上升至 5.76%。

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 年中国的人民币贷款将增长 12.7%及 12.1%，这与我们个别银行的贷款增长率假设相符。

增长能力与灵活性决定银行表现。个别银行的资产负债表增长能力和资产与负债的管理能力仍然是银行之间差异化的主要因素。与大型银行和股份制商业银行相比，地区银行的增长势头通常较为快速，因此其净息差可能出现较大的反弹和录得较快的盈利增长。

不良贷款率逐步下降，风险缓冲能力将继续加强。随着银行不良处置如核销、打包出售、清收处置及证券化等手段变得成熟，部份银行的不良贷款率在 3Q17 录得环比下降。我们审慎认为，行业平均不良贷款率已在前几季度触及高点，未来行业平均不良贷款率将逐渐下降。与此同时，我们发现银

正面

分析员:欧宇恒

电话:(852)21478802

电邮:johannesau@abci.com.hk

主要数据

2018 预测市盈率均值(x)	5.4
2018 预测市账率均值(x)	0.7
2018 预测股息率均值(%)	5.2

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	1.79	(4.16)
3 个月	1.94	(8.16)
6 个月	8.99	(13.53)

*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



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

行仍然通过大拨备政策积极加强其风险缓冲能力,当然其中包含了新会计准则 IFRS9 的推出所带来的影响。

手续费收入增长势头正从政策冲击中恢复。尽管上半年政策原因导致银行手续费收入增长表现较差,增长势头在 3Q17 略见恢复。我们预期行业平均非利息收入占总营业收入比将在未来三年间达到 30%的水平。其中我们认为投资银行,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。在政策高度重视防范系统性金融风险及维持金融稳定的前提下,我们预计银行手续费收入发展的政策风险依然相对较高。

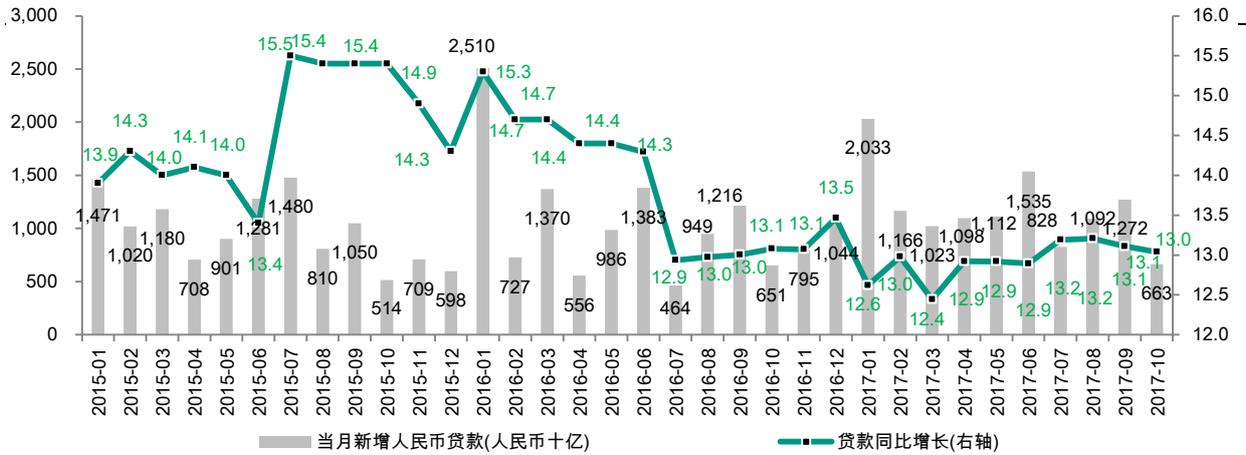
大银行表现其防守性。我们偏好于大银行的高股息收益率,及其业务多元化,而其对政策风险的防御性亦能充份在 3Q17 业绩中体现出来。我们尤其喜爱**建设银行(939HK)**对风险管理的谨慎态度和**农业银行(1288HK)**在行业中较高的风险缓冲能力及其三农业务优势。尽管我们仍然看好招商银行(3968HK)的基本面,在未有调整盈利预测及目标价下,我们将招行从“买入”下调至“持有”评级,因其吸引力在其相对较高的估值和相对较低的股息收益率而逐渐下降。另外,资产负债表相对较小的地区银行通常具有较高的业务灵活性。尽管如此,我们对其较低的日均交易量仍然审慎。

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。

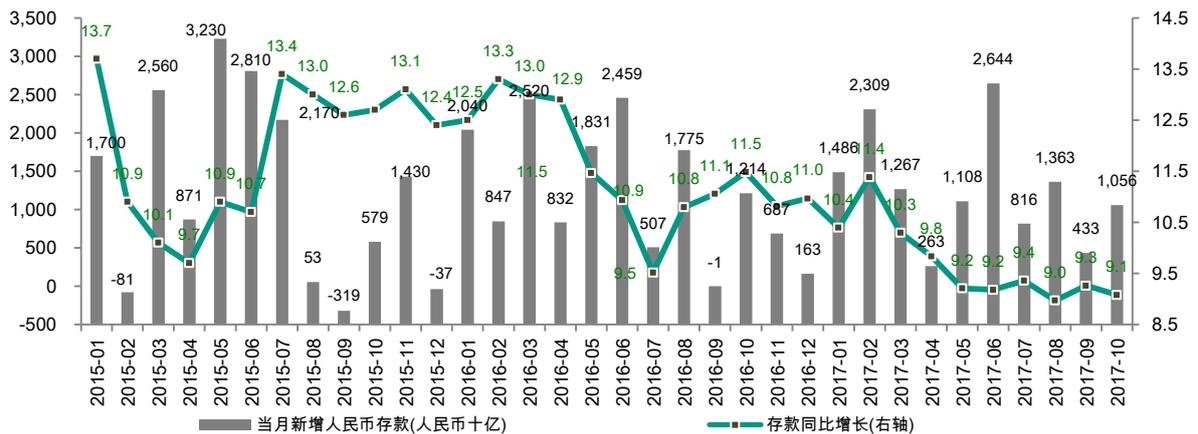


图表 1:新增人民币贷款(人民币 10 亿)及同比增长(%)



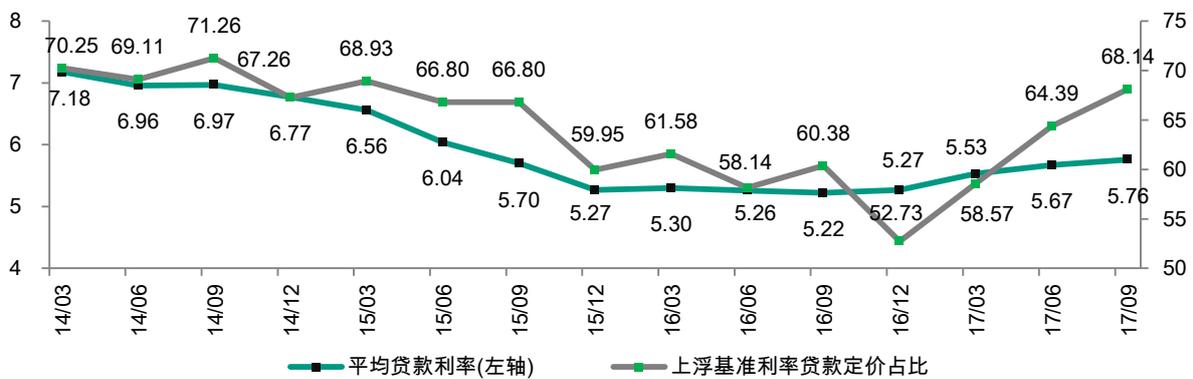
来源: 中国人民银行、农银国际证券

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

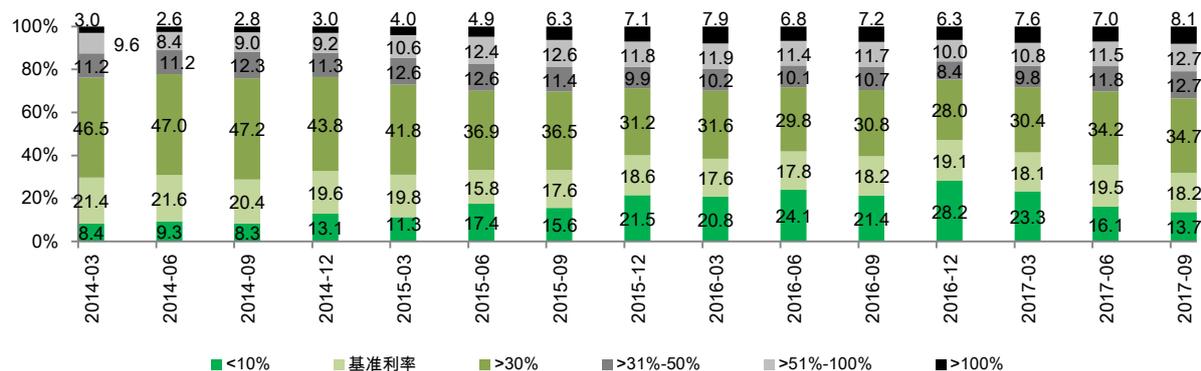
图表 3:平均贷款利率与贷款定价上浮基准利率占比(%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

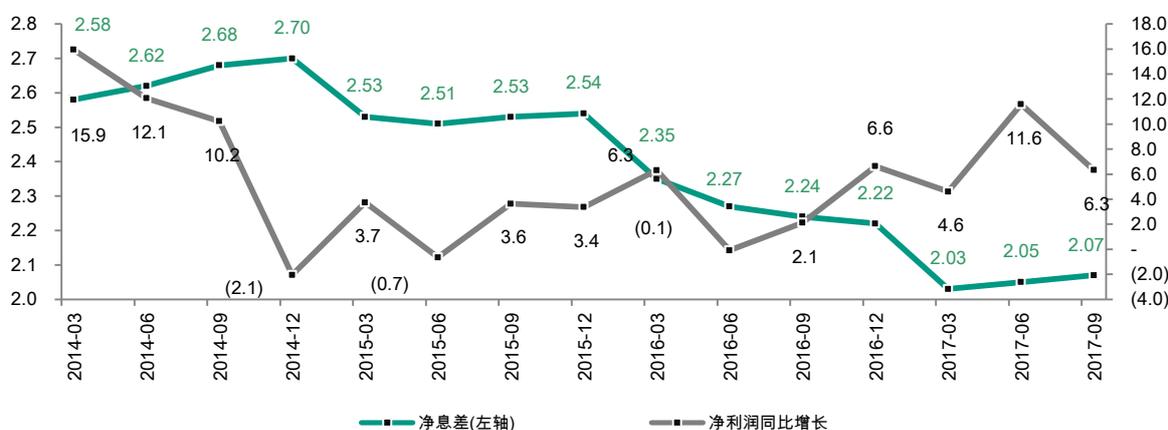


图表 4: 贷款定价分布(%)



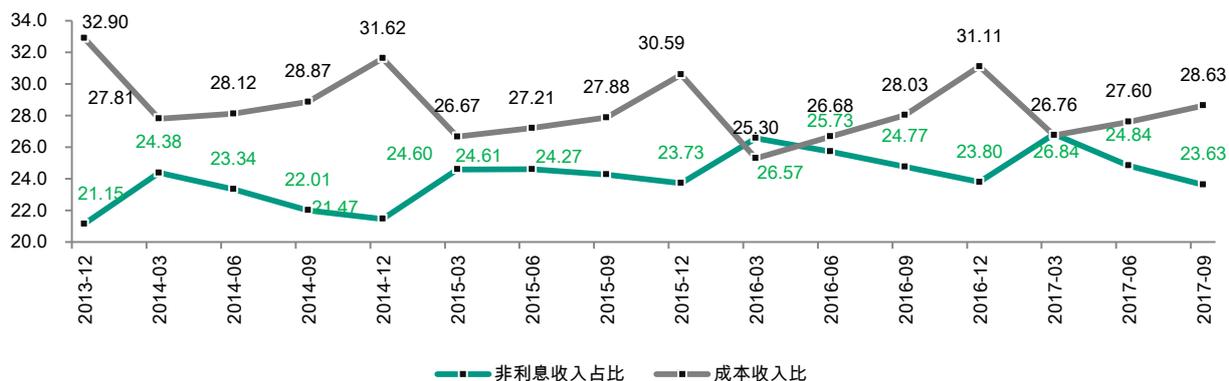
来源: 中国人民银行、农银国际证券

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

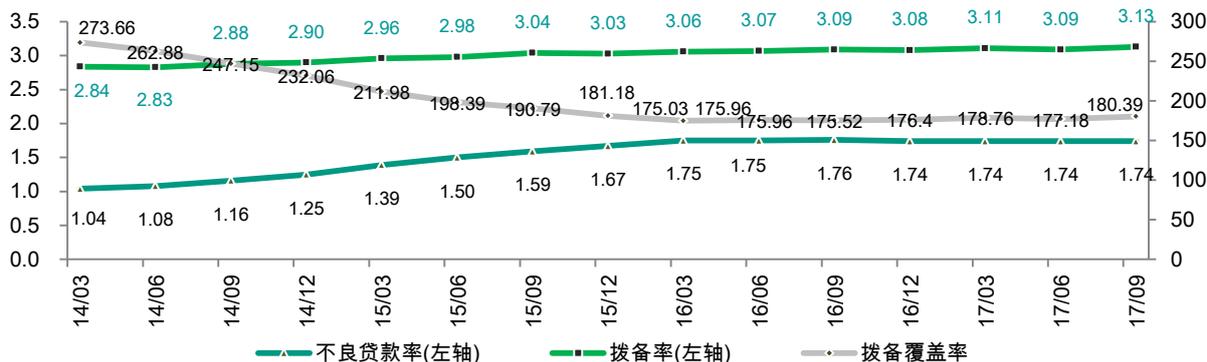
图表 6: 行业平均非利息收入占比与行业平均成本收入比(%)



来源: 中国银监会、农银国际证券

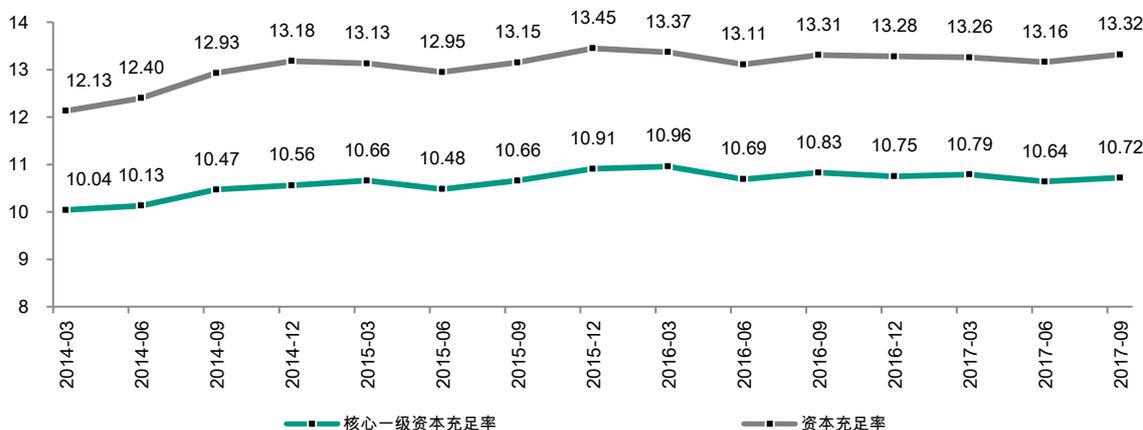


图表 7:主要行业平均资产质量指标(%)



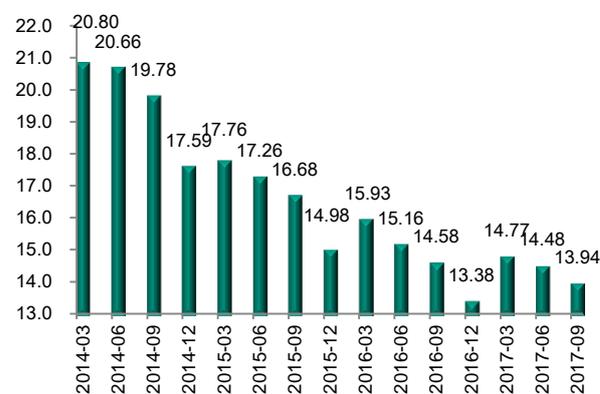
来源: 中国银监会、农银国际证券

图表 8:行业平均核心一级资本充足率及资本充足率(%)



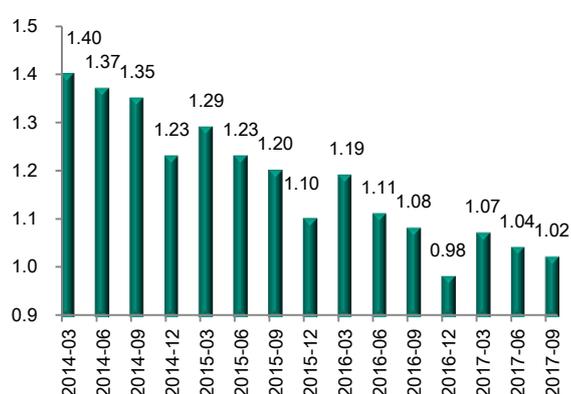
来源: 中国银监会、农银国际证券

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 11 月 24 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市账率 (x)	FY18E 市账率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
工商银行	1398HK	买入	6.96	11.72	6.83	6.74	0.91	0.83	4.32	4.32
建设银行	939HK	买入	8.48	20.97	6.31	5.76	0.87	0.79	4.84	5.17
农业银行	1288HK	买入	4.80	30.43	5.42	5.24	0.75	0.68	5.72	5.72
中国银行	3988HK	买入	5.02	30.05	6.00	5.50	0.68	0.62	5.46	5.76
交通银行	3328HK	买入	7.72	31.07	5.85	5.47	0.61	0.56	5.36	5.56
招商银行	3968HK	持有	30.60	(6.28)	10.18	9.09	1.55	1.37	2.94	3.30
民生银行	1988HK	买入	11.79	46.46	5.21	5.06	0.68	0.61	4.51	4.80
徽商银行	3698HK	买入	4.66	17.38	5.56	5.06	0.70	0.60	4.72	5.01
哈尔滨银行	6138HK	买入	3.23	44.20	3.91	3.48	0.50	0.43	6.27	7.31

来源: 彭博、农银国际证券预测



中国保险业

2018/19 年:机会大于风险

- 低保险渗透率、名义 GDP 快速增长以及政府政策支持是保险业内含价值增长的催化剂
- 外资保险公司和本地电商很难在中短期内改变保险市场的寡头垄断性质
- 价格市场化、精算估计的变化以及 IFRS9 的实施将在 2018 年引起动荡
- 金融科技应用能够为综合金融集团增值，我们看好大型综合金融保险股

2018 年，人寿和财产行业保费预测分别同比增长 20%和 11%。我们预计行业总体保费增速将从 2016 年的 36.5%放缓至 2017 年/18 年/19 年同期的 23%/20%/18%，主要得到政府支持、政策支持、居民收入高单位数增长率及渗透率提升所推动。同时，随着汽车保险逐步复苏，以及非车保业务和网上保险快速增长，我们预计财险业的保费同比增速将从 2016 年的 9.1%上涨至 2017 年/18 年/19 年的 13%/11%/11%。

预计保险深度将于 2017 年/18 年/19 年上升至 4.53%/4.84%/5.14%。我们预计 2017 年/18 年名义 GDP 超过 80 万亿元/90 万亿元人民币，同比增长 10.5%/10.0%(9M17 名义 GDP 同比增长 11.3%)。我们预计人寿险的保险深度将从 2016 年的 2.99%上升至 2017 年/18 年/19 年的 3.33%/3.63%/3.91%；预计财产险的保险深度将从 2016 年的 1.17%上升至 2017 年/18 年/19 年的 1.20%/1.21%/1.23%。

开放政策中短期不会改变保险业主要竞争格局。中国保险业务的保险深度明显低于经合组织国家(8.8%)或欧盟(8.1%)，这意味着增长空间很大。大多数著名的外资保险公司在中国已经成立了经营多年的中外合资保险公司。到目前为止，这些中外合资保险公司在中国寿险和非寿险领域的市场占有率均低于 2%和 4%。本地寿险和财产险前 10 家公司分别占据了其国内市场份额的 72%和 85%。保险业的寡头垄断性质在中短期难以改变。

电子商务巨头正试图重塑竞争格局。蚂蚁金融和腾讯(700HK)正在建立保险业务，以加强他们的业务生态系统。他们共同投资众安在线(6060HK)。蚂蚁金融拥有 34%的信美人寿相互保险社和 51%的国泰财产保险，而腾讯持有 15%的和泰人寿。到目前为止，网上保险公司已经在短期产品中获得了市场份额。然而，高附加值的长期产品仍然掌握在市场领导者手中。

大型寿险公司的内含价值(EBV)增长将加速。由于监管机构的政策，我们预计人寿险公司将推出更多的长期保障类型寿险或健康险产品，以提高长期股东的价值。没有强大的产品设计和风险评估能力的小型保险公司将失去市场份额。我们认为，新华保险(1336HK)正处于转型的正轨。于 1H17，其寿险保费同比下降 3.9%，但 EBV 同比上涨 29.5%。

中性

分析师:陈宋恩

Tel:(852)21478805

电邮:philipchan@abci.com.hk

重要数据

2018 年市盈率均值(x)	13.6
2018 年市净率均值(x)	1.4
2018 年股息率均值(%)	1.9

来源:彭博、农银国际证券预测

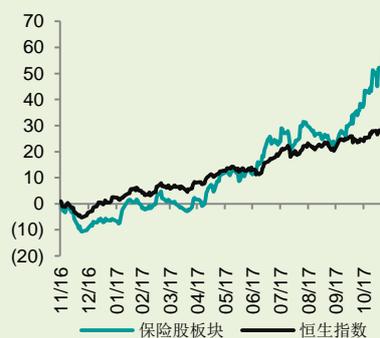
行业表现(%)

	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

EBV 增长并不表示股价表现。从 2014 年底至 2017 年六月底止，新华保险、太保(2601HK)、平安(2318HK)和中国人寿(2628HK)的每股 EBV 分别增长 67%、58%、57%和 53%，标准偏差小于 6ppt。低标准差表示这些公司在相同的商业环境下运作，并达到类似水平的 EBV 增长。但在同一时期，其股票总回报分别为+3.2%， -11.8%， +34.1%和-17.4%。

综合金融保险股股价表现胜纯保险股。从需求方面来看，保险产品只是个人或企业需要增强或保护财富的金融产品之一。当金融服务需求范围扩大时，纯粹的保险公司很难增加客户的黏性或优化客户的回报。自 2012 年底以来，综合金融保险股的股价表现超越纯保险公司股。

金融科技因素增加了综合金融保险集团的价值，并帮助小型保险公司从大型企业中脱颖而出。金融科技有助于优化综合金融保险集团各个业务部门之间的协同效应。然而，直到 2017 年第三季度，中国仅有四家纯网上财险公司的业务运营仍在盈亏平衡点以下，尽管他们的保费收入保持强劲增长，但他们的总市场份额仍不到 1%。他们的商业模式仍缺乏可靠的可持续利润记录。在线保险公司的主要弱点是客户黏性低，购买客户成本高，这可能部分归因于他们缺乏社交媒体功能。

关注市场赢家-平安(2318HK)。平安是第二大寿险和财险公司，市场份额依然在增加。中国平安和最大寿险公司中国人寿(2628HK)的市场份额差距正在缩小，但与第三大寿险公司太平洋保险(2601HK)之间的市场差距正在扩大。在财险保险方面，平安与最大财险公司中国财险(2328HK)的市场份额差距正在缩小，但与第三大寿险公司太平洋保险之间的市场差距正在扩大。金融科技的应用有助于平安优化保险、证券、信托、银行和在线金融单位之间的协同效应。



图表 1:H 股保险公司内含价值评估的现状

	中国人寿 (2628HK)	新华保险 (1336HK)	中国平安 (2318HK)	中国太保 (2601HK)	人保集团 (1339HK)	中国太平 (966HK)	中再保 (1508HK)
风险贴现率(%)	10.0	11.5	11.0	11.0	10.0	11.0	10.5
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
报告 2016 年总投资收益率(%)	4.56	5.1	5.3	5.2	5.8	5.01	5.48
2016 年末内含价值(人民币/股)	23.07	41.50	34.88	27.14	3.34	28.51	1.80
2016 年末账面净值(人民币/股)	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、农银国际证券

图表 2:行业财务表现

公司	代码	每股 内含价值 (人民币)	1-6/2017 寿险 新保单价值 (同比)	17 上半 年 ROAA (p.a.)	17 上半 年 ROAE (p.a.)	6/2017 净资产 (%Ytd)	6/2017 资产 /权益 (x)	17 上半 年投资 收益率 (%p.a.)	17 上半 年财产险 综合 成本率	9/2017 人寿险 核心 偿付能力	9/2017 财产险 核心 偿付能力
中国人寿	2628	24.68	31.7%	0.90	8.00	1.64	9.19	4.6%	-	278%	216%
新华保险	1336	45.55	76.7%	0.92	10.71	4.40	11.43	4.9%	-	273%	-
中国平安	2318	40.43	46.2%	1.70	21.47	11.04	11.22	4.9%	96.1%	230%	217%
中国太保	2601	29.96	59.0%	1.24	9.89	(0.19)	8.33	4.7%	98.7%	245%	243%
人保集团	1339	3.34	81.6%	2.67	13.62	5.33	5.48	5.4%	-	176%	242%
中国太平	966	25.09	63.5%	4.80	19.57	7.03	4.17	4.0%	98.8%	244%	181%
人保财险	2328	-	-	1.13	8.82	8.96	8.08	-	95.5%	-	242%
众安在线	6060	-	-	(3.1)	(4.3)	(4.3)	1.39	3.3%	129.3%	-	1135%
中再保	1508	1.80	73.0%	2.31	8.23	1.73	4.22	5.7%	98.2%(P)	211%(Re)	200%(Re) 278%(P)
优胜者			人保集团	太平	平安	平安	新华	中再保	人保财险	中国人寿	众安

(P):原保;(Re):再保

来源:公司、农银国际证券

图表 3:原保险保费收入

人壽保險 保費	1-10/2017 (人民幣 10 億)	變化 (同比)	2016 (人民幣 10 億)	變化 (同比)	2015 (人民幣 10 億)	變化 (同比)
中国人寿(2628HK)	469.6	19.0%	430.6	18.3%	364.1	9.9%
平安人壽 ¹	320.6	35.6%	275.2	32.0%	208.4	19.8%
太保人壽 ²	162.5	28.8%	137.4	26.5%	108.6	10.0%
太平人壽 ⁴	103.7	25.8%	112.6	0.6%	79.9	22.7%
人保人壽 ³	100.6	1.9%	105.1	17.5%	89.4	13.6%
新华保險(1336HK)	98.2	(3.9%)	94.4	18.1%	111.9	1.8%
人保健康 ³	13.6	(20.9%)	23.7	47.5%	16.1	1.9%
平安健康 ¹	1.8	173.3%	0.8	50.7%	0.5	24.6%
財產保險 保費	1-10/2017(人 民幣 10 億)	變化 (同比)	2016 (人民幣 10 億)	變化 (同比)	2015 (人民幣 10 億)	變化 (同比)
人保財險(2328HK) ³	287.1	12.0%	310.5	10.5%	281.0	11.3%
平安財險 ¹	173.8	22.6%	177.9	8.7%	163.6	14.5%
太保產險 ²	85.6	9.0%	96.1	1.7%	94.4	1.7%
中国人寿財險 ⁵	53.0	10.0%	59.7	18.6%	50.4	24.7%
大地財險 ⁶	30.5	16.1%	32.0	20.2%	26.6	18.9%
太平 ⁴	17.7	19.1%	18.2	16.4%	15.6	17.7%
众安在线财产(6060HK)	4.7	80.1%	3.4	49.6%	2.3	188.6%

¹ 平安保險(集團)(2318HK)分別擁有 99.51%、75.01%和 99.51%的平安人壽、平安健康和平安財險

² 中國太平洋保險(集團)(2601HK)分別擁有 98.29%和 98.5%的太平洋人壽(太保人壽)和太平洋財產(太保產險)

³ 人民財產保險有限公司(集團)(1339HK)分別擁有 80%、68.98%和 93.95%的人保人壽、人保財險和人保健康

⁴ 中國太平保險(966HK)分別擁有 75.1%和 100%的太平人壽和太平

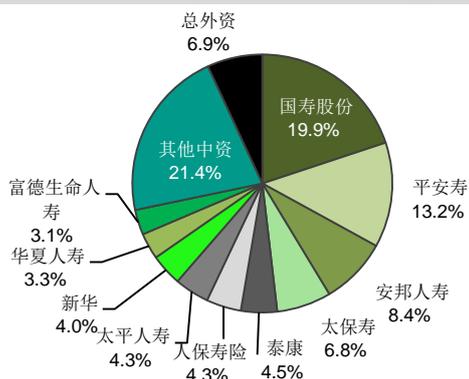
⁵ 中國人壽(2628HK)持有 40%中國人壽財險

⁶ 中國再保險(1508HK)擁有 93.18%的中國大地財險

来源:中国保监会、农银国际证券

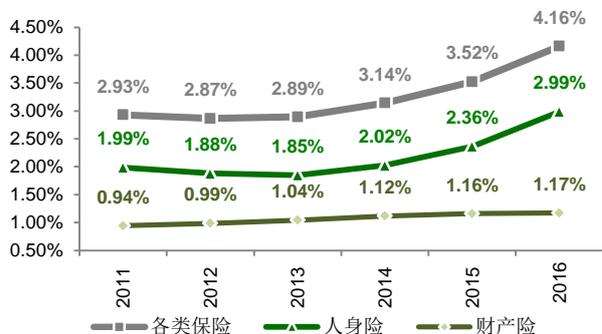


图表 4:10 大寿险公司(由原保费收入来衡量)(1-9/2017)



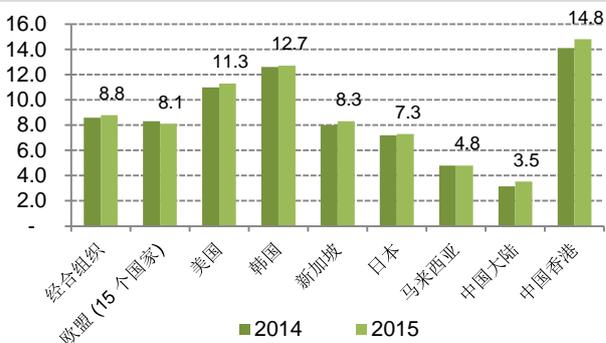
来源:中国保监会、农银国际证券

图表 6:保险深度(GDP 占比)



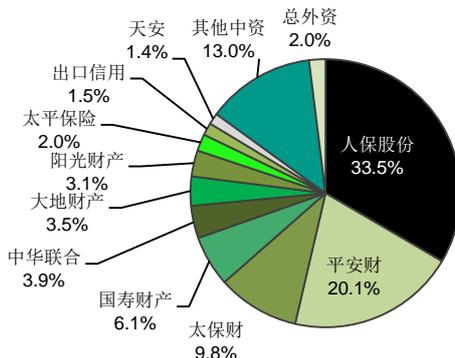
来源:中国保监会、国家统计局、农银国际证券

图表 8:保险深度(GDP 占比)



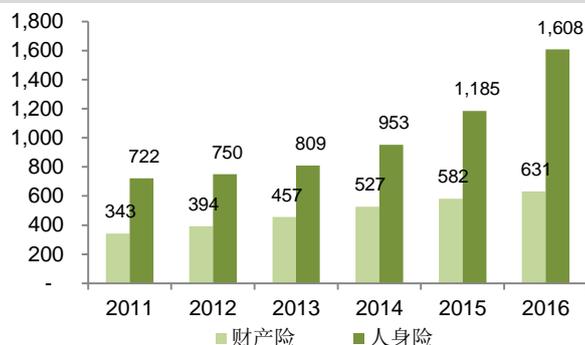
来源:经合组织、中国保监会、国家统计局、农银国际证券

图表 5:10 大财产保险公司(1-9/2017)



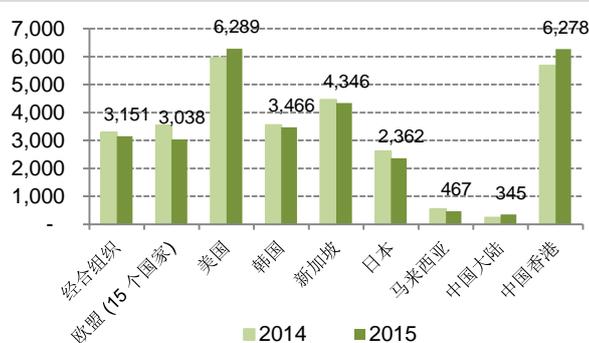
来源:中国保监会、农银国际证券

图表 7:保险密度(人均人民币)



来源:中国保监会、国家统计局、农银国际证券

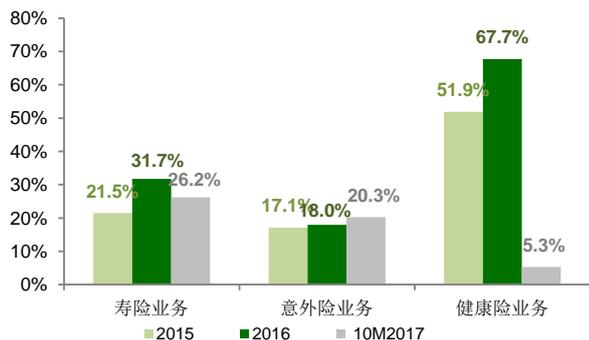
图表 9:保险密度(人均美元)



来源:经合组织、中国保监会、国家统计局、农银国际证券

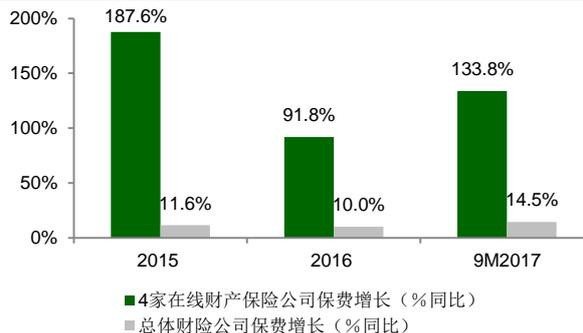


图表 10: 寿险原保险保费收入同比增长(%)



来源:中国保监会、农银国际证券

图表 11: 产险原保险保费收入同比增长(%)



来源:中国保监会、农银国际证券

图表 12: 行业估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司	股票代码	评级	股价 (港元)	股价/内含价值 (x)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)	FY17E ROAE (%)	FY18E ROAE (%)
中国人寿	2628HK	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	1336HK	买入	39.80	0.83	17.02	13.60	1.68	1.50	1.69	1.96	10.27	11.66
中国平安	2318HK	买入	52.25	1.30	12.39	10.95	1.86	1.62	1.66	1.88	15.60	15.78
中国太保	2601HK	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	1339HK	持有	3.28	0.85	7.76	7.16	0.85	0.76	0.81	0.81	11.61	11.25
中国太平	966HK	-	19.86	0.70	12.85	11.06	1.16	1.04	0.47	0.61	9.43	9.93
中国财险	2328HK	买入	13.04	-	8.22	7.56	1.25	1.10	2.83	3.14	17.44	15.44
中再保险	1508HK	持有	1.73	0.83	10.58	9.28	0.84	0.78	3.39	3.66	8.20	8.74

来源:彭博、公司、农银国际证券预测



中国证券业

投资银行业务稳步向前

- 在 1H17 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正在回升
- 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(6066HK)及广发(1776HK), 因其投资银行业务和资产管理业务风险的代表性

1H17 业绩回顾。在 1H17, 行业收入和利润分别下降了 9% 和 11%, 主要由于 A 股市场的放缓。行业 ROE 也从 2016 年的 8.0% 下降到 1H17 年的 6.5%。

走出低谷。总的来说, 我们预计未来 12-18 个月的经纪行业前景将会渐趋改善。我们总体预期 2017-18 年行业 ROE 为高单位数, 而部份券商如中信建投应该继续享受高于平均水平的 ROE。

投行业务恢复中。自 4Q16 以来, 政府加大了对债券发行的控制力度, 导致发行量大幅下降。因此, 1H17 直接融资仅占社会总融资的 1%。但是, 三季度直接融资大幅回升, 占社会融资总额的 15%。这表明投资银行业务环境正在好转。

直接融资兴起。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 股日均成交额在近几个月大致回升, 从 2017 年 1 月的人民币 3,755 亿元升至 3Q17 的 5,100 元人民币。与此同时, 2H17 的基数较低(A 股日均成交在 2H16 为人民币 5,100 亿元, 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(6066HK)和广发(1776HK)看高一线。目前中信建投拥有同业中投资银行业务比重最高的稀缺价值。此外, 我们也继续推荐广发, 因它在资产管理业务方面较强。在 1H17, 中信建投和广发在 ROAE 方面表现优于同业。

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) 21478809

电邮: stevechow@abci.com.hk

主要数据

2018 年预测市盈率均值(x)	12.2
2018 年预测市账率均值(x)	1.1
2018 年预测股息率均值(%)	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	(6.7)	(12.2)
3 个月	(4.4)	(15.3)
6 个月	(1.0)	(25.7)

*相对于 MSCI 中国

来源: 彭博、农银国际证券

1 年行业表现(%)

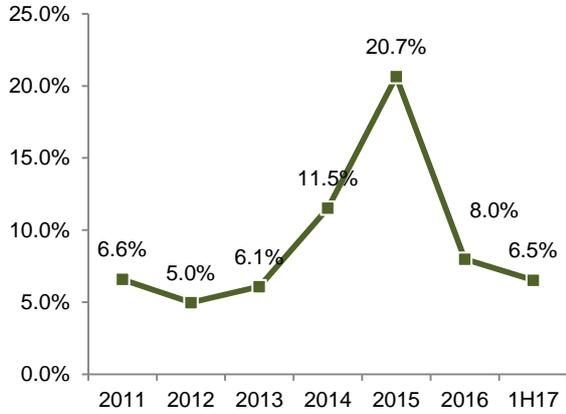


MXCN=MSCI 中国

来源: 彭博、农银国际证券

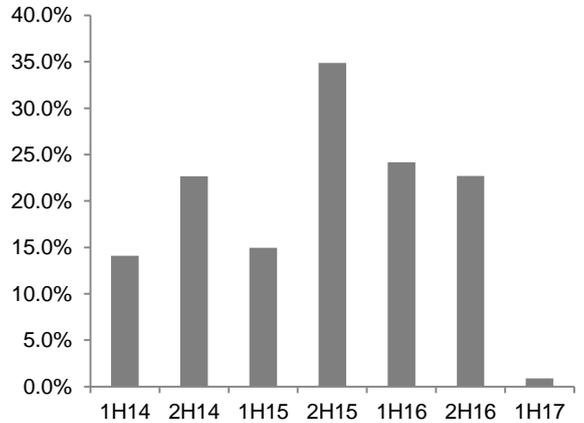


图表 1:行业平均股本回报率(ROAE)



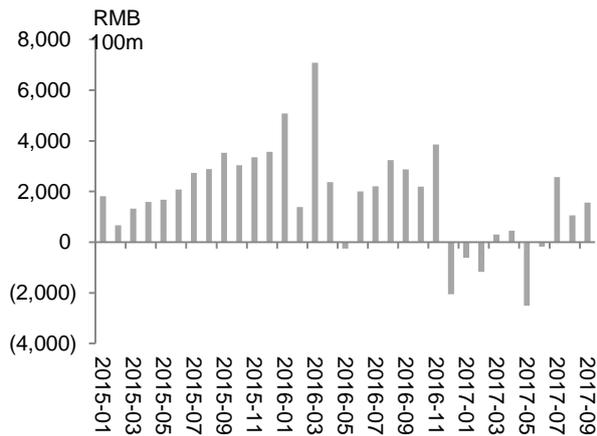
来源:中国证券业协会, 农银国际证券

图表 2:直接融资占总融资的百分比



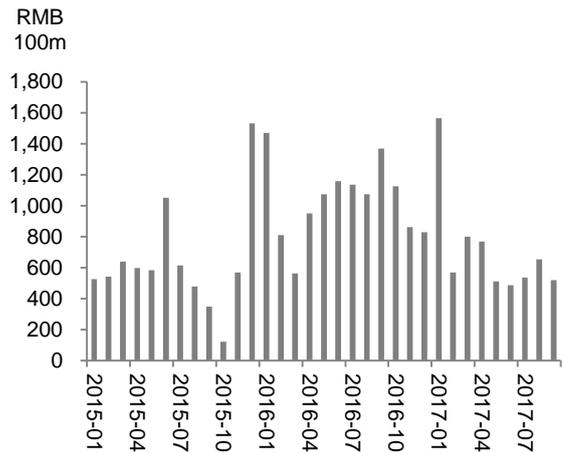
来源:中国人民银行

图表 3:企业债券净融资量



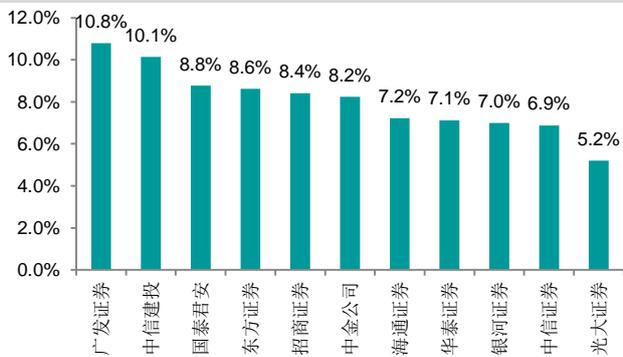
来源:中国人民银行

图表 4:非金融企业境内股票融资



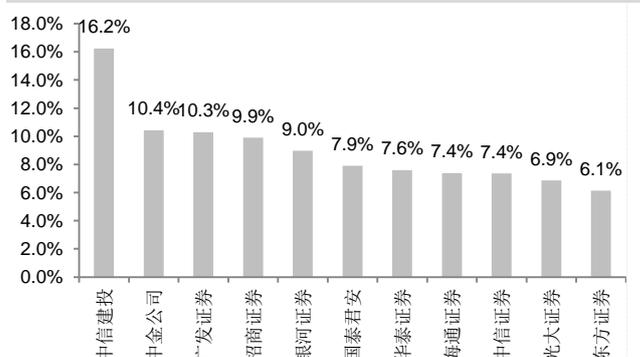
来源:中国人民银行

图表 5:ROAE 比较(1H17)



来源:公司,农银国际证券

图表 6:ROAE 比较(2016)



来源:公司,农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 7: 行业估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市账率 (x)	FY18E 市账率 (x)	FY17E 股息率(%)	FY18E 股息率(%)
中信建投	6066HK	买入	8.4	22%	7.6	6.5	1.0	0.9	3.0	3.5
广发证券	1776HK	买入	17.5	11%	11.7	10.2	1.2	1.2	2.9	3.3
招商证券	6099HK	买入	13.6	11%	12.0	10.1	1.1	1.1	3.2	3.7
东方证券	3958HK	持有	7.7	3%	14.0	11.1	0.9	0.9	2.4	2.9
国联证券	1456HK	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

2018 年盈利将继续快速增长

- 预售价格上升将驱使毛利率持续改善;我们覆盖的中国开发商 2018 年核心利润将预期录得平均 28%的同比增长
- 租售并举为政府新的关键举措;拥有具规模租赁业务的开发商有望提升市场占有率
- 物业管理业务有可能成为新的增长动力
- 我们对中国房地产业维持正面。大型上市开发商,如**恒大(3333HK)**和**融创(1918)**等将受惠市场整合趋势

2018 年毛利率和盈利将持续改善。因平均售价上升,主要香港上市中国开发商的毛利率从 1H16 的 26.6%回升至 1H17 的 31.5%。鉴于 10M17 的预售均价同比上涨 11%,我们预计 2018-19 年毛利率将上升。另外,主要上市开发商 10M17 预售额同比上涨 45%,而我们预计相当大的比例将在 2018 年入帐。在利润率明显改善和入帐收入上升的情况下,我们覆盖的开发商核心盈利(不包括恒大和融创)将预计在 2018 年同比上涨 28%(2017 年:同比上涨 37%)。上半年平均净负债率环比上涨 19.6 个百分点至 85.0%。不包括融创(1918HK)和恒大(3333HK)等两家上半年债务增幅较大的企业,净负债率环比上涨 8.9 个百分点至 68.7%。尽管政策收紧,开发商仍在扩大土地储备。特别是预售额大幅攀升(10M17:同比上涨 142%)的融创表示,超过 71%的土地储备是通过并购购买的。由于银行依然为开发商提供并购贷款,我们认为市场整合的趋势将持续下去,大公司的净负债率将短期难以回落。我们预计香港上市的开发商的 2018 年销售目标将有 5-10%同比增长(而我们的全国新房销售预测同比下降 5-10%)。由于限购政策并没有出现减退的迹象,我们预计 2018 年预售均价将持平,增长将主要来自建筑面积的推动。

租售并举为政府新的关键举措。在第 19 届全国人民代表大会上,租售并举被列为新的房地产政策重点。租售并举的方向是通过减少投机性购买和增加租赁需求来促进健康的租赁市场。根据个人的财务状况,市民可以通过租赁或购买满足住房需求。根据中原地产在二手住宅市场的数据,截至 2017 年九月一线城市的租金指数较 2004 年上升 77-138%,但租金收益率仅为 1.39-1.63%(2004 年为 3.95-7.37%),房地产价格上涨的速度要快得多。鉴于目前 1-2%的租金收益难以支付融资成本(五年期基准利率为 4.9%),业主对出租物业去获取收益的激励有限。相反,我们相信大部分物业投机者会把物业空置,直至出售获利。除非政府提供更多的激励措施来鼓励个人投资者买房收租,否则只能透过增加租赁土地供应来提高租金回报。随着出租房屋土地供应的增加,土地成本可能会下降,开发商的开发成本也会降低。我们认为,金茂(817HK, 买入),龙湖(960HK, 未评级),华润置地(1109HK, 未评级)租金收入占比高的发展商将受益于租赁市场的发展。另一方面,采用高资产周转模式的开发商,对于租赁物业开发经验有限,可能会失去市场份额。

物业管理业务可能成为新的增长动力。租售并举政策最终可能会使开发商把注意力集中在经常性收入上,例如租金和物业管理收入等。据中国指数研究院统计,物业管理行业的管理建筑面积达 185 亿平方米,同比增长 6%。随着市场的整合,大型物业管理公司的增长速度将会加快。前 10 位物业管理公司的市场份额从 2013 年的 4.9%上升到 2016 年的 10.2%;其 2016 年平均管理总建筑面积及收入亦分别同比上升 41.3%及 41.6%至 1.18 亿平方米及人民币 31.4 亿元。我们认为主要大型开发商的物业管理子公司,将能够从母公司获得大量项目,因此特别受益。物业管理行业一直受到劳动力成本上升的压力,因为物业管理合同续约时一般只能小幅增加管理费。但是,随着智能手机渗透率的上升,物业管理公司的 O2O 业务带来可观的利润增长。

正面

分析员:董耀基

电话:(852)21478311

电邮:kennethtung@abci.com.hk

主要数据

2018 年预测市盈率均值(x)	5.9
2018 年预测市账率均值(x)	0.9
2018 年预测股息率均值(%)	6.3

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	(5.3)	(11.4)
3 个月	20.0	11.0
6 个月	44.4	27.9

*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

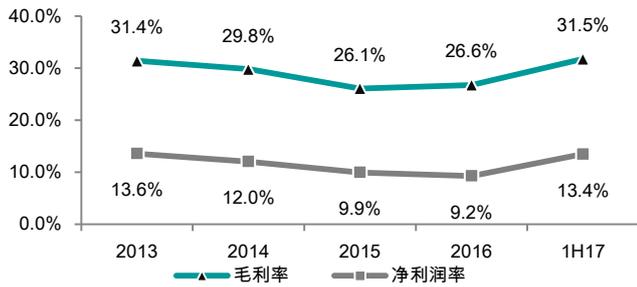
2016年，前100名物业管理公司的增值业务(VAS)平均净利润同比增长48%，而传统管理业务仅同比增长3%；前100位的增值服务业务(VAS)净利润率同比增长了3.1个百分点至16.56%，而传统管理业务的净利润率仅为5.36%。规模较大的物业管理公司，可以接触到更多的潜在O2O用户群，因此VAS收入将会有较大的增长。

对中国房地产业维持正面评级,因可能有更多开发商被纳入为恒指或国企指数。我们对中国地产业感到乐观。碧桂园(2007HK)于2017年12月4日纳入恒指。基金经理极有可能增加其在中国房地产行业的投资组合比重。我们相信中国恒大(3333HK)和融创(1918HK)等两家大型开发商亦可能成为恒指成分股。H股指数亦将在2018年重新洗牌，大型P股开发商有望被加入指数当中。我们相信市场将继续支持大市值上市开发商，特别是在行业整合的时候。我们建议：**(1)买入中国恒大(3333HK)**，因其子公司恒大地产在第三轮增资后，净负债率有望大幅减少；**(2)买入融创(1918HK)**，因为纵使行业年底销售放缓，其预售情况依然大幅增长并好于预期。对于中小盘股，我们偏爱低估值及高股息率的开发商如**时代(1233HK)**、**禹洲(1628HK)**和**旭辉(884HK)**。

风险因素:1)发行新股的风险;2)进一步的政策收紧;3)通过并购获得土地可能导致行政开支上升;4)利率及外汇风险;4)出租房屋政策可能影响开发商的土地储备补充;5)境内融资环境更加恶化;6)扩展到非地产业务。

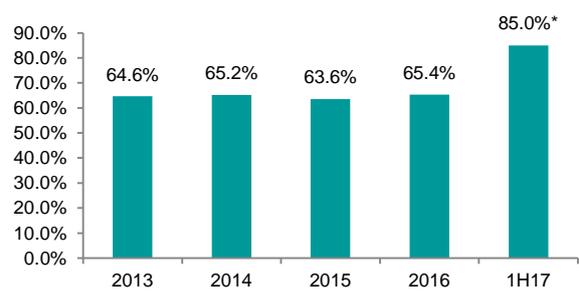


图表 1:香港上市的中国开发商毛利率趋势



来源:公司数据、农银国际

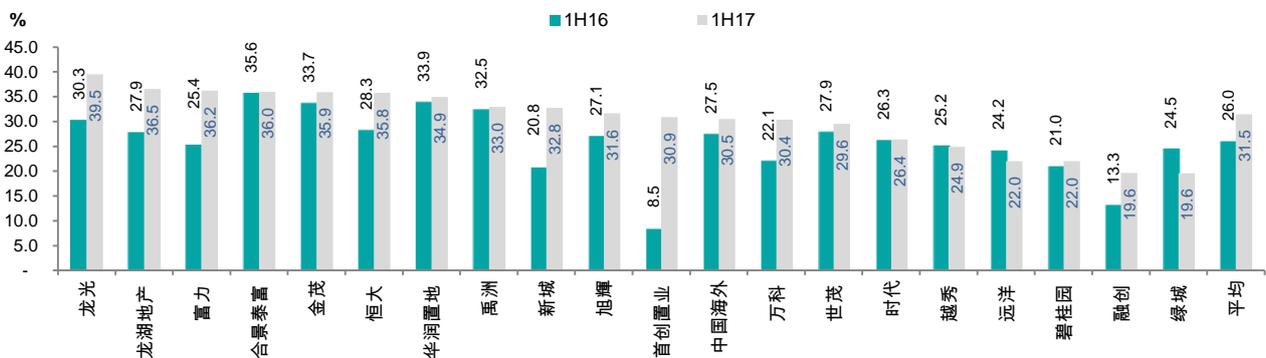
图表 2:香港上市的中国开发商净负债率



*如不计恒大及融创, 1H17 净负债率为 68.7%

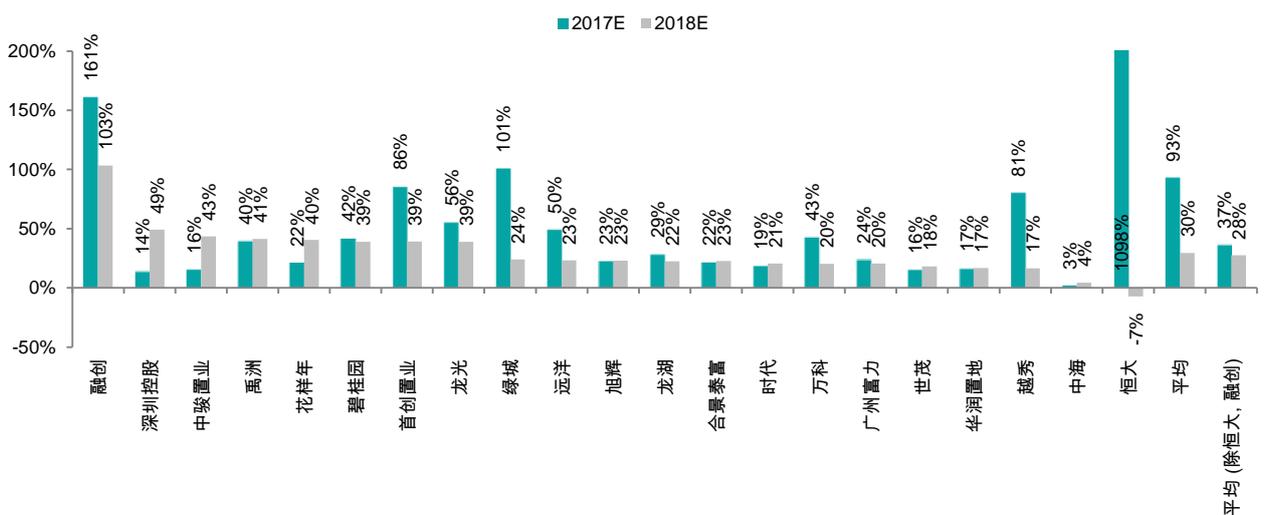
来源:公司数据、农银国际

图表 3:香港上市的中国开发商的毛利率



来源:公司数据、农银国际

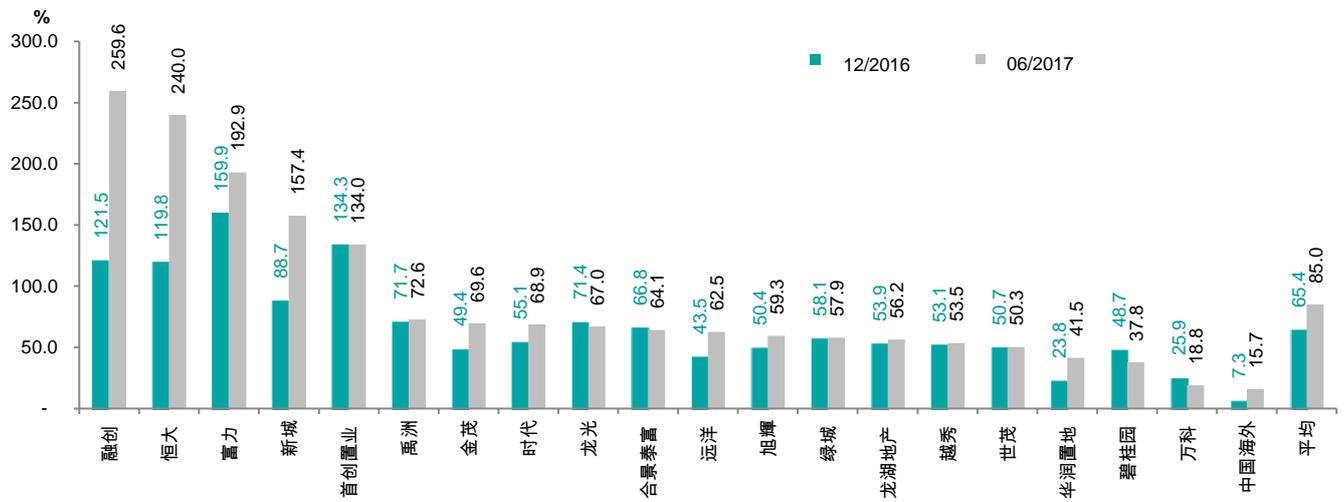
图表 4:2017-18 年度核心盈利增长预测



来源:公司数据、农银国际

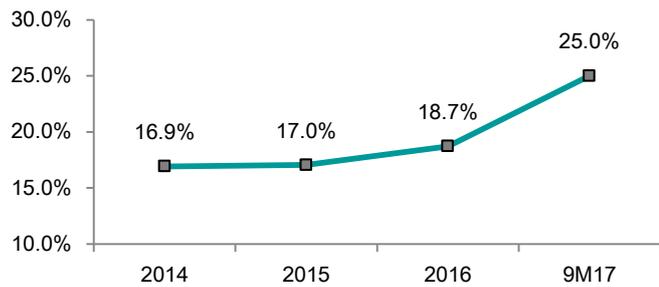


图表 5:香港上市中国开发商的净负债率



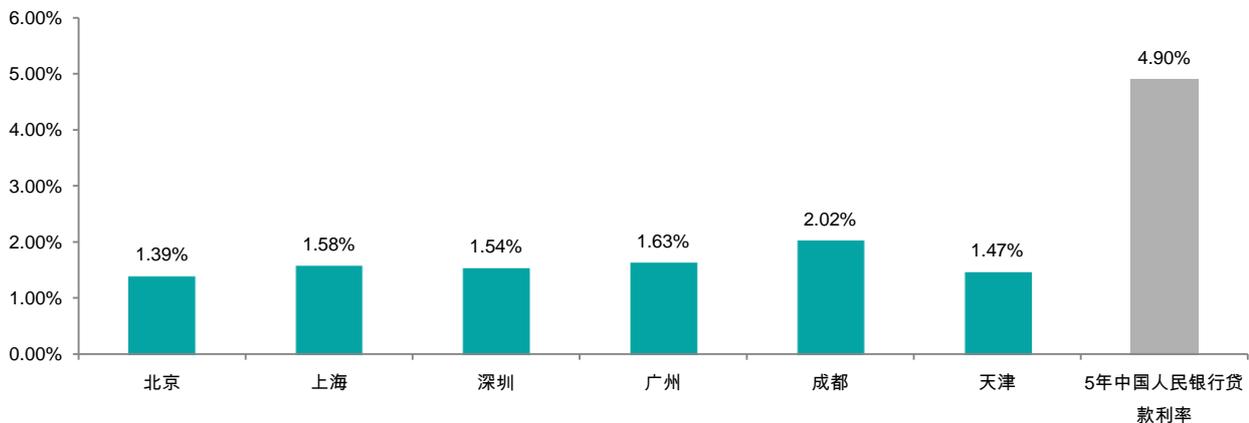
来源:公司数据、农银国际

图表 6:10 大中国开发商的市场份额



来源:公司数据、农银国际

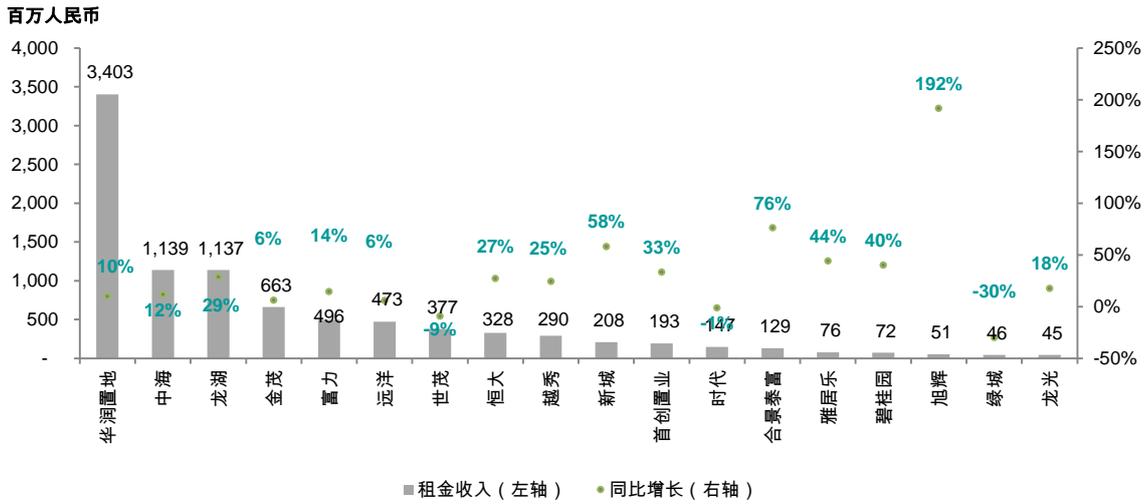
图表 7:一线城市租金收益率与人民银行利率(2017年9月)



来源:中原地产、农银国际

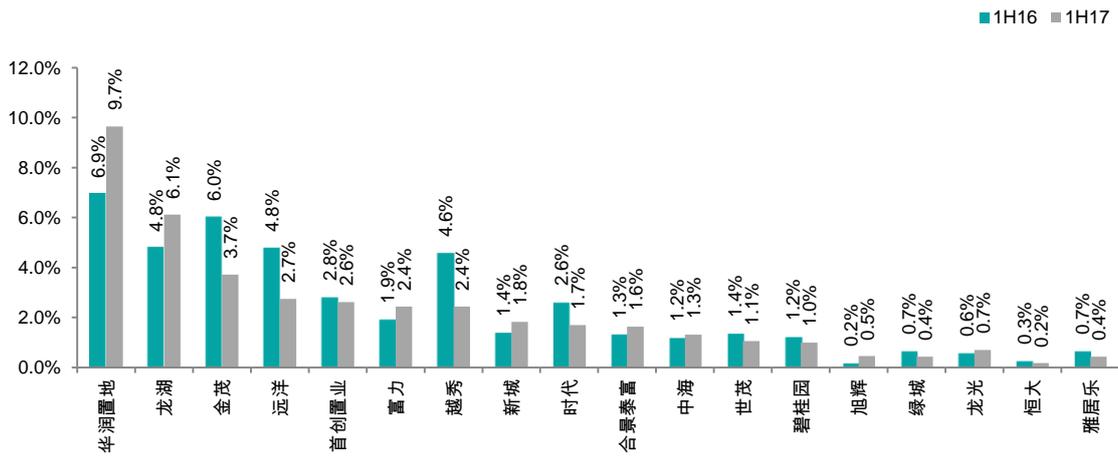


图表 8:中国开发商的租金收入(1H17)



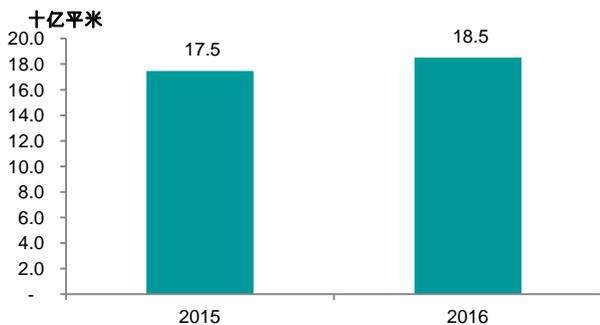
来源:公司数据、农银国际

图表 9:租金收入占总收入的百分比(1H17)



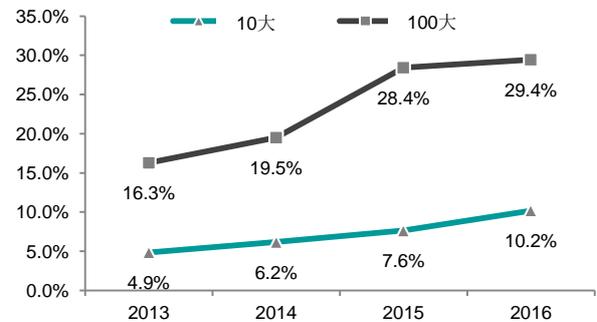
来源:公司数据、农银国际

图表 10:物业管理行业的总管理总建筑面积



来源:中国指数研究院,农银国际

图表 11:按管理总建筑面积计算的前 10 大和前 100 大物业管理公司的市场份额



来源:中国指数研究院,农银国际

图表 12:前 100 大物业管理公司的平均管理建筑面积和收入(2016 年)

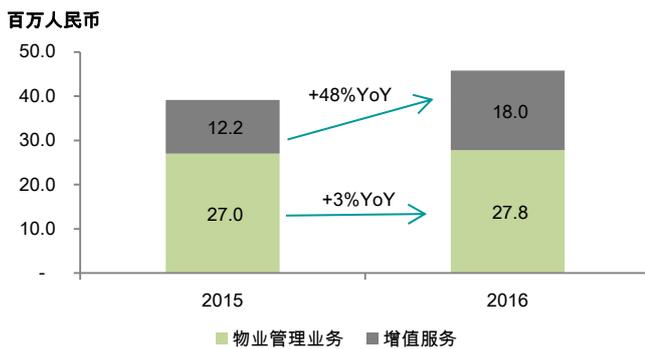
	平均管理建筑面	同比	平均收入	同比
	百万平米	%	百万人民币	%
前 10 名	188.39	41.3%	3,140	41.6%
前 11-30	37.05	21.1%	1,038	22.0%
前 31-50	16.23	1.5%	399	1.5%
前 51-100	11.47	0.5%	246	0.7%

来源:中国指数研究院,农银国际

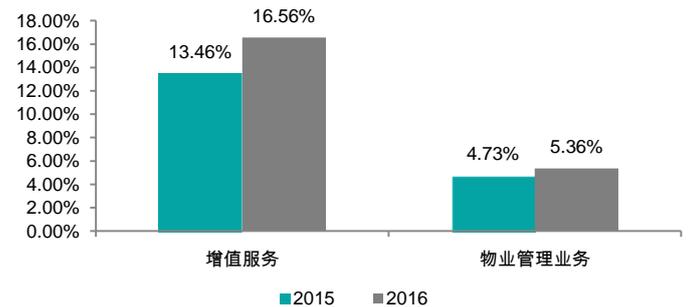
图表 13:前 100 大物业管理公司按物业类型的管理费

(人民币/平米/月)	2016	2015	同比
办公室	7.86	7.89	-0.4%
商业	7.04	6.96	1.1%
住宅	2.31	2.24	3.1%
学校	3.38	3.7	-8.6%
医院	6.87	6.76	1.6%

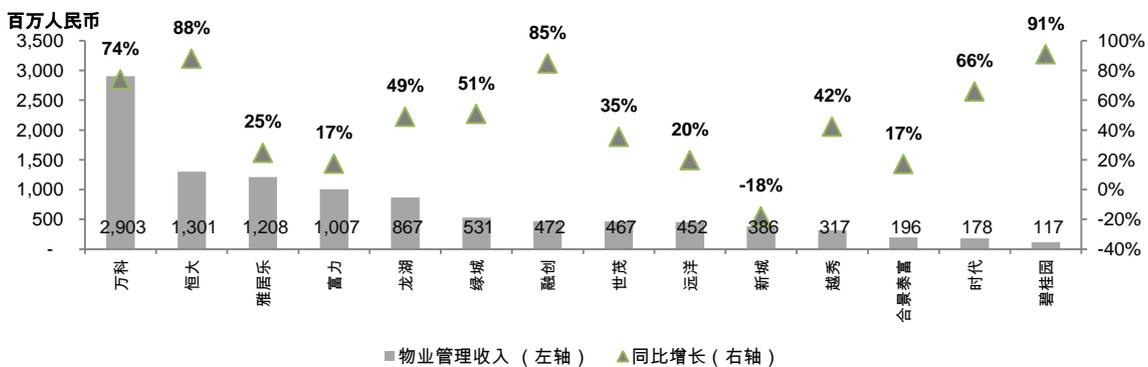
来源:中国指数研究院,农银国际

图表 14:前 100 大物业管理公司的净利润


来源:中国指数研究院,农银国际

图表 15:前 100 大物业管理公司的净利润率


来源:中国指数研究院,农银国际

图表 16:中国开发商的物业管理收入(1H17)


*只包括单独披露物业管理业务的主要在香港上市中国开发商

来源:公司数据、农银国际



图表 17:主要中国开发商预售额(10M17)

		10M17				2017Target			目标完成率
		金额	同比	建筑面积	同比	均价	同比	目标	
		10 亿人民币	%	000 平米	%	人民币/平米	%	人民币 10	
1	融创	249.0	142	14,351	198	17,348	(19)	300.0	83.0%
2	龙湖地产	140.4	89	9,131	83	15,377	4	150.0	93.6%
3	碧桂园	484.8	79	53,120	60	9,126	11	500.0	97.0%
4	旭辉	78.9	70	4,514	75	17,471	(3)	80.0	98.6%
5	禹洲	32.4	59	1,896	17	17,100	36	40.0	81.0%
6	中国澳园	30.1	56	2,951	34	10,189	17	33.3	90.3%
7	远洋	55.7	45	2,906	25	19,164	16	70.0	79.6%
8	金茂	41.7	42	1,761	39	23,661	2	51.0	81.7%
9	龙光	34.9	42	1,987	1	17,564	40	37.0	94.3%
10	万科	432.9	39	29,121	25	14,865	11	na	na
11	世茂	78.6	39	4,685	15	16,780	21	88.0	89.3%
12	保利	237.9	37	17,017	30	13,979	5	na	na
13	恒大	422.3	33	42,473	10	9,943	21	450.0	93.9%
14	时代	31.6	32	1,814	(15)	17,438	55	32.5	97.3%
15	合景泰富	24.9	29	1,559	5	15,976	23	28.0	89.0%
16	越秀	32.0	29	1,843	(10)	17,354	42	33.0	96.9%
17	富力	66.1	25	5,120	27	12,911	(2)	73.0	90.5%
18	华润置地	112.7	24	7,352	12	15,326	11	120.0	93.9%
19	首创置业	37.9	12	1,907	11	19,853	1	50.0	75.7%
20	绿城	81.9	4	3,420	(14)	23,947	22	90.0	91.0%
21	中国海外	200.6	3	12,422	4	16,149	(1)	210.0	95.5%
22	深控	10.6	(43)	510	(41)	20,827	(4)	19.1	55.6%
	总共	2,981.3	45	227,158	31	13,124	11	2,520	91.7%

*港币

来源:公司数据、农银国际

图表 18:行业估值(数据截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名称	代码	现时评级	目标价(港元)	上升潜力(%)	FY17E 市盈率(x)	FY18E 市盈率(x)	FY17E 市账率(x)	FY18E 市账率(x)	FY17E 股息率(%)	FY18E 股息率(%)
恒大	3333HK	买入	35.80	27%	9.5	10.3	4.9	3.9	-	4.9
融创	1918HK	买入	42.20	9%	31.8	15.6	4.5	4.0	1.3	2.6
时代	1233HK	买入	11.20	54%	5.2	4.3	1.1	0.9	5.8	6.9
禹洲	1628HK	买入	6.90	77%	4.4	3.1	0.9	0.8	7.5	11.3
旭辉	884HK	买入	5.90	34%	7.1	5.8	1.4	1.2	4.7	4.9
龙光	3380HK	买入	8.80	23%	7.1	5.1	1.5	1.3	5.5	6.7
深控	604HK	买入	4.90	47%	8.2	5.5	0.7	0.6	6.1	9.1
金茂	817HK	买入	4.55	27%	12.7	8.8	1.3	1.2	5.4	4.5
中国海外	688HK	买入	34.90	42%	9.6	9.2	1.1	1.0	3.2	3.4
花样年	1777HK	买入	1.45	32%	6.9	4.9	0.5	0.4	4.5	6.4
绿景	95HK	买入	3.10	27%	64.6	14.4	1.9	1.9	1.0	4.3
绿城	3900HK	持有	11.20	25%	6.8	5.5	0.6	0.6	3.0	3.7

来源:彭博、农银国际预测



中国替代能源业 能源架构重组:刺激长远增长

- 中国在共产党第十九次全国代表大会上再次强调国家能源结构将由火电向替代能源转变
- 中国核电发电量在 2016-20 年期间, 将可能录得 15%的年均复合增长率发展, 基本面依然强劲
- 中国风力发电量在 2016-20 年期间将录得 15%的年均复合增长率
- 我们维持对中国替代能源行业的正面评级。建议买入**龙源电力(916HK)**

中国共产党第十九次全国代表大会(十九大)上, 再次强调将国家能源结构从火电转变为替代能源。在十九大会议上, 习近平主席指出要壮大清洁能源产业, 构建清洁低碳、安全高效的能源体系。中国改变现有能源结构的决心不变, 政府将继续推动清洁能源(包括核能, 风能, 水能, 太阳能等)的发展。火电能源在中国总发电量中的贡献率从 2006 年底的 84% 下降到 2016 年底的 65% 与此同时, 核电/风电在 2016 年占总发电量的 4%/4%, 而十年前为 2%/0.1%。政府将继续推进能源改革, 这将惠及替代能源行业。

核电的贡献率从 2001 年的 1% 上升到 2017 年的 4%。受益于近年来的强劲增长, 核电在中国整体发电量中的贡献不断增加。根据中国电力企业联合会(CEC)的数据, 在 2001 年 1 月, 核电仅占全国发电量的 1%, 该数字在 2017 年 8 月上升至 3.9%。中国的核电装机容量将继续增加, 我们预计其对总发电量的贡献将趋于上升。

中国核电发电量在 2016-20 年年均复合增长率将达到 15%, 强劲基本面仍将持续。根据国家能源局(NEA)于 2016 年 11 月 7 日公布的“电力十三五规划”, 中国的目标是将全国核电装机容量从 2016 年年底的 34GW 提高到 2020 年年底的 58GW, 意味着 2016-20 年的年均复合增长率将达到强劲的 15%。如果我们假设核电的平均利用小时数在今后几年保持在 6000 小时左右, 核电发电量将达到 3660 亿千瓦时, 2016-20 年的年均复合增长率将达到可观的 15%。如此强劲的增长对核电运营商来说是一个长期的利好消息。

2016-20 年风电发电量将以每年 15% 的速度增长。根据国家发展和改革委员会(NDRC)于 2016 年 12 月发布的“可再生能源十三五规划”, 中国计划在 2020 年底前实现风电容量不低于 210GW, 相对于 2016 年底的 149GW, 将有 41% 的增长, 而 2016-20 年的年均复合增长率将达到 9%。此外, 该计划还显示, 到 2020 年底, 风力发电量将达到至少 4,200 亿千瓦时, 比 2016 年底的 2490 亿千瓦时增长 74%, 这意味着 2016-20 年的年均复合增长率将达到 15%。这个目标意味着风电利用小时数需要从 2016 年的 1742 小时提高到 2020 年的 2000 小时。如此大幅增加的发电量将加速风电运营商的盈利。

未来几年风电电价将可能下调 10%。中国将继续降低风电电价, 使风电成为具有成本竞争力的能源。中国全国平均风电电价已经从 2009 年的人民币 0.56 元/千瓦时(含增值税)下降到 2016 年的人民币 0.53 元/千瓦时。国家发改委于 2016 年 12 月宣布, 2018 年新的风电电价将进一步降至人民币 0.48 元/千瓦时, 比十年前下降 14%。然而, 修订后的风电电价仍将高于富裕地区(例如广东, 上海, 浙江等, 贫困地区的电价一般会更低)的平均火电电价人民币 0.43 元/千瓦时。我们认为未来几年风电电价将再下调 10% 左右。风电运营商的主要盈利驱动因素将取决于利用小时数的提高和装机容量的增长。

正面

分析员: 吴景荃
电话: (852) 21478869
电邮: kelvinng@abci.com.hk

主要数据

2018 年预测市盈率均值(x)	7.1
2018 年预测市净率均值(x)	0.8
2018 年预测股息率均值(%)	3.6

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	(11.9)	(15.5)
3 个月	7.6	2.1
6 个月	11.3	(1.2)

*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

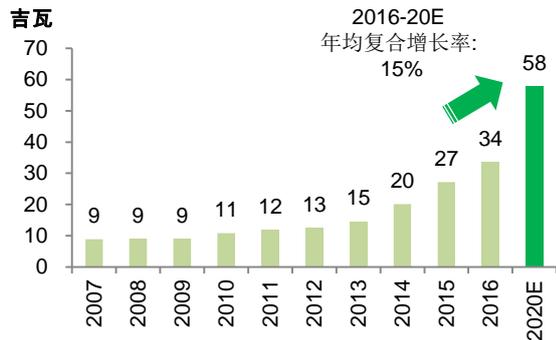
2022 年展望，能源架构重组将继续。从火力发电转向替代能源发电将继续。我们估计火电能源在总发电量中的比例将从 2016 年的 65% 下降到 2022 年的不足 60%。与此同时，2022 年核电/风电发电量将从占 2016 年的 4%/4%，上升到占总发电量的 5%/6%。在这两种替代能源之中，我们对核能的兴趣比较高，因为它的效率更高。此外，目前核电只占总发电量的 4%，远低于发达国家平均水平的 50%。

替代能源行业评级正面；我们喜欢龙源(916HK)。我们对核电和风电行业持乐观态度。对于风电运营商而言，我们偏好**龙源电力**，因为其在市场上的主导地位以及其优质风电资产遍布全国。

风险因素:1)长期风电电价下降将会降低利润;2)电力需求下降可能阻碍替代能源的发展;3)弃风限电可能会恶化，影响利用小时数;4)与核电有关的安全问题。



图表 1:中国的核电装机容量将在 2016-20 年扩大



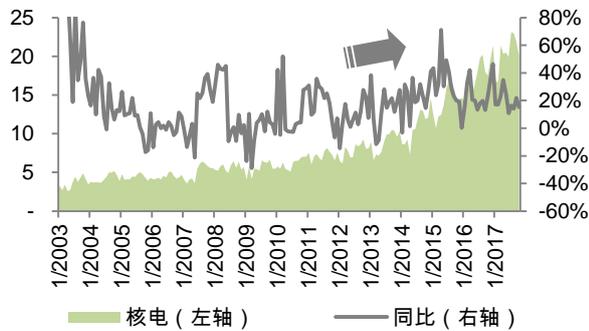
来源:发改委,农银国际证券预测

图表 2:中国的核电发电量将在未来几年出现两位数的增长



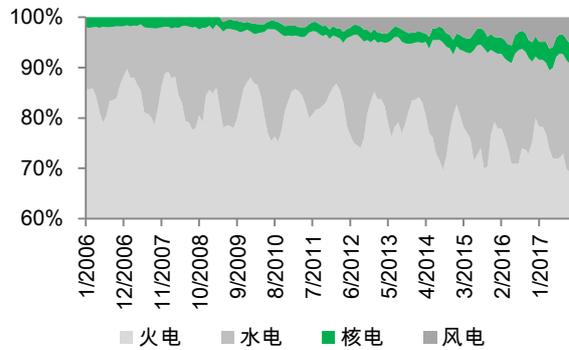
来源:发改委,农银国际证券预测

图表 3:中国的月度核电发电量发展势头良好



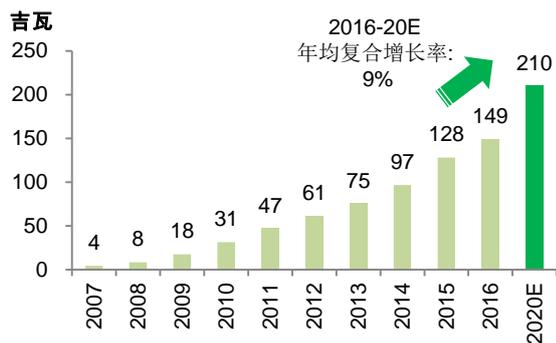
来源:中国电力企业联合会

图表 4:核电发电量在中国总发电量中的比重一直在增加



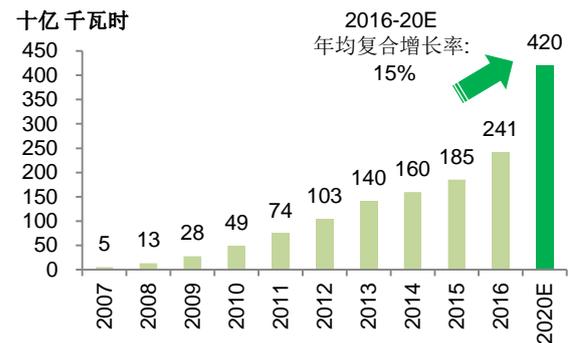
来源:中国电力企业联合会

图表 5:中国的风力装机容量将在 2016-20 年扩大



来源:发改委,农银国际证券预测

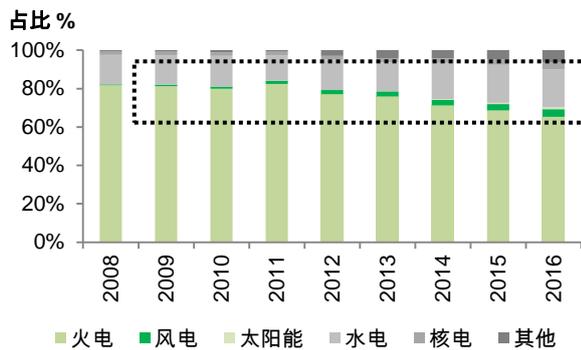
图表 6:中国风电发电量在 2016-20 年将有强劲增长



来源:发改委,农银国际证券预测



图表 7:中国能源结构中的风电比例一直在增长



来源:发改委

图表 8:中国风电的全国平均电价将继续下降



来源:能源局,发改委

图表 9:核电运营商估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名称	代码	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
中广核电力	1816HK	9.5	9.1	1.3	1.2	3.4	3.4
中国核电	601985CH	23.8	19.6	2.7	2.4	1.1	1.3
TokyoElectricPower	9501JP	2.3	3.4	0.4	0.4	0.0	0.0
KansaiElectricPower	9503JP	9.6	9.1	0.9	0.9	2.2	3.0
KyushuElectricPower	9508JP	10.5	6.6	1.2	1.0	1.6	2.5
KoreaElectricPower	015760KS	7.0	5.8	0.3	0.3	3.4	4.1
E.OnSe	EOANGR	15.5	15.3	4.7	4.1	3.1	4.5
EdE	EDEEP	18.8	16.2	0.8	0.8	3.3	3.0
DukeEnergyCorp	DUKUS	19.4	18.4	1.5	1.5	4.0	4.1
NexteraEnergy	NEEUS	23.1	21.5	2.7	2.6	2.5	2.8
ExelonCorp	EXCUS	15.6	14.4	1.4	1.3	3.2	3.3
EirstenergyCorp	EEUS	11.4	13.4	2.2	2.0	4.2	4.2
EntergyCorp	ETRUS	12.4	17.1	1.8	1.7	4.1	4.2

来源:彭博预测、农银国际证券

图表 10:风电运营商估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
龙源电力	916HK	买入	7.50	38.63	9.4	7.9	0.85	0.78	2.2	2.6
华能新能源	958HK	买入	3.00	21.46	6.9	6.1	0.89	0.80	2.2	2.5
大唐新能源	1798HK	持有	0.80	(13.04)	9.4	7.3	0.50	0.47	3.2	4.0
华电福新	816HK	-	-	-	6.5	5.6	0.63	0.57	3.4	4.0
北京京能	579HK	-	-	-	5.9	5.8	0.69	0.63	3.9	4.3
中国绿色新天	956HK	-	-	-	7.6	6.6	0.73	0.67	4.6	5.2
AccionaSa	ANASM	-	-	-	15.3	14.5	1.00	0.97	4.3	4.6
FuturenSa	FTRNFP	-	-	-	113.0	113.0	-	-	-	-
EdpRenovaveis	EDPRPL	-	-	-	31.3	29.5	0.95	0.93	0.9	1.0
GreentechEnergy	GESDC	-	-	-	13.0	11.4	0.41	0.40	5.4	5.4

来源:彭博、农银国际证券预测



中国环境保护业 未来发展前景广阔

- 中国在共产党第十九次全国代表大会上重申了对环境保护的重视
- 2018年1月1日起生效的中国新环保税应是长期利好。私人公共合作(PPP)模式将提升环保运营商的工程总承包(EPC)的收入
- 在2015-2020年期间,我们预计中国城市垃圾焚烧处理量将以13%的年均复合增长率增长;污水处理量将以8%的年均复合增长率成长
- 我们对中国环保行业评级正面。建议买入北控水务(371HK)

中国在共产党第十九次全国代表大会(十九大)上重申了对环境保护的重视。习近平主席指出,要加快水污染防治,实行流域和沿海水域综合治理,加强固体废物和废水处理,提高污染物排放标准。我们认为政府将进一步收紧排放标准,刺激对环保设施和服务的需求。

新环保税是一个长期利好。中国收紧环保政策将有利于环保运营商。政府在2016年12月23日宣布将实施“中国环境保护税法”,对所有排放污染企业实行征税。根据新的税法,从2018年1月1日起,所有的污染源都将被征收税款,包括大气污染物,固体废物,废水和噪音。政府希望以税款代替收费,以便增加法律义务,因为以往环保费的支付动机很低,不交环保费并不被视为违反法律。因此,新的税法应该有助于改善环保经营者的现金流,但实施细则和税收是否用于补贴废物处理经营者尚未披露。

私人公共合作模式(PPP)将提高工程总承包(EPC)收入。政府可能会鼓励城市公共设施展开私人公共合作(PPP)模式来降低地方政府的财政负担,吸引私人资本。城市环保运营(包括焚烧和污水处理)通常产生强劲的现金流,对于长期投资者来说是一个很好的投资标的。PPP的商业模式将吸引更多的私人资本,拉动建筑需求。我们相信环保运营商的工程总承包(EPC)业务将在2018年有可观增长。

城市垃圾焚烧能力将以19%的年均复合增长率增长,焚烧垃圾量在2015-2020年以13%的年均复合增长率增长。垃圾焚烧处理住宅固体废物比垃圾填埋更佳,因为有助于减少土壤和地下水污染。根据国家发改委于2016年12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”,中国目标将城市垃圾焚烧比例从2015年底的34%提高到2020年末的超过50%。2016年9月,国家发改委发布了“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)”,目标是将城市垃圾焚烧能力由2015年底的每日21.6万吨提高至2020年末的每日52万吨,意味着141%的大幅跃升或2015-20年5年间的19%强劲的年均复合年增长率。假设城市人均居民生活垃圾产生量在2015-20年间将以每年1%的速度增长(2010-15年的年均复合增长率为1.1%),城市化率的提高和全国人口增长(预计到2020年城镇化率将达到60%,全国人口将从2015年底的13.8亿增加到2020年的14.5亿),城市生活垃圾的总量将从2015年底的1.92亿吨增加到2020年的2.28亿吨,通过焚烧处理的废物将从2015年底的0.61亿吨猛增至2020年底的1.14亿吨,2015-20年期间将增长87%或年均复合年增长率为可观的13%。对城市焚烧业务的需求日益旺盛,将为运营商的盈利提供强有力的支持。

2015-20年城市污水处理量的年均复合年增长率将达到8%,将创造有吸引力的机会。随着城镇化进程的加快和政府提高城市污水处理率的努力,未来几年城镇污水处理总量将大幅增长。假设城市化率在2020年末为60%,城镇废水处理率为95%,而人均生产废水的增长率在2015-20年期间为年均4%(2010-15年人均产生的废水年均增长4%),废水总处理量将达到700亿吨,比2015年末增加48%(约470亿吨),2015-20年年均复合增长率将达

正面

分析员:吴景荃
电话:(852)21478869
电邮:kelvinng@abci.com.hk

主要数据

2018年预测市盈率均值(x)	10.3
2018年预测市账率均值(x)	1.7
2018年预测股息率均值(%)	2.4

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	(5.6)	(9.2)
3个月	7.4	1.9
6个月	13.8	1.2

*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

到 8%。我们相信城市污水处理运营商将从城市快速发展中受益。

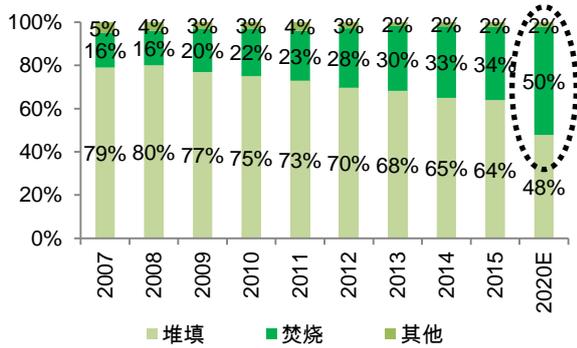
关注优质公司。随着城市固体废物和污水处理设施的迅速扩张，市场的重点可能将从产量转向质量的运营商。随着一二线城市人口的不断增长，这些主要地区的垃圾处理经营者(固体废物或废水处理)将跑赢较不富裕地区的同业。

行业展望正面;维持对北控水务(371HK)的买入评级。随着城市化进程的加快和生活水平的不断提高，将会刺激对废水和固体废弃物处理行业的需求，我们因此看好环保行业。我们喜欢**北控水务(371HK)**，因为其在污水处理行业的领先地位，以及其供水能力的增强也将推动盈利增长。

风险因素:1)空气污染问题可能会阻碍焚化炉的建设;2)高净负债率可能会损害资产负债表;3)地方政府债务上升可能影响环保设施的资金投入和扩建。

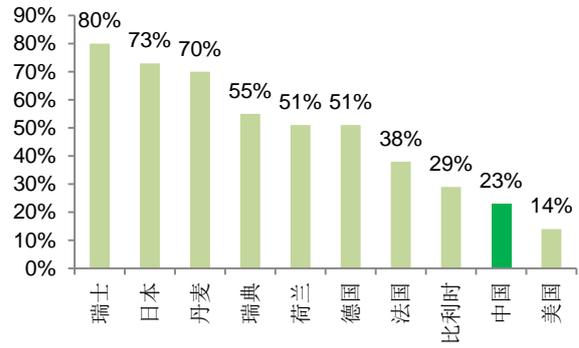


图表 1:中国目标是提升城市垃圾焚烧处理的比例



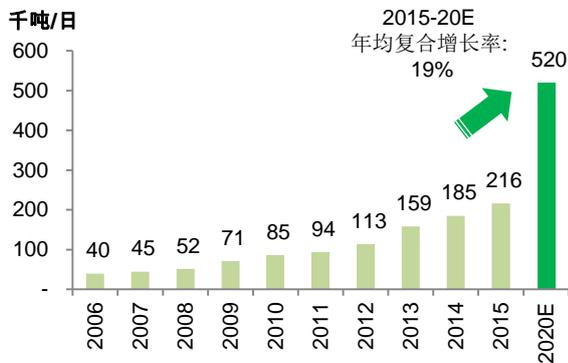
来源:发改委、农银国际证券预测

图表 2:国际上经焚烧处理的住宅固体废物占总废物处理量的比例(2011年):中国仍有较大增长空间



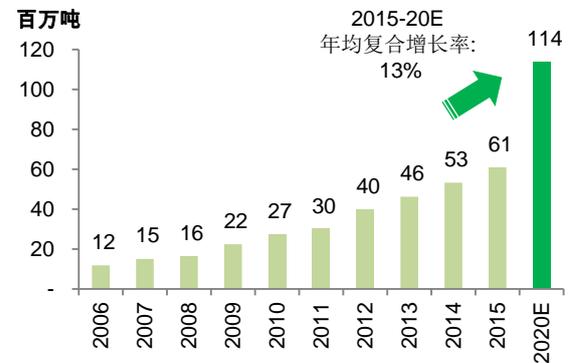
来源:cb.com.cn

图表 3:中国的垃圾焚烧能力在未来几年会迅速增长



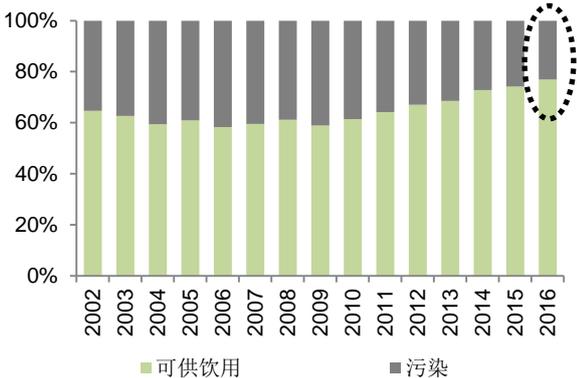
来源:发改委、农银国际证券预测

图表 4:中国城市生活垃圾焚烧处理将稳步上升



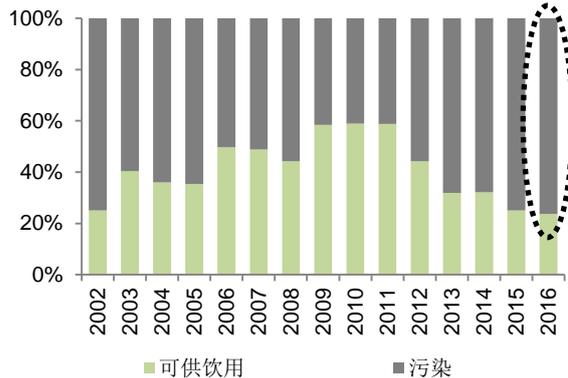
来源:发改委、农银国际证券预测

图表 5:中国的河流污染情况正在好转



来源:环保部、水利部

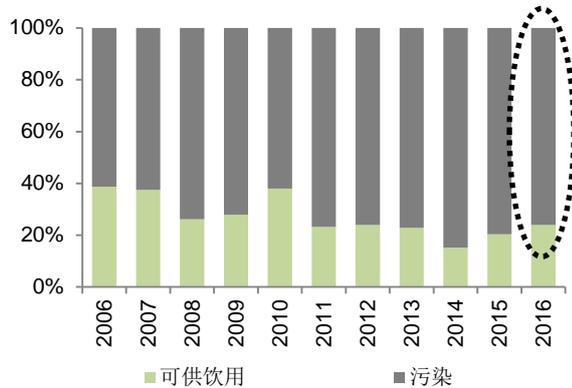
图表 6:中国的湖泊污染有恶化情况



来源:环保部、水利部

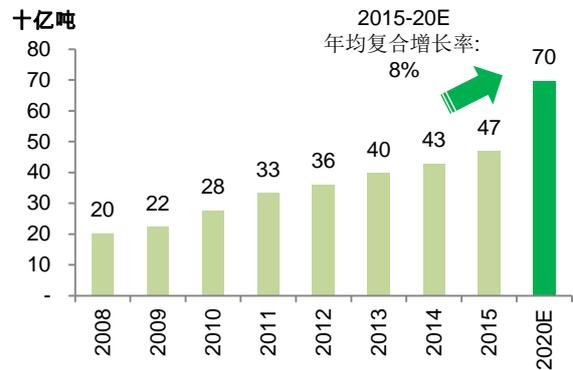


图表 7: 中国地下水污染正在恶化



来源: 环保部、水利部

图表 8: 2015-2020 年中国城市污水处理量将以 8% 的年均复合增长率扩张



来源: 发改委、农银国际证券预测

垃圾焚烧运营商估值(截至 2017 年 11 月 24 日的数据)

公司名称	代码	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
光大国际	257HK	13.5	11.2	2.4	2.1	2.4	2.9
粤丰环保	1381HK	18.8	14.9	2.6	2.2	0.7	0.9
首创环境	3989HK	28.7	9.9	1.1	1.0	-	-
北京控股环境	154HK	-	-	-	-	-	-
绿色动力环保	1330HK	8.1	6.7	1.2	1.0	2.2	2.6
凯迪生态环境	000939CH	-	-	-	-	-	-
AsahiHoldingsInc	5857JP	8.1	7.8	1.3	1.2	3.0	2.9
DaisekiCo	9793JP	-	-	-	-	-	-
RepublicServices	RSGUS	26.1	24.1	2.7	2.7	2.1	2.2
WasteConnections	WCNUS	32.4	29.4	3.0	2.8	0.7	0.8
CleanHarbors	CLHUS	138.6	53.6	2.7	2.5	-	-
WasteManagement	WMUS	25.1	23.1	6.5	3.1	2.1	2.2
WasteConnections	WCNCN	32.3	29.4	3.0	2.8	0.7	0.8

来源: 彭博预测、农银国际证券

污水处理运营商估值(截至 2017 年 11 月 24 日的数据)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上涨空间 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
北控水务	371HK	买入	7.60	21.41	13.4	10.7	2.8	2.4	2.5	3.1
中滔环保	1363HK	-	-	-	11.3	9.6	1.9	1.6	2.0	2.2
天津创业环保-H	1065HK	-	-	-	10.9	10.3	1.1	1.0	1.8	1.8
中国水务	855HK	-	-	-	9.6	8.1	1.6	1.5	2.2	2.5
重庆水务	601158CH	-	-	-	18.0	19.9	2.5	2.4	5.1	4.9
天津创业环保-A	600874CH	-	-	-	37.0	35.0	3.7	3.4	0.5	0.5
北京碧水源	300070CH	-	-	-	20.9	16.4	3.0	2.5	0.5	0.6
北京万邦达环保	300055CH	-	-	-	44.2	27.9	3.0	2.7	-	-
黑龙江国中水务	600187CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-
北京首创	600008CH	-	-	-	36.5	32.6	2.5	2.3	1.7	1.9
ManilaWater	MWCPM	-	-	-	10.9	10.1	1.3	1.2	3.0	3.2
TtwPcl	TTWTB	-	-	-	18.2	17.3	4.3	4.2	5.2	5.4
EasternWaterResources	EASTWTB	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AquaAmerica	WTRUS	-	-	-	26.9	25.5	3.2	3.1	2.2	2.4
AmericanStatesWater	AWRUS	-	-	-	32.8	31.5	4.0	3.7	1.8	1.9
CaliforniaWaterService	CWTUS	-	-	-	33.1	31.4	3.0	2.7	1.6	1.7

来源: 彭博、农银国际证券预测



中国互联网媒体和消费商业 强者越强

- 我们相信**腾讯(700HK)**和**阿里巴巴(BABA US)**应该在金融科技的普及中受益最多，因为大部分金融科技技术都需要利用其数据库进行产品开发和风险管理
- 腾讯的增长动力，尤其是网络游戏的增长势头在近几个季度加快，反映其各社交平台的货币化进程有所改善
- 阿里巴巴的业务组合逐渐从交易型佣金收入改善为增值服务收入。此外，其云业务可能会成为下一个后起之秀

腾讯(700HK)和阿里巴巴(BABA US)将在金融科技上升趋势中受益最多。金融科技企业正在利用大数据和人工智能等新技术,创造更符合客户需求的创新产品及服务,尤其是针对那些热爱高科技的 80/90 后客户。这些创新产品及服务包括网上购物退货险,微型消费贷款等。在这金融科技的大趋势下,我们认为腾讯和阿里巴巴(通过蚂蚁金服)等主要大数据拥有者应该从中受益最多,因为大多数金融科技技术,如大数据和人工智能需要利用消费者的购物,浏览等在线行为数据,以进行产品开发,营销和风险管理。

腾讯-加速货币化。腾讯的收入增长率已从 4Q16 的 44%上升至 3Q17 的 62%,反映其 QQ,微信等多个平台的货币化速度加快。由于“王者荣耀”的强劲表现,其手机游戏业务尤其理想。我们认为即将推出的新游戏“光荣使命”和“绝地求生”为下一个重磅游戏,因为近几个月来这类生存射击游戏越来越受欢迎。此外,腾讯最近宣布了一项“三个一百亿”战略,其中包括对内容提供商的各种形式的支持,以丰富内容质量并增加流量,支持未来几年在线广告业务的进一步货币化。

阿里巴巴-新零售策略。阿里巴巴一直在积极实施新零售战略,为消费者创造无缝的线上和线下购物体验,而最新一个动作为收购大型超市高鑫零售(6808 HK)。另外,其在线广告和增值服务收入已经增长到佣金收入的 2.6 倍,反映从交易佣金收入到增值服务收入的业务结构转型取得成果。此外,云收入是另一个后起之秀,其收入增长最近几个季度达到约 100%。

网上销售持续强劲。在 10M17,网上销售同比增长 34.0%,远高于整体零售增长 10.3%,表明消费从线下转向在线。我们认为行业基础设施和在线上线下(O2O)整合的持续改善,支持整个电子商务行业的增长仍然保持强劲。

正面

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

主要数据

2018 年预测市盈率均值(x)	24.1
2018 年预测市账率均值(x)	6.2
2018 年预测股息率均值(%)	0.7

来源:公司、彭博、农银国际证券预测

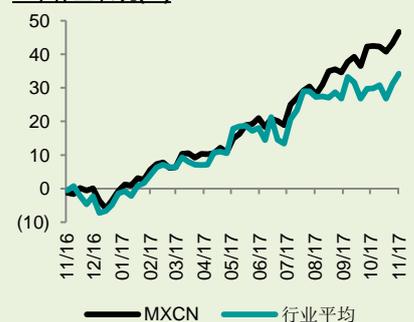
行业股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	8.0	4.5
3 个月	3.5	(4.8)
6 个月	17.5	(6.8)

*相对于 MSCI 中国

来源:彭博、农银国际证券

1 年行业表现(%)

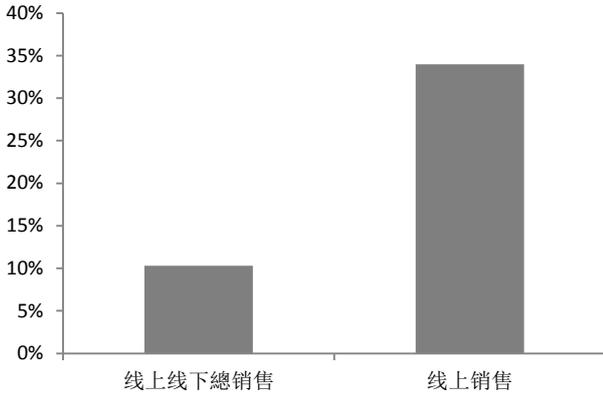


MXCN=MSCI 中国

来源:彭博、农银国际证券

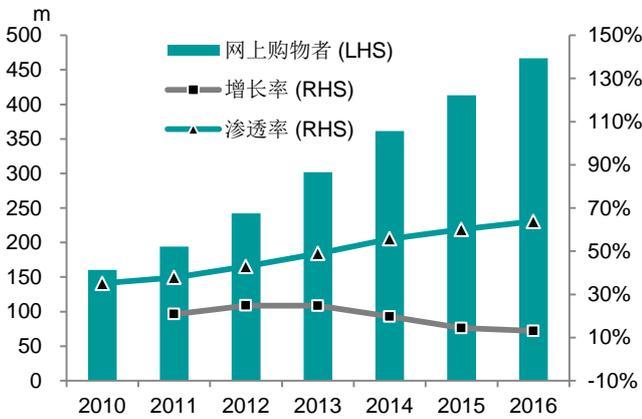


图表 1:10M17 - 线上线下销售增长比较



来源:国家统计局, 农银国际证券

图表 3:网上购物用户增长



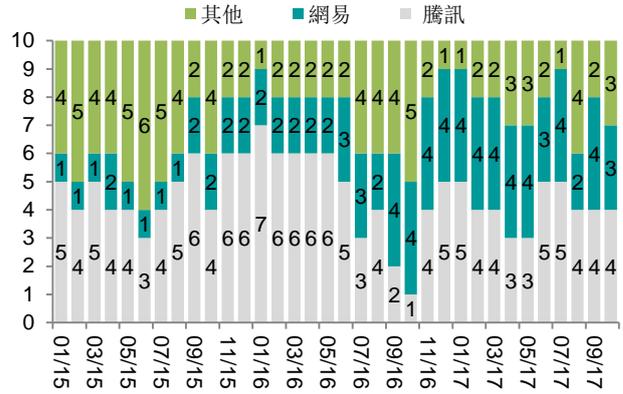
来源:中国互联网络信息中心、农银国际证券

图表 5:腾讯-市盈率(x)



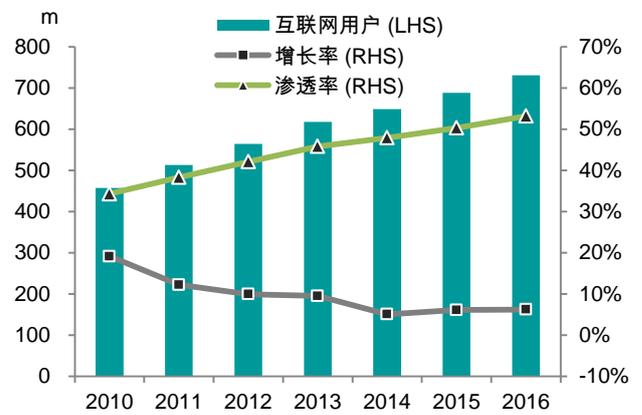
来源:彭博、农银国际证券预测

图表 2:国内 10 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(x)



来源:彭博、农银国际证券预测



图表 7: 行业估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市账率 (x)	FY18E 市账率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
腾讯	700HK	买入	441	6	49.1	37.6	13.6	10.5	0.2	0.2
阿里巴巴	BABA US	买入	222	16	35.4	27.2	8.2	6.9	-	-
京东	JD US	-	-	-	82.2	45.4	8.2	7.4	-	-
百度	BIDU US	-	-	-	11.4	10.5	3.9	2.9	-	-
唯品会	VIPS US	-	-	-	21.1	18.1	5.7	4.8	1.0	1.1
网易	NTES US	-	-	-	28.1	25.7	4.8	4.4	-	-

来源:公司,农银国际证券预测



中国教育业 受益于政策支持和强劲需求

- 政府政策和强劲需求将会支持行业发展
- 教育行业的性质意味行业增长将会主要来自并购活动
- 在港上市的教育公司估值上涨到今年第四季度后开始下滑
- 未来出台的法规或将会对上市公司的财务和运营有所影响

行业发展受惠于政府政策和强劲需求。中国政府已经推出政策鼓励民间资本进入并推动教育行业发展。此外，二胎政策意味着未来的学生人数将会增加。从行业数据来看，2017/18 学年的学生人数上升，体现出对高质量教育的需求。我们认为，民办教育机构将会在弥补公办学校空缺方面扮演重要的角色。同时我们也相信，民办教育机构将可以在中期内提高学费和其他相关收费。

行业将会出现更多的并购行为。我们认为，民营教育机构的增长大多受限于学校的可容纳人数。在港上市的教育机构目前的学校利用率都相对较高。因此，这些教育机构将会采取并购来获得更多的增长空间。第三方托管的模式也可能是未来发展的另一种方式。

行业估值在四季度到顶。港股教育行业的估值水平在 2017 年四季度到顶，并从 10 月开始不断下降。尽管如此，基础教育提供商的估值水平始终高于高等教育提供商的估值水平。

港股教育板块不断扩大。目前，港股市场上已经有 6 家教育机构上市。此外，还有 4 家教育机构正在排队上市。目前在港上市的教育机构的市值相对较小(小于 20 亿美元)，其日交易量也较低。投资者目前正在等待大市值且流通量较大的教育机构的出现。

新法规的不确定性。目前国内大部分的地方政府仍然没有落实关于盈利和非营利学校的定义以及两类学校之间的转换的相关法规制定。这对于教育行业仍属于较大的不确定因素。新法规的确定或者会为行业内部分企业财务或运营方面带来负面影响，如税率的改变。

行业选股推荐。我们对于**睿见教育(6068HK)**仍保持乐观。其在东莞的学校有较好的声誉，并且集团有明确的扩张目标。因此，我们认为集团将会保持较好的增长势头，并继续受惠于强劲的需求及学费/杂费收入的上升。目前的评级为买入，目标价为港元 4.95，相当于 29.51 倍/21.07 倍 18E/19E 市盈率，或 4.20 倍/3.50 倍 18E/19E 市帐率。

风险因素:1)政策和法规风险;2)与扩张相关的成本风险;3)现金流管理风险;4)教育质量和学生退学风险;5)运营风险;6)增长风险;7)并购风险。

正面

分析员:潘泓兴
电话:(852)21478829
电邮:paulpan@abci.com.hk

主要数据

2018 预测市盈率均值(x)	20.3
2018 预测市帐率均值(x)	3.1
2018 预测股息率均值(%)	2.0

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	(7.4)	(13.5)
3 个月	26.4	17.9
6 个月	18.7	1.2

*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



图表 1:利润率比较(%)

	财年结束	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
毛利率						
睿见教育	8/31	-	46.8	49.1	47.1	45.9
中国枫叶教育	8/31	43.0	43.5	45.7	48.4	49.8
宇华教育	8/31	-	44.5	45.6	52.0	51.5
成实外教育	12/31	37.4	40.7	41.9	47.3	-
民生教育	12/31	62.8	63.5	61.4	58.1	-
中国新高教	12/31	-	48.8	49.5	48.0	-
归属股东净利润率						
睿见教育	8/31	-	20.2	32.1	22.0	20.4
中国枫叶教育	8/31	7.0	7.4	31.5	37.1	37.6
宇华教育	8/31	-	34.7	13.1	39.9	37.1
成实外教育	12/31	6.7	12.6	15.5	36.5	-
民生教育	12/31	46.0	46.4	47.7	54.7	-
中国新高教	12/31	-	39.4	37.9	32.8	-

来源:公司、农银国际证券计算

图表 2:规模比较

	财年结束	收入(百万人民币)			净利润(百万人民币)			学生人数		
		FY15	FY16	FY17	FY15	FY16	FY17	2014/15	2015/16	2016/17
睿见教育	8/31	569	701	846	182	154	200	22,837	27,644	31,788
中国枫叶教育	8/31	653	830	1,083	206	308	414	16,078	19,334	26,088
宇华教育	8/31	698	781	846	91	312	314	43,579	48,220	51,115
成实外教育	12/31	708	827	-	125	302	-	31,580	32,582	34,458*
民生教育	12/31	426	445	-	213	250	-	29,626	30,616	32,635
中国新高教	12/31	274	341	-	104	112	-	25,040	29,716	33,462

*公司披露的最新数字

来源:彭博、农银国际证券

图表 3:行业估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17E 市盈率(x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股 息率 (%)	FY18E 股 息率 (%)
睿见教育	6068HK	买入	4.95	5.77	27.87	19.85	3.96	3.30	1.28	1.79
中国枫叶教育	1317HK	-	-	-	20.63	17.04	3.84	3.40	1.91	2.21
宇华教育	6169HK	-	-	-	17.61	15.78	2.68	2.29	2.99	3.22
成实外教育	1565HK	-	-	-	23.66	18.10	3.76	3.34	1.82	2.46
民生教育	1569HK	-	-	-	14.38	12.81	1.51	1.37	1.84	2.55
中国新高教	2001HK	-	-	-	17.38	14.00	2.66	2.31	1.99	2.38

来源:彭博、农银国际证券预测



中国消费品业 2018 年仍将是市场龙头的天下

- 2017 年消费市场需求出现压力，且或将会在 2018 年持续
- 消费品企业销售收入在今天的快速增长部分来自于上年的低基数效应
- 最新的进口关税调整或会有利于国内消费，但是该政策的效用体现将需要一定的时间
- 行业的估值水平从之前的高位回落
- 对行业龙头的表现保持乐观

零售销售数据显示消费市场需求开始出现疲态。2017 年 10 月，零售销售同比增长跌至 10.0%;零售销售同比增长(扣除价格因素)跌至 8.6%，低于 2016 年 10 月的 8.8%。同时，中国的通胀水平(CPI 及 PPI)不断上升。以上的数据显示，中国的消费需求有所下降。我们预期，通胀水平的上升将会抵消实际消费需求下降的压力，而名义零售销售增长将会在 2018 年保持稳定。

正确对待 2017 年的高增长。部分消费品制造企业在 2017 年出现较好甚至高速增长，销售收入增速在过去的几个季度内不断加快支撑业绩的改善。如伊利在今年头九个月销售收入同比增长 13.64%，而万洲国际同期的销售收入同比增速为 3.23%。然而，我们相信今年的高增长部分受到上年的低基数效应影响。

进口关税调整政策不容忽视。国务院在最近宣布了对一系列消费品的进口关税进行调整，在 2017 年 12 月 1 日正式生效。部分婴幼儿奶粉和尿布产品的进口关税被降到零，而有大部分的产品的关税被下调超过一半。我们认为，新的进口关税政策将会使部分海外的消费回流，但是其作用将需要较长时间体现。

行业达到较高估值水平。消费品行业公司的估值水平在 2017 年不断上升，也带动了相关的行业指数的上涨。我们相信，背后的原因主要是这些企业较佳的增长表现，以及投资者在 2017 年的风险偏好转向蓝筹股。我们相信，目前行业公司的股价走势显示投资者正在收获回报。

行业选股推荐。我们仍然推荐行业的龙头，如万洲国际、双汇发展、伊利、安踏。这些公司在 2017 年的强劲表现显示出他们的业务和产品具有较强的生命力。我们相信，在 2018 年，这些企业将能对应消费者需求变化的状况进行灵活调整。然而，2017 年的增长状况意味着在 2018 年超越市场预期的难度将会加大。

风险因素:1)宏观经济风险;2)政策法规风险;3)产品质量/安全风险;4)消费者偏好变化风险;5)大宗商品价格风险;6)汇率风险;7)利率风险;8)并购风险。

正面

分析员:潘泓兴

电话:(852)21478829

电邮:paulpan@abci.com.hk

主要数据

2018 预测市盈率均值(x)	20.0
2018 预测市账率均值(x)	4.3
2018 预测股息率均值(%)	3.0

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	4.2	(2.5)
3 个月	18.9	7.2
6 个月	42.9	14.9

*相对于 MSCI 中国

来源:彭博、农银国际证券

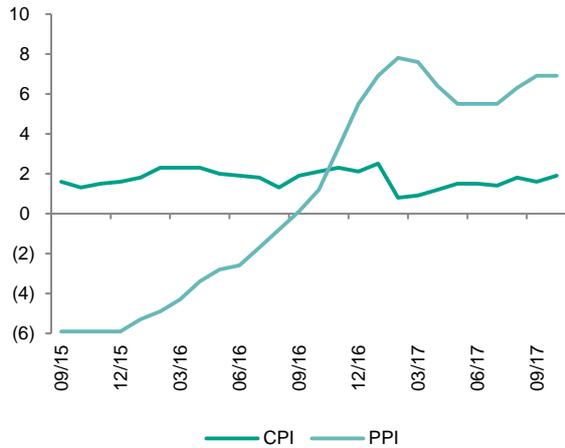
1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

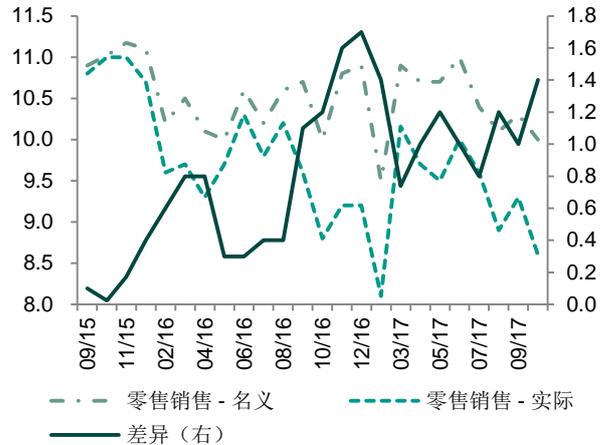


图表 1:中国 CPI 及 PPI(同比%)



来源:国家统计局、农银国际证券

图表 2:零售销售增长(同比%)



来源:国家统计局、农银国际证券

图表 3:消费品相关指数在 2017 年一直在上涨



来源:彭博、农银国际证券

图表 4:消费品相关指数在 2017 年一直在上涨



来源:彭博、农银国际证券

图表 5:消费品相关指数在 2017 年一直在上涨



来源:彭博、农银国际证券



图表 6:行业估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
万洲国际	288HK	买入	9.14	12.84	14.46	13.57	2.28	2.15	2.22	2.38
双汇	000895CH	买入	31.20*	15.47	19.00	16.50	6.08	5.86	4.74	5.45
伊利	600887CH	买入	35.20*	17.33	15.18	21.30	5.32	4.88	2.51	2.99
安踏	2020HK	买入	37.60	5.17	26.44	22.16	6.15	5.68	2.66	3.16
蒙牛	2319HK	持有	9.14	(3.1)	30.12	26.38	3.11	2.88	0.80	0.90

*股价以人民币计价

来源:彭博、农银国际证券预测



中国医药医疗业 首选研发为主导的企业

- 我们预期医疗保险索赔将在 2018 年保持较高的增长，这将推动对于医药和医疗服务的需求
- 医药分销商的业务增长在 2018 年放缓，仿制药的价格战将会在 2019 和 2020 年加剧
- 生育率的上升将使妇产科儿科有关科室、儿科药物的需求大增。三九(000999CH)将会受惠
- 研发为主导的制药企业如中国生物制药(1177HK)和恒瑞医药(600276CH)的盈利在短期内可能会因为研发费用增加而受压，但其研发所带来的长期效益将会推高这些企业的估值

保险索赔增长将推动药物和医疗保健服务的增长。 医疗保险费的同比增长率从 2016/2015 年的 64.1%/51.9% 放缓至 2017 年前十个月的 5.3%，这对医药行业中期来说是负面影响。不过，医疗保险索赔的同比增长率从 2016 年的 31.1% 稍微放慢至 2017 年前十个月的 28.9%，对医药行业来说短期仍受益于这较高增长率。我们预计医疗保险索赔将在 2018 年保持较高增长，推动对药品和医疗服务的需求增加。

未来仿制药价格战将愈演愈烈。 制药工业的出厂价格指数在 2017 年前十个月上涨 1.3%，价格低增长反映大多数制药商的议价能力较低。“两票制”和“仿制药质量和疗效一致性评价”的实施将压制仿制药总需求，并且减少仿制药产品的差异化。我们认为，2018 年经销商业务增长放缓，2019/20 年仿制药价格战将加剧。

对医疗服务行业的政策支持。 政府已经出台一些支持医疗行业的新政策，包括支持医保覆盖异地就医。该政策使居民的医院选择范围扩大，并可以选择资质较好的医院。此外，实行二胎政策，亦会提高妇产科服务的需求。康华医院(3689HK)是唯一一家在香港市场上市的拥有三级甲级医院的医疗保健机构，因此可以从这些政策中受益。

儿科药物将成为一个高增长的利基市场。 中国的出生率在 2016 年上升到 13.0%，是 2002 年以来的最高水平。2007-2016 年平均出生率为 12.1%。2016 年，新生儿数量同比增长 7.9% 至 1790 万人。出生率提高将为未来几年妇产科和儿科的医疗服务需求，以及儿科药物需求带来增长动力。儿科药生产商华润三九(000999CH)(华润医药(3320HK)的子公司)将成为受惠企业。

人口变化导致对老年人药物和有关的医疗服务的需求持续上升。 中国政府预计总人口将从 2016 年的 13.8 亿增长到 2030 年的 14.5 亿，复合年增长率为 0.30%。60 岁或以上的人口将从 2016 年的 2.226 亿增长到 2030 年的 3.625 亿，复合年增长率为 3.09%。我们估计 60 岁或以上的人口占总人口比率将从 2016 年的 16.1% 上升到 2020 年的 17.7% 和 2030 年的 25%。老年人口规模的不断扩大将继续推动对心血管疾病、老年痴呆症和癌症的诊断和治疗的需求。受益公司:中国生物制药(1177HK)、绿叶(2186HK)及石药集团(1093HK)

正面

分析员:陈宋恩/潘泓兴
电话:(852)21478829/21478829
电邮:philipchan@abci.com.hk/
paulpan@abci.com.hk

主要数据

2018 年预测市盈率均值(x)	18.5
2018 年预测市账率均值(x)	3.0
2018 年预测股息率均值(%)	1.8

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	7.1	1.0
3 个月	16.2	7.7
6 个月	17.0	(0.4)

*相对于恒生指数

来源:彭博、农银国际证券

1 年股价表现(%)

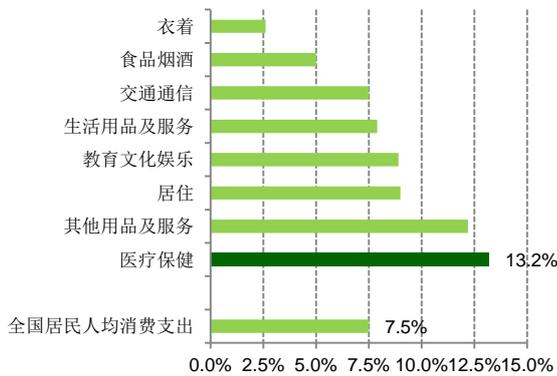


来源:彭博、农银国际证券



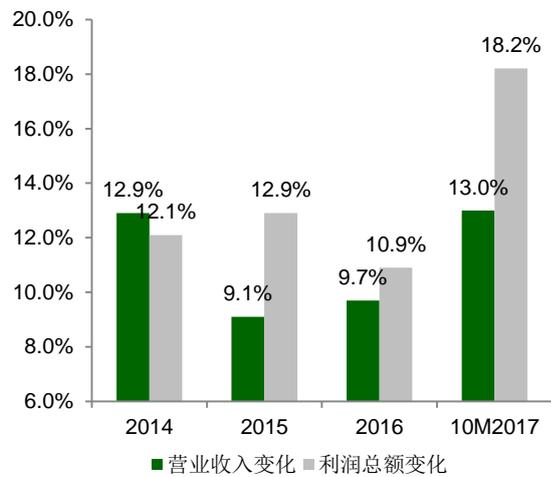
致力于研发的制药公司应该获得更高的估值。在恒生医疗指数(33 只)和沪深 300 医疗指数(18 只)的成员股中，只有**中国生物制药(1177HK)**和**恒瑞(600276CH)**的研发费用超过 10 亿元人民币，而且研发费用/营业收入比例大于 10%。在我们看来，这些公司应该获得较高的市盈率，因为它们的实际利润在短期被高昂的研发费用压低。根据国务院于 2017 年 10 月发布的“关于深化审评审批制度改革鼓励药品和医疗器械创新的意见”，将缩短创新药品和医疗器械审批流程，对高度重视研发的药品生产企业是好消息。

图表 1:9M17 全国居民人均消费支出增长率(按消费类别分)



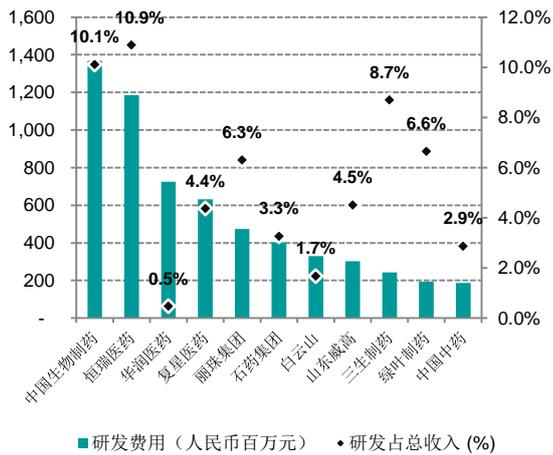
来源:国家统计局、农银国际证券

图表 2:制药业-收入和利润增长(同比)



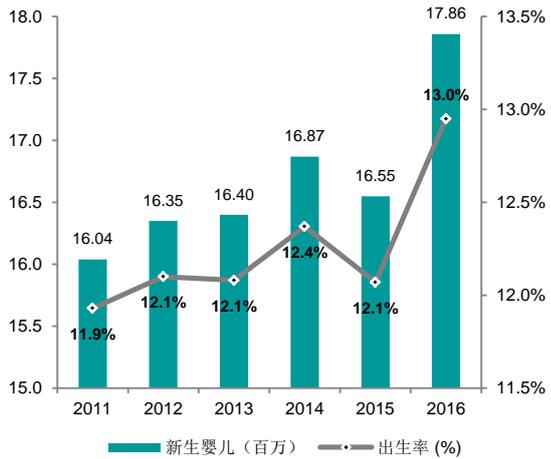
来源:国家统计局、农银国际证券

图表 3:研发对于未来的成功至关重要



来源:公司、彭博、农银国际证券

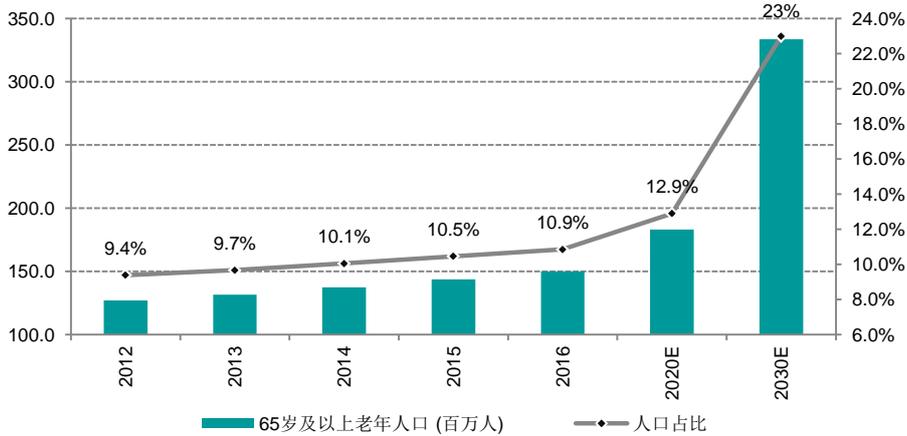
图表 4:对儿科药物的需求将会增加



来源:公司、彭博、农银国际证券



图表 5:长者人口(65 岁或以上)(左)及比例(右)



来源:国务院, 国家统计局, 农银国际证券

图表 6:行业估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

代码	股价 (HK\$)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
恒生中国内地医疗保健指数							
石药集团	1093HK	15.76	34.99	27.93	7.80	6.55	0.96
华润医药	3320HK	10.26	18.86	16.46	1.49	1.36	1.20
中国生物制药	1177HK	10.72	39.49	34.26	8.21	6.86	0.51
国药控股	1099HK	31.05	14.50	12.81	1.95	1.75	2.07
康哲药业	867HK	16.14	20.69	17.58	4.56	3.87	1.70
四环医药	460HK	2.75	13.78	12.02	1.83	1.64	2.48
三生制药	1530HK	15.18	36.81	28.20	4.49	3.94	0.17
中国中药	570HK	4.11	13.20	11.07	1.21	1.13	2.48
上海医药	2607HK	19.80	12.73	11.14	1.34	1.24	2.40
绿叶制药	2186HK	5.19	15.14	13.34	1.99	1.76	1.25
平均			22.02	18.48	3.49	3.01	1.52
医疗股							
华润凤凰医疗	1515HK	9.60	22.68	21.59	1.81	1.70	0.87
和美医疗	1509HK	2.83	20.11	15.96	1.21	1.12	0.58
康华医疗	3689HK	10.88	18.11	15.60	2.35	2.08	1.63
康宁医院	2120HK	37.45	28.43	22.79	2.15	2.00	1.15
平均			22.33	18.98	1.88	1.73	1.06

来源:彭博、公司、农银国际证券预测



中国汽车零部件业 下游需求维持行业增长

- 全球汽车销售增长普遍放缓，而中国的汽车销售则保持稳定增长
- 汽车制造商和汽车零部件制造商在 2017 年取得不错的股价表现，而行业龙头的股价表现更为出众
- A 股市场和港股市场估值差距在缩小

全球汽车销售增长放缓。在 2017 年头十个月的汽车销售增长仅同比增长 1.89%，低于去年同期的 4.60%。同期内亚太地区的汽车销售同比下跌 1.14%，而美国地区的汽车销售则仅同比上升 1.70%，是导致全球汽车销售增速放缓的主要因素。

中国汽车零售销售增长主要受到价格因素的推动。国内对汽车的需求仍然较强。中国的汽车零售销售自 2017 年 3 月以来一直保持高单位数增长，并在 10 月达到 6.9% 的同比增速。然而，2017 年头 10 个月的汽车销量仅同比增加 4.47%，低于 2016 年同期的 13.88%。因此，我们相信，零售销售增速主要受到更高的售价影响。

汽车行业的上市公司股价在 2017 年出现飙升。汽车和汽车零部件上市公司的股价在 2017 年飙升。截至 2017 年 11 月 24 日，吉利(175HK)和广汽(2238HK)分别上涨 279.12% 和 125.9%，而敏实(425HK)和耐世特(1316HK)分别上涨 87.7% 和 98.98%。我们认为，撇除市场需求这一因素，能准确捕捉市场动向的行业龙头往往更受到投资者的追捧。

香港汽车零部件公司估值水平与国际同业水平持平。香港上市的汽车零部件公司的 18E 市盈率均值达到 12.42 倍，而国际同业的 18E 市盈率均值则达到 12.68 倍。A 股市场上的汽车零部件公司的 18E 市盈率均值目前为 20.31 倍。A 股市场和港股市场该行业的估值水平差距有所缩小。

行业选股推荐。我们推荐**信邦控股(1571HK)**。除了知名的国际客户，该公司的订单和定价在过去几年也不断地上升。我们认为，最近几个月该公司进行的资产收购(包括土地、厂房、江苏的电镀企业)显示该公司有信心在未来维持高增长。

风险因素:1)增长风险;2)大宗商品价格风险;3)劳动力供给风险;4)产品升级风险;5)订单风险;6)产品质量风险;7)客户组合风险;8)出口风险;9)汇率风险。

正面

分析员:潘泓兴
电话:(852)21478829
电邮:paulpan@abci.com.hk

主要数据

2018 年预测市盈率均值(x)	12.0
2018 年预测市账率均值(x)	2.5
2018 年预测股息率均值(%)	3.4

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	6.9	0.8
3 个月	20.9	12.4
6 个月	21.0	3.6

*相对于恒生指数

来源:彭博、农银国际证券

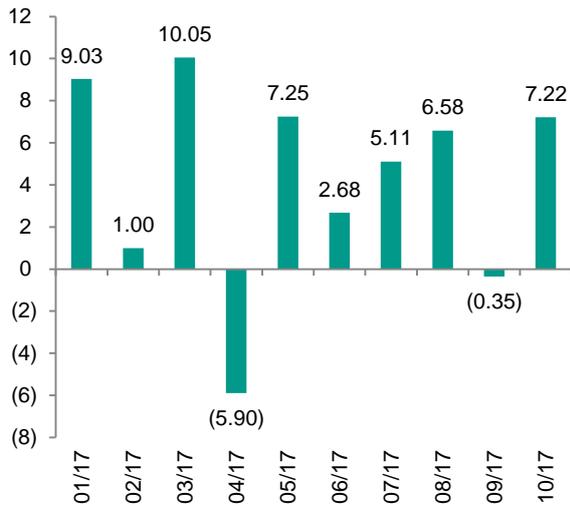
1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

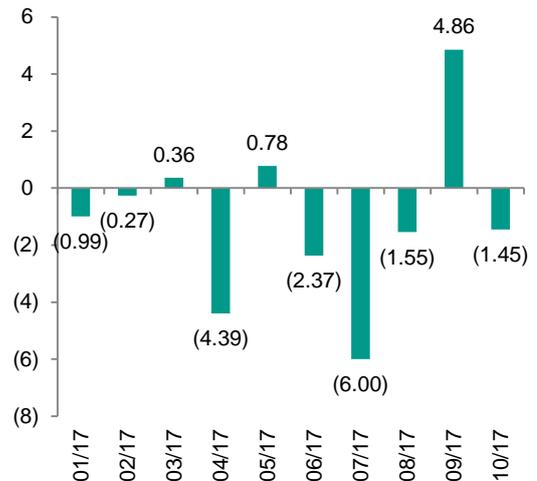


图表 1:欧洲汽车销量增长(同比%)



来源:彭博、农银国际证券

图表 2:美国汽车销量增长(同比%)



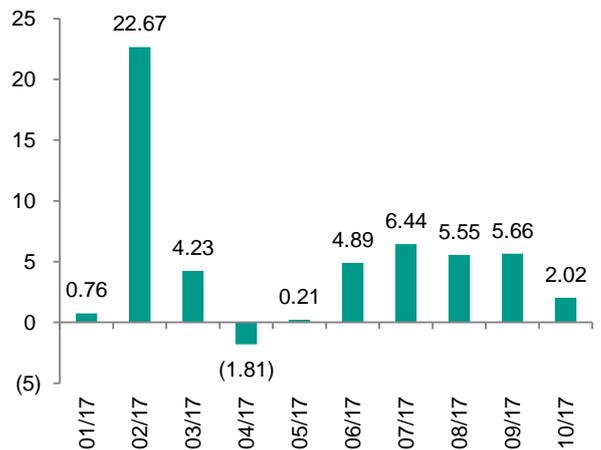
来源:彭博、农银国际证券

图表 3:亚太区汽车销量增长(同比%)



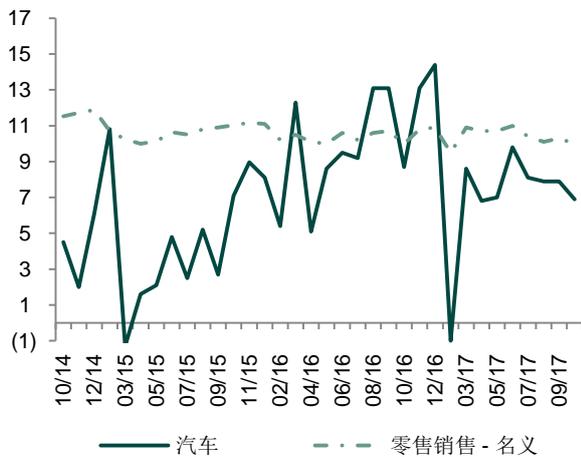
来源:彭博、农银国际证券

图表 4:中国汽车销量增长(同比%)



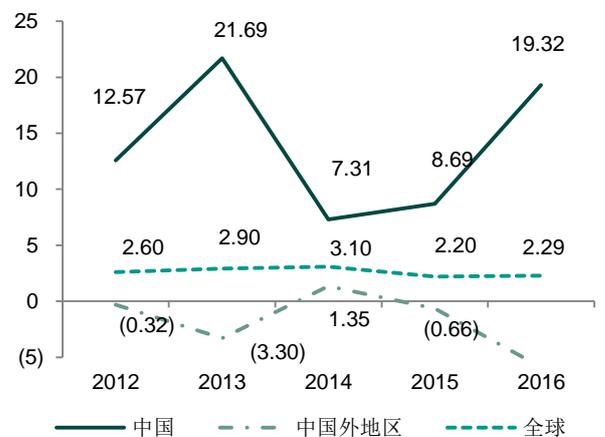
来源:彭博、农银国际证券

图表 5:中国汽车零售额增长(同比%)



来源:国家统计局、农银国际证券

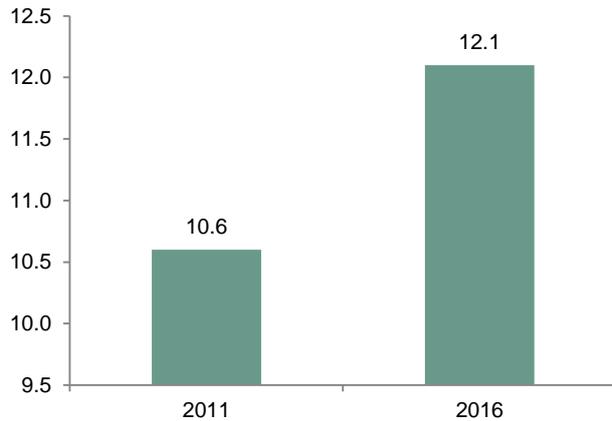
图表 6:营业额增长-全球汽车零部件市场(同比%)



来源:信邦招股说明书、Frost&Sullivan 报告、农银国际证券计算

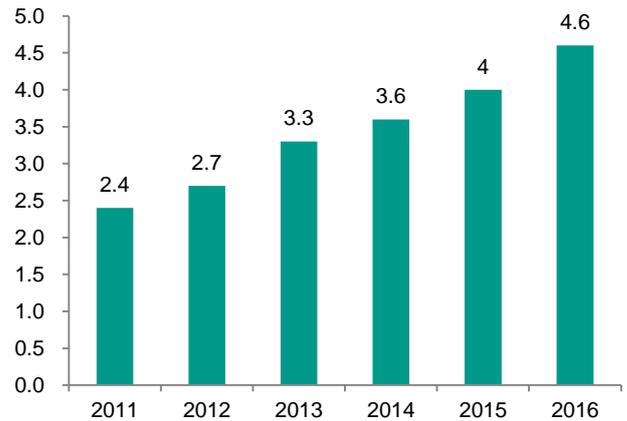


图表 7:全球汽车塑料电镀组件市场规模(10 亿美元)



来源:信邦招股说明书、Frost&Sullivan 报告、农银国际证券计算

图表 8:中国汽车塑料电镀部件市场规模(10 亿美元)



来源:信邦招股说明书、Frost&Sullivan 报告、农银国际证券计算

图表 9: 行业估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市净率 (x)	FY18E 市净率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
信邦控股	1571HK	买入	5.20	7.47	9.94	7.97	2.13	1.88	3.02	3.76
敏实	425HK	-	-	-	19.80	16.13	3.51	3.06	1.84	2.29
福耀玻璃	179HK	-	-	-	20.41	16.50	3.35	3.05	2.97	3.60
通达	1316HK	-	-	-	11.97	9.10	2.30	1.96	2.49	3.33
信义玻璃	3606HK	-	-	-	9.36	8.32	2.24	1.96	5.23	5.81
耐世特	868HK	-	-	-	15.95	13.83	4.05	3.30	1.24	1.33

来源:彭博、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(1288HK)H 股股份

周秀成持有腾讯控股(700HK)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 2017 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)21478863



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED