

20  
18

2018 年經濟展望及投資策略  
農銀國際中國/香港證券研究

經濟命運共同體 - 環球共享繁榮



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

# 2018 年展望摘要

## 全球經濟展望

- 受益於發達國家強勁的內需增長以及新興經濟體增長改善，年初以來全球經濟復蘇步伐持續加快。全球投資、貿易與工業產出增長加速，以及企業與消費者信心增強，均支持全球經濟增長
- 年初至今，全球消費價格通脹因大宗商品價格反彈而有所上升，但由於工資增速疲弱，撇除食品和能源外的核心消費通脹大致保持較低水平。然而，生產價格通脹回升卻相當顯著
- 展望未來，有見於全球製造業及貿易活動升溫，消費者與企業信心增強，貨幣政策仍寬鬆，我們預期 2018 年全球經濟增長或略微加快
- 但全球勞動生產率增速放緩以及經濟和政治政策的高度不確定性或為全球經濟帶來挑戰



## 中國經濟展望

- 儘管供給側結構改革將繼續支持經濟增長，但有見於經濟去杠杆持續推進、環保政策趨嚴以及房地產市場收緊，我們相信 2018 年中國經濟增長或略微放緩。我們預期 2018 年中國 GDP 增長 6.6%，略低於 2017 年 6.8% 的預估增速
- 由於食品價格可能回升以及較低的基數效應，CPI 通脹或由 2017 年預計的 1.5% 反彈至 2018 年的 2.0%。有見於低基數效應減退及大宗商品價格走勢回軟，PPI 通脹或由 2017 年預計的 6.0% 下跌至 2018 年的 2.5%
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策以平衡去杠杆、防範金融風險以及穩定經濟增長三大重要目標。有見於經濟增長動力穩定以及通脹壓力較溫和，我們預期 2018 年人民銀行將維持基準利率以及基準 RRR 不變
- 我們預期 2018 年中央政府將維持積極的財政政策，政策措施主要集中於精準扶貧、環保、減稅、地方債務置換以及民生投資方面。我們預期 2018 年政府會再錄得小幅財政赤字，約佔國內生產總值 3.5%
- 隨著中共十九大領導層換屆順利完成，為支持經濟增長及改善環境，我們相信 2018 年中國經濟改革將加速。預料獲得廣泛支持的改革措施會加快推行，包括綠色發展、農村土地改革、收入分配改革、國企改革、財政體制改革及金融改革等
- 隨著空氣污染加劇以及中國政府強調可持續發展以及經濟增長的質量，我們相信 2018 年環保、清潔能源以及醫療保健行業將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。此外，我們預期新經濟行業將繼續展示其優異的盈利能力和盈利質量



### 2018EGDP

### 2018E 指數

中國

美國

歐元區

恒生指數

6.6%

2.4%

2.2%

31,529

## 投資亮點

- 一個互相聯繫的世界，主要經濟體有相似的命運和繁榮
- 主要經濟體失業率在下降趨勢表明全球經濟將持續繁榮
- MSCI 世界指數和 MSCI 新興亞洲指數的企業盈利增長在 2018 年持續
- 由於採礦業和製造業的企業盈利能力提高，中國工業企業利潤增長正在加速。然而，公用事業行業的盈利能力下滑正在拖累整體工業企業增長
- 由於利潤率和資產周轉率的改善，中國國有企業的盈利能力正在提高
- 在 MSCI 中國 A 股國際大盤暫行指數成員公司裡選擇 21 家盈利能力長期保持高位的 A 股
- 于 2013-15 年度成立的新經濟企業有資格在 2017-19 年期間尋求在香港 IPO，為香港證券市場帶來新的投資主題
- 2018 年恒生指數交易區間：2018 年為 24,992-33,955，分別相當於 2018 年預測市盈率 10.3 倍-14.0 倍、2018 年預測市淨率 1.10 倍-1.49 倍、2018 年預測股息率 3.9%-2.8%



# 選股

行業	評級	選股
中國銀行業	正面	農業銀行(1288 HK)、建設銀行(939 HK)
中國保險業	中性	平安(2318 HK)
中國證券業	正面	中信建投 (6066 HK)、廣發(1776 HK)
中國房地產業	正面	恒大 (3333 HK)、融創(1918 HK)、時代 (1233 HK)、禹洲(1628 HK)、旭輝(884 HK)
中國替代能源行業	正面	龍源(916 HK)
中國環境保護業	正面	北控水務(371 HK)
中國互聯網媒體和消費商務業	正面	騰訊(700 HK)、阿里巴巴(BABA US)
中國教育業	正面	睿見教育(6068 HK)
中國消費品業	正面	萬洲國際(288 HK)、雙匯(000895 CH)、伊利(600887 CH)、安踏(2020 HK)
中國醫藥醫療業	正面	中國生物製藥(1177 HK)、恒瑞醫藥(600276 CH)、康華醫院(3689 HK)、綠葉(2186 HK)、石藥集團(1093 HK)
中國汽車零部件業	正面	信邦控股(1571 HK)

# 目錄

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

于 2017 年 12 月 8 日发布

除另有指明外,数据截至 2017 年 11 月 24 日

潘泓興

分析員

[paulpan@abci.com.hk](mailto:paulpan@abci.com.hk)



2018

# 全球經濟展望

經濟師: 姚少華

## 全球經濟展望

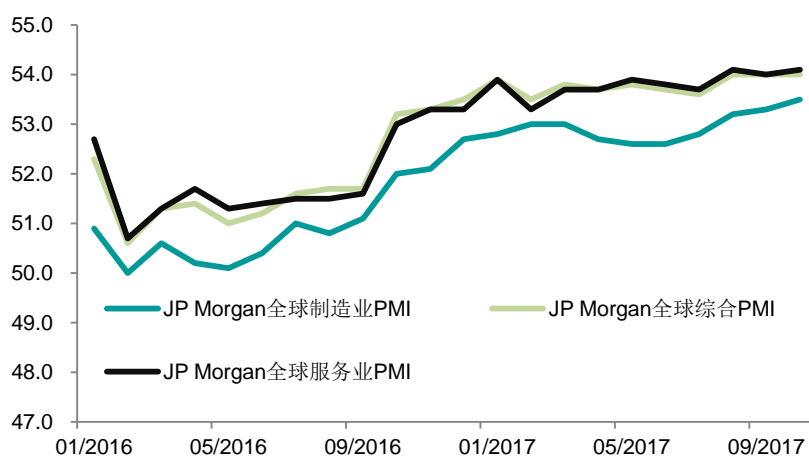
- 受益於發達國家強勁的內需增長以及新興經濟體增長改善，年初以來全球經濟復蘇步伐持續加快。全球投資、貿易與工業產出增長加速，以及企業與消費者信心增強，均支持全球經濟增長
- 年初至今，全球消費價格通脹因大宗商品價格反彈而有所上升，但由於工資增速疲弱，撇除食品和能源外的核心消費通脹大致保持較低水平。然而，生產價格通脹回升卻相當顯著
- 展望未來，有見於全球製造業及貿易活動升溫，消費者與企業信心增強，貨幣政策仍寬鬆，我們預期 2018 年全球經濟增長或略微加快
- 但全球勞動生產率增速放緩以及經濟和政治政策的高度不確定性或為全球經濟帶來挑戰
- 我們預期 2017 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 2.2%、6.8%、2.2%、1.6%及 1.6%，2018 年則分別增長 2.4%、6.6%、2.2%、1.4%及 1.6%，相比而言，上述國家在 2016 年經濟分別增長 1.5%、6.7%、1.8%、1.1%及 1.8%

### 全球經濟增長動力增強

受益於發達國家強勁的內需增長以及新興經濟體增長改善，年初以來全球經濟復蘇步伐持續加快。全球投資、貿易與工業產出增長加速，以及企業與消費者信心增強，均支持全球經濟增長。

全球 PMI 指數在 10M17 保持高位，顯示持續的增長動力。如圖 1 所示，JPMorgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 10M17 維持於擴張區間，顯示全球經濟活動強勁增長。

圖表 1: JPMorgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博, 農銀國際證券



年初至今全球貿易活動亦在製造業復蘇帶動下升溫。根據 WTO 的統計數據，8M17 全球商品貿易金額按年增長 9.0%<sup>1</sup>，遠高於去年 3.0% 的負增長，亦為 2012 年來最快水平。WTO 公佈的世界貿易展望指標在 8 月份達到 102.6，為 2011 年 4 月份來最高，顯示 2018 年全球貿易或繼續溫和擴張態勢。

受益於全球貿易反彈以及勞動力市場改善，今年全球主要經濟體整體呈現出加快的增長步伐。9M17 美國經濟按年增長 2.2%，快於去年全年 1.5% 的增速(圖表 2)。9M17 中國、歐元區、日本以及英國的經濟分別增長 6.9%、2.3%、1.5% 及 1.6%，而去年全年則分別增長 6.7%、1.8%、1.1% 及 1.8%。

圖表 2: 全球主要經濟體 GDP 增長(%)

實質 GDP 按年增長	2015 年	2016 年	9M17
美國	2.9	1.5	2.2
中國	6.9	6.7	6.9
歐元區	2.1	1.8	2.3
日本	1.1	1.1	1.5
英國	2.3	1.8	1.6

來源: 彭博, 農銀國際證券

年初至今，全球消費價格通脹因大宗商品價格反彈而有所上升，但由於工資增速疲弱，撇除食品和能源外的核心消費通脹大致保持較低水平。即使失業率已顯著降低，但除英國外的大多數發達國家核心消費通脹均未達到各自央行的目標水平。相比消費價格通脹，全球生產價格通脹回升尤為顯著。特別值得指出的是，中國的生產價格通脹在今年 10M17 大幅上升 6.9%。

有見於全球經濟增長逐步增強，全球主要央行開始著手實現貨幣政策正常化。舉例來說，美聯儲繼年初以來兩次上調聯邦基金目標利率後，於 9 月宣佈自 10 月開始縮減其 4.5 萬億美元的巨額資產負債表。歐洲央行亦在 10 月 26 日的貨幣政策會議上宣佈自 2018 年 1 月開始將每月資產購買規模從當前的 600 億歐元下調至 300 億歐元。此外，英倫銀行在 11 月貨幣政策會議上將官方銀行利率從 0.25% 上調至 0.50%，為十多年來首次加息。

### 2018 年全球經濟增長或略微加快

展望未來，有見於全球製造業及貿易活動升溫，消費者與企業信心增強，貨幣政策仍寬鬆，我們預期 2018 年全球經濟增長或略微加快。根據國際貨幣基金組織 2017 年 10 月期《世界經濟展望》預計，全球經濟增長 2017 年及 2018 年將由 2016 年的 3.2% 分別加快至 3.6% 及 3.7% (圖表 3)。然而，全球勞動生產率增速放緩以及經濟和政治政策的高度不確定性或為全球經濟帶來挑戰。

<sup>1</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

我們預期美國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 2.2% 及 2.4%，較 2016 年 1.5% 的增速為快。內需仍將成為美國經濟增長主要的推動力，其料得到穩健的就業增長及強勁的企業與消費者信心支持。特別值得指出的是，美國 9 月失業率已回落至 4.2%，為 2001 年 1 月來最低水平。然而，金融市場利率趨升以及包括稅改及 1 萬億美元基建投資計劃的生效日期在內的川普政府刺激政策的不確定性或拖累美國經濟增長。貨幣政策方面，儘管美國核心通脹前景走弱，我們預期美聯儲在今年 12 月加息 1 次，並在 2018 年加息 3 次。此外，美聯儲將在今年及明年分別縮減資產負債表 300 億美元及 4200 億美元。

隨著全球經濟復蘇持續以及國內政策支持，我們維持中國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 6.8% 及 6.6% 的預測不變，而 2016 年增長 6.7%。人民銀行料將繼續維持中性的貨幣政策以降低整體經濟的負債率水平及預防金融風險。有見於經濟增長動力穩定以及通脹壓力較溫和，我們預期 2017 年餘下時間及 2018 年人民銀行將維持基準利率以及基準 RRR 不變。此外，為支持普惠金融及實體經濟，2018 年初符合資格的商業銀行的定向降準將開始生效。

我們預計 2017 年及 2018 年歐元區的經濟增長或由 2016 年的 1.8% 加快至 2.2%。製造業及出口料成為經濟增長的主要推動力。隨著歐元區經濟逐步增強，歐洲央行在 10 月的貨幣政策會議上宣佈自 2018 年 1 月開始將每月資產購買規模從當前的 600 億歐元下調至 300 億歐元。然而，其貨幣政策仍將維持寬鬆態勢，因為歐洲央行將延長資產購買計劃至 2018 年 9 月，如有需要或延長更長時間。有見於歐元區疲弱的通脹前景，我們預期歐洲央行在今年餘下時間和明年將維持利率不變。此外，我們預期英國經濟在 2017 年和 2018 年均增長 1.6%，較 2016 年 1.8% 的增速略有回落。

受益於外需回暖及私人消費與投資復蘇，我們預計日本經濟增長 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.1% 分別反彈至 1.6% 及 1.4%。隨著安倍首相贏得 10 月 22 日的大選，未來數年積極的財政政策料繼續支持經濟增長。有見於通脹前景仍疲弱，我們預期 2017 年餘下時間和 2018 年日本央行將維持極度寬鬆貨幣政策並採用收益率曲線控制來實現 2.0% 的通脹目標。

圖表 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測(%)

實質 GDP 按年增長	2016 年	2017E	2018E
世界	3.2*	3.6*	3.7*
美國	1.5	2.2	2.4
中國	6.7	6.8	6.6
歐元區	1.8	2.2	2.2
日本	1.1	1.6	1.4
英國	1.8	1.6	1.6

來源: 世界銀行, 彭博, 農銀國際證券

注釋: \*代表國際貨幣基金組織的估計及預測



A photograph of the Great Wall of China at sunset. The wall is made of grey stone blocks and runs along a ridge. The sky is a mix of blue and orange. A teal semi-transparent box is overlaid on the left side of the image, containing the year '2018' in orange and the title '中國經濟展望' in white.

2018

# 中國經濟展望

經濟師:姚少華

## 中國經濟展望

- 受益於外需改善以及供給側結構改革有效推進，今年年初以來中國經濟增長略微反彈。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 9M17 經濟增長 6.9%，快過去年全年 6.7% 的增速
- 儘管供給側結構改革將繼續支持經濟增長，但有見於經濟去杠杆持續推進、環保政策趨嚴以及房地產市場收緊，我們相信 2018 年中國經濟增長或略微放緩。我們預期 2018 年中國 GDP 增長 6.6%，略低於 2017 年 6.8% 的預估增速
- 由於食品價格可能回升以及較低的基數效應，CPI 通脹或由 2017 年預計的 1.5% 反彈至 2018 年的 2.0%。有見於低基數效應減退及大宗商品價格走勢回軟，PPI 通脹或由 2017 年預計的 6.0% 下跌至 2018 年的 2.5%。
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策以平衡去杠杆、防範金融風險以及穩定經濟增長三大重要目標。有見於經濟增長動力穩定以及通脹壓力較溫和，我們預期 2018 年人民銀行將維持基準利率以及基準 RRR 不變
- 我們預期 2018 年中央政府將維持積極的財政政策，政策措施主要集中於精準扶貧、環保、減稅、地方債務置換以及民生投資方面。我們預期 2018 年政府會再錄得小幅財政赤字，約佔國內生產總值 3.5%
- 隨著中共十九大領導層換屆順利完成，為支持經濟增長及改善環境，我們相信 2018 年中國經濟改革將加速。預料獲得廣泛支持的改革措施會加快推行，包括綠色發展、農村土地改革、收入分配改革、國企改革、財政體制改革及金融改革等
- 隨著空氣污染加劇以及中國政府強調可持續發展以及經濟增長的質量，我們相信 2018 年環保、清潔能源以及醫療保健行業將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。此外，我們預期新經濟行業將繼續展示其優異的盈利能力和盈利質量

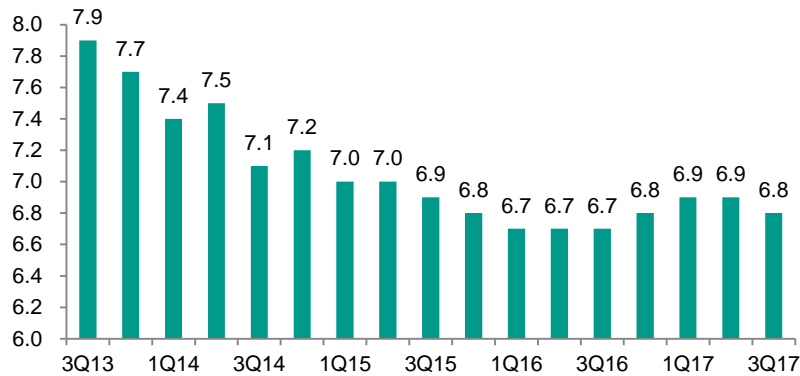
### 中國經濟增長首 10 月略微加快

受益於外需改善以及供給側結構改革有效推進，今年年初以來中國經濟增長略微反彈。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 9M17 經濟增長 6.9%<sup>2</sup>，快過去年全年 6.7% 的增速(圖表 1)。值得注意的是，中國經濟結構繼續優化，9M17 最終消費支出對經濟增長的貢獻率為 64.5%，服務業增加值佔國內生產總值的比重達到 52.9%。9M17 貨物及服務淨出口為整體經濟增長貢獻 0.2 個百分點，而 2016 年貨物及服務淨出口拖累整體經濟增長減少 0.4 個百分點。

<sup>2</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



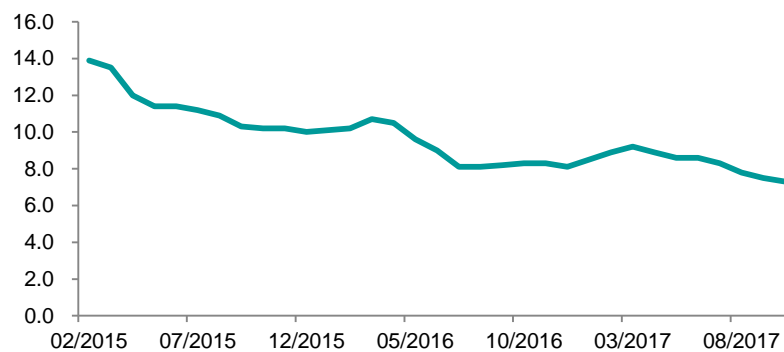
圖表 1: 中國 GDP 增長



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

與 2016 年相比，10M17 內需表現較疲弱，投資及社會消費品零售銷售增速均放緩。城鎮固定資產投資繼 2016 年增長 8.1% 後，10M17 回落至 7.3% (圖表 2)。同期社會消費品零售銷售亦由 10.4% 放緩至 10.3% (圖表 3)。經通脹調整後，2016 年實質零售銷售增長為 9.6%，10M17 為 9.2%。從供給側看，受益於 PPI 通脹大幅回升，內地實質工業產出增長由 2016 年的 6.0% 反彈至 10M17 的 6.7%。

圖表 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長(%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

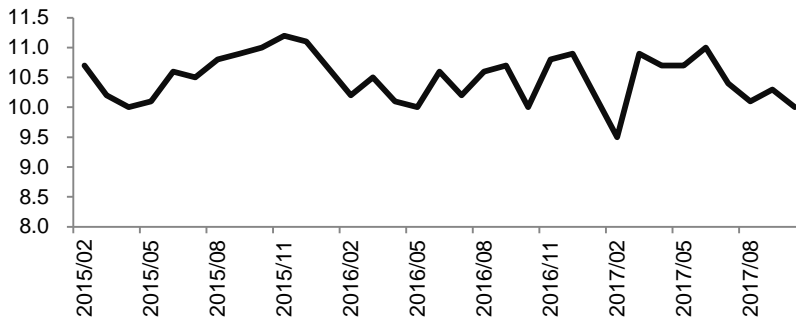


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

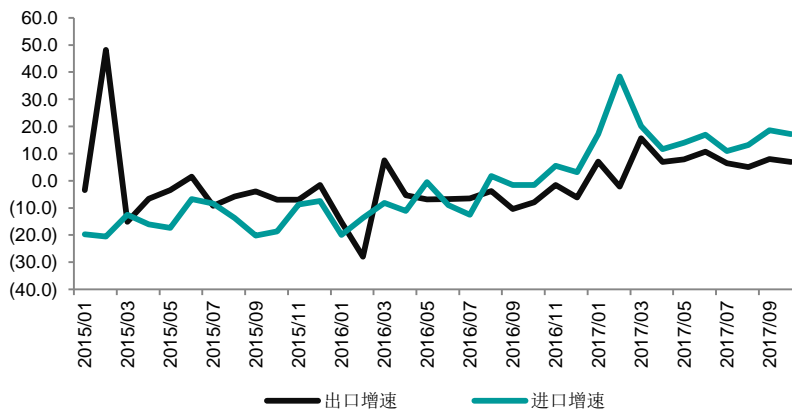
圖表 3: 中國零售銷售增長(%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

外需方面, 10M17 出口與進口均顯著反彈。以美元計價, 隨著全球經濟改善, 10M17 出口增長 7.4%, 而 2016 年出口下跌 7.7%(圖表 4)。同期進口急增 17.2%, 遠高於 2016 年進口 5.5% 的跌幅。由於進口大幅回升, 10M17 貿易盈餘由 2016 年同期的 4416 億美元收窄至 3348 億美元。

圖表 4: 中國出口及進口增長(%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

10M17 通脹出現偏離。由於食品價格下跌, 今年 10M17CPI 通脹由去年的 2.0% 回落至 1.5%。然而, 同期 PPI 通脹則由去年的 -1.3% 大幅回升至 6.5%, 主要因為去產能持續推進、大宗商品及原材料價格回升以及較低的基數效應。

貨幣政策方面, 人民銀行維持中性偏緊的態勢, 以期降低杠杆率。銀監會亦加強了金融監管, 特別在影子銀行方面。2017 年 10 月份廣義貨幣供給(M2) 的增速由 2016 年 12 月份的 11.3% 回落至 8.8%。政府國債利率以及衡量短期融資成本的銀行間 7 天回購利率均趨於上升。



## 2018 年中國經濟展望

儘管供給側結構改革將繼續支持經濟增長，但有見於經濟去杠杆持續推進、環保政策趨嚴以及房地產市場收緊，我們相信 2018 年中國經濟增長或略微放緩。強勁的外需以及平穩的消費增速將是經濟增長的主要動力。相反，較高的債務負擔以及潛在的地緣政治衝突或拖累經濟增長。

內需方面，儘管製造業及民間投資或保持穩定增長，但整體固定資產投資料小幅放緩，主要因為中央政府將嚴格執行房地產調控措施以及金融市場利率上升或拖累房地產投資增速，財政收入增長放緩亦或導致基建投資放緩。受惠于居民穩定的收入及就業增長，消費料保持平穩增長。外需方面，雖然全球需求仍強勁，但在高基數效應下出口增長或放緩。綜合以上因素，我們預期 2018 年中國 GDP 增長 6.6%，略低於 2017 年 6.8% 的預估增速(圖表 5)。

圖表 5：經濟預測

經濟指標	2016 年	2017E	2018E
實質 GDP 增長,%	6.7	6.8	6.6
固定資產投資增長,%	8.1	7.5	7.0
零售銷售增長,%	10.4	10.5	10.5
以美元計出口增長,%	(7.7)	8.0	3.0
以美元計進口增長,%	(5.5)	14.0	5.0
工業產出增長,%	6.0	6.5	6.0
消費物價通脹,%	2.0	1.5	2.0
生產物價通脹,%	(1.4)	6.0	2.5
M2 增長,%	11.3	9.0	9.0
社會融資規模,10 億人民幣	17,800	20,000	22,000
新增人民幣貸款,10 億人民幣	12,600	13,500	14,500
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.9450	6.5500	6.8500

來源:國家統計局、中國人民銀行、農銀國際證券估計

由於食品價格可能回升以及較低的基數效應，CPI 通脹或由 2017 年預計的 1.5%反彈至 2018 年的 2.0%。有見於低基數效應減退及大宗商品價格走勢回軟，PPI 通脹或由 2017 年預計的 6.0%下跌至 2018 年的 2.5%。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策以平衡去杠杆、防範金融風險以及穩定經濟增長三大重要目標。有見於經濟增長動力穩定以及通脹壓力較溫和，我們預期 2018 年人民銀行將維持基準利率以及基準 RRR 不變<sup>3</sup>。為支持普惠金融及實體經濟，2018 年年初符合資格的商業銀行的定向降準將開始生效。人民銀行料繼續採用包括公開市場操作、短期流動性調節工具、常備借貸便利、以及中期借貸便利在內的諸多措施維持適度的流動性。2018 年廣義貨幣供給(M2)預計增長 9.0%，而新增人民幣貸款與社會融資規模增量或分別達至 14.5 萬億人民幣及 22.0 萬億人民幣。匯率方面，由於美國或繼續加息，我們預期 2018 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.8500 左右，而 2017 年年底預計為 6.5500。

<sup>3</sup>此處指基準存款準備金率，不是實施定向降準後的實際存款準備金率



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

我們預期 2018 年中央政府將維持積極的財政政策，政策措施主要集中於精準扶貧、環保、減稅、地方債務置換以及民生投資方面。由於財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2018 年政府會再錄得小幅財政赤字，約佔國內生產總值 3.5%。

中共在 10 月 18 日至 24 日期間成功召開第 19 次全國代表大會。隨著中共十九大領導層換屆順利完成，為支持經濟增長及改善環境，我們相信 2018 年中國經濟改革將加速。預料獲得廣泛支持的改革措施會加快推行，包括綠色發展、農村土地改革、收入分配改革、國企改革、財政體制改革及金融改革等。

隨著空氣污染加劇以及中國政府強調可持續發展以及經濟增長的質量，我們相信 2018 年環保、清潔能源以及醫療保健行業將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。此外，我們預期利用互聯網技術創造新產品和服務的新經濟行業將繼續展示其優異的盈利能力和盈利質量。



# 2018 年 投资策略

分析員：陳宋恩  
周秀成



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

# 命運共同體-共享繁榮

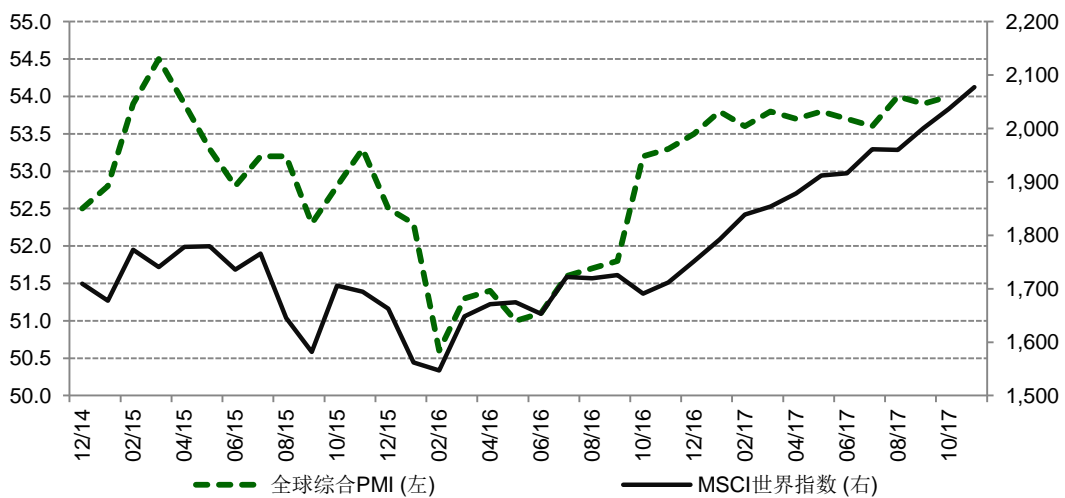
## 全球繁榮推動企業盈利增長

- 一個互相聯繫的世界，主要經濟體有相似的命運和繁榮
- 主要經濟體失業率在下降趨勢表明全球經濟將持續繁榮
- MSCI 世界指數和 MSCI 新興亞洲指數的企業盈利增長在 2018 年持續
- 由於採礦業和製造業的企業盈利能力提高，中國工業企業利潤增長正在加速。然而，公用事業行業的盈利能力下滑正在拖累整體工業企業利潤增長
- 由於利潤率和資產周轉率的改善，中國國有企業的盈利能力正在提高
- 在 MSCI 中國 A 股國際大盤暫行指數成員公司裡選擇 21 家盈利能力長期保持高位的 A 股
- 于 2013-15 年度成立的新經濟企業有資格在 2017-19 年期間尋求在香港 IPO, 為香港證券市場帶來新的投資主題
- 2018 年恒生指數交易區間：2018 年為 24,992-33,955，分別相當於 2018 年預測市盈率 10.3-14.0 倍、2018 預測市淨率 1.10-1.49 倍或 2018 預測股息率 3.9%-2.8%

## 一個相互聯繫的世界有相似的命運和繁榮

世界最大三大經濟體(美國、歐元區和中國)製造業採購經理人指數的統計相關性較強。他們的經濟前景將相互影響。他們的差異是其非製造業部門。他們的非製造業 PMI 並不高度相關。總體而言，全球綜合 PMI 與 MSCI 世界指數高度相關。我們相信世界主要經濟體共享繁榮、挑戰和命運。

圖表 1:全球綜合採購經理人指數和 MSCI 世界指數

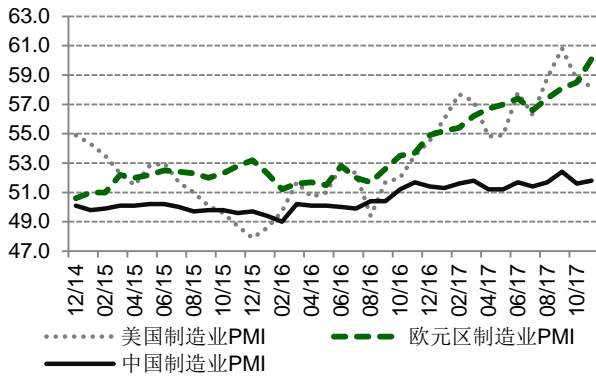


來源:Inst.ofSupplyManagement、Markit、彭博、農銀國際證券





### 圖表 2:全球最大 3 個經濟體製造業 PMI 呈現上升趨勢

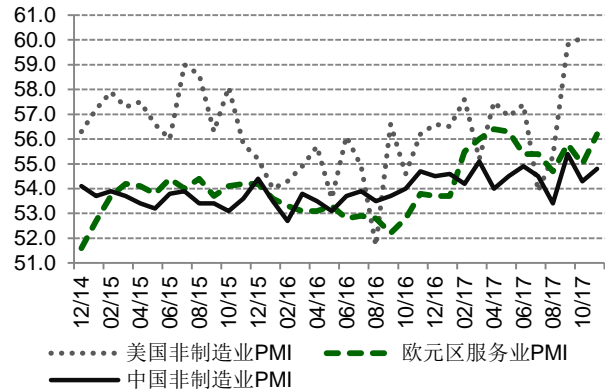


### 全球製造業高度相互關聯

Correlation	美國	歐元區	中國	日本	英國
美國	1.00	0.79	0.86	0.68	0.49
歐元區	0.79	1.00	0.86	0.80	0.63
中國	0.86	0.86	1.00	0.74	0.49
日本	0.68	0.80	0.74	1.00	0.65
英國	0.49	0.63	0.49	0.65	1.00

來源:Inst.ofSupplyManagement、Markit、國家統計局、彭博、農銀國際證券

### 圖表 3:全球最大 3 個經濟體非製造業 PMI 波動



### 全球非製造業較少相互關聯

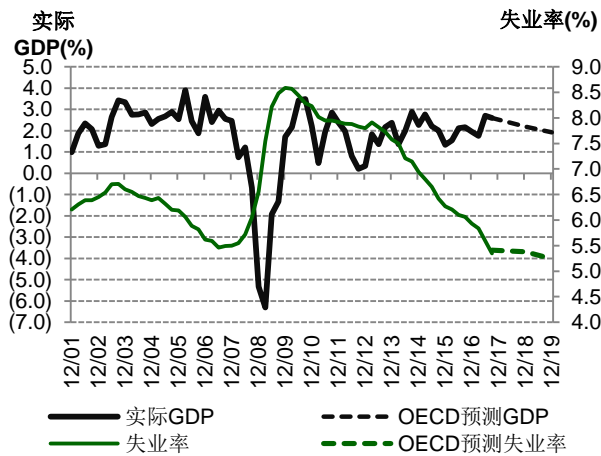
Correlation	美國	歐元區	中國	日本	英國
美國	1.00	0.36	0.28	0.37	0.24
歐元區	0.36	1.00	0.52	0.14	0.55
中國	0.28	0.52	1.00	(0.02)	0.30
日本	0.37	0.14	(0.02)	1.00	0.16
英國	0.24	0.55	0.30	0.16	1.00

來源:Inst.ofSupplyManagement、Markit、國家統計局、彭博、農銀國際證券

## 主要經濟體失業率下降

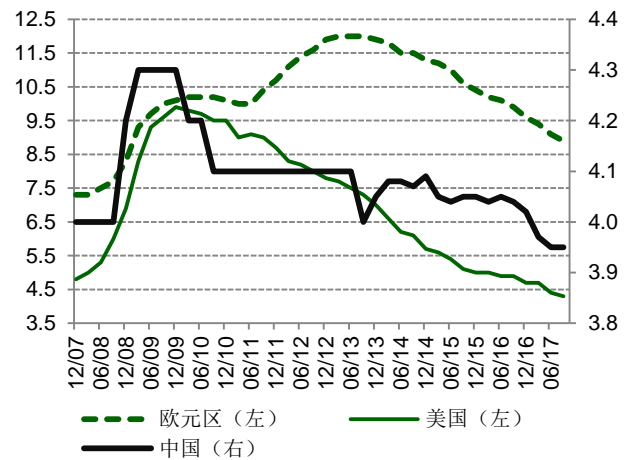
經合組織的失業率自 2010 年以來連續 8 年下降。經合組織預測失業率將從 2016 年 12 月的 5.93% 下降至 2017/2018/2019 年的 5.41%/5.38%/5.27%。我們相信未來幾年全球繁榮將會持續下去。尤其是全球三大經濟體(美國、中國和歐元區)的失業率正在下降-就業市場持續好轉市場狀況將在企業盈利增長反映。

### 圖表 4:經合組織失業率和生產總值



來源:OECD、彭博、農銀國際證券

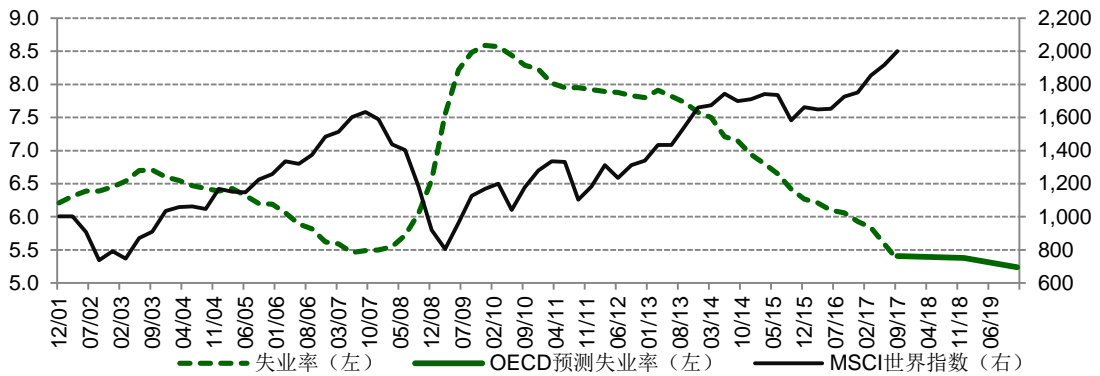
### 圖表 5:全球最大的 3 個經濟體失業率 (%)



來源:Eurostat,USBureauLaborStat、國家統計局、彭博、農銀國際證券



### 圖表 6:OECD 失業率(%)及 MSCI 世界指數

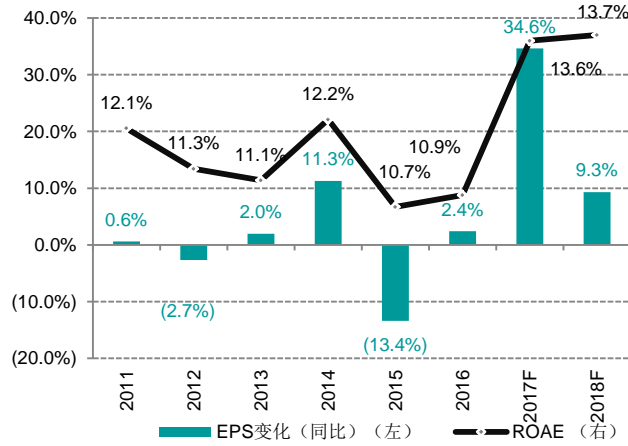


8 個季度相關:-0.98,來源:OECD、彭博、農銀國際證券

### 看好企業盈利前景

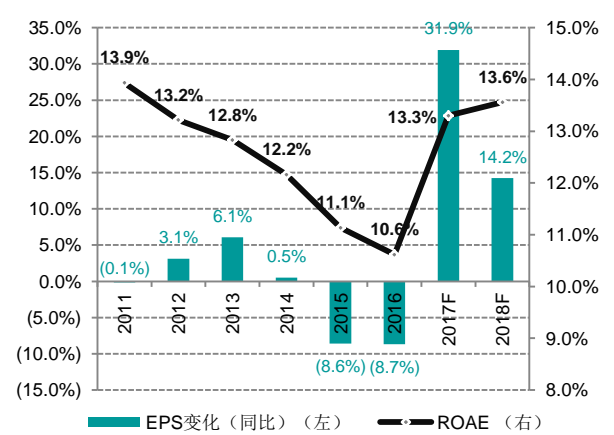
市場共識預測，MSCI 世界指數每股盈利增長將於 2017 年同比上升 34.6%，隨後於 2018 年同比增長放緩至 9.3%。預計 MSCI 的 ROAE 將從 2016 年的 10.9% 上升至 2017/18 年的 13.6%/13.7%。市場共識預測 2017/18 年度亞洲新興市場企業盈利將出現強勁增長。MSCI 新興亞洲指數每股盈利在 2015 年及 2016 年連續兩年下跌後，將於 2017/18 年同比上升 31.9%/14.2%。此外，MSCI 亞洲新興市場的 ROAE 將從 2016 年的 10.6% 上升至 2017/2018 年的 13.3%/13.6%。

### 圖表 7:MSCI 世界指數



來源:彭博、農銀國際證券

### 圖表 8:MSCI 新興亞洲指數



來源:彭博、農銀國際證券

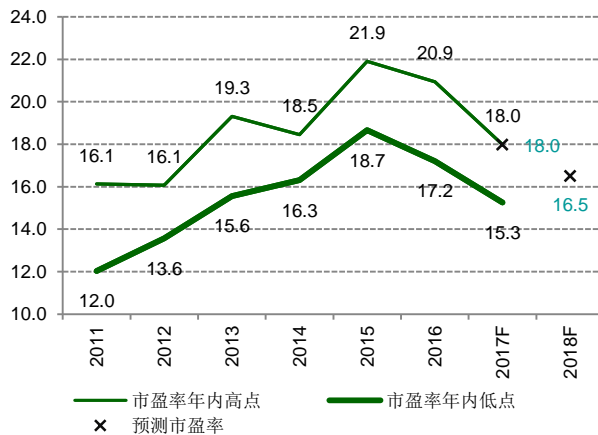


# 農銀國際

ABC INTERNATIONAL

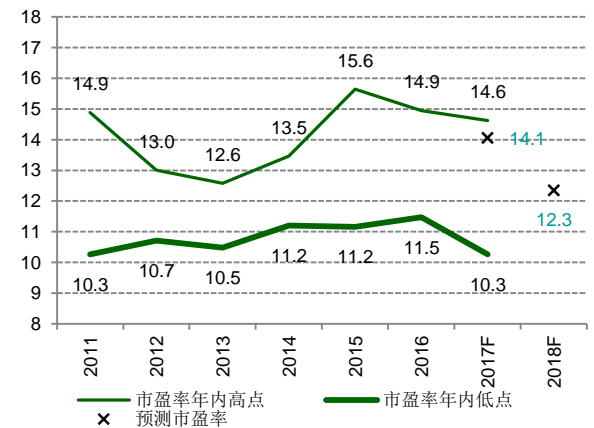
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

### 圖表 9: MSCI 世界指數市盈率波動範圍(倍)



指數(11/24/2017): 2,059.54  
來源: 彭博、農銀國際證券

### 圖表 10: MSCI 新興亞洲指數市盈率波動範圍(倍)

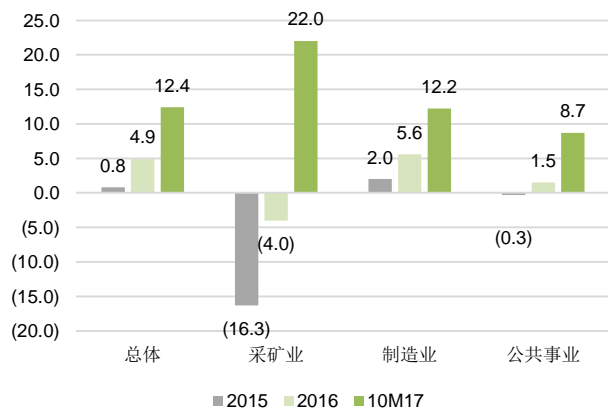


指數(11/24/2017): 591.89  
來源: 彭博、農銀國際證券

## 中國工業企業利潤增長加快

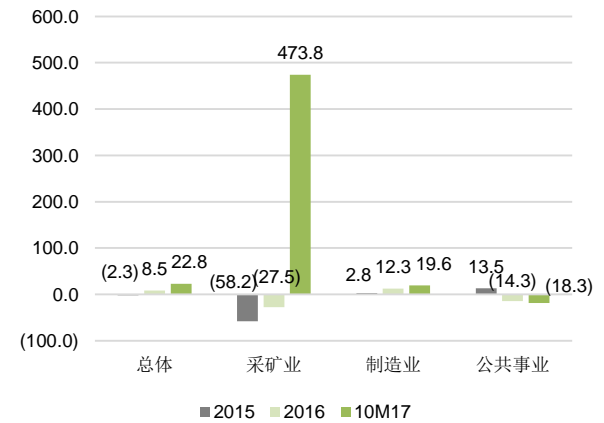
由於供給側結構改革，供應過剩行業受到制約，出廠價格正在回升，大型工業企業的利潤增長在加速。2017年，上游採礦業扭虧為盈，中游製造業利潤增速加快。相反，公用事業行業的盈利能力受到燃料成本上漲的拖累。我們認為2018年供應側結構性改革將持續，營商環境仍然有利於上游原材料生產和中游製造業。

### 圖表 11: 規模以上工業企業收入變化(%同比)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

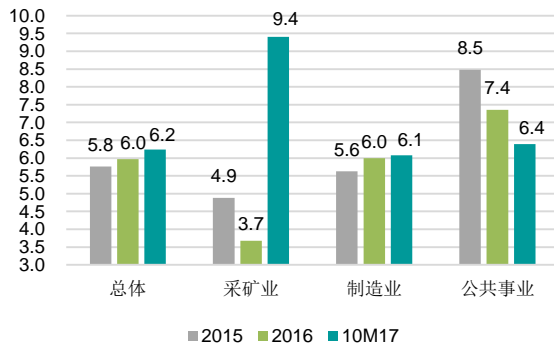
### 圖表 12: 規模以上工業企業利潤變化(%同比)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

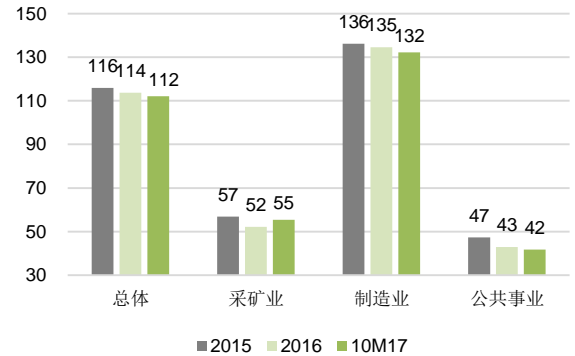


圖表 13:規模以上工業企業利潤率(%)



來源:國家統計局、農銀國際證券

圖表 14:規模以上工業企業每百元資產實現的主營業務收入(人民幣)

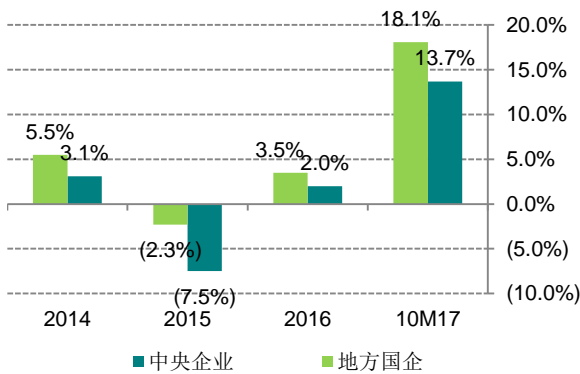


來源:國家統計局、農銀國際證券

### 國有企業的盈利能力提高

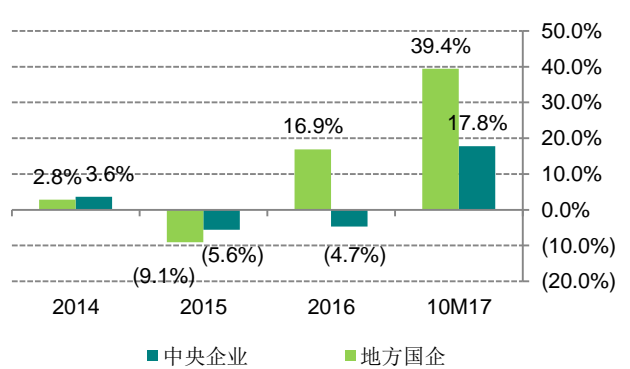
于 10M17，非金融類國有企業收入和利潤分別同比增長 15.4%和 24.6%。國有企業盈利能力提高對國內銀行業貸款的信用質量有積極作用。國有企業資產周轉率雖然改善了但仍然較低，抑制了資產回報率。10M17，國企年化資產周轉率為 0.33。如果國有企業 2018 年將要去杠杆化，淨資產收益率將進一步受壓。我們認為，國企改革的目的之一是提高資產周轉率和回報率，用以提升股東價值。

圖表 15:中國非金融類國企收入同比變化(%)



來源:MOF、農銀國際證券

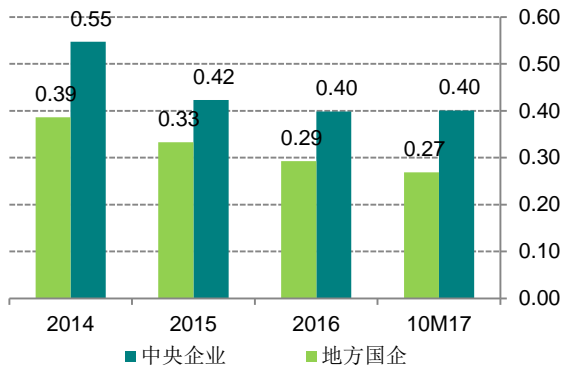
圖表 16:中國非金融類國企實現利潤同比變化(%)



來源:MOF、農銀國際證券

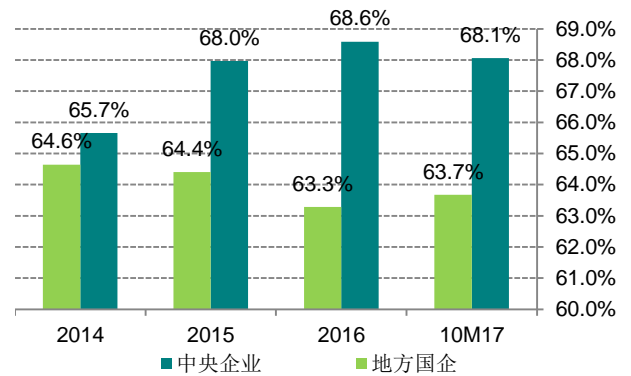


圖表 17:中國非金融類國企年化資產周轉率(%)



來源:MOF,農銀國際證券

圖表 18:中國非金融類國企負債/資產(%，期末)



來源:MOF、農銀國際證券

### 香港股市

我們預計香港資本市場服務業會出現以下趨勢。

**國際金融樞紐**-以中國政府為後盾，香港作為國際金融中心的地位依然保持完好。中國證監會對於大型 IPO 的批准在 2016-17 年還很少見，因此大型企業更傾向於在香港融資。在這個持續趨勢的情況下，香港資本市場服務業將會受益。

**內地投資者的參與度增加**-我們推算大陸投資者通過“港股通”已經累計淨買入 6951 億港元港股。在 11M17，內地投資者通過“港股通”每月平均淨買入 280 億港元港股。

**對外開放政策的淨效應仍然有利於香港**-迄今為止，中港股市互聯互通的淨效應仍然有利於香港股市。本年迄今，中國境外投資者通過互聯互通機制北行已經累計淨買入 3,448 億元人民幣(或約 4,056 億港元)滬深 A 股。在 11M17，境外投資者通過“滬深股通”每月平均淨買入 173 億元人民幣 A 股(或約 203 億港元)。這數量資金可能會被視為境外投資者更喜歡投資在國內市場的中國企業股票，而不是在香港上市的中國企業股票。儘管如此，這種“分流影響”還是被內地投資者流入港股的投資所抵消。

**新的投資主題**-越來越多的新經濟領域的公司經過數年的運作，有資格在 2018/19 年尋求上市。他們的新業務模式通常與新技術的應用相結合，帶來了強大的產品或服務差異化以及強勁的收入增長。與舊經濟股相比，這些新經濟股被認為具有更強勁的盈利增長潛力。一些沒有盈利記錄的新經濟公司需要以非常高的市值進行上市，以滿足上市標準。由於需要以很高的市場價值進行上市，這種類型公司其目標投資者群體可能與傳統價值投資者不同。我們認為，香港資本市場高成長股票的上市將吸引全球各種不同風險偏好投資者的資金流入香港股市。

**國企指數結構發生重大變化**-新一輪國企指數(或 H 股指數)改組將於 2018/19 年進行，並將分階段將 10 家非國企股(主要是中國紅籌或民企股)納入指數。因此，變更後的指數成份股總數將從 40 增加到 50。指數結構變化後，其歷史市場估值可能不是一個好的參考。由於 H 股指數結構發生重大變化，本報告將不會提供 2018/19 年 H 股指數交易範圍的預測。

**恒生指數**

恒指每股盈利在 2015 年及 2016 年連續兩年下跌後。我們預計 2017 年每股盈利將同比回升 23.8%，因去年基數較低、大型能源及金融股盈利出現復蘇，以及高科技公司、汽車製造商和賭場運營商的盈利持續增長所推升。然而，中型消費品類股的利潤下滑部分抵消了這些積極影響。此外，成份股變動-剔除低成長股票，並增加高利潤增長科技股和地產股，也是提振指數 EPS 增長的積極因素之一。

恒生指數在 11M17 的交易區間為 21,883.82-30,199.69，相當於 2017E 市盈率 9.84-13.58 倍、2017E 市淨率 1.39-1.42 倍或 2017E 股息率 4.54%-3.29%。我們預計 2017 年恒指成份股平均每日成交 308 億港元，同比上漲 28.7%，佔主板日均成交量的 36%。我們預測 2017 年主板日均成交額為 856 億元，同比上漲 28.9%。

展望未來，我們預計恒指在 2018 年將實現 9%的盈利增長。科技公司和電信服務提供商的盈利增長將超過其他類別，而汽車製造商和賭場運營商的盈利增長勢頭將在 2018 年維持。中國保險和銀行股的利潤在 2018 年將因執行新會計準則 IFRS9 而受到扭曲。相應的金融機構在披露 2018 年的季度、半年度或年度財務業績時，將重申其 2017 年的歷史業績。然而，鑒於經濟穩健增長，政府努力避免系統性風險的發生，我們對中國金融股持謹慎樂觀態度。中國房地產開發商將在 2018 年實現更高的利潤增長，由於 2016/2017 年預售了的房地產項目開始交樓入帳。2017 年中國房地產市場緊縮措施的不利影響在 2019/20 年之後將反映在地產商的收入報表中。

綜合市盈率、市淨率及股息收益率估值，我們預計 2018 年恒生指數的交投區間為 24,992-33,955，相當於 2018E 市盈率 10.3-14.0 倍、2018E 市淨率 1.10-1.49 倍或 2018E 股息率 3.9%-2.8%。我們將 2018 年底的目標設定為 31,529 點，相當於 2018E 市盈率 13.0 倍、2018E 市淨率 1.39 倍或 2018E 股息收益率 3.1%。我們預測 2018 年主板日均股市成交量將同比增長 18%至 1010 億港元/天。

**圖表 19:恒生指數交易區間預測**

	年高點	年低點	年末
時期：2018 年			
指數	33,955	24,992	31,529
2018E 市盈率(倍)	14.00	10.30	13.00
2018E 市淨率(倍)	1.49	1.10	1.39
2018E 股息率(倍)	2.8%	3.9%	3.1%
時期：2019 年			
指數	36,237	27,806	34,106
2019E 市盈率(倍)	13.60	10.44	12.80
2019E 市淨率(倍)	1.50	1.15	1.41
2019E 股息率	2.9%	3.7%	3.0%

來源:彭博、農銀國際證券

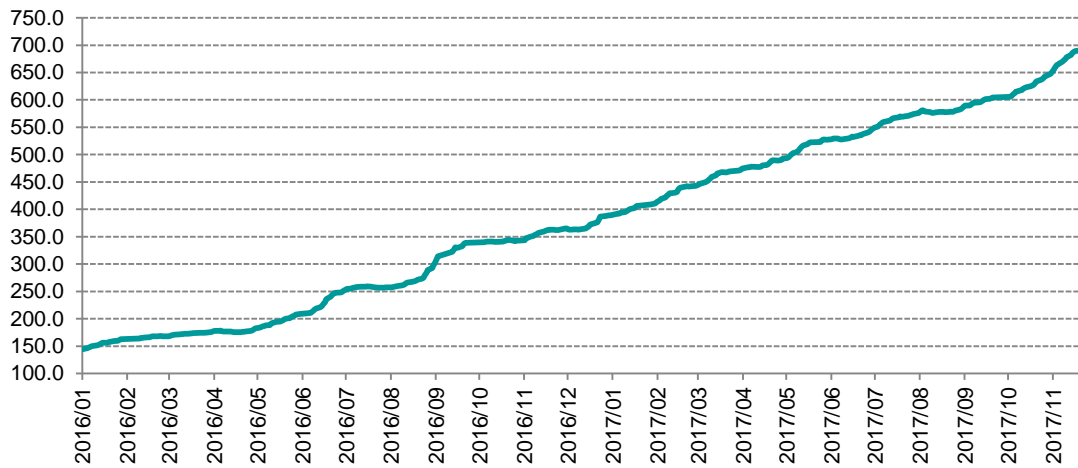


圖表 20:中國大陸投資者通過“港股通”持股權最高 20 只港股

代碼	公司	2017/11/27	2017/11/27
		持有股份	Vs. 2017/6/30
1	861 神州控股	42.00%	1.42%
2	1336 新華保險	34.46%	9.75%
3	553 熊貓電子	30.72%	1.68%
4	3823 德普科技	30.17%	5.72%
5	719 新華製藥	28.09%	6.95%
6	2333 長城汽車	28.01%	2.20%
7	2208 金風科技	27.10%	18.05%
8	874 白雲山	25.95%	(2.97%)
9	564 鄭煤機	24.74%	5.65%
10	107 成渝高速	24.56%	2.14%
11	1918 融創中國	24.42%	0.84%
12	1071 華電國際	24.21%	6.40%
13	3958 東方證券	24.15%	16.59%
14	2880 大連港	23.70%	2.27%
15	1108 洛陽玻璃	23.09%	5.15%
16	2238 廣汽集團	22.38%	(2.78%)
17	1072 東方電氣	22.34%	(1.83%)
18	607 豐盛控股	22.18%	5.87%
19	2727 上海電氣	22.18%	2.65%
20	1055 南方航空	20.83%	0.65%

來源:港交所、農銀國際證券

圖表 21:大陸投資者通過“港股通”累計淨買入港股(HK\$10 億港元)



來源:港交所、彭博、農銀國際證券

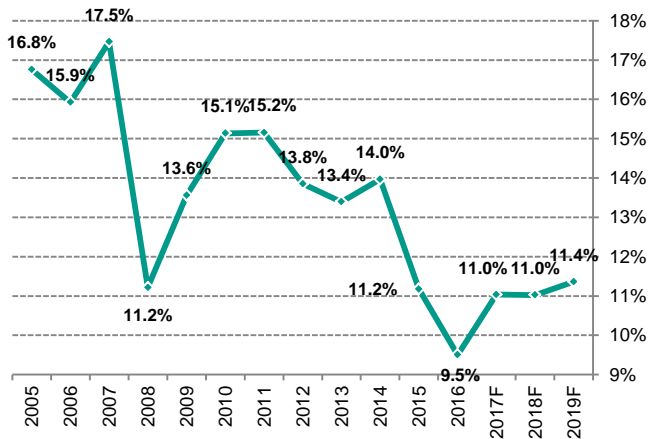


# 農銀國際

ABC INTERNATIONAL

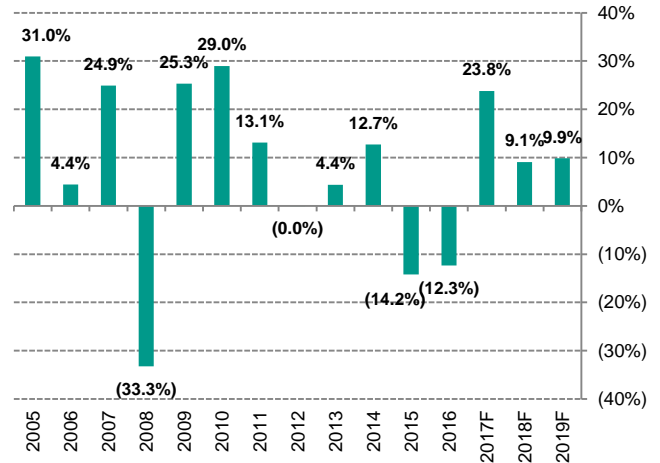
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

### 圖表 22: 恒指的 ROAE



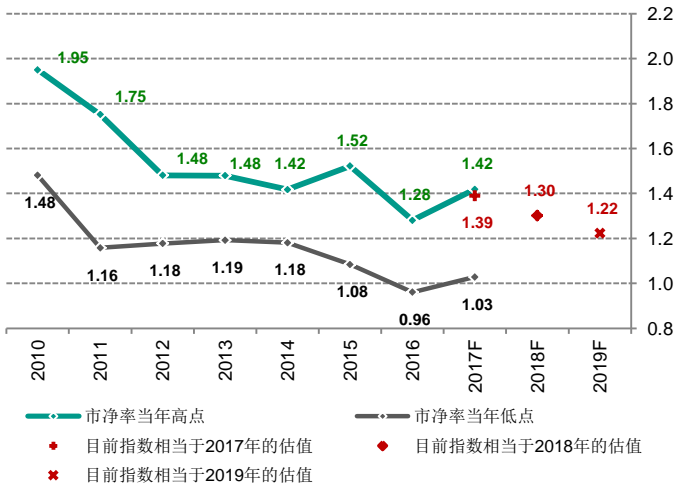
來源: 農銀國際證券預測

### 圖表 23: 恒指每股盈利增長



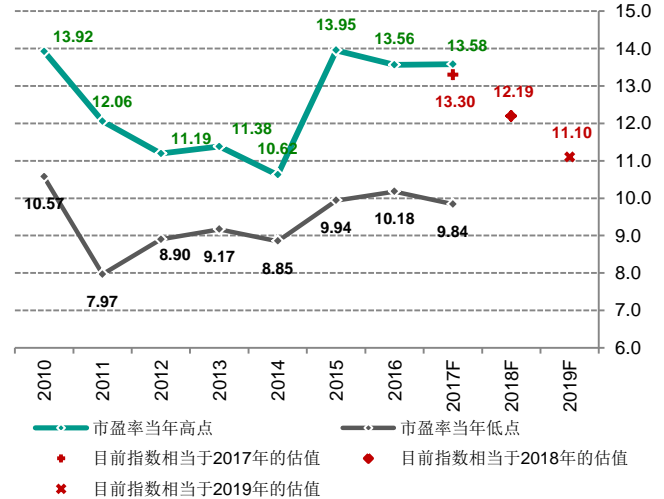
來源: 農銀國際證券預測

### 圖表 24: 恒指的 P/B 區間(指數:29,572) (倍)



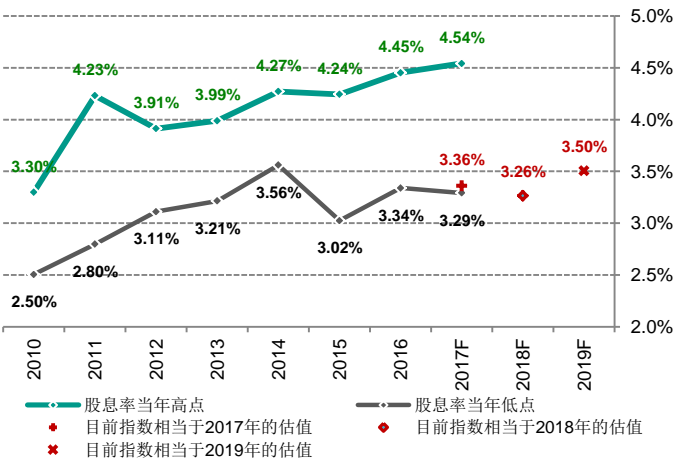
來源: 農銀國際證券預測

### 圖表 25 恒指的 P/E 區間(指數:29,572) (倍)



來源: 農銀國際證券預測

### 圖表 26: 恒指的股息收益率區間(指數:29,572)



來源: 農銀國際證券預測





**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 中國 A 股市場

我們預計 2018-2020 年度中國 A 股市場將出現以下趨勢。

**機構化**-機構或公司投資者將積極參與 A 股市場，幫助國家更有效地分配金融資源。我們預計，早在 2019 年中國證監會批准大型企業上市融資之後，中國或許向境外投資者開放 A 股 IPO 市場。

**國際化**-中港股市互聯互通以及將 A 股納入 MSCI 基準的國際指數將擴大國際投資者的基礎。互聯互通機制開始至今，截至 11 月末，中國境外投資者通過互聯互通機制北行已經累計淨買入 3,448 億元人民幣滬深 A 股。2017 年，債券通開始後，境外投資者可以建立一個以中國國內債券和股票組成投資的組合，優化回報和風險狀況。

**合理化**-擴大全球投資機會將促使投資者理性地進行資產配置，以平衡風險和收益。

**兩極化**-投資行業將忽視不屬價值型股票或成長型股票。

**多元化**-中國經濟的增長和龐大規模為本地或外國投資者提供了足夠的寬度和深度來分散投資組合。

**金融科技的應用普及化**-在上海證券交易所或深圳證券交易所上市的超過 3400 家公司和 16000 多個證券，而且這個數字還在增加。金融科技在資本市場服務行業的應用，以促進投資決策和優化投資回報已成為必要。

## 21 只核心股票

中國 A 股將納入 MSCI 基準的國際指數。MSCI 中國 A 股國際大盤暫行指數 (MXCNALCP 指數) 中的成員股將在 2018 年成為市場關注的焦點。該指數有超過 200 只成員股票，我們發現 21 只股票在過去幾年持續高 ROAE (即 5 年平均 ROAE > 20% 和 2016 年 ROAE > 20%)。除四家公司外，其餘公司 2016 年的 ROAA 均為兩位數。選取的 21 只股票來自各行業，因此投資者應能分散投資。卓越的盈利能力取決於高的資產回報和合適的財務杠杆。這 21 只股票將成為長期投資建立 A 股投資組合的核心投資。

MSCI 中國 A 股國際大盤暫行指數為 1,199.92，相當於 16.7 倍/15.2 倍/13.3 倍的 12 個月追蹤/2018E/2019E 市盈率，或相當於 2.0 倍/1.9 倍/1.7 倍的 12 個月追蹤/2018E/2019E 市淨率。

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

**圖表 27:選取的 21 只股票來自 MSCI 中國 A 股國際大盤暫行指數(5 年平均 ROAE 和 2016 年 ROAE>20%)**

代碼	公司	行業	5 年平均 ROAE(%)	去年 ROAE(%)	去年 ROAA(%)	資產/ 淨資產
1	600340	華夏幸福	43.47	32.47	2.84	6.57
2	600816	安信信託	37.23	30.41	21.08	1.39
3	603288	海天味業	34.47	33.57	27.04	1.34
4	600519	貴州茅臺	33.60	31.68	20.81	1.49
5	002415	海康威視	32.11	36.05	21.60	1.69
6	000963	華東醫藥	30.33	22.99	11.62	1.89
7	002304	洋河股份	30.04	24.54	17.54	1.49
8	002236	大華股份	29.29	25.87	13.83	1.82
9	002294	信立泰	28.95	27.07	22.83	1.20
10	600066	宇通客車	28.26	29.25	12.41	2.57
11	000895	雙匯發展	27.90	32.30	19.56	1.42
12	600309	萬華化學	25.80	47.82	15.73	2.77
13	601877	正泰電器	25.79	21.57	10.56	2.52
14	000333	美的集團	25.75	26.04	8.33	2.47
15	601997	貴陽銀行	24.96	20.83	1.20	16.92
16	000423	東阿阿膠	24.69	22.41	18.79	1.19
17	002508	老闆電器	24.57	35.04	20.87	1.56
18	600690	青島海爾	24.39	24.95	5.20	3.49
19	600887	伊利股份	24.19	27.11	14.56	1.69
20	002146	榮盛發展	23.56	20.55	3.14	5.78
21	600276	恒瑞醫藥	22.68	22.85	19.81	1.11

來源:彭博、農銀國際證券



圖表 28: 選取的 21 只 A 股市場估值

代碼	A 股	11/30/17 A 股價 (人民幣)	2017E EPS (%同比)	2018E EPS (%同比)	2017E 市盈率 (x)	2017E 市淨率 (x)	2017E 股息率 (%)	2017E ROAE (%)	2018E 市盈率 (x)	2018E 市淨率 (x)	2018E 股息率 (%)	2018E ROAE (%)
600340	華夏幸福	32.08	26.4%	28.4%	11.43	2.92	2.57	27.90	8.90	2.29	3.33	28.84
600816	安信信託	13.72	6.5%	23.3%	16.53	3.60	2.30	23.14	13.41	3.21	2.84	25.31
603288	海天味業	48.90	(27.6%)	102.4%	64.34	11.45	1.64	18.46	31.79	9.68	2.02	33.00
600519	貴州茅臺	631.00	45.0%	28.4%	32.69	8.98	1.44	28.09	25.46	7.40	1.87	31.86
002415	海康威視	37.01	28.7%	32.5%	35.31	11.08	1.34	33.39	26.65	8.73	1.51	36.65
000963	華東醫藥	49.92	24.2%	23.7%	26.80	5.82	2.08	22.02	21.67	5.25	2.38	25.48
002304	洋河股份	103.97	15.7%	19.3%	23.23	5.28	2.21	23.21	19.47	4.58	2.63	25.21
002236	大華股份	24.34	37.3%	33.1%	28.14	6.65	0.53	24.90	21.15	5.19	0.66	27.56
002294	信立泰	35.89	9.0%	18.8%	24.75	5.97	1.94	25.27	20.83	5.07	2.26	26.31
600066	宇通客車	23.79	(6.3%)	16.3%	13.88	3.40	2.56	26.38	11.93	2.83	3.26	25.90
000895	雙匯發展	25.05	5.1%	12.2%	17.87	5.83	5.44	33.51	15.92	5.56	6.08	35.75
600309	萬華化學	38.50	148.3%	6.9%	10.95	4.05	2.44	38.51	10.24	3.02	2.68	33.78
601877	正泰電器	24.07	(1.2%)	23.7%	18.60	2.57	2.78	14.14	15.03	2.35	3.24	16.34
000333	美的集團	51.18	14.8%	23.1%	19.56	4.68	2.22	23.94	15.89	3.94	2.70	26.91
601997	貴陽銀行	14.39	1.1%	20.5%	7.65	1.33	1.95	18.80	6.35	1.13	2.38	19.20
000423	東阿阿膠	60.14	11.4%	14.5%	19.06	4.06	1.74	22.09	16.64	3.53	1.95	22.70
002508	老闆電器	44.61	35.1%	28.9%	26.01	7.54	1.22	31.39	20.18	5.81	1.52	32.54
600690	青島海爾	17.29	35.0%	16.4%	15.56	3.41	1.94	22.15	13.37	2.72	2.23	22.60
600887	伊利股份	28.68	13.5%	22.0%	27.16	6.79	2.26	25.73	22.27	5.98	2.65	28.58
002146	榮盛發展	8.73	19.4%	18.2%	7.70	1.39	4.81	18.98	6.51	1.21	5.70	19.86
600276	恒瑞醫藥	65.19	21.1%	22.6%	58.57	11.91	0.18	21.01	47.76	9.69	0.19	22.38

來源: 彭博

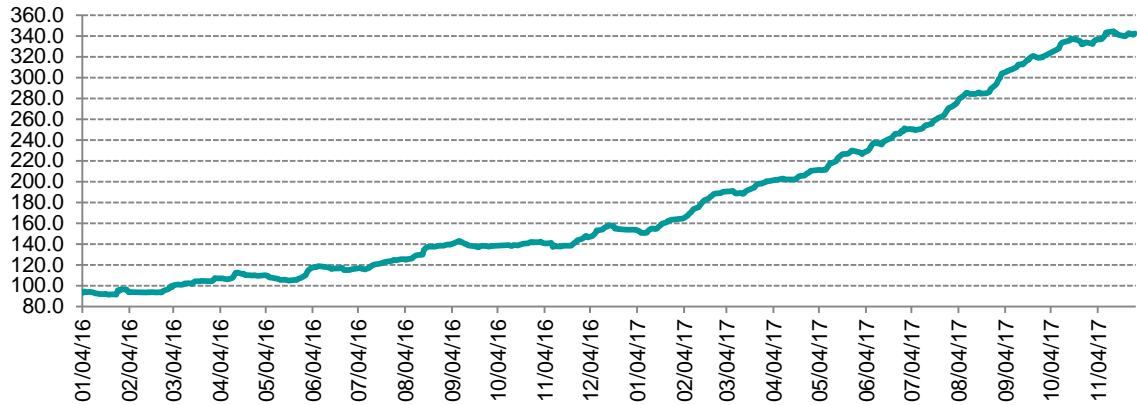


# 農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 29: 境外投資者通過“滬深股通”累計淨買入滬深 A 股(人民幣 10 億元)



來源: 港交所、彭博、農銀國際證券

圖表 30: 境外投資者通過“滬股通”持股權最高 20 只上海 A 股

代碼	公司	行業	2017/11/27 持有股份	2017/11/27 Vs 2017/6/30	
1	600009	上海機場	機場服務	29.57%	1.81%
2	603868	飛科電器	個人產品	20.66%	19.10%
3	601901	方正證券	投資銀行與經紀業務	14.59%	(4.94%)
4	600066	宇通客車	工程機械與重工業	14.22%	1.71%
5	600660	福耀玻璃	汽車零部件及設備	13.74%	2.59%
6	600276	恒瑞醫藥	製藥	11.96%	0.84%
7	603939	益豐藥房	藥品零售	10.77%	8.04%
8	601888	中國國旅	酒店、度假村和遊輪	10.01%	5.43%
9	600900	長江電力	可再生能源	9.33%	2.91%
10	603515	歐普照明	家庭用品	9.12%	8.64%
11	600887	伊利股份	包裝食品和肉類	8.87%	0.37%
12	600690	青島海爾	家用設備	8.56%	1.22%
13	601021	春秋航空	航空公司	7.46%	3.45%
14	600004	白雲機場	機場服務	7.35%	3.00%
15	600298	安琪酵母	包裝食品和肉類	6.72%	3.87%
16	600741	華域汽車	汽車零部件及設備	5.80%	2.47%
17	600519	貴州茅臺	蒸餾器和葡萄酒商	5.76%	(0.24%)
18	600867	通化東寶	製藥	4.60%	1.89%
19	600885	宏發股份	電氣組件和裝備	4.24%	3.20%
20	600585	海螺水泥	建築材料	4.16%	(0.67%)

來源: 港交所、農銀國際證券

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

**圖表 31: 境外投資者通過“深股通”持股權最高 20 只深圳 A 股**

代碼	公司	行業	2017/11/27	2017/11/27
			持有股份	Vs 2017/6/30
1	002508 老闆電器	家用設備	9.80%	6.27%
2	002415 海康威視	電子設備和儀器	9.70%	2.25%
3	000333 美的集團	家用設備	9.45%	3.64%
4	000651 格力電器	家用設備	8.34%	3.31%
5	300012 華測檢測	研究和諮詢服務	6.80%	5.27%
6	002572 索菲亞	家居飾品	5.69%	2.04%
7	000538 雲南白藥	製藥	5.63%	1.82%
8	002583 海能達	通訊設備	5.12%	4.52%
9	000423 東阿阿膠	製藥	4.83%	(0.02%)
10	002008 大族激光	工業機械	4.01%	0.93%
11	002304 洋河股份	蒸餾器和葡萄酒商	4.00%	1.66%
12	000089 深圳機場	機場服務	3.89%	1.12%
13	300124 匯川技術	工業機械	3.89%	0.92%
14	002268 衛士通	電子設備和儀器	3.84%	3.43%
15	002032 蘇泊爾	家庭用品和專業	3.83%	1.74%
16	000726 魯泰 A	紡織品	3.57%	(0.68%)
17	300203 聚光科技	環境與設施服務	3.57%	2.34%
18	002463 滬電股份	電子元器件	3.33%	2.28%
19	002022 科華生物	生物技術	3.27%	(0.22%)
20	000418 小天鵝 A	家用設備	3.07%	1.16%

來源: 港交所、農銀國際證券



圖表 32:恒生指數成份股市場估值表

代碼	股票名稱	2019E		2019E		2019E		2019E		2018E		2018E		2017E		2017E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	
2	中電控股	79.65	16.83	(4.92)	1.73	2.59	10.5	15.14	(4.43)	1.80	2.88	12.3	15.70	1.92	2.77	12.9	
3	香港中華煤氣	15.24	24.98	5.48	3.27	2.22	13.4	26.05	5.72	3.41	2.13	13.3	27.31	3.53	2.03	13.8	
6	電能實業	66.70	18.28	18.51	1.44	4.08	7.9	18.10	18.33	1.43	4.12	7.9	18.65	1.42	4.00	6.8	
836	華潤電力	14.70	8.13	0.25	0.90	4.98	11.4	8.51	0.27	0.96	4.76	11.6	14.15	1.01	2.86	7.1	
1038	長江基建集團	66.30	14.11	2.45	1.48	3.43	10.7	14.58	2.54	1.53	3.32	10.7	15.77	1.60	3.07	10.2	
1113	長實集團	65.75	10.76	1.73	0.79	2.79	7.5	11.20	1.80	0.83	2.68	7.6	12.15	0.88	2.47	7.6	
101	恒隆地產	18.38	18.06	(2.03)	0.63	3.68	3.5	17.07	(1.91)	0.63	3.89	3.7	14.98	0.64	4.43	4.3	
12	恒基地產	51.00	13.86	10.31	0.71	1.78	5.2	16.12	11.98	0.73	1.53	4.6	14.24	0.75	1.74	5.5	
16	新鴻基地產	127.60	10.94	1.48	0.67	2.76	6.2	11.69	1.58	0.69	2.58	6.0	12.63	0.71	2.39	6.0	
17	新世界發展	11.32	12.29	1.21	0.47	1.57	3.9	13.10	1.29	0.49	1.48	3.7	14.91	0.49	1.30	3.5	
4	九龍倉集團	24.60	11.74	(2.78)	0.52	3.06	4.5	11.45	(2.71)	0.54	3.14	4.8	10.77	0.57	3.33	3.2	
823	領展房產基金	69.65	24.31	3.09	1.02	0.64	4.2	26.30	3.34	1.04	0.59	4.0	28.29	1.06	0.55	4.2	
83	信和置業	14.14	15.24	(2.40)	0.63	2.12	4.2	17.76	(2.80)	0.64	1.82	3.7	13.36	0.65	2.42	5.1	
688	中國海外發展	24.80	5.79	0.41	0.86	2.81	15.6	6.61	0.47	0.96	2.46	15.4	7.56	1.08	2.15	14.8	
2007	碧桂園	12.30	6.45	0.16	1.73	4.72	29.9	8.92	0.23	2.19	3.41	27.0	12.53	2.68	2.43	24.5	
1109	華潤置地	22.45	6.18	0.40	0.92	3.55	15.9	7.03	0.46	1.05	3.12	15.8	8.23	1.19	2.67	15.3	
1398	工商銀行	6.07	5.62	0.75	0.72	5.40	13.4	6.09	0.81	0.79	4.98	13.6	6.49	0.87	4.67	14.5	
939	建設銀行	6.81	5.14	0.64	0.69	5.86	14.0	5.60	0.70	0.76	5.38	14.2	6.00	0.84	5.02	15.3	
3328	交通銀行	5.78	4.90	0.98	0.50	6.13	10.6	5.20	1.04	0.54	5.77	10.8	5.40	0.59	5.56	11.8	
3988	中國銀行	3.79	4.77	0.68	0.56	6.55	12.1	5.13	0.73	0.60	6.10	12.3	5.47	0.66	5.72	13.1	
11	恒生銀行	193.00	16.59	1.95	2.33	2.42	14.4	17.91	2.11	2.45	2.24	14.0	19.53	2.57	2.05	13.6	
23	東亞銀行	34.55	15.90	(2.52)	1.01	2.84	6.5	17.73	(2.81)	1.05	2.55	6.0	13.96	1.08	3.23	8.1	
2388	中銀香港	39.50	11.42	1.19	1.48	4.20	13.4	12.73	1.33	1.60	3.77	13.0	13.71	1.72	3.50	13.9	
5	滙豐控股	78.00	13.39	2.23	1.16	5.86	8.8	14.15	2.36	1.18	5.55	8.4	15.04	1.19	5.22	7.4	
2318	中國平安	77.00	11.48	0.64	1.98	1.55	18.4	13.43	0.75	2.27	1.32	18.0	15.95	2.60	1.11	18.9	
2628	中國人壽	25.35	14.38	0.77	1.57	2.39	11.4	17.47	0.93	1.70	1.97	10.2	20.26	1.86	1.70	9.2	
1299	友邦保險	63.30	16.27	2.14	2.11	2.39	13.5	18.17	2.39	2.30	2.14	13.2	18.85	2.50	2.06	14.8	
388	香港交易所	235.20	31.05	2.33	7.83	2.86	25.8	34.78	2.61	8.17	2.55	23.9	39.87	8.49	2.23	22.5	

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

代碼	股票名稱	2019E		2019E		2019E		2019E		2018E		2018E		2017E		2017E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市淨率 (x)	股息率 (%)
762	中國聯通	11.32	18.25	0.26	0.91	2.12	5.1	26.84	0.38	0.96	1.44	3.6	52.94	0.97	0.73	1.9	
941	中國移動	79.25	10.75	1.82	1.22	3.95	11.7	11.31	1.92	1.30	3.76	11.8	12.06	1.37	3.53	11.9	
700	騰訊控股	398.00	28.95	0.96	7.65	0.44	30.0	37.63	1.25	10.06	0.34	30.7	49.08	13.56	0.26	36.5	
2018	瑞聲科技	156.30	18.11	0.62	5.55	2.20	34.2	22.31	0.77	7.01	1.79	35.4	30.16	9.07	1.32	36.9	
2382	舜宇光學	130.00	23.38	0.59	8.53	1.25	42.5	31.16	0.79	11.88	0.94	45.0	45.47	17.10	0.65	48.7	
992	聯想集團	4.44	7.68	0.23	1.29	5.73	17.9	9.32	0.28	1.48	4.72	16.6	13.53	1.61	3.25	11.6	
386	中國石化	5.58	9.35	1.25	0.73	5.96	7.9	10.52	1.40	0.76	5.30	7.3	10.81	0.78	5.16	7.5	
857	中國石油	5.25	14.91	0.35	0.65	3.08	4.4	20.48	0.48	0.66	2.24	3.3	30.44	0.68	1.51	2.2	
883	中國海洋石油	10.58	9.57	0.58	0.91	9.63	9.8	11.18	0.68	0.96	8.24	8.8	12.96	1.01	7.11	7.9	
1088	中國神華	19.22	8.31	(1.38)	0.91	4.34	11.3	8.23	(1.37)	0.98	4.38	12.3	7.35	1.05	4.91	14.5	
66	港鐵公司	45.95	25.11	5.12	1.84	1.90	7.4	28.45	5.81	1.88	1.68	6.7	27.63	1.92	1.73	6.3	
175	吉利汽車	27.20	12.72	0.39	3.80	0.98	33.3	16.46	0.51	4.79	0.75	33.1	22.27	6.30	0.56	35.2	
1928	金沙中國	37.95	19.59	1.44	9.36	7.25	47.6	21.69	1.59	9.31	6.55	41.6	25.31	8.77	5.61	30.1	
27	銀河娛樂	56.15	21.90	2.50	3.64	-	17.6	23.14	2.64	4.08	-	18.8	25.91	4.66	-	20.0	
151	中國旺旺	6.12	19.48	4.02	7.13	2.57	37.6	20.40	4.21	7.54	2.46	38.4	21.41	8.13	2.34	62.2	
2319	蒙牛乳業	19.84	16.86	0.64	2.40	1.36	14.9	19.76	0.74	2.65	1.16	14.1	27.00	2.93	0.85	10.9	
1044	恒安國際	76.15	18.02	2.70	4.10	3.62	23.7	19.17	2.87	4.44	3.40	24.2	20.50	4.83	3.18	22.6	
288	萬洲國際	8.29	11.93	1.33	1.87	2.35	16.3	12.79	1.43	2.03	2.19	16.6	14.15	2.22	1.98	17.2	
144	招商局港口	20.15	11.18	3.46	0.86	4.44	7.7	12.25	3.79	0.87	4.05	7.2	11.91	0.91	4.17	6.9	
1	長和	98.30	9.13	1.07	0.76	0.76	8.6	9.77	1.14	0.81	0.71	8.6	10.76	0.86	0.64	8.5	
19	太古股份	75.10	13.52	0.56	0.49	3.23	3.6	16.72	0.70	0.49	2.61	3.0	20.80	0.50	2.10	2.5	
267	中信股份	11.06	6.30	14.65	0.54	3.01	8.9	6.59	15.32	0.58	2.88	9.2	6.36	0.62	2.99	10.2	

根據在 2017 年 11 月 30 日收盤股價

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

ROAE:股東權益平均回報率

PEG=市盈率/預計 2017 至 2019 年每股收益年均複合增長率

來源：彭博預測、農銀國際證券

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

**圖表 33:恒生 H 股指數成份股市場估值表**

代碼	股票名稱	股價 (HK\$)	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	2018E	2017E	2017E	2017E	2017E
			市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
1398	工商銀行	4.73	5.62	0.75	0.75	5.42	14.1	6.09	0.81	0.83	5.00	14.4	6.49	0.92	4.69	14.6
939	建設銀行	5.40	5.14	0.64	0.73	5.88	15.0	5.60	0.70	0.81	5.40	15.3	6.00	0.91	5.04	15.3
1288	農業銀行	3.02	4.57	0.61	0.64	6.77	14.7	4.94	0.66	0.71	6.26	15.1	5.28	0.79	5.85	15.1
3988	中國銀行	3.51	4.77	0.68	0.55	6.52	12.1	5.13	0.73	0.60	6.07	12.3	5.47	0.66	5.69	12.6
3328	交通銀行	5.57	4.90	0.98	0.54	6.23	11.5	5.20	1.04	0.59	5.87	11.8	5.40	0.64	5.65	11.2
1658	郵儲銀行	18.28	5.05	0.33	0.65	2.65	13.7	5.95	0.39	0.74	2.25	13.1	6.71	0.83	2.00	12.6
3968	招商銀行	5.05	7.36	0.55	1.22	4.09	17.7	8.40	0.63	1.39	3.58	17.6	9.46	1.58	3.18	17.0
998	中信銀行	7.58	4.38	0.63	0.50	5.77	11.9	4.81	0.70	0.55	5.25	11.9	5.01	0.60	5.05	12.1
1988	民生銀行	26.75	4.49	0.75	0.57	4.76	13.5	4.87	0.82	0.64	4.39	13.8	5.04	0.71	4.24	14.1
2628	中國人壽	44.25	14.38	0.77	1.54	2.53	11.1	17.47	0.93	1.66	2.08	9.8	20.26	1.78	1.79	9.3
2318	中國平安	4.09	11.48	0.64	2.14	1.87	20.2	13.43	0.75	2.52	1.60	20.4	15.95	2.98	1.34	19.1
1339	人保集團	33.45	7.61	1.40	0.87	1.31	12.1	8.03	1.47	0.97	1.24	12.8	8.47	1.09	1.17	13.2
2601	中國太保	34.70	13.17	0.60	1.77	4.00	14.0	15.59	0.71	1.91	3.37	12.7	19.55	2.06	2.69	10.8
1336	新華保險	17.40	13.03	0.48	1.70	2.33	13.7	15.42	0.57	1.88	1.97	12.8	20.98	2.08	1.45	10.2
2328	中國財險	18.44	7.28	0.91	1.13	3.49	16.6	7.86	0.98	1.29	3.24	17.5	8.49	1.47	3.00	17.8
6030	中信證券	13.58	11.88	0.79	1.07	3.43	9.3	13.64	0.91	1.14	2.98	8.6	15.70	1.20	2.59	7.7
6837	海通證券	19.06	9.71	0.60	0.89	3.24	9.5	11.30	0.70	0.96	2.78	8.7	13.12	1.02	2.40	7.8
6886	華泰證券	19.74	10.38	0.63	1.03	5.48	10.2	12.06	0.73	1.09	4.71	9.2	14.08	1.14	4.04	8.1
1776	廣發證券	2.88	8.61	0.56	1.05	3.87	12.8	9.94	0.64	1.16	3.35	12.1	11.47	1.26	2.91	11.1
6881	中國銀河	12.66	7.91	0.64	0.73	3.86	9.6	8.89	0.72	0.79	3.43	9.2	10.00	0.84	3.05	8.5
1359	信達資產	5.67	3.90	0.25	0.61	7.66	16.6	4.55	0.29	0.69	6.56	16.1	5.23	0.78	5.70	13.4
1088	中國神華	4.82	8.31	(1.38)	0.84	4.42	10.5	8.23	(1.37)	0.90	4.46	11.3	7.35	0.96	5.00	13.5
857	中國石油	7.68	14.91	0.35	0.69	9.94	4.6	20.48	0.48	0.68	7.24	3.3	30.44	0.68	4.87	2.2
386	中國石化	7.10	9.35	1.25	0.76	6.91	8.2	10.52	1.40	0.78	6.15	7.5	10.81	0.80	5.98	7.4
902	華能國際	2.98	8.57	0.10	0.72	6.04	8.6	8.91	0.11	0.75	5.81	8.8	28.41	0.81	1.82	2.7
1816	中廣核電力	6.48	8.27	1.38	1.01	3.85	12.8	8.97	1.49	1.11	3.55	12.9	9.29	1.21	3.43	14.2



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

代碼	股票名稱	2019E						2018E						2017E			
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	
390	中國中鐵	5.83	6.17	0.50	0.70	2.76	12.0	6.97	0.57	0.78	2.44	11.7	7.77	0.86	2.19	11.2	
1186	中國鐵建	9.24	5.42	0.45	0.68	2.87	13.2	6.09	0.51	0.76	2.55	13.1	6.80	0.85	2.28	12.2	
1800	中國交建	8.72	5.05	0.39	0.60	3.62	12.5	5.74	0.45	0.66	3.18	12.2	6.42	0.74	2.84	11.6	
1766	中國中車	7.12	11.31	0.84	1.39	4.76	12.7	12.50	0.93	1.48	4.31	12.2	14.56	1.58	3.70	10.8	
3898	中車時代電氣	44.85	11.87	0.85	2.02	1.54	18.3	13.23	0.95	2.35	1.38	19.2	15.42	2.76	1.18	18.1	
1211	比亞迪	69.25	19.78	0.56	3.33	1.41	18.0	24.20	0.68	3.82	1.15	16.9	36.32	4.39	0.77	10.5	
489	東風集團股份	9.82	4.90	1.32	0.59	3.03	12.7	5.06	1.37	0.66	2.93	13.8	5.27	0.74	2.82	14.1	
2333	長城汽車	9.14	7.45	0.24	1.29	4.05	18.5	8.63	0.28	1.47	3.50	18.3	12.77	1.71	2.36	12.5	
2238	廣汽集團	19.60	7.57	0.47	1.58	4.04	22.6	8.49	0.53	1.87	3.61	23.9	10.20	2.23	3.00	22.9	
2202	萬科	28.45	6.80	0.33	1.60	6.12	25.5	8.17	0.40	1.89	5.09	25.1	9.89	2.23	4.21	23.1	
914	海螺水泥	37.50	11.68	3.39	1.66	2.64	15.0	12.06	3.50	1.85	2.56	16.2	12.50	2.07	2.47	17.1	
1099	國藥控股	30.70	11.22	0.86	1.68	2.65	15.8	12.65	0.97	1.88	2.35	15.7	14.33	2.12	2.08	15.3	
728	中國電信	3.79	10.62	1.05	0.75	3.99	7.2	11.54	1.14	0.78	3.67	6.9	12.88	0.82	3.29	6.4	
753	中國國航	8.38	9.84	1.24	1.15	2.20	12.3	11.07	1.40	1.27	1.95	12.0	11.46	1.40	1.88	12.0	

根據在 2017 年 11 月 30 日收盤股價

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

ROAE:股東權益平均回報率

PEG=市盈率/預計 2017 至 2019 年每股收益年均複合增長率

來源: 彭博預測、農銀國際證券



## 香港 IPO 市場展望

### 金融股仍主導;新經濟股成新趨勢

- 在 11M17，香港 IPO 市場已募集 149 億美元，平均交易規模為 1.1 億美元。中國投資銀行繼續維持市場地位，佔 10 大承銷商中的六家。
- 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 11M17 IPO 集資額的 54%。
- 科技股成為新趨勢，佔 11M17 IPO 集資額的 4%(2016:0.3%)。我們預計未來 1-2 年這種趨勢將持續下去。

在 11M17，香港股票 IPO 募資總額為 149 億美元，共發行了 133 個項目，平均發行規模分別為 1.1 億美元。在承銷商方面，在 11M17,10 大承銷商中有 6 家中資投資銀行，反映中資投資銀行在 IPO 市場上持續維持市場地位。

金融股如國泰君安證券，交銀國際等是香港 IPO 市場的主要推動力，佔 11M17 籌集總額的 54%。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 11M17 的 54%。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 11M17，金融業 IPO 的平均集資額為 5.1 億美元，相比之下非金融業 IPO 的平均集資額只有 6 千萬美元。

另一方面，閱文集團，眾安保險等科技/新經濟股佔 11M17 首次公開發行量的 4%(2016 年：0.3%)。這些股票普遍得到高估值和投資者的熱愛，反映了投資者對科技/新經濟股的強勁需求。

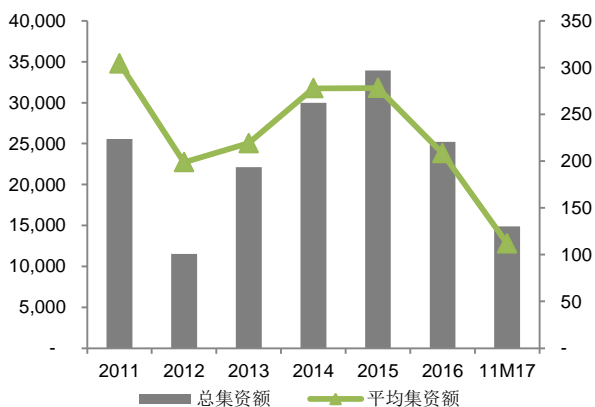
展望未來，我們預期金融業將是未來 1-2 年香港 IPO 市場的主要推動力，而科技/新經濟股將維持高速增長，尤其更多科技/新經濟初創企業在經過數年的成長後達到港交所的上市要求。

非金融行業在香港 IPO 市場的集資份額從 2014 年的 72% 下降至 11M17 的 46%。在 2014 年，工業企業佔香港 IPO 集資額的 18%，但其佔比在 11M17 已經下降至 10%。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。

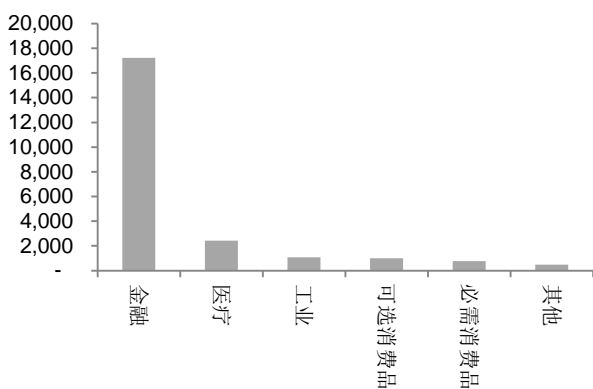
圖表 1:11M17 香港 IPO 市場

行業	總集資額(百萬美元)	平均集資額(百萬美元)
金融	8,081	505
可選消費品	2,892	80
工業	1,518	35
醫療	946	135
科技	616	62
其他	814	41

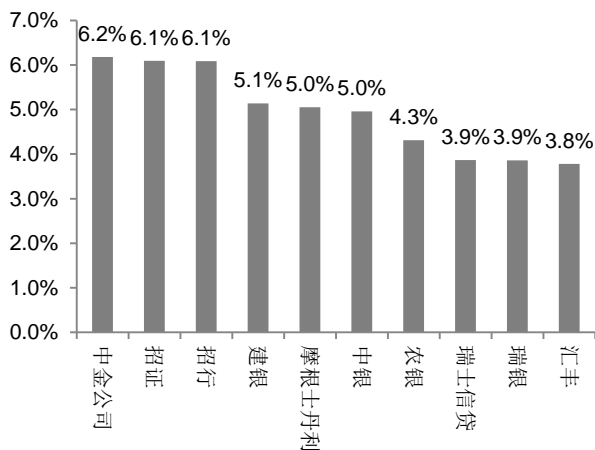
來源：彭博預測、農銀國際證券

**圖表 2:香港 IPO 市場(百萬美元)**


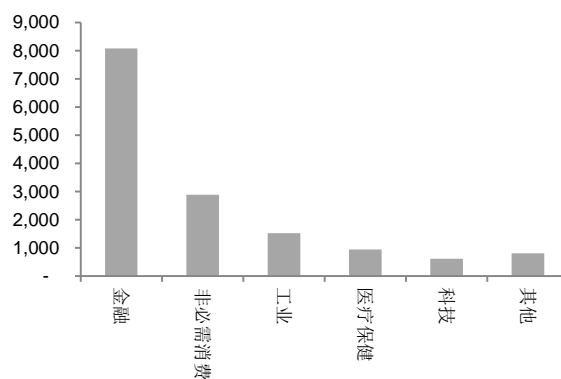
來源: 彭博、農銀國際證券

**圖表 4:香港 IPO 集資額行業分佈(2016,百萬美元)**


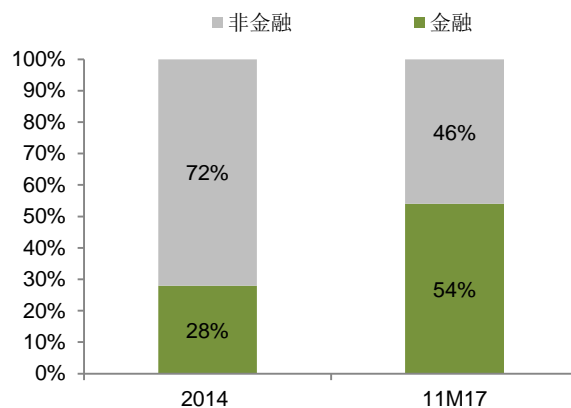
來源: 彭博、農銀國際證券

**圖表 6:主要承銷商市場份額(11M17)**


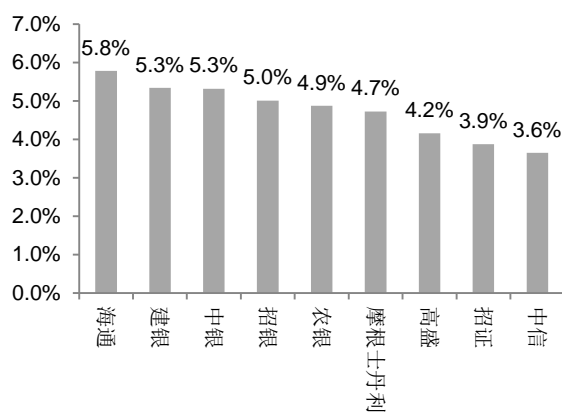
來源: 彭博、農銀國際證券

**圖表 3:香港 IPO 集資額行業分佈(11M17,百萬美元)**


來源: 彭博、農銀國際證券

**圖表 5:香港 IPO-金融 vs.非金融**


來源: 彭博、農銀國際證券

**圖表 7:主要承銷商市場份額(2016)**


來源: 彭博、農銀國際證券



2018

行业展望

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 中國銀行業

### 淨息差回升，資產質量改善，基本面保持樂觀

- 行業基本面於 3Q17 確認復蘇態勢
- 淨息差不利因素得以緩解，在穩定貸款需求下將持續改善
- 個別銀行的優劣取決於其資產負債表的增長能力與業務靈活性
- 不良率將逐步下降，風險緩衝能力將繼續加強
- 手續費收入增長勢頭正從政策衝擊中回復
- 基於行業估值偏低及穩定股息收益率，維持行業正面評級

**行業基本面改善趨勢獲得肯定。**從最近幾個季度的銀行業績我們基本可以肯定行業基本面正在改善，特別是淨息差，營業收入，資產質量和盈利能力幾方面來看。我們對 2018E-19E 的行業基本面保持樂觀，主要由於：1)在穩定的利率環境下，貸款需求穩健，淨息差將穩步回升;2)隨著不良貸款處理力度的加大，不良貸款率將逐步下降，同時風險緩衝能力將保持在合理水平，特別在新會計準則 IFRS9 推行下銀行撥備力度勢將加大;3)業務結構持續調整，零售銀行業務和中間收入的多樣化程度將提升。

**穩定的貨幣和政策環境。**隨著全球加息週期的啟動，我們農銀國際的經濟師預測中國基準利率和存款準備金率將在 2018 年至 19 年期間保持穩定。然而針對流動性的措施如定向降準則有可能隨著經濟環境的變化而繼續作出微調。根據“十九大”的發展重點，我們預計未來政策上的調整方向將更加重視風控。其中支持實體經濟，改善經營結構，加強風險管理，提高市場化將繼續是政策重點。儘管如此，個別領域如影子銀行，資產管理業務，互聯網金融，金融控股公司等將面臨較高政策性風險。

**預期淨息差將繼續見溫和改善。**正如我們早前預期，由於之前降息週期的貸款重定價和營改增改革的影響經已完成，部份銀行在 3Q17 錄得淨息差環比反彈。我們認為，隨著穩定的貸款需求支持銀行定價能力，行業平均淨息差將開始溫和回升。10M17 新增貸款佔我們 2017 年全年貸款目標人民幣 13.5 萬億元的 87.5%。同時，我們注意到 3Q17 貸款定價持續改善，定價高於基準利率的比例為 68.14%，而平均貸款利率則上升至 5.76%。

我們相信在國家“十三五”規劃下，三農、科技、可再生能源等政策支持行業將成為未來貸款的主要增長動力來源。我們農銀國際的經濟師預測，2017 年及 2018 年中國的人民幣貸款將增長 12.7%及 12.1%。這與我們個別銀行的貸款增長率假設相符。

**增長能力與靈活性決定銀行表現。**個別銀行的資產負債表增長能力和資產與負債的管理能力仍然是銀行之間差異化的主要因素。與大型銀行和股份制商業銀行相比，地區銀行的增長勢頭通常較為快速，因此其淨息差可能出現較大的反彈和錄得較快的盈利增長。

**不良貸款率逐步下降，風險緩衝能力將繼續加強。**隨著銀行不良處置如核銷、打包出售、清收處置及證券化等手段變得成熟，部份銀行的不良貸款率在 3Q17 錄得環比下降。我們審慎認為，行業平均不良貸款率已在前幾季度觸及高點，未來行業平均不良貸款率將逐漸下降。與此同時，我們發現銀

## 正面

分析員:歐宇恒

電話:(852)21478802

電郵:johannesau@abci.com.hk

### 主要數據

2018 預測市盈率均值(x)	5.4
2018 預測市賬率均值(x)	0.7
2018 預測股息率均值(%)	5.2

來源:公司、彭博、農銀國際證券預測

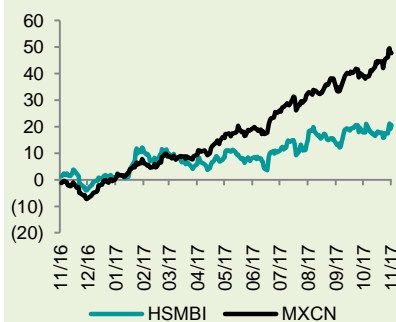
### 行業股價表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	1.79	(4.16)
3 個月	1.94	(8.16)
6 個月	8.99	(13.53)

\*相對於 MSCI 中國

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



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

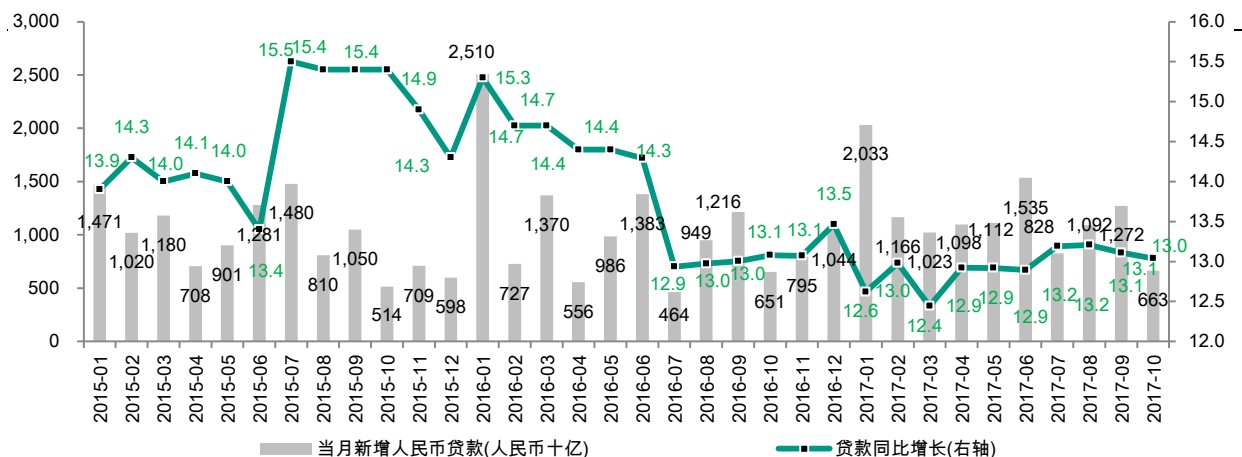
行仍然通過大撥備政策積極加強其風險緩衝能力，當然其中包含了新會計準則 IFRS9 的推出所帶來的影響。

**手續費收入增長勢頭正從政策衝擊中恢復。** 儘管上半年政策原因導致銀行手續費收入增長表現較差，增長勢頭在 3Q17 略見恢復。我們預期行業平均非利息收入佔總營業收入比將在未來三年間達到 30% 的水平。其中我們認為投資銀行，互聯網金融及理財產品等領域將在未來幾年大力推動銀行手續費收入的增長率。在政策高度重視防範系統性金融風險及維持金融穩定的前提下，我們預計銀行手續費收入發展的政策風險依然相對較高。

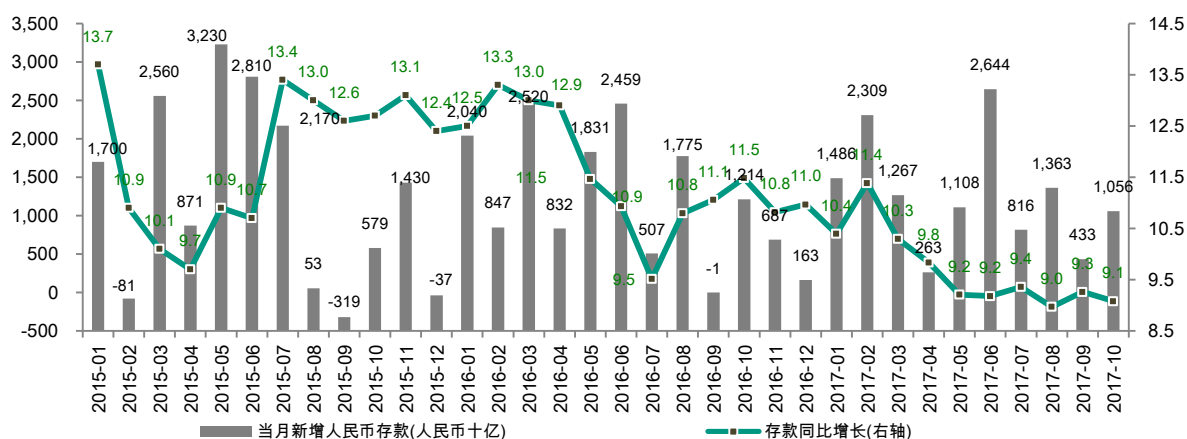
**大銀行表現其防守性。** 我們偏好於大銀行的高股息收益率，及其業務多元化，而其對政策風險的防禦性亦能充份在 3Q17 業績中體現出來。我們尤其喜愛**建設銀行(939HK)**對風險管理的謹慎態度和**農業銀行(1288HK)**在行業中較高的風險緩衝能力及其三農業務優勢。儘管我們仍然看好招商銀行(3968HK)的基本面，在未有調整盈利預測及目標價下，我們將招行從“買入”下調至“持有”評級，因其吸引力在其相對較高的估值和相對較低的股息收益率而逐漸下降。另外，資產負債表相對較小的地區銀行通常具有較高的業務靈活性。儘管如此，我們對其較低的日均交易量仍然審慎。

我們認為混合經營的發展將可能為個別銀行帶來資本充足率和資本上的需求，進而推動更多中資銀行在港實現上市。然而，愈來愈多的 H 股銀行為投資者提供更多選擇，同時將削弱投資者對行業個別銀行的關注。

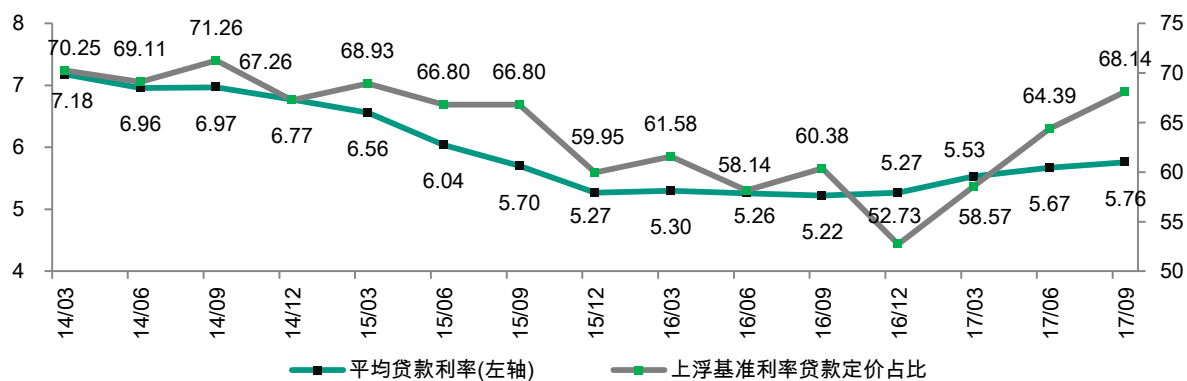
**風險因素：** 1)金融改革速度較預期快;2)非銀行金融機構帶來的競爭加劇;3)個別地區的資產質量急速惡化;4)貸款需求顯著下降;5)新業務快速增長所帶來的政策風險加大。

**圖表 1: 新增人民幣貸款(人民幣 10 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 10 億)及同比增長(%)**


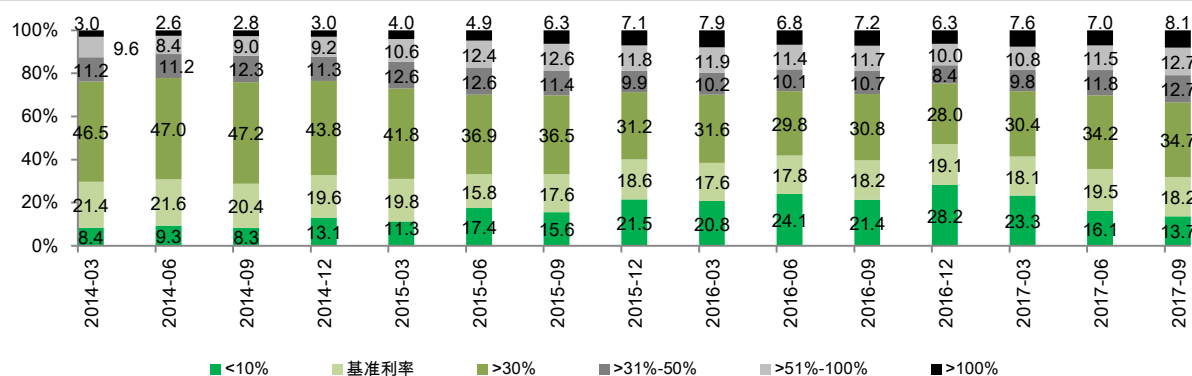
來源：中國人民銀行、農銀國際證券

**圖表 3: 平均貸款利率與貸款定價上浮基準利率佔比(%)**


來源：中國人民銀行、農銀國際證券

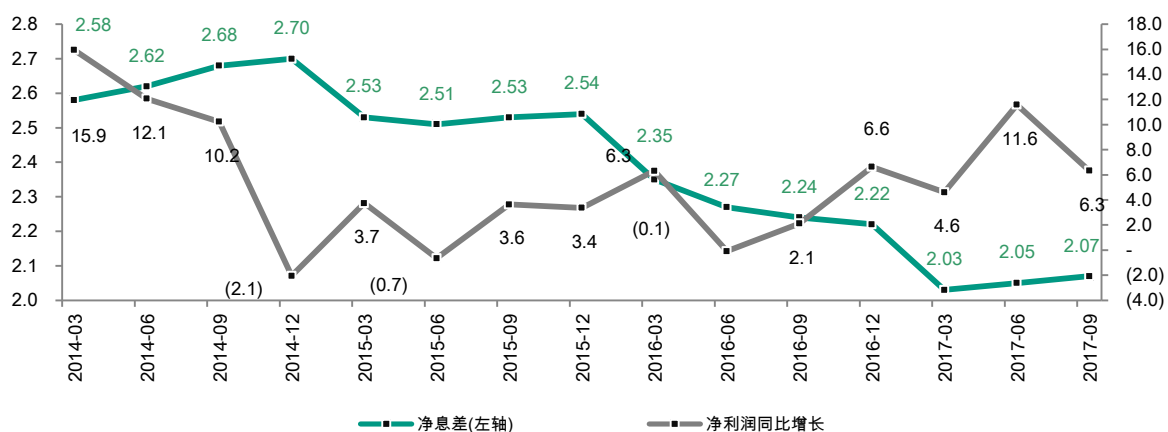


圖表 4: 貸款定價分佈(%)



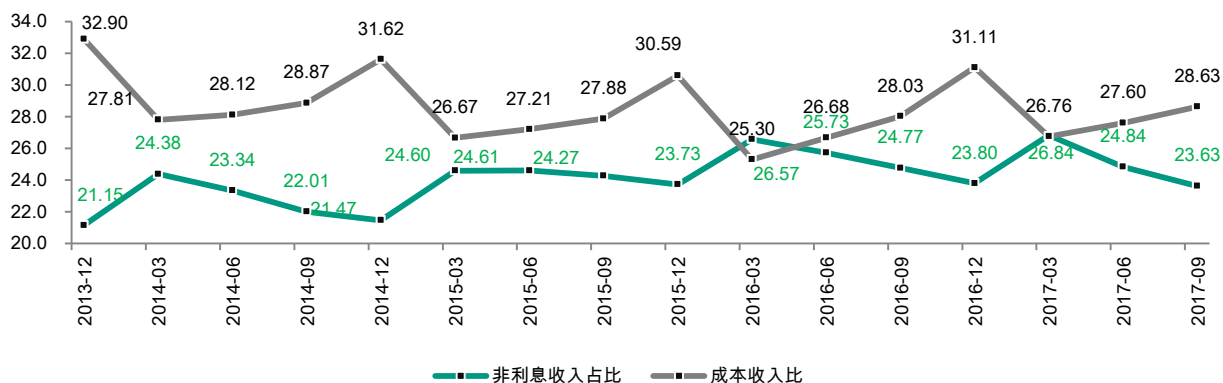
來源: 中國人民銀行、農銀國際證券

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 6: 行業平均非利息收入佔比與行業平均成本收入比(%)

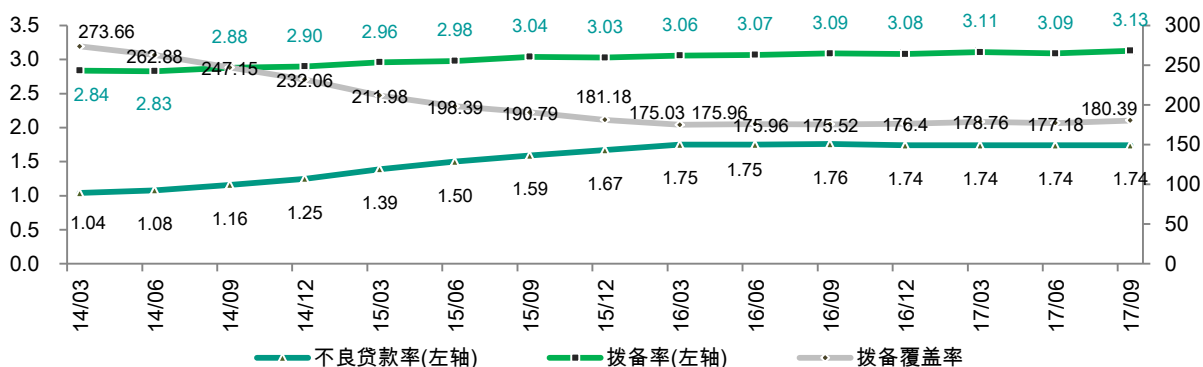


來源: 中國銀監會、農銀國際證券



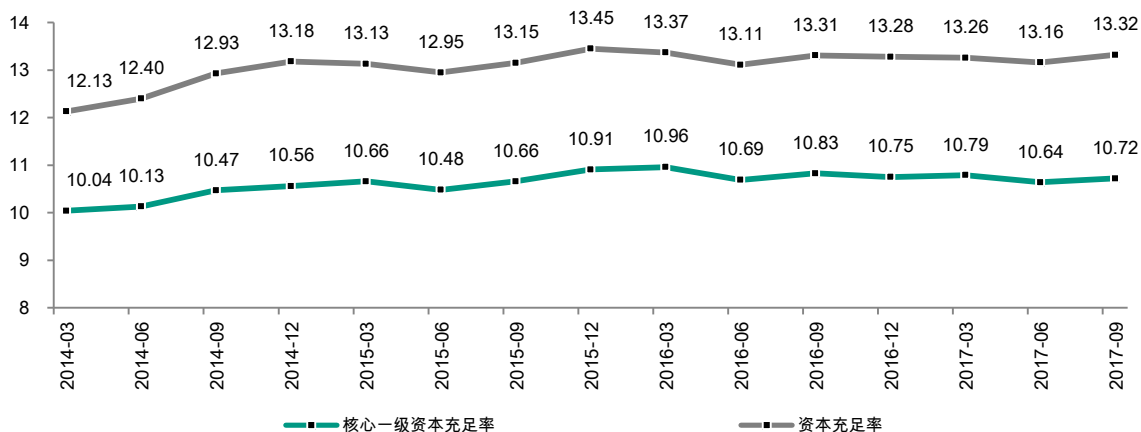


### 圖表 7:主要行業平均資產質量指標(%)



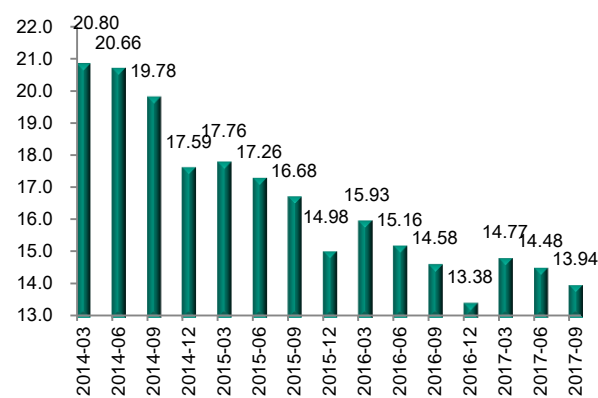
來源：中國銀監會、農銀國際證券

### 圖表 8:行業平均核心一級資本充足率及資本充足率(%)



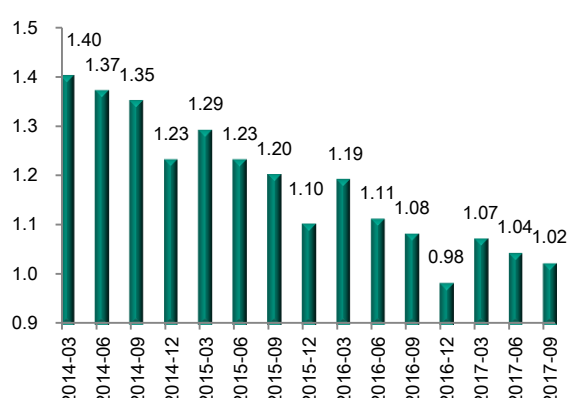
來源：中國銀監會、農銀國際證券

### 圖表 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 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:行業估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市賬率 (x)	FY18E 市賬率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
工商銀行	1398HK	買入	6.96	11.72	6.83	6.74	0.91	0.83	4.32	4.32
建設銀行	939HK	買入	8.48	20.97	6.31	5.76	0.87	0.79	4.84	5.17
農業銀行	1288HK	買入	4.80	30.43	5.42	5.24	0.75	0.68	5.72	5.72
中國銀行	3988HK	買入	5.02	30.05	6.00	5.50	0.68	0.62	5.46	5.76
交通銀行	3328HK	買入	7.72	31.07	5.85	5.47	0.61	0.56	5.36	5.56
招商銀行	3968HK	持有	30.60	(6.28)	10.18	9.09	1.55	1.37	2.94	3.30
民生銀行	1988HK	買入	11.79	46.46	5.21	5.06	0.68	0.61	4.51	4.80
徽商銀行	3698HK	買入	4.66	17.38	5.56	5.06	0.70	0.60	4.72	5.01
哈爾濱銀行	6138HK	買入	3.23	44.20	3.91	3.48	0.50	0.43	6.27	7.31

來源: 彭博、農銀國際證券預測

## 中國保險業

### 2018/19 年:機會大於風險

- 低保險滲透率、名義 GDP 快速增長以及政府政策支持是保險業內含價值增長的催化劑
- 外資保險公司和本地電商很難在中短期內改變保險市場的寡頭壟斷性質
- 價格市場化、精算估計的變化以及 IFRS9 的實施將在 2018 年引起動盪
- 金融科技應用能夠為綜合金融集團增值，我們看好大型綜合金融保險股

**2018 年，人壽和財產行業保費預測分別同比增長 20%和 11%。**我們預計行業總體保費增速將從 2016 年的 36.5%放緩至 2017 年/18 年/19 年同期的 23%/20%/18%，主要得到政府支持、政策支持、居民收入高單位數增長率及滲透率提升所推動。同時，隨著汽車保險逐步復蘇，以及非車保業務和網上保險快速增長，我們預計財產險的保費同比增速將從 2016 年的 9.1%上漲至 2017 年/18 年/19 年的 13%/11%/11%。

**預計保險深度將於 2017 年/18 年/19 年上升至 4.53%/4.84%/5.14%。**我們預計 2017 年/18 年名義 GDP 超過 80 萬億元/90 萬元人民幣，同比增長 10.5%/10.0%(9M17 名義 GDP 同比增長 11.3%)。我們預計人壽險的保險深度將從 2016 年的 2.99%上升至 2017 年/18 年/19 年的 3.33%/3.63%/3.91%；預計財產險的保險深度將從 2016 年的 1.17%上升至 2017 年/18 年/19 年的 1.20%/1.21%/1.23%。

**開放政策中短期不會改變保險業主要競爭格局。**中國保險業務的保險深度明顯低於經合組織國家(8.8%)或歐盟(8.1%)，這意味著增長空間很大。大多數著名的外資保險公司在中國已經成立了經營多年的中外合資保險公司。到目前為止，這些中外合資保險公司在中國壽險和非壽險領域的市場佔有率均低於 2%和 4%。本地壽險和財產險前 10 家公司分別佔據了其國內市場份額的 72%和 85%。保險業的寡頭壟斷性質在中短期難以改變。

**電子商務巨頭正試圖重塑競爭格局。**螞蟻金融和騰訊(700HK)正在建立保險業務，以加強他們的業務生態系統。他們共同投資眾安在線(6060HK)。螞蟻金融擁有 34%的信美人壽相互保險社和 51%的國泰財產保險，而騰訊持有 15%的和泰人壽。到目前為止，網上保險公司已經在短期產品中獲得了市場份額。然而，高附加值的長期產品仍然掌握在市場領導者手中。

**大型壽險公司的內含價值(EBV)增長將加速。**由於監管機構的政策，我們預計人壽險公司將推出更多的長期保障類型壽險或健康險產品，以提高長期股東的價值。沒有強大的產品設計和風險評估能力的小型保險公司將失去市場份額。我們認為，新華保險(1336HK)正處於轉型的正軌。於 1H17，其壽險保費同比下降 3.9%，但 EBV 同比上漲 29.5%。

中性

分析師:陳宋恩

Tel:(852)21478805

電郵:philipchan@abci.com.hk

#### 重要數據

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

來源:彭博、農銀國際證券預測

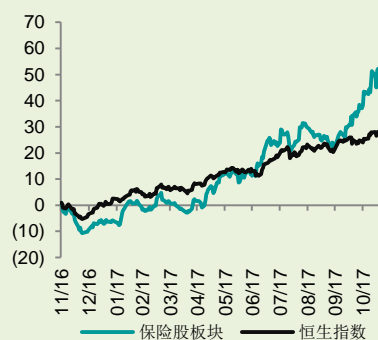
#### 行業表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	0.7	(0.3)
3 個月	11.0	4.6
6 個月	24.5	5.3

\*相對恒生指數

來源:彭博、農銀國際證券

#### 1 年行業表現(%)



來源:彭博、農銀國際證券



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

**EBV 增長並不表示股價表現。**從 2014 年底至 2017 年六月底止，新華保險、太保(2601HK)、平安(2318HK)和中國人壽(2628HK)的每股 EBV 分別增長 67%、58%、57%和 53%，標準偏差小於 6ppt。低標準差表示這些公司在相同的商業環境下運作，並達到類似水平的 EBV 增長。但在同一時期，其股票總回報分別為+3.2%，-11.8%，+34.1%和-17.4%。

**綜合金融保險股股價表現勝純保險股。**從需求方面來看，保險產品只是個人或企業需要增強或保護財富的金融產品之一。當金融服務需求範圍擴大時，純粹的保險公司很難增加客戶的黏性或優化客戶的回報。自 2012 年底以來，綜合金融保險股的股價表現超越純保險公司股。

**金融科技因素增加了綜合金融保險集團的價值，並幫助小型保險公司從大型企業中脫穎而出。**金融科技有助於優化綜合金融保險集團各個業務部門之間的協同效應。然而，直到 2017 年第三季度，中國僅有四家純網上財險公司的業務運營仍在盈虧平衡點以下，儘管他們的保費收入保持強勁增長，但他們的總市場份額仍不到 1%。他們的商業模式仍缺乏可靠的可持續利潤記錄。在線保險公司的主要弱點是客戶黏性低，購買客戶成本高，這可能部分歸因於他們缺乏社交媒體功能。

**關注市場贏家-平安(2318HK)。**平安是第二大壽險和財險公司，市場份額依然在增加。中國平安和最大人壽險公司中國人壽(2628HK)的市場份額差距正在縮小，但與第三大壽險公司太平洋保險(2601HK)之間的市場差距正在擴大。在財險保險方面，平安與最大財險公司中國財險(2328HK)的市場份額差距正在縮小，但與第三大壽險公司太平洋保險之間的市場差距正在擴大。金融科技的應用有助於平安優化保險、證券、信託、銀行和在線金融單位之間的協同效應。



圖表 1:H 股保險公司內含價值評估的現狀

	中國人壽 (2628HK)	新華保險 (1336HK)	中國平安 (2318HK)	中國太保 (2601HK)	人保集團 (1339HK)	中國太平 (966HK)	中再保 (1508HK)
風險貼現率(%)	10.0	11.5	11.0	11.0	10.0	11.0	10.5
預期投資回報率(%)	4.6-5.0	4.5-5.0	4.75-5.0	4.85-5.0	5.25	4.8-5.0	5.0
報告 2016 年總投資收益率(%)	4.56	5.1	5.3	5.2	5.8	5.01	5.48
2016 年末內含價值(人民幣/股)	23.07	41.50	34.88	27.14	3.34	28.51	1.80
2016 年末賬面淨值(人民幣/股)	10.74	18.95	20.98	14.54	2.97	14.32	1.68
內含價值/賬面淨值(x)	2.15	2.19	1.66	1.87	1.12	1.99	1.07

來源:公司、農銀國際證券

圖表 2:行業財務表現

公司	代碼	每股 內含價值 (人民幣)	1-6/2017 壽險 新保單價值 (同比)	17 上半 年 ROAA (p.a.)	17 上半 年 ROAE (p.a.)	6/2017 淨資產 (%Ytd)	6/2017 資產 /權益 (x)	17 上半 年投資 收益率 (%p.a.)	17 上半 年財產險 綜合 成本率	9/2017 人壽險 核心 償付能力	9/2017 財產險 核心 償付能力	
中國人壽	2628	24.68	31.7%	0.90	8.00	1.64	9.19	4.6%	-	278%	216%	
新華保險	1336	45.55	76.7%	0.92	10.71	4.40	11.43	4.9%	-	273%	-	
中國平安	2318	40.43	46.2%	1.70	21.47	11.04	11.22	4.9%	96.1%	230%	217%	
中國太保	2601	29.96	59.0%	1.24	9.89	(0.19)	8.33	4.7%	98.7%	245%	243%	
人保集團	1339	3.34	81.6%	2.67	13.62	5.33	5.48	5.4%	-	176%	242%	
中國太平	966	25.09	63.5%	4.80	19.57	7.03	4.17	4.0%	98.8%	244%	181%	
人保財險	2328	-	-	1.13	8.82	8.96	8.08	-	95.5%	-	242%	
眾安在線	6060	-	-	(3.1)	(4.3)	(4.3)	1.39	3.3%	129.3%	-	1135%	
中再保	1508	1.80	73.0%	2.31	8.23	1.73	4.22	5.7%	98.2%(P)	211%(Re)	200%(Re) 278%(P)	
<b>優勝者</b>				人保集團	太平	平安	平安	新華	中再保	人保財險	中國人壽	眾安

(P):原保;(Re):再保

來源:公司、農銀國際證券

圖表 3:原保險保費收入

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

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

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

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

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

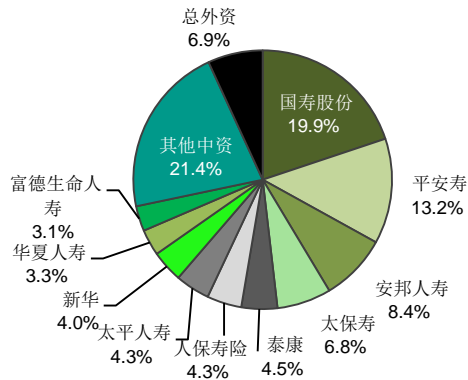
<sup>5</sup> 中國人壽(2628HK)持有 40%中國人壽財險

<sup>6</sup> 中國再保險(1508HK)擁有 93.18%的中國大地財險

來源:中國保監會、農銀國際證券

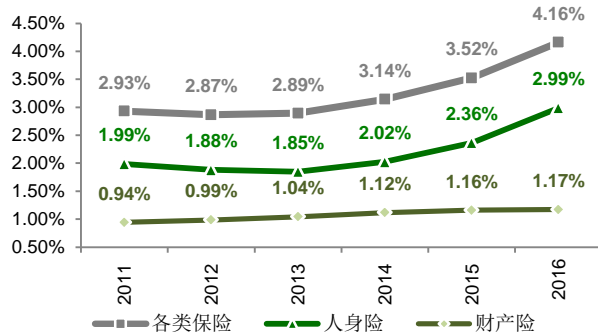


圖表 4:10 大壽險公司(由原保費收入來衡量)(1-9/2017)



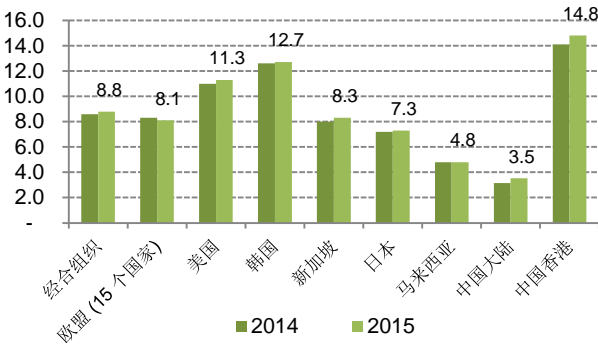
來源:中國保監會、農銀國際證券

圖表 6:保險深度(GDP 佔比)



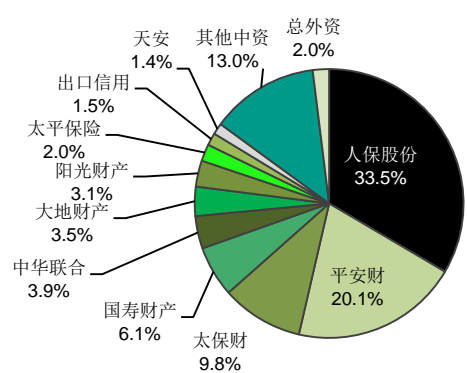
來源:中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

圖表 8:保險深度(GDP 佔比)



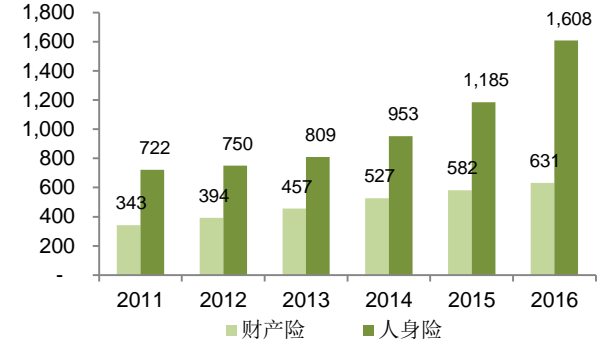
來源:經合組織、中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

圖表 5:10 大財產保險公司(1-9/2017)



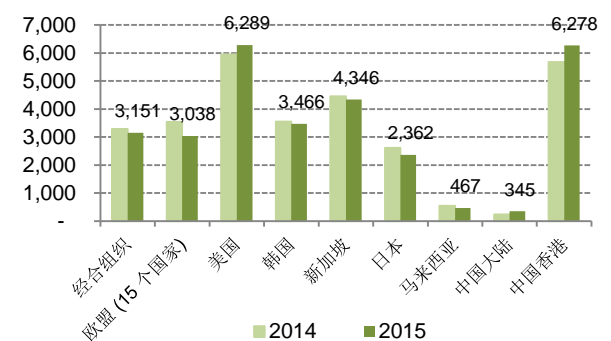
來源:中國保監會、農銀國際證券

圖表 7:保險密度(人均人民幣)



來源:中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

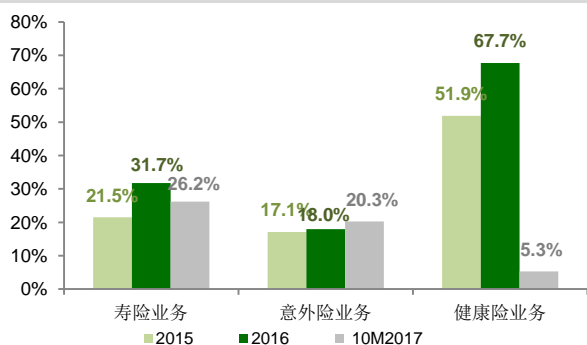
圖表 9:保險密度(人均美元)



來源:經合組織、中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

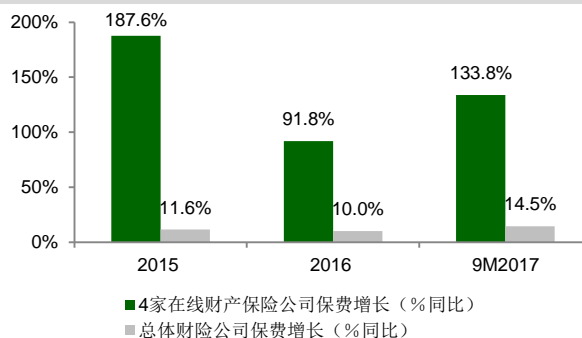


### 圖表 10:壽險原保險保費收入同比增長(%)



來源:中國保監會、農銀國際證券

### 圖表 11:產險原保險保費收入同比增長(%)



來源:中國保監會、農銀國際證券

### 圖表 12: 行業估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司	股票代碼	評級	股價(港元)	股價/內含價值(x)	FY17E 市盈率(x)	FY18E 市盈率(x)	FY17E 市淨率(x)	FY18E 市淨率(x)	FY17E 股息率(%)	FY18E 股息率(%)	FY17E ROAE(%)	FY18E ROAE(%)
中國人壽	2628HK	持有	24.00	0.90	22.32	18.94	1.80	1.67	1.55	1.82	8.36	9.13
新華保險	1336HK	買入	39.80	0.83	17.02	13.60	1.68	1.50	1.69	1.96	10.27	11.66
中國平安	2318HK	買入	52.25	1.30	12.39	10.95	1.86	1.62	1.66	1.88	15.60	15.78
中國太保	2601HK	持有	32.00	1.02	17.71	15.23	1.75	1.62	2.80	3.16	10.33	11.08
人保集團	1339HK	持有	3.28	0.85	7.76	7.16	0.85	0.76	0.81	0.81	11.61	11.25
中國太平	966HK	-	19.86	0.70	12.85	11.06	1.16	1.04	0.47	0.61	9.43	9.93
中國財險	2328HK	買入	13.04	-	8.22	7.56	1.25	1.10	2.83	3.14	17.44	15.44
中再保險	1508HK	持有	1.73	0.83	10.58	9.28	0.84	0.78	3.39	3.66	8.20	8.74

來源:彭博、公司、農銀國際證券預測



## 中國證券業 投資銀行業務穩步向前

- 在 1H17 年的市場調整後，我們預計未來 12-18 個月的行業前景將穩定下來，因為近幾個月來的股市成交和債券發行正在回升
- 投資銀行業務在債券發行復蘇過程中逐步復蘇，長期應繼續受益於結構性上漲趨勢，因“十三五”期間，政府致力於推動資本市場的直接融資
- 長線看好中信建投(6066HK)及廣發(1776HK)，因其投資銀行業務和資產管理業務風險的代表性

**1H17 業績回顧。**在 1H17，行業收入和利潤分別下降了 9% 和 11%，主要由於 A 股市場的放緩。行業 ROE 也從 2016 年的 8.0% 下降到 1H17 年的 6.5%。

**走出低谷。**總的來說，我們預計未來 12-18 個月的經紀行業前景將會漸趨改善。我們總體預期 2017-18 年行業 ROE 為高單位數，而部份券商如中信建投應該繼續享受高於平均水平的 ROE。

**投行業務恢復中。**自 4Q16 以來，政府加大了對債券發行的控制力度，導致發行量大幅下降。因此，1H17 直接融資僅佔社會總融資的 1%。但是，三季度直接融資大幅回升，佔社會融資總額的 15%。這表明投資銀行業務環境正在好轉。

**直接融資興起。**我們仍然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。總的來說，直接融資佔 2016 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。

**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。

**A 股成交趨勢。**A 股日均成交額在近幾個月大致回升，從 2017 年 1 月的人民幣 3,755 億元升至 3Q17 的 5,100 元人民幣。與此同時，2H17 的基數較低(A 股日均成交在 2H16 為人民幣 5,100 億元，比 1H16 的 5,290 億元低)，應有利於未來幾個月的經紀業務。

**中信建投(6066HK)和廣發(1776HK)看高一線。**目前中信建投擁有同業中投資銀行業務比重最高的稀缺價值。此外，我們也繼續推薦廣發，因它在資產管理業務方面較強。在 1H17，**中信建投和廣發**在 ROAE 方面表現優於同業。

**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)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。

## 正面

分析員:周秀成

電話:(852)21478809

電郵:stevechow@abci.com.hk

### 主要數據

2018 年預測市盈率均值(x)	12.2
2018 年預測市賬率均值(x)	1.1
2018 年預測股息率均值(%)	2.8

來源:公司、彭博、農銀國際證券預測

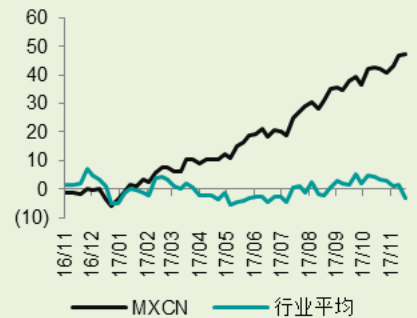
### 行業股價表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	(6.7)	(12.2)
3 個月	(4.4)	(15.3)
6 個月	(1.0)	(25.7)

\*相對於 MSCI 中國

來源:彭博、農銀國際證券

### 1 年行業表現(%)



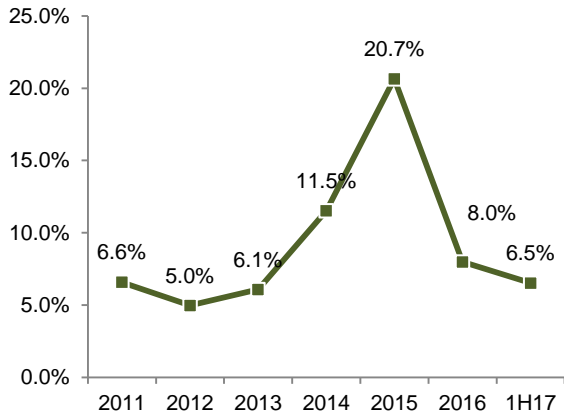
MXCN=MSCI 中國

來源:彭博、農銀國際證券



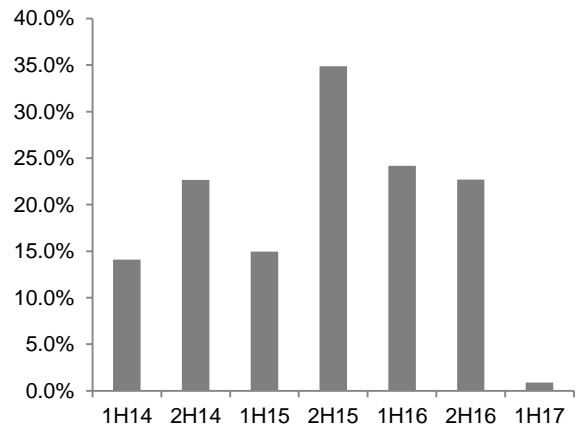


圖表 1:行業平均股本回報率(ROAE)



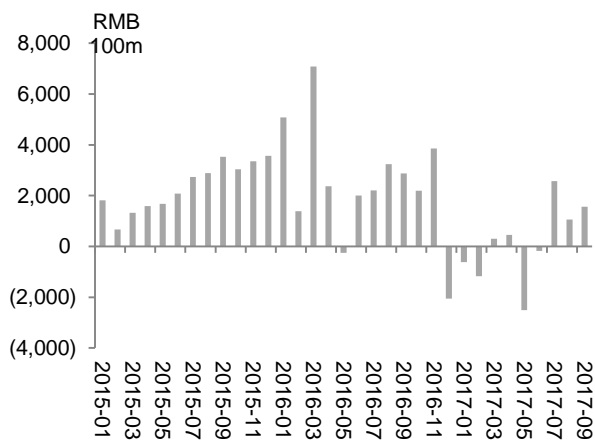
來源:中國證券業協會, 農銀國際證券

圖表 2:直接融資佔總融資的百分比



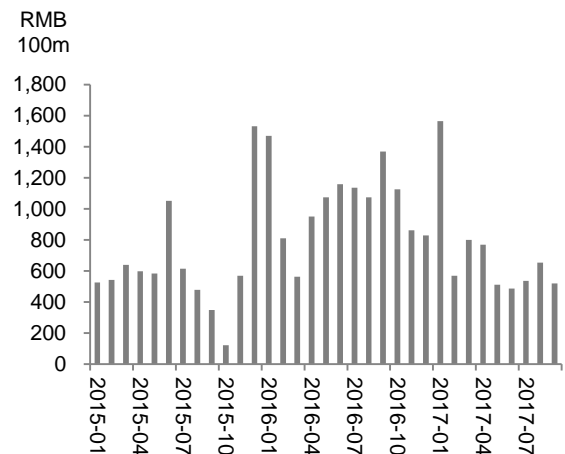
來源:中國人民銀行

圖表 3:企業債券淨融資量



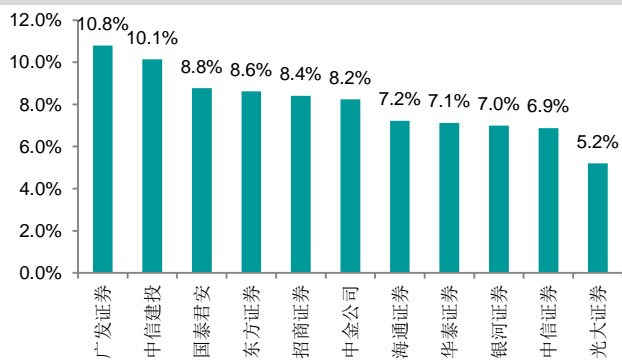
來源:中國人民銀行

圖表 4:非金融企業境內股票融資



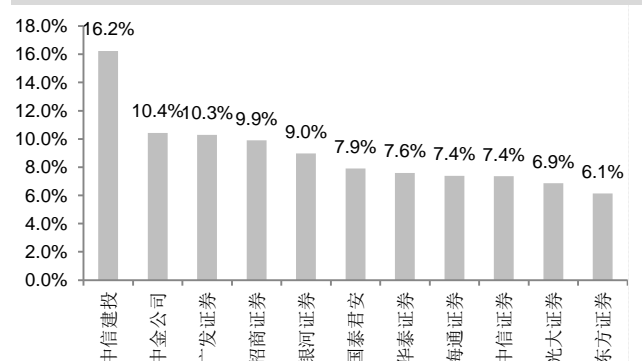
來源:中國人民銀行

圖表 5:ROAE 比較(1H17)



來源:公司,農銀國際證券

圖表 6:ROAE 比較(2016)



來源:公司,農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 7: 行業估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市賬率 (x)	FY18E 市賬率 (x)	FY17E 股息率(%)	FY18E 股息率(%)
中信建投	6066HK	買入	8.4	22%	7.6	6.5	1.0	0.9	3.0	3.5
廣發證券	1776HK	買入	17.5	11%	11.7	10.2	1.2	1.2	2.9	3.3
招商證券	6099HK	買入	13.6	11%	12.0	10.1	1.1	1.1	3.2	3.7
東方證券	3958HK	持有	7.7	3%	14.0	11.1	0.9	0.9	2.4	2.9
國聯證券	1456HK	持有	4.1	5%	11.2	10.1	0.8	0.8	3.0	3.4

來源:公司、農銀國際證券預測



## 中國地產業

### 2018 年盈利將繼續快速增長

- 預售價格上升將驅使毛利率持續改善;我們覆蓋的中國開發商 2018 年核心利潤將預期錄得平均 28%的同比增長
- 租售並舉為政府新的關鍵舉措;擁有具規模租賃業務的開發商有望提升市場佔有率
- 物業管理業務有可能成為新的增長動力
- 我們對中國房地產業維持正面。大型上市開發商，如恒大(3333HK)和融創(1918)等將受惠市場整合趨勢

**2018 年毛利率和盈利將持續改善。**因平均售價上升，主要香港上市中國開發商的毛利率從 1H16 的 26.6%回升至 1H17 的 31.5%。鑒於 10M17 的預售均價同比上漲 11%，我們預計 2018-19 年毛利率將上升。另外，主要上市開發商 10M17 預售額同比上漲 45%，而我們預計相當大的比例將在 2018 年入帳。在利潤率明顯改善和入帳收入上升的情況下，我們覆蓋的開發商核心盈利(不包括恒大和融創)將預計在 2018 年同比上漲 28%(2017 年:同比上漲 37%)。上半年平均淨負債率環比上漲 19.6 個百分點至 85.0%。不包括融創(1918HK)和恒大(3333HK)等兩家上半年債務增幅較大的企業，淨負債率環比上漲 8.9 個百分點至 68.7%。儘管政策收緊，開發商仍在擴大土地儲備。特別是預售額大幅攀升(10M17:同比上漲 142%)的融創表示，超過 71%的土地儲備是通過並購購買的。由於銀行依然為開發商提供並購貸款，我們認為市場整合的趨勢將持續下去，大公司的淨負債率將短期難以回落。我們預計香港上市的開發商的 2018 年銷售目標將有 5-10%同比增長(而我們的全國新房銷售預測同比下降 5-10%)。由於限購政策並沒有出現減退的跡象，我們預計 2018 年預售均價將持平，增長將主要來自建築面積的推動。

**租售並舉為政府新的關鍵舉措。**在第 19 屆全國人民代表大會上，租售並舉被列為新的房地產政策重點。租售並舉的方向是通過減少投機性購買和增加租賃需求來促進健康的租賃市場。根據個人的財務狀況，市民可以通過租賃或購買滿足住房需求。根據中原地產在二手住宅市場的數據，截至 2017 年九月一線城市的租金指數較 2004 年上升 77-138%，但租金收益率僅為 1.39-1.63%(2004 年為 3.95-7.37%)，房地產價格上漲的速度要快得多。鑒於目前 1-2%的租金收益難以支付融資成本(五年期基準利率為 4.9%)，業主對出租物業去獲取收益的激勵有限。相反，我們相信大部分物業投機者會把物業空置，直至出售獲利。除非政府提供更多的激勵措施來鼓勵個人投資者買房收租，否則只能透過增加租賃土地供應來提高租金回報。隨著出租房屋土地供應的增加，土地成本可能會下降，開發商的開發成本也會降低。我們認為，金茂(817HK，買入)，龍湖(960HK，未評級)，華潤置地(1109HK，未評級)租金收入佔比高的發展商將受益於租賃市場的發展。另一方面，採用高資產周轉模式的開發商，對於租賃物業開發經驗有限，可能會失去市場份額。

**物業管理業務可能成為新的增長動力。**租售並舉政策最終可能會使開發商把注意力集中在經常性收入上，例如租金和物業管理收入等。據中國指數研究院統計，物業管理行業的管理建築面積達 185 億平方米，同比增長 6%。隨著市場的整合，大型物業管理公司的增長速度將會加快。前 10 位物業管理公司的市場份額從 2013 年的 4.9%上升到 2016 年的 10.2%;其 2016 年平均管理總建築面積及收入亦分別同比上升 41.3%及 41.6%至 1.18 億平方米及人民幣 31.4 億元。我們認為主要大型開發商的物業管理子公司，將能夠從母公司獲得大量項目，因此特別受益。物業管理行業一直受到勞動力成本上升的壓力，因為物業管理合同續約時一般只能小幅增加管理費。但是，隨著智能手機滲透率的上升，物業管理公司的 O2O 業務帶來可觀的利潤增長。

## 正面

分析員:董耀基

電話:(852)21478311

電郵:kennethtung@abci.com.hk

### 主要數據

2018 年預測市盈率均值(x)	5.9
2018 年預測市賬率均值(x)	0.9
2018 年預測股息率均值(%)	6.3

來源:公司、彭博、農銀國際證券預測

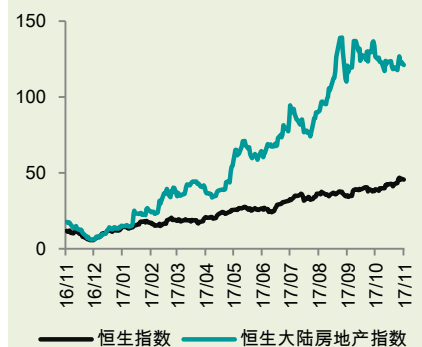
### 行業股價表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	(5.3)	(11.4)
3 個月	20.0	11.0
6 個月	44.4	27.9

\*相對於恒生指數

來源:彭博、農銀國際證券

### 1 年行業表現(%)



來源:彭博、農銀國際證券



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

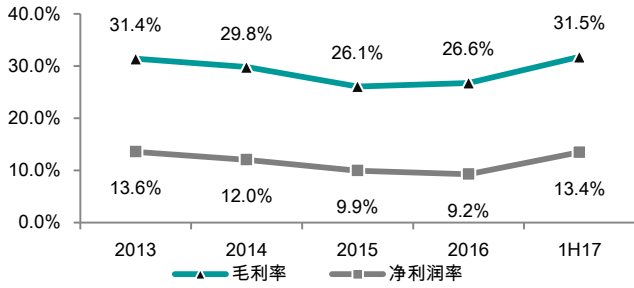
2016 年，前 100 名物業管理公司的增值業務(VAS)平均淨利潤同比增長 48%，而傳統管理業務僅同比增長 3%;前 100 位的增值服務業務(VAS)淨利潤率同比增長了 3.1 個百分點至 16.56%，而傳統管理業務的淨利潤率僅為 5.36%。規模較大的物業管理公司，可以接觸到更多的潛在 O2O 用戶群，因此 VAS 收入將會有較大的增長。

**對中國房地產業維持正面評級,因可能有更多開發商被納入為恒指或國企指數。**我們對中國地產業感到樂觀。碧桂園(2007HK)於 2017 年 12 月 4 日納入恒指。基金經理極有可能增加其在中國房地產行業的投資組合比重。我們相信中國恒大(3333HK)和融創(1918HK)等兩家大型開發商亦可能成為恒指成分股。H 股指數亦將在 2018 年重新洗牌，大型 P 股開發商有望被加入指數當中。我們相信市場將繼續支持大市值上市開發商，特別是在行業整合的時候。我們建議:(1)買入中國恒大(3333HK)，因其子公司恒大地產在第三輪增資後，淨負債率有望大幅減少;(2)買入融創(1918HK)，因為縱使行業年底銷售放緩，其預售情況依然大幅增長並好於預期。對於中小盤股，我們偏愛低估值及高股息率的開發商如時代(1233HK)、禹洲(1628HK)和旭輝(884HK)。

**風險因素:**1)發行新股的風險;2)進一步的政策收緊;3)通過並購獲得土地可能導致行政開支上升;4)利率及外匯風險;4)出租房屋政策可能影響開發商的土地儲備補充;5)境內融資環境更加惡化;6)擴展到非地產業務。

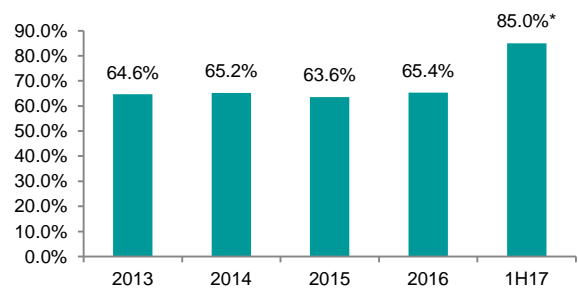


### 圖表 1:香港上市的中國開發商毛利率趨勢



來源:公司數據、農銀國際

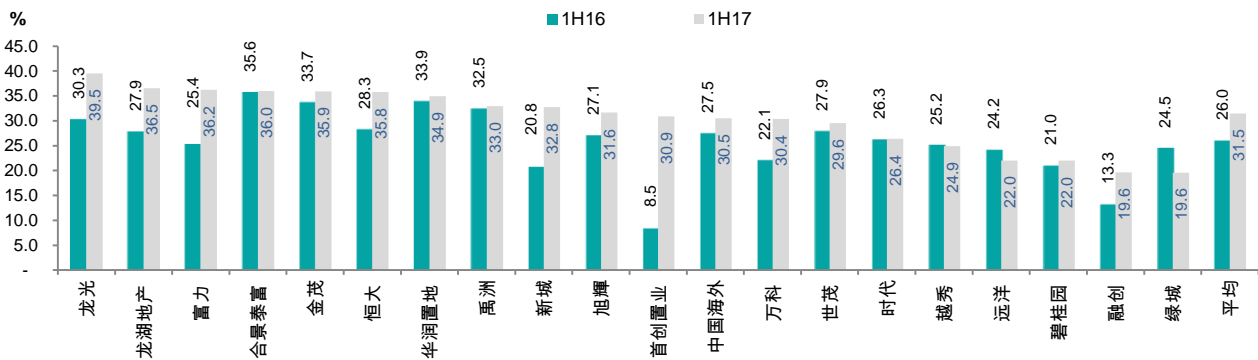
### 圖表 2:香港上市的中國開發商淨負債率



\*如不計恒大及融創, 1H17 淨負債率為 68.7%

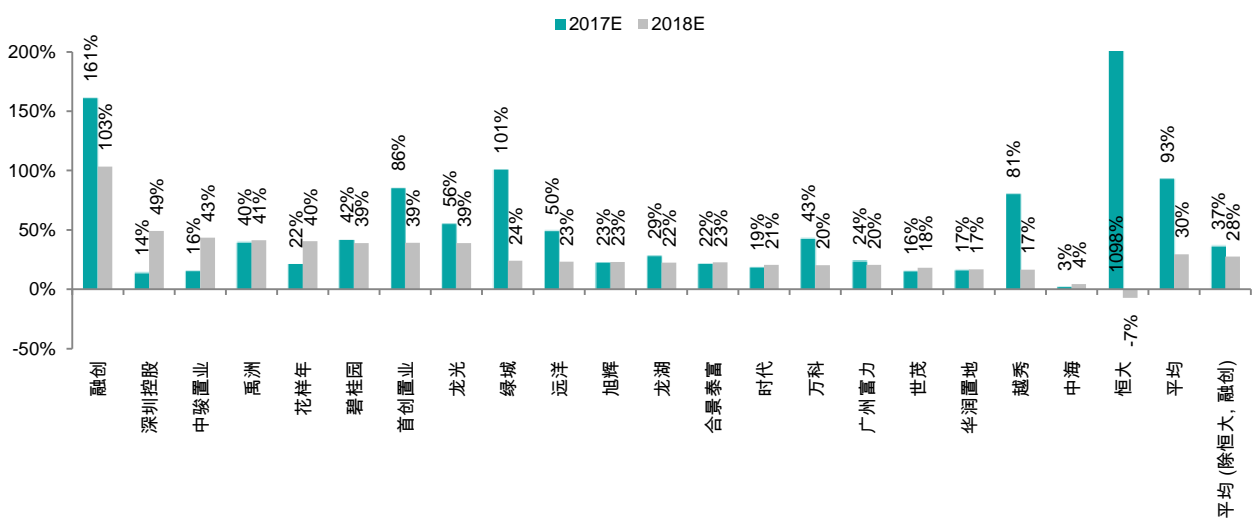
來源:公司數據、農銀國際

### 圖表 3:香港上市的中國開發商的毛利率



來源:公司數據、農銀國際

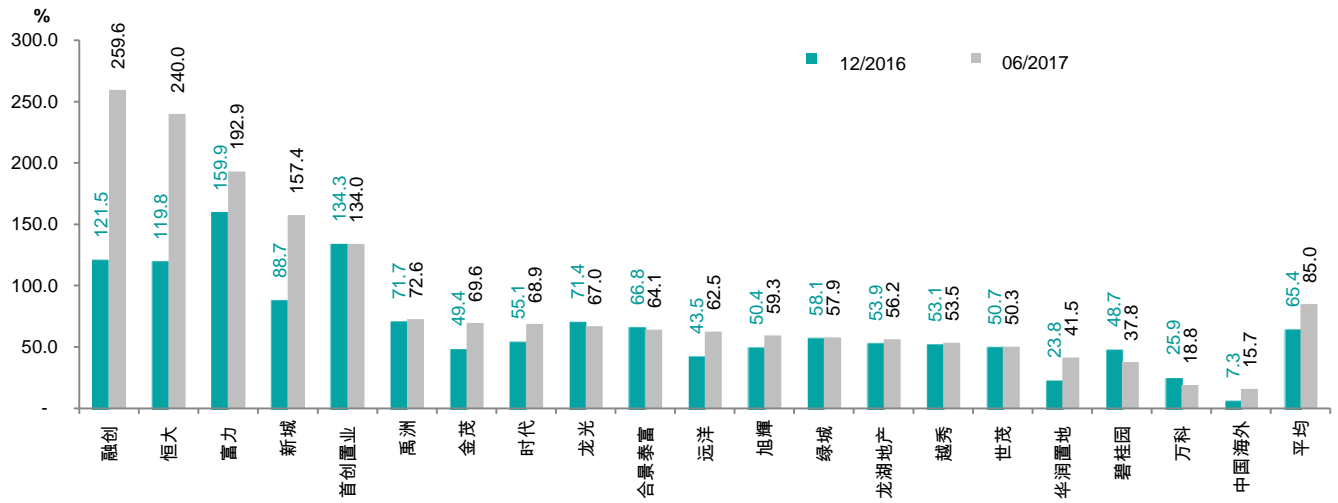
### 圖表 4:2017-18 年度核心盈利增長預測



來源:公司數據、農銀國際

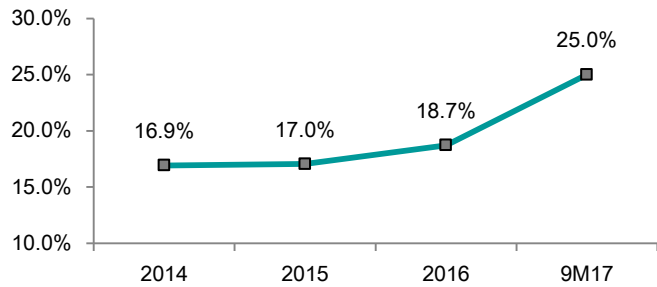


圖表 5:香港上市中國開發商的淨負債率



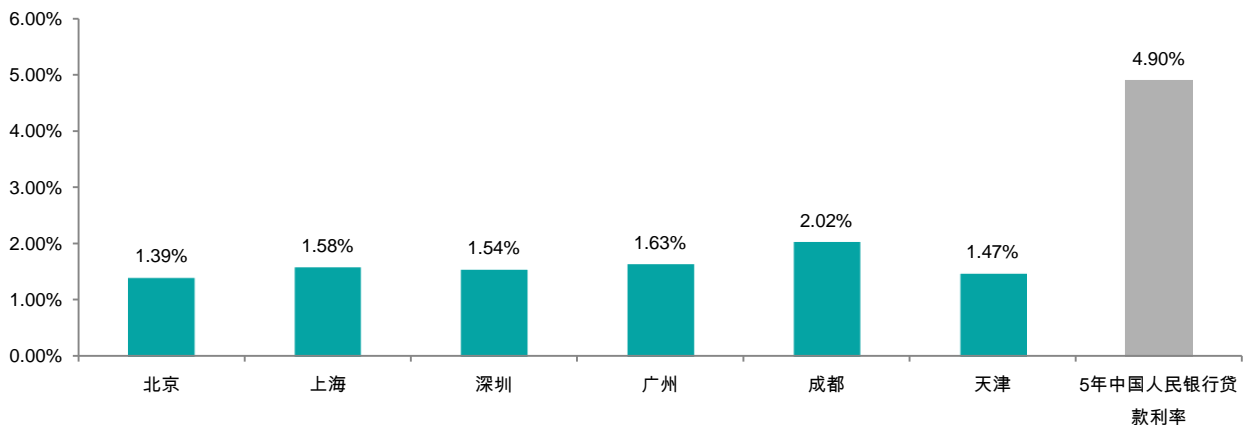
來源:公司數據、農銀國際

圖表 6:10 大中國開發商的市場份額



來源:公司數據、農銀國際

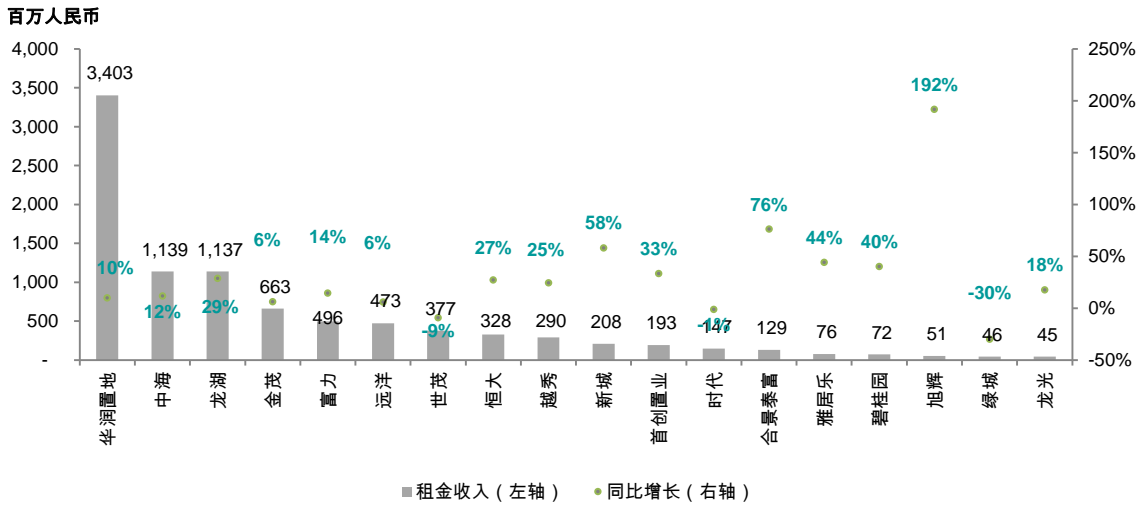
圖表 7:一線城市租金收益率與人民銀行利率(2017年9月)



來源:中原地產、農銀國際

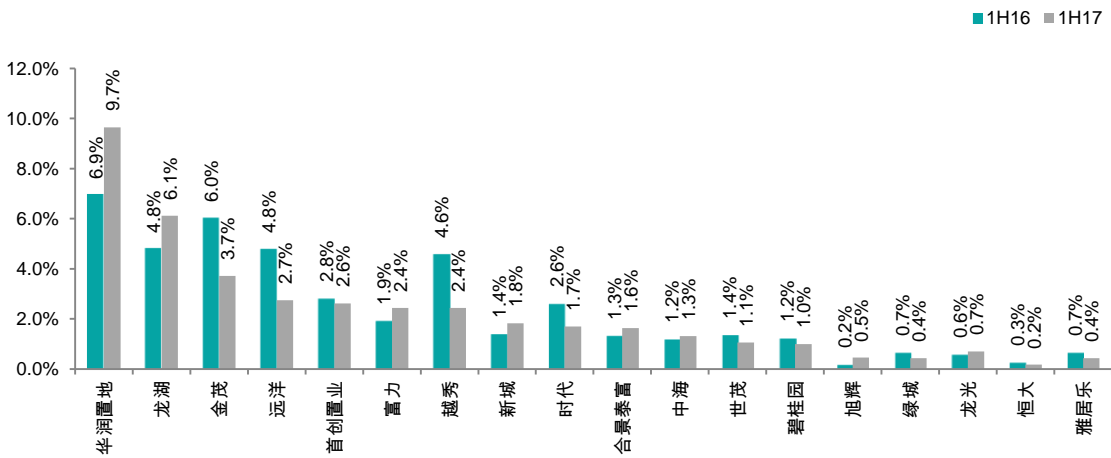


圖表 8:中國開發商的租金收入(1H17)



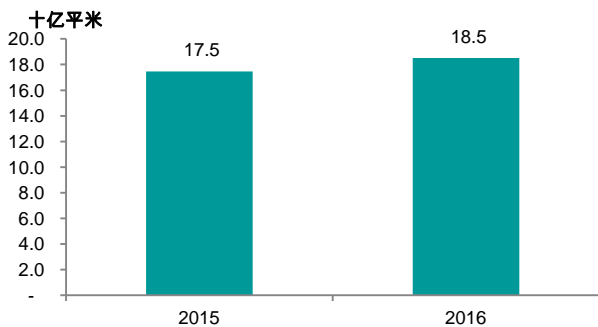
來源:公司數據、農銀國際

圖表 9:租金收入佔總收入的百分比(1H17)



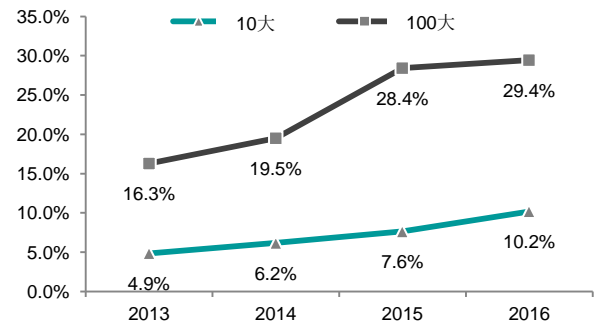
來源:公司數據、農銀國際

圖表 10:物業管理行業的總管理總建築面積



來源:中國指數研究院,農銀國際

圖表 11:按管理總建築面積計算的前 10 大和前 100 大物業管理公司的市場份額



來源:中國指數研究院,農銀國際

**圖表 12:前 100 大物業管理公司的平均管理建築面積和收入(2016 年)**

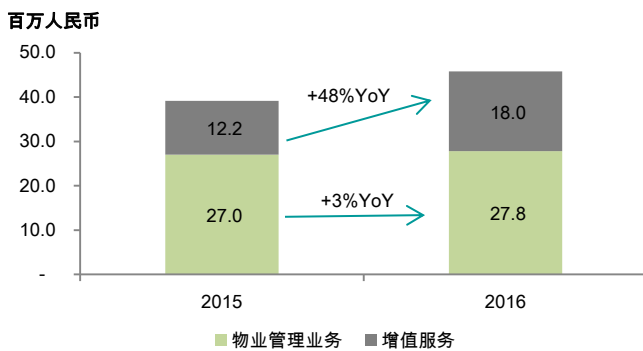
	平均管理建築面積		平均收入	
	百萬平米	同比 %	百萬人民幣	同比 %
前 10 名	188.39	41.3%	3,140	41.6%
前 11-30	37.05	21.1%	1,038	22.0%
前 31-50	16.23	1.5%	399	1.5%
前 51-100	11.47	0.5%	246	0.7%

來源:中國指數研究院,農銀國際

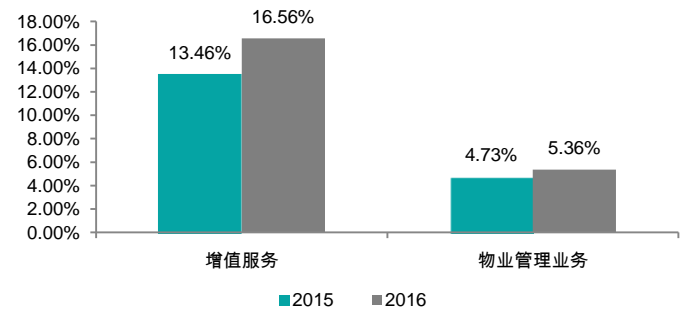
**圖表 13:前 100 大物業管理公司按物業類型的管理費**

(人民幣/平米/月)	2016	2015	同比
辦公室	7.86	7.89	-0.4%
商業	7.04	6.96	1.1%
住宅	2.31	2.24	3.1%
學校	3.38	3.7	-8.6%
醫院	6.87	6.76	1.6%

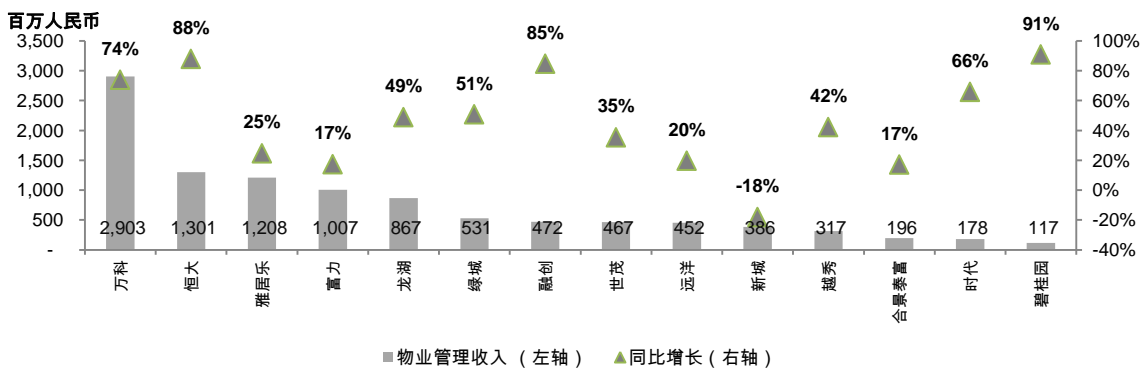
來源:中國指數研究院,農銀國際

**圖表 14:前 100 大物業管理公司的淨利潤**


來源:中國指數研究院,農銀國際

**圖表 15:前 100 大物業管理公司的淨利潤率**


來源:中國指數研究院,農銀國際

**圖表 16:中國開發商的物業管理收入(1H17)**


\*只包括單獨披露物業管理業務的主要在香港上市中國開發商

來源:公司數據、農銀國際



圖表 17:主要中國開發商預售額(10M17)

		10M17					2017Target		目標完成率
		金額	同比	建築面積	同比	均價	同比	目標	
		10 億人民幣	%	000 平方米	%	人民幣/平米	%	人民幣 10	
1	融創	249.0	142	14,351	198	17,348	(19)	300.0	83.0%
2	龍湖地產	140.4	89	9,131	83	15,377	4	150.0	93.6%
3	碧桂園	484.8	79	53,120	60	9,126	11	500.0	97.0%
4	旭輝	78.9	70	4,514	75	17,471	(3)	80.0	98.6%
5	禹洲	32.4	59	1,896	17	17,100	36	40.0	81.0%
6	中國澳園	30.1	56	2,951	34	10,189	17	33.3	90.3%
7	遠洋	55.7	45	2,906	25	19,164	16	70.0	79.6%
8	金茂	41.7	42	1,761	39	23,661	2	51.0	81.7%
9	龍光	34.9	42	1,987	1	17,564	40	37.0	94.3%
10	萬科	432.9	39	29,121	25	14,865	11	na	na
11	世茂	78.6	39	4,685	15	16,780	21	88.0	89.3%
12	保利	237.9	37	17,017	30	13,979	5	na	na
13	恒大	422.3	33	42,473	10	9,943	21	450.0	93.9%
14	時代	31.6	32	1,814	(15)	17,438	55	32.5	97.3%
15	合景泰富	24.9	29	1,559	5	15,976	23	28.0	89.0%
16	越秀	32.0	29	1,843	(10)	17,354	42	33.0	96.9%
17	富力	66.1	25	5,120	27	12,911	(2)	73.0	90.5%
18	華潤置地	112.7	24	7,352	12	15,326	11	120.0	93.9%
19	首創置業	37.9	12	1,907	11	19,853	1	50.0	75.7%
20	綠城	81.9	4	3,420	(14)	23,947	22	90.0	91.0%
21	中國海外	200.6	3	12,422	4	16,149	(1)	210.0	95.5%
22	深控	10.6	(43)	510	(41)	20,827	(4)	19.1	55.6%
	<b>總共</b>	<b>2,981.3</b>	<b>45</b>	<b>227,158</b>	<b>31</b>	<b>13,124</b>	<b>11</b>	<b>2,520</b>	<b>91.7%</b>

\*港幣

來源:公司數據、農銀國際

圖表 18:行業估值(數據截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名稱	代碼	現時評級	目標價(港元)	上升潛力(%)	FY17E 市盈率(x)	FY18E 市盈率(x)	FY17E 市賬率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY17E 股息率(%)	FY18E 股息率(%)
恒大	3333	買入	35.80	27%	9.5	10.3	4.9	3.9	-	4.9
融創	1918	買入	42.20	9%	31.8	15.6	4.5	4.0	1.3	2.6
時代	1233	買入	11.20	54%	5.2	4.3	1.1	0.9	5.8	6.9
禹洲	1628	買入	6.90	77%	4.4	3.1	0.9	0.8	7.5	11.3
旭輝	884	買入	5.90	34%	7.1	5.8	1.4	1.2	4.7	4.9
龍光	3380	買入	8.80	23%	7.1	5.1	1.5	1.3	5.5	6.7
深控	604	買入	4.90	47%	8.2	5.5	0.7	0.6	6.1	9.1
金茂	817	買入	4.55	27%	12.7	8.8	1.3	1.2	5.4	4.5
中國海外	688	買入	34.90	42%	9.6	9.2	1.1	1.0	3.2	3.4
花樣年	1777	買入	1.45	32%	6.9	4.9	0.5	0.4	4.5	6.4
綠景	95	買入	3.10	27%	64.6	14.4	1.9	1.9	1.0	4.3
綠城	3900	持有	11.20	25%	6.8	5.5	0.6	0.6	3.0	3.7

來源:彭博、農銀國際預測



# 中國替代能源業 能源架構重組:刺激長遠增長

- 中國在共產黨第十九次全國代表大會上再次強調國家能源結構將由火電向替代能源轉變
- 中國核電發電量在 2016-20 年年間，將可能錄得 15%的年均複合增長率發展，基本面依然強勁
- 中國風力發電量在 2016-20 年年間將錄得 15%的年均複合增長率
- 我們維持對中國替代能源行業的正面評級。建議買入龍源電力(916HK)

中國共產黨第十九次全國代表大會(十九大)上，再次強調將國家能源結構從火電轉變為替代能源。在十九大會議上，習近平主席指出要壯大清潔能源產業，構建清潔低碳、安全高效的能源體系。中國改變現有能源結構的決心不變，政府將繼續推動清潔能源(包括核能，風能，水能，太陽能等)的發展。火電能源在中國總發電量中的貢獻率從 2006 年底的 84%下降到 2016 年底的 65%與此同時，核電/風電在 2016 年佔總發電量的 4%/4%，而十年前為 2%/0.1%。政府將繼續推進能源改革，這將惠及替代能源行業。

核電的貢獻率從 2001 年的 1%上升到 2017 年的 4%。受益於近年來的強勁增長，核電在中國整體發電量中的貢獻不斷增加。根據中國電力企業聯合會(CEC)的數據，在 2001 年 1 月，核電僅佔全國發電量的 1%。該數字在 2017 年 8 月上升至 3.9%。中國的核電裝機容量將繼續增加，我們預計其對總發電量的貢獻將趨於上升。

中國核電發電量在 2016-20 年年均複合增長率將達到 15%，強勁基本面仍將持續。根據國家能源局(NEA)於 2016 年 11 月 7 日公佈的“電力十三五規劃”，中國的目標是將全國核電裝機容量從 2016 年年底的 34GW 提高到 2020 年年底的 58GW，意味著 2016-20 年的年均複合增長率將達到強勁的 15%。如果我們假設核電的平均利用小時數在今後幾年保持在 6000 小時左右，核電發電量將達到 3660 億千瓦時，2016-20 年的年均複合增長率將達到可觀的 15%。如此強勁的增長對核電運營商來說是一個長期的利好消息。

2016-20 年風電發電量將以每年 15%的速度增長。根據國家發展和改革委員會(NDRC)於 2016 年 12 月發佈的“可再生能源十三五規劃”，中國計劃在 2020 年底前實現風電容量不低於 210GW，相對於 2016 年底的 149GW，將有 41%的增長，而 2016-20 年的年均複合增長率將達到 9%。此外，該計劃還顯示，到 2020 年底，風力發電量將達到至少 4,200 億千瓦時，比 2016 年底的 2490 億千瓦時增長 74%，這意味著 2016-20 年的年均複合增長率將達到 15%。這個目標意味著風電利用小時數需要從 2016 年的 1742 小時提高到 2020 年的 2000 小時。如此大幅增加的發電量將加速風電運營商的盈利。

未來幾年風電電價將可能下調 10%。中國將繼續降低風電電價，使風電成為具有成本競爭力的能源。中國全國平均風電電價已經從 2009 年的人民幣 0.56 元/千瓦時(含增值稅)下降到 2016 年的人民幣 0.53 元/千瓦時。國家發改委於 2016 年 12 月宣佈，2018 年新的風電電價將進一步降至人民幣 0.48 元/千瓦時，比十年前下降 14%。然而，修訂後的風電電價仍將高於富裕地區(例如廣東，上海，浙江等，貧困地區的電價一般會更低)的平均火電電價人民幣 0.43 元/千瓦時。我們認為未來幾年風電電價將再下調 10%左右。風電運營商的主要盈利驅動因素將取決於利用小時數的提高和裝機容量的增長。

## 正面

分析員:吳景荃  
電話:(852)21478869  
電郵:kelvinng@abci.com.hk

### 主要數據

2018 年預測市盈率均值(x)	7.1
2018 年預測市淨率均值(x)	0.8
2018 年預測股息率均值(%)	3.6

來源:彭博、農銀國際證券預測

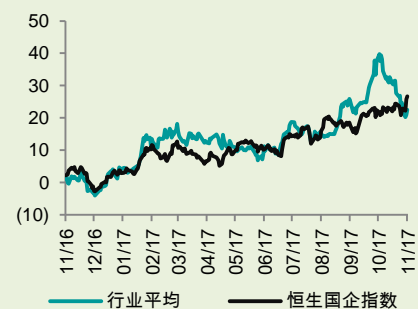
### 行業表現

	絕對值	相對值*
1 個月	(11.9)	(15.5)
3 個月	7.6	2.1
6 個月	11.3	(1.2)

\*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

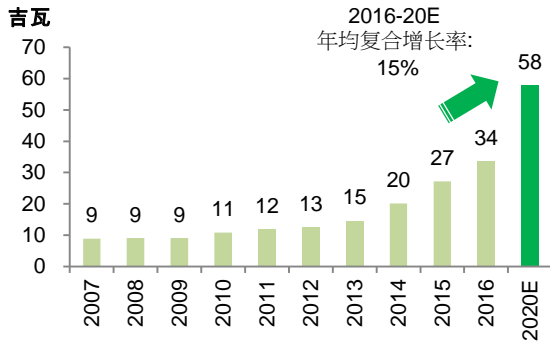
**2022 年展望，能源架構重組將繼續。**從火力發電轉向替代能源發電將繼續。我們估計火電能源在總發電量中的比例將從 2016 年的 65% 下降到 2022 年的不足 60%。與此同時，2022 年核電/風電發電量將從佔 2016 年的 4%/4% 上升到佔總發電量的 5%/6%。在這兩種替代能源之中，我們對核能的興趣比較高，因為它的效率更高。此外，目前核電只佔總發電量的 4%，遠低於發達國家平均水平的 50%。

**替代能源行業評級正面；我們喜歡龍源(916HK)。**我們對核電和風電行業持樂觀態度。對於風電運營商而言，我們偏好**龍源電力**，因為其在市場上的主導地位以及其優質風電資產遍佈全國。

**風險因素:**1)長期風電電價下降將會降低利潤;2)電力需求下降可能阻礙替代能源的發展;3)棄風限電可能會惡化，影響利用小時數;4)與核電有關的安全問題。

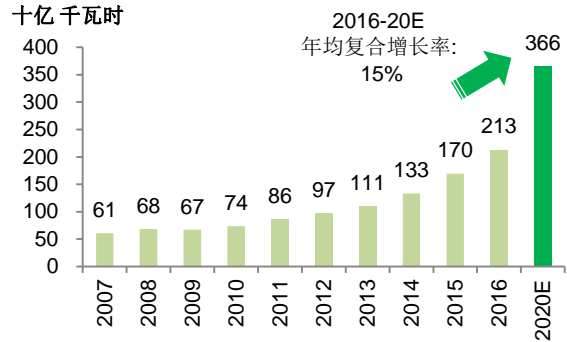


圖表 1:中國的核電裝機容量將在 2016-20 年擴大



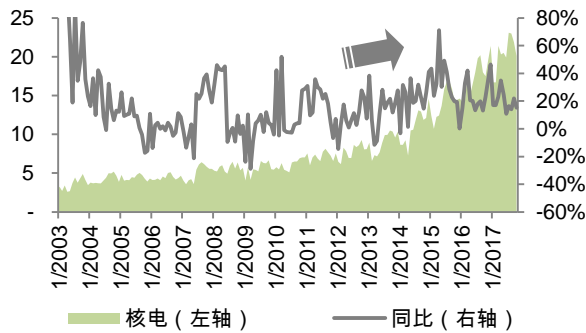
來源:發改委,農銀國際證券預測

圖表 2:中國的核電發電量將在未來幾年出現兩位數的增長



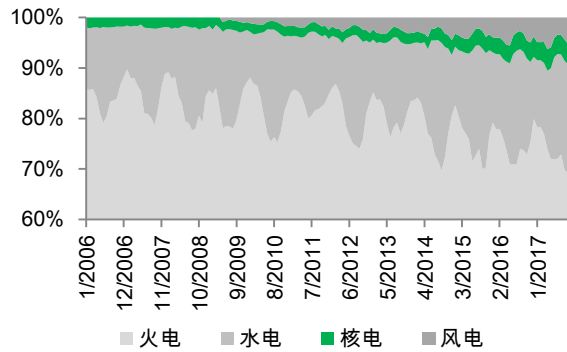
來源:發改委,農銀國際證券預測

圖表 3:中國的月度核電發電量發展勢頭良好



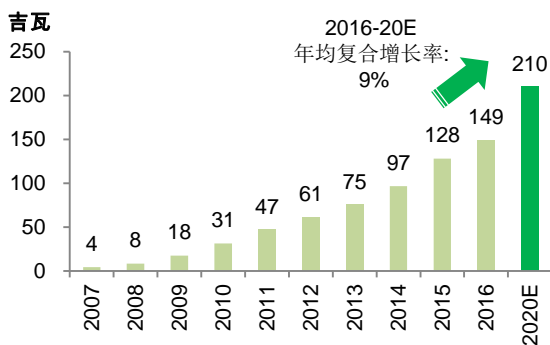
來源:中國電力企業聯合會

圖表 4:核電發電量在中國總發電量中的比重一直在增加



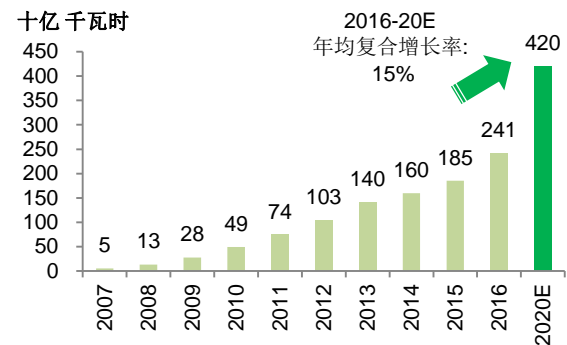
來源:中國電力企業聯合會

圖表 5:中國的風力裝機容量將在 2016-20 年擴大



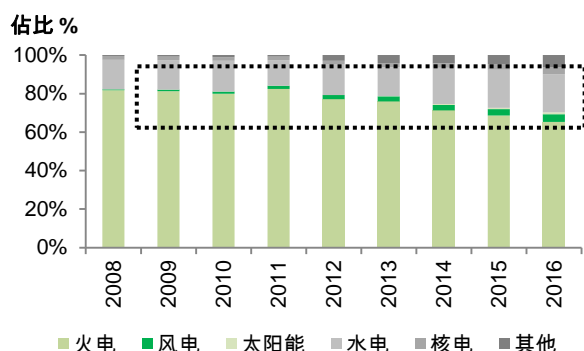
來源:發改委,農銀國際證券預測

圖表 6:中國風電發電量在 2016-20 年將有強勁增長



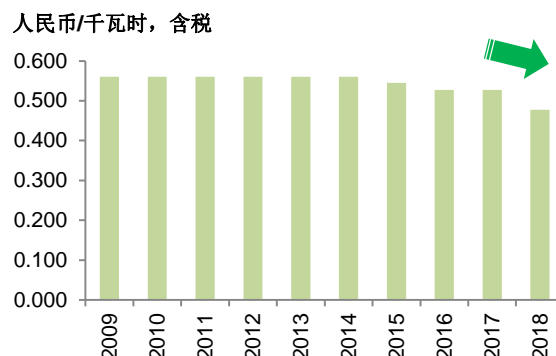
來源:發改委,農銀國際證券預測

圖表 7:中國能源結構中的風電比例一直在增長



來源:發改委

圖表 8:中國風電的全國平均電價將繼續下降



來源:能源局,發改委

圖表 9:核電運營商估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

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

來源:彭博預測、農銀國際證券

圖表 10:風電運營商估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市淨率 (x)	FY18E 市淨率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
龍源電力	916HK	買入	7.50	38.63	9.4	7.9	0.85	0.78	2.2	2.6
華能新能源	958HK	買入	3.00	21.46	6.9	6.1	0.89	0.80	2.2	2.5
大唐新能源	1798HK	持有	0.80	(13.04)	9.4	7.3	0.50	0.47	3.2	4.0
華電福新	816HK	-	-	-	6.5	5.6	0.63	0.57	3.4	4.0
北京京能	579HK	-	-	-	5.9	5.8	0.69	0.63	3.9	4.3
中國綠色新天	956HK	-	-	-	7.6	6.6	0.73	0.67	4.6	5.2
AccionaSa	ANASM	-	-	-	15.3	14.5	1.00	0.97	4.3	4.6
FuturenSa	FTRNFP	-	-	-	113.0	113.0	-	-	-	-
EdpRenovaveis	EDPRPL	-	-	-	31.3	29.5	0.95	0.93	0.9	1.0
GreentechEnergy	GESDC	-	-	-	13.0	11.4	0.41	0.40	5.4	5.4

來源:彭博、農銀國際證券預測



## 中國環境保護業 未來發展前景廣闊

- 中國在共產黨第十九次全國代表大會上重申了對環境保護的重視
- 2018年1月1日起生效的中國新環保稅應是長期利好。私人公共合作(PPP)模式將提升環保運營商的工程總承包(EPC)的收入
- 在2015-2020年期間,我們預計中國城市垃圾焚燒處理量將以13%的年均複合增長率增長;污水處理量將以8%的年均複合增長率增長
- 我們對中國環保行業評級正面。建議買入北控水務(371HK)

中國在共產黨第十九次全國代表大會(十九大)上重申了對環境保護的重視。習近平主席指出,要加快水污染防治,實行流域和沿海水域綜合治理,加強固體廢物和廢水處理,提高污染物排放標準。我們認為政府將進一步收緊排放標準,刺激對環保設施和服務的需求。

**新環保稅是一個長期利好。**中國收緊環保政策將有利於環保運營商。政府在2016年12月23日宣佈將實施“中國環境保護稅法”,對所有排放污染企業實行徵稅。根據新的稅法,從2018年1月1日起,所有的污染源都將被徵收稅款,包括大氣污染物,固體廢物,廢水和噪音。政府希望以稅款代替收費,以便增加法律義務,因為以往環保費的支付動機很低,不交環保費並不被視為違反法律。因此,新的稅法應該有助於改善環保經營者的現金流,但實施細則和稅收是否用於補貼廢物處理經營者尚未披露。

**私人公共合作模式(PPP)將提高工程總承包(EPC)收入。**政府可能會鼓勵城市公共設施展開私人公共合作(PPP)模式來降低地方政府的財政負擔,吸引私人資本。城市環保運營(包括焚燒和污水處理)通常產生強勁的現金流,對於長期投資者來說是一個很好的投資標的。PPP的商業模式將吸引更多的私人資本,拉動建築需求。我們相信環保運營商的工程總承包(EPC)業務將在2018年有可觀增長。

**城市垃圾焚燒能力將以19%的年均複合增長率增長,焚燒垃圾量在2015-2020年以13%的年均複合增長率增長。**垃圾焚燒處理住宅固體廢物比垃圾填埋更佳,因為有助於減少土壤和地下水污染。根據國家發改委於2016年12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”,中國目標將城市垃圾焚燒比例從2015年底的34%提高到2020年末的超過50%。2016年9月,國家發改委發佈了“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)”,目標是將城市垃圾焚燒能力由2015年底的每日21.6萬噸提高至2020年末的每日52萬噸,意味著141%的大幅躍升或2015-20年5年間的19%強勁的年均複合年增長率。假設城市人均居民生活垃圾產生量在2015-20年間將以每年1%的速度增長(2010-15年的年均複合增長率為1.1%),城市化率的提高和全國人口增長(預計到2020年城鎮化率將達到60%,全國人口將從2015年底的13.8億增加到2020年的14.5億),城市生活垃圾的總量將從2015年底的1.92億噸增加到2020年底的2.28億噸,通過焚燒處理的廢物將從2015年底的0.61億噸猛增至2020年底的1.14億噸,2015-20年期間將增長87%或年均複合年增長率為可觀的13%。對城市焚燒業務的需求日益旺盛,將為運營商的盈利提供強有力的支持。

**2015-20年城市污水處理量的年均複合年增長率將達到8%,將創造有吸引力的機會。**隨著城鎮化進程的加快和政府提高城市污水處理率的努力,未來幾年城鎮污水處理總量將大幅增長。假設城市化率在2020年末為60%,城鎮廢水處理率為95%,而人均生產廢水的增長率在2015-20年期間為年均4%(2010-15年人均產生的廢水年均增長4%),廢水總處理量將達到700億噸,比2015年末增加48%(約470億噸),2015-20年年均複合增長率將達

## 正面

分析員:吳景荃  
電話:(852)21478869  
電郵:kelving@abci.com.hk

### 主要數據

2018年預測市盈率均值(x)	10.3
2018年預測市賬率均值(x)	1.7
2018年預測股息率均值(%)	2.4

來源:彭博、農銀國際證券預測

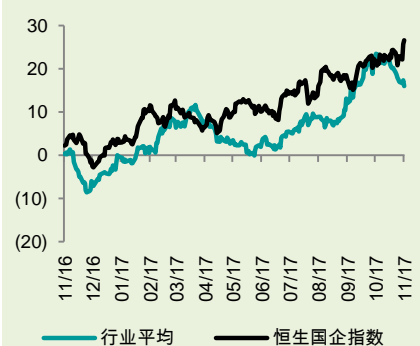
### 行業表現

	絕對值	相對值*
1個月	(5.6)	(9.2)
3個月	7.4	1.9
6個月	13.8	1.2

\*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

到 8%。我們相信城市污水處理運營商將從城市快速發展中受益。

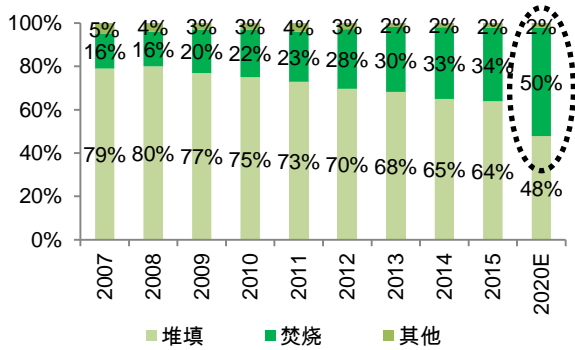
**關注優質公司。**隨著城市固體廢物和污水處理設施的迅速擴張，市場的重點可能將從產量轉向質量的運營商。隨著一二線城市人口的不斷增長，這些主要地區的垃圾處理經營者(固體廢物或廢水處理)將跑贏較不富裕地區的同業。

**行業展望正面;維持對北控水務(371HK)的買入評級。**隨著城市化進程的加快和生活水平的不斷提高，將會刺激對廢水和固體廢棄物處理行業的需求，我們因此看好環保行業。我們喜歡**北控水務(371HK)**，因為其在污水處理行業的領先地位，以及其供水能力的增強也將推動盈利增長。

**風險因素:**1)空氣污染問題可能會阻礙焚化爐的建設;2)高淨負債率可能會損害資產負債表;3)地方政府債務上升可能影響環保設施的資金投入和擴建。

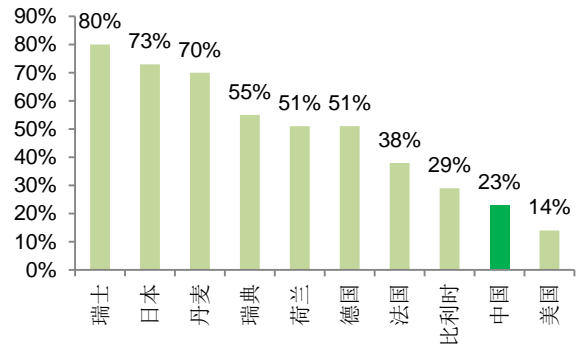


### 圖表 1:中國目標是提升城市垃圾焚燒處理的比例



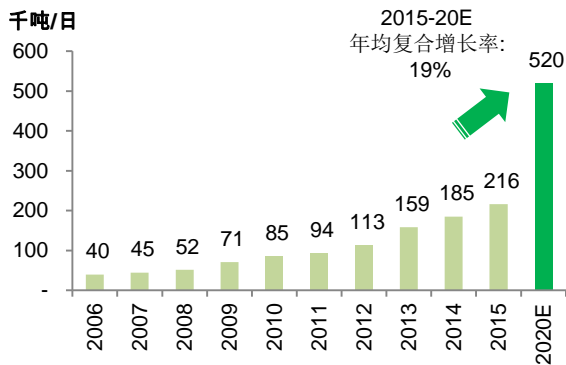
來源:發改委、農銀國際證券預測

### 圖表 2:國際上經焚燒處理的住宅固體廢物佔總廢物處理量的比例(2011年):中國仍有較大增長空間



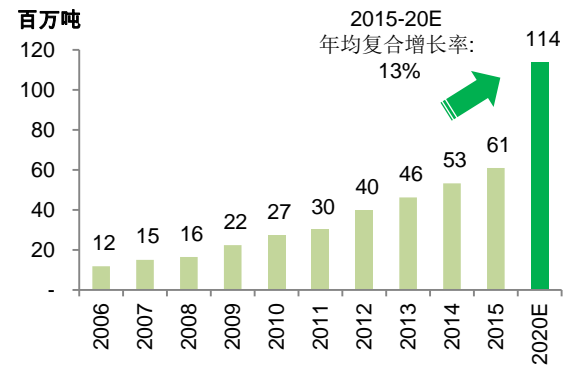
來源:cb.com.cn

### 圖表 3:中國的垃圾焚燒能力在未來幾年會迅速增長



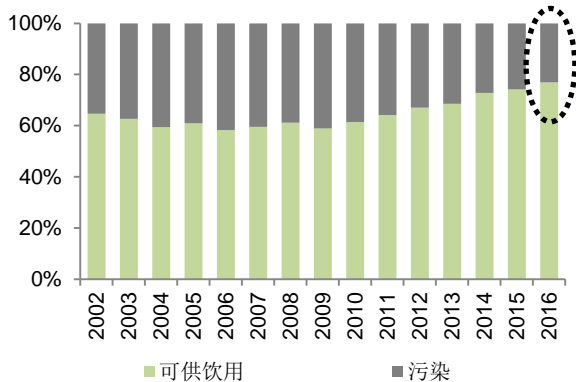
來源:發改委、農銀國際證券預測

### 圖表 4:中國城市生活垃圾焚燒處理將穩步上升



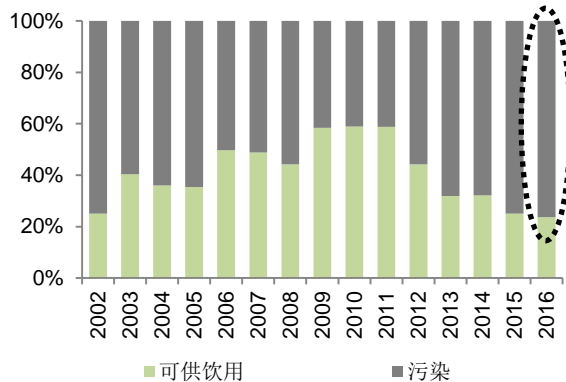
來源:發改委、農銀國際證券預測

### 圖表 5:中國的河流污染情況正在好轉



來源:環保部、水利部

### 圖表 6:中國的湖泊污染有惡化情況

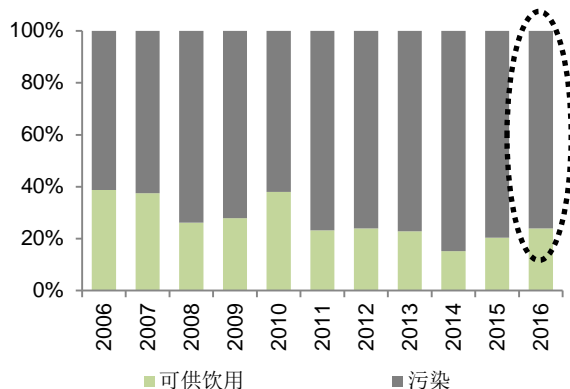


來源:環保部、水利部



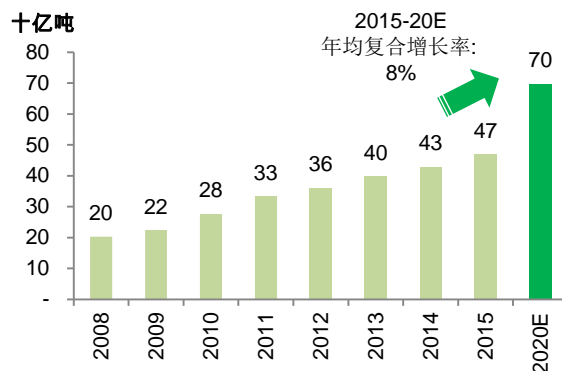


### 圖表 7: 中國地下水污染正在惡化



來源: 環保部、水利部

### 圖表 8: 2015-2020 年中國城市污水處理量將以 8% 的年均複合增長率擴張



來源: 發改委、農銀國際證券預測

### 垃圾焚燒運營商估值(截至 2017 年 11 月 24 日的數據)

公司名稱	代碼	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市淨率 (x)	FY18E 市淨率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
光大國際	257HK	13.5	11.2	2.4	2.1	2.4	2.9
粵豐環保	1381HK	18.8	14.9	2.6	2.2	0.7	0.9
首創環境	3989HK	28.7	9.9	1.1	1.0	-	-
北京控股環境	154HK	-	-	-	-	-	-
綠色動力環保	1330HK	8.1	6.7	1.2	1.0	2.2	2.6
凱迪生態環境	000939CH	-	-	-	-	-	-
AsahiHoldingsInc	5857JP	8.1	7.8	1.3	1.2	3.0	2.9
DaisekiCo	9793JP	-	-	-	-	-	-
RepublicServices	RSGUS	26.1	24.1	2.7	2.7	2.1	2.2
WasteConnections	WCNUS	32.4	29.4	3.0	2.8	0.7	0.8
CleanHarbors	CLHUS	138.6	53.6	2.7	2.5	-	-
WasteManagement	WMUS	25.1	23.1	6.5	3.1	2.1	2.2
WasteConnections	WCNCN	32.3	29.4	3.0	2.8	0.7	0.8

來源: 彭博預測、農銀國際證券

### 污水處理運營商估值(截至 2017 年 11 月 24 日的數據)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲空間 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市淨率 (x)	FY18E 市淨率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
北控水務	371HK	買入	7.60	21.41	13.4	10.7	2.8	2.4	2.5	3.1
中涓環保	1363HK	-	-	-	11.3	9.6	1.9	1.6	2.0	2.2
天津創業環保-H	1065HK	-	-	-	10.9	10.3	1.1	1.0	1.8	1.8
中國水務	855HK	-	-	-	9.6	8.1	1.6	1.5	2.2	2.5
重慶水務	601158CH	-	-	-	18.0	19.9	2.5	2.4	5.1	4.9
天津創業環保-A	600874CH	-	-	-	37.0	35.0	3.7	3.4	0.5	0.5
北京碧水源	300070CH	-	-	-	20.9	16.4	3.0	2.5	0.5	0.6
北京萬邦達環保	300055CH	-	-	-	44.2	27.9	3.0	2.7	-	-
黑龍江國中水務	600187CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-
北京首創	600008CH	-	-	-	36.5	32.6	2.5	2.3	1.7	1.9
ManilaWater	MWCPM	-	-	-	10.9	10.1	1.3	1.2	3.0	3.2
TtwPcl	TTWTB	-	-	-	18.2	17.3	4.3	4.2	5.2	5.4
EasternWaterResources	EASTWTB	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AquaAmerica	WTRUS	-	-	-	26.9	25.5	3.2	3.1	2.2	2.4
AmericanStatesWater	AWRUS	-	-	-	32.8	31.5	4.0	3.7	1.8	1.9
CaliforniaWaterService	CWTUS	-	-	-	33.1	31.4	3.0	2.7	1.6	1.7

來源: 彭博、農銀國際證券預測



## 中國互聯網媒體和消費商務業

### 強者越強

- 我們相信騰訊(700HK)和阿里巴巴(BABA US)應該在金融科技的普及中受益最多，因為大部分金融科技技術都需要利用其數據庫進行產品開發和風險管理
- 騰訊的增長動力，尤其是網絡遊戲的增長勢頭在近幾個季度加快，反映其各社交平臺的貨幣化進程有所改善
- 阿里巴巴的業務組合逐漸從交易型傭金收入改善為增值服務收入。此外，其雲業務可能會成為下一個後起之秀

騰訊(700HK)和阿里巴巴(BABA US)將在金融科技上升趨勢中受益最多。金融科技企業正在利用大數據和人工智能等新技術，創造更符合客戶需求的創新產品及服務，尤其是針對那些熱愛高科技的 80/90 後客戶。這些創新產品及服務包括網上購物退貨險，微型消費貸款等。在這金融科技的大趨勢下，我們認為騰訊和阿里巴巴(通過螞蟻金服)等主要大數據擁有者應該從中受益最多，因為大多數金融科技技術，如大數據和人工智能需要利用消費者的購物，瀏覽等在線行為數據，以進行產品開發，營銷和風險管理。

騰訊-加速貨幣化。騰訊的收入增長率已從 4Q16 的 44% 上升至 3Q17 的 62%，反映其 QQ，微信等多個平臺的貨幣化速度加快。由於“王者榮耀”的強勁表現，其手機遊戲業務尤其理想。我們認為即將推出的新遊戲“光榮使命”和“絕地求生”為下一個重磅遊戲，因為近幾個月來這類生存射擊遊戲越來越受歡迎。此外，騰訊最近宣佈了一項“三個一百億”戰略，其中包括對內容提供商的各種形式的支持，以豐富內容質量並增加流量，支持未來幾年在線廣告業務的進一步貨幣化。

阿里巴巴-新零售策略。阿里巴巴一直在積極實施新零售戰略，為消費者創造無縫的線上和線下購物體驗，而最新一個動作為收購大型超市高鑫零售(6808 HK)。另外，其在線廣告和增值服務收入已經增長到傭金收入的 2.6 倍，反映從交易傭金收入到增值服務收入的業務結構轉型取得成果。此外，雲收入是另一個後起之秀，其收入增長最近幾個季度達到約 100%。

網上銷售持續強勁。在 10M17，網上銷售同比增長 34.0%，遠高於整體零售增長 10.3%，表明消費從線下轉向在線。我們認為行業基礎設施和在線上線下(O2O)整合的持續改善，支持整個電子商務行業的增長仍然保持強勁。

## 正面

分析員:周秀成

電話:(852)21478809

電郵:stevechow@abci.com.HK

### 主要數據

2018 年預測市盈率均值(x)	24.1
2018 年預測市賬率均值(x)	6.2
2018 年預測股息率均值(%)	0.7

來源:公司、彭博、農銀國際證券預測

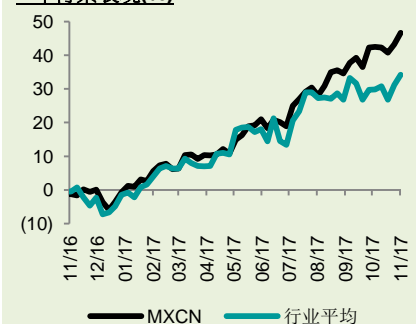
### 行業股價表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	8.0	4.5
3 個月	3.5	(4.8)
6 個月	17.5	(6.8)

\*相對於 MSCI 中國

來源:彭博、農銀國際證券

### 1 年行業表現(%)

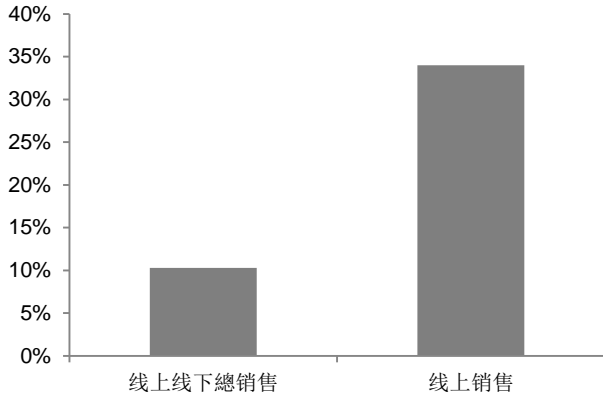


MXCN=MSCI 中國

來源:彭博、農銀國際證券

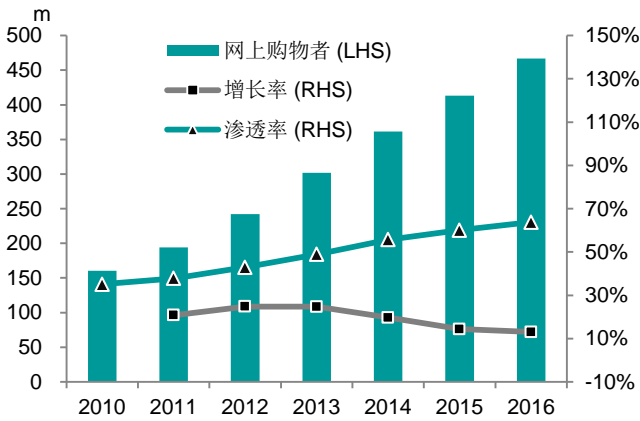


圖表 1:10M17 - 線上線下銷售增長比較



來源:國家統計局, 農銀國際證券

圖表 3:網上購物用戶增長



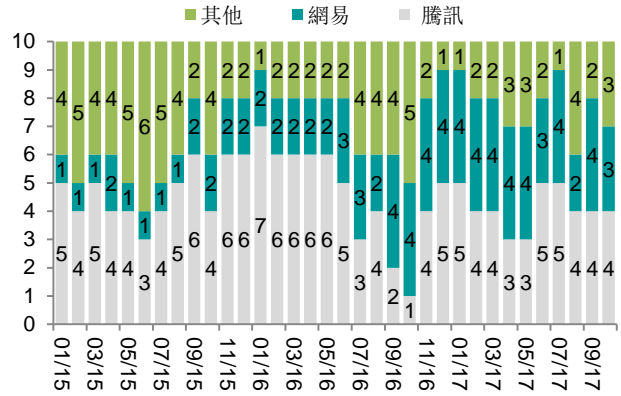
來源:中國互聯網絡信息中心、農銀國際證券

圖表 5:騰訊-市盈率(x)



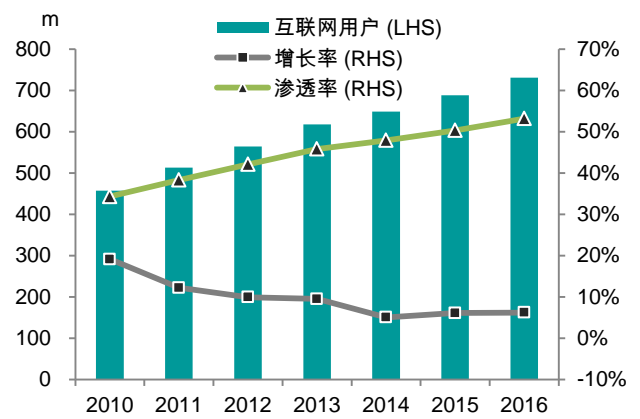
來源:彭博、農銀國際證券預測

圖表 2:國內 10 大遊戲排行榜市場佔有率(iOS 平臺)



來源:AppAnnie, 農銀國際證券

圖表 4:互聯網用戶增長



來源:中國互聯網絡信息中心、農銀國際證券

圖表 6:阿里巴巴-市盈率(x)



來源:彭博、農銀國際證券預測



圖表 7: 行業估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市賬率 (x)	FY18E 市賬率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
騰訊	700HK	買入	441	6	49.1	37.6	13.6	10.5	0.2	0.2
阿里巴巴	BABA US	買入	222	16	35.4	27.2	8.2	6.9	-	-
京東	JD US	-	-	-	82.2	45.4	8.2	7.4	-	-
百度	BIDU US	-	-	-	11.4	10.5	3.9	2.9	-	-
唯品會	VIPS US	-	-	-	21.1	18.1	5.7	4.8	1.0	1.1
網易	NTES US	-	-	-	28.1	25.7	4.8	4.4	-	-

來源:公司,農銀國際證券預測



# 中國教育業 受益於政策支持和強勁需求

- 政府政策和強勁需求將會支持行業發展
- 教育行業的性質意味行業增長將會主要來自並購活動
- 在港上市的教育公司估值上漲到今年第四季度後開始下滑
- 未來出臺的法規或將會對上市公司的財務和運營有所影響

**行業發展受惠於政府政策和強勁需求。**中國政府已經推出政策鼓勵民間資本進入並推動教育行業發展。此外，二胎政策意味著未來的學生人數將會增加。從行業數據來看，2017/18 學年的學生人數上升，體現出對高質量教育的需求。我們認為，民辦教育機構將會在彌補公辦學校空缺方面扮演重要的角色。同時我們也相信，民辦教育機構將可以在中期內提高學費和其他相關收費。

**行業將會出現更多的並購行為。**我們認為，民營教育機構的增長大多受限於學校的可容納人數。在港上市的教育機構目前的學校利用率都相對較高。因此，這些教育機構將會採取並購來獲得更多的增長空間。第三方託管的模式也可能是未來發展的另一種方式。

**行業估值在四季度到頂。**港股教育行業的估值水平在 2017 年四季度到頂，並從 10 月開始不斷下降。儘管如此，基礎教育提供商的估值水平始終高於高等教育提供商的估值水平。

**港股教育板塊不斷擴大。**目前，港股市場上已經有 6 家教育機構上市。此外，還有 4 家教育機構正在排隊上市。目前在港上市的教育機構的市值相對較小(小於 20 億美元)，其日交易量也較低。投資者目前正在等待大市值且流通量較大的教育機構的出現。

**新法規的不確定性。**目前國內大部分的地方政府仍然沒有落實關於盈利和非營利學校的定義以及兩類學校之間的轉換的相關法規制定。這對於教育行業仍屬較大的不確定因素。新法規的確定或者會為行業內部分企業財務或運營方面帶來負面影響，如稅率的改變。

**行業選股推薦。**我們對於**睿見教育(6068HK)**仍保持樂觀。其在東莞的學校有較好的聲譽，並且集團有明確的擴張目標。因此，我們認為集團將會保持較好的增長勢頭，並繼續受惠於強勁的需求及學費/雜費收入的上升。目前的評級為買入，目標價為港元 4.95，相當於 29.51 倍/21.07 倍 18E/19E 市盈率，或 4.20 倍/3.50 倍 18E/19E 市帳率。

**風險因素:**1)政策和法規風險;2)與擴張相關的成本風險;3)現金流管理風險;4)教育質量和學生退學風險;5)運營風險;6)增長風險;7)並購風險。

## 正面

分析員:潘泓興  
電話:(852)21478829  
電郵:paulpan@abci.com.hk

### 主要數據

2018 預測市盈率均值(x)	20.3
2018 預測市賬率均值(x)	3.1
2018 預測股息率均值(%)	2.0

來源:彭博、農銀國際證券預測

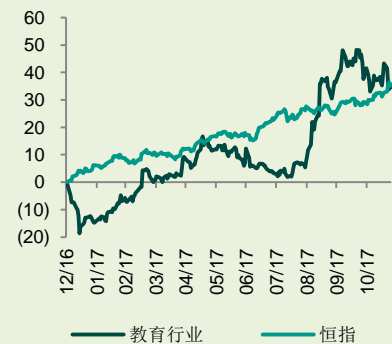
### 行業股價表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	(7.4)	(13.5)
3 個月	26.4	17.9
6 個月	18.7	1.2

\*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



圖表 1:利潤率比較(%)

	財年結束	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
<b>毛利率</b>						
睿見教育	8/31	-	46.8	49.1	47.1	45.9
中國楓葉教育	8/31	43.0	43.5	45.7	48.4	49.8
宇華教育	8/31	-	44.5	45.6	52.0	51.5
成實外教育	12/31	37.4	40.7	41.9	47.3	-
民生教育	12/31	62.8	63.5	61.4	58.1	-
中國新高教	12/31	-	48.8	49.5	48.0	-
<b>歸屬股東淨利潤率</b>						
睿見教育	8/31	-	20.2	32.1	22.0	20.4
中國楓葉教育	8/31	7.0	7.4	31.5	37.1	37.6
宇華教育	8/31	-	34.7	13.1	39.9	37.1
成實外教育	12/31	6.7	12.6	15.5	36.5	-
民生教育	12/31	46.0	46.4	47.7	54.7	-
中國新高教	12/31	-	39.4	37.9	32.8	-

來源:公司、農銀國際證券計算

圖表 2:規模比較

	財年結束	收入(百萬人民幣)			淨利潤(百萬人民幣)			學生人數		
		FY15	FY16	FY17	FY15	FY16	FY17	2014/15	2015/16	2016/17
睿見教育	8/31	569	701	846	182	154	200	22,837	27,644	31,788
中國楓葉教育	8/31	653	830	1,083	206	308	414	16,078	19,334	26,088
宇華教育	8/31	698	781	846	91	312	314	43,579	48,220	51,115
成實外教育	12/31	708	827	-	125	302	-	31,580	32,582	34,458*
民生教育	12/31	426	445	-	213	250	-	29,626	30,616	32,635
中國新高教	12/31	274	341	-	104	112	-	25,040	29,716	33,462

\*公司披露的最新數字

來源:彭博、農銀國際證券

圖表 3:行業估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市淨率 (x)	FY18E 市淨率 (x)	FY17E 股 息率 (%)	FY18E 股 息率 (%)
睿見教育	6068HK	買入	4.95	5.77	27.87	19.85	3.96	3.30	1.28	1.79
中國楓葉教育	1317HK	-	-	-	20.63	17.04	3.84	3.40	1.91	2.21
宇華教育	6169HK	-	-	-	17.61	15.78	2.68	2.29	2.99	3.22
成實外教育	1565HK	-	-	-	23.66	18.10	3.76	3.34	1.82	2.46
民生教育	1569HK	-	-	-	14.38	12.81	1.51	1.37	1.84	2.55
中國新高教	2001HK	-	-	-	17.38	14.00	2.66	2.31	1.99	2.38

來源:彭博、農銀國際證券預測



# 中國消費品業 2018 年仍將是市場龍頭的天下

- 2017 年消費市場需求出現壓力，且或將會在 2018 年持續
- 消費品企業銷售收入在今天的快速增長部分來自于上年的低基數效應
- 最新的進口關稅調整或會有利於國內消費，但是該政策的效用體現將需要一定的時間
- 行業的估值水平從之前的高位回落
- 對行業龍頭的表現保持樂觀

**零售銷售數據顯示消費市場需求開始出現疲態。**2017 年 10 月，零售銷售同比增長跌至 10.0%;零售銷售同比增長(扣除價格因素)跌至 8.6%，低於 2016 年 10 月的 8.8%。同時，中國的通脹水平(CPI 及 PPI)不斷上升。以上的數據顯示，中國的消費需求有所下降。我們預期，通脹水平的上升將會抵消實際消費需求下降的壓力，而名義零售銷售增長將會在 2018 年保持穩定。

**正確對待 2017 年的高增長。**部分消費品製造企業在 2017 年出現較好甚至高速的增長，銷售收入增速在過去的幾個季度內不斷加快支撐業績的改善。如伊利在今年頭九個月銷售收入同比增長 13.64%，而萬洲國際同期的銷售收入同比增速為 3.23%。然而，我們相信今年的高增長部分受到上年的低基數效應影響。

**進口關稅調整政策不容忽視。**國務院在最近宣佈了對一系列消費品的進口關稅進行調整，在 2017 年 12 月 1 日正式生效。部分嬰幼兒奶粉和尿布產品的進口關稅被降到零，而有大部分的產品的關稅被下調超過一半。我們認為，新的進口關稅政策將會使部分海外的消費回流，但是其作用將需要較長時間體現。

**行業達到較高估值水平。**消費品行業公司的估值水平在 2017 年不斷上升，也帶動了相關的行業指數的上漲。我們相信，背後的原因主要是這些企業較佳的增長表現，以及投資者在 2017 年的風險偏好轉向藍籌股。我們相信，目前行業公司的股價走勢顯示投資者正在收穫回報。

**行業選股推薦。**我們仍然推薦行業的龍頭，如萬洲國際、雙匯發展、伊利、安踏。這些公司在 2017 年的強勁表現顯示出他們的業務和產品具有較強的生命力。我們相信，在 2018 年，這些企業將能對應消費者需求變化的狀況進行靈活調整。然而，2017 年的增長狀況意味著在 2018 年超越市場預期的難度將會加大。

**風險因素:**1)宏觀經濟風險;2)政策法規風險;3)產品質量/安全風險;4)消費者偏好變化風險;5)大宗商品價格風險;6)匯率風險;7)利率風險;8)並購風險。

## 正面

分析員:潘泓興

電話:(852)21478829

電郵:paulpan@abci.com.hk

### 主要數據

2018 預測市盈率均值(x)	20.0
2018 預測市賬率均值(x)	4.3
2018 預測股息率均值(%)	3.0

來源:彭博、農銀國際證券預測

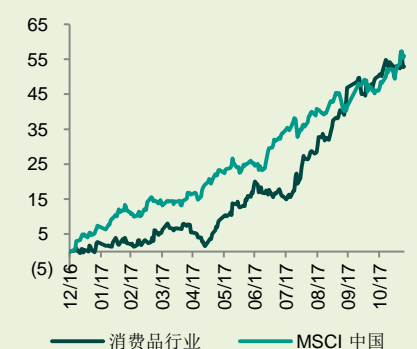
### 行業股價表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	4.2	(2.5)
3 個月	18.9	7.2
6 個月	42.9	14.9

\*相對於 MSCI 中國

來源:彭博、農銀國際證券

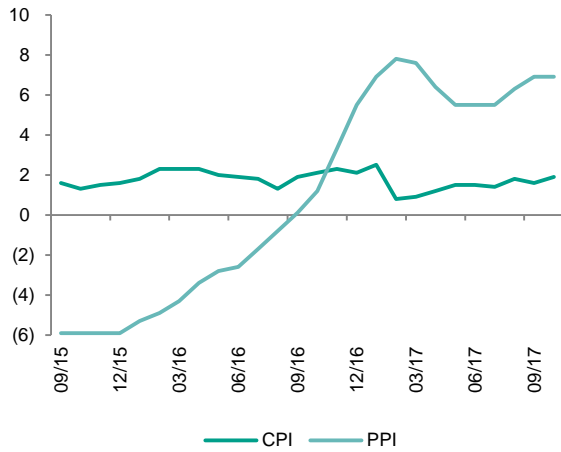
### 1 年股價表現(%)



來源:彭博、農銀國際證券

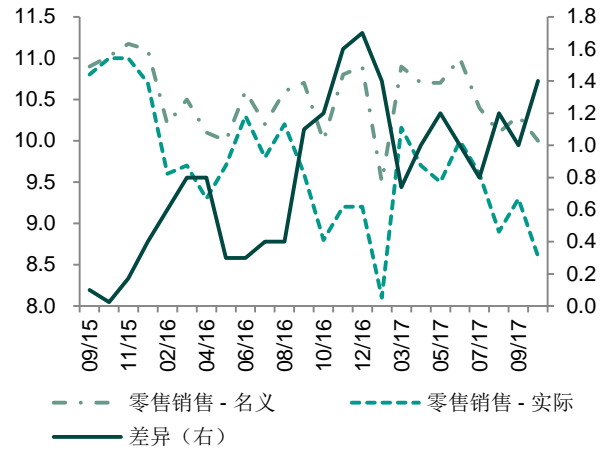


### 圖表 1:中國 CPI 及 PPI(同比%)



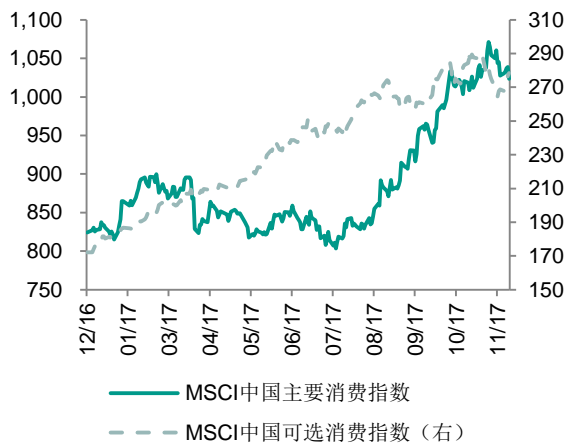
來源:國家統計局、農銀國際證券

### 圖表 2:零售銷售增長(同比%)



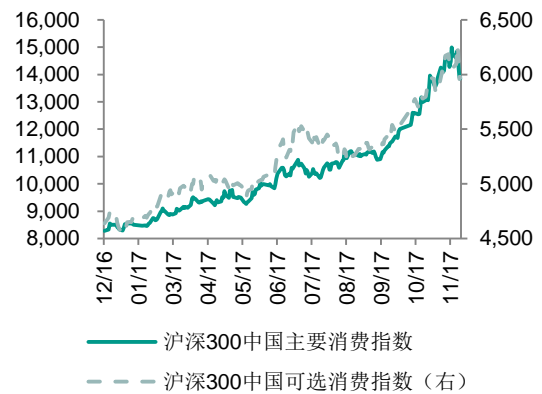
來源:國家統計局、農銀國際證券

### 圖表 3:消費品相關指數在 2017 年一直在上漲



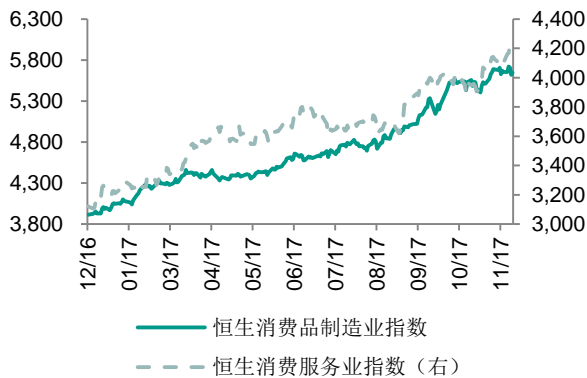
來源:彭博、農銀國際證券

### 圖表 4:消費品相關指數在 2017 年一直在上漲



來源:彭博、農銀國際證券

### 圖表 5:消費品相關指數在 2017 年一直在上漲



來源:彭博、農銀國際證券





圖表 6:行業估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市淨率 (x)	FY18E 市淨率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
萬洲國際	288HK	買入	9.14	12.84	14.46	13.57	2.28	2.15	2.22	2.38
雙匯	000895CH	買入	31.20*	15.47	19.00	16.50	6.08	5.86	4.74	5.45
伊利	600887CH	買入	35.20*	17.33	15.18	21.30	5.32	4.88	2.51	2.99
安踏	2020HK	買入	37.60	5.17	26.44	22.16	6.15	5.68	2.66	3.16
蒙牛	2319HK	持有	9.14	(3.1)	30.12	26.38	3.11	2.88	0.80	0.90

\*股價以人民幣計價

來源:彭博、農銀國際證券預測



## 中國醫藥醫療業 首選研發為主導的企業

- 我們預期醫療保險索賠將在 2018 年保持較高的增長，這將推動對於醫藥和醫療服務的需求
- 醫藥分銷商的業務增長在 2018 年放緩，仿製藥的價格戰將會在 2019 和 2020 年加劇
- 生育率的上升將使婦產科兒科有關科室、兒科藥物的需求大增。三九(000999CH)將會受惠
- 研發為主導的製藥企業如中國生物製藥(1177HK)和恒瑞醫藥(600276CH)的盈利在短期內可能會因為研發費用增加而受壓，但其研發所帶來的長期效益將會推高這些企業的估值

**保險索賠增長將推動藥物和醫療保健服務的增長。**醫療保險費的同比增長率從 2016/2015 年的 64.1%/51.9%放緩至 2017 年前十個月的 5.3%，這對醫藥行業中期來說是負面影響。不過，醫療保險索賠的同比增長率從 2016 年的 31.1%稍微放慢至 2017 年前十個月的 28.9%，對醫藥行業來說短期仍受益於這較高增長率。我們預計醫療保險索賠將在 2018 年保持較高增長，推動對藥品和醫療服務的需求增加。

**未來仿製藥價格戰將愈演愈烈。**製藥工業的出廠價格指數在 2017 年前十個月上漲 1.3%。價格低增長反映大多數製藥商的議價能力較低。“兩票制”和“仿製藥質量和療效一致性評價”的實施將壓制仿製藥總需求，並且減少仿製藥產品的差異化。我們認為，2018 年經銷商業務增長放緩，2019/20 年仿製藥價格戰將加劇。

**對醫療服務行業的政策支持。**政府已經出臺一些支持醫療行業的新政策，包括支持醫保覆蓋異地就醫。該政策使居民的醫院選擇範圍擴大，並可以選擇資質較好的醫院。此外，實行二胎政策，亦會提高婦產科服務的需求。康華醫院(3689HK)是唯一一家在香港市場上市的擁有三級甲級醫院的醫療保健機構，因此可以從這些政策中受益。

**兒科藥物將成為一個高增長的利基市場。**中國的出生率在 2016 年上升到 13.0%，是 2002 年以來的最高水平。2007-2016 年平均出生率為 12.1%。2016 年，新生兒數量同比增長 7.9%至 1790 萬人。出生率提高將為未來幾年婦產科和兒科的醫療服務需求，以及兒科藥物需求帶來增長動力。兒科藥生產商華潤三九(000999CH)(華潤醫藥(3320HK)的子公司)將成為受惠企業。

**人口變化導致對老年人藥物和有關的醫療服務的需求持續上升。**中國政府預計總人口將從 2016 年的 13.8 億增長到 2030 年的 14.5 億，複合年增長率為 0.30%。60 歲或以上的人口將從 2016 年的 2.226 億增長到 2030 年的 3.625 億，複合年增長率為 3.09%。我們估計 60 歲或以上的人口佔總人口比率將從 2016 年的 16.1%上升到 2020 年的 17.7%和 2030 年的 25%。老年人口規模的不斷擴大將繼續推動對心血管疾病、老年癡呆症和癌症的診斷和治療的需求。受益公司:中國生物製藥(1177HK)、綠葉(2186HK)及石藥集團(1093HK)

## 正面

分析員:陳宋恩/潘泓興  
電話:(852)21478829/21478829  
電郵:philipchan@abci.com.hk/  
paulpan@abci.com.hk

### 主要數據

2018 年預測市盈率均值(x)	18.5
2018 年預測市賬率均值(x)	3.0
2018 年預測股息率均值(%)	1.8

來源:彭博、農銀國際證券預測

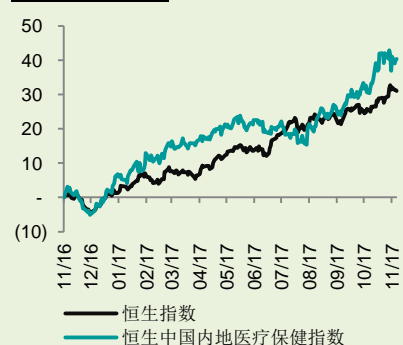
### 行業表現

	絕對值	相對值*
1 個月	7.1	1.0
3 個月	16.2	7.7
6 個月	17.0	(0.4)

\*相對於恒生指數

來源:彭博、農銀國際證券

### 1 年股價表現(%)

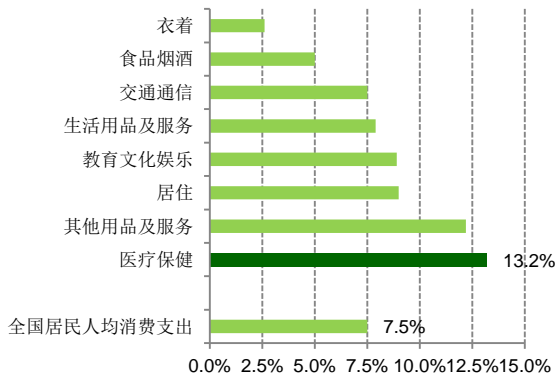


來源:彭博、農銀國際證券



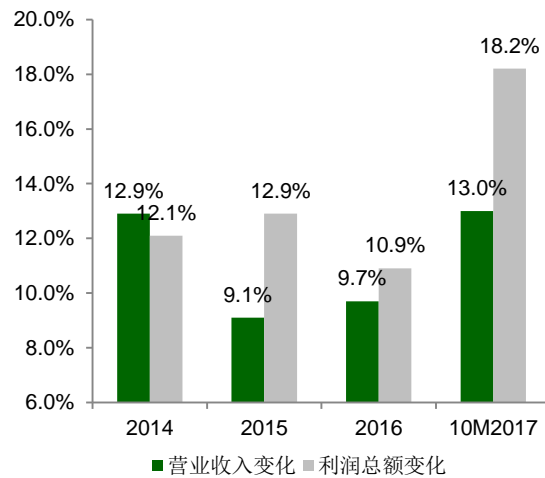
致力於研發的製藥公司應該獲得更高的估值。在恒生醫療指數(33 只)和滬深 300 醫療指數(18 只)的成員股中，只有**中國生物製藥(1177HK)**和**恒瑞(600276CH)**的研發費用超過 10 億元人民幣，而且研發費用/營業收入比例大於 10%。在我們看來，這些公司應該獲得較高的市盈率，因為它們的實際利潤在短期被高昂的研發費用壓低。根據國務院於 2017 年 10 月發佈的“關於深化審評審批制度改革鼓勵藥品和醫療器械創新的意見”，將縮短創新藥品和醫療器械審批流程，對高度重視研發的藥品生產企業是好消息。

圖表 1:9M17 全國居民人均消費支出增長率(按消費類別分)



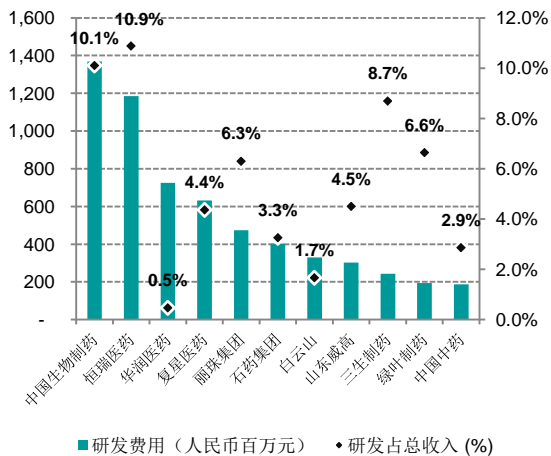
來源:國家統計局、農銀國際證券

圖表 2:製藥業-收入和利潤增長(同比)



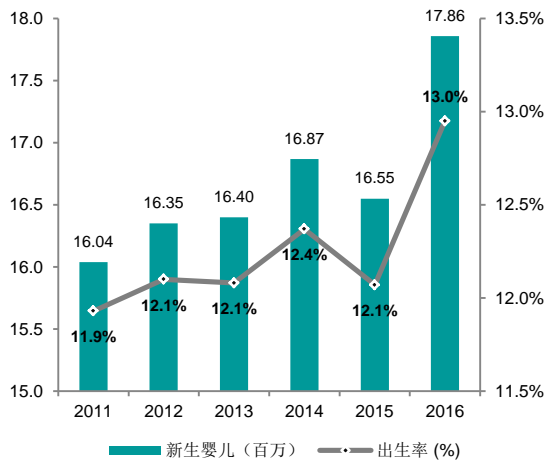
來源:國家統計局、農銀國際證券

圖表 3:研發對於未來的成功至關重要



來源:公司、彭博、農銀國際證券

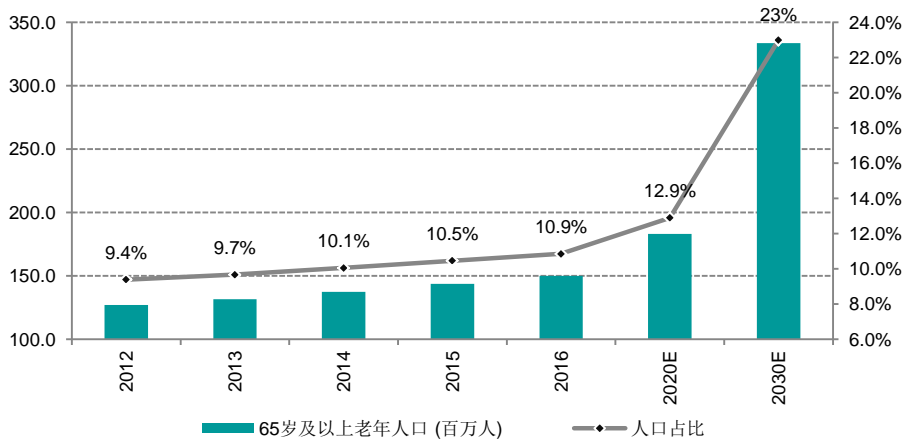
圖表 4:對兒科藥物的需求將會增加



來源:公司、彭博、農銀國際證券



圖表 5:長者人口(65 歲或以上)(左)及比例(右)



來源:國務院, 國家統計局, 農銀國際證券

圖表 6:行業估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

代碼	股價 (HK\$)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市淨率 (x)	FY18E 市淨率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)	
<b>恒生中國內地醫療保健指數</b>								
石藥集團	1093HK	15.76	34.99	27.93	7.80	6.55	0.96	1.20
華潤醫藥	3320HK	10.26	18.86	16.46	1.49	1.36	1.20	1.86
中國生物製藥	1177HK	10.72	39.49	34.26	8.21	6.86	0.51	0.59
國藥控股	1099HK	31.05	14.50	12.81	1.95	1.75	2.07	2.33
康哲藥業	867HK	16.14	20.69	17.58	4.56	3.87	1.70	2.00
四環醫藥	460HK	2.75	13.78	12.02	1.83	1.64	2.48	2.60
三生製藥	1530HK	15.18	36.81	28.20	4.49	3.94	0.17	0.24
中國中藥	570HK	4.11	13.20	11.07	1.21	1.13	2.48	3.39
上海醫藥	2607HK	19.80	12.73	11.14	1.34	1.24	2.40	2.70
綠葉製藥	2186HK	5.19	15.14	13.34	1.99	1.76	1.25	1.34
<b>平均</b>			<b>22.02</b>	<b>18.48</b>	<b>3.49</b>	<b>3.01</b>	<b>1.52</b>	<b>1.83</b>
<b>醫療股</b>								
華潤鳳凰醫療	1515HK	9.60	22.68	21.59	1.81	1.70	0.87	0.85
和美醫療	1509HK	2.83	20.11	15.96	1.21	1.12	0.58	1.00
康華醫療	3689HK	10.88	18.11	15.60	2.35	2.08	1.63	1.88
康寧醫院	2120HK	37.45	28.43	22.79	2.15	2.00	1.15	1.53
<b>平均</b>			<b>22.33</b>	<b>18.98</b>	<b>1.88</b>	<b>1.73</b>	<b>1.06</b>	<b>1.32</b>

來源:彭博、公司、農銀國際證券預測



## 中國汽車零部件業 下游需求維持行業增長

- 全球汽車銷售增長普遍放緩，而中國的汽車銷售則保持穩定增長
- 汽車製造商和汽車零部件製造商在 2017 年取得不錯的股價表現，而行業龍頭的股價表現更為出眾
- A 股市場和港股市場估值差距在縮小

**全球汽車銷售增長放緩。**在 2017 年頭十個月的汽車銷售增長僅同比增長 1.89%，低於去年同期的 4.60%。同期內亞太地區的汽車銷售同比下跌 1.14%，而美國地區的汽車銷售則僅同比上升 1.70%，是導致全球汽車銷售增速放緩的主要因素。

**中國汽車零售銷售增長主要受到價格因素的推動。**國內對汽車的需求仍然較強。中國的汽車零售銷售自 2017 年 3 月以來一直保持高單位數增長，並在 10 月達到 6.9% 的同比增速。然而，2017 年頭 10 個月的汽車銷量僅同比增加 4.47%，低於 2016 年同期的 13.88%。因此，我們相信，零售銷售增速主要受到更高的售價影響。

**汽車行業的上市公司股價在 2017 年出現飆升。**汽車和汽車零部件上市公司的股價在 2017 年飆升。截至 2017 年 11 月 24 日，吉利(175HK)和廣汽(2238HK)分別上漲 279.12% 和 125.9%，而敏實(425HK)和耐世特(1316HK)分別上漲 87.7% 和 98.98%。我們認為，撇除市場需求這一因素，能準確捕捉市場動向的行業龍頭往往更受到投資者的追捧。

**香港汽車零部件公司估值水平與國際同業水平持平。**香港上市的汽車零部件公司的 18E 市盈率均值達到 12.42 倍，而國際同業的 18E 市盈率均值則達到 12.68 倍。A 股市場上的汽車零部件公司的 18E 市盈率均值目前為 20.31 倍。A 股市場和港股市場該行業的估值水平差距有所縮小。

**行業選股推薦。**我們推薦**信邦控股(1571HK)**。除了知名的國際客戶，該公司的訂單和定價在過去幾年也不斷地上升。我們認為，最近幾個月該公司進行的資產收購(包括土地、廠房、江蘇的電鍍企業)顯示該公司有信心在未來維持高增長。

**風險因素:**1)增長風險;2)大宗商品價格風險;3)勞動力供給風險;4)產品升級風險;5)訂單風險;6)產品質量風險;7)客戶組合風險;8)出口風險;9)匯率風險。

## 正面

分析員:潘泓興

電話:(852)21478829

電郵:paulpan@abci.com.hk

### 主要數據

2018 年預測市盈率均值(x)	12.0
2018 年預測市賬率均值(x)	2.5
2018 年預測股息率均值(%)	3.4

來源:彭博、農銀國際證券預測

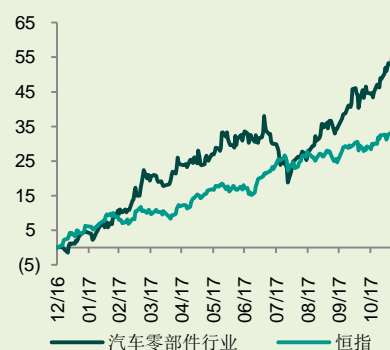
### 行業表現

	絕對值	相對值*
1 個月	6.9	0.8
3 個月	20.9	12.4
6 個月	21.0	3.6

\*相對於恒生指數

來源:彭博、農銀國際證券

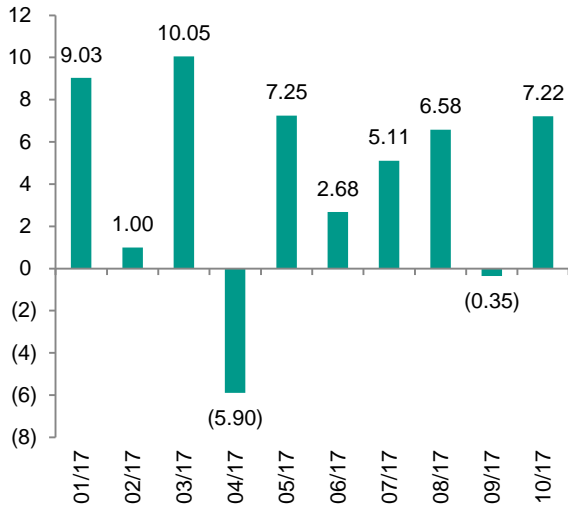
### 1 年股價表現(%)



來源:彭博、農銀國際證券

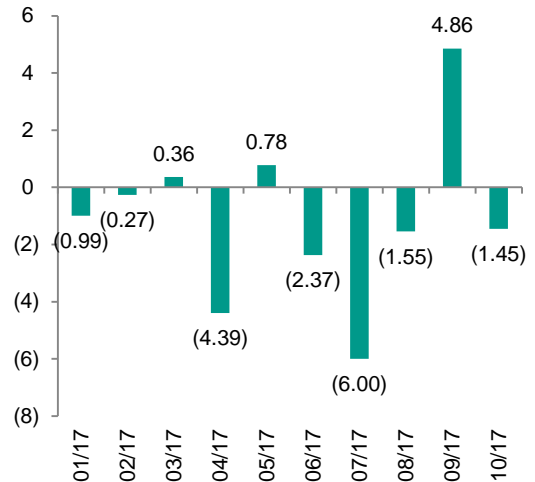


### 圖表 1:歐洲汽車銷量增長(同比%)



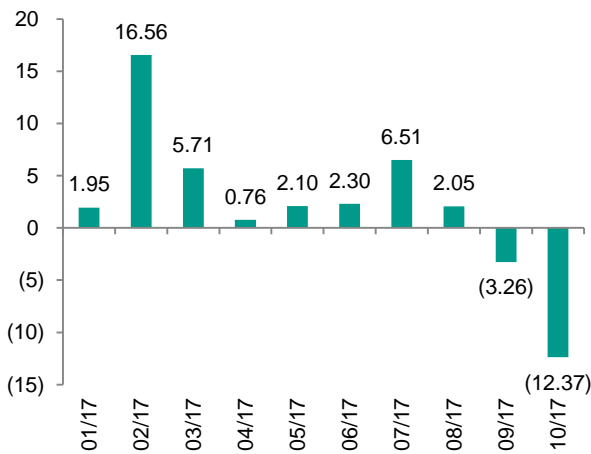
來源:彭博、農銀國際證券

### 圖表 2:美國汽車銷量增長(同比%)



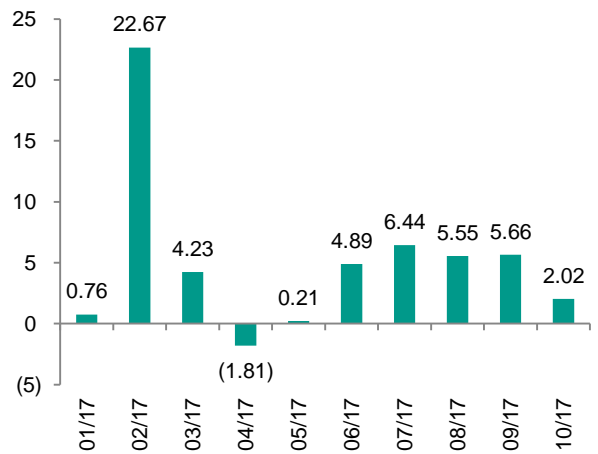
來源:彭博、農銀國際證券

### 圖表 3:亞太區汽車銷量增長(同比%)



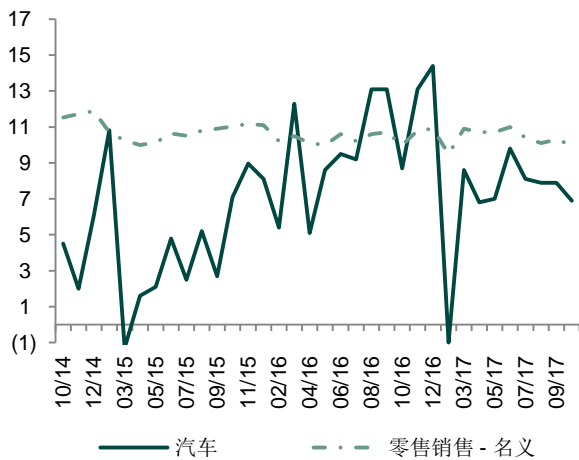
來源:彭博、農銀國際證券

### 圖表 4:中國汽車銷量增長(同比%)



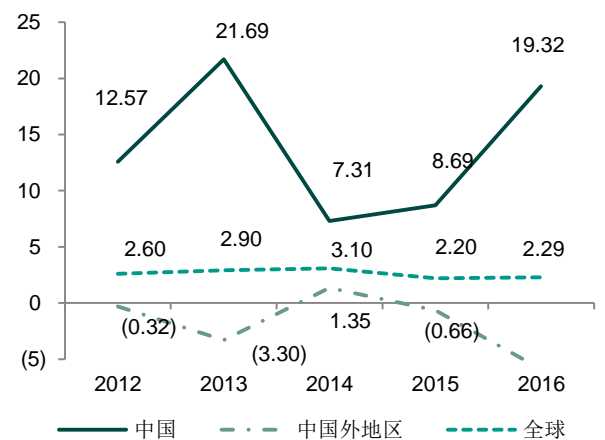
來源:彭博、農銀國際證券

### 圖表 5:中國汽車零售額增長(同比%)



來源:國家統計局、農銀國際證券

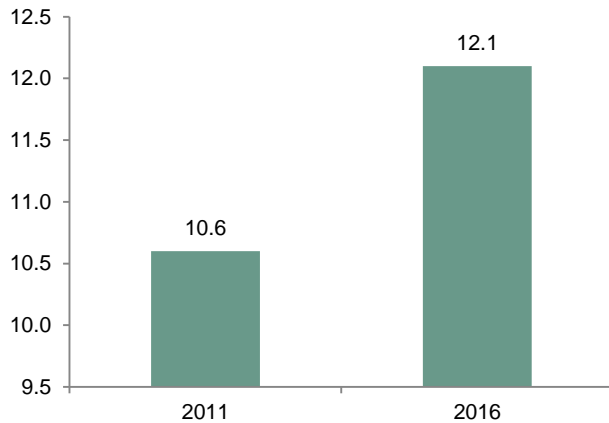
### 圖表 6:營業額增長-全球汽車零部件市場(同比%)



來源:信邦招股說明書、Frost&Sullivan 報告、農銀國際證券計算

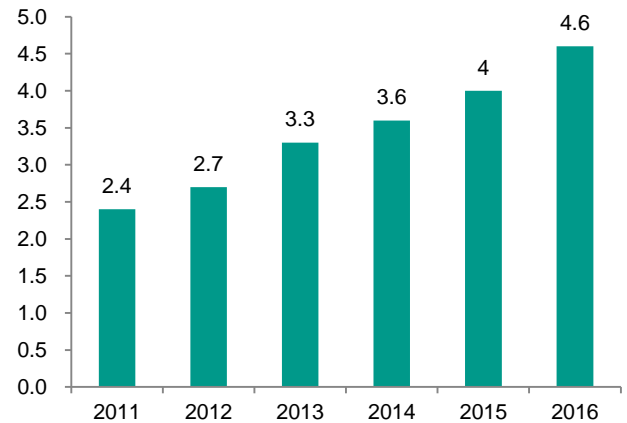


圖表 7:全球汽車塑料電鍍組件市場規模(10 億美元)



來源:信邦招股說明書、Frost&Sullivan 報告、農銀國際證券計算

圖表 8:中國汽車塑料電鍍部件市場規模(10 億美元)



來源:信邦招股說明書、Frost&Sullivan 報告、農銀國際證券計算

圖表 9: 行業估值(截至 2017 年 11 月 24 日)

公司	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17E 市盈率 (x)	FY18E 市盈率 (x)	FY17E 市淨率 (x)	FY18E 市淨率 (x)	FY17E 股息率 (%)	FY18E 股息率 (%)
信邦控股	1571HK	買入	5.20	7.47	9.94	7.97	2.13	1.88	3.02	3.76
敏實	425HK	-	-	-	19.80	16.13	3.51	3.06	1.84	2.29
福耀玻璃	179HK	-	-	-	20.41	16.50	3.35	3.05	2.97	3.60
通達	1316HK	-	-	-	11.97	9.10	2.30	1.96	2.49	3.33
信義玻璃	3606HK	-	-	-	9.36	8.32	2.24	1.96	5.23	5.81
耐世特	868HK	-	-	-	15.95	13.83	4.05	3.30	1.24	1.33

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(1288HK)H 股股份

周秀成持有騰訊控股(700HK)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 2017 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: 香港中環幹諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司

電話: (852)21478863





**農銀國際**

**ABC INTERNATIONAL**

**ABC SECURITIES COMPANY LIMITED**