



農銀國際中國 / 香港證券研究
2017 年經濟展望及投資策略

新週期, 新策略



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

概覽

全球經濟

- 主要工業國家因生產成本上漲推升通貨膨脹
- 主要中央銀行的貨幣寬鬆政策逐步減退機會增加
- 財政寬鬆政策發揮更重要的作用，以刺激需求
- 美元走強以及美元融資成本上漲，導致流動性從發展中市場流出，區域金融危機機率增加

中國經濟

- 通縮壓力持續在下降；成本推動型通貨膨脹風險將增加
- 人民銀行可能在 1H17 或容忍較高的通脹率，以便降低實際利率，用以刺激投資和消費
- 中美之間的利率差距縮小將增加人民幣貶值壓力
- 投資帶動的經濟增長模式仍需要，但用新模式來執行。可預期更多政府和社會資本合作項目(PPP)的投資模式
- 家庭可支配收入增長減速或拖累消費增長

投資策略

- 企業如市政設施服務，環保，綠色能源生產，保險、醫療保健、教育、旅遊、娛樂、互聯網和物流服務將繼續蓬勃發展
- 鑒於貨幣政策可能發生變化，投資銀行將因直接融資和財務諮詢服務的需求日益增長而蓬勃發展
- 中國各省經濟增長不均將有利於高增長省份的利基市場公司
- 中國新的投資型增長模式將使大型承包商受益
- 流動性繼續從中國流入香港資本市場
- 我們預期恒生指數和國企指數在 2017 年末達到 24,014 和 10,692 點

行業	評級	選股
中國銀行業	正面	建設銀行 (939 HK)、中國工商銀行 (1398 HK)
中國保險業	中性	中國太平洋保險 (2601 HK)、中國平安(2318 HK)
中國證券業	正面	招商證券(6099 HK)、廣發證券(1776 HK)
中國地產業	正面	龍光地產(3380 HK)、時代地產(1233 HK)
中國食品及飲料業	中性	萬洲國際(288 HK)
中國電子商貿業	正面	騰訊控股(700 HK)
中國替代能源業	正面	中廣核電力(1816 HK)、華能新能源(958 HK)
中國環境保護業	正面	北控水務集團(371 HK)、中國光大國際(257 HK)
中國醫療服務業	正面	鳳凰醫療(1515 HK)
中國藥業	正面	石藥集團(1093 HK)、國藥控股(1099 HK)

來源：農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目錄

經濟展望

2017 年全球經濟展望

2017 年中國經濟展望

2017 年投資策略

香港股市

中港互聯互通

2017 中國 A 股股票市場

2017 香港 IPO 市場展望

2017 年行業展望

4 中國銀行業

7 行業基本面將在 2017 年趨於穩定

12 中國保險業

15 2017: 充滿挑戰的一年

23 中國證券業

24 投資銀行為亮點

27 中國地產業

大幅下跌機會不大

中國消費業

2017 年消費市場增速將繼續波動

中國食品及飲料業

對豬肉食品業前景樂觀

中國運動服裝業

市場領導者仍佔上風

中國電子商貿業

強者越強

中國替代能源業

強大基本面加上政策支持

中國環境保護業

中國垃圾處理需求巨大

中國醫療服務

持續增長的醫療開支成為新常態

中國藥業

行業位於上行週期

陳宋恩

29 研究部聯席主管

philipchan@abci.com.hk

34

歐宇恒

38 分析員

中國銀行業

42 johannesau@abci.com.hk

46 周秀成

分析員

51 證券業/電子商貿業

stevechow@abci.com.hk

55

董耀基

58 分析員

房地產

61 kennethtung@abci.com.hk

65 吳景荃

分析員

68 環保/替代能源

kelvinng @abci.com.hk

72

潘泓興

分析員

消費/食品/運動服業

paulpan@abci.com.hk



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



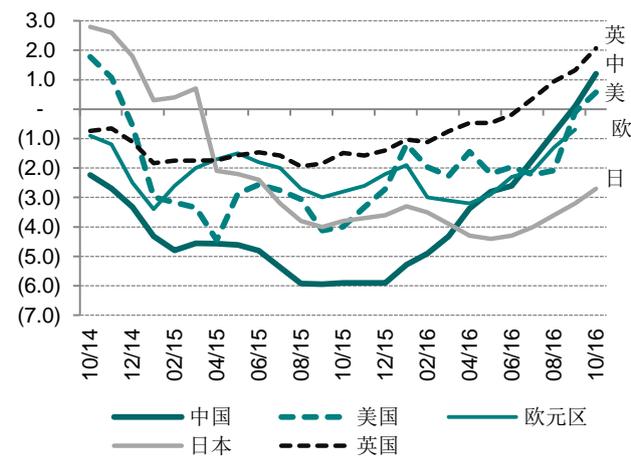
2017 全球經濟展望

特朗普新美國總統任期帶出新投資策略：環球 QE 週期結束，財政刺激週期開始

- 主要工業國家因生產成本上漲推升通貨膨脹
- 主要中央銀行的貨幣寬鬆政策逐步減退機會增加
- 財政寬鬆政策發揮更重要作用，以刺激需求
- 美元走強以及美元融資成本上漲，導致流動性從發展中市場流出，區域金融危機機率增加

通貨膨脹前景：成本推動型通貨膨脹壓力將在 2017 年升級。主要工業國家（中國、歐元區、日本、美國和英國）的生產者價格指數 (PPI) 在 2016 年趨於上升，而全球通縮壓力已明顯減少。年初至今，跟蹤全球商品價格指數的標準普爾 GSCI 指數已上漲近 15%。

圖表 1: 主要國家的 PPI (%同比) 持續上升



來源：彭博、農銀國際證券

圖表 2: 標準普爾 GSCI 指數



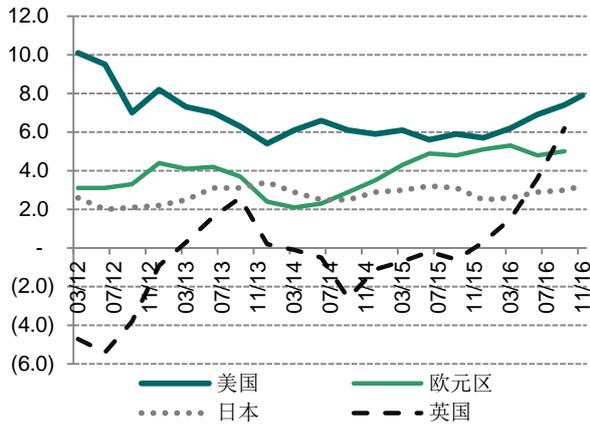
來源：彭博、農銀國際證券

貨幣政策：因為通貨緊縮壓力減輕，成本推動型通貨膨脹風險將在 2017 年升溫，主要工業國家的央行將採取不太寬鬆的貨幣政策。我們認為，主要發達經濟體的央行可能逐步縮減貨幣寬鬆政策，以抑制通貨膨脹上升壓力。



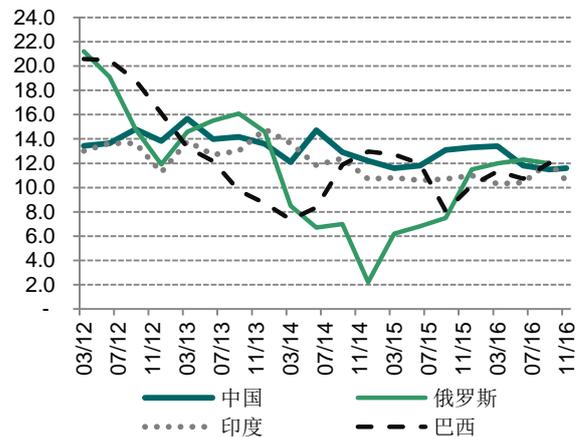
財政政策：主要發達經濟體的政府將依賴財政刺激來刺激需求，穩定當地經濟增長。然而，發達經濟體相對較高的政府債務水平意味著積極的財政刺激措施的空間有限。吸引外國直接投資和刺激私營部門的投資為經濟刺激計劃提供資金將對發達經濟體至關重要。為了鼓勵資本開支增加和吸引外國直接投資，市場預計從 2017 年特朗普在美國擔任總統職務開始將採取措施降低外資或國內企業的稅負。

圖表 3：發達經濟體廣義貨幣供應（%同比）



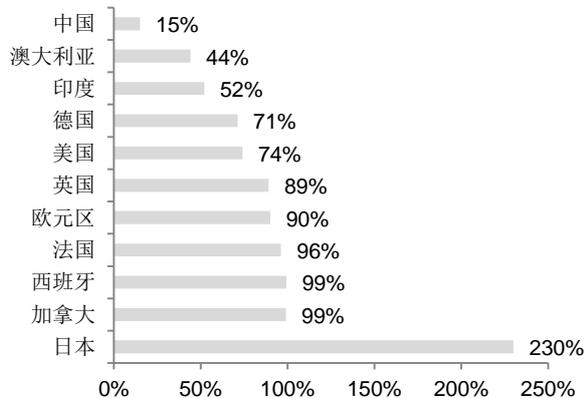
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 4：金磚四國廣義貨幣供應（%同比）



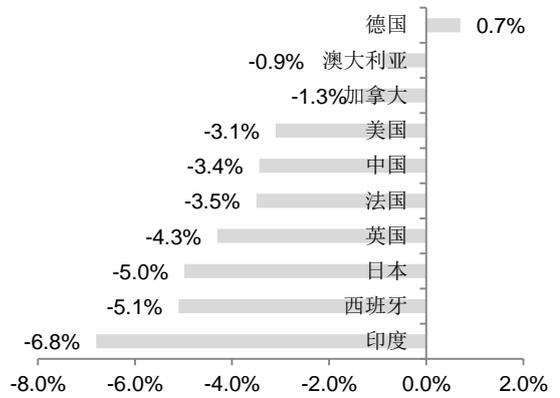
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 5：政府債務（佔 GDP%）（2015 年）



來源：彭博、農銀國際證券

圖表 6：財政預算（佔 GDP%）（2015 年）



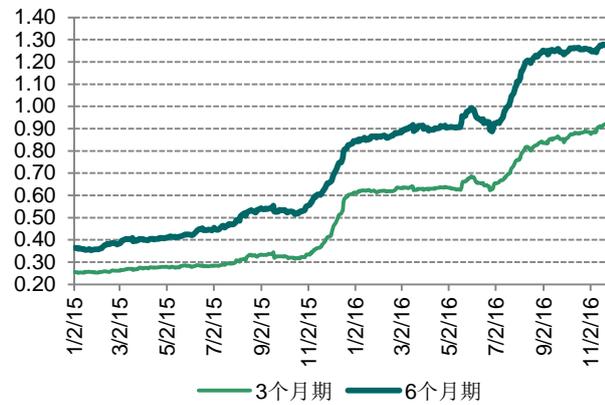
來源：彭博、農銀國際證券

利率週期：美國利率下行週期在 2015 年末結束，利率將在 2016-18 年上升。鑒於美元在全球經濟中的中心地位，發達經濟體的利率週期將跟隨美國。無風險利率（以 10 年國庫債券收益率衡量）上升將提高持有外國資產的美元計價投資者的機會成本。



流動性流動方向：2017 年，強美元和美元融資成本上漲將直接導致流動性遠離發展中國家，從而推升當地的資產價格風險。發展中國家的競爭性贬值可能中和經濟刺激的影響。相關統計數據表明，新興市場貨幣贬值將抑制股市表現；因此，發展中國家股票市場的下行風險將在 2017 年增加。

圖表 7: 美元 LIBOR 自 2015 年以來一直呈上升趨勢



來源： 彭博、農銀國際證券

圖表 8: 10 年期國債收益率(無風險利率)自 2016 年中期以來一直在上升



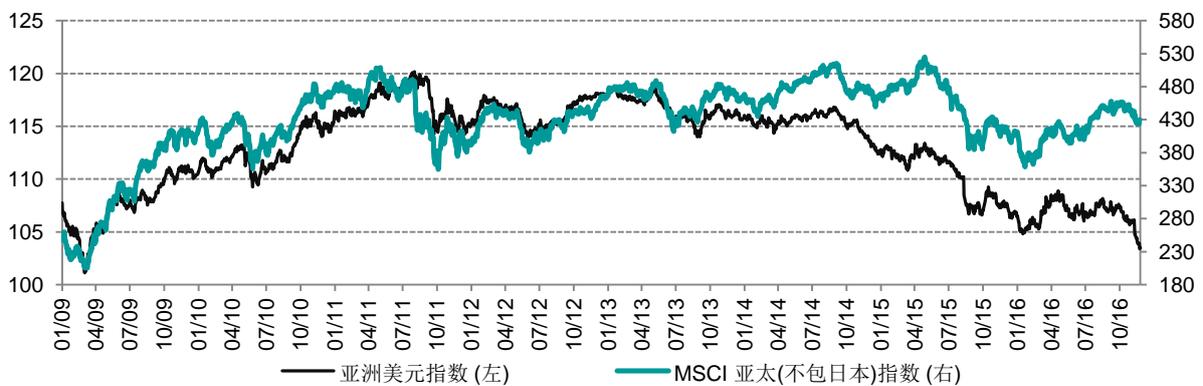
來源： 彭博、農銀國際證券

圖表 9: MSCI 新興市場貨幣指數與 MSCI 新興市場指數 (美國總統奧巴馬總統：1 / 2009-1 / 2017)



來源： 彭博、農銀國際證券

圖表 10: 亞洲美元指數 (ADXY) 與 MSCI 亞太地區(不包日本)指數 (美國總統奧巴馬總統：1 / 2009-1 / 2017)



來源： 彭博、農銀國際證券



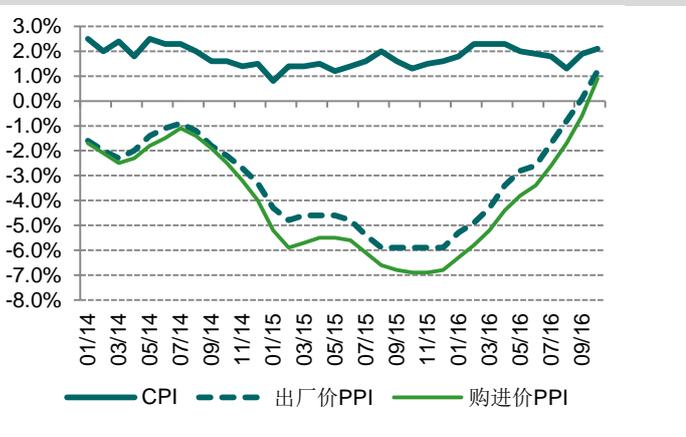
2017 中國經濟展望

實際利率趨降和 PPP 投資模式一起有利於投資帶動增長

- 通縮壓力持續在下降；成本推動型通貨膨脹風險將增加
- 人民銀行可能在 1H17 接受較高的通脹率，以便降低實際利率，用以刺激投資和消費
- 中美之間的利率差距縮小將增加人民幣貶值壓力
- 投資帶動的經濟增長以新模式執行，可以預期更多的政府和社會資本合作項目(PPP) 投資模式
- 家庭可支配收入增長減速拖累消費增長

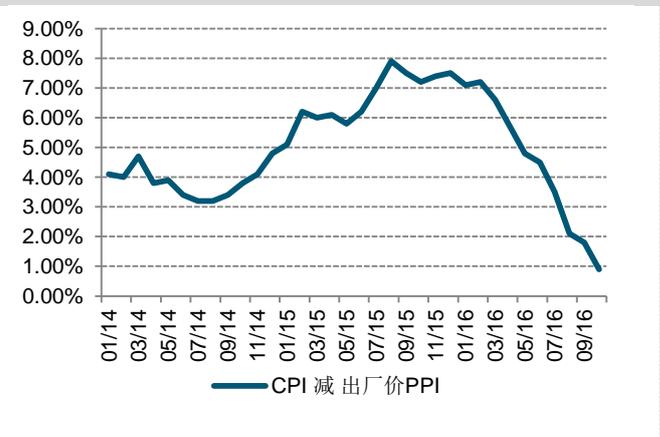
通貨膨脹前景：成本推動通貨膨脹壓力將在 2017 年升溫。CPI 和出廠價 PPI 之間的差距已經縮小，這表明下游批發商/零售商的利潤率下降將迫使他們在 2017 年提高價格。2016 年的供給側改革起著重要作用，改革限制基礎材料和能源的過度供應，阻止中國跌入通縮和萎縮循環。隨著供給側改革的持續，2017 年的通貨膨脹風險將高於通貨緊縮風險。

圖表 1：成本推動的通貨膨脹壓力正在升溫



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 2：CPI 減去出廠價 PPI 差距正在縮小

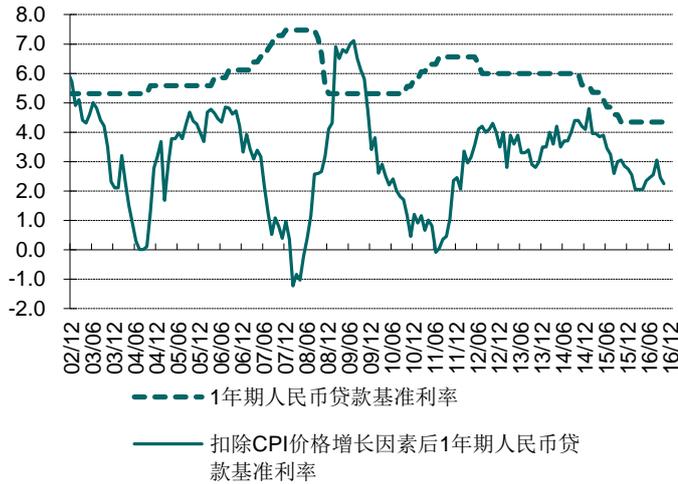


來源：國家統計局、農銀國際證券



貨幣政策：隨著通貨膨脹壓力的上升，進一步貨幣寬鬆的空間將會減少。自 2015 年 12 月以來，CPI 已經高於 1 年期存款利率。2017 年較高的通脹率將有助於降低實際存款利率和貸款利率，從而刺激投資和消費。在 1H17，預期中國人民銀行不會削減名義利率，並且容忍上半年略高的通脹率（約 3% 的 CPI），以降低實際利率，從而提高投資和消費。如果通脹率在 2H17 或後期持續幾個月以上顯著高於 3%，在這種勢頭之下人民銀行將開始收緊貨幣政策。

圖表 3: 實際貸款利率有進一步下跌空間



來源： 彭博、農銀國際證券

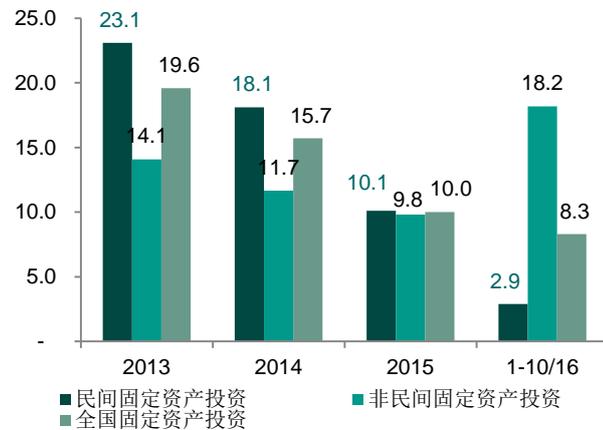
圖表 4: 存款人受負實際存款利率影響



來源： 彭博、農銀國際證券

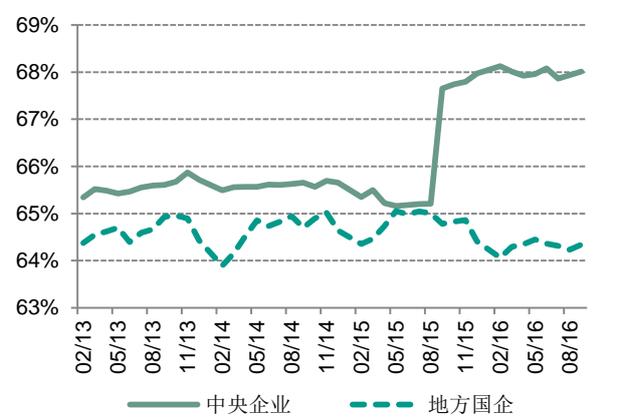
財政政策：我們預計政府將在未來幾年積極促進政府和社會資本合作項目（PPP）的商業模式，以刺激對實體經濟的投資。由於 2016 年私營固定資產投資增長急劇下降，中央政府所有的國企已經利用增加杠桿來支持整體固定資產投資增長。然而，國企更高的杠桿率與政府的降杠桿和降低經濟系統性風險的目標不一致。如果實際利率保持低水平或進一步下降，利潤導向型的私營部門將積極尋求投資機會。我們預計政府將發佈更多的 PPP 項目，以增加私營部門參與發展經濟的機會。PPP 項目的經濟效益通過利潤導向型的私營部門投資來證明。

圖表 5: 固定資產投資 (%同比): 2017 年私營部門積極尋求投資的機會



來源： 國家統計局、農銀國際證券

圖表 6: 非金融國有企業的資產負債比率 (%)

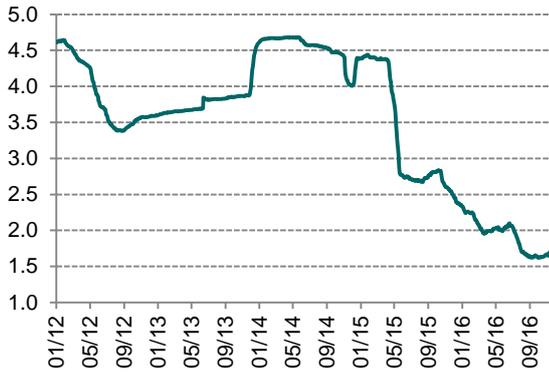


來源： 財政部、農銀國際證券



利率週期：市場普遍預期人行將根據需要降低利率以支持經濟增長。然而，到 2017 年，我們認為降息的機會將進一步減少，因為：1) 成本推動的通貨膨脹壓力將相當大; 2) 中美之間的利率差距大幅縮窄。當美聯儲提高利率時，差距將進一步縮小。2016 年，利率或國債收益率差距縮小加重了人民幣貶值壓力。如上所述，人民銀行將容許在 1H17 的通貨膨脹率略高，以降低實際利率。如果 CPI 保持在 3% 以上在 6 個月以上，名義利率則在 2017 年後期將進入上升週期。

圖表 7: 利率差距在縮小 (人民幣 6 個月 SHIBOR - 美元 6 個月的 LIBOR)



來源： 彭博、農銀國際證券

圖表 8: 10 年期國債收益差距在縮小 (中國國債收益率 - 美國國債收益率)



來源： 彭博、農銀國際證券

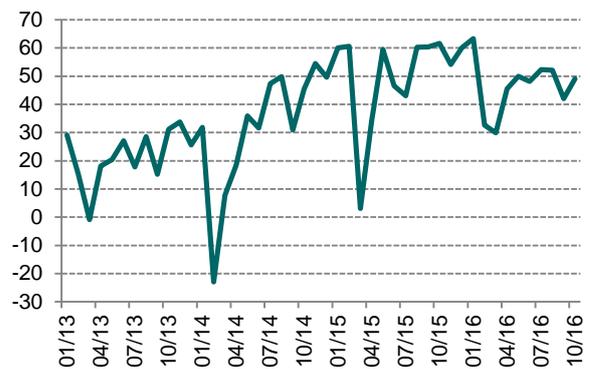
出口部門：2015 - 16 年度出口增長減弱並沒有減少貿易順差。 相比之下，由於材料和能源的進口價格下降，中國的貿易順差在此期間擴大。隨著主要商品價格的上漲，我們認為貿易盈餘將隨著進口價值的上升而收窄，這將有助緩和中國與貿易夥伴之間貿易爭端的緊張局勢。

圖表 9: 3 個月移動平均增長 (% 同比)



來源： 彭博、農銀國際證券

圖表 10: 貿易順差 (10 億美元)



來源： 彭博、農銀國際證券

私人消費面臨壓力： 2H16 房地產部門的緊縮措施將有機會導致 2017 年出現負財富效應。 10M16 零售銷售同比增長 10.3%。然而，我們認為兩位數零售銷售增長在中長期難以維持。9M16 全國家庭可支配收入僅同比增長 8.4% (實質增長 6.3%)，實際可支配收入增長低於同期 6.7% 實際 GDP 同比增長。政府需要避免家庭可支配收入增長減速拖累消費增長。

電子商務本身不易扭轉消費增長的放緩趨勢。網上零售銷售同比增長率由 2015 年的 31.6% 放緩至 10M16 的 24.9%。由於消費需求的增長受到家庭可支配收入增長的限制，而家庭收入增長則受經濟增長的限制。電子商務在為消費者提供新的購物渠道的同時，電子商務不會大幅提高總體家庭購買力。對於大型零售商來說，電子商務帶來了威脅，因為新的小型零售商侵蝕了他們的市場份額。大型零售商的市場份額按總零售額的銷售額算，從 2015 年的 47.4% 下降到 10M16 的 45.4%。此外，10M16 大型零售商的零售銷售同比增長僅 7.8%，低於全國零售銷售同比增長 2.5 個百分點。

圖表 11: 中國的消費市場格局正在迅速轉變

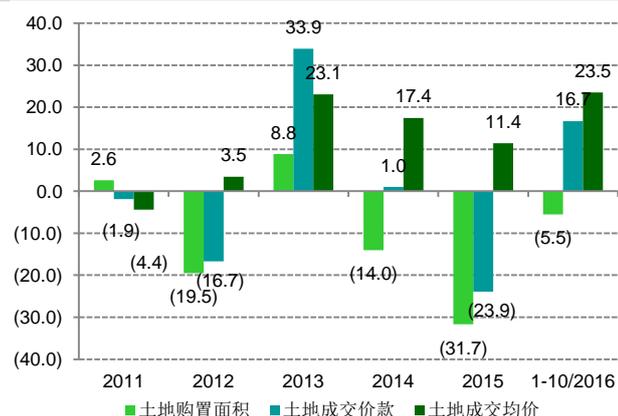
時期	1-10/2016 (10 億人民幣)	同比增	佔比	2015 (10 億人民幣)	同比增	佔比
社會消費品零售	26,960	10.3%	100.0%	30,093	11.1%	100.0%
1. 非網上零售額	23,786	8.6%	88.2%	26,851	9.0%	89.2%
2. 實物商品網上零售額	3,174	24.9%	11.8%	3,242	31.6%	10.8%

時期	1-10/2016 (10 億人民幣)	同比增	佔比	2015 (10 億人民幣)	同比增	佔比
社會消費品零售總額	26,960	10.3%		30,093	11.1%	
1. 商品零售	24,050	10.3%	100.0%	26,862	10.6%	100.0%
大型零售商	11,490	7.9%	47.8%	13,389	7.9%	49.8%
小型零售商	12,559	12.6%	52.2%	13,473	13.4%	50.2%
2. 餐飲收入	2,911	10.9%	100.0%	3,231	11.7%	100.0%
大型餐飲商	741	6.0%	25.5%	867	7.0%	26.8%
小型餐飲商	2,170	12.7%	74.5%	2,364	13.5%	73.2%

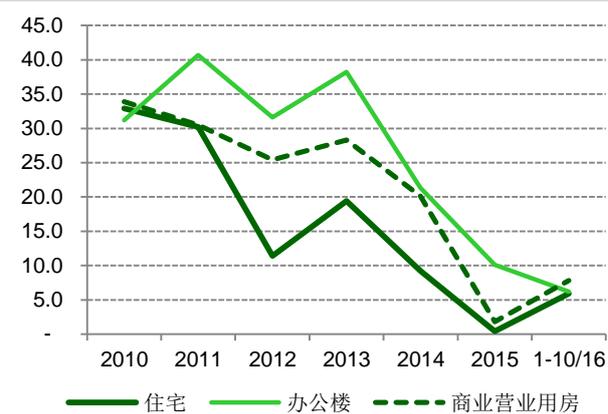
總體大型零售商	12,231	7.8%	45.4%	14,256	7.8%	47.4%
總體小型零售商	14,729	12.6%	54.6%	15,837	13.4%	52.6%

來源：國家統計局、農銀國際證券

住房市場：2H16 重新推出住房限購措施用以壓抑需求，預期這種需求側管理措施在 2017 年不會取消。我們相信這些措施將導致地產商在 2016-17 年房地產開發投資更趨謹慎，新建設開工可能下降，隨後在 2018-19 年間新房的供應將減少。2019 年，當新的供應大幅下降至低水平時，房價將再次激增。

圖表 12: 2014-2016 土地供應減少


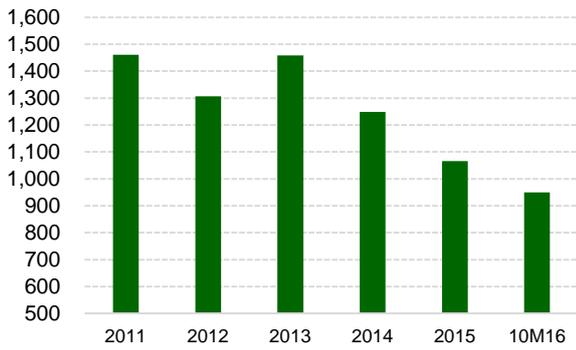
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 13: 房地產開發投資增速回落 (%)，同比


來源：國家統計局、農銀國際證券

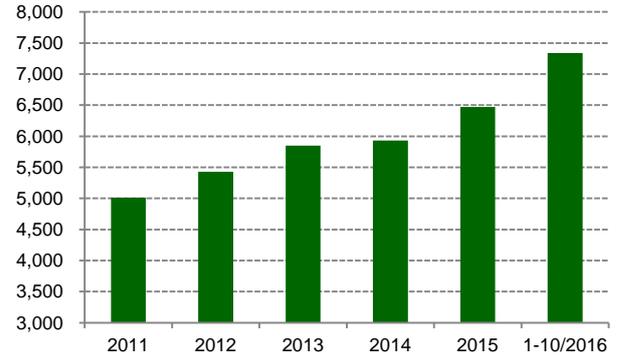


圖表 14: 自 2014 年以來新房建設下降 (百萬平方米)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 15: 全國平均新房價格 (人民幣/平方米)



來源：國家統計局、農銀國際證券



2017 投資策略

- 企業如市政設施服務，環保，綠色能源生產，保險，醫療保健、教育、旅遊、娛樂、互聯網和物流服務將繼續蓬勃發展
- 鑒於貨幣政策可能發生變化，投資銀行將因直接融資和財務諮詢服務的需求日益增長而蓬勃發展
- 中國各省經濟增長不均將有利於高增長省份的利基市場公司
- 中國新的投資型增長模式將使大型承包商受益
- 流動性繼續從中國流入香港資本市場
- 我們預期恒生指數和國企指數在 2017 年末達到 24,014 和 10,692 點

1. 中國的主要社會、經濟和人口趨勢將在 2017 - 2020 年持續

我們認為以下趨勢在 2017-20 年將持續：

- a) 日益增長的城市化將提高住房和汽車擁有率
- b) 城市和農村地區家庭收入持續增加將支持對實物商品和服務的需求
- c) 提高生活水平欲望（更好的公用事業服務、更低的污染、更多的休閒活動、交通便利、更好的教育、社會衛生和食物質量）
- d) 老齡化和新生兒人群將以更快的速度擴張
- e) 中國的政治和經濟影響力將在亞洲進一步增加
- f) 中國的軍事力量進一步增強，保護國家和其海外資產利益

從事支持這些發展趨勢的企業，如市政設施服務；環保，綠色能源生產；在保險，醫療保健，教育，旅遊，娛樂，互聯網，物流和國防等領域提供產品或服務，將繼續蓬勃發展。



2. 主要工業國家（包括中國）的成本推動通貨膨脹風險上升，貨幣政策將在 2017 - 18 年從寬鬆轉為緊縮

高杠杆的公司在流動性緊縮之前將急於降杠杆或重組資產負債表。隨著對直接融資和財務諮詢服務的需求增加，投資銀行將蓬勃發展。商業銀行淨息差（NIM）下降的風險將減少。

3. 中國各省經濟增長不均將支持在高增長區域或於利基市場發展的公司

集中於高增長地區（如“天津 - 北京 - 湖北”、“長江經濟帶”、“一帶一路”交通樞紐）的區域公司（如城市商業銀行，農村商業銀行，中型建築商，中型市政服務提供商）的利潤增長速度將快於全國同行。

4. 中國的財政刺激計劃：新形式的投資帶動增長

為了避免政府赤字顯著增加，將廣泛推廣政府和社會資本合作項目（PPP）的商業模式，以提高固定資產投資。具有技術技能和資本的基礎設施建設公司將是 PPP 的主要合作夥伴；具有資本的保險公司和商業銀行將成為金融合作夥伴。PPP 項目的經濟可行性將由社會資本合作夥伴在開始之前評估，公私營資本將獲得更有效地分配。

5. 流動性繼續從中國流入香港資本市場，但目的正在逐漸變化

內地投資者需要重新考慮他們投資香港股票市場的目的。前幾年，他們正在尋找低估值的中國相關港股。但這個意圖不能實現投資國際多元化的目的，因中國相關港股的資產風險與中國保持聯繫。我們相信在未來幾年內地投資者將尋找具有國際業務的香港上市公司或海外市場指數 ETF，讓他們可以真正地將他們的投資從中國多元化到全球市場。2016 年截至目前為止（至 11 月 22 日），跟蹤在香港上市的外國公司的恒生外國公司綜合數上升約 22%；同期，恒生指數升約 3%，H 股指數基本持平。



圖表 1:農銀國際全球觀點及對香港股市的影響摘要

農銀國際對 2017 年環球主要趨勢的判斷	對香港股市的影響
<ul style="list-style-type: none"> 民粹主義、反全球化和保護主義將加劇世界貿易、地緣政治和地緣軍事緊張局勢的風險 	<ul style="list-style-type: none"> 由於不利的外部因素導致的系統性風險增加 香港股市的風險溢價上升將抑制股票估值
<ul style="list-style-type: none"> 主要工業國家成本推動的通貨膨脹壓力不斷上升，減少了進一步寬鬆或放寬貨幣政策的空間 全球將開始競逐金融 FDI（包括跨境融資或向外國投資者進一步開放本地市場等），這有利於資本盈餘國家出口資本，提高資本回報 	<ul style="list-style-type: none"> 其他工業國家將跟隨美國進入利率上升週期 香港的利率週期將跟隨美國 在利率上升週期的早期階段，金融部門將受益 強勁的美元和疲弱的人民幣有利於中國的出口部門 中國進入香港的資本將繼續增加
<ul style="list-style-type: none"> 在特朗普總統任期內，美國更積極的財政刺激計劃意味著更多的商業機會和更好的投資回報預期 國債的供應將增加，以支持財政刺激計劃 發展中市場的金融危機和社會動盪的風險將隨著以美元計價資本的撤退、利率下降趨勢的逆轉和通貨膨脹的上升而增加 	<ul style="list-style-type: none"> 美國的經濟風險將會減少 流動性從發展中市場轉移到美國，美國的 FDI 預計將隨著財政刺激計劃的推出而增加 從美國流入香港資本市場的流動性將減少；流動性流出香港的風險將增加
<ul style="list-style-type: none"> 中國積極的財政刺激政策 短期較高的通貨膨脹帶來的較低的實際利率將刺激投資和消費 私營部門參與度的增加，投資導向型增長模式恢復 城市化進程加快、家庭收入增長、人口老齡化，生活水平提高（低污染、更多的休閒活動、交通便利、教育質量、社會衛生和食品質量）的長期發展趨勢保持不變 中國各省經濟增長不平衡，帶來不同的風險和回報 以美元計價的資本從亞洲市場撤退，為人民幣計價的資本提供更大的市場滲透空間 	<ul style="list-style-type: none"> 公營和私營部門將更多地依賴直接融資，這將有利於中國的投資銀行業 PPP 模式有助於提高資源配置效率，減少政府向個別項目財政負擔，私營企業投資機會增加 “供給側改革”有助於消除工業企業過度競爭和提供盈利能力恢復的空間予企業 國有企業改革的積極影響將會顯現 支持中國長期發展趨勢的行業，如城市公用事業；環保，綠色能源生產；醫療保健，教育，旅遊和娛樂服務；互聯網和物流服務，將繼續蓬勃發展 一些地區性金融或非金融企業的利潤增長可能會比其較大的全國性同業增長得更快 營商和投資的地理多元化將增加

來源：農銀國際預測



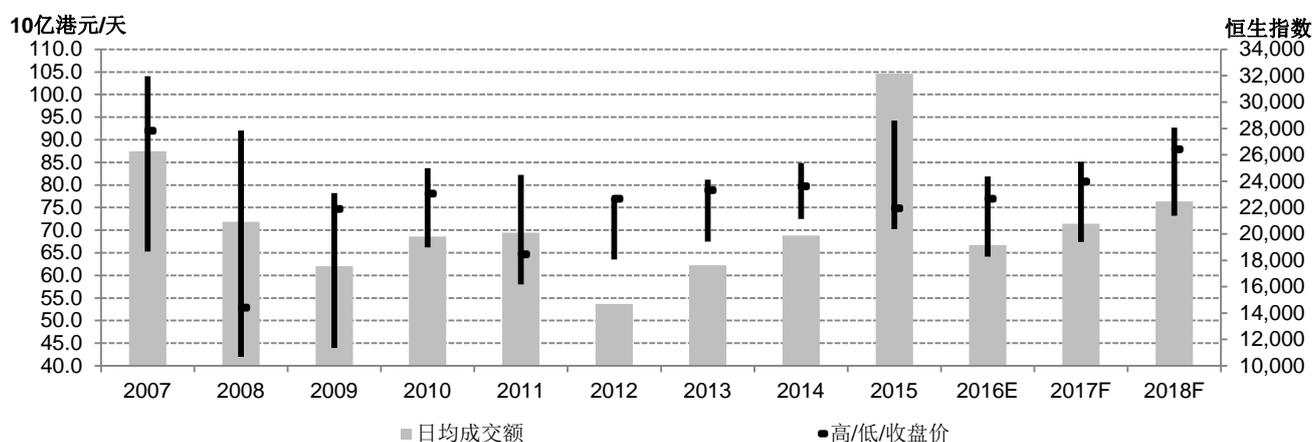
香港股市

恒生指數

恒生指數的每股盈利在 2015 和 2016 年連續兩年下跌。在 2016 年，由於開發商、保險公司、賭場經營商、石油生產商、電力生產商、銀行和綜合企業的利潤下降，我們估計 2016 年每股盈利同比下降 11.8%。反之，IT 公司將發佈強勁的利潤增長。

於 11M16，恒生指數的交易範圍為 18,278.80 - 24,364.00，相當於 2016 年預測市盈率的 10.19 倍至 13.52 倍，2016 年預測市淨率的 0.94 倍至 1.25 倍，以及 2016 年預測股息率為 4.33%至 3.25%。我們估計恒生指數成分股在 2016 年的日均成交額為 237 億港元，較去年同期下跌 23.8%，佔主板市場日均成交額的 35%。我們預測主板市場於 2016 年日均成交額將為 667 億港元，同比下跌 36.2%。

圖表 2: 恒生指數（高/低/收盤）及 日均股市成交額



來源: 香港交易所、彭博、農銀國際預測

展望未來，於 2017 年，我們預計恒生指數將錄得 9%的盈利增長。IT 和電信收入增長將超過其他類別的指數。權重中資銀行股的收益增長將保持平穩。2017 年，保險公司、房地產開發商和能源生產商的收益增長將由於 2016 年的低基準而恢復。2H15 至 1H16 期間，物業價格反彈的積極效應將推動房地產公司 2017 年的利潤。2H16 中國和香港房地產市場的緊縮措施的不利影響將反映在截至 2018 年的損益表中。

綜合市盈率、市淨率和股息收益率估值方法，我們預期 2017 年恒生指數的交易範圍為 19,456-25,594，即 2017 年預測市盈率的 9.89 倍-13.01 倍，2017 年預測市淨率的 0.94 倍-1.23 倍，2017 年預測股息率為 4.24%-3.22%。我們將 2017 年末目標設定為 24,014，相當於 2017 年預測 12.21 倍市盈率，1.16 倍市淨率，3.43%股息率。我們預計 2017 年的主板市場日均股成交額將同比提高 7%至 714 億港元。

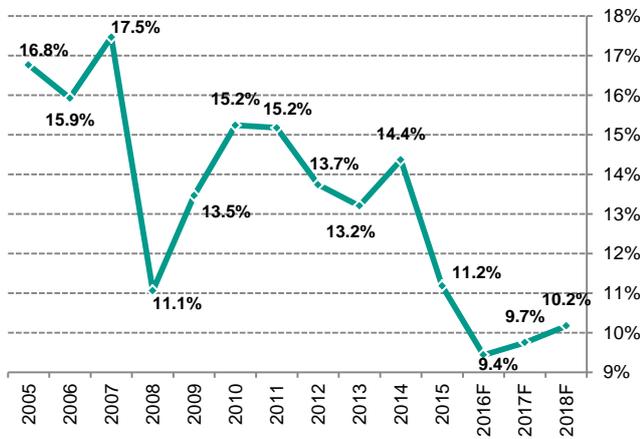


圖表 3: 2017 年恒生指數交易範圍

方法	2017 年預測估值範圍			相應的恒生指數交易範圍		
	高點	低點	2017 年末	高點	低點	2017 年末
1)市淨率	1.25	0.95	1.20	25,985	19,748	24,945
2)市盈率	13.00	10.00	12.00	25,576	19,673	23,608
3)股息率	3.27%	4.35%	3.51%	25,223	18,947	23,490
	平均			25,594	19,456	24,014
	相應市盈率(x)			13.01	9.89	12.21
	相應市淨率(x)			1.23	0.94	1.16
	相應股息率			3.22%	4.24%	3.43%

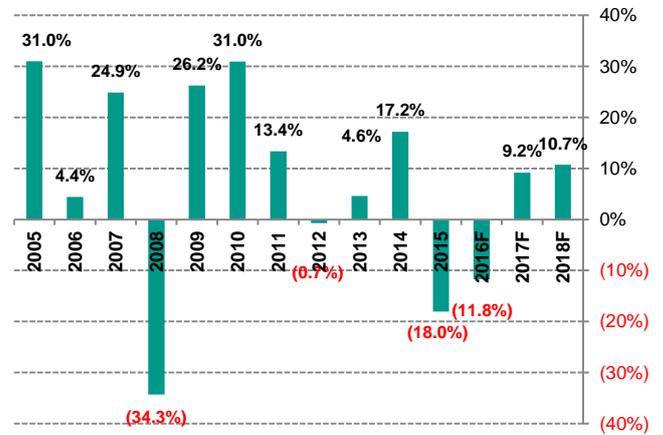
來源: 農銀國際預測

圖表 4: 恒生指數平均淨資產回報率



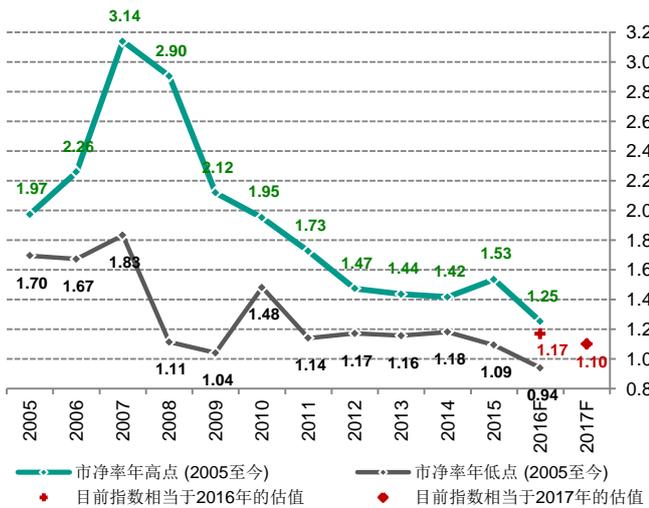
來源: 彭博、農銀國際預測

圖表 5: 恒生指數每股盈利增長



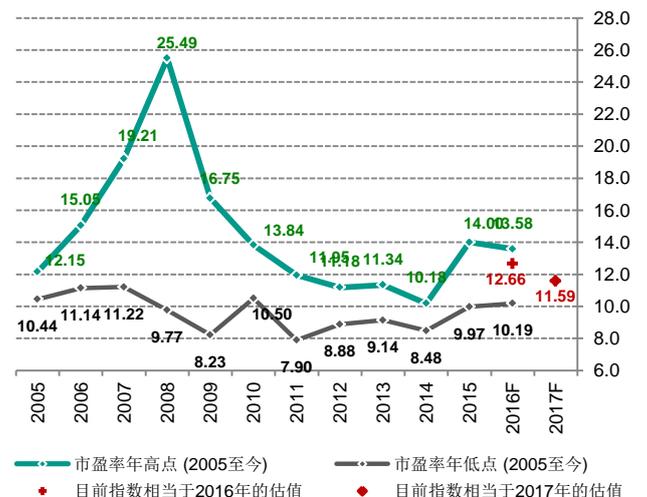
來源: 彭博、農銀國際預測

圖表 6: 恒指的市淨率範圍 (指數: 22,723)



來源: 彭博、農銀國際預測

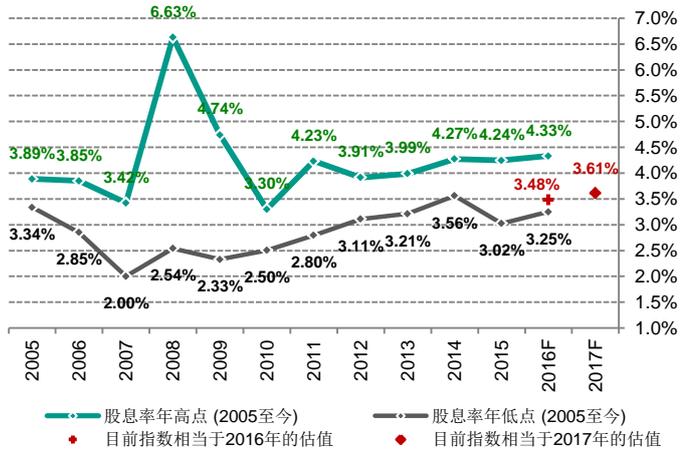
圖表 7: 恒指的市盈率範圍 (指數: 22,723)



來源: 彭博、農銀國際預測



圖表 8: 恒指的股息率範圍 (指數: 22,723)



來源: 彭博、農銀國際預測



國企指數

我們預計 2016 年恒生中國企業指數（或 國企指數）的每股盈利將下跌 15.7%，因為金融、煤炭、石油和火力發電股的每股收益下降。清潔能源、汽車、房地產和基礎設施建設股的每股收益將在 2016 年出現正增長。

在 11M16，國企指數的交易範圍為 7,498.81-10,341.65，相當於 2016 年預測 6.76-9.21 倍的市盈率，0.75-1.02 倍的市淨率，4.39%-3.23%的股息率。我們預測國企指數成分股在 2016 年日均成交額將為 128 億港元，同比下跌 38%。

展望 2017 年，在中資金融股中，我們預計保險、證券和資產管理股的利潤增長將恢復；銀行利潤增長將保持平穩。由於 2016 年的比較基數較低和商品價格的恢復，煤炭和石油股的利潤將在 2017 年大幅反彈。清潔能源、汽車、房地產和基礎設施建設股的利潤增長將在 2017 年繼續。

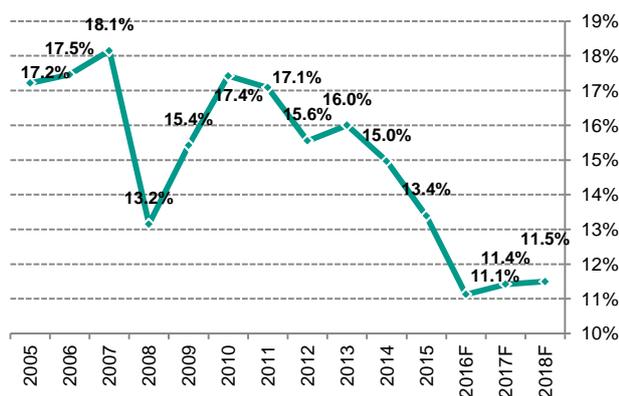
2017 年，我們預測國企指數的交易範圍將為 8,176-11,927，相當於 2017 年預測 6.75-9.85 倍市盈率，0.74-1.08 倍市淨率，及 4.35-2.98%股息率。我們將國企指數 2017 年末目標設定為 10,692，即 2017 年預測 8.83 倍市盈率、0.97 倍市淨率及 3.33%股息率。

圖表 9: 2017 年國企指數的預計交易範圍

方法	2017 年預測估值範圍			相應的國企指數交易範圍		
	高點	低點	2017 年末	高點	低點	2017 年末
1)市淨率	1.15	0.75	1.05	12,727	8,300	11,620
2)市盈率	10.00	6.80	8.50	12,107	8,233	10,291
3)股息率	3.25%	4.45%	3.50%	10,948	7,996	10,166
	平均			11,927	8,176	10,692
	相應市盈率(x)			9.85	6.75	8.83
	相應市淨率(x)			1.08	0.74	0.97
	相應股息率			2.98%	4.35%	3.33%

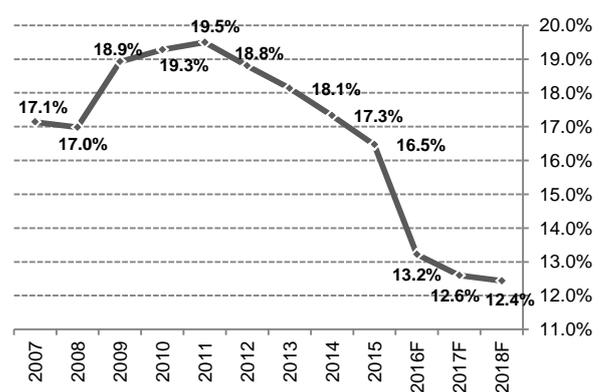
來源: 農銀國際預測

圖表 10: 國企指數 ROAE



來源: 彭博、農銀國際預測

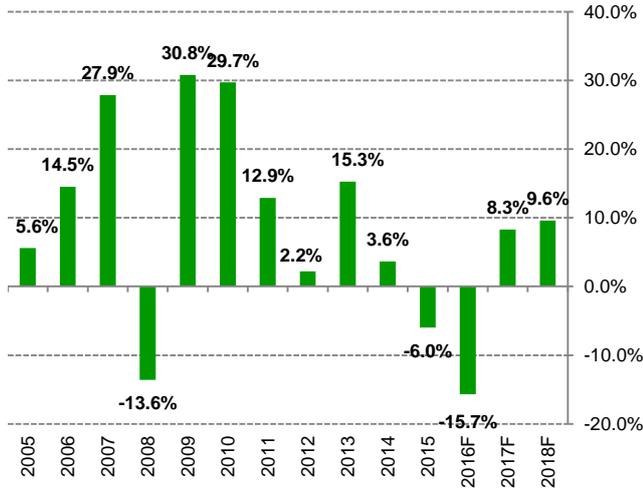
圖表 11: H 股金融指數 ROAE



來源: 彭博、農銀國際預測

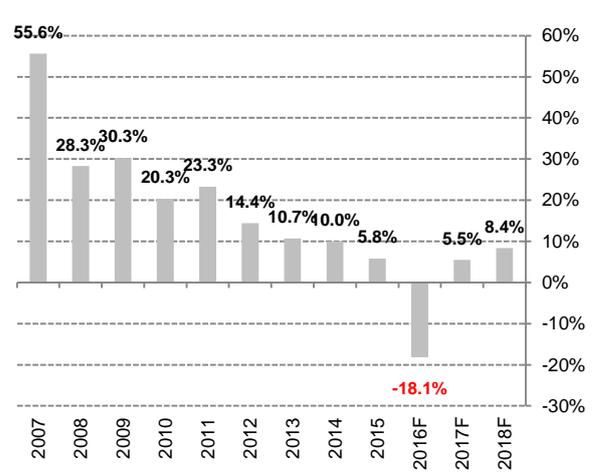


圖表 12: 國企指數每股盈利增長



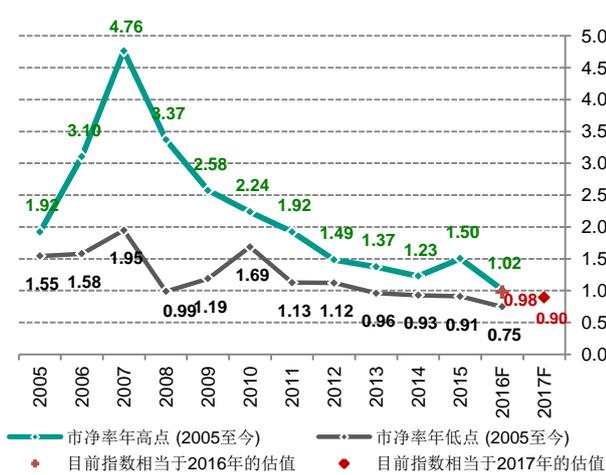
來源: 彭博、農銀國際預測

圖表 13: H 股金融指數每股盈利增長



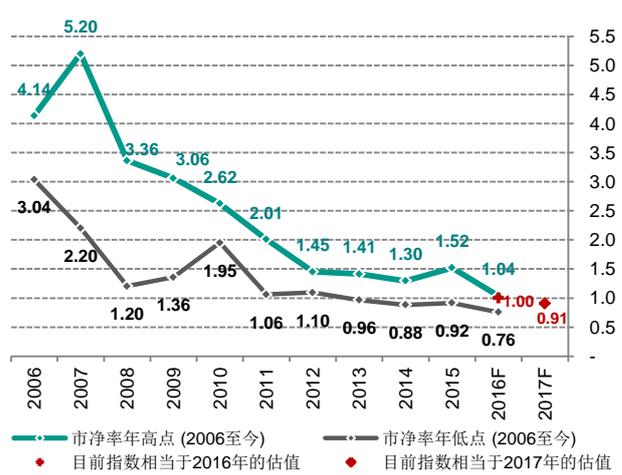
來源: 彭博、農銀國際預測

圖表 14: 國企指數的市淨率範圍 (指數: 9,790)



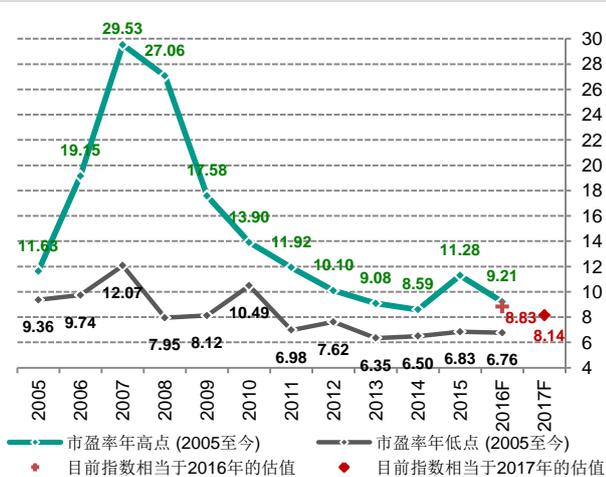
來源: 彭博、農銀國際預測

圖表 15: H 股金融指數的市淨率範圍 (指數: 15,765)



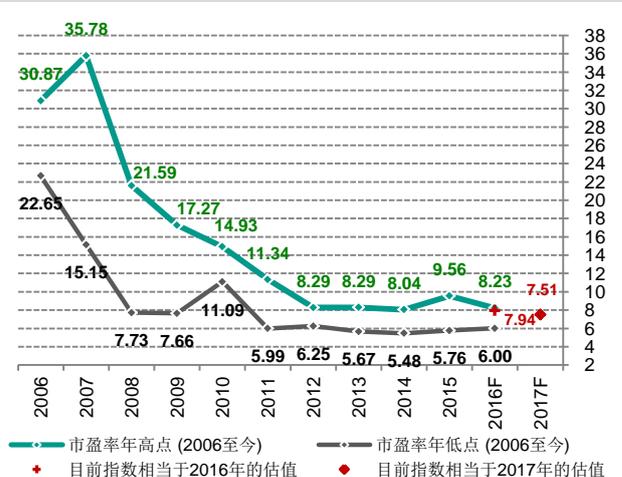
來源: 彭博、農銀國際預測

圖表 16: 國企指數的市盈率範圍 (指數: 9,790)



來源: 彭博、農銀國際預測

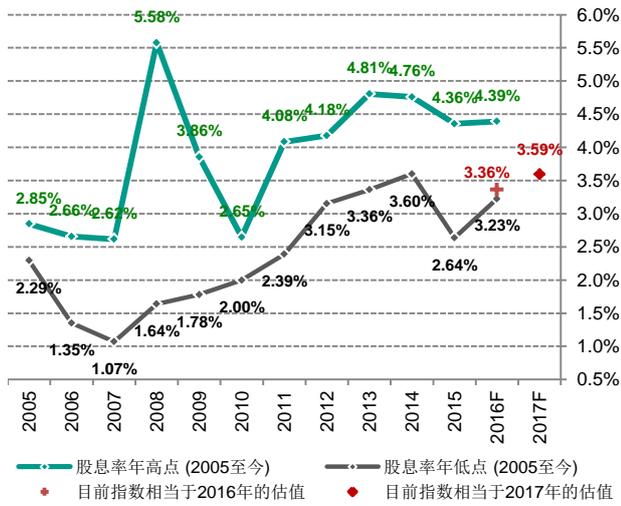
圖表 17: H 股金融指數的市盈率範圍 (指數: 15,765)



來源: 彭博、農銀國際預測

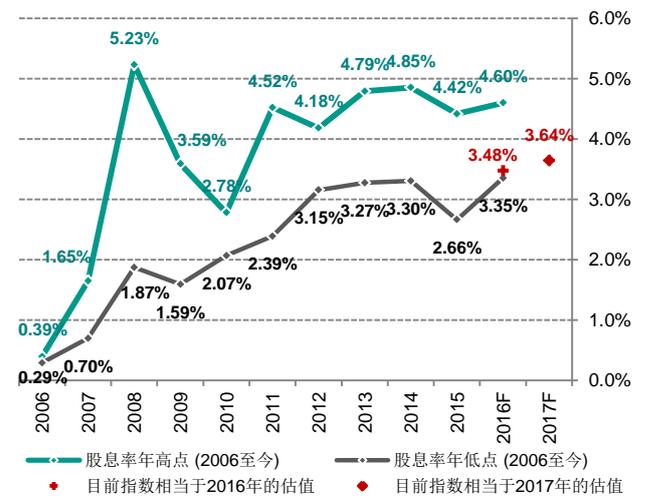


圖表 18: 國企指數的股息率範圍 (指數: 9,790)



來源: 彭博、農銀國際預測

圖表 19: H 股金融指數的股息率範圍 (指數: 15,765)

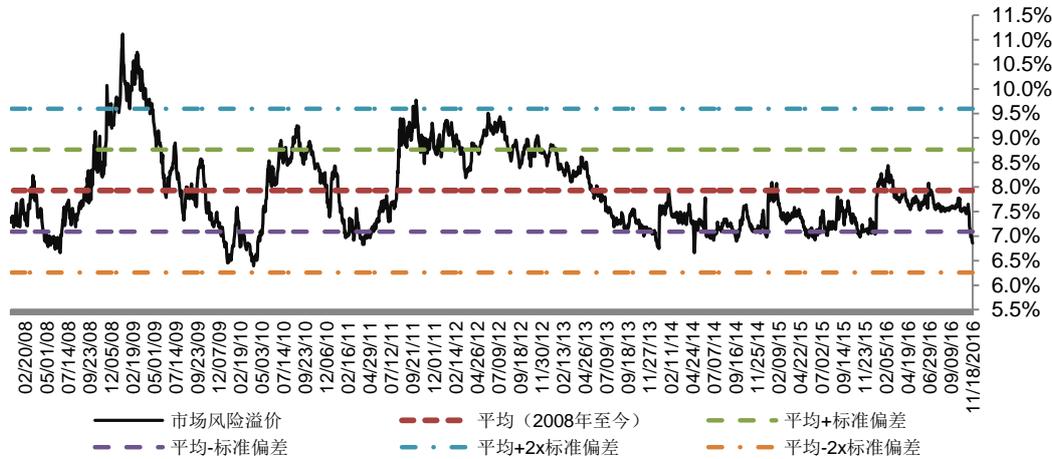


來源: 彭博、農銀國際預測



市場風險溢價趨勢

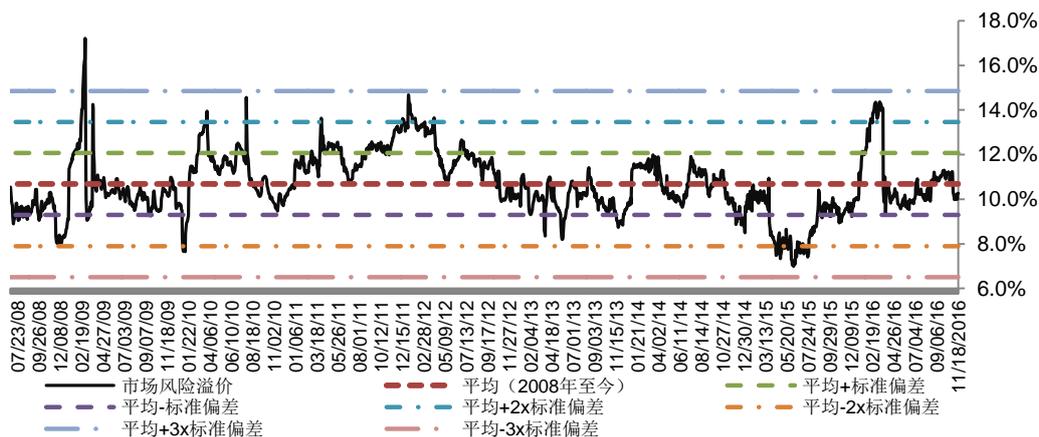
圖表 20: 美國股市風險溢價 (1 / 2008-11 / 2016)



考慮到目前的市場風險溢價接近低於平均值下的一個標準偏差，市場風險被低估，美國股市的下行風險很大。

備註：平均風險溢價（2008-2016）：7.93%；標準偏差：0.83%；當前風險溢價（11/21/2016）：6.86%
來源：彭博、農銀國際

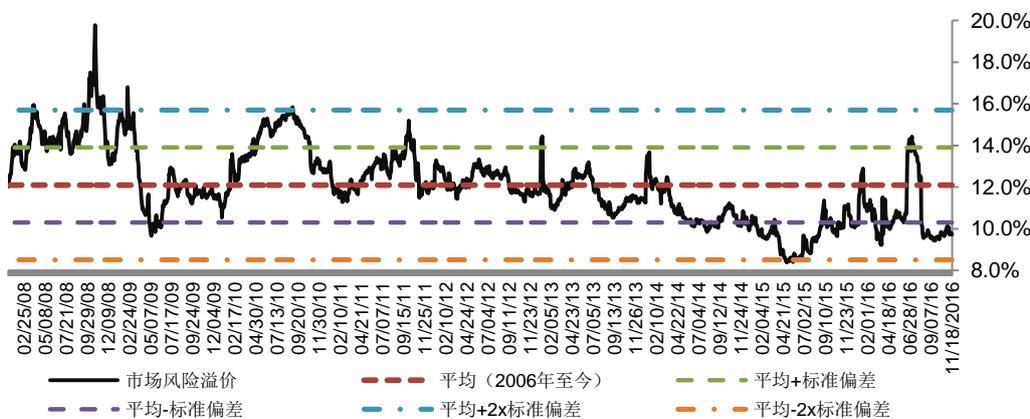
圖表 21: 中國股市風險溢價 (1 / 2008-11 / 2016)



中國股市當前的市場風險溢價定價合理，接近歷史平均水平。

備註：平均風險溢價（2008-2016）：10.68%；標準偏差：1.39%；當前風險溢價（11/21/2016）：10.27%
來源：彭博、農銀國際

圖表 22: 香港股市風險溢價 (1 / 2008-11 / 2016)



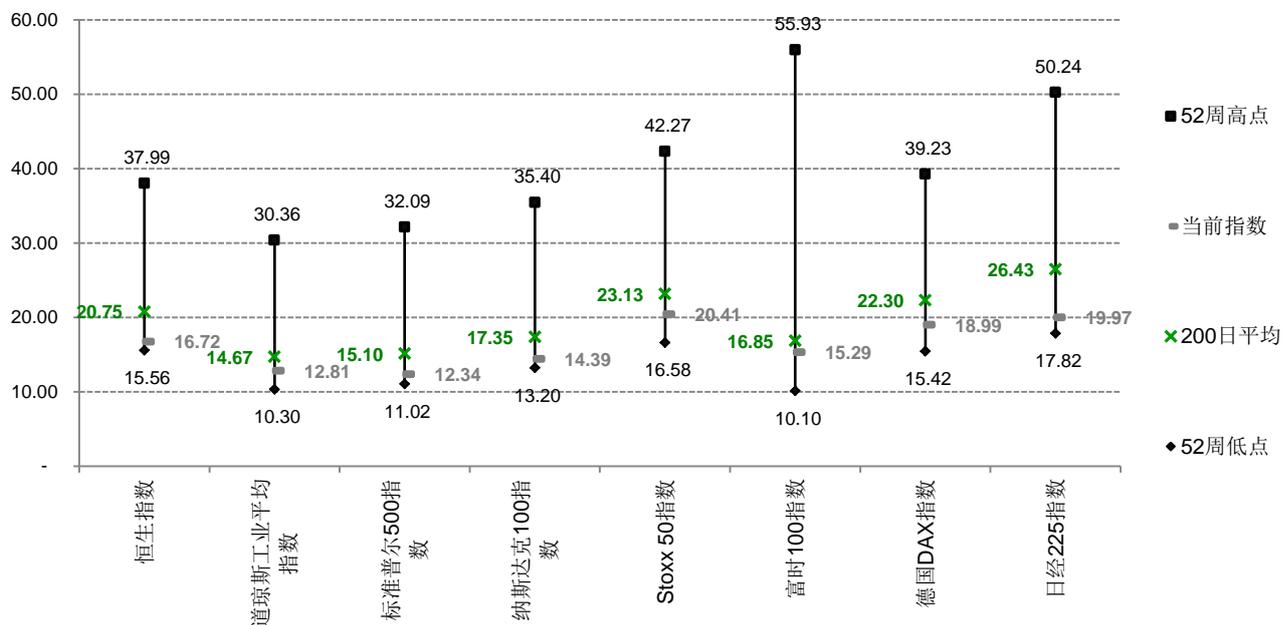
考慮到目前的市場風險溢價接近低於平均值下的一個標準偏差，市場風險被低估，表明股票價格膨脹。

備註：平均風險溢價（2008-2016）：12.10%；標準偏差：1.80%；當前風險溢價（11/21/2016）：9.71%
來源：彭博、農銀國際



股市波動風險

圖表 23: 主要股指波動率指數 (11/25/2016)



備註：波動指數接近年低點（或年高點）表明其相關指數接近短期高點（或底部）

來源：彭博、農銀國際

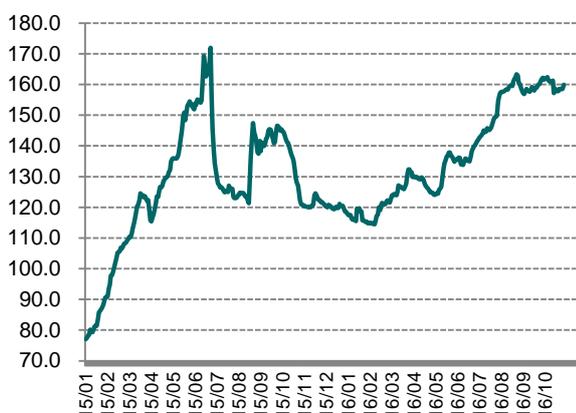


中港互聯互通

滬港通

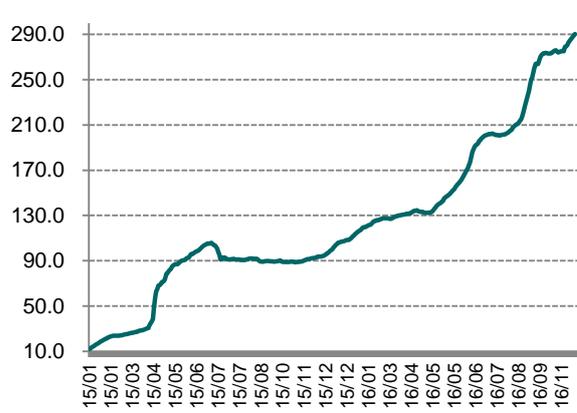
自滬港通推出以來，中國大陸投資者積極累積港股，而外資投資者謹慎買賣 A 股。2016 年內（截至 11 月 22 日），外商投資者以滬股通方式淨購買 A 股約 467.5 億元人民幣（2015 年為 244.1 億元人民幣）；同時，中國大陸投資者以港股通方式淨購買港股約 2,197.4 億港元（2015 年為 1,274.9 億港元）。我們估計，中國大陸投資者已經累積淨購買了約 2,904 億元人民幣的港股，而外國投資者自滬股通推出以來已經累積淨買入約 1,599 億元人民幣的 A 股。

圖表 24: 滬港通（北行滬股通）累積淨買入
（人民幣 10 億）



來源: 彭博、農銀國際

圖表 25: 滬港通（南行港股通）累積淨買入
（人民幣 10 億）



來源: 彭博、農銀國際

深港通

即將啟動深港通，將允許外國投資者投資在預先確定的深圳上市 A 股和內地投資者容許投資小市值港股。隨著投資池擴大，不同風險偏好投資者將加入投資，雙邊投資總額（滬港通和深港通）預計將進一步增加。

下一步是什麼？

我們預計在 2017-18 年間，滬深港通的選股池將擴大。港股通投資池可能包括結構性證券，如 ETF、REIT 和信託證券。當前和未來，一些香港上市的 ETF 正在跟蹤海外股票市場指數。將 ETF 納入港股通投資池將擴大內地投資者的選擇，有助於加快香港 ETF 市場的發展。

未來有什麼挑戰？

允許外國投資者通過滬深港通投資 A 股 IPO 市場將對香港投資銀行構成威脅，香港股市在協助內地公司籌集資金方面的角色會減弱。更重要的是，向外國投資者開放 A 股 IPO 市場將有助於吸引外商金融直接投資，並且 A 股 IPO 市場可與國際接軌，這也可能是北京政府和監管機構未來想看到的發展趨勢。由於這些新的渠道可以協助中國大陸公司獲得外國資本，中國大陸公司在香港發行證券融資的動機會相對減少。此外，隨著中國和香港 IPO 市場的擴大選擇，對資本的競爭可能會增加。我們認為外國投資者最早或許在 2018 年通過滬深港通進入 A 股 IPO 市場。

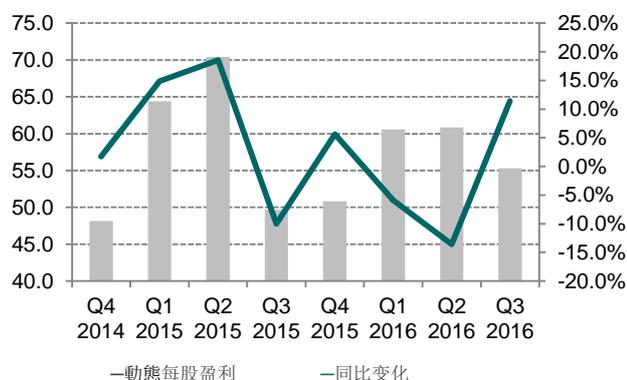


2017 中國 A 股股票市場

盈利增長積累動力

大部分 A 股公司的每股盈利增長自 1Q16 度以來已經見底回升。小盤/中盤股的每股盈利增長反彈強於大盤股。於 3Q16 大盤股指如上海證 50 指數和滬深 300 指數的動態每股收益分別同比增長 11.4% 和 9.3%。同期，上證綜指和深圳成指的動態每股收益分別同比增長 10.2% 和 28.0%。由於每股收益增長自 3Q16 以來才有所回升，我們認為大多數投資者對 A 股仍持謹慎態度。因此，A 股市場估值在這個階段不會被高估。

圖表 26: 上證 50 指數動態每股盈利(人民幣) 同比變動



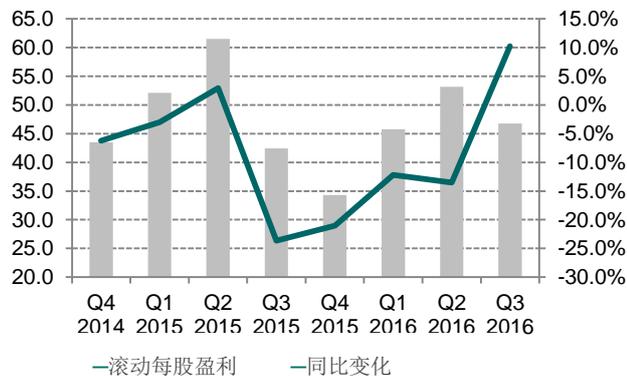
來源: 彭博、農銀國際

圖表 27: 滬深 300 指數動態每股盈利(人民幣) 同比變動



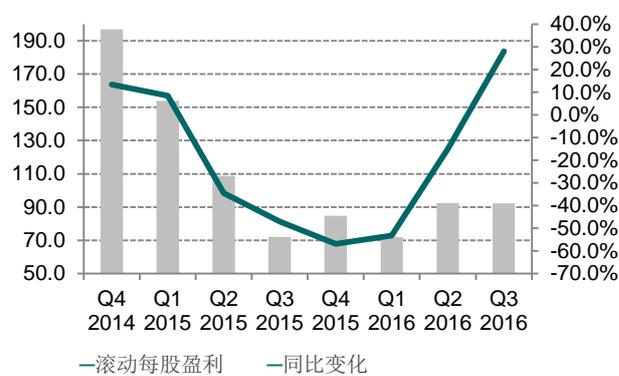
來源: 彭博、農銀國際

圖表 28: 上證綜指指數動態每股盈利(人民幣) 同比變動



來源: 彭博、農銀國際

圖表 29: 深圳成指指數動態每股盈利(人民幣), 同比變動



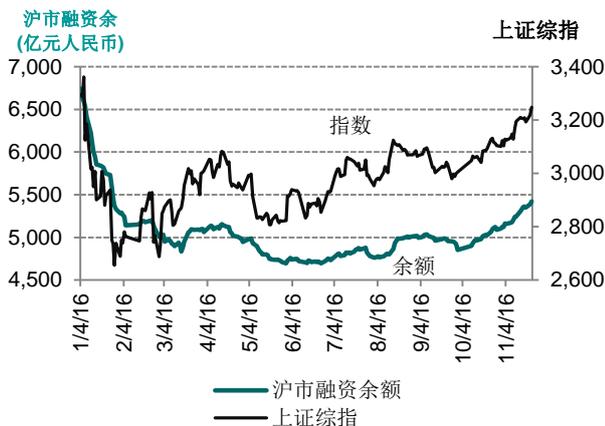
來源: 彭博、農銀國際

一些投資者可能已經利用杠杆買入股票

我們認為一些積極的 A 股投資者從 3Q16 起已經開始增加杠杆進行股票投資。滬深兩市的融資餘額已經從 2016 年 6 月末的人民幣 8,509 億元人民幣，增加到 2016 年 11 月 9,500 億元人民幣以上。然而，目前的融資餘額遠低於 2015 年末的 11,713 億元人民幣，和 2015 年最高的 22,666 億元人民幣。

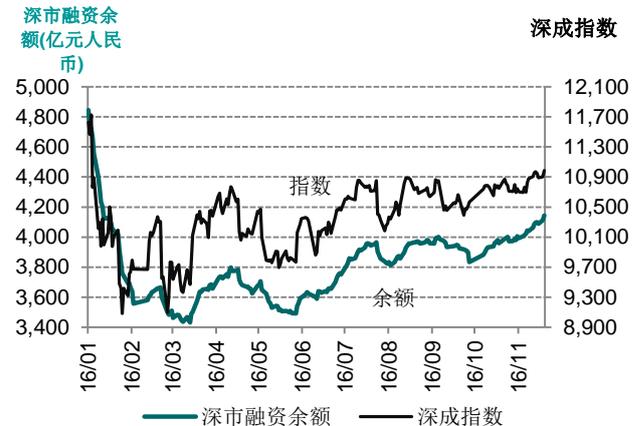


圖表 30: 滬市融資餘額 - 上證綜指



來源: 彭博、滬交所及彭博、農銀國際

圖表 31: 深市融資餘額 - 深圳成指



來源: 彭博、深交所、農銀國際

活躍的 A 股股市投資者在增加，股市成交現增長勢頭

雖然 A 股市場有超過 1.53 億個投資者，目前只有 1,800 萬個活躍，參與率低於 16%。大多數已經開設 A 股帳戶投資者不活躍或只有在出現牛市趨勢時才活躍。2017 年，我們預計企業盈利持續復蘇將吸引更多投資者參與 A 股市場，日均成交量將逐漸增加。

圖表 32: 每週日均成交額 (10 億元人民幣/日)



來源: 彭博、滬交所、農銀國際

圖表 33: 每週活躍 A 股投資者數 (百萬)



來源: CSDC、農銀國際

政府推動直接融資

銀行貸款一直是社會融資總額的主要來源。隨著 2015-16 年不良貸款不斷上升和不良貸款覆蓋率下降，銀行在 2017 年大幅擴大其貸款資產會有困難。為了滿足持續經濟增長所需的資金需求，直接融資（股權或債券融資）提供了另一種資金來源。由於股權成本通常比債務成本更昂貴，直接融資的增長將部分取決於 2017 年的看漲股票或債券市場。換句話說，看跌市場時將非常不利於發展直接融資發展。投資銀行將是直接融資增加和看漲資本市場的直接受益者。

**A 股市場估值**

跟蹤中/大盤股的指數為 2017 年預測 9-12 倍市盈率或 1.2-1.4 倍市淨率，表明大盤股的估值吸引。同時，小盤股指數 2017 年預測市盈率超過 20 倍和 2.4 倍市淨率。

雖然一些小盤公司能夠顯示強勁的利潤增長，總體小型公司的平均利潤率（按淨資產回報率衡量）低於中/大型公司。因此，我們預期中/大盤股在 2017 年將跑贏小盤股。

圖表 34: 基準指數估值

指數	價格	2016F 市盈率 (x)	2017F 市盈率 (x)	2016F 市淨率 (x)	2017F 市淨率 (x)	2016F 股息	2017F 股息率	2016F 淨資產 回報率	2017F 淨資產 回報率
跟蹤大盤股:									
SSE 50	2,360.34	10.85	10.00	1.35	1.22	2.54%	2.73%	12.4%	12.2%
富時中國 A50	10,310.30	9.95	9.25	1.30	1.17	2.67%	2.85%	13.0%	12.7%
跟蹤中盤股:									
SSE 180	7,494.99	12.84	11.70	1.52	1.38	2.13%	2.30%	11.9%	11.8%
跟蹤小盤股:									
SSE 380	5,820.47	29.89	23.43	2.61	2.41	-	-	8.7%	10.3%
跟蹤總體市場:									
滬深 300	3,474.73	14.65	13.00	1.74	1.58	1.98%	2.17%	11.9%	12.2%
上證綜指	3,241.14	15.32	13.51	1.57	1.45	1.84%	2.00%	10.2%	10.7%

來源: 彭博、農銀國際



2017 香港 IPO 市場展望

金融股融資額獨佔鰲頭

- 在 11M16，香港 IPO 市場已募集 229 億美元，平均交易規模為 2.34 億美元。中國投資銀行繼續提升市場份額，佔 10 大承銷商中的 7 家。
- 金融股基於其資本密集性質和較大的交易規模繼續成為 IPO 市場的主要動力，佔 11M16 IPO 集資額的 75%（2014：28%）。我們預計這趨勢將未來 1 - 2 年持續

在 11M16，香港股票 IPO 總額為 229 億美元，共發行了 98 個項目，平均發行規模分別為 2.34 億美元。在承銷商方面，在 11M16，10 大承銷商中有 7 家是中資投資銀行，而在 2015 年則為 6 家，反映中資投資銀行在 IPO 市場上持續提升市場份額。

金融股如中國郵政儲蓄銀行，招商證券，光大證券等是香港 IPO 市場的主要推動力，佔 11M16 籌集總額的 75%。總體而言，香港 IPO 市場的金融業集資份額從 2014 年的 28% 上升至 11M16 的 75%。我們認為，這種結構性上升趨勢可歸因於：

- 1) 金融業是一個資本密集型行業，具有持續的資金需求；
- 2) 金融業 IPO 比其他行業通常有較大的集資額，在現時投資者較傾向大盤股的市場氣氛下較能滿足投資者的需求。在 11M16，金融業 IPO 的平均集資額為 7.5 億美元，相比之下非金融業 IPO 的平均集資額只有 7,700 萬美元。

展望未來，我們預期金融業將是未來 1 - 2 年香港 IPO 市場的主要推動力。我們認為即將到來的金融業 IPO 可能包括中型銀行、保險公司和券商。

非金融行業在香港 IPO 市場的集資份額從 2014 年的 72% 下降至 11M16 的 25%。在 2014 年，工業佔香港 IPO 集資額的 18%，但其佔比在 11M16 已經下降至 5%。在同一期間，可選消費品的集資份額從 18% 下降到 4%。我們認為，下降可能是由於：1) 非金融行業沒有金融行業那麼資本密集；2) 非金融 IPO 的平集資額顯著低於金融行業，投資者的興趣較低。

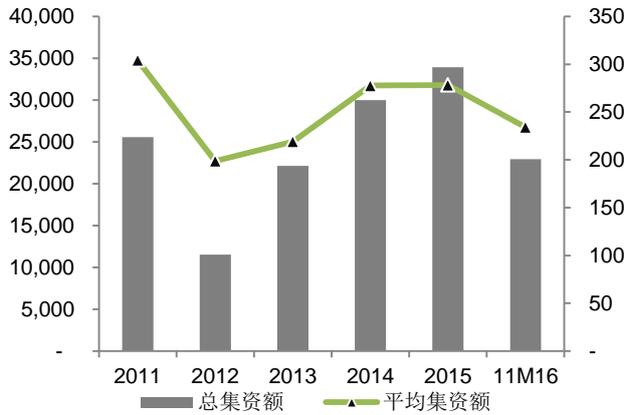
圖表 35: 11M16 香港 IPO 市場

行業	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
金融	17,213	748
醫療	2,433	304
工業	1,070	41
可選消費品	1,005	46
必需消費品	758	152
其他	477	208

來源: 彭博、農銀國際證券

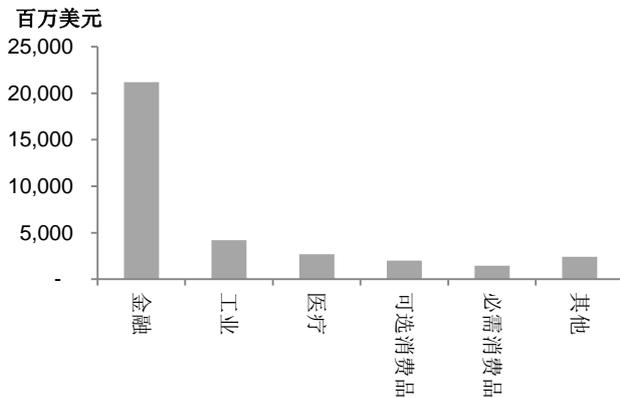


圖表 36: 香港 IPO 市場總集資額(左)及平均集資額 (右) (百萬美元)



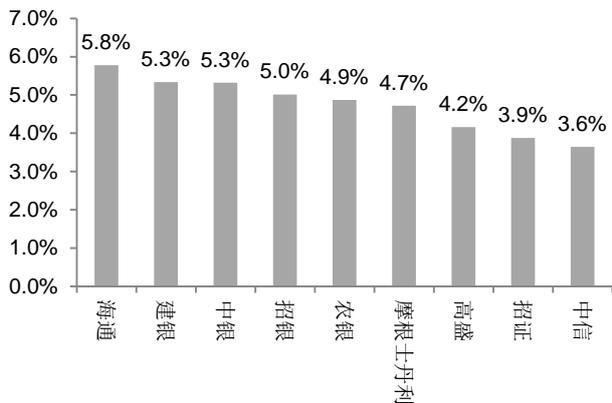
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 38: 香港 IPO 集資額行業分佈 (2015)



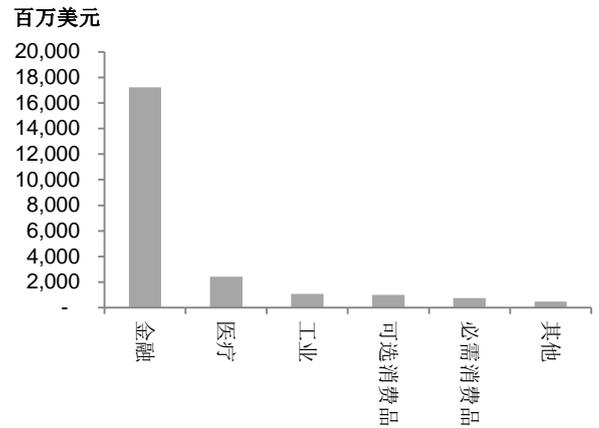
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 40: 主要承銷商市場份額 (11M16)



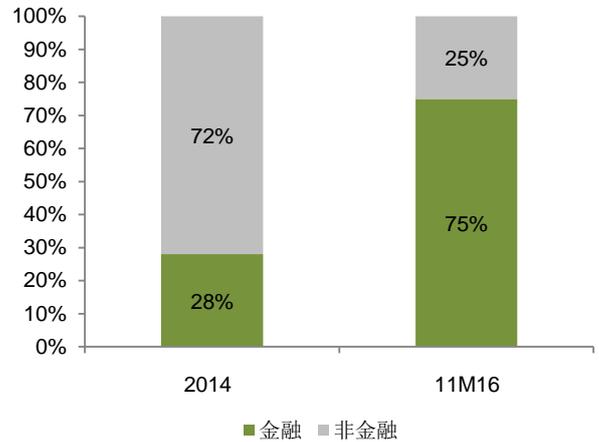
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 37: 香港 IPO 集資額行業分佈 (11M16)



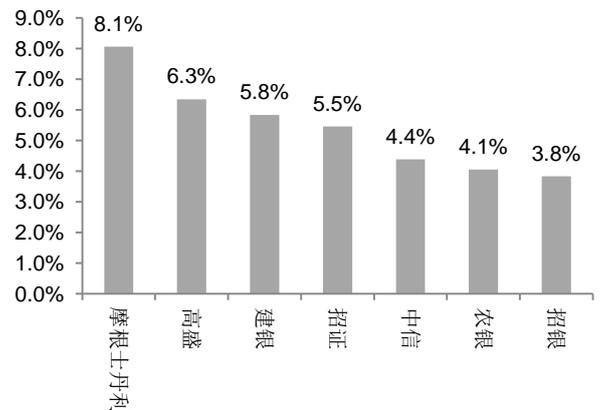
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 39: 香港 IPO - 金融 vs. 非金融



來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 41: 主要承銷商市場份額 (2015)



來源: 彭博、農銀國際證券



行業基本面將在 2017 年趨於穩定

- 行業淨息差及資產質量預期在 2017 年趨於穩定。
- 我們預期 2017 至 19 年利率環境保持穩定。
- 貸款增長勢頭在 2017 至 19 年間將保持強勁，年增長率預料維持在 12%-14%。
- 不良貸款率繼續溫和上升，優化處置渠道將有助於保持整體資產質量平穩。
- “十三五”規劃將推動行業收入結構轉變及加快海外擴張步伐。
- 考慮行業估值偏低及其穩定的股息收益率，維持行業正面評級。

行業估值重估已溫和啟動。總體行業股價表現反映市場對行業的估值重估已經在本年 5 月中開始，投資者對淨息差和資產質量的憂慮正逐步緩解。我們預期行業基本面將在 2017 年趨於穩定，這是由於：1) 利率環境保持穩定；2) 淨息差將在 2017 年從貸款重定價和增值稅改革的陰霾下觸底；3) 貸款需求保持穩定；4) 資產質量藉由不良貸款處置能力優化而保持穩定；和 5) “十三五”規劃為行業收入結構帶來改變。

利率環境保持穩定。隨著美國領導全球利率上升的預期升溫，中國將無可避免地面對加息的壓力。儘管如此，隨著政府高度重視降低社會融資成本的目標，我們認為中國人民銀行將在 2017 年至 19 年間致力保持一個穩定的利率環境，並準備好迎接通貨膨脹增速的情況。降低社會融資成本的目標因此將通過豐富間接融資渠道和行業去杠杆化的持續發展來實現。同時，市場流動性將更大程度依靠短期貨幣工具的運用來調整。

淨息差將在 2017 年見底。在中國“新常態”經濟的增長展望下，我們預期貸款需求將保持穩定，為銀行對未來基準利率的調整帶來緩衝。我們認為行業淨息差將在 4Q16 至 1Q17 從貸款重定價和增值稅改革的陰霾走出來。因此以全年計，行業淨息差將在 2017 年觸底並穩定下來。對於個別銀行而言，資產負債表增長能力和資產配置靈活性將成為未來業績優劣成敗的關鍵因素。相較大銀行與全國性股份制銀行，我們相信仍在高增長期的地區性銀行在淨息差和盈利增長上可能得到更突出的表現。

貸款增長需求仍強勁。9M16 人民幣貸款增長勢頭直指我們 2016 年全年貸款目標的 12.3 萬億元人民幣。同時，自 1Q16 以來穩定的平均貸款收益率和貸款組合中定價高於基準利率的佔比顯示出目前貸款需求仍然強勁。貸款年期亦隨著銀行在 2016 年逐漸將新貸款配置由短期伸延至中長期貸款而得到改善。在 9M16，中長期貸款佔新增貸款總額的 72.9%，遠高於央行 2015 年末公佈的 56.2%。在“十三五”規劃期間，我們相信小微企和三農相關行業將繼續成為未來 3 年貸款增長的核心動力來源。而在我們的基本情景假設下，我們預計中國的人民幣貸款增長在 2017 至 19 年間將按年增長 12%-14%。

中國銀行業

正面

分析員: 歐宇恒
電話: (852)21478802
電郵: johannesau@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	5.28
2017 預測市賬率均值 (x)	0.65
2017 預測股息率均值 (%)	5.31

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測

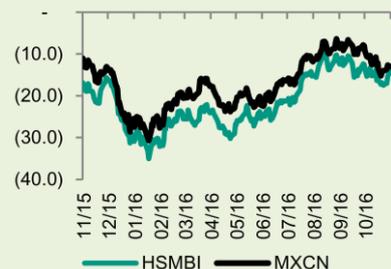
行業表現 (%)

	絕對	相對*
1 個月	(0.46)	3.82
3 個月	1.29	3.30
6 個月	17.64	6.21

*恒生中國內地銀行指數相對於恒生指數

來源: 彭博、農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



HSMBI: 恒生中國內地銀行指數

MXCN: MSCI 中國

來源: 彭博、農銀國際證券



優化不良貸款處置有助穩定資產質量。我們認為 2016 年首 3 季銀行業平均不良貸款率保持平穩，主要是由於各銀行努力加大不良貸款處置力度，這些手段包括核銷和打包出售等。我們預計不良貸款的壓力在未來幾年仍將維持在中高水平，而優化不良貸款處理渠道將有效控制整體行業平均不良貸款率。仍然，我們保守假設未來不良貸款率將每季平均上升 6 個基點。因此，為了維持現水平的貸款風險緩衝，我們預期各銀行將在 2017 至 19 年間繼續維持大貸款撥備的策略，以至行業盈利增長繼續受壓。我們預測大銀行與全國性股份制銀行未來 3 年的盈利增長將繼續持平或維持在低個位數增長率的水平。而由於地區性銀行的經營規模相對較小，其較快的盈利增長將有機會保持。

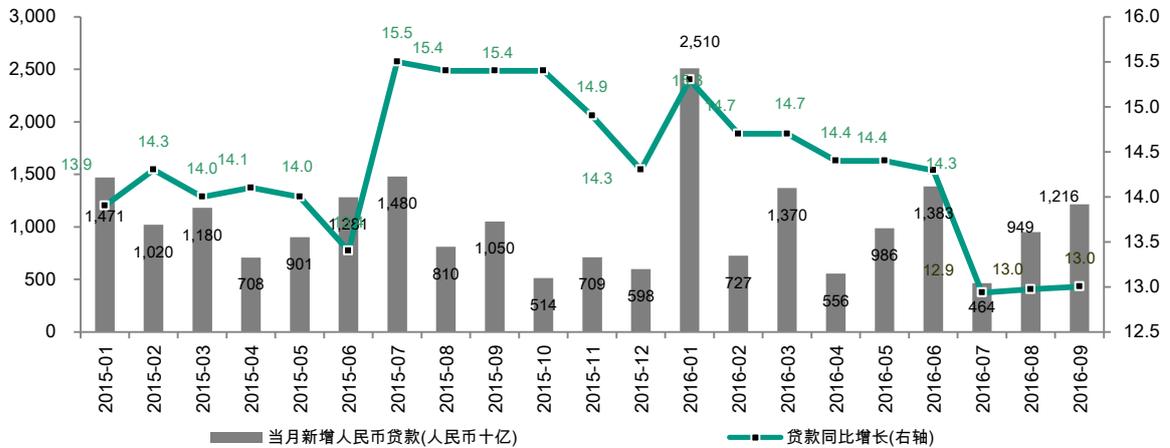
“十三五”規劃期間收入結構將發生改變。國家的“十三五”規劃鼓勵銀行業的創新與改革。產品上的創新勢將加快行業非利息收入的增長。我們預期未來 3 年非利息收入佔總收入比將超越 30%。然而，這亦預示，隨著監管機構對個別業務風險關注上升，相關政策風險亦將明顯加大。同時，隨著金融業混業經營和國際化的大趨勢，拓寬收入來源、跨行業協同效應和潛在的並購活動將加快發展。然而，持續壯大的資產負債表及海外擴張機會可能為個別銀行的資本狀況帶來壓力，未來或需通過發行股票和債券來補充資本。

重申我們對大銀行的偏好。建設銀行(939 HK, 買入, 目標價: HK\$ 8.02)和工商銀行(1398 HK, 買入, 目標價: HK\$6.84)等大型銀行仍是我們行業中的首選，我們偏好其穩定的股息收益率、高度的業務多元化及其對政策風險相對高的防守性。考慮到農業銀行(1288 HK, 買入, 目標價: HK\$ 4.56)在同業中最強的風險緩衝能力及相對高的股息收益率，該行亦屬行業中優質的投資選擇。另外，地區性銀行的高增長率成功吸引我們的關注。我們認為其相對較小的資產負債表讓地區性銀行的營運模式較大銀行更具靈活性。我們預期新資本規定的要求和混業經營的加快發展所帶來的資本需求，將促使更多中國的銀行來香港交易所上市。然而，H 股銀行的選擇越來越多亦有機會分散投資者在個別銀行上投放的資金。

風險因素: 1) 金融改革的步伐比預期快; 2) 來自非銀行金融機構競爭日趨激烈; 3) 資產質量在個別地區急速惡化; 4) 貸款需求轉趨疲弱。



圖表 1: 新增人民幣貸款(人民幣十億)及同比增長(%)



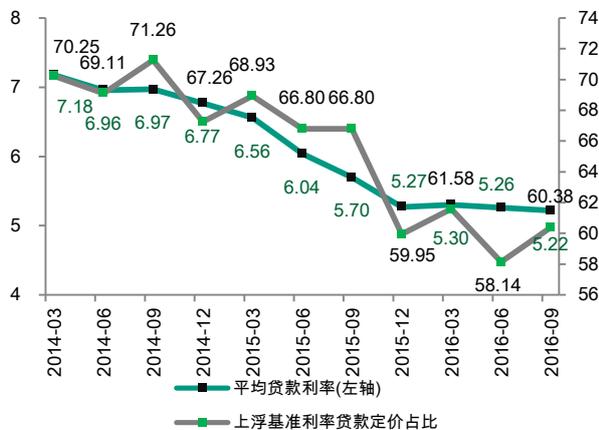
來源：中國人民銀行，農銀國際證券

圖表 2: 新增人民幣存款(人民幣十億)及同比增長(%)



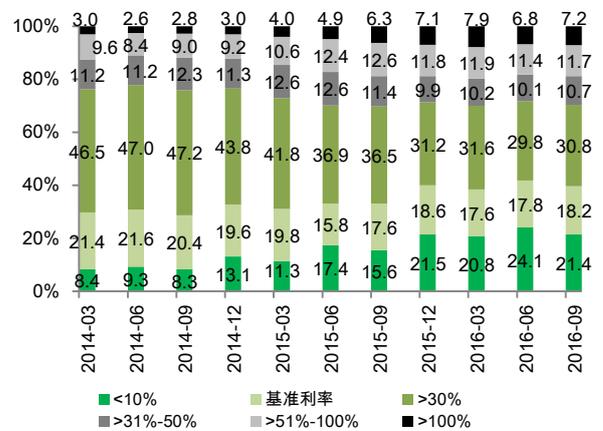
來源：中國人民銀行，農銀國際證券

圖表 3: 平均貸款利率與貸款定價較基準利率上浮佔比 (%)



來源：中國人民銀行，農銀國際證券

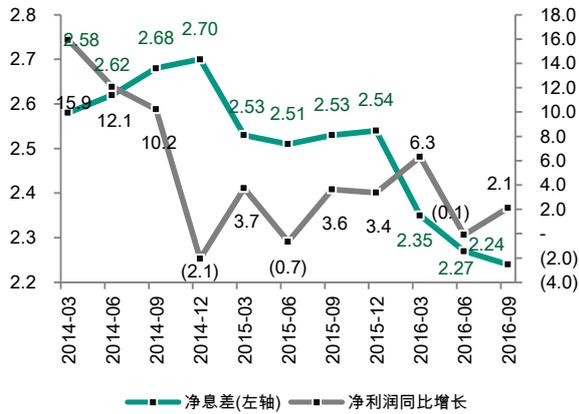
圖表 4: 平均貸款定價分佈 (%)



來源：中國人民銀行，農銀國際證券

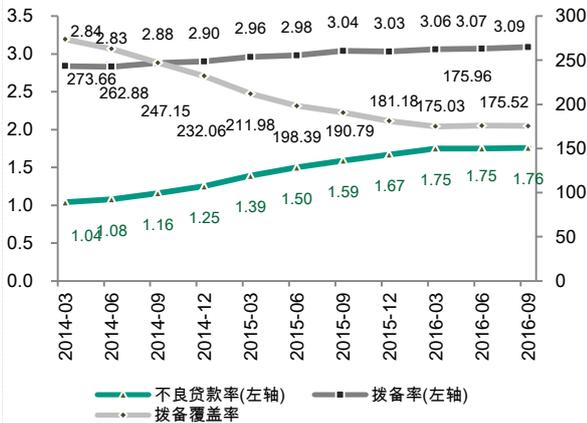


圖表 5: 行業平均淨息差與行業總淨利潤同比增長 (%)



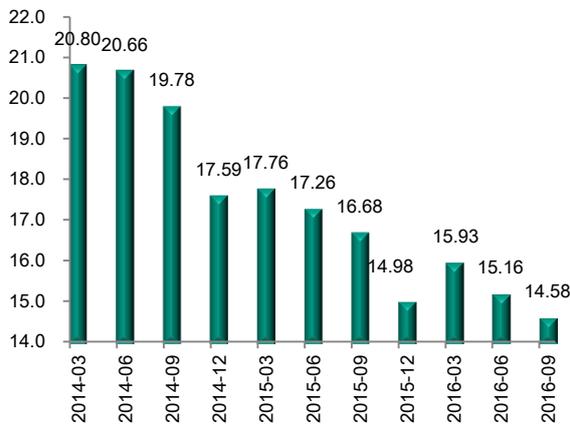
來源：中國銀監會，農銀國際證券

圖表 7: 主要行業平均資產質量指標 (%)



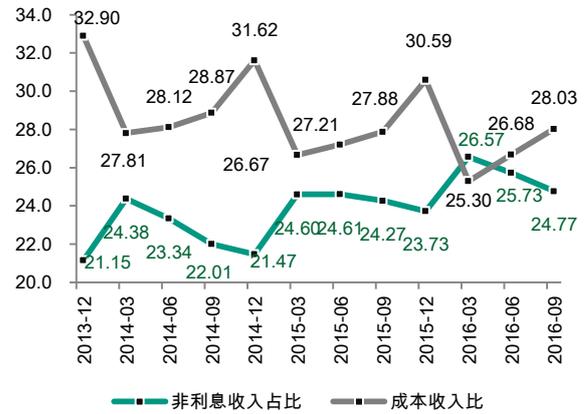
來源：中國銀監會，農銀國際證券

圖表 9: 行業平均資本利潤率 (%)



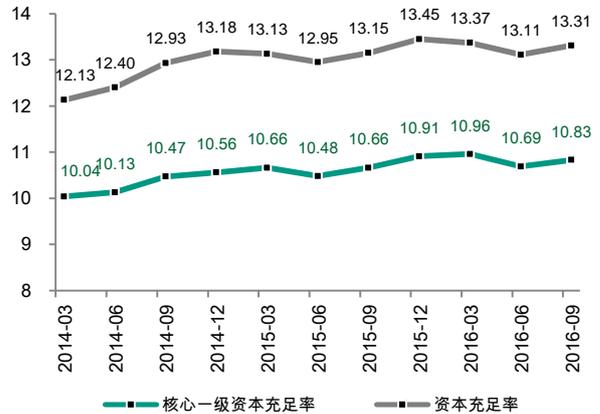
來源：中國銀監會，農銀國際證券

圖表 6: 行業平均非利息收入佔比與行業平均成本收入比 (%)



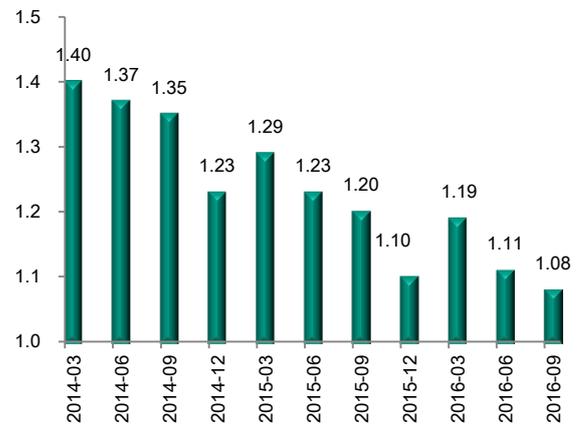
來源：中國銀監會，農銀國際證券

圖表 8: 行業平均核心一級資本充足率及資本充足率 (%)



來源：中國銀監會，農銀國際證券

圖表 10: 行業平均資產利潤率 (%)



來源：中國銀監會，農銀國際證券



圖表 11: 中國銀行業估值(數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升潛力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市賬率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
工商銀行	1398 HK	買入	6.84	46.47	5.28	5.21	0.74	0.67	6.00	6.00
建設銀行	939 HK	買入	8.02	39.48	5.64	5.52	0.80	0.73	5.26	5.45
農業銀行	1288 HK	買入	4.56	42.06	5.12	4.94	0.70	0.63	5.93	6.28
中國銀行	3988 HK	買入	5.01	43.14	5.39	5.21	0.64	0.59	6.08	6.08
交通銀行	3328 HK	買入	7.71	27.65	5.99	5.93	0.69	0.63	5.01	5.01
招商銀行	3968 HK	買入	25.40	32.43	7.35	6.99	1.07	0.96	4.03	4.15
民生銀行	1988 HK	買入	11.73	34.83	6.07	5.88	0.83	0.74	2.83	2.83
中信銀行	998 HK	買入	6.13	20.20	5.23	5.06	0.62	0.55	4.83	4.83
光大銀行	6818 HK	買入	5.26	42.93	4.83	4.63	0.61	0.55	6.09	6.39
徽商銀行	3698 HK	買入	4.59	18.60	5.76	5.32	0.76	0.65	4.92	5.21
哈爾濱銀行	6138 HK	買入	2.84	22.94	4.69	4.21	0.60	0.53	5.33	5.82
重慶銀行	1963 HK	買入	8.20	30.16	4.93	4.43	0.68	0.57	5.33	5.69

來源：彭博，農銀國際證券預測



2017: 充滿挑戰的一年

- 寡頭形勢保持不變
- 預期保費在 2016-2020 年持續健康增長
- 價格管制放開、精算估計變更和 IFRS 9 的實施將對保險公司利潤和內含價值在 2017-18 年造成暫時的挫折
- 太保(2601 HK)和平安(2318 HK)在業務定位處於更好的位置應對變化

上升的保險需求。2016 年前九個月，我們估計保險深度和密度分別增加到 4.75%(2015:3.54%)和人均 1,824 元人民幣(2015: 1766 元人民幣)。基於第十三個五年計劃，政府 2020 年目標是保險深度和密度分別達到 5%和人均 3,500 元，2020 年人均名義 GDP 達到 70,000 元(相當於 2015-20 年複合增長率為 7%)。這樣的目標意味著在 2015-20 年間總的保險費和人均保費分別年複合增長 13.1%和 14.6%；保險業的總資產在同一時期年複合增長率為 15.1%。

2017 年面對的挑戰。政府降低對主要保險產品的價格監管控制以提高需求。2016 年前 9 個月，壽險保費收入同比增長了 43%。保險價格市場化推高了保險合同的負債成本。同時，儘管資產規模不斷增長，低利率環境限制了低風險投資的回報率。在 2016-17 年壽險公司的承保利潤將受保單負債成本大幅增加拖累。

風險管理是保險業的關鍵。銀行存款和債券投資佔總資產比例從 2014 年末的 59.96%減至 2015 年末的 50.81%和 2016 年 9 月末的 45.38%。同時，股票和另類投資佔總資產的比例則從 2014 年末的 31.90%上升至 2015 年末的 39.64%和 2016 年 9 月末的 42.30%。為了提高投資回報率，保險公司需要減少在資產組合中的銀行存款和高投資等級債券的比例，同時增加持有高風險資產(如低投資等級債券、股票或另類投資)和資產具有較長久期。因此，保險公司的流動性風險、信用風險和資產價格風險將增加。

2018 年會計準則的變化。根據現行會計準則報告的淨利潤無法全面瞭解保險公司的財務狀況。在 2016 年前九個月，中國人壽(2628 HK)公佈錄得淨利潤，但是錄得綜合淨虧損與股東淨值減少。新會計準則 IFRS 9，這將是在 2018 年實施，應該能夠提供保險公司的財務狀況有更全面的認識。在新的會計準則下，風險資產的增加量對其損益表和資產負債表的負面影響會更充分地反映出來。

中國保險業

中性

分析師: 陳宋恩
電話: (852) 2147 8805
電郵: philipchan@abci.com.hk

关键数据

2017 預測市盈率均值 (x)	12.7
2017 預測市賬率均值 (x)	1.3
2017 預測股息率均值 (%)	1.6

資料來源: 彭博、公司、農銀國際證券預測

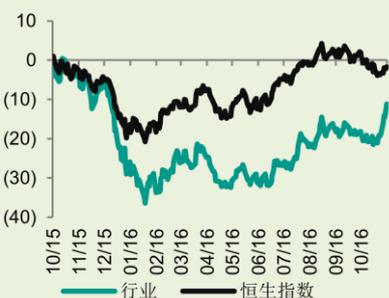
行业表现(%)

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

*行業平均相對於恒生指數

資料來源: 彭博、公司、農銀國際證券

1 年表現 (%)



資料來源: 彭博、公司、農銀國際證券



2017 的前景

人壽險和健康險保單的負債成本激增將損害承保利潤。在業務和投資環境的變化將導致壽險和健康保險合同的精算估計的變化。我們預計長期壽險或健康保險合約的負債會激增，其負面影響會在 2017 的損益表中充分反映出來。中國人壽和平安 (2318 HK) 已警告，基於新的精算估計，其 2016 年前九個月稅前利潤將分別減少 185 億元人民幣和 172 億元人民幣。

保險公司的內含價值將受到抑制。我們預計保險公司會下調對投資回報的精算估計，而下調預期投資回報率會降低承保利潤和內含價值。然而，保險公司可能會降低他們的風險貼現率，以支內含價值。根據我們的測算，中國太保 (2601 HK) 在 H 股保險公司中，它的投資回報假設最保守，下調預期投資回報率對於它的影響較小。在 H 股保險公司中，新華保險(1336 HK)採用最高的風險貼現率，它有空間調低折貼現率，以抵消下調預期投資回報率的影響。人保集團(1339 HK)的風險貼現率較低和預期投資回報率較樂觀，它將受較大的不利影響。在 H 股保險公司，太保是我們優先選擇。

寡頭壟斷的情況仍然未變。國內 10 大壽險公司在 2015 年/ 2016 年前 9 個月抓獲了 76% / 73% 的總壽險原保費收入；相應時期，國內 10 大產險業公司抓獲了 86% / 85% 的總財險保費收入。2016 年前九個月，七家香港上市的中國保險公司分別抓獲 53% / 75% 的總壽險原保費收入/總財險保費收入。安邦人壽 (非上市保險公司) 與上市同行競爭並駕齊驅。安邦集團在中國為第 3 大保險集團，它的壽險和健康保險總原保費總已經超過太保，緊緊追趕平安。

保險公司正在轉型為金融集團。多年來，我們已經看到銀行和保險公司之間形成的聯盟。2016 年 8 月，中國人壽增持廣東發展銀行至 43.686%；人保財險(2328 HK)正等待政府批准收購華夏銀行(600015 CH)19.99% 的股份；中國再保險(1508 HK)已持聯營公司光大銀行(6818 HK)4.94% 的股份；平安銀行(000001 CH)貢獻了約 20% 平安 (2318 HK) 的淨利潤。

客戶是最有價值的無形資產。最後，保險公司的潛在價值取決於它如何優化客戶的價值。保險公司正在建立電子商務平臺，向客戶出售金融產品。在我們看來，平安在 H 股保險公司中一直是這方面最成功的。

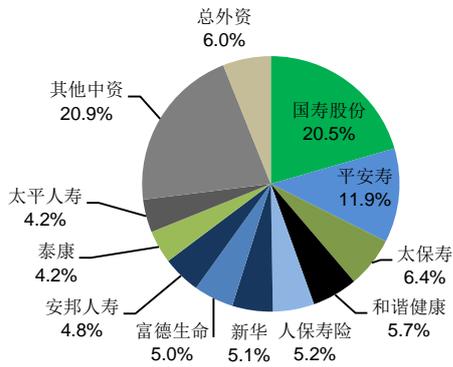
圖表 1: H 股保險公司內含價值評估的現狀

	中國人壽	新華保險	平安	中國太保	人保集團	太平保險	中國再保險
風險貼現率	11.0%	11.5%	11.0%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
預期投資回報率	5.1-5.5%	5.0-5.5%	4.75-5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%

資料來源：公司財務報告

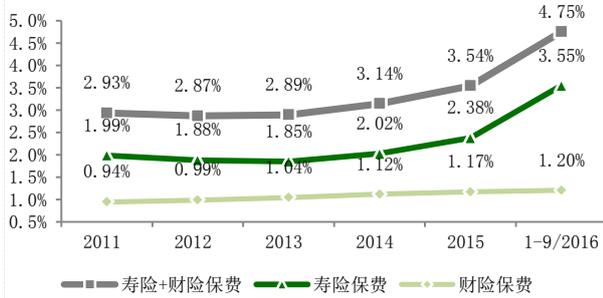


圖表 2: 十大壽險公司(由原保費收入來衡量) (1-9/2016)



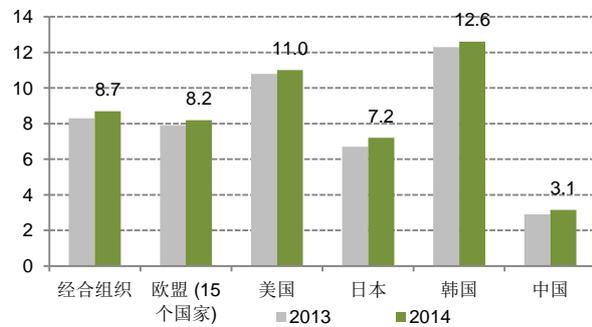
來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 4: 保險深度 (% GDP)



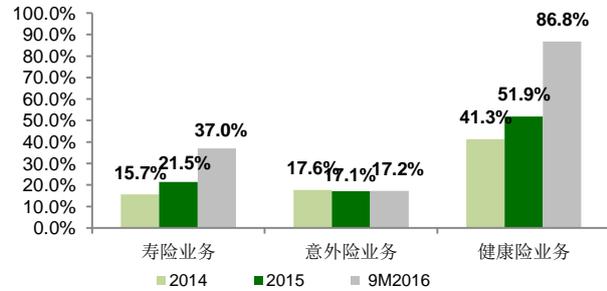
來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 6: 保險深度(% of GDP)



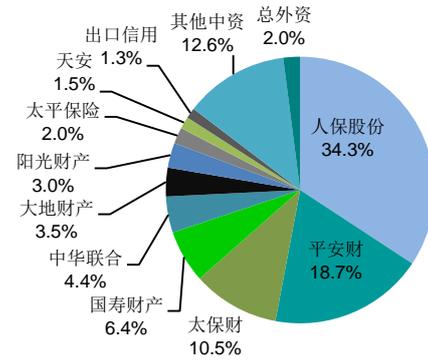
來源：經合組織、中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

圖表 8: 中國人身險原保費 (%YoY)



來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 3: 十大財產保險公司 (1-9/2016)



來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 5: 保險密度 (人均元人民幣)



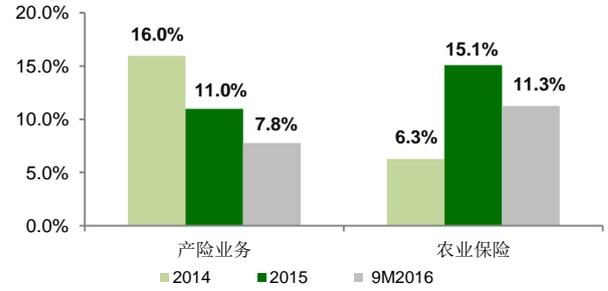
來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 7: 保險密度 (人均美元)



來源：經合組織、中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

圖表 9: 中國財產險保費 (%YoY)



來源：中國保監會、農銀國際證券



圖表 10: 原保險保費收入

人壽保險 保費	1-10/2016 人民幣 10 億	變化 (同比)	2015 人民幣 10 億	變化 (同比)	2014 人民幣 10 億	變化 (同比)
中國人壽 (2628 HK)	394.7	19.9%	364.1	9.9%	331.2	1.4%
平安人壽 ¹	236.4	32.6%	208.4	19.8%	174.0	19.1%
太保人壽 ²	126.2	29.3%	108.6	10.0%	98.7	3.8%
人保壽險 ³	98.7	18.1%	89.4	13.6%	78.7	4.6%
新華保險 (1336 HK)	102.2	-0.3%	111.9	1.8%	109.9	6.0%
安邦-和諧健康 ⁴	105.7	374.3%	30.8	19,156.3%	0.16	-
安邦人壽 ⁴	100.0	113.2%	54.5	3.1%	52.9	3760.6%
太平人壽 ⁵	82.4	19.8%	79.9	22.7%	65.1	25.6%
泰康人壽	82.4	24.9%	76.0	12.0%	67.9	11.1%
人保健康 ³	22.9	52.0%	16.1	1.9%	15.8	106.8%
平安健康 ¹	0.7	43.8%	0.5	24.6%	0.4	36.2%
財產保險 保費	1-10/2016 人民幣 10 億	變化 (同比)	2015 人民幣 10 億	變化 (同比)	2014 人民幣 10 億	變化 (同比)
人保財險 (2328 HK) ³	256.3	10.5%	281.0	11.3%	252.4	13.2%
平安財險 ¹	141.8	5.6%	163.6	14.5%	142.9	23.8%
太保產險 ²	78.5	1.0%	94.4	1.7%	92.8	13.8%
中國人壽財險 ⁶	48.2	19.2%	50.4	24.7%	40.4	26.8%
中國聯合財險 ⁷	29.8	-1.7%	39.4	12.9%	34.9	17.4%
大地財險 ⁸	26.3	20.5%	26.6	18.9%	22.4	12.6%
太平 ⁵	14.9	15.4%	15.6	17.7%	13.3	22.9%
安邦財險 ⁴	4.0	-6.81%	5.3	2.1%	5.1	-20.9%

¹ 平安保險(集團)(2318 HK)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)(2601 HK) 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)(1339 HK) 分別擁有 80%、68.98%和 93.95%的人保壽險、人保財險和人保健康
⁴ 安邦人壽持有 48.65%安邦財險，其中安邦財險持有 65.17%和諧健康
⁵ 中國太平洋保險(966 HK)分別擁有 75.1%和 100%的太平人壽和太平
⁶ 中國人壽(2628 HK)持有 40%中國人壽財險
⁷ 中國中車(1766)2016 年 1 月收購 13.06%中國聯合財險
⁸ 中國再保險(1508 HK)擁有 93.18%的中國大地財險
 來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 11: 財務績效摘要

公司	代碼	內含 價值 (RMB)	壽險新 保單價 值(同比)	16 上半 年 ROAA (p.a.)	16 上半 年 ROAE (p.a.)	資產/ 淨資產 (x)	16 上半 年投資 收益率	財產險 綜合 成本率	人壽險 核心 償付能力	財產險 核心 償付能力
中國人壽	2628	20.65	50.4%	0.85%	6.65%	8.44	4.4%	-	298%	-
新華保險	1336	35.16	18.1%	0.99%	11.54%	11.89	5.3%	-	252%	-
中國平安	2318	33.62	40.9%	1.86%	23.36%	11.28	4.4%	95.3%	207%	257%
中國太保	2601	23.76	55.9%	1.31%	9.44%	7.61	4.7%	99.4%	249%	250%
人保集團	1339	3.26	56.6%	2.59%	13.04%	5.52	5.0%	95.0%	147%	251%
中國太平	966	26.72	61.3%	1.63%	11.47%	7.40	4.7%	99.6%	240%	-
中國財險	2328	-	-	4.88%	19.26%	4.03	-	95.0%	-	251%
中國再保險	1508	1.73	24.3%	2.03%	7.74%	3.05	2.4%	97.2%	289%	215%

ROAA: 平均資產回報率

ROAE: 平均淨資產回報率

資料來源：公司、農銀國際證券

圖表 12: 行業估值 (數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司	代碼	評級	股價 (港元)	股價/ 內含價值 (x)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市淨率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
中國人壽	2628	持有	22.70	0.98	28.07	20.76	1.77	1.66	1.33	1.64
新華保險	1336	賣出	39.95	1.01	17.90	14.57	1.77	1.59	0.60	0.76
中國平安	2318	買入	43.25	1.15	11.59	11.17	1.82	1.58	1.44	1.58
中國太保	2601	買入	30.25	1.13	18.98	17.05	1.79	1.66	2.44	2.46
人保集團	1339	持有	3.25	0.89	9.17	8.25	0.98	0.87	0.52	0.55
中國太平	966	持有	18.06	0.68	13.44	11.23	1.07	0.97	0.34	0.68
中國財險	2328	買入	13.16	-	9.50	8.43	1.43	1.26	2.68	2.86
中國再保險	1508	持有	1.88	0.97	12.15	10.22	0.96	0.89	1.91	2.27

資料來源：彭博、公司、農銀國際證券預測



投資銀行為亮點

- 投資銀行業務將是未來 2-3 年的行業亮點；根據“十三五”規劃，政府致力於促進資本市場的直接融資
- 債券融資的市場規模是股權融資的 3-4 倍。因此，在債券承銷業務具有領先市場地位的券商應該受益最多
- 看好廣發(1776 HK)和招商 (6099 HK)，因其 2015 年及 1H16 的淨資產回報率 (ROAE) 都高於同業，執行力穩定

投資銀行為行業亮點。 投資銀行業務將是未來 2-3 年的行業亮點。主要券商的投資銀行收入在 1H16 仍實現 50% 的增長，而經紀業務，交易和總收入則下降 61%、50% 和 43%。我們預計投資銀行業務在未來幾年的表現將優於券商其他業務。

直接融資興起。 我們認為投資銀行業務正處於長期結構性上升趨勢，因為政府承諾通過在資本市場上發行公司債券和股票來進行去杠杆以減少債務。總體來說，直接融資佔 1H16 社會總融資的 24%，高於 2014 年的 17%，我們預計這一趨勢將在短期內繼續。

直接融資幫助經濟去杠杆。 近年來，大型國有企業和工業企業的財務杠杆越來越高。國有企業的負債率從 2014 年年末的 66% 上升至 2016 年 6 月末的 68%；而規模以上工業企業的負債率在同一時間從 56% 上升至 57%。此外，缺乏中長期的資金來源已經成為經濟增長的瓶頸之一。

債券比股票重要。 在直接融資中，債務融資歷史上佔總額的 70-80%，而股權融資僅佔較小比例。因此，在債券承銷業務具有強大市場地位的券商應該從直接融資上升的大趨勢受益最大。公司債券融資淨額由 1H14 的人民幣 1.3 萬億元人民幣增加至 1H16 的 1.7 萬億元人民幣，顯示整體市場健康。債務融資佔 1H16 社會融資總額的 18%，高於 1H14 的 12%。2015 年中國證監會放鬆公司債券發行規定(例如公司需要登記而不是獲得證監會批准發行債券；非上市公司可發行公司債券)刺激了近幾個季度的市場發展。

股票配售比 IPO 更重要。 總體而言，A 股市場的籌資活動近年來一直在上升。1H16 非金融企業股票融資額同比上升 53% 至 0.6 萬億人民幣。股權融資佔 1H16 社會總融資總額的 6.1%，高於 1H14 的 1.8%。在股權融資中，IPO 的貢獻遠遠低於二級市場中的股票配售。在 1H16，約 95% 的股權融資是通過二級市場的股票配售進行，而 IPO 僅佔 5%。我們認為，投資者可能低估了二級配售在市場中的位置及其對券商的影響，因為 IPO 通常是市場焦點所在。

中國證券行業

正面

分析員: 周秀成
電話: (852) 21478809
電郵: stevechow@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	11.3
2017 預測市賬率均值 (x)	1.2
2017 預測股息率均值 (%)	2.6

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測

行業表現 (%)

	絕對	相對*
1 個月	3.6	9.0
3 個月	5.1	6.5
6 個月	15.6	2.4

*行業平均相對於 MXCN
MXCN: MSCI 中國指數

來源: 彭博、農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



來源: 彭博、農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

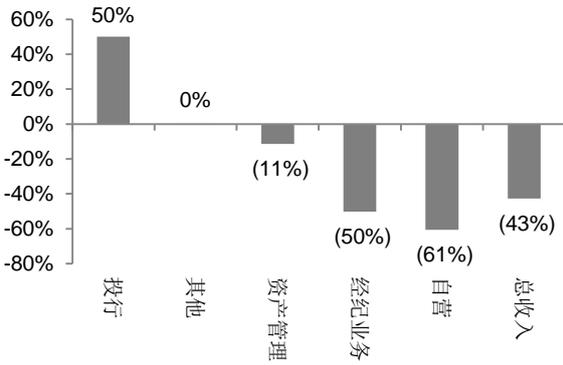
十三五計劃。 在“十三五”(2016-20)計劃中，政府將發展多元化、多層次的資本市場，增加直接融資對經濟和去杠杆化的貢獻。此外，政府也計劃促進高收益債券，混合融資等產品創新。我們認為該計劃將支持投資銀行業務。

廣發(1776 HK)和招商 (6099 HK) 看高一線。 為了評估券商在不同市場週期的表現，我們比較了它們在 2015 和 1H16 的平均淨資產回報率，並得出結論。1)廣發(1776 HK)，買入，目標價: HK\$19.60)和招商 (6099 HK, 買入，目標價: HK\$ 14.0) 在 2015 和 1H16 的平均淨資產回報率持續高於同業; 2)光大(6178 HK)、銀河(6881 HK)及東方(3958 HK)在 2015 年錄得高淨資產回報率，但在 1H16 市場調整期間的表現未能維持; 3)華泰(6886 HK)、海通(6837 HK)和中信(6030 HK)在 2015 年和 1H16 都表現不佳。

風險因素：(1)金融資產的市場風險; (2)與債券投資和貸款業務相關的信用風險; (3)市場波動; (4)對證券公司不當行為或員工不當行為的處罰; (5)直接融資的監管變化。

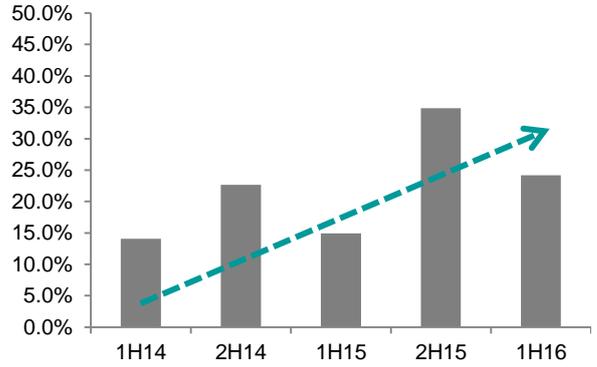


圖表 1: 1H16 主要券商業務部收入增長



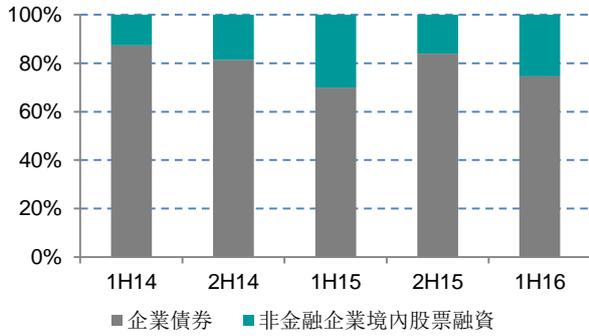
*招商，東方，中信，銀河、廣發、海通、華泰等之和
 來源：公司，農銀國際證券

圖表 2: 直接融資佔總融資的百分比



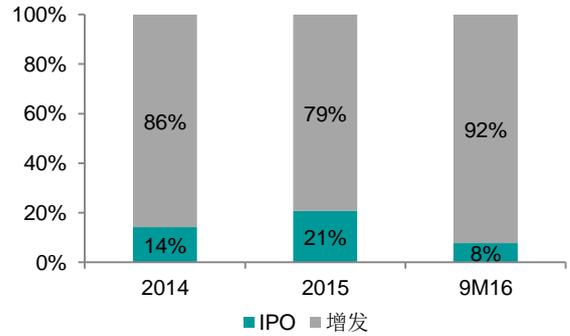
來源：中國人民銀行

圖表 3: 直接融資 - 股票與債券



來源：中國人民銀行

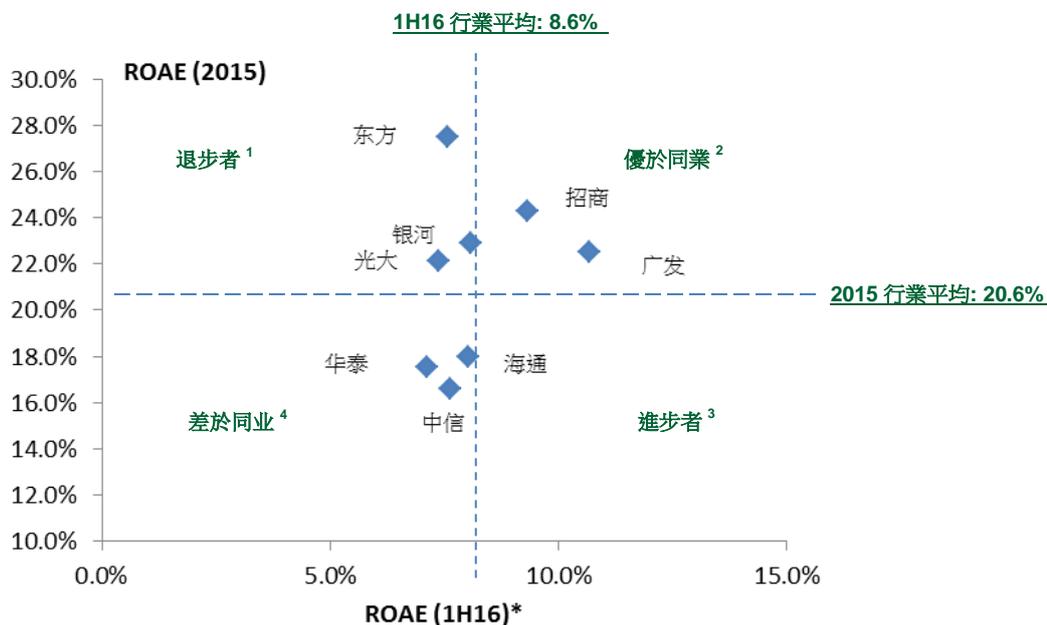
圖表 4: 股權融資 - IPO 與股票配售



來源：WIND



圖表 7: 平均淨資產回報率 (ROAE)比較



*年度化回報率

¹ 退步者: 2015 年淨資產回報率高於平均; 1H16 淨資產回報率低於平均

² 優於同業: 2015 年和 1H16 的淨資產回報率都高於平均

³ 進步者: 2015 年淨資產回報率低於平均; 1H16 淨資產回報率高於平均

⁴ 差於同業: 2015 年和 1H16 的淨資產回報率都低於平均

來源: 公司, 中國證券業協會, 農銀國際證券

圖表 8: 行業估值(數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升潛力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市賬率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
廣發證券	1776 HK	買入	19.6	10	14.6	12.2	1.5	1.4	2.2	2.6
招商證券	6099 HK	買入	14.0	12	13.8	11.4	1.2	1.1	2.5	3.2
光大證券	6178 HK	持有	12.7	4	13.2	11.2	1.0	1.0	2.1	2.1
東方證券	3958 HK	持有	8.3	1	11.5	9.0	1.1	1.0	2.5	3.3
國聯證券	1456 HK	持有	4.4	3	10.9	9.1	0.9	0.8	3.2	3.8

來源: 公司、農銀國際證券預測



大幅下跌機會不大

- 由於開發商已大致完成全年預售目標，因此可能會放慢 4Q16 的新盤推出節奏。我們認為 10 月政策收緊的影響將在 2017 年才浮現
- 在岸和離岸企業債券發行活躍，減輕開發商降價速銷，以維持現金流的壓力
- 我們預計 2017 年預售增速將放緩至 10%
- 時代地產 (1233 HK) 是我們的行業中小型股首選。龍光地產(3380 HK)也是我們偏愛的開發商

緊縮政策的影響可能於 2017 年初才浮現。超過 15 個城市在 10 月份宣佈了提高房貸首付比例和限購等房地產緊縮措施。截至 2016 年 10 月，已有約 20 個城市實施限購措施。我們認為這些緊縮政策的影響只會在 2017 年年初出現，因為開發商已完成大部分全年銷售目標，因此可能會將原本年末推出的新項目，延至明年年初。在可售資源減少的情況下，房價未必短期出現明顯下滑。

國內公司債券市場窗口不太可能完全關閉。10 月，上海證券交易所宣佈將對發展商發行公司債設新限制：1) 募集資金不得用土地收購；2) 涉及高價拿地的開發商不允許發行公司債券。更有傳言稱，由於政府試圖打壓刺熱的土地市場以及樓市，所有發展商的境內公司債券發行將完全停止。然而，我們認為這種限制是不太可能的。限制融資渠道可能會拖慢建築進度，從而降低長遠未來住房供應。此外，開發商可能會發行具有複雜結構和更高成本的信託貸款。總體而言，我們認為政府的目標是希望房地產市場穩定發展，而不是硬著陸。

離岸發債可能於明年繼續反彈。於 9M16，中國開發商發行了 5,040 億元的境內公司債券，同比增長 83%。3Q16 債券收益率僅為 4.4%，同比下跌 0.7 個百分點或環比下跌 0.3 個百分點。然而於 3Q16，境內公司債券發行量同比大幅下降 33%，這可能是由於審批程序收緊。因此，離岸債券發行量環比上升 700% 至 72 億美元，彌補了較弱的境內市場。受境內低融資成本所驅動，離岸美元債券收益率在 3Q16 也下跌至 5.8%，同比下跌 2.7 個百分點。我們認為在岸和離岸充足的流動性允許開發商進一步增加負債率。因此，即使現金流受到最近的限購政策削弱，開發商亦無需降低銷售價格以換取現金回款。

新供應維持在合理水平。住宅完工和新開工分別在 9M16 同比增長 11% 及 7%，扭轉了 2014-15 年的下降趨勢。鑒於物業需求急劇上升(9M16 新屋銷售：同比增長 43%)，我們認為新供應增長仍然合理。我們參考 2011 年首次限購實施時，新房銷售在 2011-13 年間，在首次購房者的巨大需求下，實現了兩位數的增長。直至 2014 年，新房住宅銷售才出現下滑，同比下降 8%。這反映強大的首次購房需求大概需時 3 年才慢慢被消耗。

中國地產業

正面

分析員: 董耀基
電話: (852) 21478311
電郵: kennethtung@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	5.3
2017 預測市賬率均值 (x)	0.7
2017 預測股息率均值 (%)	6.1

來源: 彭博、農銀國際證券預測

行業表現 (%)

	絕對	相對*
1 個月	(1.89)	1.68
3 個月	(5.00)	(3.81)
6 個月	13.28	2.85

*恒生大陸房地產指數相對於恒生指數

來源: 彭博、農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



來源: 彭博、農銀國際證券



我們認為利率至少上調 **150 基點** 才能對房地產市場構成壓力。自 2014 年多次降息後，5 年期貸款利率已跌至 **4.9%**，為 10 年低位。購房者房貸供款因此減少，促使購買力大大增加。更重要的是，現在極低的存款利率(1 年存款利率：**1.1%**)驅使市民購買物業作為投資，以獲得更好的回報。與波動的 A 股市場相比，投資房地產對個人投資者來說更安全，鑒於房價在過去十年較為平穩的升值記錄。我們認為，在利率恢復到歷史平均水平之前，房地產市場不會發生大幅度下滑。我們相信利率至少上調 **150 個基點**，房價才會出現明顯回落。

預計 2017 年預售同比增長 10%，2018-19 年放緩至 5%。 2016 年前 10 個月，22 家主要上市開發商的預售額，平均同比增長 **68%** 至 20,600 億人民幣元；平均而言，他們已經完成 2016 年預售目標的 **103%**。我們預計開發商將延遲推出新項目，以避免為 2017 年設置高基數。通過推遲一些項目預售到明年初，我們認為開發商可以在 2017 年實現 **10%** 的同比增長。我們認為在限購情況下，首套房購買者的需求和投資需求將慢慢減少，2018-19 年預售增長將放緩至 **5%**。

偏愛珠三角城市；時代地產(1233 HK, 買入, 目標價: HK\$ 5.70) 作為中小型股首選。 我們最近到訪南京，杭州，寧波和清遠等城市進行考察，注意到不同城市的收緊程度差異很大。我們認為，珠三角城市(深圳除外)在執行收緊政策方面相對溫和。東莞和佛山等珠三角城市在 10 月初才開始了緊縮政策。相比之下，在南京和蘇州等長江三角城市，第一輪房地產緊縮政策早在 8 月份逐步實施。時代地產是我們的中小型地產股首選，主要 3 個原因：**(1)** 聚焦廣州/佛山等前景較好的房地產市場；**(2)** 利潤率較高的舊改開發項目；**(3)** 有吸引力的估值。我們亦偏愛龍光地產 (**3380 HK, 買入, 目標價: HK\$ 4.30**)，鑒於其惠州龍光城項目能吸引從深圳而來巨大的投資性需求。

風險因素：1) 限購力度加大；2) 債券發行收緊。

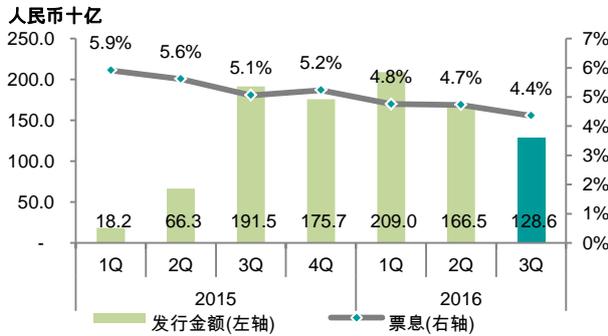


圖表 1: 宣佈限購或限貸的城市

月份	公佈新收緊措施的新城市	城市數目
三月	深圳、上海	2
六月	合肥	1
八月	南京、蘇州、武漢	3
九月	廈門、杭州、北京、天津	4
十月	新增: 廣州、成都、無錫、濟南、鄭州、珠海、佛山、東莞、福州 第二輪: 深圳、合肥、南京、蘇州、武漢、廈門	15

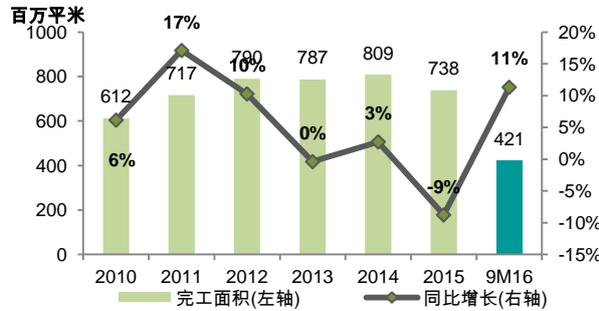
來源: 當地政府, 農銀國際證券

圖表 3: 境內公司債發行額 (1Q15-3Q16)



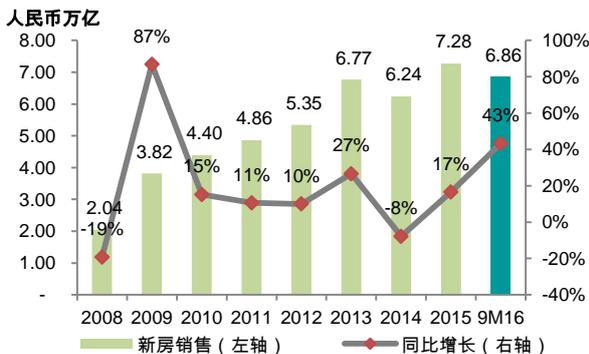
來源: 彭博, 農銀國際證券

圖表 5: 住宅物業完工面積



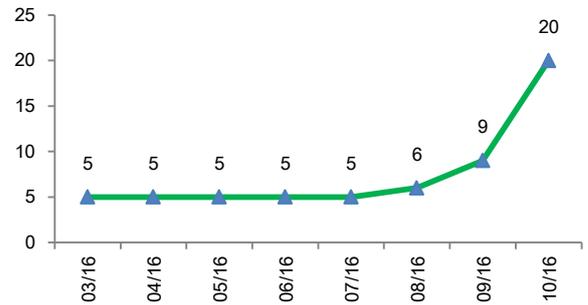
來源: 國家統計局, 農銀國際證券

圖表 7: 新房銷售



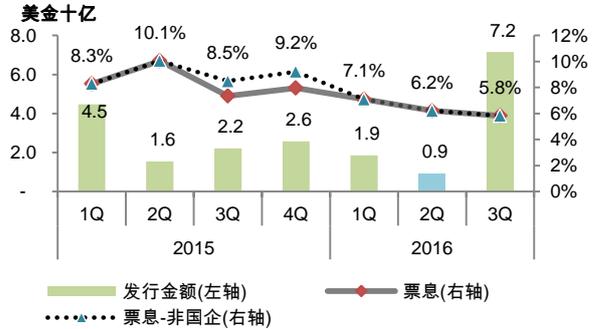
來源: 國家統計局, 農銀國際證券

圖表 2: 限購城市數目



來源: 當地政府, 農銀國際證券

圖表 4: 海外美金債發行額 (1Q15-3Q16)



來源: 彭博, 農銀國際證券

圖表 6: 住宅物業新開工面積



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

圖表 8: 五年期貸款率



來源: 彭博, 農銀國際證券



圖表 9: 10M16 預售

開發商	10M16		2016 目標		完成率			
	金額 人民幣 十億	同比增長	面積 000 平方米	同比增長				
			均價 人民幣/平米					
1 碧桂園	271.5	170%	33,170	113%	8,186	27%	220.0	123.4%
2 旭輝	46.5	118%	2,579	61%	18,043	36%	43.8	106.2%
3 恒大	316.7	105%	38,639	93%	8,196	6%	300.0	105.6%
4 禹洲	20.4	102%	1,617	50%	12,601	34%	22.0	92.6%
5 融創	102.7	97%	4,821	84%	21,301	7%	110.0	93.4%
6 龍湖地產	78.4	88%	5,272	56%	14,867	20%	62.0	126.4%
7 時代	24.0	73%	2,125	30%	11,278	33%	21.5	111.5%
8 首創置業	33.7	60%	1,719	-11%	19,581	79%	38.0	88.6%
9 金茂	29.3	57%	1,269	46%	23,092	7%	29.5	99.3%
10 龍光	24.7	54%	1,968	-6%	12,530	63%	28.0	88.1%
11 綠城	78.4	54%	3,990	43%	19,649	7%	65.0	120.6%
12 萬科	311.5	53%	23,349	43%	13,340	6%	300.0	103.8%
13 中國海外	195.9	50%	11,888	24%	16,482	21%	210.0	93.3%
14 保利	173.6	43%	13,095	36%	13,258	5%	NA	NA
15 遠洋	38.3	39%	2,317	8%	16,526	29%	48.0	79.8%
16 雅居樂	46.5	38%	4,730	23%	9,822	12%	46.0	101.0%
17 富力	52.8	34%	4,016	27%	13,144	6%	60.0	88.0%
18 華潤置地	90.9	26%	6,554	11%	13,868	13%	96.0	94.7%
19 深控	18.7	26%	858	-3%	21,769	29%	18.5	101.0%
20 越秀	24.9	24%	2,041	13%	12,182	10%	25.8	96.4%
21 合景泰富	19.3	22%	1,478	24%	13,039	-2%	22.0	87.6%
22 世茂	61.9	15%	4,515	1%	13,710	14%	67.0	92.4%
總共	2,060.4	68%	172,010	53%	11,978	10%	1,833	102.9%

來源：公司數據、農銀國際證券

圖表 10: 香港上市的地產開發商的市場估值 (數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升潛力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市賬率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
時代	1233	買入	5.70	54.9%	3.1	2.4	0.7	0.5	6.4	8.4
深控	604	買入	4.10	21.7%	8.5	6.8	0.7	0.7	5.9	7.3
龍光	3380	買入	4.30	41.9%	5.8	4.9	1.0	0.9	5.0	6.6
禹洲	1628	買入	3.30	13.8%	5.1	3.8	1.0	0.9	7.2	9.6
旭輝	884	買入	2.90	30.6%	4.4	3.7	0.9	0.8	6.8	7.2
金茂	817	買入	3.40	62.7%	6.4	5.0	0.6	0.5	5.0	6.5
綠景	95	買入	2.70	12.5%	15.4	6.8	2.0	1.7	2.4	5.3
中海	688	買入	27.40	23.4%	6.4	4.8	1.0	1.0	4.7	6.3
花樣年	1777	買入	1.40	40.0%	7.6	5.3	0.5	0.4	4.1	5.8
恒大	3333	買入	6.60	23.4%	11.2	4.8	0.6	0.6	4.5	10.4
華南城	1668	持有	1.60	-4.8%	12.9	8.7	0.5	0.5	2.6	3.8
融創	1918	持有	5.10	-13.6%	6.1	6.2	0.8	0.7	3.0	2.9
綠城	3900	持有	5.40	-17.2%	9.8	6.6	0.5	0.5	2.0	3.0

來源：彭博、農銀國際證券預測



2017 年消費市場增速將繼續波動

- 全國零售銷售增速在 2016 年出現波動；最近 CPI 上漲顯示零售銷售的交易量有所下降
- 網上零售銷售的增長速度開始放緩
- 中國消費市場的三大新趨勢：消費者日趨節約、對產品的質量功能要求提高、生活水平提高帶動消費層次提高
- 中國消費市場在 2017 年將會繼續迎來更多的變革
- 對行業保持中性：增長的放緩和行業內公司表現不一是主要考慮因素

零售銷售增長出現波動。中國的零售銷售同比增速從 9 月的 10.7% 下跌到 10 月的 10.0%，是 16 年內增速第二次跌至 10%。大部分的產品均出現增速放緩的跡象。而家具、文化辦公用品、石油及製品、體育娛樂用品、服飾與紡織品均出現增速加快的跡象。網上零售銷售也出現增長放緩的跡象，月度銷售同比增速從 9 月的 28.88% 跌至 10 月的 23.44%。我們相信，隨著中國的經濟增速保持在中單位數增長，中國的零售銷售增速在 2017 年以及未來的幾年內將會保持較大的浮動。

中國消費市場的增長或將僅靠通脹水平上漲的推動。儘管中國的零售銷售仍保持增長，但是自 15 年 2 月以來，通脹和全國零售銷售的增速開始出現反向走勢，顯示中國的零售市場交易量並不能支撐零售增長，甚至中國消費者的消費量開始下降。通脹和零售銷售的增速自 16 年 8-10 月開始出現明顯的分歧，期間零售銷售增速從 10.6% 下降到 10.0%，CPI 同比增速則從 1.3% 上升到 2.1%。我們認為，在未來國內的消費價格水平將會因 PPI 的上漲而提升，因此消費市場交易量下降將拖累消費增長。中國的消費市場增長將很大程度受到消費價格水平上漲的影響。目前的數據顯示，煙酒類、中藥和西藥行業的零售銷售並沒有因為通脹上漲而有所上升；而服飾和汽車行業的零售銷售增長則並沒有因為通脹下降而降低。

網上零售銷售增速下降。在 2016 年，網上零售銷售在全國零售銷售的貢獻比例繼續上升。在今年的頭十個月，網上零售銷售額達到 39288 億元人民幣，佔全國零售銷售額(269601 億元人民幣)比例為 14.57%。但是，我們發現，網上零售銷售的增速開始放緩，10 月和 3Q16 的同比增長分別達到 28.13% 和 21.54%，均為歷史最低。同時，網上零售銷售對全國零售銷售的貢獻比例自 2016 年 6 月突破 14% 以來開始出現上升趨勢放緩的跡象。隨著網上零售銷售市場日漸成熟以及該領域的競爭逐漸加大，我們相信這一趨勢將會在未來持續。

3 大趨勢推動中國消費市場變革。我們認為，目前中國的消費市場變革由以下的三大趨勢推動：消費者日趨節約、對產品的質量功能要求提高、生活水平提高帶動消費層次提高。隨著中國經濟增長和個人收入增長繼續保持在溫和的水平，中國的消費者將會更加節省，意味著消費者對於每次的支出將會更加謹慎並減少額外的開支。此外，我們相信消費者將

中國消費業

中性

分析員: 潘泓興
電話: (852) 2147 8829
電郵: paulpan@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	16.55
2017 預測市賬率均值 (x)	2.13
2017 預測股息率均值 (%)	2.36

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測

行業表現 (%)

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

* MSCI 中國必需品及非必需品消費指數平均數對 MSCI 中國指數

來源: 彭博、農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



來源: 彭博、農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

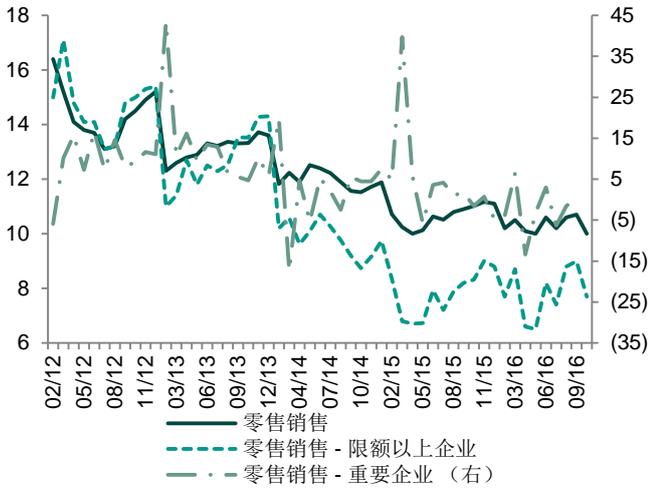
會更加著重產品的質量功能和價格之間的平衡。同時，我們相信城市化和新一代消費者的誕生將會促進超於物質追求的生活方式升級。

中國消費市場將迎來持續的變革浪潮。為了迎合消費者不斷改變的口味，我們認為中國的消費市場將會迎來更多的變革。我們相信，變革的其中一個趨勢是為消費者帶來新的體驗，例如為消費者營造不同的社區體驗或將產品和服務融合。此外，新科技也將會帶來變革。就在 16 年的雙十一活動中，各大網購電商平臺都採用了網上直播或虛擬現實技術來吸引消費者。

風險因素：1)全國經濟增速急速下降；2)個人收入增長繼續低於全國經濟增速；3)網上零售銷售增速低於預期；4)產品安全問題使消費者信心降低；5)中國消費者品味改變快於預期。

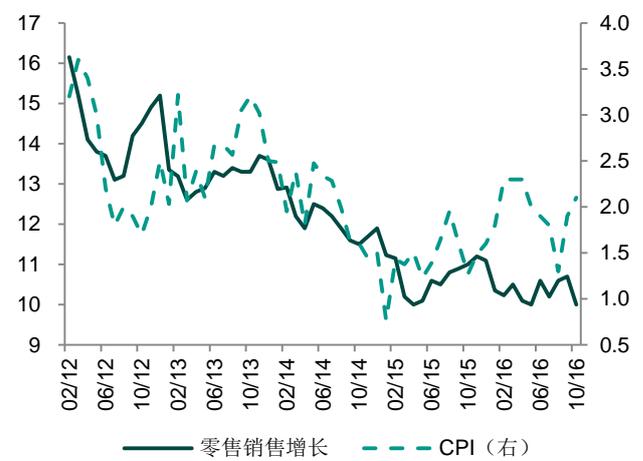


圖表 1: 中國零售銷售增長 (同比 %)



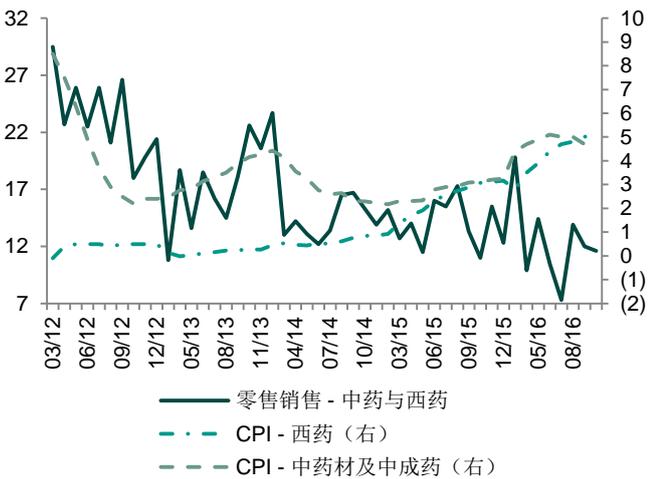
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 2: 中國零售銷售與 CPI (同比 %)



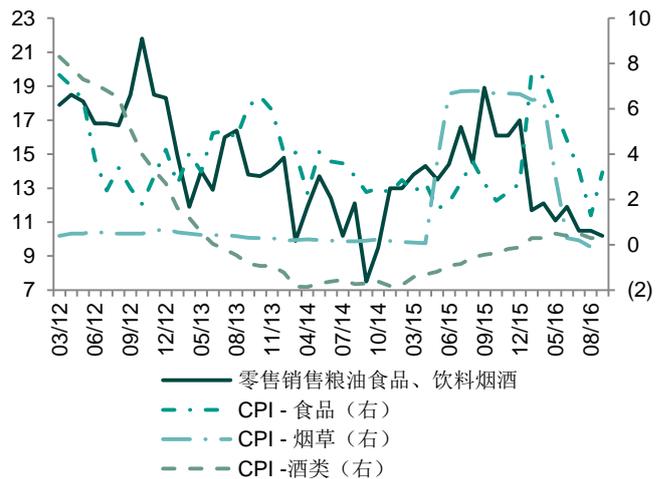
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 3: 零售銷售與 CPI - 中藥與西藥 (同比 %)



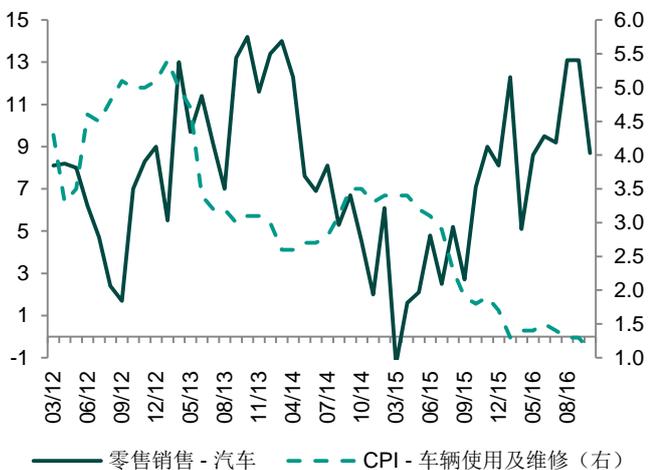
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 4: 零售銷售與 CPI - 糧油食品、飲料和煙酒 (同比 %)



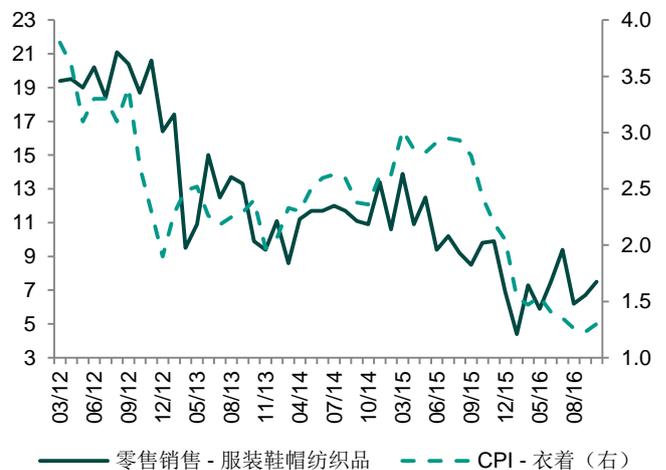
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 5: 零售銷售與 CPI - 汽車 (同比 %)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

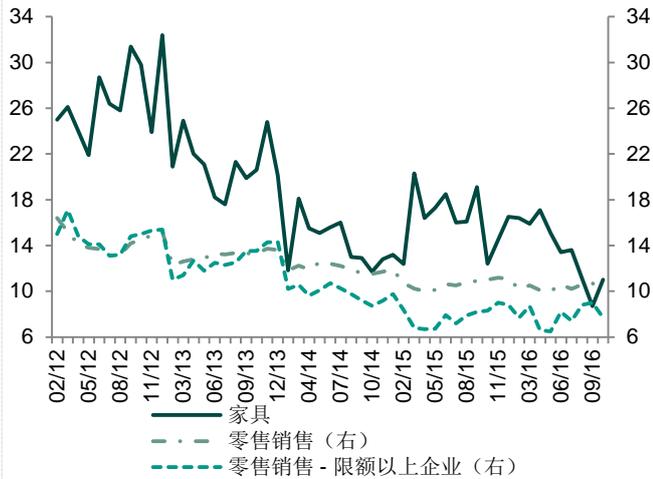
圖表 6: 零售銷售與 CPI - 服飾與紡織品 (同比 %)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

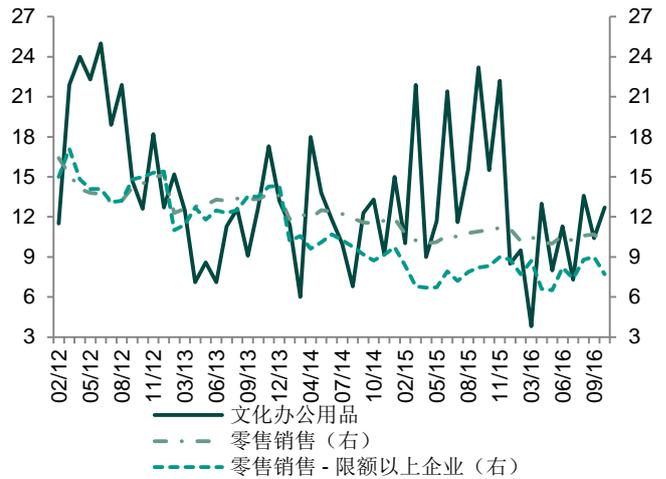


圖表 7: 零售銷售增長 - 家具 (同比 %)



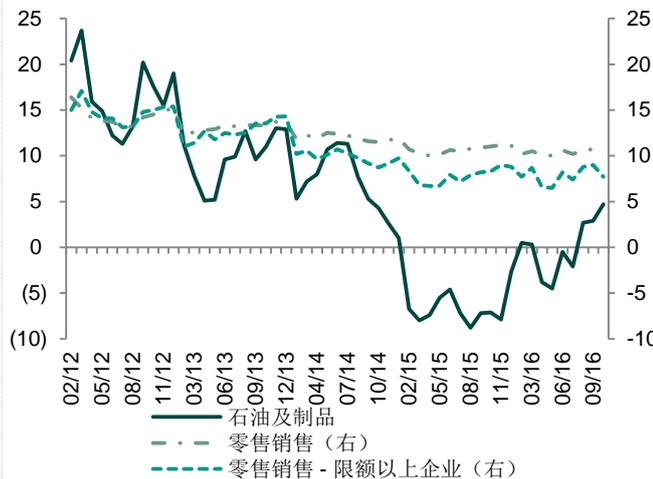
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 8: 零售銷售增長 - 文化辦公用品 (同比 %)



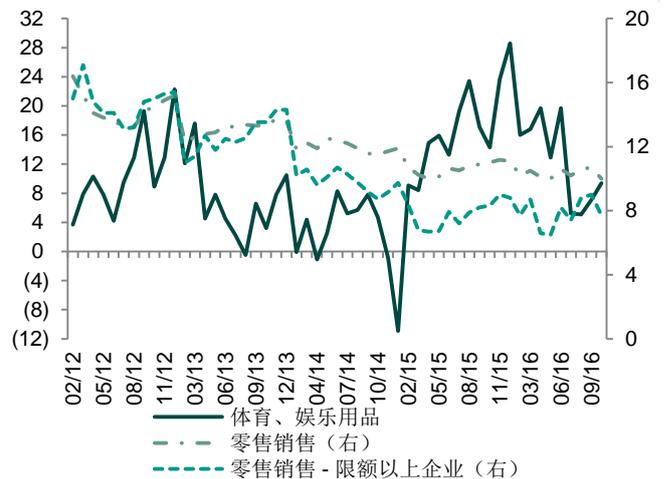
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 9: 零售銷售增長 - 石油及製品 (同比 %)



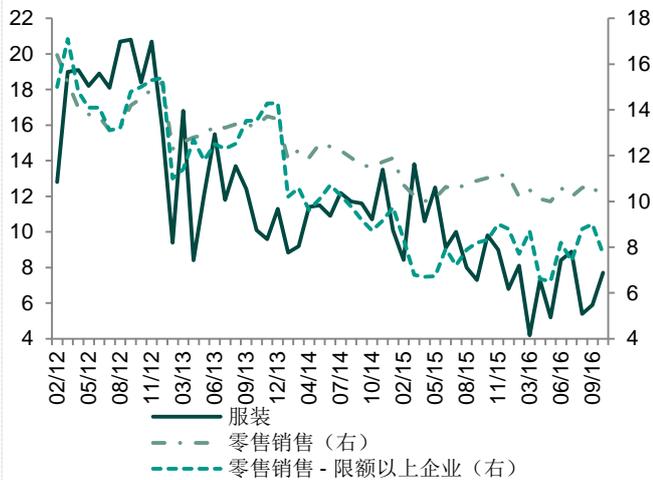
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 10: 零售銷售增長 - 體育、娛樂用品 (同比 %)



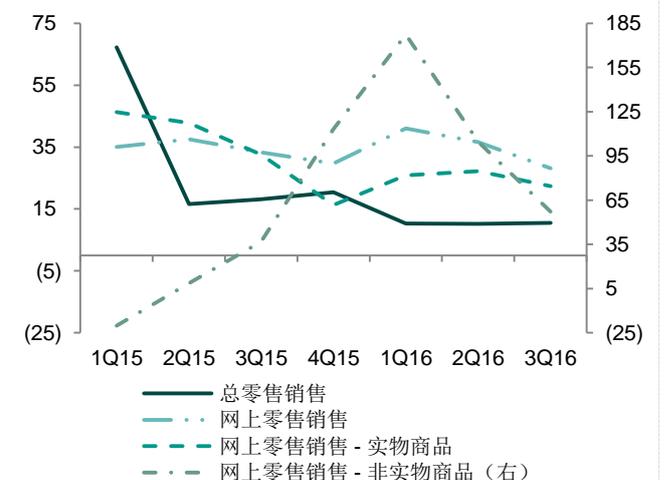
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 11: 零售銷售增長 - 服飾與紡織品 (同比 %)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

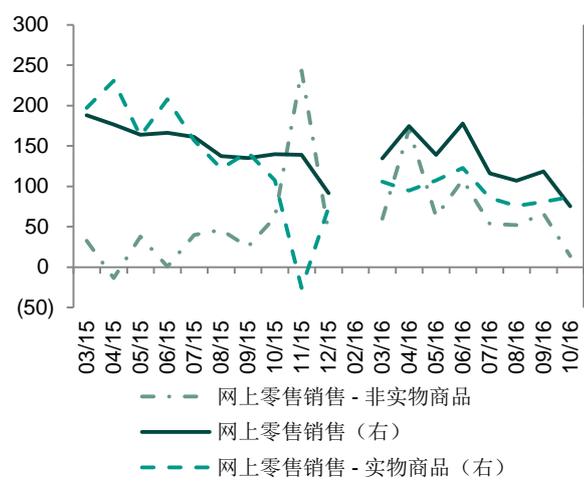
圖表 12: 季度網上零售銷售增長 (同比 %)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

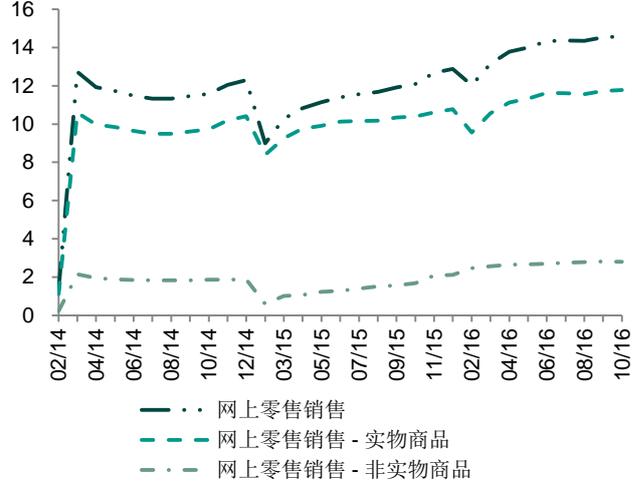


圖表 13: 月度網上零售銷售增速 (同比 %)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 14: 累計網上零售銷售對全國零售銷售貢獻度 (%)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券



對豬肉食品業前景樂觀

- 食品的零售銷售在 2016 年增長速度放緩；食品 CPI 在 2016 年的上漲顯示該行業的零售交易量增速有所下降
- 我們所覆蓋的食品板塊面臨較低的通脹壓力；對這兩個行業產品的文帝呢需求和消費者生活習慣改變將有利於行業的增長
- 乳製品行業將會有更多的行業整合出現，上下游的整合將會更加頻繁；蒙牛和伊利將仍會主導市場，且兩者之間的競爭將會更加激烈
- 基於中國對於豬肉的需求較為穩定，我們對於豬肉及相關的產業較為樂觀
- 對行業保持中性評級，預期行業的未來增長將會放緩，且行業內企業表現將會出現分歧

食品行業出現疲態。食品零售銷售的增長正在放緩。“糧油與食品”的零售銷售增長從 2 月的 12.6% 下降到 10 月的 9.1%，低於 10 月的零售銷售同比增速(10%)。但是，在今年的頭 9 個月，食品零售銷售平均月同比增速為 11.4%，高於全國零售銷售的均值 10.3% 和限額以上企業的均值 7.8%。我們相信，經濟增速的放緩對於食品行業也產生了影響，且逐步反映在食品的零售銷售增速上。

食品零售銷售的增速與板塊的通脹走勢相反。食品板塊的通脹壓力從 8 月開始回升。在 8 到 10 月之間，食品 CPI 同比增速從 1.3% 上升到 10 月的 3.7%，而“糧油與食品”的零售銷售同比增速則從 10.2% 下降到 9.1%。價格水平的上升並沒有提振該版塊的零售銷售。我們相信，這顯示食品的零售銷售交易量增速有所放緩。

我們所覆蓋的食品行業面臨較小的或下降的通脹壓力。在最近的幾個月，豬肉行業的通脹壓力正在緩解，而乳製品的通脹仍處於較低水平。從 2016 年 1 月到 10 月，豬肉的 CPI 同比增速從 18.8% 下降到 4.8%；而牛奶和乳製品的 CPI 更是從 7 月開始出現負增長。針對豬肉板塊，生豬供應的上升和生豬價格相應的下降是推動 CPI 增速下降的主要原因，而針對乳製品行業，較低的原奶價格水平和國際奶粉價格水平導致其目前的 CPI 狀況。國內對這兩類食品的需求較為穩定，這兩個板塊的公司將具有較高的抗經濟週期能力。目前的較低的原材料價格水平同時也給行業內的公司更多定價的空間。我們認為，這兩個板塊內的競爭將會更加激烈。

食品行業內的領導者將會得益於中國消費行為的現代化。我們相信，中國消費者的需求改變正在推動消費市場變革。目前，中國消費者將品質放在首位，因此具有一定規模的企業和較為成熟的品牌將會在市場上脫穎而出。此外，生活方式節奏加快也使消費者逐步關注食品的便捷性。乳製品和肉製品可以滿足消費者對於營養和便捷性兩方面的需求，因此將會受惠於生活方式的改變。

乳製品上遊行業：新一輪的行業整合即將開始。在受到較低的國際奶粉價格以及國內原奶價格的衝擊後，國內的中國上游乳企在未來將面臨更多的挑戰。儘管國際奶粉價格在過去的幾個星期內有所上升，但是目前國際奶粉價格仍處於較低的水平，且中國目前仍有一定規模的奶粉庫存，導致中國原奶價格的改善會較緩慢。伊利(600887 CH)在最近宣佈收購聖牧

中國食品及飲料業

中性

分析員：潘泓興
電話：(852) 2147 8829
電郵：paulpan@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	23.83
2017 預測市賬率均值 (x)	2.12
2017 預測股息率均值 (%)	1.53

來源：公司、彭博、農銀國際證券預測

行業表現 (%)

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

*行業加權平均相對於 MSCI 中國必需消費品指數

來源：彭博、農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



來源：彭博、農銀國際證券



(1432 HK)的股份，意味著上游在未來或將出現行業內或與下游企業的整合。同時我們認為，上下游企業的整合將會頻繁出現。

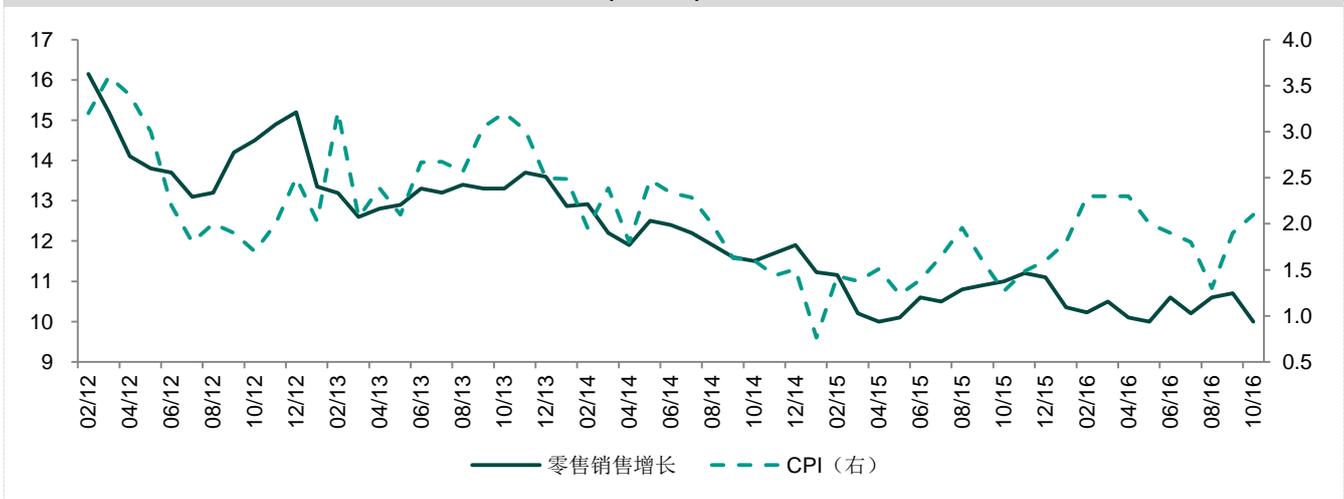
乳製品下遊行業：市場競爭格局持續改變。蒙牛(2319 HK)和伊利(600887 CH)在液態奶的市場份額分別從 2015 年的 27.3%和 25.7%上升到 1H16 年的 27.4%和 26.7%。這意味著這兩家公司的合計市場份額在 1H16 達到 54.1%。但是，中型的競爭對手卻面臨一定的壓力。我們看到，第三和第四名的乳製品企業在液態奶的合計市場份額從 2014 年的 18.3%下降到 2015 年的 16.1%和 1H16 的 14.1%。因此，我們相信，中國的下游乳製品市場已經出現了改變。兩大乳業巨頭通過經濟規模優勢贏得了國內大部分的市場，小型的競爭對手穩守其市場。而較小的規模和較短的品牌歷史，使中型競爭對手未能有效在全國擴張。考慮到目前的經濟狀況，我們認為，中國兩大乳製品品牌(蒙牛和伊利)中國相對其競爭對手有著無可比擬的優勢。

肉製品行業：品牌建設將成為首要任務。生活方式的改變、可支配收入的增加、肉製品可選擇種類的擴大推動消費者增加非鮮肉消費的比例。而肉製品較高的利潤率也會使肉食品生產加工企業增加肉製品業務的比例。我們相信，在中國市場的幾大行業龍頭之間的競爭將會加劇，使品牌建設變得更加重要。因此，最後勝出的將會是擁有領先市場地位和較強的品牌組合的企業。

行業評級和估值。我們目前對於乳製品企業仍保持審慎態度。對於蒙牛(2319 HK)(評級：持有；目標價：14.53 港元)，其在 1H16 的收入增長，但利潤率下跌；伊利收購聖牧的股份或對蒙牛的原奶供應造成影響。伊利(600887 CH) (評級：持有；目標價：人民幣 19.82 元)在 3Q16 繼續保持良好的利潤率並出現增長速度回升，但目前其股份增發、產能擴張和收購聖牧等計劃仍面臨一定的不確定性。我們對於萬洲國際(288 HK) (評級：買入；目標價：7.68 港元)更為樂觀，因豬肉仍是中國主要的肉類消費品種，公司的肉製品品牌建設正在順利推進，且其在收購 Smithfield 後可以較好地實現協同效應。

風險因素：1)大宗商品價格風險；2)生物資產風險；3)監管風險；4)食品安全風險；5)外匯風險；6)利率風險

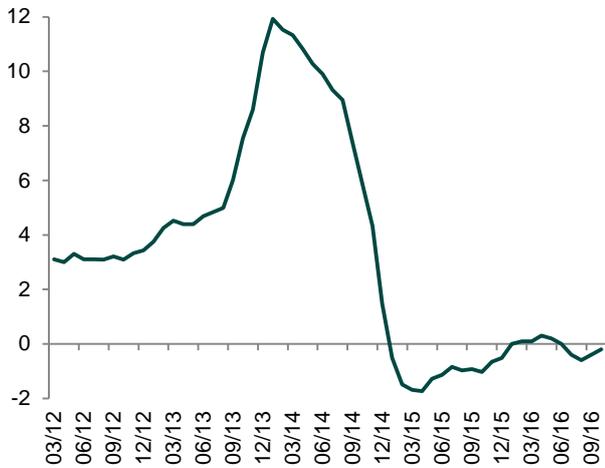
圖表 1: 食品零售銷售增長下降，但食品 CPI 反之上升 (同比 %)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

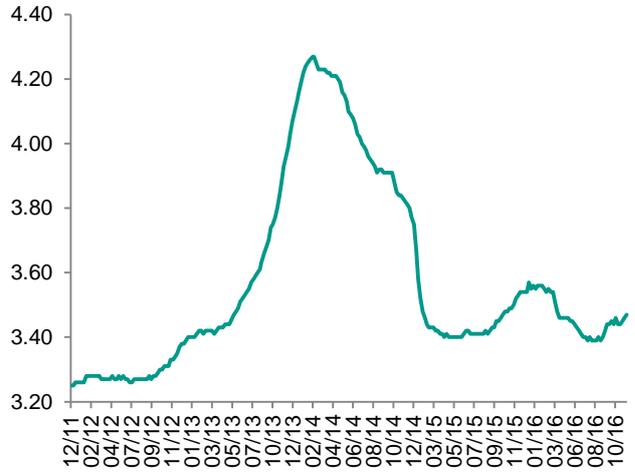


圖表 2: CPI - 牛奶和乳製品 (同比 %)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 3: 全國平均原奶價格 (人民幣/公斤)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 4: GDT 價格指數



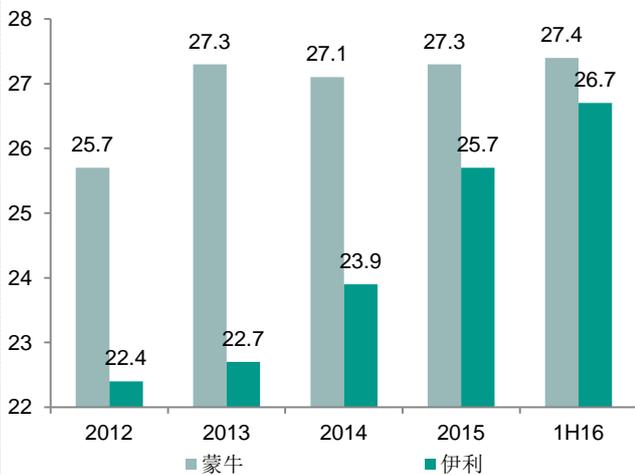
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 5: GDT 平均拍賣中標價格 - 全脂奶粉(美元/噸)



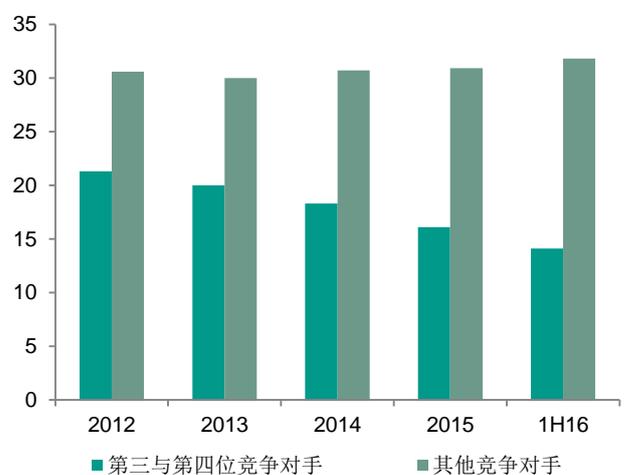
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 6: 蒙牛和伊利液態奶市場份額 (%)



來源：蒙牛展示文件、農銀國際證券

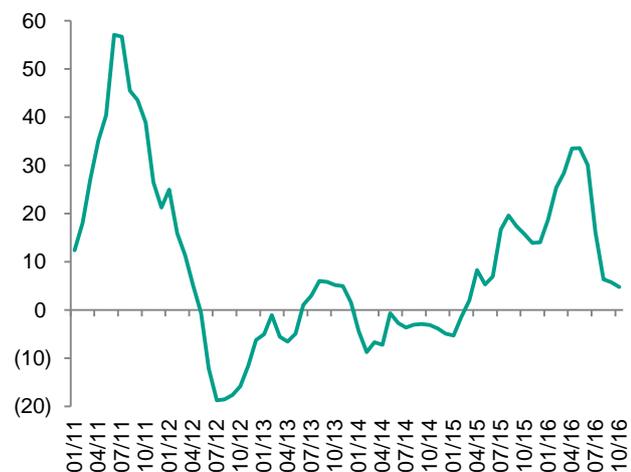
圖表 7: 其他乳製品企業液態奶市場份額(%)



來源：蒙牛展示文件、農銀國際證券



圖表 8: CPI – 豬肉 (同比 %)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 9: 生豬出廠價格(人民幣/公斤)



來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 10: 市場估值 (數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升潛力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市賬率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
萬洲國際	288 HK	買入	7.68	21.71	13.97	12.92	2.37	2.23	2.71	3.03
伊利	600887 CH	持有	¥19.82	5.88	22.76	19.36	5.27	4.26	3.06	1.73
蒙牛	2319 HK	持有	14.53	(10.97)	24.13	25.57	2.09	1.98	0.80	0.96
合生元	1112 HK	持有	22.83	(8.86)	23.97	23.69	2.88	2.43	0.00	0.00

來源：彭博、農銀國際證券預測



市場領導者仍占上風

- 溫和的通脹和增長速度加快顯示中國服裝行業的整體零售交易量有所上升
- 服裝行業內企業間的競爭仍較為激烈，中國經濟的增速的放緩將會加劇行業的競爭並淘汰較小規模的企業
- 上市的運動服飾企業，尤其是較小的企業，在 2016 年的表現均受到不同程度的壓力
- 對於行業保持中性評級，整體行業在 2017 年將會出現增長下滑；僅有的行業領導者將是投資者獲得超額收益的主要來源

服裝行業的通脹壓力並沒有明顯上升，顯示服裝的零售銷售量有良好的提升。在 2016 年的頭十個月，服裝行業的通脹保持在較低的水平。服飾的 CPI 同比增速從 1 月的 1.9% 下降到 10 月的 1.3%。鞋類的 CPI 同比增速從 1 月的 2% 下降到 10 月的 1.2%。同時，服裝(服飾、鞋類、帽)和紡織品的零售銷售量有所上升，其同比增速在 7 月曾經達到 9.4%，並在 10 月達到 7.5%。因此，我們相信服裝的零售銷售量在中國正在上升。

服裝行業的競爭正在加劇。雖然限額規模以上企業在服裝產品方面的零售銷售正在加速，但是重點企業的數據則顯示相反的趨勢。從 2016 年 2 月到 5 月，重點企業的服飾零售銷售出現同比下滑，而鞋類零售銷售的也在 2-7 月減出現同比下滑。可見中國的服裝市場競爭度仍較高，並導致了限額規模以上企業和重點企業之間的表現不一。隨著中國的經濟增速在未來幾年保持在中單位數的增長，服裝市場的競爭將會加劇。

運動服飾行業同樣受到壓力。通過運動服飾行業內的上市企業數據，我們可見該行業也承受相當的壓力。寶勝(3813 HK)和裕元(551 HK)的月度銷售額在 2016 年的同比增長均低於以往幾年。國內的運動服飾品牌業績同樣出現倒退。於 1H16，安踏、特步的銷售額同比增速下降到 20.21%、6.02%，而匹克的銷售額則同比下降 5.96%；安踏、361 度、特步的淨利潤僅同比增長 16.98%、1.3%、10.64%，而匹克的淨利潤則同比下降 3.73%。縱觀 1H 的數據，安踏的表現仍超過其競爭對手。

行業環境的惡化將對小型企業帶來更多挑戰。我們相信零售行業增速的放緩和整體零售行業環境的惡化將會對運動服飾行業的增長勢頭帶來壓力。根據 Euromonitor International，運動服裝和鞋的銷售增速將會在 2016-20 年下降。小型的運動服飾企業或不具備應對新常態的能力，將會面臨更大挑戰。同時，行業內或將出現新一輪的整合浪潮。我們相信，安踏(2020 HK)在行業內無論是規模還是市場滲透率都領先同行，因此具有較強的能力抵禦增長放緩。我們目前對於安踏的評級為持有；目標價格為 23.43 港元(16 年/17 年預測市盈率：26.53 倍/23.98 倍；16 年/17 年預測市帳率：6.34 倍/5.85 倍)。

風險因素：1)政策風險；2)中國消費者品味急速變化；3)大宗商品價格風險；4)並購業務風險；5)產品安全風險；6)生產風險；7)外匯風險；8)利率風險。

中國運動服裝業

中性

分析員：潘泓興
電話：(852) 2147 8829
電郵：paulpan@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	15.68
2017 預測市帳率均值 (x)	1.73
2017 預測股息率均值 (%)	3.96

來源：公司、彭博、農銀國際證券預測

行業表現 (%)

	絕對	相對*
1 個月	(7.10)	(9.26)
3 個月	(9.48)	(13.06)
6 個月	17.05	10.76

* 行業加權平均相對於 MSCI 中國必需消費品指數

來源：彭博、農銀國際證券

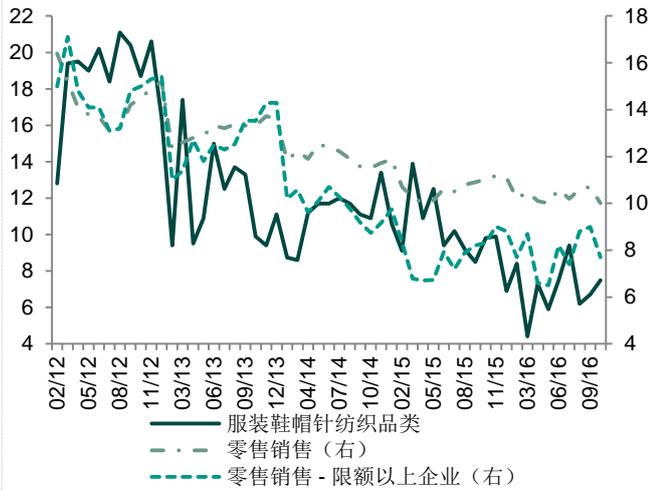
1 年股價表現 (%)



來源：彭博、農銀國際證券

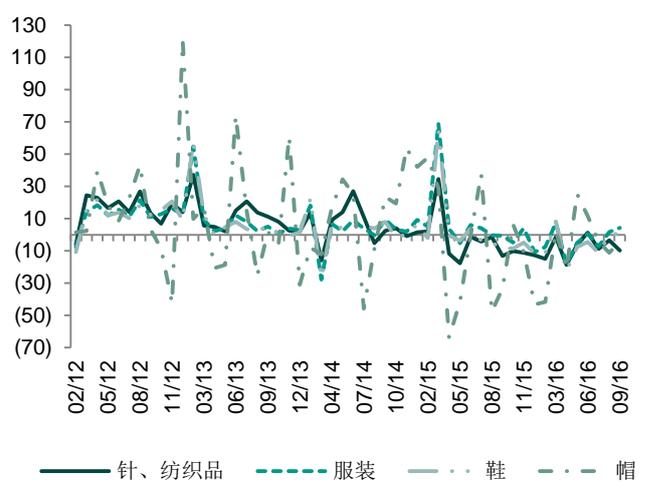


圖表 1: 服飾和紡織品零售銷售增長 (同比 %)



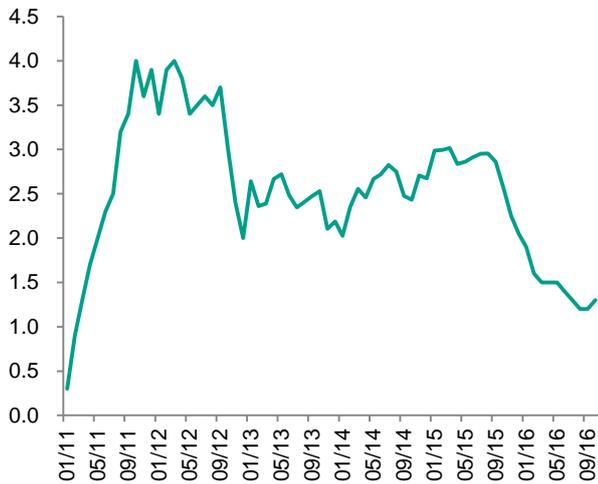
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 2: 重點企業服飾和紡織品的零售銷售增長 (同比 %)



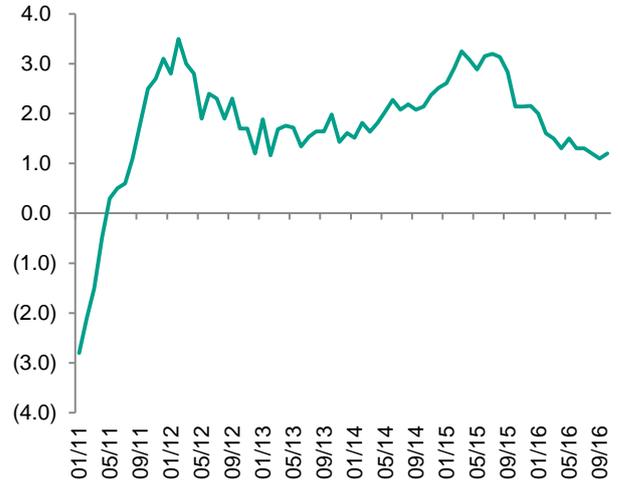
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 3: CPI - 服裝 (同比 %)



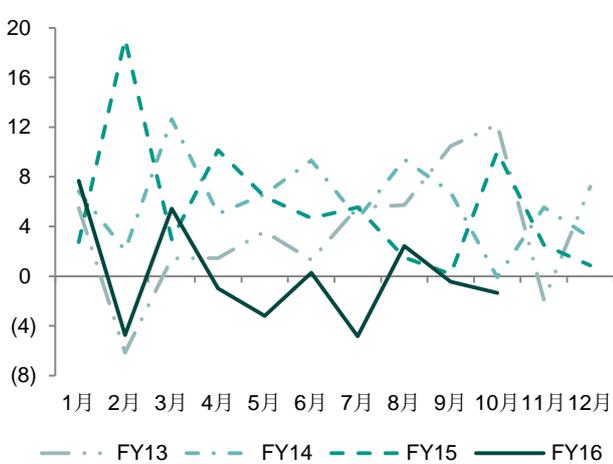
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 4: CPI - 鞋類 (同比 %)



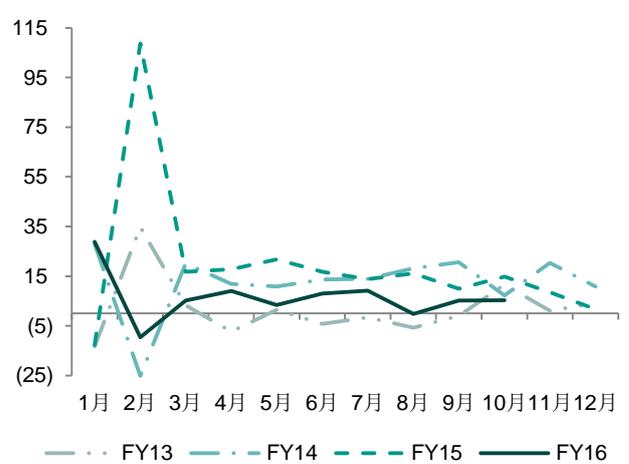
來源：國家統計局、Wind、農銀國際證券

圖表 5: 裕元月度銷售額增長 (同比 %)



來源：公司、農銀國際證券

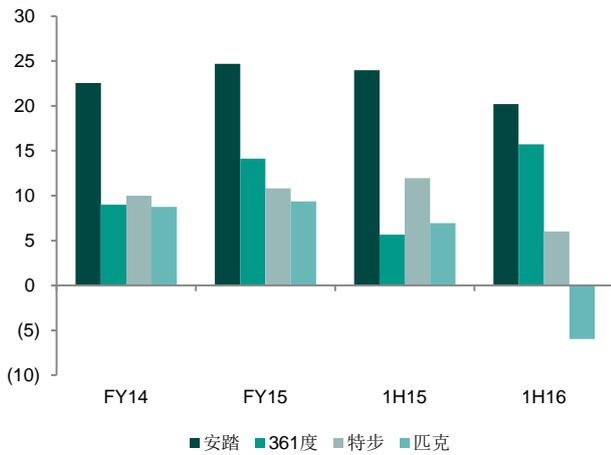
圖表 6: 寶勝月度銷售額增長 (同比 %)



來源：公司、農銀國際證券

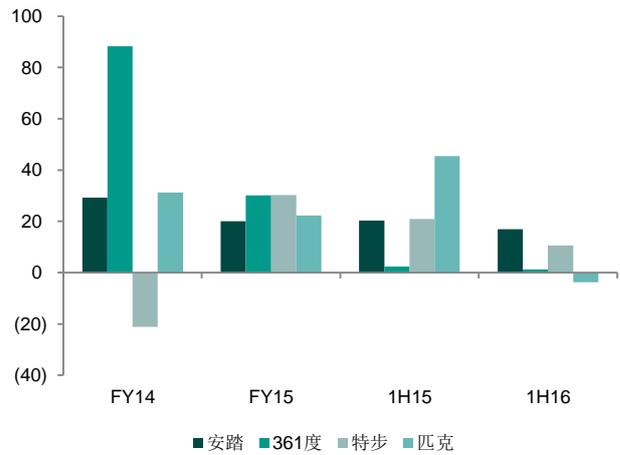


圖表 7: 國內運動服飾品牌收入增長 (同比%)



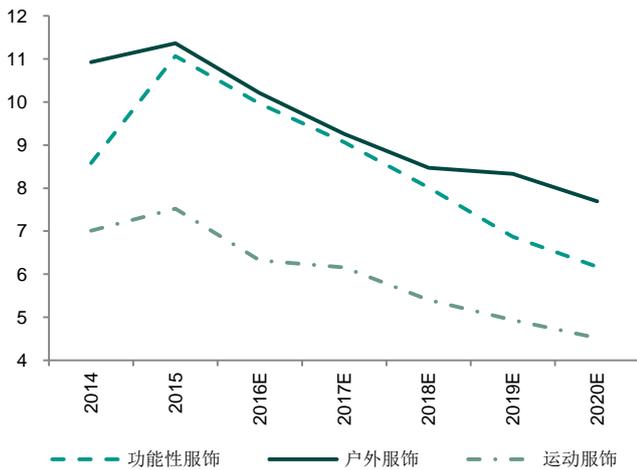
來源：公司、農銀國際證券

圖表 8: 國內運動服飾品牌淨利潤增長(同比%)



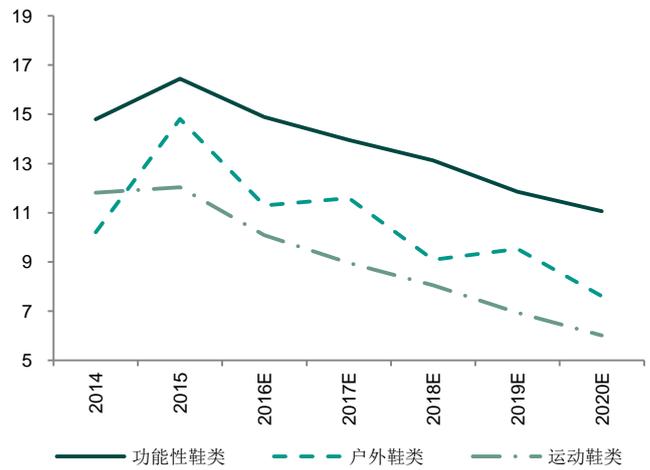
來源：公司、農銀國際證券

圖表 9: 中國功能性/戶外/運動服裝市場規模增長 (同比%)



來源：Euromonitor International、農銀國際證券

圖表 10: 中國功能性/戶外/運動鞋類市場規模增長 (同比%)



來源：Euromonitor International、農銀國際證券

圖表 11: 行業估值 (數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升潛力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市賬率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
安踏體育	2020 HK	持有	23.43	11.57	26.53	23.98	6.43	5.85	4.09	3.89
361度*	1361 HK	-	-	-	9.85	8.39	0.94	0.88	5.35	5.00
特步國際*	1368 HK	-	-	-	9.51	8.53	1.31	1.22	6.15	6.90

* 彭博預測

來源：彭博及農銀國際證券預測



強者越強

- 我們預計騰訊 (700 HK) 將在 2017-18 年繼續佔據移動遊戲領域的主導地位
- 我們認為在線廣告擁有巨大潛力，而騰訊是主要的受益者
- 受惠於農村電子商務，在線超市和持續改進的送貨服務，網上購物應在 2017 - 18 年繼續保持增長
- 騰訊仍然是行業首選

在線遊戲：由騰訊主導。 騰訊在移動遊戲行業中一直處於領先地位，我們預計這一趨勢將在 2017-18 年持續。在過去的 1-2 年，中國排名前 10 的遊戲中，騰訊佔 6-7 位。此外，我們相信公司最近收購芬蘭手機遊戲公司 Supercell，將更能鞏固公司在國內的領導地位及為其海外業務打下穩固基礎。

在線廣告：巨大增長潛力。 我們認為移動在線廣告(尤其是視頻廣告)在移動定位技術持續發展的推動下擁有巨大的增長潛力，而騰訊是這一趨勢的主要受益者，因公司可利用其非常成功的微信平臺推動在線廣告業務。騰訊最近積極地推動在線廣告計劃，包括微信和公共號廣告，令近幾個季度在線廣告收入大幅增長，我們預計這一趨勢將在短期內持續。

網上銷售持續強勁。 在 10M16，網上銷售同比增長 25.7%，遠高於整體零售增長 10.3%，表明消費從線下渠道轉向在線渠道。此外，天貓，京東等主要網絡購物平臺在近幾個季度持續實現 30-50% 的強勁收入增長。我們預計這種結構性趨勢在未來幾年將繼續。

網上遊戲前景勝網上購物。 在 10M16，包括遊戲、媒體等在內的非實物網上銷售同比增長 29.2%，增長率高於衣服及食品等實物網上銷售的 24.9%。這反映騰訊比阿里巴巴及京東更能抵受經濟下行壓力。

行業首選騰訊。 我們對中國電子商務領域總體保持樂觀。在主要上市電子商務公司中，騰訊(700 HK，買入，目標價：HK\$ 230)是我們的首選，因為它在移動遊戲領域處於領先地位，並在網絡廣告業務方面具有巨大的潛力。

網上銷售三大推動力 - 農村電子商務，網上超市和持續改進的送貨服務。 我們認為，農村電子商務已成為未來電子商務增長的新驅動力，而主要平臺如京東和阿里巴巴都在全國農村地區建立了大量的服務中心。網上超市在京東和天貓等主要平臺積極推廣下成為行業另一個亮點。京東於 2016 年 6 月從沃爾瑪收購了中國主要的網上超市一號店，並在接下來的幾個月花費了人民幣 10 億元進行業務推廣。在 2016 年 10 月，沃爾瑪成為京東第三大股東，持有 9% 股份，顯示兩間公司加強合作。除此之外，主要速遞公司，包括中通快遞，順豐速運，申通快遞和雲達快遞等都在近期上市或計劃上市，意味著他們上市後可增加投資改善效率和服務質素，進一步拉動網上購物。

中國電子商貿行業

正面

分析員: 周秀成
電話: (852)21478809
電郵: stevechow@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	21.9
2017 預測市賬率均值 (x)	5.7
2017 預測股息率均值 (%)	0.3

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測

行業表現 (%)

	絕對	相對*
1 個月	(8.7)	(3.3)
3 個月	(1.3)	0.1
6 個月	11.0	(2.2)

*相對於 MSCI 中國指數

來源: 彭博、農銀國際證券

年股價表現 (%)



MXCN: MSCI 中國指數

來源: 彭博、農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

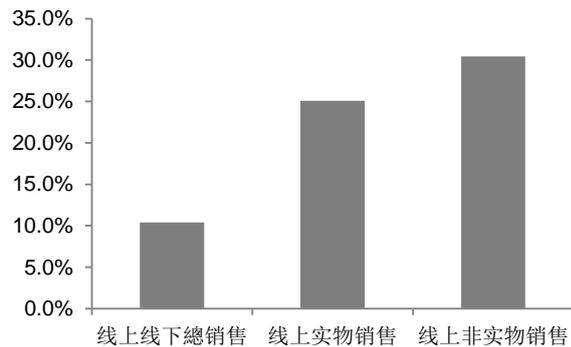
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

更多收購合併機會出現。在現時經濟放緩、行業整合以及創投基金轉趨謹慎的大環境下，我們認為騰訊、阿里巴巴及京東等行業龍頭將遇到更多的收購合併機會，以鞏固其行業領先地位。最近相關例子包括騰訊將旗下在線音樂業務與酷狗及酷我音樂合併，令其市場佔有率有現時的 15% 大大上升到 56%。此外，京東亦在近期收購一號店的股權，以加強其在新鮮食品及網上超市的市場地位。在 O2O 領域，滴滴快的於 2016 年 8 月收購了優步(Uber)中國業務，將其市場份額提高至約 90%。

關注互聯網金融平臺上市。據媒體報道，阿里巴巴計劃在 2017 年將其互聯網金融業務螞蟻金服上市。我們認為，螞蟻金服如能成功上市，可能帶動發其他主要支付平臺，如京東財務等跟隨上市。

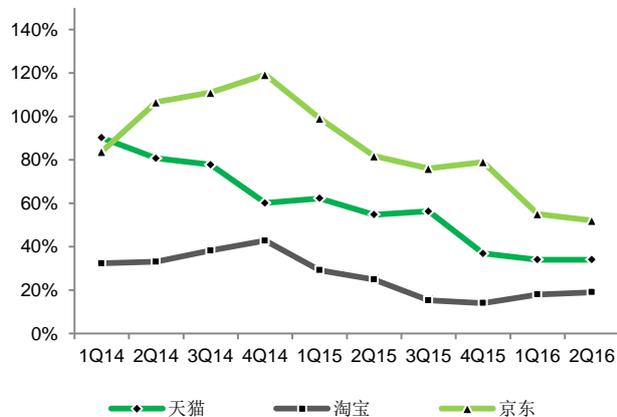


圖表 1: 10M16 – 線上線下銷售增長比較 (同比)



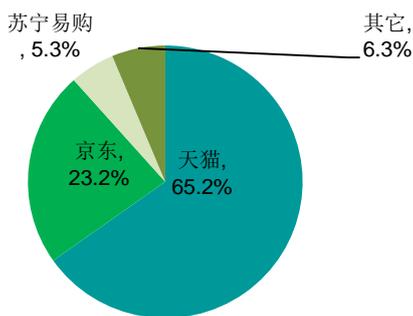
來源: 國家統計局, 農銀國際證券

圖表 3: 網購平臺銷售增長比較 (同比)



來源: 公司, 農銀國際證券

圖表 5: B2C 網購平臺市佔率 (2015)



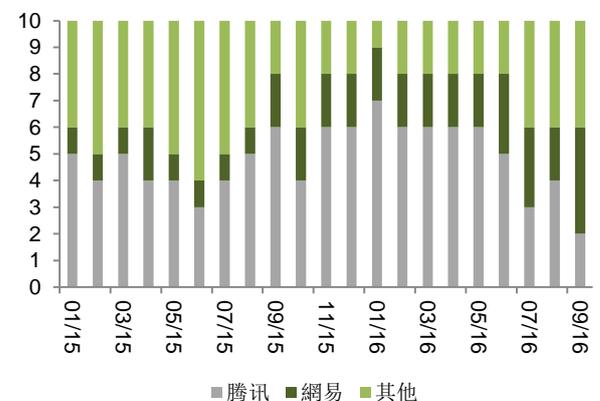
來源: 中國互聯網絡信息中心, 農銀國際證券

圖表 2: 網上購物者 - 增長和滲透率



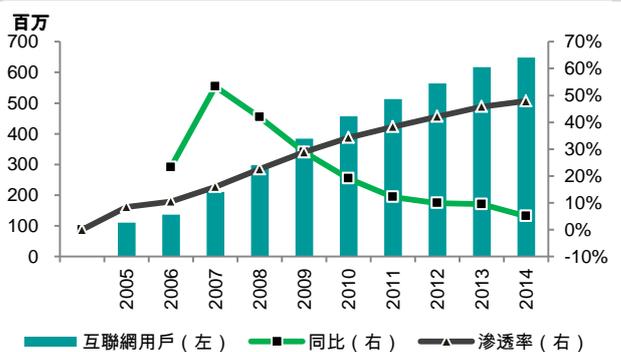
來源: 中國互聯網絡信息中心, 農銀國際證券

圖表 4: 國內 10 大遊戲排行榜市場佔有率 (iOS 平臺)



來源: App Annie, 農銀國際證券

圖表 6: 互聯網用戶增長 (同比)



來源: 中國互聯網絡信息中心, 農銀國際證券

圖表 7: 市場估值(數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升潛力 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市賬率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
騰訊	700 HK	買入	230	19	37.0	28.4	10.4	8.0	0.3	0.3
阿里巴巴	BABA US	-	NA	NA	29.2	23.4	5.9	4.8	-	-
京東	JD US	-	NA	NA	NA	157.0	8.2	8.0	-	-
百度	BIDU US	-	NA	NA	18.6	14.9	8.3	5.5	-	-
唯品會	VIPS US	-	NA	NA	17.8	15.1	5.6	4.3	1.3	1.5
網易	NTES US	-	NA	NA	36.1	27.7	4.3	3.7	-	-

來源: 公司, 農銀國際證券預測



強大基本面加上政策支持

- 中國的新政策將支持非水電可再生能源裝機容量增長
- 在 2015 - 20 年，中國計劃提高風力發電量達到年均複合增長率 14%，核電發電量年均複合增長率達 16%
- 更低的生產成本將有助於核電在中國整體能源結構中有更高的佔比
- 維持對中國替代能源行業正面的評級

中國的新政策將支持非水電可再生能源裝機容量增長。根據政府於 2016 年 3 月批准的新政策，中國的獨立發電廠(IPP)到 2020 年末，其產生的非水電可再生能源(例如風能和太陽能)的比例將不能少於總發電量的 9%。新政策將促使 IPP 擴大風力發電。假設 9% 的政策要求以及燃煤發電量不再增長，到 2020 年末可再生能源(風能和太陽能)將在 2015-20 年期間錄得年複合增長率達 15%。

在 2015 - 20 年，中國計劃提高風力發電量達到年均複合增長率 14%。根據國家能源局在 2016 年發佈的“可再生能源十三五規劃草案”，中國政府計劃到 2020 年末實現風電裝機容量 250GW。這意味著從 2015 年末的 128GW 增長 95%，或 2015-20 年期間錄得年均複合增長率 14%。此外，國家能源局於 2016 年 11 月 7 日發佈的“電力十三五規劃”指出，2020 年末風力發電裝機容量將不少於 210GW。如果利用小時數與 2015 年水平相似，2015-2020 年期間風電發電量將以 14% 的年均複合年增長率增長。我們認為發電量的大幅增長將加速風電運營商的盈利。

風電電價下調將是一個長期趨勢。中國風電電價將保持下降趨勢，原因是：1) 風電價格下降將鼓勵更多用戶從傳統的火電能源轉向風能；2) 中國將減輕工業企業的財政負擔，以促進工業生產的增長。我們認為，在評估風電運營商的盈利潛力時，投資者應關注容量增長，裝機單位成本和淨負債比率。

在 2015-20 年，中國計劃提高核力發電量達到年均複合增長率 16%。核電在發達國家的總發電量平均佔比為 ~30%，而全球平均比例為 14%，然而，2015 年中國的平均比例僅為 3%。根據國務院在 2014 年 6 月公佈的“能源發展戰略行動計劃(2014-20 年)”以及國家能源局於 2016 年 11 月 7 日發佈的“電力十三五規劃”，中國政府計劃到 2020 年末將核電裝機容量提高到 58GW，比 2015 年末的 27GW 增長 114%。如果我們假設利用小時保持不變，核電的發電量將在 2015-20 年錄得年均複合增長率達到 16%。

更低的生產成本將有助於核電在中國整體能源結構中實現更高的佔比。我們認為更低的生產成本將有利於核電的廣泛採用。根據行業數據，核電單位生產成本約為人民幣 0.28 元/千瓦時，與水電的人民幣 0.3 元/千

中國替代能源業

正面

分析員: 吳景荃
電話: (852) 2147 8869
電郵: kelvinn@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	9.00
2017 預測市賬率均值 (x)	0.90
2017 預測股息率均值 (%)	2.15

來源: 彭博, 農銀國際證券預估

行業表現 (%)

	絕對值	相對值*
1 個月	2.10	(0.96)
3 個月	(9.64)	(8.06)
6 個月	(6.65)	(16.98)

* 行業平均相對於恒生國企指數

來源: 彭博, 農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



來源: 彭博, 農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

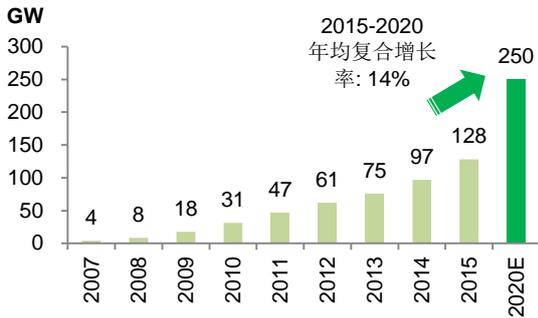
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

瓦時相當接近，而且遠低於燃煤的人民幣 0.4 元/千瓦時，風力的人民幣 0.5 元/千瓦時，以及太陽能的人民幣 0.90 元/千瓦時。

我們的首選是中廣核電力及華能新能源。 我們喜歡華能新能源(HNR，958 HK，買入，目標價 3.40 港元)，因其在政策下的裝機增長強勁。我們也喜歡中廣核電力(CGN，1816 HK，買入，目標價 HK \$ 2.90)，因為其在核工業的領先地位以及其主要設施位於中國的優越位置。

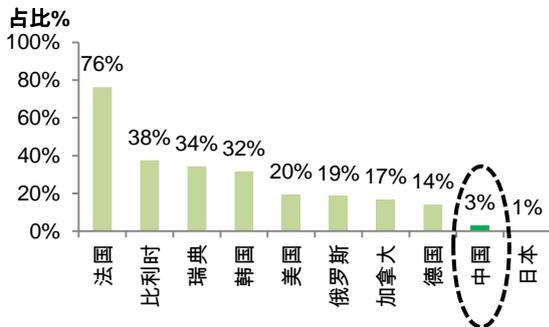


圖表 1: 中國風電裝機容量將在 2015 - 2020 年大幅增長



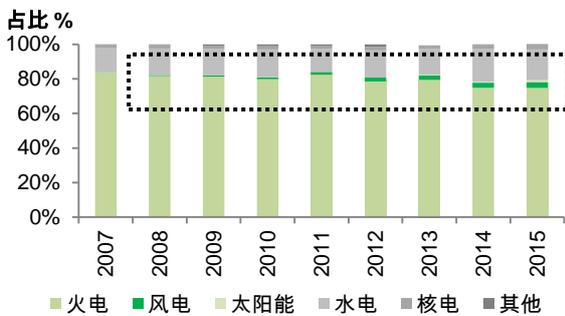
來源: 能源局, 農銀國際證券

圖表 3: 核電在中國有很大的發展空間, 在 2015 年對整體發電的貢獻很低



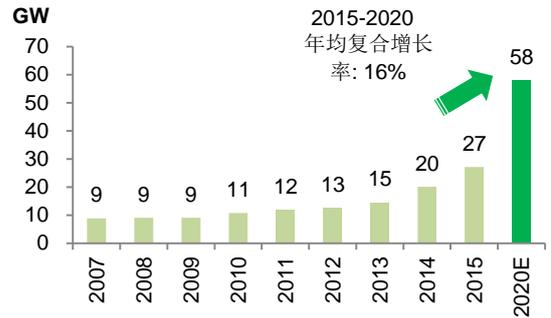
來源: 國際原子能機構, 農銀國際證券

圖表 5: 中國的發電量結構表明, 可再生能源的發展空間仍十分廣闊



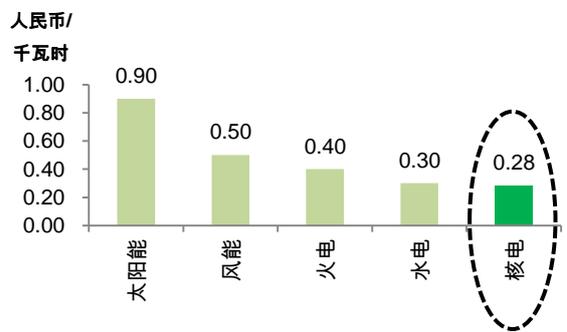
來源: 能源局, 農銀國際證券

圖表 2: 中國的核電裝機容量將在 2015-2020 年迅速增長



來源: 國務院, 農銀國際證券

圖表 4: 低生產成本應有助於在中國廣泛採用核電



來源: 華電福新, 農銀國際證券

圖表 6: 中國風電設備單位成本一直呈下降趨勢



來源: bx.com, 能源局



圖表 7:核電運營商估值(數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY1F 市淨率 (x)	FY16F 市淨率 (x)	FY15F 股息率 (%)	FY16F 股息率 (%)
中廣核電力	1816 HK	買入	2.90	30.04%	12.1	11.2	1.4	1.3	2%	3%
中國核電	601985 CH	-	-	-	27.9	24.1	2.7	2.6	1%	1%
Tokyo Electric Power	9501 JP	-	-	-	5.1	7.8	0.5	0.4	0%	0%
Kansai Electric Power	9503 JP	-	-	-	9.9	10.1	0.8	0.7	1%	2%
Kyushu Electric Power	9508 JP	-	-	-	11.5	9.2	1.3	1.1	1%	1%
Korea Electric Power	015760 KS	-	-	-	3.7	4.2	0.4	0.4	5%	4%
E.On Se	EOAN GR	-	-	-	14.4	12.0	2.6	2.6	3%	4%
Edf	EDF FP	-	-	-	6.9	9.2	0.6	0.6	9%	8%
Duke Energy Corp	DUK US	-	-	-	15.9	16.0	1.3	1.2	5%	5%
Nextera Energy	NEE US	-	-	-	18.4	17.4	2.2	2.1	3%	3%
Exelon Corp	EXC US	-	-	-	12.2	12.6	1.1	1.0	4%	4%
Firstenergy Corp	FE US	-	-	-	12.2	12.2	1.1	1.1	4%	4%
Entergy Corp	ETR US	-	-	-	10.2	15.1	1.2	1.2	5%	5%

來源：彭博，農銀國際證券

圖表 8:風電運營商估值(數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市淨率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
龍源電力	916 HK	買入	8.00	35.82%	11.8	9.7	1.0	1.0	2%	2%
華能新能源	958 HK	買入	3.50	38.34%	8.4	7.2	1.1	1.0	2%	2%
大唐新能源	1798 HK	持有	0.80	12.68%	15.0	7.9	0.4	0.4	1%	1%
華電福新	816 HK	-	-	-	5.5	5.0	0.6	0.6	3%	4%
北京京能	579 HK	-	-	-	7.0	6.0	0.9	0.8	3%	4%
中國綠色新天	956 HK	-	-	-	9.4	7.6	0.5	0.4	3%	4%
Acciona Sa	ANA SM	-	-	-	17.6	16.1	1.0	1.0	4%	4%
Futeren Sa	FTRN FP	-	-	-	22.3	78.0	1.0	0.9	-	-
Edp Renovaveis	EDPR PL	-	-	-	37.4	29.7	0.8	0.8	1%	1%
Greentech Energy Systems	GES DC	-	-	-	15.2	10.0	0.5	0.5	0%	-

來源：彭博，農銀國際證券



中國垃圾處理需求巨大

- 2017 年垃圾焚燒和污水處理運營商的淨利潤增長應保持強勁
- 日益增長的城市化和政府的新政策將增加垃圾焚化及污水處理量，兩者於 2015-20 年的年複合增長率為 12% 及 9%
- 對環保行業維持正面展望；建議買入中國光大國際（257 HK）及北控水務（371 HK）

2017 年垃圾焚燒和污水處理運營商的淨利潤增長應保持強勁。城市化率的提升正在對城市污水和固體垃圾處理系統增加壓力。根據國家發展和改革委員會的估計，中國城市化率將在 2020 年末達到 60%，高於 2015 年末的 56%，這意味著將有 0.99 億人口遷移到城市地區。人口的增加和衛生標準的提高應該會刺激主要城市對污水和固體垃圾處理服務的需求。再者，處理標準收緊將繼續促進垃圾焚燒和污水處理運營商的淨利潤增長。

中國計劃擴大城市焚化能力，在 2015-20 年間將錄得 19% 的年複合增長率。在以往，約 70% 的住宅垃圾在中國是通過填埋處理的。政府正在減少其使用，因為有限的土地資源和由此產生的地下水污染問題。根據國家發展和改革委員會於 2016 年 9 月 22 日發佈的“十三五全國城鎮生活垃圾無害化處理設施建設規劃（徵求意見稿）”，中國目標將城市垃圾焚燒比例從 2015 年末的 34% 提高到 2020 年末的 50%，使焚燒成為城市地區的主要固體垃圾處理方式。發改委還計劃將城市地區的焚燒能力從 2015 年末的 216 千噸 / 日提高到 2020 年末的 520 千噸 / 日，表明該時期的處理能力提高了 141% 或 5 年的年均複合增長率為 19%。焚燒將是一種主要的垃圾處理方法，為城市地區的垃圾焚燒運營者帶來巨大的機會。

城市化率的提升和政府的新政策將令 2015-20 年期間焚毀的垃圾達到 12% 的年複合增長率。根據國家發展和改革委員會於 2016 年 9 月發佈的“十三五全國城鎮生活垃圾無害化處理設施建設規劃（徵求意見稿）”，中國將城市垃圾焚燒比例從 2015 年末的 34% 提高到 2020 年末的 50%。如果我們假設在 2015-20F 年人均家居垃圾量保持不變，所產生的住宅垃圾將在 2015-20F 年期間增長 78% 或年複合增長率 12%。因此，垃圾處理運營商將受益於需求上升。

中國城市污水處理率的上升表明需要更多的污水處理服務。中國政府將繼續提高城市污水處理率以提高整體城市衛生標準。城市污水處理率從 2008 年的 61% 上升到 2014 年末的 84%。在 2015 年 4 月 2 日國務院發佈的“水污染防治行動計劃”的公告中表明，城市污水處理率在 2020 年末目標為 95%。我們認為目前的污水處理系統將過載，對新能力的的需求將會增加。不斷增加的城市污水處理量將為運營商提供巨大的機遇。

2014 - 20 年城市污水處理量年均複合增長率將達到 9%。在 2015 年 4 月 2 日國務院發佈的“水污染防治行動計劃”的公告中，城市污水的 2020 年末目標為 95%。假設到 2020 年末城市化率為 60%，污水處理率為 95%，總污水處理量應為 710 億噸，比 2014 年末的污水處理量增

中國環境保護業

正面

分析員: 吳景荃
電話: (852) 2147 8869
電郵: kelvinng@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值 (x)	12.90
2017 預測市賬率均值 (x)	2.20
2017 預測股息率均值 (%)	2.72

來源: 彭博, 農銀國際證券預估

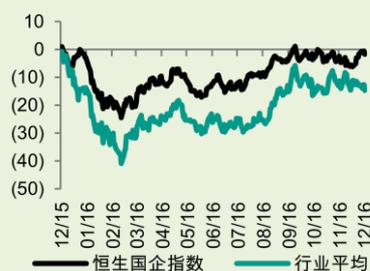
行業表現 (%)

	絕對	相對*
1 個月	(1.51)	(4.56)
3 個月	(8.30)	(6.72)
6 個月	13.68	3.34

* 相對於恒生國企指數

來源: 彭博, 農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



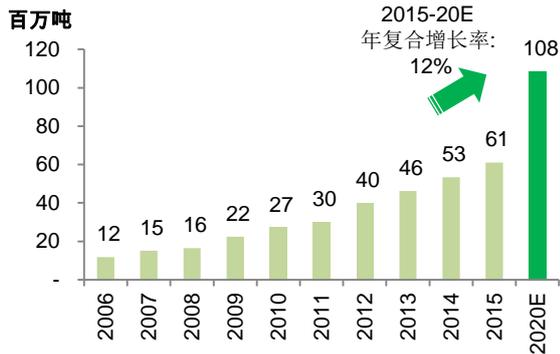
來源: 彭博, 農銀國際證券



加 65% (2014 年處理量為 430 億噸)，或者 2014-20F 年複合增長率達到 9%。

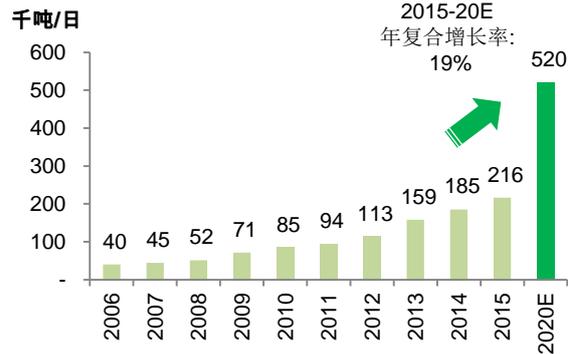
對環保行業維持增持展望；建議買入中國光大國際(257 HK)及北控水務(371 HK)。我們對環境保護行業的展望維持正面。我們的首選是中國光大國際(257 HK,買入,目標價: HK\$13.00) 因為其垃圾焚燒產能的穩健增長以及項目多位於優質區域；我們也喜歡北控水務(371 HK,買入,目標價: HK\$7.00)，由於其在污水處理行業的領先地位以及供水產能上的強勁增長應該可以提高盈利。

圖表 1：中國城市固體垃圾通過焚燒處理將會上升



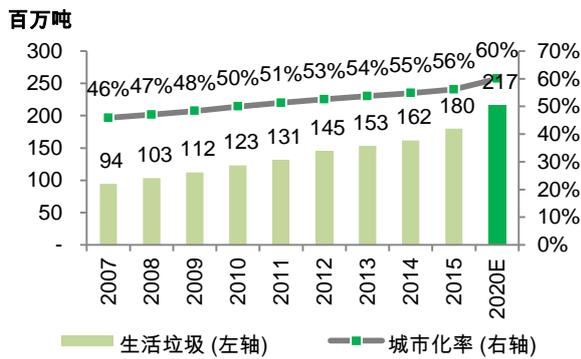
來源：國家發改委，農銀國際證券

圖表 2：中國的垃圾焚燒能力將在未來幾年錄得強勁增長



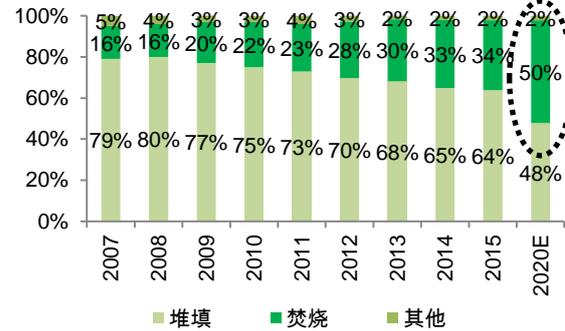
來源：國家發改委，農銀國際證券

圖表 3：到 2020 年末，中國的城市化率可能達到 60%



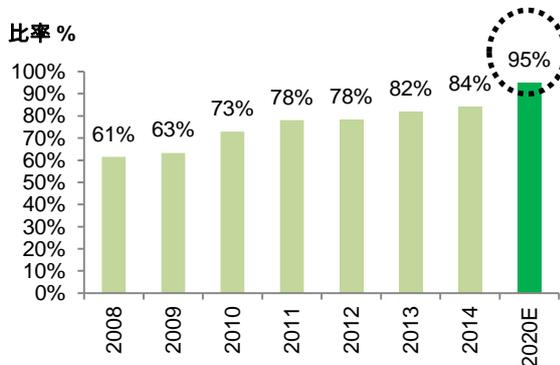
來源：國家發改委，農銀國際證券

圖表 4：中國希望提高城市地區垃圾焚燒處理的佔比



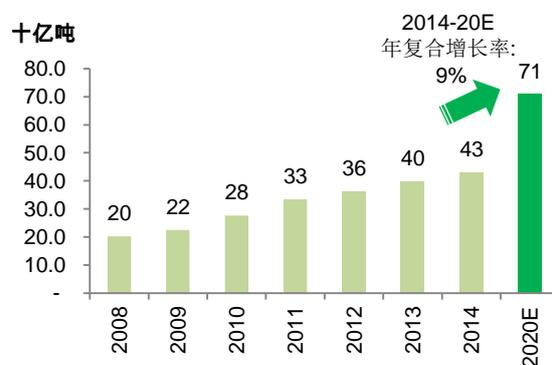
來源：國家發改委，農銀國際證券

圖表 5：中國城市污水處理率將會上升



來源：國家發改委，農銀國際證券

圖表 6：2014-20 年中國城市污水處理量將以 9% 年複合增長率增長



來源：國家發改委，農銀國際證券

圖表 7: 垃圾焚燒運營商估值(數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市淨率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
光大國際	257 HK	買入	13.00	40.85	15.9	12.8	2.2	2.0	2%	3%
首創環境	3989 HK	-	--	--	13.0	8.3	0.9	0.8	-	-
北京控股環境	154 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-
綠色動力環保	1330 HK	-	-	-	10.0	7.4	1.2	1.0	1%	2%
凱迪生態環境	000939 CH	-	-	-	28.0	21.7	2.1	1.9	-	-
Asahi Holdings	5857 JP	-	-	-	8.1	8.1	-	-	3%	3%
Daiseki Co	9793 JP	-	-	-	21.5	19.4	1.6	1.5	1%	1%
Republic Services	RSG US	-	-	-	25.4	23.6	1.7	1.7	2%	2%
Waste Connections	WCN US	-	-	-	31.1	26.1	1.8	1.8	1%	1%
Clean Harbors	CLH US	-	-	-	-	57.3	3.5	3.3	-	-
Waste Management	WM US	-	-	-	23.9	22.1	5.7	5.4	2%	2%
Waste Connections	WCN CN	-	-	-	31.5	26.4	1.8	1.8	1%	1%

來源：彭博，農銀國際證券預測

圖表 8: 污水處理運營商估值(數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間 (%)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市淨率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
北控水務	371 HK	買入	7.00	23.67	16.1	13.0	2.7	2.4	2%	3%
光大國際	257 HK	買入	13.00	40.85	15.9	12.8	2.2	2.0	2%	3%
中滔環保	1363 HK	-	-	-	14.8	12.2	2.9	2.4	1%	2%
天津創業環保 H	1065 HK	-	-	-	15.2	14.5	1.2	1.1	2%	2%
中國水務	855 HK	-	-	-	12.1	10.4	1.5	1.3	2%	2%
重慶水務	601158 CH	-	-	-	25.4	25.8	2.7	2.7	3%	3%
天津創業環保 A	600874 CH	-	-	-	35.2	31.9	2.8	2.6	1%	1%
北京碧水源	300070 CH	-	-	-	26.5	19.3	3.4	2.9	0%	1%
北京萬邦達環保	300055 CH	-	-	-	55.5	42.2	2.8	2.7	0%	0%
黑龍江國中水務	600187 CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-
北京首創	600008 CH	-	-	-	31.3	26.4	2.4	2.3	2%	2%
Manila Water	MWC PM	-	-	-	12.2	11.9	1.5	1.4	3%	3%
Ttw Pcl	TTW TB	-	-	-	16.0	15.5	3.7	3.6	6%	6%
Eastern Water Resources	EASTW TB	-	-	-	12.5	11.6	1.9	1.7	4%	5%
Aqua America	WTR US	-	-	-	23.1	22.0	3.2	3.0	2%	3%
American States Water	AWR US	-	-	-	27.0	25.5	-	-	-	-
California Water Service	CWT US	-	-	-	37.3	26.8	2.5	2.3	2%	2%

來源：彭博，農銀國際證券預測



持續增長的醫療開支成為新常態

- 中國的衛生總費用占國內生產總值的 6.0%，顯著低於大多數 OECD 國家的比值
- 大量民營和公營資本流向醫療行業
- 中國消費者願意支付較高的溢價購買較好質量的醫療服務
- 低級別民營醫院的服務產能過剩，導致醫療資源浪費和壓抑投資回報
- 投資者應慎重選擇醫院資產

2015 年，中國衛生總費用佔 GDP 的 6%，該比例大大低於大多數經合組織國家。根據經合組織的統計，2015 年衛生總費用佔 GDP 比例排名前五的國家，分別是美國、瑞士、日本、德國和瑞典，它們的比例分別是 16.9%、11.5%、11.2%、11.1%和 11.1%。在中國，衛生總費用佔 GDP 的比例從 2012 的 5.15%，增加到 2014 年的 5.56%和 2015 年的 6%。2015 年中國的比例比同一時期墨西哥略高，接近於英國 2000 年的水平。

保險和政府支出產生的巨大流動性正在融入製藥和醫療行業的價值鏈。我們相信，下游醫療服務提供商將是價值鏈中的首批受益者之一。於 9M16，個人健康和意外事故保險費同比增長 72%至 4,014 億元，而健康和意外保險索賠總額同比增長 31%至 819 億元；醫療衛生和計劃生育費用支出 10,792 億元，同比增長 18.4%。鑒於中國保險業的第十三個五年目標，我們預計健康和意外保險的滲透率和密度將在 2017 - 18 年保持強勁的勢頭。為了提高生活水平和社會保障覆蓋率，政府將在 2017-18 年在醫療保健和計劃生育領域保持相對寬鬆的財政政策。

從 2011 到 2015 年，人均衛生總費用支出的複合年增長 14.65%，高於同一時期名義 GDP 複合年增長率 7.68 個百分點。私營和公共部門願意分配更多的財政資源為了提高生活質量。據國家衛生和計劃生育委員會 (NHFP) ，從 2011 到 2015 年，全國衛生總費用複合年增長 15.23%。政府和社會衛生支出增加是全國衛生總費用增長的主要動力。

低等級醫院佔醫院市場主導的地位，醫療保健行業的投資者應仔細選擇醫院資產。2016 年 6 月末，3 級醫院在中國質量最高，佔總醫院數的 7.6%。六月末，低等級醫院(2 級和 1 級醫院)和未分級醫院分別佔醫院數的 59.0%和 33.4%。自 2011 年至 2016 年 6 月，3 級醫院增加了 756 家，佔醫院總增加的 12%。新的 3 級醫院比例低顯示許多新的民營醫院是低分級或未分級。

中國醫療服務業

正面

分析師: 陳宋恩
電話: (852) 2147 8805
電郵: philipchan@abci.com.hk

關鍵數據

2017 預測市盈率均值 (x)	15.4
2017 預測市賬率均值 (x)	2.3
2017 預測股息率均值 (%)	1.6

資料來源: 彭博、公司、農銀國際證券預測

行業表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	(3.93)	0.13
3 個月	1.22	2.12
6 個月	12.34	1.34

*相對恒生指數

資料來源: 彭博、公司、農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



資料來源: 彭博、農銀國際證券



2017 年展望

到 2020 年，衛生行業的潛在市場規模將達人民幣 68,500-78,290 億元。政府的目標是經濟規模從 2010 年到 2020 年翻一番。如果政府能夠實現這一經濟目標和全國衛生總費用佔 GDP 的比例從 2015 年的 6% 提高到 2020 年的 7-8%，我們預測全國衛生總費用將增加到 68,500-78,290 億人民幣元。這種巨大的市場規模將吸引民營企業或投資者進入衛生行業。

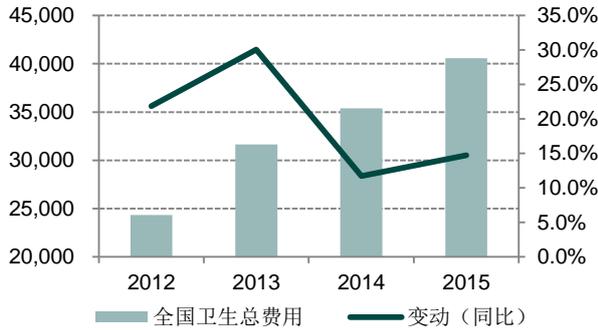
政府正在默默地退出醫院市場，為民營醫院提供成長空間。醫院總數由 2011 年的 21,979 家，增加 6,282 家至 2016 年六月的 28,261 家。在這一時期，公營醫院數目減少 584 家，由 2011 年的 13,542 家減至 2016 年六月的 12,958 家；民營醫院數目增加 6,866 家，由 2011 年的 8,437 家增至 2016 年六月的 15,303 家。民營資本在過去幾年積極增加他們在醫療保健市場的投資。如果這種趨勢維持，我們看到民營資本對長期資本有強烈的需求，以資助他們在醫療市場的投資。這對香港投資銀行業是一大業務機遇。

病人支付較高的費用，希望獲得更好的醫療服務。於 1H16，3 級醫院人均門診費人民幣元 289.6/人，較 2 級醫院人均門診費高 54%。3 級醫院人均住院費用人民幣元 12,901.2/人，高於 2 級醫院 133%。這些大的價格差距現象已經維持了超過 10 年。這是不太可能在可預見的未來大幅縮小。

3 級醫院具有較高的平均銷售價格、強大的患者流量，以及較高床位使用率意味著 3 級醫院具有較強的現金流入和較高的資產利用率。股權或債權市場投資者投資在醫療保健部門應選擇醫療保健公司具有較高 3 級醫院資產比例較優。於 1H16，每家公立醫院的平均門診人數為 10.60 萬；然而，每家民營醫院平均門診人數為 1.27 萬。民營醫院都在努力尋找自己的客戶。於 1H16，3 級、2 級、1 級和未評級的醫院平均門診人數為 35.67 萬、7.94 萬、1.13 萬和 1.0.9 萬。3 級、2 級和 1 級醫院平均床位使用率分別為 99.3%、87.1% 和 62.3%。等級較低的民營醫院正面臨激烈的市場競爭、較低的平均銷售價格、較低的客戶流和較低的床位使用率。因此，低等級或無評級民營醫院的投資回報並不樂觀。相比之下，3 級醫院卻應對服務的過度需求（高床位使用率和高就診量）的難點。

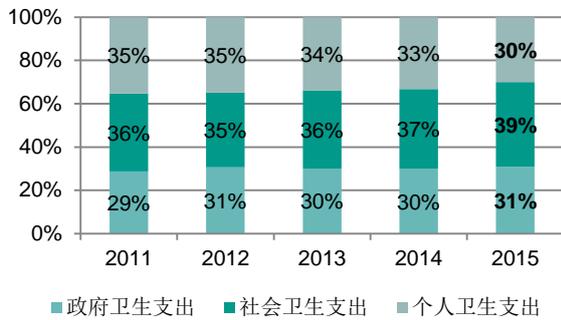


圖表 1: 全國衛生總費用 (人民幣 億元) 同比變動



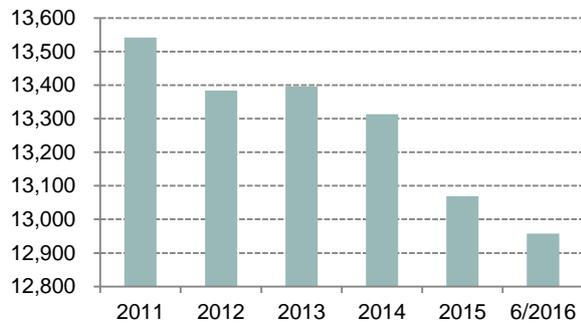
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 3: 全國衛生總費用組成



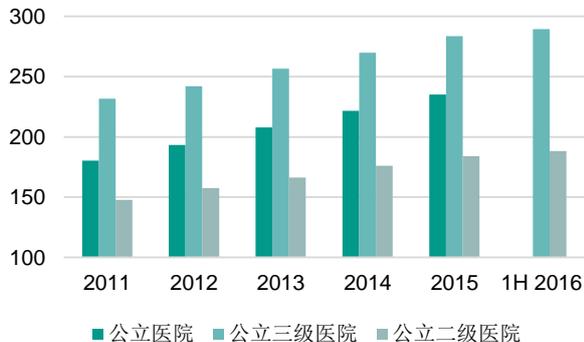
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 5: 公立醫院數量



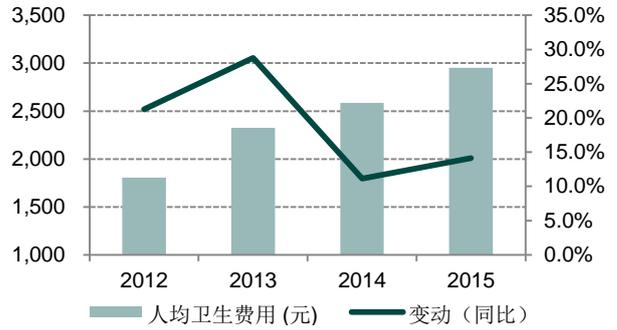
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 7: 次均門診費用 (人民幣/人次)



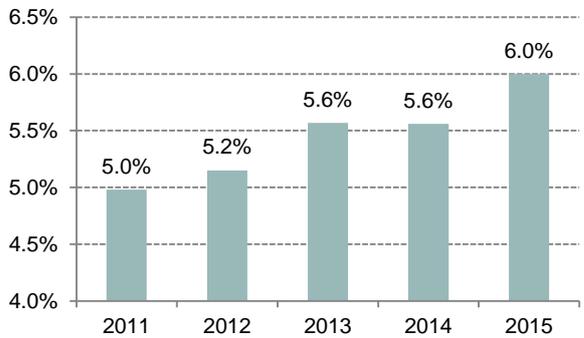
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 2: 人均衛生總費用 (人民幣) 同比變動



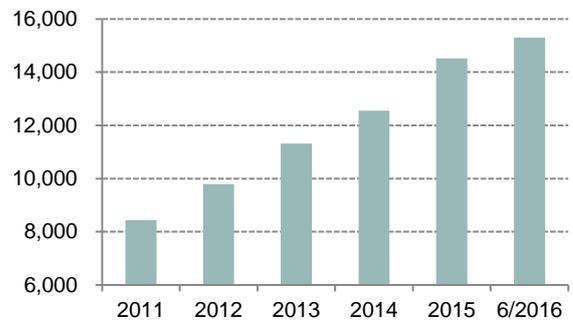
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 4: 衛生總費用佔國內生產總值百分比



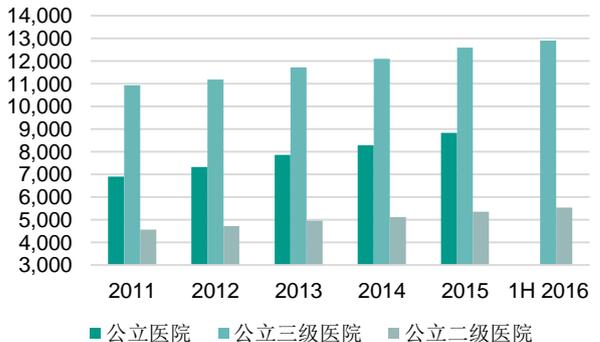
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 6: 民營醫院數量



來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

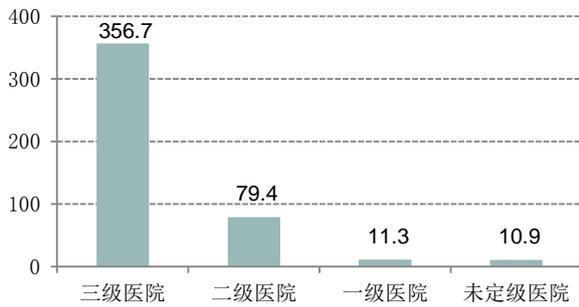
圖表 8: 人均住院費用 (人民幣/病人)



來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

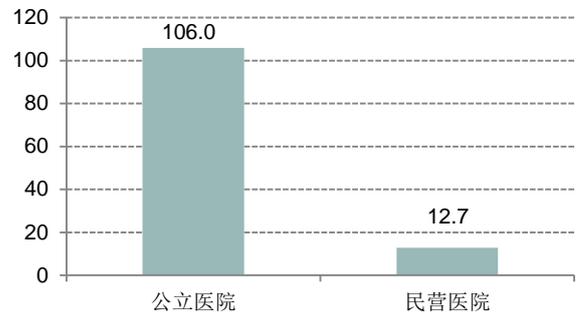


圖表 9: 1H16 醫院平均門診數量 (1,000 病人) 按級別劃分



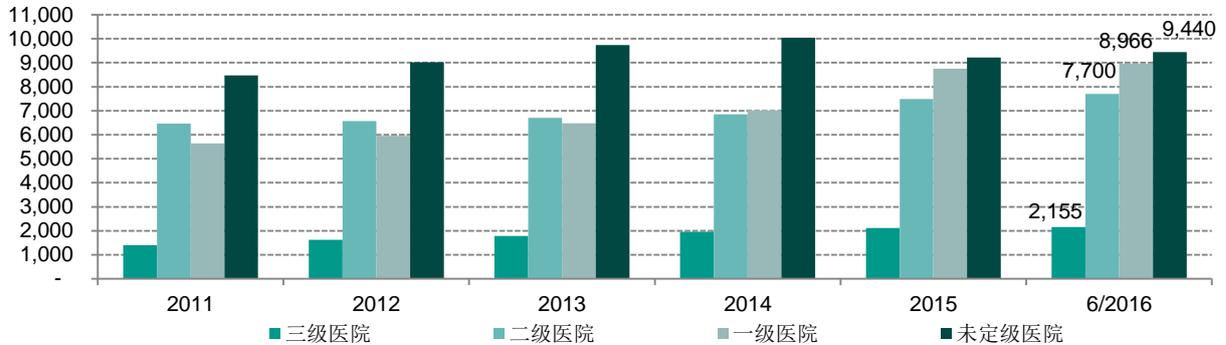
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 10: 1H16 醫院平均門診數量 (1,000 病人) 按公私劃分



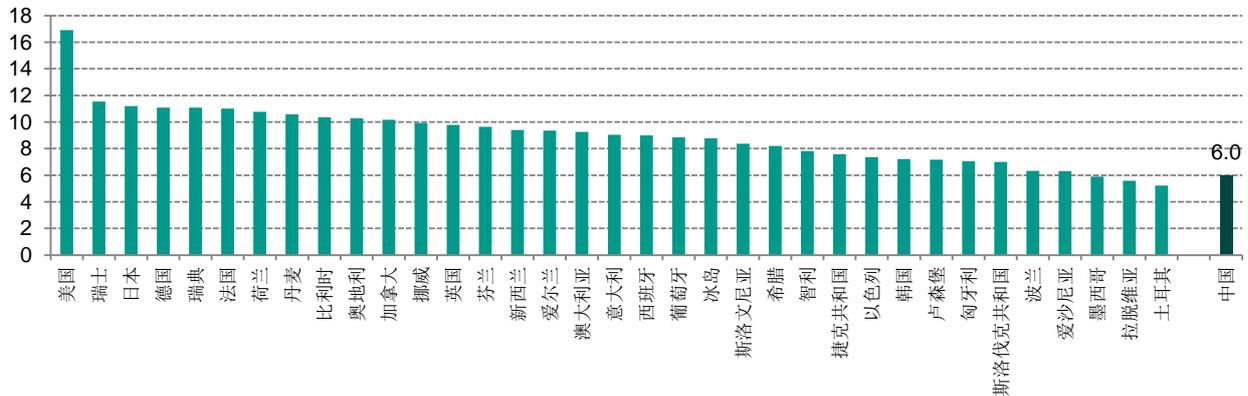
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 11: 不同等級的醫院數量 (醫院質量: 三級>二級>一級)



來源：國家衛生和計劃生育委員會及農銀國際證券

圖表 12: 2015 年衛生總費用佔國內生產總值百分比 (%)



來源：OECD、國家衛生和計劃生育委員會及農銀國際證券

圖表 13: 香港上市的中國醫院經營股票 (數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司	代碼	評級	股價 (港元)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市淨率 (x)	FY17F 市淨率 (倍)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)	FY16F ROAE* (%)	FY17F ROAE (%)
鳳凰醫療	1515	買入	11.78	32.94	27.73	4.76	4.34	0.64	0.78	14.25	16.37
和美醫療	1509	持有	5.21	31.40	26.41	2.31	2.17	0.93	1.18	7.71	8.48
康寧醫院	2120	持有	36.60	34.01	25.45	2.36	2.22	0.97	1.26	7.12	9.00
春立醫療	1858	買入	13.60	13.94	11.23	1.63	1.43	1.24	1.57	12.82	13.57

*ROAE=平均淨資產回報率
來源：彭博、農銀國際證券預測



行業位於上行週期

- 醫藥行業相關的財政政策和健康保險在群眾中的普及率上升將會有利於醫藥行業
- 醫藥行業 CPI 和 PPI 的差異加大 和該行業採用“兩票制度”顯示市場環境有利於醫藥行業下游企業，其中包括批發商和零售商
- 醫藥製造企業對於增加固定資產投資持謹慎態度。上游供應商之間的價格戰不太可能
- 大盤製藥公司的估值比小盤公司的估值低 11-15%

政府財政政策有利醫藥行業。我們相信，中國政府正在建立更加完善的社會保障體系。據財政部數據，1-10月，在醫療衛生和計劃生育(醫療衛生)方面的公共財政支出達到 10,792 億元人民幣，同比增長 18.4%，佔公共財政支出的比例達到 7.3%。同時，醫療衛生方面的公共財政支出增速比總公共財政支出增速高 8.4 個百分點。中國提高社會生活水平和加強社會保障的決心是顯而易見的。我們認為醫療財政支出相對較高的增長將有利於製藥行業的價值鏈。

健康保險業的蓬勃發展為醫藥行業帶來更多商機。健康和意外保險的保費收入在 2015 年達到 3,050 億元人民幣，同比增長 43%；而在 2016 年 1-9 月，此類保費收入已經超過上年全年的金額，達到 4,014 億元人民幣，同比增長 72%。健康和意外保險保費收入在 2016 年增速加快。當日後這些保險合同實現理賠時，對應的保費金額將會最終流入醫藥市場。

通脹數據顯示醫藥市場的終端需求強勁。藥品和保健服務的 CPI 水平高於全國的水平，顯示批發商或零售商具有提價的能力。消費品 CPI 和消費服務 CPI 在 10M16 別同比增長 1.9%和 2.1%。而中藥、西藥以及醫療服務的 CPI 在 10M16 同比增長 4.7%、3.9%、3.5%。財政支出和保險業務的增加使中國消費者對醫藥產品和服務的支出承受能力加強。

醫藥產品的零售銷售增速高於全國水平。中西藥的零售銷售在 10M16 同比增長 12.4%，比全國的零售銷售增速高 2.1 個百分點。人均收入的持續增長、政府的支持、健康和意外保險業務的上升都將會繼續提高消費者在醫藥市場的購買力。

對進口醫藥產品的需求依然強勁。根據中國海關數據，於 10M16 醫藥產品的進口總金額則同比增長 15.5%，總進口量同比增長 15.7%。對於進口醫藥產品的強勁需求體現出國內消費者的購買力增強，導致國內的醫藥產品無法滿足其需求。

中國藥業

正面

分析師: 陳宋恩
電話: (852) 2147 88
電郵: philipchan@abci.com.hk

關鍵數據

2017 預測市盈率均值 (x)	17.9
2017 預測市賬率均值 (x)	2.9
2017 預測股息率均值 (%)	1.8

資料來源：彭博、公司、農銀國際證券預測

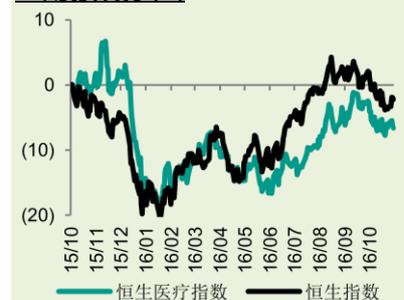
行業表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	(3.80)	0.26
3 個月	2.99	3.89
6 個月	9.24	(1.76)

*相對恒生指數

資料來源：彭博、公司、農銀國際證券

1 年股價表現 (%)



資料來源：彭博、公司、農銀國際證券



2017 年展望

集中採購政策削弱了製藥廠商的議價能力，但有利於中游分銷商。儘管下游的批發商和零售商具有提價的能力，但是上游的藥品廠商卻面對提價困難的局面。我們相信，醫院及連鎖藥房的集中採購政策將會削弱藥品廠商的議價能力。在 10M16，藥品廠商的出廠價 PPI 僅同比增長 0.3%。這意味著醫藥產品的 CPI 和 PPI 之間的差異達到 3.4%，導致藥品批發商和藥店運營商將會享受到更高的毛利率。在藥品供應鏈中向醫療機構提出的“兩票制度”意味著藥品分銷行業的整合將在未來幾年加速。藥品經銷商的利潤率有可能在 2017-18 年擴大。

醫藥製造行業工業增加值增速高於平均值，暗示行業的利潤增速保持在健康水平。製藥行業的工業增加值在 10M16 同比增長 10.6%，比全國平均水平高 4.6 個百分點。這意味著藥品廠商的收入和利潤增速正在不斷上升。我們預計 2017 年製藥業將保持低雙位數增長。

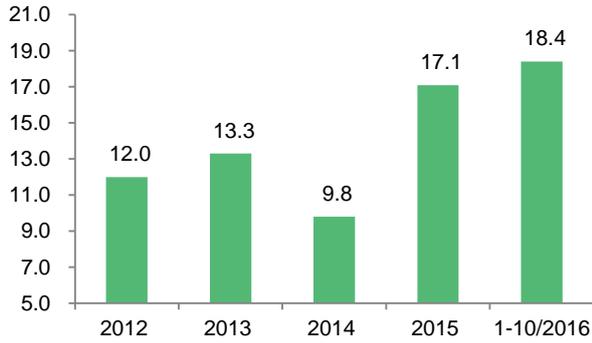
醫藥製造業對未來預期樂觀，但並未因此加快擴大資產規模。醫藥製造行業的固定資產投資增長慢下來，從 2015 年的同比增長 11.9%，下降到 10M16 同比增長 8.9%。我們相信，製藥行業相對穩定的利潤率是藥品製造商加大投資力度的其中一個誘因，但是對於產能過剩的擔憂使它們更謹慎對待投資增長。2017 年，上游藥物生產的嚴重價格競爭不大可能。

製藥業的收入和利潤兩位數增長。根據國家統計局，於 10M16，醫藥製造業的業務收入和利潤分別同比增長 9.6% 和 15.5% 至 22,348.5 億元人民幣和 2,355.7 億元人民幣。利潤增長高於收入增長表明，在經濟增長放緩的情況下，製藥業的利潤率一直在上升。鑒於製藥行業的 PPI 幾乎平穩，利潤率的提高表明該行業正在轉向生產更具高利潤率的高端產品。我們相信藥品生產商通過改變他們的產品組合來優化他們的回報。這種產品組合的變化將在未來幾年持續下去。

大型製藥公司的股票比小公司的股票便宜。恒生醫療指數在 2016 年表現遜色。該行業錄得低雙位利潤增長，但估值為約 18 倍 2017 年預測市盈率及約 2.9 倍 2017 年預測市淨率。我們相信雖然行業前景看好，但行業估值略高估。市值超過 100 億港元的製藥股票的平均市盈率和市淨率，較小市值同類公司的平均市盈率及市淨折讓約 11-15%，但不同大小的製藥公司的平均毛利率相若。因此，我們認為大型製藥公司的定價相對更加合理。

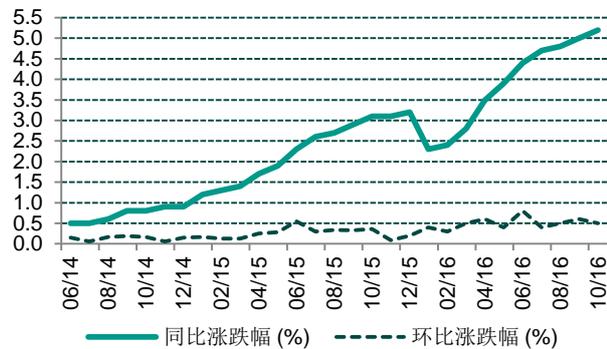


圖表 1: 全國醫療衛生與計劃生育財政支出(同比%)



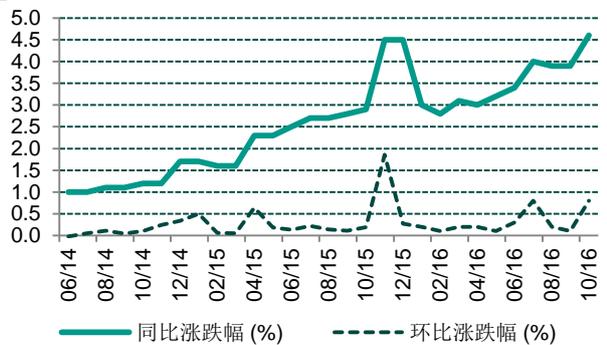
來源: 財政部、農銀國際證券

圖表 3: 西藥 CPI



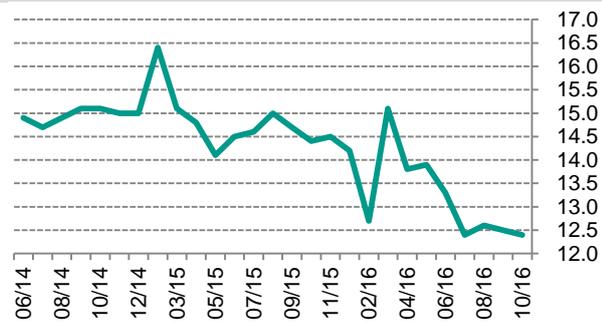
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 5: 醫療服務 CPI



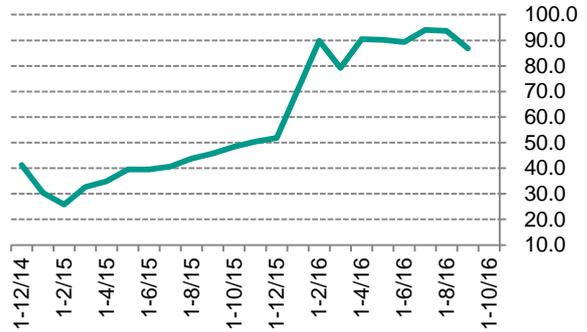
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 7: 中西藥品零售銷售增長 (累計同比%)



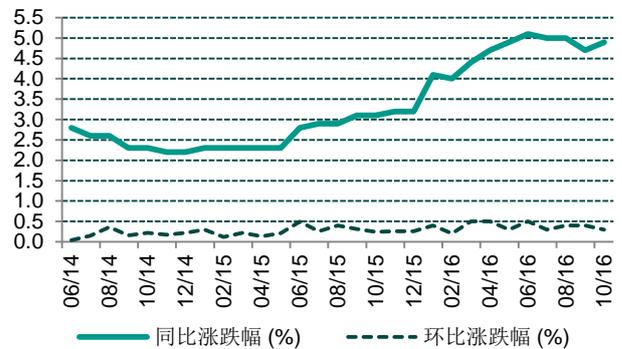
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 2: 健康險業務保費收入增長 (累計同比%)



來源: 中國保監會、農銀國際證券

圖表 4: 中藥 CPI



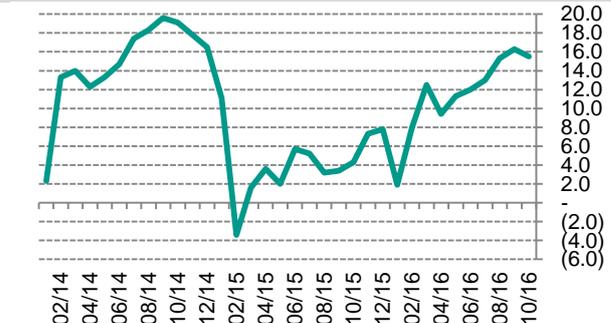
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 6: 醫藥製造業出廠價 PPI



來源: 統計局、農銀國際證券

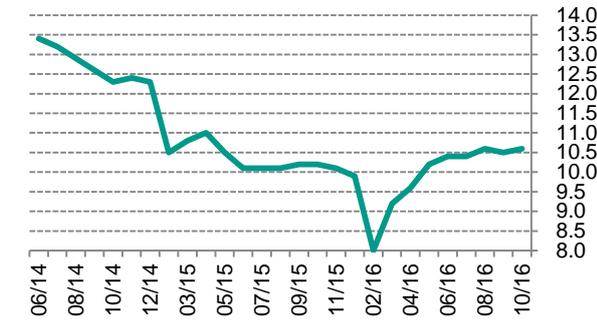
圖表 8: 藥品進口增速 (累計同比%)



來源: 統計局、農銀國際證券

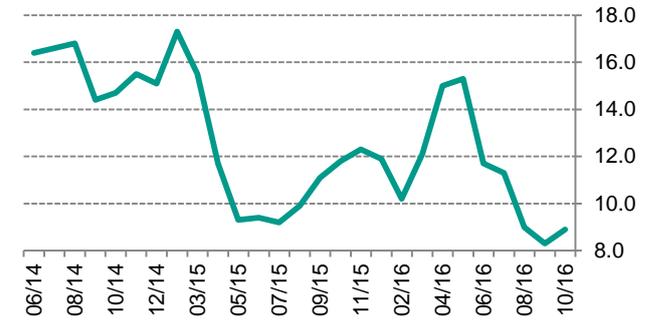


圖表 9: 製藥行業增加值 (累計同比%)



來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 10: 製藥行業的固定資產投資增速 (累計同比%)



來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 11: 市值超過 100 億港元的製藥股

股票代碼 (港股)	公司	香港上市市值 (百萬港元)	平均資產回報率 (%)	平均股本回報率 (%)	5 年平均股本回報率 (%)	毛利潤率 (%)	3 年平均毛利潤率 (%)	資產/股本 (x)
1093	石藥集團	47,936	13.48	21.74	16.99	45.82	38.51	1.54
1099	國藥控股 H	42,226	3.03	14.70	11.57	8.20	8.13	3.40
1177	中國生物製藥	40,248	10.23	23.80	21.55	77.67	77.19	1.58
867	康哲藥業	32,284	14.88	21.50	21.44	57.58	56.10	1.20
1530	三生製藥	20,790	11.78	16.05	-	85.54	89.43	1.18
460	四環醫藥	19,031	10.61	12.21	15.50	70.35	65.03	1.10
570	中國中藥	17,372	5.57	8.21	12.56	59.15	60.12	1.54
2186	綠葉製藥	16,738	11.45	14.27	-	81.44	82.01	1.22
2607	上海醫藥 H	14,720	4.11	10.40	9.41	11.88	12.28	2.20

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 12: 大盤製藥股估值 (數據截至 2016 年 11 月 25 日)

公司名稱	股票代碼	評級	現價 (港元)	FY16F 市盈率 (x)	FY17F 市盈率 (x)	FY16F 市賬率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY16F 股息率 (%)	FY17F 股息率 (%)
石藥集團	1093 HK	買入	8.15	23.29	18.95	4.81	4.13	1.58	1.91
國藥控-H	1099 HK	買入	35.25	18.89	16.73	2.49	2.19	1.63	1.83
中國生物製藥	1177 HK	買入	5.38	19.64	17.70	4.11	3.41	0.93	1.06
康哲藥業	867 HK	-	12.56	20.67	17.03	4.41	3.63	1.65	1.99
三生製藥	1530 HK	-	8.49	26.48	19.47	3.05	2.65	-	0.09
四環醫藥	460 HK	-	1.94	9.11	9.11	1.47	1.34	2.14	2.31
中國中藥	570 HK	買入	3.91	14.97	12.46	1.25	1.15	1.95	2.29
綠葉製藥	2186 HK	-	4.97	16.54	14.26	2.21	1.94	-	0.70
上海醫藥-H	2607 HK	-	19.58	14.65	13.21	1.45	1.34	1.90	2.13

來源: 彭博、農銀國際證券預測



權益披露

眾分析員作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去 12 個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。

陳宋恩持有農業銀行（1288 HK）H 股股份

周秀成持有騰訊控股（700 HK）股份

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 5 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數。

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED