



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

農銀國際中國/香港證券研究
2017年下半年及2018年
經濟展望及投資策略
新時代來臨





農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目錄

2017年下半年及2018年全球經濟展望	3	中國銀行業	31	陳宋恩
2017年下半年及2018年中國經濟展望	6	行業基本面持續改善，但政策性風險正提高		研究部聯席主管 philipchan@abci.com.hk
2017年下半年及2018年投資策略	10	中國保險業	37	
香港股市	18	2017年：充滿挑戰的一年		姚少華
香港IPO市場展望	29	中國證券業	41	經濟師 yaoshaohua@abci.com.hk
		穩步向前		
		中國地產業	45	
		大灣區的勝利者		歐宇恒
		中國替代能源業	50	分析員 中國銀行業
		能源架構重組：清潔能源增長的引擎		
		中國環境保護業	53	johannesau@abci.com.hk
		巨大的市場機遇		
		中國電子商貿業	57	周秀成
		估值開始昂貴		分析員
		中國消費業	60	證券業/電子商貿業 stevechow@abci.com.hk
		核心消費品行業將突圍而出		
		中國食品飲料業	63	
		行業消費需求保持強勁		董耀基
		中國運動服裝業	66	分析員 房地產業
		國內品牌或面臨挑戰		
		中國醫藥醫療業	68	kennethtung@abci.com.hk
		投資需要與患者偏好和趨勢一致		
				吳景荃
				分析員 環保業/替代能源業 kelvingg@abci.com.hk
				潘泓興
				分析員 消費業/食品業/運動服業 paulpan@abci.com.hk

於2017年7月3日發佈
除另有指明外，數據截至2017年6月29日



2017 下半年及 2018 年 全球經濟展望

經濟師：姚少華

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

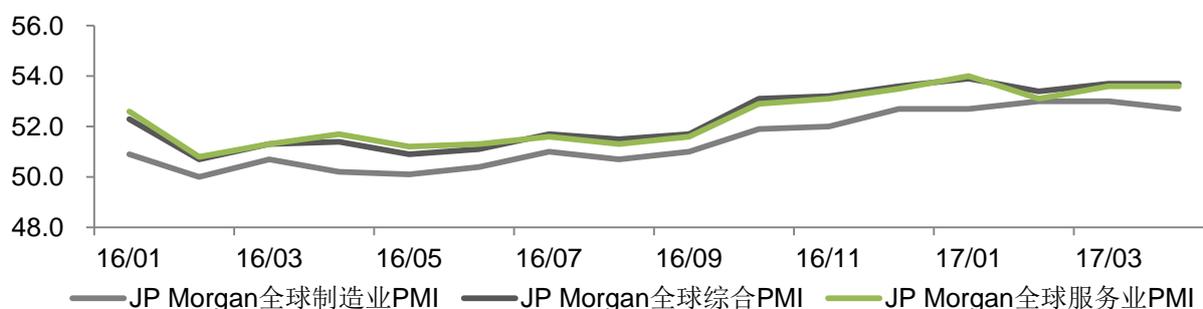
2H17/2018 年全球經濟增長或略微加快

- 受益於製造業和服務業商務活動反彈以及貿易回暖,年初以來全球經濟復蘇步伐有所加快,全球主要經濟體亦呈現出穩定的增長
- 年初至今,全球通脹水平因大宗商品價格反彈而有所上升,生產價格通脹回升尤為顯著
- 展望未來,有見於製造業及貿易活動升溫,消費者信心增強,貨幣政策仍寬鬆,以及大宗商品價格穩定,我們預期 2H17 及明年全球經濟增長或略微加快
- 但貿易保護主義升溫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、歐元區、日本及中國的經濟分別增長 2.0%、1.9%、1.5% 及 6.7%,2018 年則分別增長 2.2%、2.0%、1.2%及 6.4%,相比而言,上述國家在 2016 年經濟分別增長 1.6%、1.8%、1.0%及 6.7%

全球經濟增長動力增強

受益於製造業和服務業商務活動反彈以及貿易回暖,年初以來全球經濟復蘇步伐有所加快。如圖表 1 所示,JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 2017 年前 5 個月均錄得顯著回升,顯示全球經濟活動穩健增長。

圖表 1: JP Morgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博及農銀國際證券



1Q17 全球貿易活動亦在經濟復蘇帶動下升溫。根據WTO的統計數據,1Q17 全球商品貿易按年增長 10.7%¹,為近 7 年來最快水平。WTO公佈的世界貿易展望指標在 3 月份達到 102.2,為 2011 年 5 月份來最高,顯示 2Q17 全球貿易或繼續溫和擴張態勢。

受益于寬鬆的貨幣政策環境以及大宗商品價格反彈,年初至今全球主要經濟體呈現出穩定的增長步伐。1Q17 美國經濟按年增長 2.0%,快過去年同期 1.6%的增速(圖表 2)。同期歐元區、英國以及日本的經濟分別增長 1.7%、2.1% 及 1.6%,而 1Q16 則分別增長 1.7%、1.6%及 0.5%。近期的數據亦顯示中國的經濟增長在 1Q 加快。

圖表 2: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

實質 GDP 按年增長	2016 年	1Q16	1Q17
美國	1.6	1.6	2.0
歐元區	1.8	1.7	1.7
英國	1.8	1.6	2.1
日本	1.0	0.5	1.6
中國	6.7	6.7	6.9

來源: 彭博及農銀國際證券

全球主要央行採取了適度寬鬆的貨幣政策來應對經濟和金融風險。舉例來說,歐洲央行重申將在未來相當長一段時間內維持低利率水平,並承諾每月購買 600 億歐元的資產直至今年年末,主要再融資利率、隔夜貸款利率及隔夜存款利率分別維持在 0.00%、0.25%及-0.40%水平不變。此外,日本央行亦維持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。

年初至今全球通脹水平因大宗商品價格反彈而有所上升。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,受益于大宗商品和原材料價格反彈,去產能的推進以及房地產投資加速,中國的生產價格通脹在今年首幾個月大幅反彈。

2H17 及 2018 年全球經濟增長或略微加快

展望未來,有見於製造業及貿易活動升溫,消費者信心增強,貨幣政策仍寬鬆,以及大宗商品價格穩定,我們預期 2H17 及明年全球經濟增長或略微加快。根據世界銀行 2017 年 6 月期《全球經濟展望》預計,全球經濟增長 2017 年及 2018 年將由 2016 年的 2.4%分別加快至 2.7%及 2.9%(圖表 3)。然而,貿易保護主義升溫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。

我們預期美國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 2.0%及 2.2%,較 2016 年 1.6%的增速為快。內需仍將成為美國經濟增長主要的推動力,其料得到川普政府減稅及加快基建投資等刺激政策支持。貨幣政策方面,有見於美國核心通脹前景走弱,我們預期美聯儲在今年餘下時間維持利率不變,並在 2018 年加息兩次,加息頻率較美聯儲官員的預期為少。此外,美聯儲或在明年年初開始縮減其資產負債表。

我們預計歐元區的經濟增長 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.8%分別加快至 1.9%及 2.0%。製造業及出口料成為經濟增長的主要推動力。根據歐洲央行的前瞻性指引,我們預期歐洲央行在今年餘下時間將維持利率及每月資產購買規模不變。然而,有見於歐元區經濟不斷增強,儘管明年利率水平或維持不變,但歐洲央行在 2018 年或將其每月資產購買規模逐步削減至零。

¹除另有指明外, 本報告列示的變動比率均為按年變化

受益於外需回暖及商業投資復蘇,我們預計日本經濟增長 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.0% 分別反彈至 1.5% 及 1.2%。寬鬆的貨幣政策和財政政策亦將支持經濟增長。有見於通脹前景仍疲弱及當前通脹水平遠低於日本央行 2% 的目標,我們預期 2017 年和 2018 年日本的貨幣政策或維持不變。

隨著去杠杆持續推進、PPI 通脹放緩以及房地產調控措施收緊,我們維持中國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 6.7% 及 6.4% 的預測不變。我們重申 2017 年及 2018 年人民銀行將維持基準利率穩定,但有見於通脹壓力較溫和以及外匯佔款減少,人民銀行每年或下調 RRR 兩次,每次 50 個基點。

圖表 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2016 年	2017 年預測	2018 年預測
美國	1.6	2.0	2.2
歐元區	1.8	1.9	2.0
日本	1.0	1.5	1.2
中國	6.7	6.7	6.4
世界	2.4*	2.7*	2.9*

*代表世界銀行的預測

來源: 世界銀行、彭博、農銀國際證券預測



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2017年下半年及2018年 中国经济展望

經濟師：姚少華

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

中國經濟增長或於 2H17 及 2018 年略微放緩

- 由於去杠杆持續推進、融資成本上升以及金融監管加強,中國經濟在 2Q17 開局開始放緩
- 4 月份與 5 月份工業產出、固定資產投資、零售銷售以及進出口數據繼 3 月份強勁增長後回落,大部分數據亦低於市場預期
- 儘管 1Q17 GDP 錄得強勁增長,但我們相信未來數季中國經濟或略微放緩。有見於去杠杆持續推進、PPI 通脹放緩以及房地產調控措施收緊,我們維持中國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 6.7%及 6.4%的預測不變
- 我們預期 2017 年及 2018 年人民銀行將維持基準利率穩定,但有見於通脹壓力較溫和以及外匯佔款減少,人民銀行每年或下調 RRR 兩次,每次 50 個基點

經濟增長動力開始減弱

由於去杠杆持續推進、融資成本上升以及金融監管加強,近期經濟數據顯示中國經濟在 2Q 開局開始放緩。4 月份與 5 月份工業產出、固定資產投資、零售銷售以及進出口數據繼 3 月份強勁增長後回落,大部分數據亦低於市場預期。

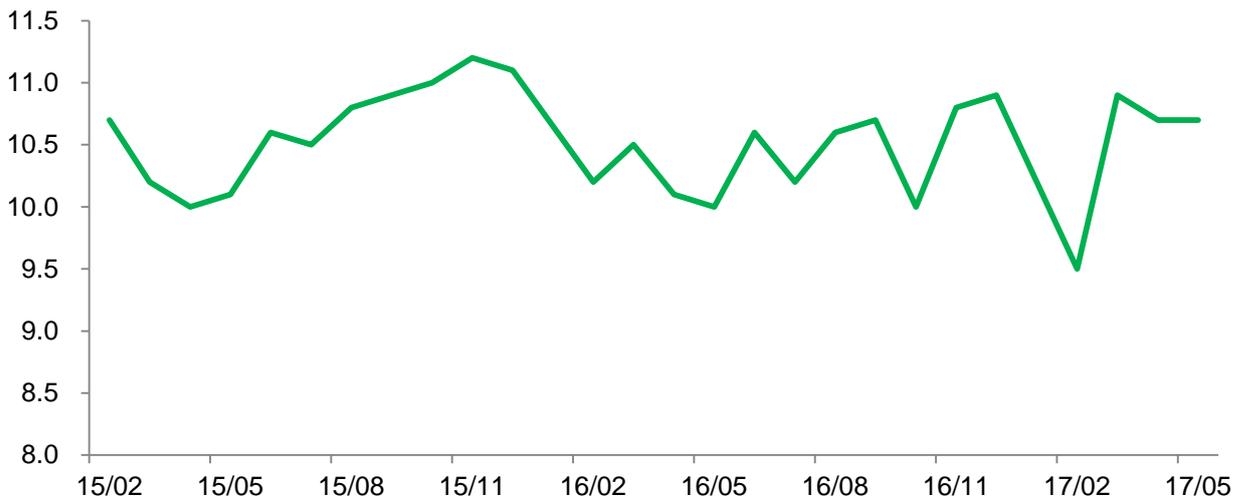
工業產出繼 1Q 及 3 月份分別增長 6.8%²及 7.6%後,4 月份及 5 月份放緩至 6.5%。4 月份與 5 月份發電量增速亦由 1Q 及 3 月份的 6.7%及 7.2%分別回落至 5.4%及 5.0%。此外,涵蓋 31 個行業大類的製造業 PMI 指數亦由 3 月份的 51.8 放緩至 4 月份及 5 月份的 51.2。

內需方面,消費支出及固定資產投資增速均減慢。4 月份及 5 月份零售銷售增長由 3 月份的 10.9%略微回落至 10.7%,主要因為汽車銷售在購置稅優惠減少下放緩(圖表 1)。由於製造業固定資產投資在信貸條件收緊下減慢,4 月份與 5 月份整體城鎮固定資產投資增速由 3 月份及 1Q 的 9.4%及 9.2%分別回落至 8.3%與 7.9%(圖表 2)。

²除另有指明外,本報告列示的變動比率均為按年變化

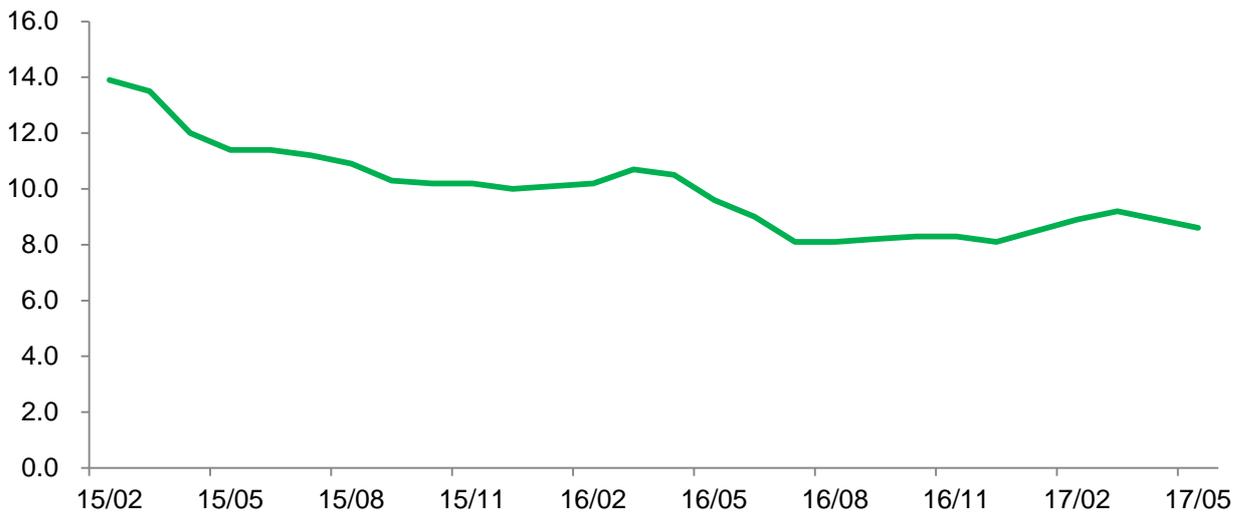


圖表 1: 中國零售銷售增長(%)



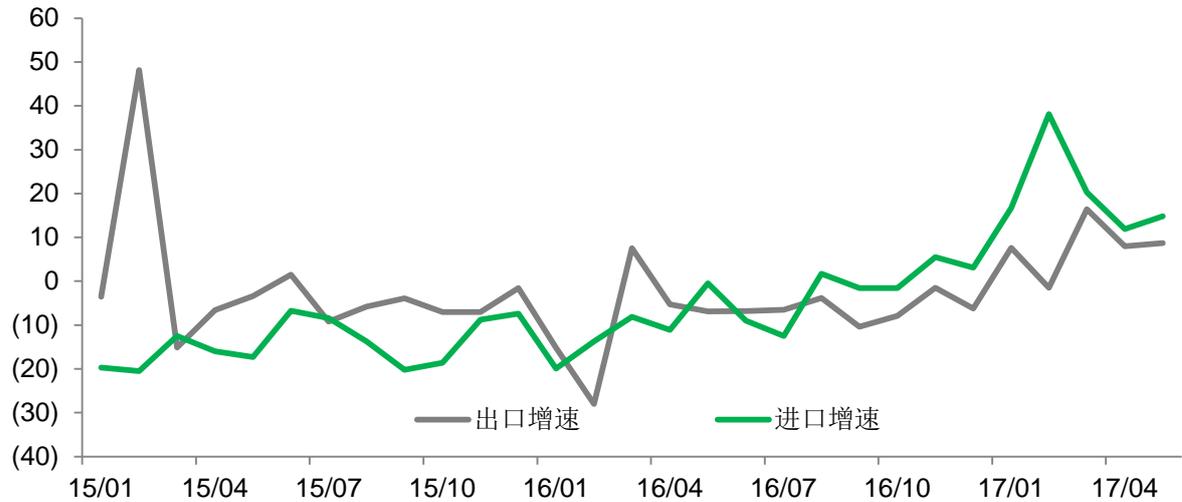
來源: 國家統計局及農銀國際證券

圖表 2: 中國城鎮固定資產投資年初至今增長(%)



來源: 國家統計局及農銀國際證券

外需方面,4月份與5月份出口及進口增速均回落(圖表3)。以美元計價,4月份與5月份出口分別增長8.0%與8.7%,雖然與1Q 8.2%的增速相若,但明顯低於3月份16.4%。4月份與5月份進口顯著減慢,僅分別增長11.9%與14.8%,而3月份及1Q則分別增長20.3%及24.0%。隨著進口顯著放緩,4月份與5月份貿易盈餘由3月份的239億美元分別上升至380億美元與408億美元。

**圖表 3：中國出口及進口增長 (%)**

來源：國家統計局及農銀國際證券

通脹在 4 月份與 5 月份維持溫和態勢。由於食品價格跌幅收窄,4 月份與 5 月份 CPI 由 3 月份的 0.9% 分別反彈至 1.2% 與 1.5%。此外,4 月份與 5 月份 PPI 則由 3 月份的 7.6% 分別回落至 6.4% 與 5.5%, 主要因為大宗商品價格下跌,特別是石油和黑色金屬相關產品的價格。

貨幣政策方面,4 月份與 5 月份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。4 月份與 5 月份廣義貨幣供給(M2)的增速由 3 月份的 10.6% 分別回落至 10.5% 與 9.6%, 同期衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從 2.12 萬億元人民幣分別下跌至 1.39 萬億元人民幣與 1.06 萬億元人民幣。

2H17/2018 年經濟增長或略微放緩

儘管 1Q17 GDP 錄得強勁增長,但基於以下原因,我們相信未來數季中國經濟或略微放緩。

首先,去杠杆的持續推進以及金融監管的強化將繼續對銀行間市場利率施加上行壓力,此舉或推高商業銀行的貸款利率。根據人民銀行 1Q17 貨幣政策執行報告,今年 3 月份非金融企業及其他部門貸款加權平均利率為 5.53%,高於 2016 年 12 月份的 5.26%。此外,銀監會頒佈一系列金融監管措施,債券融資的條件或偏緊。

其次,有見於低基數效應逐步減退及大宗商品價格走勢回軟,未來數季 PPI 通脹或放緩,此將降低製造業部門的投資回報和削弱製造業的投資意欲。

第三,在房地產調控措施升溫下,房地產銷售或放緩,這將拖累與房屋裝修相關的零售銷售增長。實際上,4 月份房地產銷售面積和銷售金額分別僅上升 7.7% 及 10.0%,5 月份分別上升 10.2% 及 14.1%,而 3 月份分別上升 14.7% 及 24.4%。

整體來說,隨著去杠杆持續推進、PPI 通脹放緩以及房地產調控措施收緊,我們維持中國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 6.7% 及 6.4% 的預測不變。此外,我們重申 2017 年及 2018 年人民銀行將維持基準利率穩定,但有見於通脹壓力較溫和以及外匯佔款減少,人民銀行每年或下調 RRR 兩次,每次 50 個基點。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 4: 經濟預測

經濟指標	2016 年	2017 年預測	2018 年預測
實質 GDP 增長, %	6.7	6.7	6.4
固定資產投資增長, %	8.1	8.5	8.0
零售銷售增長, %	10.4	10.5	10.0
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	1.7	2.0
M2 增長, %	11.3	10.5	10.0
社會融資規模, 10 億人民幣	17,800	19,000	20,000
新增人民幣貸款, 10 億人民幣	12,600	13,500	14,500
年末每美元兌人民幣在岸現貨價	6.9450	6.9000	7.1000

來源: 國家統計局、中國人民銀行、農銀國際證券預測



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2017年下半年-2018年 投資策略

分析師: 陳宋恩

電郵: philipchan@abci.com.hk

- 美聯儲在其他主要國家央行之前先發制人, 進行去杠杆 - 低成本資金充沛供應的年代即快將結束。未來一年, 主要經濟體將進入新的貨幣政策偏緊週期
- 中國大陸投資者在香港資本市場的影響力和定價權正在增加
- 中國股權和債權證券市場的深度和多樣性對外國投資者具有很大吸引力
- 提供市政設施服務、環保、綠色能源生產、保險、醫療衛生、教育、旅遊、娛樂、互聯網和物流服務等企業將繼續蓬勃發展
- 企業定位於中國三大經濟戰略 - “一帶一路倡議”, “長江經濟帶發展戰略” 和 “京津冀協同發展戰略”, 將受益於較快速的區域經濟增長
- 中國的新形式投資方法 (政府和社會資本合作) 拉動經濟增長將有利於大型承包商
- 我們預期恒指 2H17 的交投區間 22,800-27,900 點升至 2018 年的 24,360-29,300 點
- 波動指數和國家風險溢價處於低位水平, 表明投資者低估市場風險或高估股票潛在的上漲空間

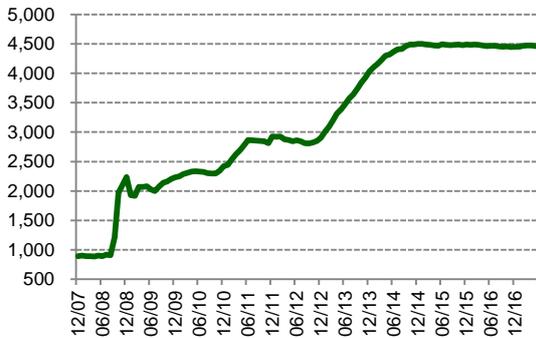


美聯儲在其他主要國家央行之前先發制人,進行去杠杆 - 低成本資金充沛供應的年代即快將結束。未來一年,主要經濟體的貨幣政策將進入新的週期

於 1H17,美聯儲提高聯邦基金利率兩次。其實,美聯儲自 2016 年 12 月以來已提高聯邦基金利率三次。美元短期利率一直在上漲,儘管美聯儲保持流動性供應不變。美聯儲表示,其計劃 2H17 縮減資產負債表,這意味著流動性供應開始緊縮,融資成本將在下 2H17 至 2018 增加。由於美聯儲在中國人民銀行、歐洲中央銀行(ECB)和日本央行(BOJ)前發制人,先進行去杠杆。如果其他主要工業國家的中央銀行延遲去杠杆行動,他們將承擔當地貨幣貶值和資本外流風險。

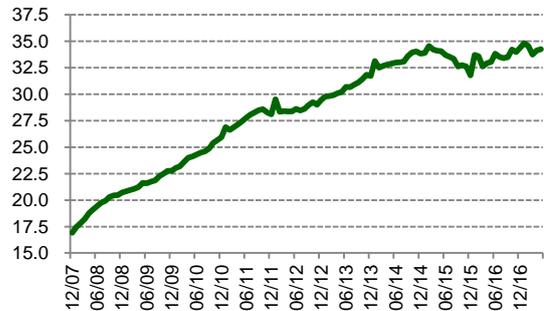
事實上,在上述四大中央銀行中,美聯儲的資產規模最小。比較央行資產負債表內的資產規模和增長情況,我們認為美聯儲和中國人民銀行已約束自己,沒有進一步大幅擴大資產規模。同時,日本央行在今年首五個月的資產增長與 2016 年相比有所放緩。歐洲央行在 1H17 仍然放鬆貨幣政策,但可能會在 2H17-2018 年減緩資產負債表的增長。中國人民銀行約束資產負債表擴張,中國政府債券收益率在今年首五個月大幅上漲。首五個月,中國 10 年期債券收益率上漲 58bp。時間剩下來給高杠杆的公司去杠杆漸縮短,高杠杆的公司需要加快減少資產規模和降低資產負債端久期錯配的風險。

圖表 1:美聯儲總資產(10 億美元)



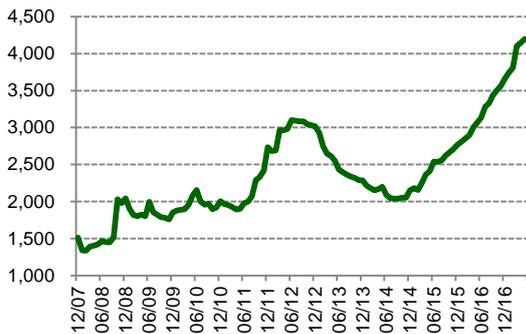
來源：美聯儲、彭博、農銀國際證券

圖表 2:中國人民銀行總資產(萬億元人民幣)



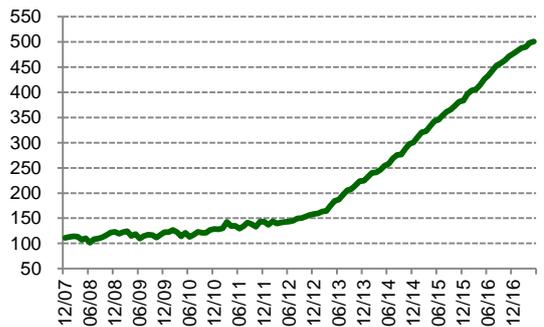
來源：中國人民銀行、彭博、農銀國際證券

圖表 3:歐洲中央銀行總資產(10 億歐元)



來源：歐洲中央銀行、彭博、農銀國際證券

圖表 4:日本央行總資產(萬億元日元)



來源：日本央行、彭博、農銀國際證券



圖表 5:中央銀行資產負債表資產規模-中國人民銀行資產負債表規模較大

中央銀行	日期	資產規模 當地貨幣	資產變動 (去年末至今)	資產規模 以美元計	2016 年 GDP /資產	資產 效率
人民銀行	05/31/17	人民幣 34.25 萬億	(0.4%)	美元 5,014 十億	2.17	相當高效
歐洲央行	05/31/17	歐羅 4,196 十億	14.5%	美元 4,670 十億	2.54	很高效
日本央行	05/31/17	日元 500.80 萬億	5.1%	美元 4,500 十億	1.10	低效
美聯儲	05/31/17	美元 4,460 十億	0.2%	美元 4,460 十億	4.23	非常高效

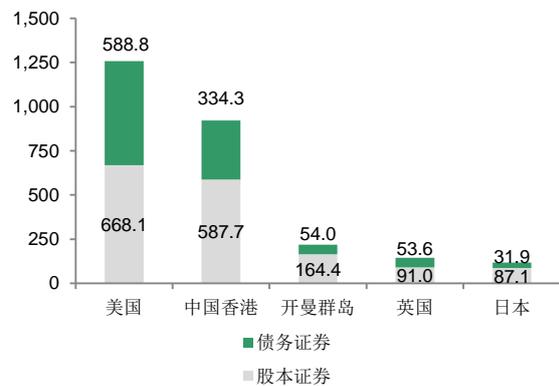
來源：中國人民銀行、歐洲央行、日本央行、美聯儲、農銀國際證券

中國大陸投資者在香港資本市場的影響力和定價權正在增加

中國大陸資金持續流入香港資本市場勢將會加強他們在香港資本市場的定價權。據國家外匯管理局統計，在 2016 年，香港已成為美國之後吸收中國大陸資本的第二大目的地。截至 2016 年末，中國大陸在香港股權投資額較 2015 年增加 263.2 億美元至 587.7 億美元(或 4555 億港元)。同時，中國大陸資金在香港的債務證券投資額也增加了 73.9 億美元，達 334.3 億美元(或 2591 億港元)。截至 2017 年 5 月末，香港發行的基金於中國大陸境內銷售累計淨匯出金額 85 億元人民幣。2017 年 1-5 月，中國大陸投資者通過“港股通”淨額累買了 136.5 億港元的港股。自“港股通”開通至 5 月末，中國大陸投資者通過“港股通”淨額累買了共 523.1 億港元的港股。這筆金額佔恒生綜合指數五月末的自由流通市值總額的約 4%。

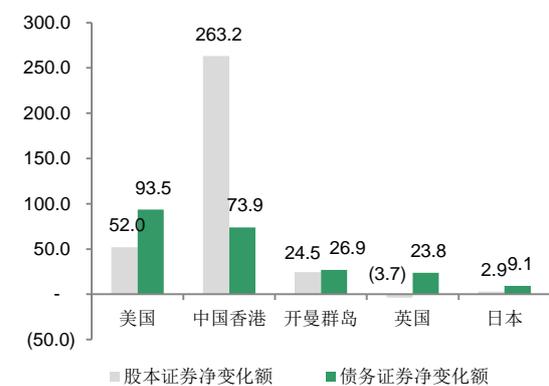
儘管中國大陸流入資本流入香港股市，但後者的股票周轉速度或換手率(即年化股票市場成交額/股票市值)相對穩定。在 2017 年 1-5 月，換手率約 43%，而 2016 年則為 42%。這表明大部分中國大陸投資者在香港積累股票，用於中長期持有，而不是短期頻繁買賣。然而，一旦他們在香港股市市場上開始積極買賣股票，如像 A 股市場行為(在 1-5 月，上海 A 股和深圳 A 股市場的平均換手率分別為 159%和 251%)，香港股市的日均成交額可能會爆升起來。在 2019-2020 期間，香港股市的日均成交額將達到 2,700-4,300 億港元，我們認為這是可能發生的。

圖表 6:2016 年末中國對外投資(前五大國家/地區)(億美元)



來源：國家外匯管理局、農銀國際證券

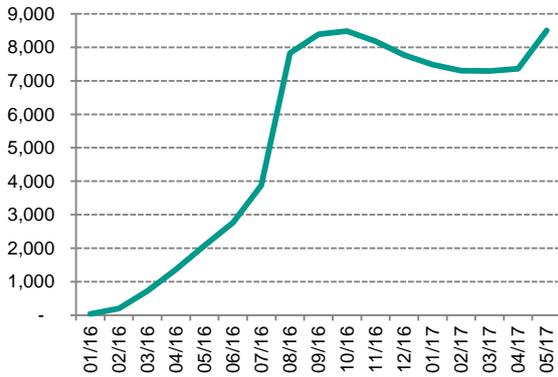
圖表 7:中國對外投資(前五大國家/地區)：2016 年淨增(億美元)



來源：國家外匯管理局、農銀國際證券

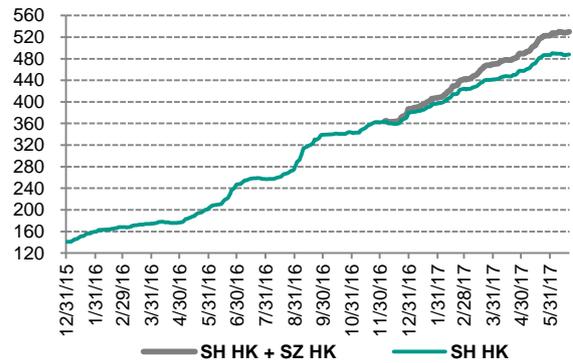


圖表 8:香港基金于中國大陸境內發行銷售資金累計淨匯出金額情況(百萬元人民幣)



來源：國家外匯管理局、農銀國際證券

圖表 9:中國大陸投資者通過港股通累積淨購買香港股票(10 億港元)



SHHK+SZHK:滬港通和深港通裡的港股通
SHHK:滬港通裡的港股通

來源：香港交易所、彭博、農銀國際證券

圖表 10:中國大陸投資者通過港股通持有股權最高的 20 家香港上市公司

No.	股票代碼	股票	28/6 持股權	28/6vs.31/3 變化 百分點
1	861	神州控股	40.72%	(2.95%)
2	874	白雲山	29.02%	(0.15%)
3	553	南京熊貓電子股份	28.92%	1.77%
4	187	京城機電股份	27.82%	(0.62%)
5	2333	長城汽車	25.94%	5.68%
6	2238	廣汽集團	25.32%	3.94%
7	1336	新華保險	24.33%	11.59%
8	1072	東方電氣	24.12%	1.80%
9	1918	融創中國	23.44%	3.20%
10	3993	洛陽鉬業	23.19%	2.25%
11	107	四川成渝高速公路	22.37%	1.26%
12	2880	大連港	21.29%	0.16%
13	719	山東新華製藥股份	20.56%	7.52%
14	1055	中國南方航空股份	20.32%	2.21%
15	2727	上海電氣	19.35%	0.19%
16	564	鄭煤機	19.04%	1.47%
17	1071	華電國際電力股份	18.09%	(4.15%)
18	1108	洛陽玻璃股份	18.09%	(0.53%)
19	1053	重慶鋼鐵股份	17.98%	(9.26%)
20	2899	紫金礦業	17.95%	1.58%

持有股權=中國大陸投資者通過港股通持有的股份/在港交所上市的發行股份

來源：香港交易所、農銀國際證券

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 11: 中國大陸投資者通過港股通持股權較多的 H 股金融股(資產管理, 銀行, 保險, 證券)

No.	股票代碼	股票	28/6 持股權	28/6vs.31/3 變化 百分點
1	998	中信銀行	15.11%	4.14%
2	3968	招商銀行	12.10%	2.40%
3	6818	中國光大銀行	11.69%	2.90%
4	1398	中國工商銀行	6.83%	0.54%
5	1288	中國農業銀行	5.69%	(1.31%)
6	3988	中國銀行	4.73%	1.11%
7	3618	重慶農村商業銀行	5.06%	(0.59%)
8	1336	新華人壽	24.33%	11.59%
9	2601	中國太平洋保險	5.40%	0.96%
10	2628	中國人壽	4.50%	(0.67%)
11	1339	中國人民保險公司(集團)	4.03%	0.13%
12	1508	中國再保險	2.73%	0.29%
13	2318	平安保險	1.49%	0.56%
14	3908	中國國際金融公司	9.44%	0.12%
15	6099	招商證券	7.05%	1.65%
16	3958	東方證券	7.39%	2.06%
17	6881	中國銀河證券	3.88%	(1.02%)
18	6886	華泰證券	3.67%	(0.20%)
19	6837	海通證券	2.10%	(0.26%)

注：部分金融股未被列入表內

持有股權=中國大陸投資者通過港股通持有的股份/在港交所上市的發行股份

來源：香港交易所、農銀國際證券



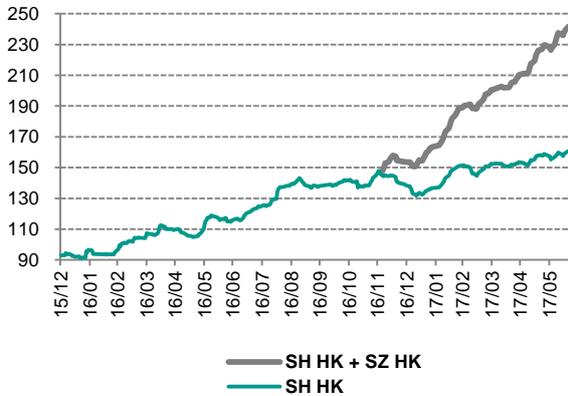
中國股權和債券市場的深度和多樣性對外國投資者具有吸引力

為了控制風險,投資經理在一籃子投資組合中把中國投資設定在一定的比例。我們相信外國投資者將受到中國大陸股票和債券市場的深度和多樣性的吸引。如果他們增加中國大陸地區投資資產的比例,可能會減少在香港資本市場上持有的中國相關資產。

中國大陸境外投資者自“滬股通”和“深股通”開通後,已通過這兩個通道淨額累買了近 2,400 億元人民幣 A 股。截至 5 月末,境外機構和境內的外資銀行分別持有價值 7,570 億元人民幣和 3,170 億元人民幣的境內債券。

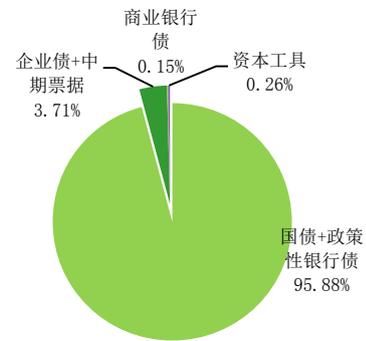
于 1H17,外國投資者熱衷於投資 A 股的機場運營股、消費或食品股(白酒、家用電器、奶制品生產商等)、中藥品牌股和小型科技股。在境內債券市場上,外資較為保守,主要持有由政府或政策性銀行發行的債券。

圖表 12:通過“滬股通”和“深股通”淨額累買 A 股(10 億元人民幣)



SHHK+SZHK:“滬股通”和“深股通”
SHHK:“滬股通”
來源:香港交易所、彭博、農銀國際證券

圖表 13:境外機構持有的境內債券種類(5 月末為 7,570 億元)



來源:中央國債登記結算、農銀國際證券

圖表 14:境外投資者通過“滬股通”或“深股通”持有的十大 A 股

境外投資者通過“滬股通”持股權前十大滬 A 股 (28/6/2017)	持股權	境外投資者通過“深股通”持股權前十大深 A 股 (28/6/2017)	持股權
上海機場 600009	27.85%	海康威視 002415	7.37%
方正證券 601901	18.91%	美的集團 000333	5.75%
宇通客車 600066	12.55%	格力電器 000651	5.10%
福耀玻璃 600660	11.13%	東阿阿膠 000423	4.72%
恒瑞醫藥 600276	11.05%	魯泰 000726	4.25%
伊利股份 600887	8.22%	雲南白藥 000538	3.64%
青島海爾 600690	7.38%	索菲亞 002572	3.63%
口子窖 603589	7.37%	老闆電器 002508	3.57%
長江電力 600900	6.30%	科華生物 002022	3.49%
貴州茅臺 600519	5.98%	東方雨虹 002271	3.21%

持有股權=境外投資者通過“滬股通”或“深股通”持有的股份/在滬或深交所上市的發行股份
來源:香港交易所、農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

企業從事如市政設施服務、環保、綠色能源生產、保險、醫療保健、教育、旅遊、娛樂、互聯網、物流等,將繼續蓬勃發展

我們認為中國的主要社會、經濟和人口趨勢將在 2017-2020 年持續。從事支持這些發展趨勢提供產品或服務的企業,將繼續蓬勃發展。

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

企業定位於中國三大經濟戰略—“一帶一路倡議”,“長江經濟帶發展戰略”和“京津冀協同發展戰略”,將受益於較快速的區域經濟增長

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

中國的新形式投資方法(政府和社會資本合作)拉動經濟增長將有利於大型承包商

為了避免政府赤字的顯著增加,將廣泛推廣公私合作夥伴關係(PPP)商業模式,以提高固定資產投資。具有技術技能和資本的基礎設施建設公司將是 PPP 的主要合作夥伴;具有資本的保險公司和商業銀行將成為金融合作夥伴。PPP 項目的經濟可行性將由私人合作夥伴在開始之前評估,公私資本資源將獲得更有效地分配。

波動指數和國家風險溢價處於低位水平,表明投資者低估市場風險或高估股票潛在的上漲空間

由於香港、美國、歐洲及日本主要基準股指數的波動指數處於較低位置,這些情況反映出投資者的風險偏好顯著上升。中國股市目前的市場風險溢價低於歷史平均水平 2 個標準差,這表明市場風險已經被低估了。中國股市相對較低的國家風險溢價是國債收益率(無風險利率)上升和預期市場收益率下降的結果。低水平的波動指數或國家風險溢價表明股票在短期內可能會被高估。



圖表 15:農銀國際的全球觀點及對香港股市的影響摘要

我們對 2H17-2018 年環球主要趨勢的判斷	對香港股市的影響
<ul style="list-style-type: none"> 民粹主義、反全球化和保護主義將加劇世界貿易、地緣政治和地緣軍事緊張局勢的風險 美國總統唐納德·特朗普在三月下旬發佈行政命令,要求在 90 天內發佈關於貨物重大貿易赤字的綜合報告。其後美國可能從主要貿易夥伴(前五名美國貿易逆差夥伴:中國,墨西哥,德國,日本,加拿大)對進口貨物徵收進口關稅。 	<ul style="list-style-type: none"> 由於不利的外部因素導致的系統性風險增加 香港股市的風險溢價上升將抑制股票估值
<ul style="list-style-type: none"> 美聯儲採取先發制人的行動,將於 2H17 對其資產負債表去杠杆。其他主要中央銀行(中國人民銀行,歐洲央行及日本央行)將於 2017 年稍後時間,限制其資產負債表增長,或於 2018-19 年度開始對其資產負債表進行去杠杆。 美國的貨幣政策正在從寬鬆轉向緊縮,其影響遲早會波及其他國家。 	<ul style="list-style-type: none"> 美元的市場利率上漲。推延貨幣緊縮的工業國家將面臨貨幣貶值和資本外流的風險 由於港元美元掛鉤,香港利率週期將跟隨美國利率週期 在利率上升週期的早期階段,金融部門將受益 強美元和弱人民幣有利於中國出口
<ul style="list-style-type: none"> 美國總統特朗普的積極的財政刺激計劃可能會在短期內面臨政治阻力和財政壓力 國債供應將會增加,以資助財政刺激計劃 爭取外商直接投資推動經濟發展,變得非常重要 發展中國家市場的金融危機和社會動盪的風險將隨著美元成本走高,低利率趨勢的逆轉以及通貨膨脹的上升而增加 	<ul style="list-style-type: none"> 美聯儲七個月內提高利率三次,美國貨幣政策錯誤風險開始回升 流動性從發展中市場轉移到美國,美國的 FDI 預計將隨著財政刺激計劃的推出而增加 從美國流入香港資本市場的流動性將減少;流動性流出香港的風險將增加,但來自中國大陸的流動性流入抵消了部分風險
<ul style="list-style-type: none"> 中國積極的財政刺激政策保持 私營部門參與度的增加,投資導向型增長模式恢復 城市化進程加快、家庭收入增長、人口老齡化,生活水平提高(低污染、更多的休閒活動、交通便利、教育質量、社會衛生和食品質量)的長期發展趨勢保持不變 中國各省經濟增長不平衡,帶來不同的風險和回報 	<ul style="list-style-type: none"> 公營和私營部門將更多地依賴直接融資,這將有利於中國的投資銀行業 PPP 模式有助於提高資源配置效率,減少政府向個別項目財政負擔,私營企業投資機會增加 “供給側改革”有助於消除工業企業過度競爭和提供盈利能力恢復的空間 國有企業改革的積極影響將會顯現 支持中國長期發展趨勢的企業,如城市公用事業;環保,綠色能源生產;醫療保健,教育,旅遊和娛樂服務;互聯網和物流服務,將繼續蓬勃發展 一些地區性金融或非金融企業的利潤增長可能會比其較大的全國性同業增長得更快 營商和投資的地理多元化將增加

來源:農銀國際證券預測



香港股市

恒生指數

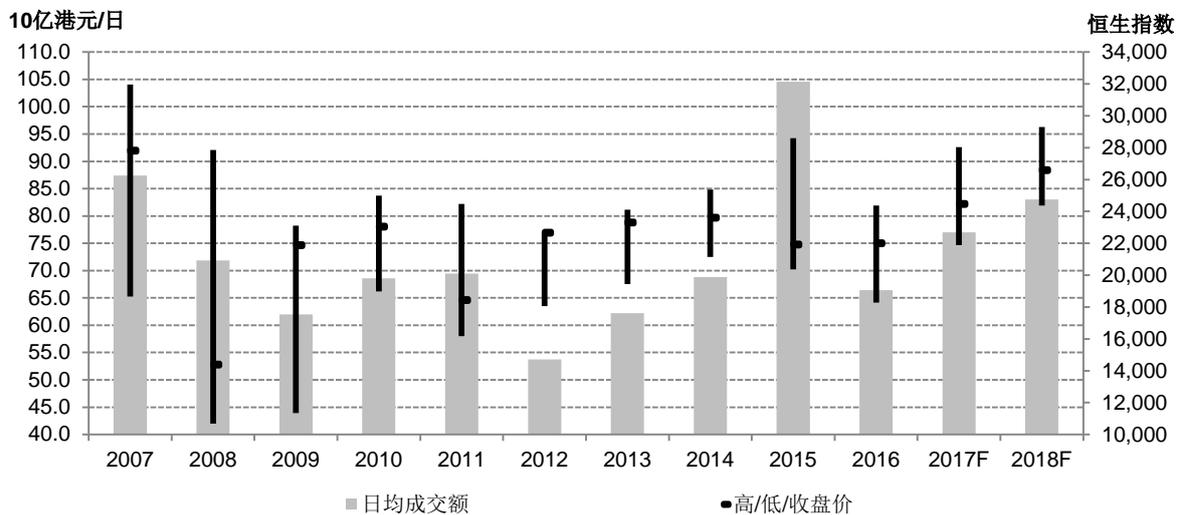
恒生指數每股盈利(EPS)在 2015 年和 2016 年 分別 同比下降 14.2%和 12.1%之後,其每股盈利預期在 2017 年和 2018 年 分別 增長 14.8%和 8.8%。2017 年EPS反彈主要由於 2016 年低基數,金融股、TMT 股、能源股和休閒娛樂股的EPS回恢增長。2018 年EPS的增長由金融股和TMT股的EPS增長將推動。

恒指於 1H17(截至 6 月 29 日)的交投區間為 21,883.82-26,090.33,相當於 10.58-12.62 倍 2017 年市盈率,或 1.06-1.26 倍 2017 年市淨率,或 2017 年 3.97%-3.33%股息率。根據我們的估計,於 1H17,恒生指數成分股的日均成交額(ADT)分別同比上升 16.5%或環比上升 9.0%至 269 億港元,佔同期主板日均成交額的 35.8%。於 1H17,主板的日均成交額同比增長 12%或環比上升 14%至 751 億港元。

綜合市盈率、市淨率和股息率估值方法,我們預計 2H17 恒生指數的交投區間為 22,800-27,900,相當於 11.0-13.5 倍 2017 年市盈率,或 1.10-1.35 倍 2017 年市淨率,或 2017 年 3.8%-3.1%股息率。我們將 2017 年末的目標定為 24,500,相當於 11.8 倍 2017 年市盈率,或 1.18 倍 2017 年市淨率,或 2017 年 3.6%股息率。

2018 年,我們預測恒生指數的交易範圍為 24,360-29,200,相當於 10.8-13.0 倍 2018 年市盈率,或 1.18-1.32 倍 2018 年市淨率,或 2018 年 3.8-3.1%股息率。我們將 2018 年末目標設定為 26,600,相當於 11.8 倍 2018 年市盈率,或 1.2 倍 2018 年市淨率,或 2018 年 3.4%股息率。我們預計主板在 2018 年的日均成交額將同比增長 8%至 830 億港元。

圖表 16:恒生指數(高/低/收盤價)和主板股市日均成交(10 億港元/日)



來源：香港交易所,彭博、農銀國際證券預測

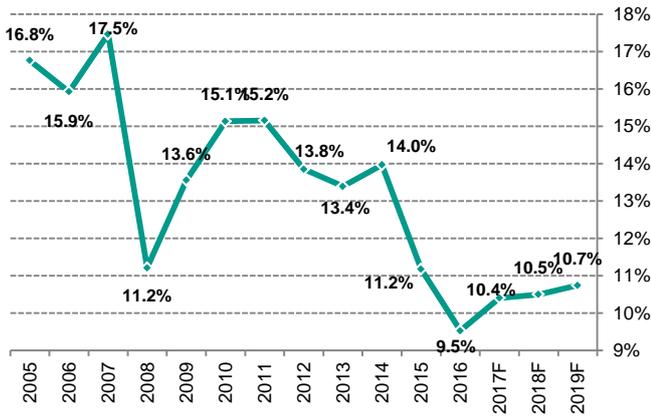


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

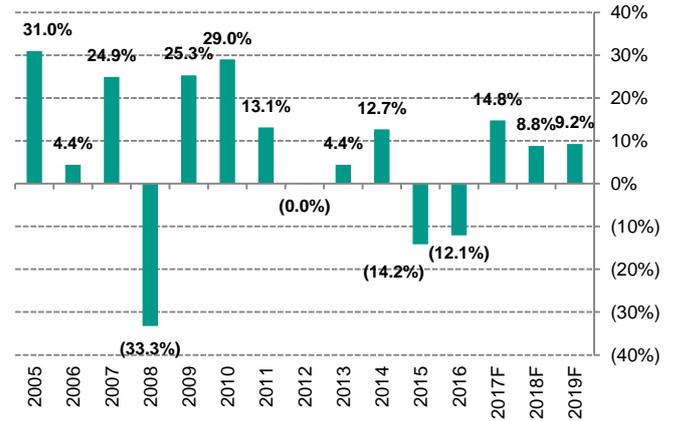
ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 17: 恒生指數平均股本回報率



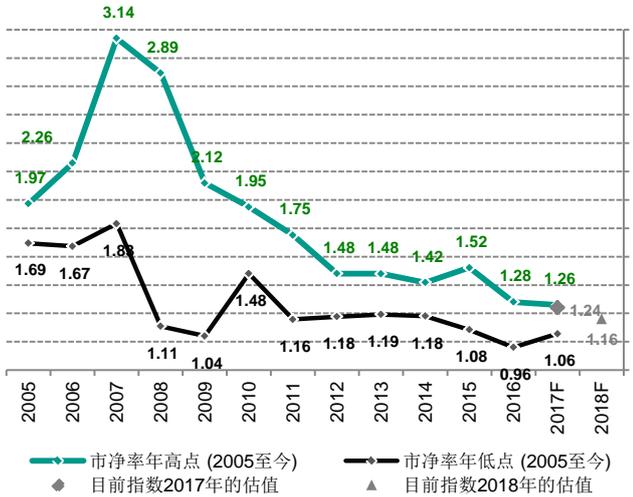
來源：彭博、農銀國際證券預測

圖表 18: 恒生指數每股盈利同比變化



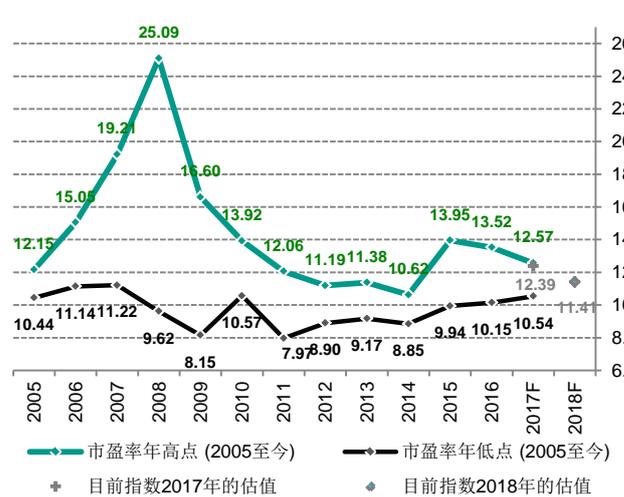
來源：彭博、農銀國際證券預測

圖表 19: 恒生指數市淨率波動區間(指數:25,899)



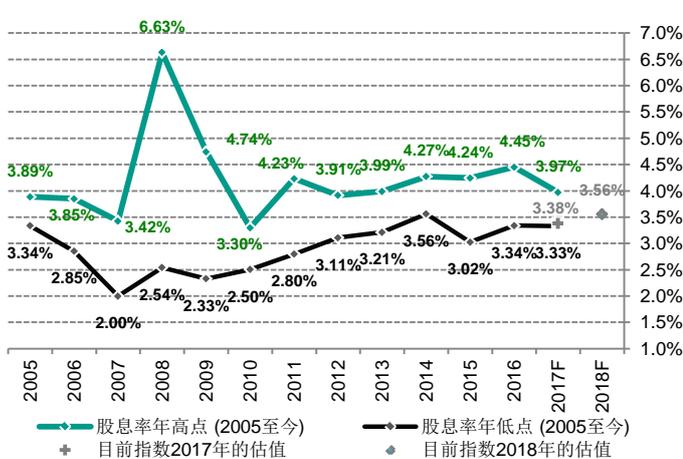
來源：彭博、農銀國際證券預測

圖表 20: 恒生指數市盈率波動區間(指數:25,899)



來源：彭博、農銀國際證券預測

圖表 21: 恒生指數股息率波動區間(指數:25,899)



來源：彭博、農銀國際證券預測



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

國企指數

恒生中國企業指數(或國企指數)每股收益(EPS)在 2015-16 年連續兩年下跌後,其每股收益將在 2017 年反彈 4.9%,主要由於大型銀行每股收益增長持平、保險公司及證券公司盈利反彈,以及清潔能源生產商和基礎設施承建商的盈利持續增長。汽車製造商,火力發電商和油田服務股的每股收益預計將在 2017 年下滑。2018 年,國企指數每股收益將同比增長 8.5%,由保險公司、證券公司、基礎設施承建商和清潔能源生產商盈利增長推動。

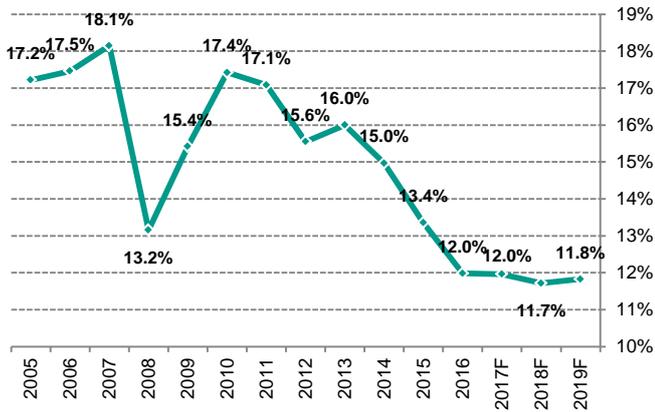
國企指數於 1H17(截至 6 月 29 日)的交投區間為 9,310.82-10,727.06,相當於 7.41-8.54 倍 2017 年市盈率,或 0.84-0.96 倍 2017 年市淨率,或 2017 年 4.07-3.54%股息率。根據我們的估計,1H17,國企指數成分股的日均成交額(ADT)分別同比上升 17%或環比上升 7.5%至 145 億港元,佔同期主板日均成交額的 19%。

我們預計 2H17 國企指數的交投區間為 10,000-11,100,相當於 8.0-8.8 倍 2017 年市盈率,或 0.9-1.0 倍 2017 年市淨率,或 2017 年 3.8%-3.4%股息率。我們將 2017 年末的目標定為 10,600,相當於 8.4 倍 2017 年市盈率,或 0.95 倍 2017 年市淨率,或 2017 年 3.6%股息率。我們預計主板在 2017 年的日均成交額將同比增長 16%至 770 億港元。

2018 年,我們預測國企指數的交易範圍為 11,520-12,260,相當於 8.5-9.0 倍 2018 年市盈率,或 0.95-1.0 倍 2018 年市淨率,或 2018 年 3.6-3.4%股息率。我們將 2018 年末目標設定為 12,130,相當於 8.9 倍 2018 年市盈率,或 1.0 倍 2018 年市淨率,或 2018 年 3.4%股息率。

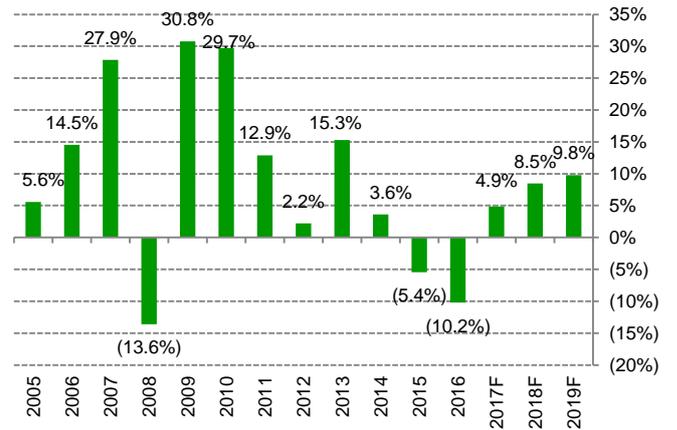


圖表 22: 國企指數平均股本回報率



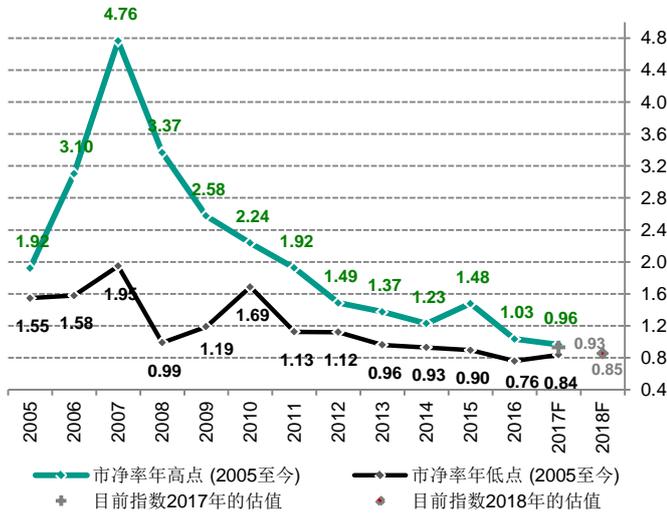
來源：彭博、農銀國際證券預測

圖表 23: 國企指數每股盈利同比變化



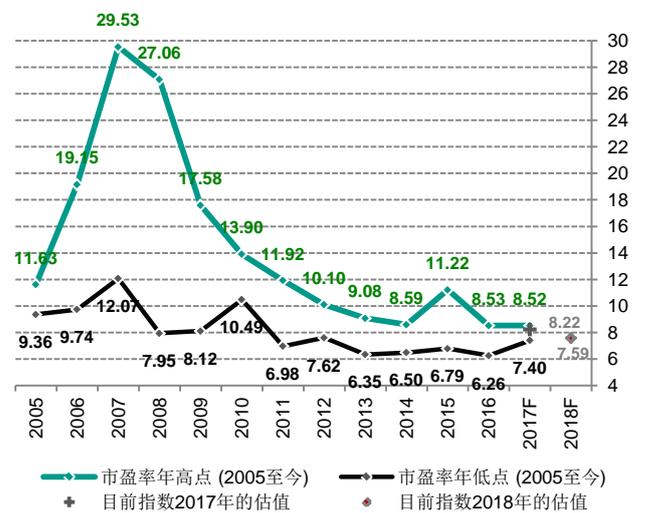
來源：彭博、農銀國際證券預測

圖表 24: 國企指數市淨率波動區間(指數:10,470)



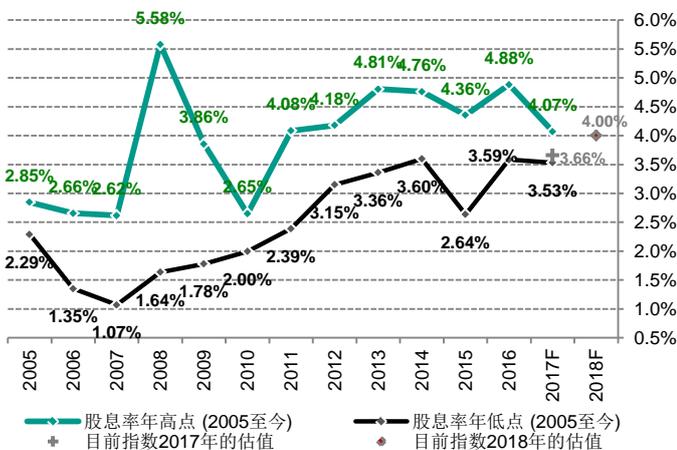
來源：彭博、農銀國際證券預測

圖表 25: 國企指數市盈率波動區間(指數:10,470)



來源：彭博、農銀國際證券預測

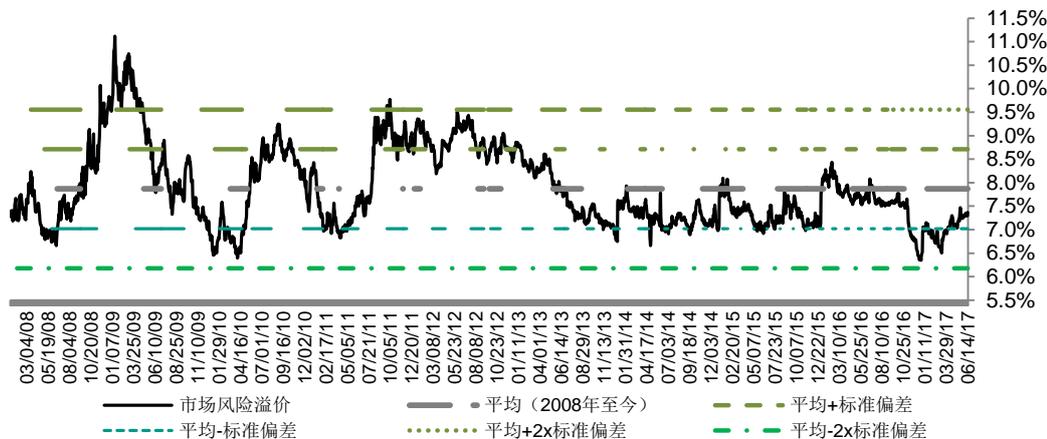
圖表 26: 國企指數股息率波動區間(指數:10,470)



來源：彭博、農銀國際證券預測

市場風險趨勢

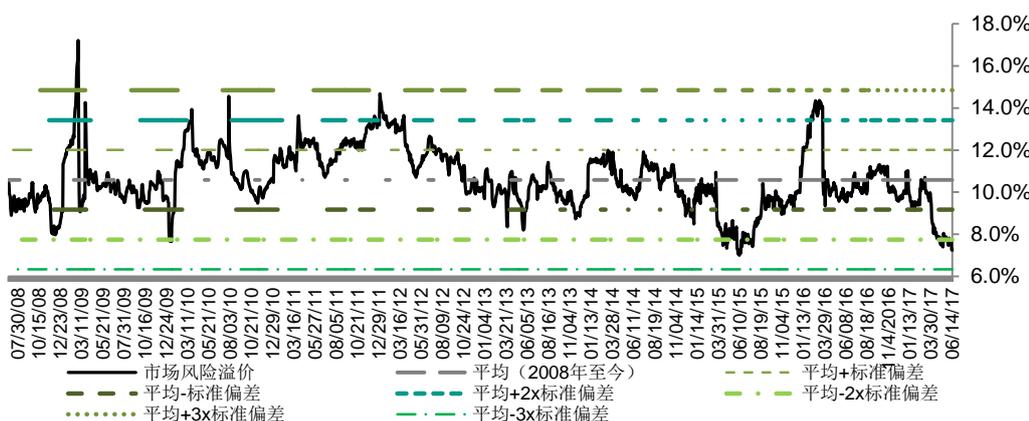
圖表 27: 美國股市風險溢價(1/2008-6/2017)



美国股市目前的市场风险溢价在合理的范围内，但偏向乐观

備註：平均風險溢價(2008 年至今)：7.87%；標準差：0.84%；當前風險溢價(14/6/2017)：7.37%
來源：彭博、農銀國際證券

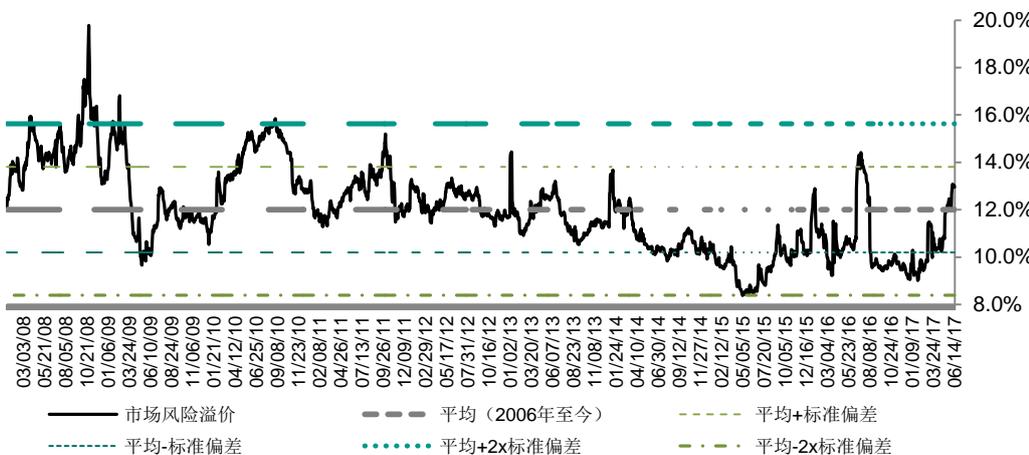
圖表 28: 中國股市風險溢價(1/2008-6/2017)



中国股市目前的市场风险溢价低估；低于历史平均水平 2 个标准差

備註：平均風險溢價(2008 年至今)：10.58%；標準差：1.42%；當前風險溢價(14/6/2017)：7.24%
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 29: 香港股市風險溢價(1/2008-6/2017)



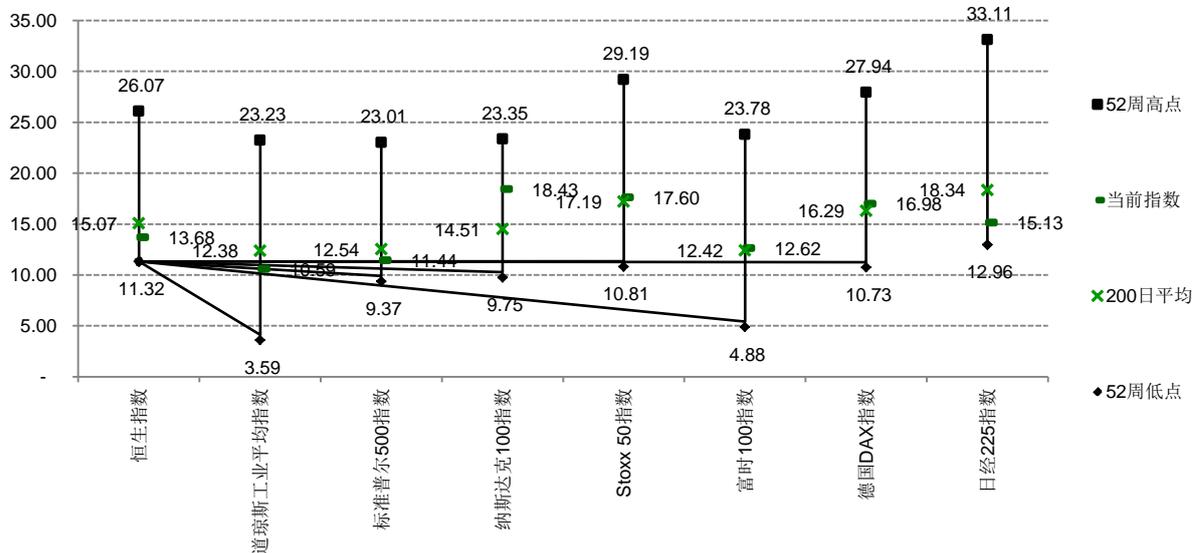
目前香港股市的风险溢价谨慎，高于历史平均水平

備註：平均風險溢價(2008 年至今)：12.0%；標準差：1.81%；當前風險溢價(14/6/2017)：12.94%
來源：彭博、農銀國際證券



股市風險

圖表 30:主要股指的波動指數(29/6/2017)



備註：波動指數接近一年低點(或一年高點)表明其相應的股指接近短期高點(或低點)

來源：彭博、農銀國際證券

恒生指數成分股

股票代碼	29/6/2017	2019F					2018F					2017F				
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	本益成長比 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)	市盈率 (x)	本益成長比 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)	市盈率 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)
金融分類																
1398	工商銀行	5.28	5.15	0.80	0.64	5.88	13.0	5.64	0.88	0.70	5.37	13.1	5.83	0.78	5.19	14.4
939	建設銀行	6.08	4.88	0.71	0.63	6.17	13.6	5.32	0.77	0.69	5.66	13.7	5.58	0.76	5.40	15.1
3328	交通銀行	5.57	4.93	0.98	0.50	6.09	10.4	5.29	1.05	0.53	5.67	10.4	5.44	0.57	5.52	11.5
3988	中國銀行	3.84	5.20	0.84	0.57	5.79	11.5	5.46	0.88	0.62	5.51	11.9	5.86	0.68	5.13	12.6
11	恒生銀行	165.40	15.03	1.76	2.00	2.67	13.7	16.32	1.91	2.10	2.46	13.2	17.70	2.21	2.26	12.8
23	東亞銀行	34.00	16.16	-	1.03	2.79	6.5	19.23	-	1.06	2.35	5.6	15.99	1.09	2.82	7.0
2388	中銀香港	38.90	12.10	1.24	1.49	3.97	12.8	13.48	1.39	1.61	3.56	12.3	14.56	1.72	3.29	13.0
5	滙豐控股	72.80	12.77	1.60	1.14	6.14	9.0	13.92	1.74	1.16	5.64	8.4	14.90	1.18	5.27	7.2
2318	中國平安	52.25	9.74	0.76	1.45	1.83	15.7	10.95	0.86	1.62	1.62	15.8	12.39	1.86	1.44	17.1
2628	中國人壽	24.00	15.91	0.86	1.58	2.16	10.2	18.93	1.03	1.67	1.82	9.1	22.32	1.79	1.54	8.1
1299	友邦保險	57.65	15.68	1.37	1.98	2.48	13.2	17.58	1.53	2.16	2.21	12.8	19.48	2.36	2.00	13.3
388	香港交易所	203.20	30.21	3.49	6.83	2.94	23.1	32.70	3.78	7.12	2.72	22.2	35.66	7.42	2.49	21.9
工商業分類																
762	中國聯通	11.70	17.83	0.30	0.96	2.17	5.5	24.37	0.41	1.00	1.59	4.2	45.37	1.03	0.85	2.3
941	中國移動	83.10	11.29	1.81	1.25	3.77	11.4	11.88	1.90	1.33	3.58	11.5	12.75	1.41	3.34	11.8
700	騰訊控股	284.00	24.92	0.97	6.05	0.51	27.4	30.41	1.19	7.85	0.42	29.2	39.35	10.18	0.33	33.9
2018	瑞聲科技	99.00	14.20	0.79	3.92	2.81	30.3	16.53	0.92	4.79	2.41	32.0	19.75	5.93	2.02	36.7
992	聯想集團	4.97	9.79	0.65	1.44	4.49	15.7	10.10	0.67	1.65	4.36	17.2	12.99	1.83	3.39	13.7
857	中國石油	4.83	10.93	0.31	0.60	4.21	5.6	14.52	0.41	0.62	3.17	4.3	19.98	0.63	2.30	3.2
883	中國海洋石油	8.54	8.77	0.35	0.80	10.51	9.3	10.52	0.42	0.83	8.75	8.0	13.71	0.86	6.72	6.3
135	昆侖能源	6.59	9.00	0.83	1.06	3.33	11.9	10.26	0.95	1.09	2.92	10.9	11.06	1.15	2.71	8.9
1088	中國神華	17.08	9.33	-	0.85	4.22	9.3	9.53	-	0.89	4.13	9.7	8.84	0.95	4.46	11.1
293	國泰航空	12.06	15.25	-	0.81	2.28	5.5	61.22	-	0.85	0.57	1.4	(46.21)	0.87	-	(2.0)
66	港鐵公司	44.20	23.42	2.43	1.74	2.04	7.5	27.17	2.82	1.78	1.76	6.6	28.15	1.82	1.70	5.9
175	吉利汽車	17.28	10.90	0.44	2.79	1.14	28.3	13.12	0.53	3.45	0.95	29.3	16.92	4.36	0.73	31.3
1928	金沙中國	36.00	19.29	1.76	9.41	7.36	47.1	21.55	1.96	8.80	6.59	39.0	23.77	8.03	5.98	29.9
27	銀河娛樂	47.60	21.76	2.19	3.20	-	15.5	24.16	2.44	3.57	-	15.6	26.30	4.00	-	16.8
151	中國旺旺	5.18	16.13	5.38	3.22	3.11	21.0	16.85	5.62	3.58	2.97	22.5	17.11	4.03	2.93	41.8
2319	蒙牛乳業	15.38	15.68	1.06	1.90	1.47	12.6	17.67	1.20	2.07	1.30	12.2	20.65	2.25	1.11	11.2
1044	恒安國際	58.40	15.65	2.98	3.35	4.17	22.1	16.27	3.10	3.58	4.01	22.9	17.34	3.87	3.76	21.3
1880	百麗	6.15	13.03	8.02	1.45	4.53	11.4	13.29	8.18	1.52	4.44	11.7	13.46	1.59	4.38	12.6
144	招商局港口	21.75	12.65	4.54	0.87	3.93	6.9	13.15	4.72	0.88	3.78	6.8	13.36	0.92	3.72	6.5
1	長和	98.50	9.29	1.33	0.76	0.74	8.4	9.75	1.39	0.80	0.71	8.5	10.63	0.86	0.65	8.5
19	太古股份	76.50	13.93	1.63	0.51	3.13	3.7	14.95	1.75	0.51	2.92	3.4	16.42	0.52	2.66	3.2
267	中信股份	11.90	7.08	2.02	0.58	2.68	8.5	7.07	2.01	0.62	2.69	9.1	7.59	0.67	2.50	9.1

恒生指數成分股

股票代碼	29/6/2017	股價 (HK\$)	2019F				2018F				2017F					
			市盈率 (x)	本益成長比 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)	市盈率 (x)	本益成長比 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)	市盈率 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)
地產分類																
1113	長實地產	61.70	10.93	1.81	0.76	2.74	7.1	11.46	1.90	0.80	2.62	7.1	12.29	0.84	2.44	7.1
101	恒隆地產	19.42	18.96	-	0.66	3.50	3.5	17.96	-	0.67	3.70	3.7	16.08	0.68	4.13	4.2
12	恒基地產	44.00	12.68	1.79	0.63	1.95	5.1	15.00	2.12	0.65	1.65	4.4	14.53	0.67	1.70	4.7
16	新鴻基地產	114.50	11.62	2.15	0.64	2.60	5.6	11.86	2.20	0.66	2.55	5.7	12.91	0.68	2.34	5.5
17	新世界發展	10.06	11.37	1.64	0.43	1.70	3.8	12.14	1.75	0.44	1.59	4.0	13.00	0.52	1.49	4.0
4	九龍倉集團	65.45	12.80	2.95	0.58	2.81	4.5	13.46	3.11	0.59	2.67	4.4	13.93	0.60	2.58	4.5
823	領展房產基金	59.90	21.15	2.53	0.92	0.73	4.4	23.12	2.77	0.95	0.67	4.1	24.83	0.95	0.62	4.2
83	信和置業	12.90	16.00	-	0.60	2.02	3.8	15.49	-	0.62	2.08	4.0	15.36	0.63	2.10	4.2
688	中國海外發展	22.85	5.77	0.50	0.81	2.82	14.7	6.38	0.56	0.90	2.55	14.8	7.17	1.00	2.27	14.4
1109	華潤置地	22.75	6.35	0.45	0.93	3.45	15.5	7.13	0.51	1.04	3.08	15.5	8.25	1.17	2.66	15.3
公用事業分類																
2	中電控股	83.40	17.55	-	1.81	2.48	10.5	15.92	-	1.88	2.74	12.2	16.38	2.02	2.66	13.0
3	香港中華煤氣	14.86	25.40	6.53	3.31	2.18	13.2	26.44	6.80	3.41	2.09	13.2	27.42	3.56	2.02	13.6
6	電能實業	69.40	18.95	6.11	1.32	3.94	6.9	19.27	6.22	1.32	3.87	6.9	20.14	1.34	3.70	6.3
836	華潤電力	15.48	8.56	0.48	0.94	4.73	11.3	9.32	0.52	0.99	4.34	10.9	11.91	1.04	3.40	8.8
1038	長江基建	66.30	14.63	2.38	1.48	3.31	10.3	15.53	2.52	1.53	3.12	10.1	16.48	1.59	2.94	9.8

注：部分成分股未被列入表內

來源：彭博預測、農銀國際證券

國企指數成分股

股票代碼	29/6/2017	2019F					2018F					2017F				
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	本益成長比 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)	市盈率 (x)	本益成長比 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)	市盈率 (x)	市賬率 (x)	收益率 (%)	股本回報 (%)
1398	工商銀行	5.28	5.20	0.84	0.58	5.99	11.6	5.46	0.88	0.63	5.70	12.0	5.86	0.69	5.31	12.2
939	建設銀行	6.08	4.93	0.98	0.54	6.19	11.4	5.29	1.05	0.59	5.76	11.5	5.44	0.63	5.61	11.1
1288	農業銀行	3.69	5.69	0.45	0.69	2.36	12.9	6.28	0.50	0.78	2.13	13.1	7.21	0.87	1.86	12.4
3988	中國銀行	3.84	6.18	0.50	1.00	4.87	17.1	7.11	0.58	1.13	4.23	16.9	7.79	1.28	3.86	16.6
3328	交通銀行	5.57	4.36	0.75	0.49	5.80	11.7	4.64	0.80	0.54	5.46	12.1	4.88	0.59	5.18	12.1
1658	郵儲銀行	4.51	4.63	0.76	0.59	4.61	13.3	4.95	0.81	0.65	4.32	13.9	5.22	0.73	4.10	13.9
3968	招商銀行	23.95	15.91	0.86	1.53	2.29	10.0	18.93	1.03	1.64	1.92	8.9	22.32	1.75	1.63	8.2
998	中信銀行	4.83	9.74	0.76	1.59	2.20	17.5	10.95	0.86	1.83	1.96	17.9	12.39	2.12	1.73	17.3
1988	民生銀行	7.80	6.67	0.85	0.74	1.49	11.7	7.16	0.91	0.83	1.39	12.2	7.76	0.92	1.28	12.1
2628	中國人壽	24.00	12.99	0.78	1.59	4.05	12.7	15.23	0.91	1.71	3.46	11.6	17.70	1.82	2.97	10.5
2318	中國平安	52.25	11.43	0.52	1.41	2.66	13.0	13.59	0.62	1.56	2.23	12.0	17.02	1.70	1.78	10.4
1339	人保集團	3.28	7.35	1.28	1.06	3.46	15.2	7.56	1.31	1.18	3.37	16.7	8.22	1.34	3.09	16.7
2601	中國太保	32.00	10.01	0.62	1.02	4.07	10.6	11.77	0.72	1.10	3.46	9.6	13.53	1.17	3.01	8.7
1336	新華保險	39.80	10.12	0.62	0.98	3.11	10.1	11.56	0.71	1.06	2.72	9.5	13.67	1.13	2.30	8.4
2328	中國財險	13.04	9.02	0.47	1.00	6.30	11.4	11.03	0.57	1.06	5.15	9.9	12.82	1.12	4.43	8.7
6030	中信證券	16.18	8.91	0.64	1.09	3.74	12.8	10.08	0.73	1.19	3.31	12.3	11.55	1.30	2.89	11.4
6837	海通證券	12.70	8.39	0.63	0.85	3.64	10.5	9.38	0.71	0.91	3.25	10.1	10.75	0.98	2.84	9.2
6886	華泰證券	15.22	4.00	0.25	0.63	7.46	16.7	4.61	0.29	0.71	6.48	16.4	5.38	0.80	5.55	13.5
1776	廣發證券	15.80	9.33	(3.51)	0.82	3.94	9.1	9.53	(3.59)	0.87	3.85	9.4	8.84	0.92	4.16	10.5
6881	中國銀河	7.03	10.93	0.31	0.65	13.57	5.9	14.52	0.41	0.64	10.21	4.4	19.98	0.64	7.42	3.2
1088	中國神華	17.08	9.01	0.24	0.80	5.75	9.1	9.76	0.26	0.84	5.30	8.9	16.97	0.90	3.05	5.1
857	中國石油	4.83	8.46	0.74	1.07	3.77	13.3	9.41	0.82	1.18	3.39	13.1	10.50	1.29	3.04	13.4
902	華能電力	5.53	7.32	0.69	0.78	2.32	11.2	8.07	0.76	0.86	2.11	11.1	8.96	0.94	1.90	10.6
1816	中廣核電力	2.20	6.25	0.56	0.77	2.49	13.0	7.01	0.63	0.86	2.21	12.9	7.72	0.96	2.01	12.2
916	龍源電力	5.74	5.94	0.49	0.71	3.08	12.6	6.66	0.55	0.79	2.74	12.5	7.47	0.88	2.44	11.9
390	中國中鐵	6.19	11.01	1.01	1.39	4.89	13.1	12.27	1.12	1.49	4.39	12.5	13.55	1.59	3.98	11.7
1186	中國鐵建	10.20	15.87	0.76	2.45	1.75	16.4	18.00	0.86	2.77	1.55	16.4	23.18	3.15	1.20	11.9
1800	中國交建	10.18	4.89	1.00	0.58	3.03	12.6	5.19	1.06	0.65	2.86	13.3	5.38	0.73	2.76	13.5
1766	中國中車	7.05	7.08	1.26	1.28	4.26	19.3	7.33	1.30	1.47	4.12	21.6	7.90	1.71	3.82	21.4
1211	比亞迪	49.40	10.09	1.03	1.73	1.81	18.5	10.95	1.12	2.02	1.66	20.0	12.16	2.38	1.50	20.0
489	東風集團	9.35	6.48	0.47	1.35	6.42	22.3	7.19	0.53	1.55	5.79	23.2	8.37	1.81	4.97	22.0
2333	長城汽車	9.90	10.59	3.17	1.31	2.91	12.9	10.93	3.27	1.43	2.82	13.7	11.31	1.58	2.73	14.2
3898	中車時代電氣	38.50	13.05	1.15	1.96	2.28	15.9	14.20	1.25	2.20	2.10	16.5	16.18	2.49	1.84	15.9
2202	萬科	22.15	10.68	1.00	0.76	3.97	7.3	11.76	1.10	0.80	3.61	6.9	13.08	0.83	3.24	6.4
914	海螺水泥	27.00	9.46	0.75	1.13	2.28	12.6	10.92	0.87	1.25	1.98	12.0	11.99	1.38	1.80	11.3
1099	國藥控股	35.45	5.20	0.84	0.58	5.99	11.6	5.46	0.88	0.63	5.70	12.0	5.86	0.69	5.31	12.2
728	中國電信	3.75	4.93	0.98	0.54	6.19	11.4	5.29	1.05	0.59	5.76	11.5	5.44	0.63	5.61	11.1
753	中國國航	8.02	5.69	0.45	0.69	2.36	12.9	6.28	0.50	0.78	2.13	13.1	7.21	0.87	1.86	12.4

注：部分成分股未被列入表內

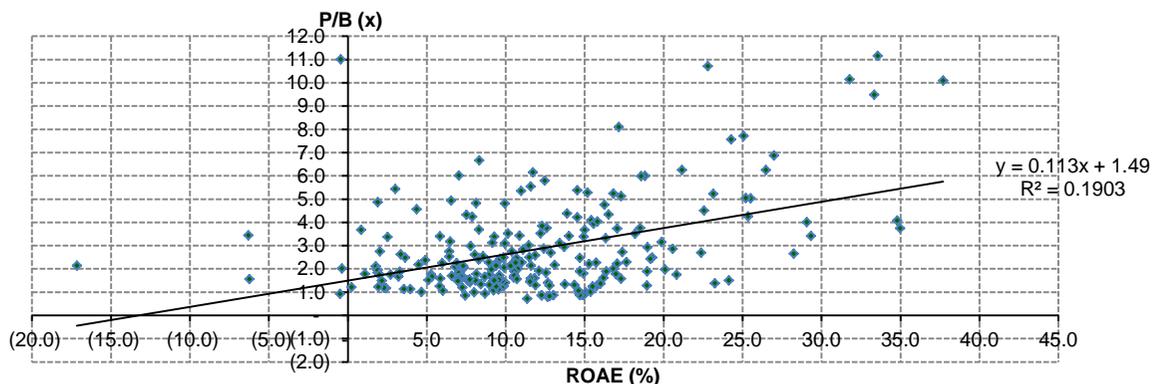
來源：彭博預測、農銀國際證券

MSCI 中國 A 大盤暫定指數部分成份股(ROAA>10%)

A 股 代碼	H 股 代碼	名稱	名稱行業	5 年平均 股權回報 (%)	2016 股權回報 (%)	2016 資產回報 (%)	資產 /權益	A 股價 (人民幣)	A 股 市盈率 (x)	A 股 市賬率 (x)	H 股 (港元)	H 股 市盈率 (x)	H 股 市賬率 (x)
603288	-	海天味業	食物產品	34.47	31.78	24.52	1.34	40.83	36.7	10.05	-	-	-
600816	-	安信信託	資本市場	37.23	34.80	23.84	1.39	13.84	16.3	4.67	-	-	-
002294	-	信立泰	製藥	28.95	26.49	22.47	1.20	35.81	26.5	6.53	-	-	-
002508	-	老闆電器	家用耐用品	24.28	33.33	21.40	1.56	42.65	30.4	9.19	-	-	-
600688	338	上海石化	化學製品	8.71	28.24	21.16	1.36	6.59	10.5	2.67	4.16	6.6	1.6
002415	-	海康威視	電子設備	32.11	33.57	21.02	1.69	32.50	38.1	11.63	-	-	-
600276	-	恒瑞醫藥	製藥	22.68	22.80	19.75	1.11	50.62	52.5	10.79	-	-	-
000423	-	東阿阿膠	製藥	24.69	23.15	18.96	1.19	72.10	24.7	5.26	-	-	-
000895	-	雙匯發展	食物產品	27.90	25.52	18.25	1.42	23.82	18.7	5.21	-	-	-
600519	-	貴州茅臺	飲料	33.60	24.29	17.12	1.49	473.01	33.1	7.52	-	-	-
002466	-	天齊鋰業	化學製品	12.52	37.70	16.46	1.93	53.86	32.5	10.09	-	-	-
002304	-	洋河股份	飲料	30.04	22.57	16.43	1.49	86.29	21.3	4.52	-	-	-
000568	-	瀘州老窖	飲料	24.81	18.82	15.71	1.23	50.57	33.3	6.00	-	-	-
002236	-	大華股份	電子設備	29.29	25.07	14.63	1.82	22.96	34.8	7.80	-	-	-
600887	-	伊利股份	食物產品	24.19	25.20	14.16	1.69	21.48	22.3	5.26	-	-	-
600066	-	宇通客車	機械	28.26	29.34	14.02	2.57	21.86	12.2	3.48	-	-	-
601801	-	皖新傳媒	分銷商	10.64	18.99	13.68	1.26	13.96	19.0	3.03	-	-	-
600674	-	川投能源	電力	18.22	16.82	12.89	1.28	9.85	12.7	2.03	-	-	-
600074	-	保千里	電子設備	-	27.00	12.42	2.01	12.78	36.2	6.84	-	-	-
002424	-	貴州百靈	製藥	14.37	17.17	12.30	1.38	18.86	52.1	8.48	-	-	-
000858	-	五糧液	飲料	21.27	15.43	11.60	1.29	55.42	28.1	4.15	-	-	-
600660	3606	福耀玻璃	汽車零部件	22.89	18.20	11.46	1.66	25.98	19.9	3.48	29.90	20.7	3.6
000581	-	威孚高科	汽車零部件	13.53	14.92	11.18	1.29	26.19	13.8	1.95	-	-	-
600009	-	上海機場	交通基礎設施	11.86	13.42	11.03	1.19	37.22	24.3	3.11	-	-	-
000963	-	華東醫藥	醫療保健機構	30.33	21.17	10.81	1.89	49.53	31.0	6.16	-	-	-
002195	-	二三四五	軟件	9.56	11.59	10.56	1.11	7.25	35.9	5.98	-	-	-
601888	-	中國國旅	酒店,休閒	16.00	14.54	10.53	1.29	29.74	31.7	4.37	-	-	-
601098	-	中南傳媒	媒體	13.92	14.70	10.29	1.40	18.76	18.3	2.58	-	-	-
600309	-	萬華化學	化學製品	25.80	34.97	10.25	2.77	28.76	14.1	4.04	-	-	-
600703	-	三安光電	半導體	14.48	13.90	10.23	1.35	19.99	33.9	4.48	-	-	-
601238	2238	廣汽集團	汽車	9.95	18.52	10.21	1.83	26.14	20.7	3.55	13.90	12.3	1.8

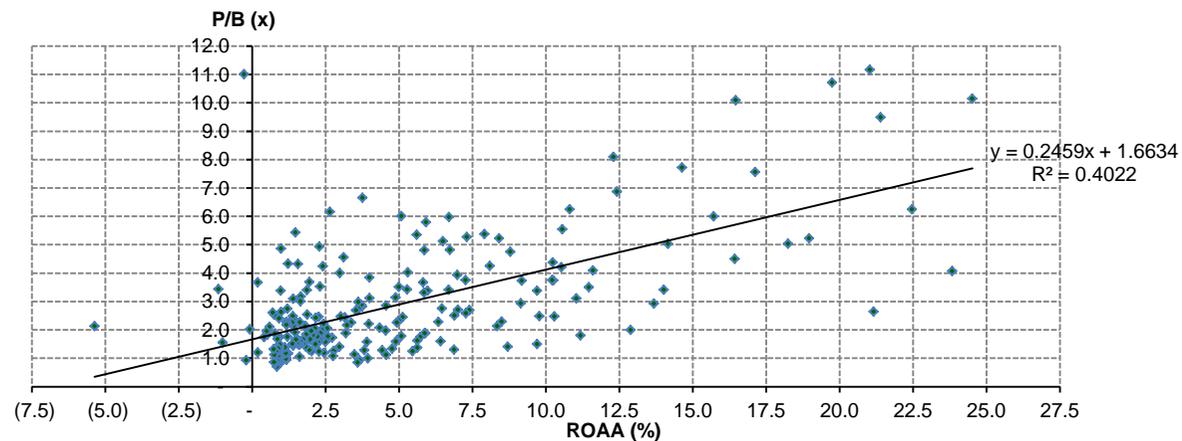
定價於 2017 年 6 月 29 日；資料來源：彭博預測、農銀國際證券

MSCI 中國 A 大盤暫定指數-在市場去杠杆大趨勢下,A 股投資者更注重 ROAA
A 股市淨率與 ROAE(%)回歸分析-弱相關



備註：ROAE 平均股東權益回報率;222 只成分股;資料來源：彭博、農銀國際證券

A 股市淨率與 ROAA(%)回歸分析-投資者更加重視 ROAA



備註：ROAA 平均資產回報率;222 只指數成分股;資料來源：彭博、農銀國際證券



香港 IPO 市場展望

金融股繼續主導 IPO 市場

- 在 1H17,香港 IPO 市場已募集 68.3 億美元,平均交易規模為 1.1 億美元。中國投資銀行繼續提升市場份額,佔十大承銷商中的九家。
- 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 1H17IPO 集資額的 59%(2014: 28%)。我們預計這趨勢將未來 1-2 年持續

在 1H17,香港股票 IPO 總額為 68.3 億美元,共發行了 62 個項目,平均發行規模分別為 1.1 億美元。在承銷商方面,在 1H17,10 大承銷商中有 9 家是中資投資銀行,而在 2015 年則為 6 家,反映中資投資銀行在 IPO 市場上持續提升市場份額。

金融股如國泰君安證券、交銀國際及一家農商銀行等是香港 IPO 市場的主要推動力,佔 1H17 籌集總額的 59%。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 1H17 的 59%。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 1H17,金融業 IPO 的平均集資額為 5.0 億美元,相比之下非金融業 IPO 的平均集資額只有 5,200 百萬美元。

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

非金融行業在香港 IPO 市場的集資份額從 2014 年的 72%下降至 1H17 的 41%。在 2014 年,工業佔香港 IPO 集資額的 18%,但其佔比在 1H17 已經下降至 8%。在同一期間,可選消費品的集資份額從 18%下降到 12%。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。

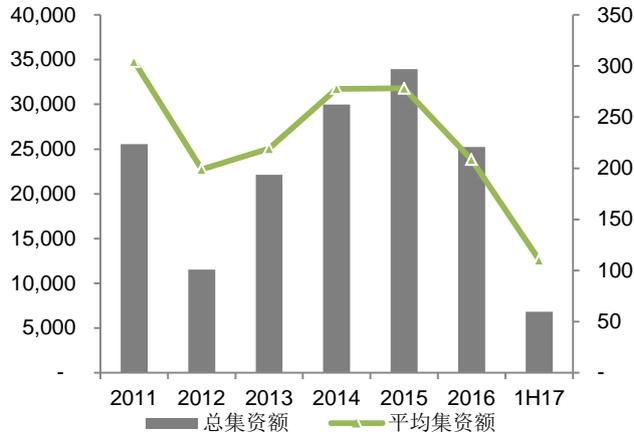
圖表 1:1H17 香港 IPO 市場

行業	總集資額(百萬美元)	平均集資額(百萬美元)
金融	4,016	502
可選消費品	854	41
醫療	800	200
工業	566	31
其他	595	54

來源:彭博、農銀國際證券

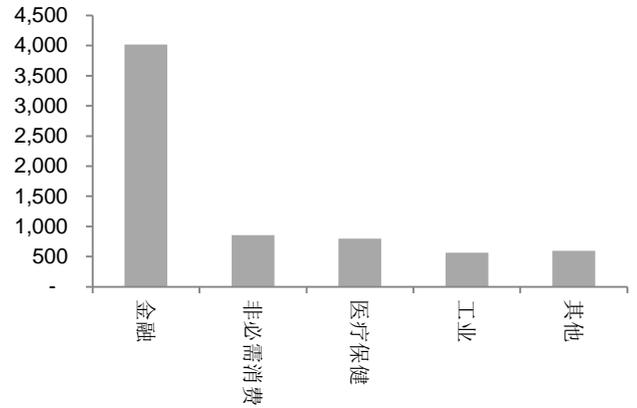


圖表 2:香港 IPO 市場(百萬美元)



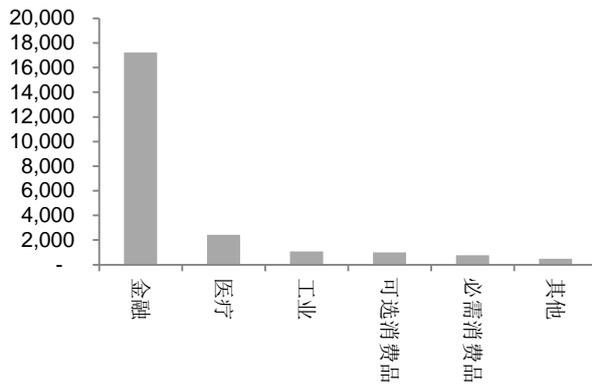
來源:彭博、農銀國際證券

圖表 3:香港 IPO 集資額行業分佈(1H17,百萬美元)



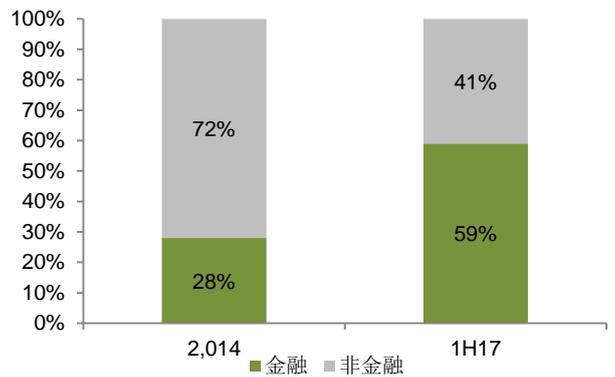
來源:彭博、農銀國際證券

圖表 4:香港 IPO 集資額行業分佈(2016,百萬美元)



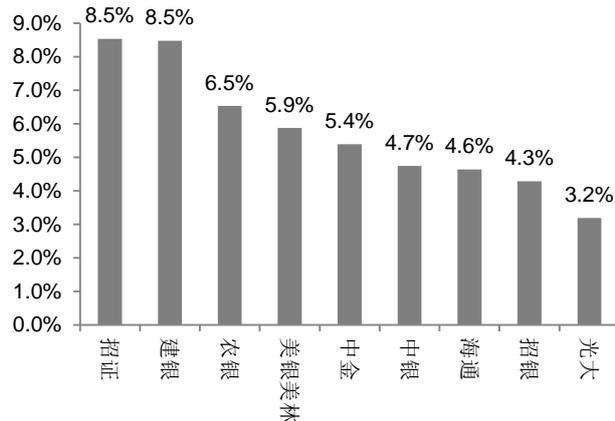
來源:彭博、農銀國際證券

圖表 5:香港 IPO-金融 vs.非金融



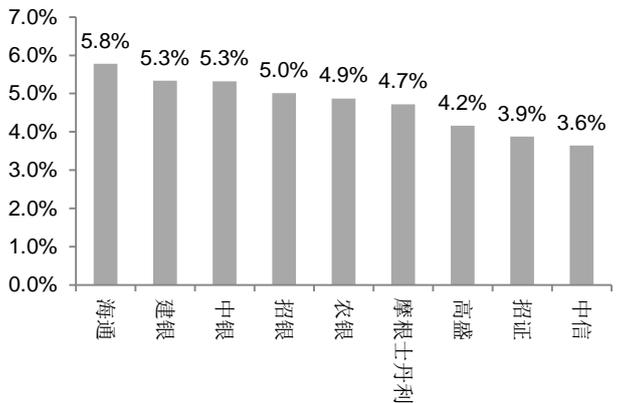
來源:彭博、農銀國際證券

圖表 6:主要承銷商市場份額(1H17)



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



中國銀行業

行業基本面持續改善,但政策性風險正提高

- 利率環境維持穩定,我們預期 2017 至 2018 年間每年將降準兩次
- 淨息差的壓力將在 2H17 得以緩解,小型銀行的淨息差表現可能優於大銀行
- 新增貸款勢頭將保持,我們預測在 2017 及 2018 年的新增貸款增長率為 9.8%和 7.4%
- 憑藉銀行的主動調控處置,整體不良率將保持穩定。大撥備將繼續增加銀行業風險緩衝能力
- 儘管收入結構正在改善,快速增長的手續費收入或提高行業政策性風險
- 基於行業估值偏低及穩定股息收益率,維持行業正面評級

行業基本面愈趨穩定。我們預期 2017 年至 2019 年間的行業基本面將持續有所改善,原因:1)在穩定的利率環境和溫和的降準下,2H17 淨息差的壓力將得以緩和;2)資產質量在銀行加大調控及處置力度下不良率將更見穩定,同時行業風險緩衝將繼續加強;3)收入結構的優化將令銀行對利息收入的依賴度降低。我們認為愈趨穩定的基本面將支持銀行業在 4Q17 出現另一輪行業估值重估。

穩定的利率環境及溫和的降準速度。雖然美國已進入加息週期,我們農銀國際的經濟師認為,基準利率將在 2017 及 2018 年保持在現水平,然而每年將出現兩次存款準備金率下調。隨著去杠桿、降低社會融資成本、保持金融市場的穩定等關鍵政策方向,穩定的利率環境將有助於銀行管理淨息差,而溫和的降準亦有助於維持銀行業整體流動性。

淨息差的壓力將在 2017 年緩和。正如我們預期,行業平均淨息差隨著早前降息週期的重定價完成和營改增的延伸影響,其收窄的速度在 4Q16 及 1Q17 正續步減慢。在中國的“新常態”經濟增長下,我們預期貸款需求仍將保持穩定,行業平均淨息差將在 2Q17 見底,並逐步回穩。

資產負債表增長及資產配置的能力將繼續成為銀行業績優劣的主要差異因素。與大銀行和全國性股份制銀行有所不同,仍處於高增長階段的地區性銀行,有望出現較高的盈利增長率,而其淨息差可能會在 2H17 略有反彈。

貸款需求保持穩定。在中國金融業去槓桿的前提下,我們認為 2017 年的貸款需求仍將保持穩定。我們的 2017 年預測新增貸款為 13.5 萬億元人民幣,單單在 4M17 已達到我們全年預測的 39.4%。同時,我們發現 1Q17 的貸款定價略有改善,76.7%的新貸款定價高於基準利率,平均貸款收益率為 5.53%。

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 年中國的新增貸款將增長 9.8%及 7.4%。

正面

分析員:歐宇恆
電話:(852) 2147 8802
電郵:johannesau@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值(x)	5.54
2017 預測市賬率均值(x)	0.69
2017 預測股息率均值(%)	5.09

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	(2.94)	(4.23)
3 個月	(1.72)	(9.96)
6 個月	9.96	(12.80)

*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



不良貸款率保持穩定,風險緩衝能力加強。延續前幾季度的勢頭,我們預期整體行業平均不良貸款率在 2017 及 2018 年仍將保持其溫和上升的趨勢。不良處置如核銷、打包出售、清收處置及證券化等力度將持續增加。與此同時,新增不良貸款的壓力在未來幾年將仍然存在。因此銀行將繼續以大撥備加強其風險緩衝能力。

手續費收入快速增長可能提高政策性風險。行業創新與改革勢將加快銀行業的中間業務收入的增長速度,並同時擴大銀行的新收入來源。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。我們預期行業平均非利息收入佔總營業收入比將在 2017 至 2019 年間達到 30%的水平。然而,這些快速增長的業務領域也將為銀行業帶來更大的政策性風險,監管機構可能在維持金融市場穩定和風險的前提下進一步加大調控力度。

我們仍偏好大銀行。我們偏好於大銀行穩定的股息收益率,以及其多元化的業務和對於政策性風險的抵禦性。我們尤其喜愛**建設銀行(939 HK)**對風險管理的謹慎態度和**農業銀行(1288 HK)**在行業中較高的風險緩衝能力及股息收益率。另外,地區性銀行的資產負債表相對較小,其業務上的增長率及靈活性相對較高。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中個別銀行的關注。

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性風險加大。



圖表 1:新增人民幣貸款(人民幣 10 億)及同比增長(%)



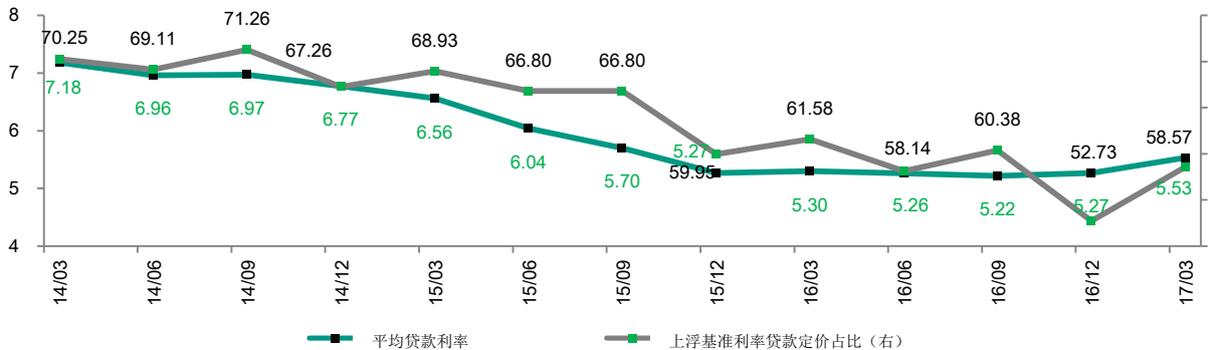
來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖表 2:新增人民幣存款(人民幣 10 億)及同比增長(%)

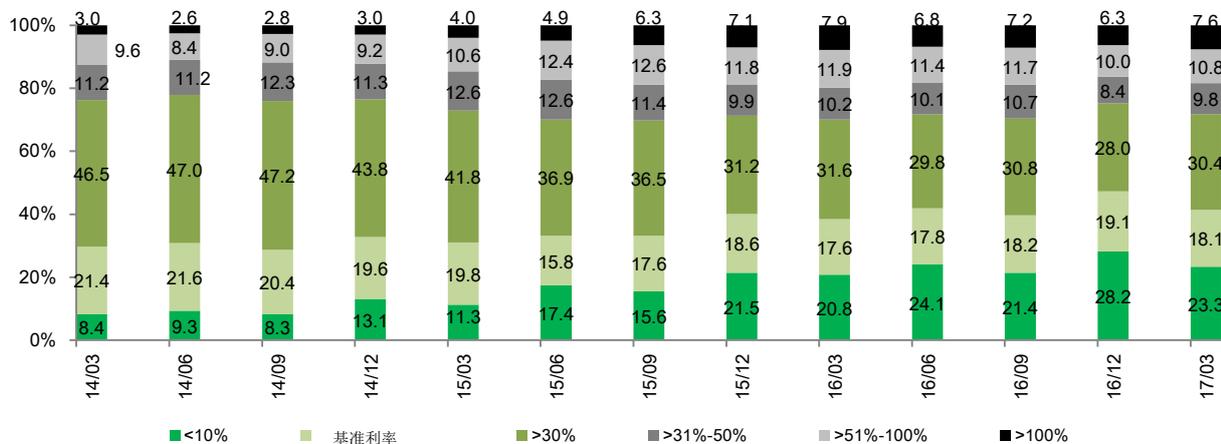


來源：中國人民銀行、農銀國際證券

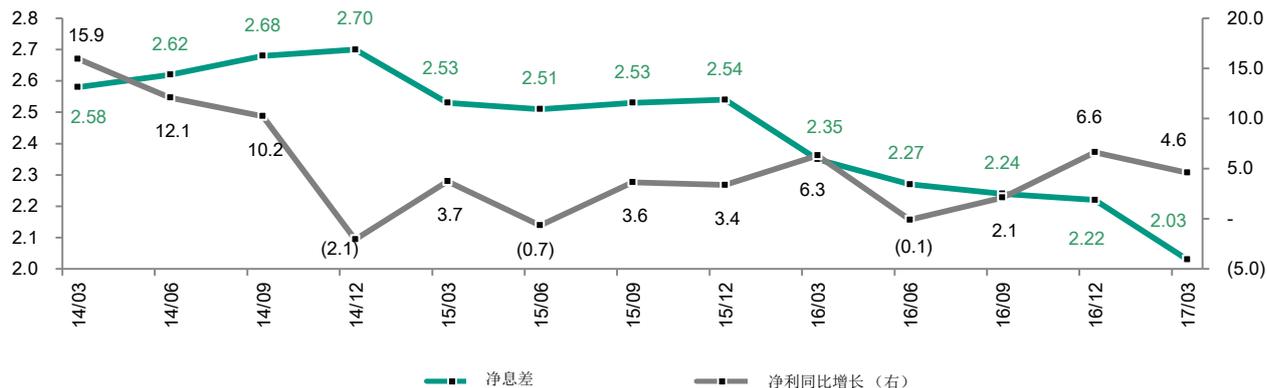
圖表 3:平均貸款利率與貸款定價上浮基準利率佔比(%)



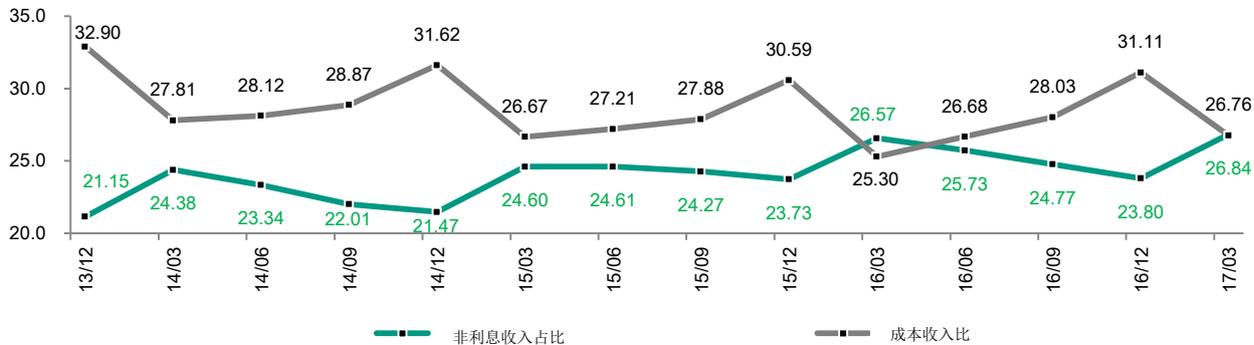
來源：中國人民銀行、農銀國際證券

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(%)


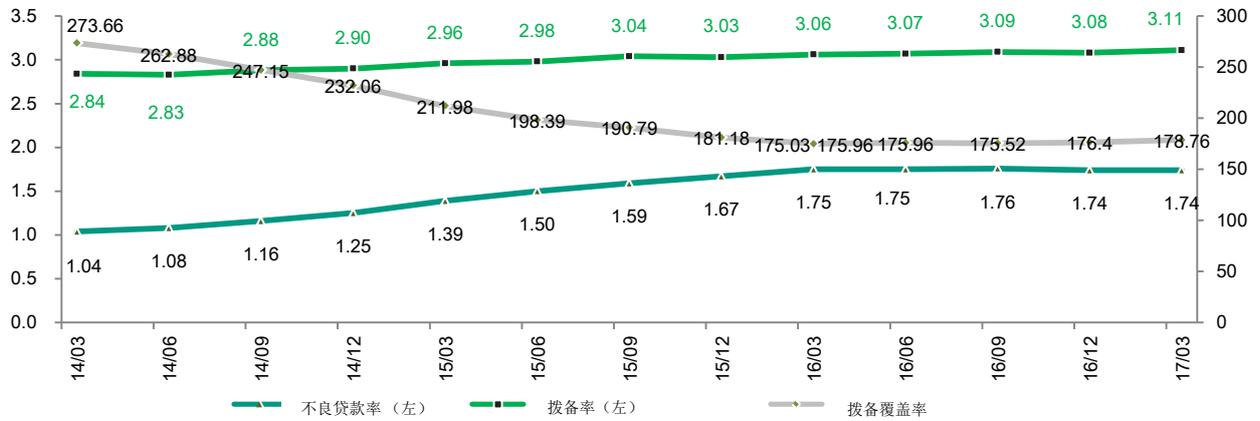
來源：中國銀監會、農銀國際證券

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

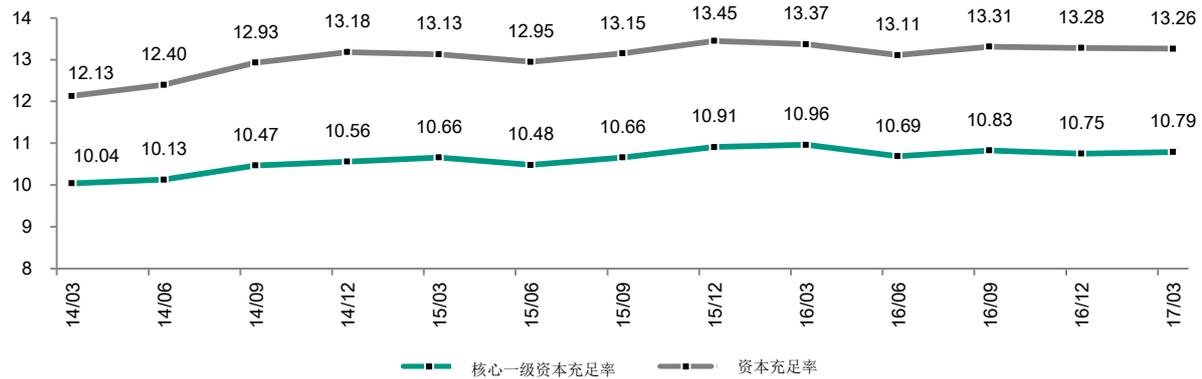


圖表 7: 主要行業平均資產質量指標(%)



來源：中國銀監會、農銀國際證券

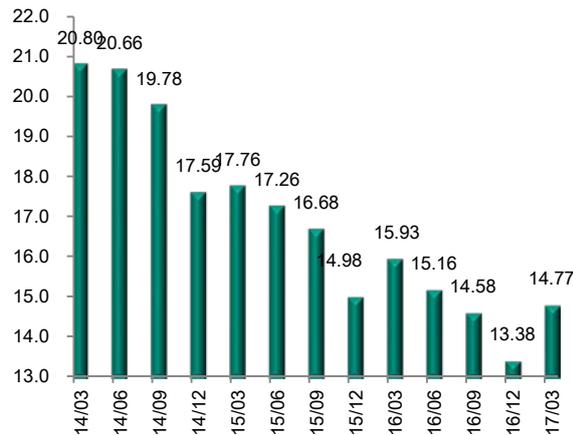
圖表 8: 行業平均核心一級資本充足率及資本充足率(%)



來源：中國銀監會、農銀國際證券

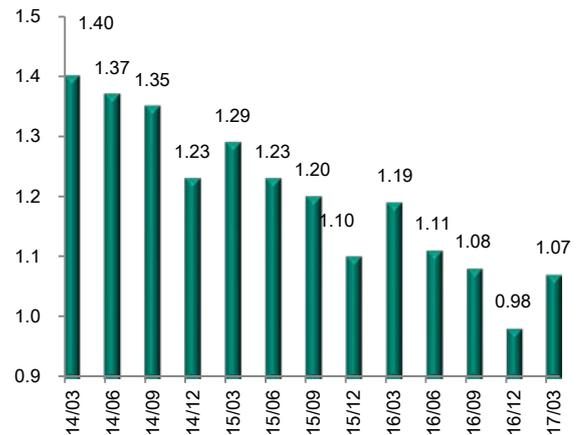


圖表 9:行業平均資本利潤率(%)



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 6 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY18F 市賬率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
工商銀行	1398 HK	買入	6.84	29.55	5.95	5.60	0.77	0.70	5.26	5.47
建設銀行	939 HK	買入	8.02	31.91	5.89	5.59	0.78	0.71	5.11	5.29
農業銀行	1288 HK	買入	4.56	23.58	5.73	5.54	0.73	0.67	5.41	5.72
中國銀行	3988 HK	買入	5.01	30.47	5.77	5.49	0.65	0.60	5.49	5.49
交通銀行	3328 HK	買入	7.71	38.42	5.51	5.34	0.59	0.54	5.38	5.38
招商銀行	3968 HK	買入	25.40	6.05	8.81	8.14	1.21	1.08	3.29	3.48
民生銀行	1988 HK	買入	11.73	50.38	5.32	4.85	0.67	0.60	3.13	3.27
中信銀行	998 HK	買入	6.13	26.92	4.83	4.44	0.53	0.47	5.06	5.29
光大銀行	6818 HK	買入	5.26	44.11	4.63	4.38	0.55	0.50	6.39	6.69
徽商銀行	3698 HK	買入	4.59	22.73	5.18	4.88	0.64	0.56	5.34	5.64
哈爾濱銀行	6138 HK	買入	2.84	16.87	4.47	3.84	0.56	0.50	5.48	6.40
重慶銀行	1963 HK	買入	8.20	31.83	4.41	3.89	0.56	0.48	5.71	6.42

來源：彭博,農銀國際證券預測



中國保險業

2017年：充滿挑戰的一年

- 在一個充滿挑戰的一年選擇贏家-平安(2318 HK)
- 人壽險保費收入在快速增長的軌道上,但財產險保費收入增長放緩
- 我們對一些保險公司的可供出售金融資產存在大額未實現損失和保險業持續增加非標投資持謹慎態度
- 定價市場化、精算估計變更和國際財務報告準則第9號的實施將導致保險公司利潤和內含價值在2017-18年出現壓力

人壽保險深度和密度迅速上升。2016年人壽保險深度(保費/GDP)上升至2.99%,同比增長0.63個百分點。而壽險密度增長35.7%至人均保費1,608元人民幣,儘管2016年國全國人均可支配收入增長8.4%。於4M17,最大的三家壽險公司的人壽險保費收入同比增長29%,而其2016年壽險保費收入同比增24%長。

汽車銷售低增長將影響非人壽保險公司的保費收入增長。財險深度在2016年上漲0.01個百分點至1.17%。財險密度增長8.5%至人均保費631元人民幣。密度增長率與2016年經濟8%的名義增長率接近。我們認為,汽車銷售增長放緩,由2016年10.1%的增長下降至4M17的3.4%的增長,將是財險公司今年的主要逆風。

2017-18 保險業面臨的挑戰。保險價格市場化和精算估計變更推高了保險合同的負債端成本。中國人壽(2628 HK)警告說,根據新精算估計,由於保險負債增加,以新估計重新計算其1Q17的稅前利潤將減少133億元人民幣。這減幅相當於其1Q17稅前利潤的1.76倍。

盈利的質量問題。可供出售金融資產存在大額未實現收益(虧損)扭曲了保險公司報告的淨利潤的質量,因為這些浮盈(浮虧)在淨利潤項之後才被計入或減記入綜合淨利潤。保險公司有大額的浮虧(浮盈)將導致較低(較高)的賬面淨值增長,並推高(壓低)資產收益率和淨資產收益率,有誤導投資者之疑。中國人壽(2628 HK)和中國太平洋保險(2601 HK)1Q17的綜合淨利潤分別為同期淨利潤的89%和49%。同時,平安(2318 HK)及新華人壽(1336 HK)1Q17綜合淨利潤分別為同期淨利潤的127%及135%。我們認為,投資者也應該關注綜合淨利潤和淨利潤差異,可以更好地瞭解保險公司在報告期內的實際盈利能力。

非標投資在2017年3月末佔保險業總淨資產的307%。非標投資的低透明度和缺乏市場價值是我們的關切。股票、銀行存款和債券投資額在2017年3月末分別佔行業總淨資產的104%、137%和270%。非標投資的回報率已成為保險公司股東價值的最大搖擺因素。

行業集中度高的態勢依然保持。十大壽險公司在2016年和1Q17年總壽險保費中獲得了約72%的市場份額。同時,10大財險公司在2016財年和1Q17年的總財險保費市場中獲得了約85%的市場份額。

中性

分析師:陳宋恩

Tel:(852) 2147 8805

電郵:philipchan@abci.com.hk

重要數據

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

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



壽險和健康險合同的的負債端成本驟增會削弱承保利潤。商業運營和投資環境的變化將導致壽險和健康險合同負債中長期精算估算變化。我們預計長期壽險或健康險合同的負債將會激增,而負面影響將在 2017-18 年度的利潤表中得到充分體現。

由於長期保險產品的銷售增加,內含價值將得到提振。壽險業在 2016 年和 1Q17 保費收入同比增長了 36.5%和 37.0%。2016 年,中國太保、中國人壽、人保、新華人壽和平安的壽險新業務價值分別同比上漲 56.5%、56.4%、49.9%、36.4%和 32.2%。新業務價值相對較高的增長是由於產品組合的變化,包括長期保險產品佔比增加。2016 年,中國太保、中國人壽、人保、新華人壽和平安的內含價值分別同比增長 19.6%、17.0%、16.4%、15.6%、8.0% 和 4.6%。我們認為,產品組合的變化有助於提高人壽保險公司的內含價值,同時可以緩解精算估算變化的不利影響。

較低的風險意味著 2017-18 年度的投資回報將下降。保監會收緊保險業監管的主要目標是促使保險公司做好業務風險管理和降低行業的系統性風險。嚴的監管環境不利於中小型保險公司以高預期回報吸引新保單客戶。隨著對客戶的投資回報率下降,中小型保險公司的棄保率勢將增加。中小型保險公司的流動性風險也隨著增加。

平安和新華人壽對風險貼現率和投資回報有較為審慎的假設。他們的內含價值比其同行如中國人壽、中國太保、人保、太平和中再保更保守,後者他們通常以較低的風險貼現率或以較高預期投資回報率提高內含價值。

選擇勝利者-平安(2318 HK)。在 H 股保險同業中,平安達到最高的 ROAE,其賬面淨值增幅最高,其財險業務綜合成本率最低。

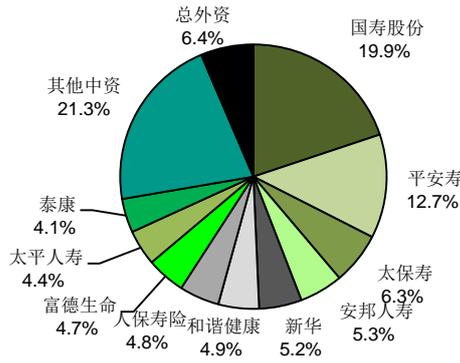
圖表 1:2016 年保險公司內含價值的估值假設

	中國人壽 (2628 HK)	新華人壽 (1336 HK)	平安 (2318 HK)	中國太保 (2601 HK)	人保 (1339 HK)	太平 (966 HK)	中再保 (1508 HK)
風險貼現率(%)	10.0	11.5	11.0	11.0	10.0	11.0	10.5
未來預期投資回報率(%)	4.6-5.0	4.5-5.0	4.75-5.0	4.85-5.0	5.25	4.8-5.0	5.0
2016 年報告總投資收益率(%)	4.56	5.1	5.3	5.2	5.8	5.01	5.48
2016 年末每股內含價值(RMB)	23.07	41.50	34.88	27.14	3.34	28.51	1.80
2016 年末每股賬面淨值(RMB)	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：公司財務報告、農銀國際證券

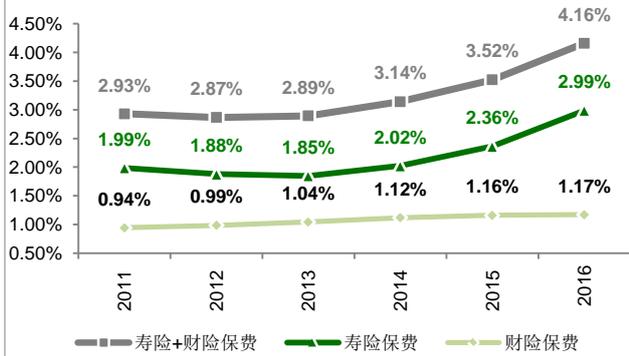


圖表 2:2016 年十大壽險公司(佔壽險總原保費)



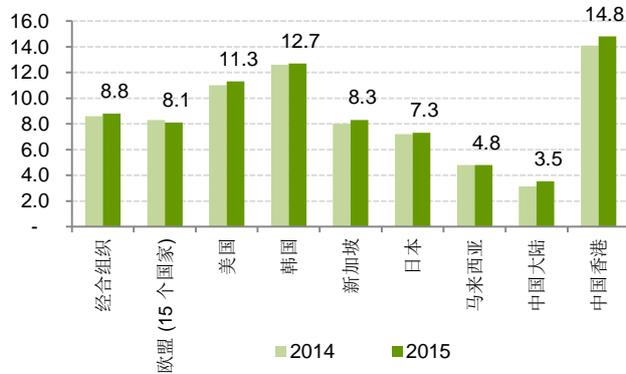
來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 4:保險深度(保費佔 GDP 的百分比)



來源：中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

圖表 6:保險深度(保費佔 GDP 的百分比)



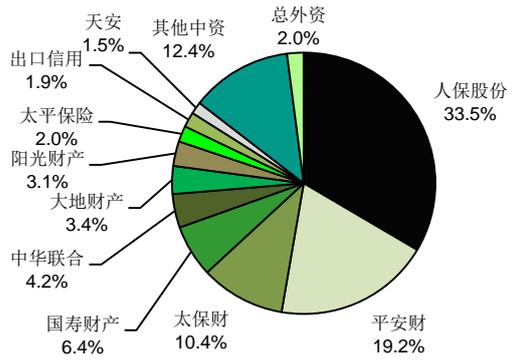
來源：OECD, 中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

圖表 8:中國人身險保費(同比變化)



來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 3:2016 年十大財險公司(佔財險總原保費)



來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 5:保險密度(人均保費,人民幣)



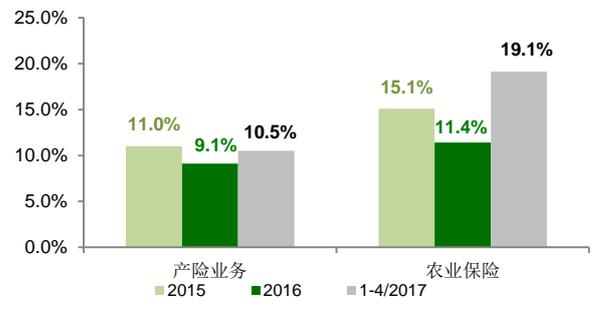
來源：中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

圖表 7:保險密度(人均保費,美元)



來源：OECD, 中國保監會、國家統計局、農銀國際證券

圖表 9:中國財險保費(同比變化)



來源：中國保監會、農銀國際證券



圖表 10:原保險費收入

人壽保險 保費收入	1-4/2017		2016		2015	
	(RMB10 億)	(同比變化)	(RMB10 億)	(同比變化)	(RMB10 億)	(同比變化)
中國人壽(2628 HK)	268.4	20.0%	430.6	18.3%	364.1	9.9%
平安人壽 ¹	176.9	41.4%	275.2	32.0%	208.4	19.8%
太保壽險 ²	82.7	39.7%	137.4	26.5%	108.6	10.0%
人保壽險 ³	68.3	(5.0%)	105.1	17.5%	89.4	13.6%
新華保險(1336 HK)	63.5	33.0%	94.4	18.1%	111.9	1.8%
太平人壽 ⁴	43.7	(19.6%)	112.6	0.6%	79.9	22.7%
人保健康 ³	13.6	(8.5%)	23.7	47.5%	16.1	1.9%
平安健康 ¹	0.7	182.1%	0.8	50.7%	0.5	24.6%
非人壽保險 保費收入	1-4/2017		2016		2015	
	(RMB10 億)	(同比變化)	(RMB10 億)	(同比變化)	(RMB10 億)	(同比變化)
中國財險(2328 HK) ³	117.1	8.9%	310.5	10.5%	281.0	11.3%
平安財產 ¹	69.9	22.6%	177.9	8.7%	163.6	14.5%
太保產險 ²	34.6	1.8%	96.1	1.7%	94.4	1.7%
人壽財險 ⁵	10.1	9.2%	59.7	18.6%	50.4	24.7%
大地財險 ⁶	12.4	14.9%	32.0	20.2%	26.6	18.9%
太平財險 ⁴	6.5	6.1%	18.2	16.4%	15.6	17.7%

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

²中國太平洋保險(集團)(2601 HK)分別擁有 98.29%和 98.5%的太保壽險和太保產險

³人民財產保險有限公司(集團)(1339 HK)分別擁有 80%、68.98%和 93.95%的人保壽險、中國財險(2328)和人保健康

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

⁵中國人壽(2628 HK)持有 40%中國人壽財險

⁶中國再保險(1508 HK)擁有 93.18%的中國大地財險

來源：中國保監會、農銀國際證券

圖表 11:行業財務業績(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	股票代碼	每股內含價值 (RMB)	2016 壽險新業務價值 同比變化	2016 ROAA	2016 ROAE	2016 賬面淨值 同比變化	資產/股東權益 (x)	2016 投資收益率	財險業務 綜合成本率	3/2017 壽險 核心償付	3/2017 財險 核心償付
中國人壽	2628 HK	23.07	56.4%	0.76%	6.11%	(5.85%)	8.77	4.6%	-	285%	236%
新華保險	1336 HK	41.50	36.4%	0.73%	8.45%	2.22%	11.83	5.1%	-	261%	-
平安	2318 HK	34.88	32.2%	1.40%	17.39%	14.72%	11.46	5.3%	95.9%	216%	219%
太平洋保險	2601 HK	27.14	56.5%	1.26%	9.10%	(1.18%)	7.57	5.2%	99.2%	265%	252%
人保集團	1339 HK	3.34	49.9%	2.35%	11.76%	8.61%	5.45	5.8%	98.1%	144%	233%
太平	966 HK	25.09	28.8%	1.27%	8.49%	(6.47%)	7.54	5.0%	99.8%	233%	183%
中國財險	2328 HK	-	-	4.02%	15.79%	9.51%	3.99	-	98.1%	-	233%
中再保	1508 HK	1.80	10.9%	1.94%	7.28%	1.42%	2.93	5.5%	99.8%	206%(Re)	218%(Re) 280%(P)
優勝者		-	太平洋保險	中國財險	平安	平安	新華	人保集團	平安	中國人壽	太平洋保險

ROAA:平均資產回報率;ROAE:平均股東權益回報率

(P):原保險業務;(Re):再保險業務

來源：公司、農銀國際證券

圖表 12:行業估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	股票代碼	評級	股價 (港元)	股價/內含價值	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)	FY17F ROAE* (%)	FY18F ROAE (%)
中國人壽	2628 HK	持有	24.00	0.90	22.32	18.94	1.80	1.67	1.55	1.82	8.36	9.13
新華保險	1336 HK	買入	39.80	0.83	17.02	13.60	1.68	1.50	1.69	1.96	10.27	11.66
平安	2318 HK	買入	52.25	1.30	12.39	10.95	1.86	1.62	1.66	1.88	15.60	15.78
太平洋保險	2601 HK	持有	32.00	1.02	17.71	15.23	1.75	1.62	2.80	3.16	10.33	11.08
人保集團	1339 HK	持有	3.28	0.85	7.76	7.16	0.85	0.76	0.81	0.81	11.61	11.25
太平	966 HK	-	19.86	0.70	12.85	11.06	1.16	1.04	0.47	0.61	9.43	9.93
中國財險	2328 HK	買入	13.04	-	8.22	7.56	1.25	1.10	2.83	3.14	17.44	15.44
中再保	1508 HK	持有	1.73	0.83	10.58	9.28	0.84	0.78	3.39	3.66	8.20	8.74

*ROAE=淨資產回報率

來源：彭博、公司、農銀國際證券



中國證券業 穩步向前

- 在 2016 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大致穩定。
- 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(6066 HK)**、**廣發(1776 HK)**和**招商(6099 HK)**,因其 2015 年及 2016 的平均淨資產收益率(ROAE)都高於同業,執行力穩定

2016 業績回顧。2016 年,行業收入和利潤分別下降了 43%和 50%,主要由於 2015 年的高基數和 2016 年 A 股市場的放緩。行業 ROE 也從 2015 年的 20.7%下降到 2016 年的 8.0%。

穩步向前。總體來說,我們預計未來 12-18 個月的經紀行業前景將會漸趨穩定。我們總體預期 2017 年行業 ROE 為高單位數,與 2016 年相似。話雖如此,我們認為,部份券商如**中信建投**應該在 2017 年繼續享受高於平均水平的淨資產收益率。

投行業務恢復中。在 4Q16,政府對債券發行進行了更嚴格的控制,導致債券發行量大幅度下降。因此,企業債券的淨融資量在 2016 年 12 月至 2017 年 2 月期間變為負數。幸好的是,在 2017 年 3 月和 2017 年 4 月,這一數字回升至正數,說明投行業務的環境逐漸改善。

直接融資興起。儘管短期下滑,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 股平均成交在近幾個月大致穩定,從 2017 年 1 月的 3,755 億元人民幣升至 2017 年 5 月的 4,048 億元人民幣。與此同時,2H 的基數較低(A 股平均成交在 2H16 為 5,100 億元人民幣,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(6066 HK)、廣發(1776 HK)和招商(6099 HK)看高一線。為了評估券商在不同市場週期的表現,我們比較了它們在 2015 和 2016 的平均淨資產收益率,並得出以下結論:1)**中信建投(6066 HK)、廣發(1776 HK)和招商(6099 HK)**在 2015 和 2016 的平均淨資產回報率持續高於同業;2)**光大(6178 HK)、國泰君安(2611 HK)及東方(3958 HK)**在 2015 年錄得高淨資產回報率,但在 2016 市場調整期間的表現未能維持;3)**華泰(6886 HK)、海通(6837 HK)**和**中信(6030 HK)**在 2015 和 2016 都表現不佳。

風險因素:(1)金融資產的市場風險;(2)與債券投資和貸款業務相關的信用風險;(3)市場波動;(4)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) 2147 8809

電郵:stevechow@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值(x)	12.2
2017 預測市賬率均值(x)	1.1
2017 預測股息率均值(%)	2.8

來源:公司、彭博、農銀國際證券預測

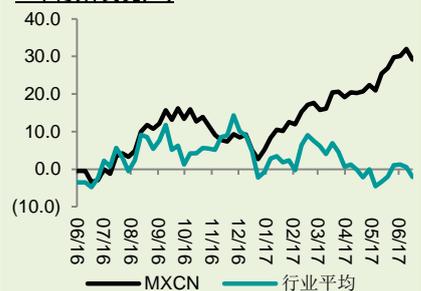
行業股價表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	(1.7)	(3.1)
3 個月	(5.7)	(14.8)
6 個月	(2.5)	(28.6)

*相對於 MSCI 中國

來源:彭博、農銀國際證券

1 年行業表現(%)

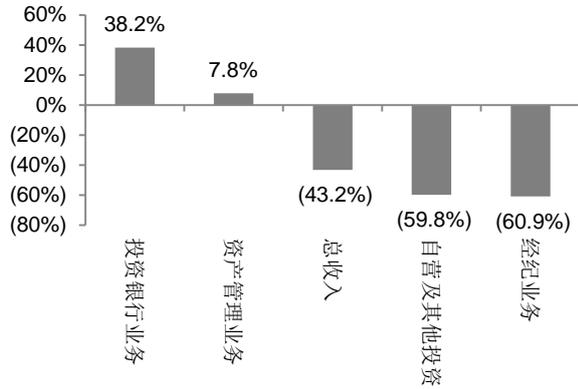


MXCN=MSCI 中國

來源:彭博、農銀國際證券

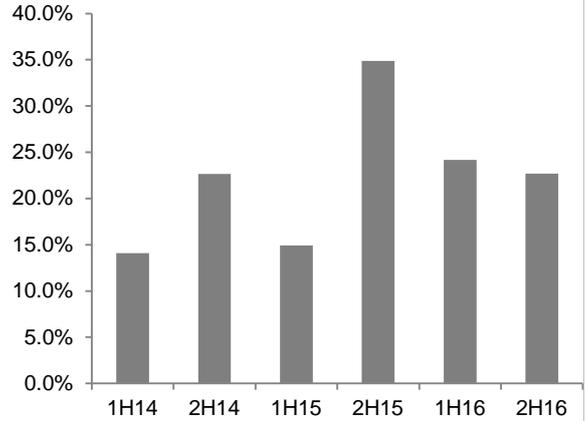


圖表 1:2016 主要券商業務部收入增長



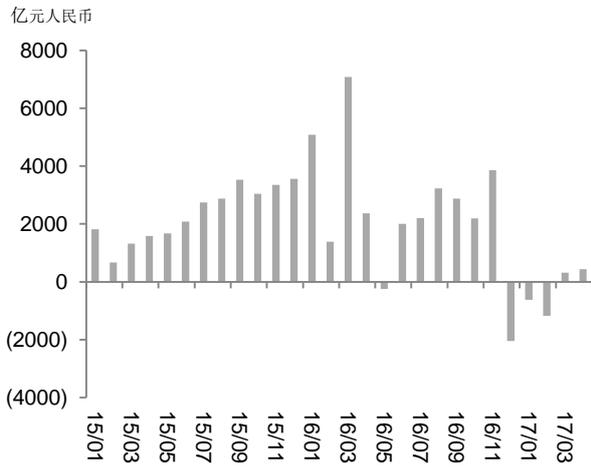
來源:中國證券業協會,農銀國際證券

圖表 2:直接融資佔總融資的百分比



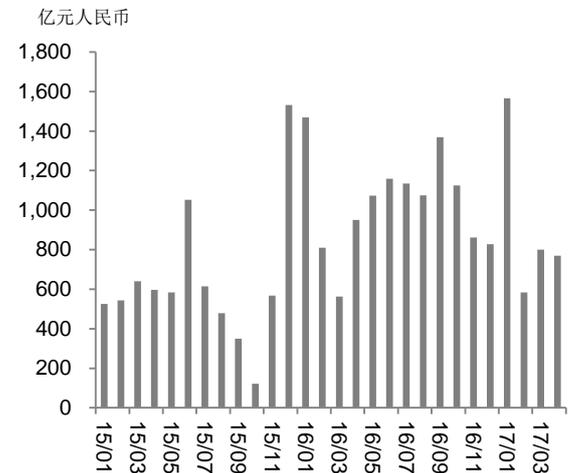
來源:中國人民銀行

圖表 3:企業債券淨融資量



來源:中國人民銀行

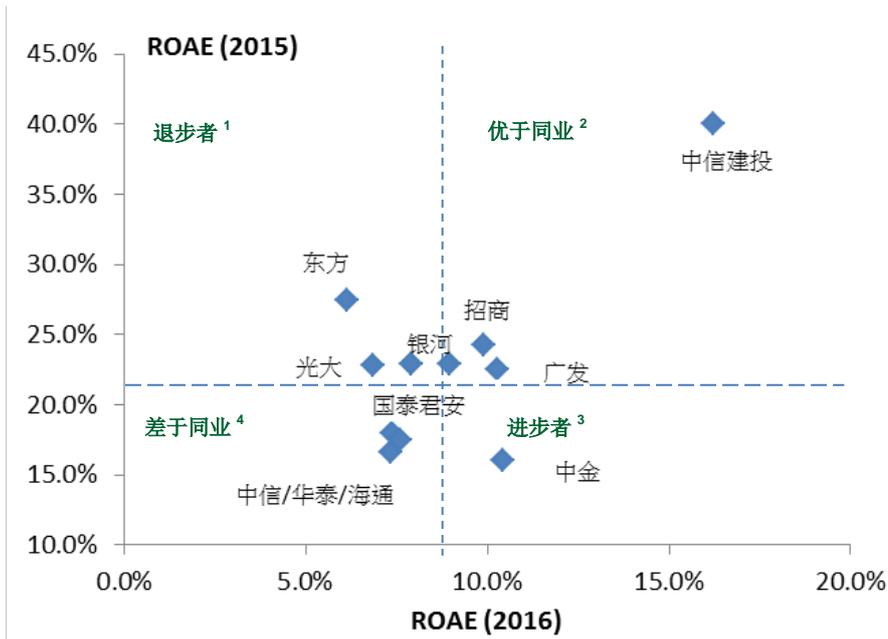
圖表 4:非金融企業境內股票融資



來源:中國人民銀行



圖表 5:平均淨資產收益率(ROAE)比較



*年度化

¹退步者:2015年ROAE高於平均;2016ROAE低於平均

²優於同業:2015年和2016的ROAE都高於平均

³進步者:2015年ROAE低於平均;2016ROAE高於平均

⁴差於同業:2015年和2016的ROAE都低於平均

來源:公司,中國證券業協會,農銀國際證券



圖表 6:市場估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名稱	股票代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY18F 市賬率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
中信建投	6066 HK	買入	8.4	22%	7.6	6.5	1.0	0.9	3.0	3.5
廣發證券	1776 HK	買入	17.5	11%	11.7	10.2	1.2	1.2	2.9	3.3
招商證券	6099 HK	買入	13.6	11%	12.0	10.1	1.1	1.1	3.2	3.7
光大證券	6178 HK	持有	11.0	3%	12.3	10.4	0.9	0.8	2.7	3.0
東方證券	3958 HK	持有	7.7	3%	14.0	11.1	0.9	0.9	2.4	2.9
國聯證券	1456 HK	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 大灣區的勝利者

- 由於低線城市房地產市場復蘇,利息偏低以及市場整合,我們相信上市開發商強勁銷售勢頭將能在 2H17 年維持
- 因預售價格上升,毛利率將在 2017-18 年繼續改善
- 海外美金債發行量在 1Q17 按季上升 126%,反映海外融資能力強
- 中國奧園(3883 HK)是我們行業首選,因其預售表現強勁和股息率高。我們亦偏愛大灣區佈局的開發商,因我們相信大灣區將在未來幾年迅速發展

強勁的銷售勢頭將在 2H17 持續。中國開發商 2017 年首 5 月預售額同比增長 62%,平均達到銷售目標的 46%。我們認為 3 個主要因素將使 2H17 的銷售勢頭持續下去:

1)三四城市尚未開始政策收緊。由於庫存水平高和供過於求,低線城市房地產市場 2016 年表現較一線及二線城市差。然而,隨著主要二線城市實施購房限制(HPR),部分投資需求已轉向三四線城市。國家統計局統計顯示,今年首五月三線城市房地產價格上漲 3.4%,高於一二線城市 1.2%/2.3%的增幅。擁有較平均地區覆蓋的開發商,其三四線的良好銷售表現將能彌補一二線城市放緩的表現。

2)低利率環境。儘管政府維持其去杠杆化政策,按揭貸款仍然是銀行貸款組合的核心部分之一。2017 年首 5 月按揭貸款同比增長 9%至 9,600 億元人民幣。按照中國人民銀行利率計算的按揭貸款利率亦保持在創紀錄的低位。雖然大多數銀行已把房貸折扣從 15%略微下降至 0-10%,但實際房貸利率至少比 2014 年低 70-120 個基點。

3)市場整合。2016 年預售額前十名開發商的市佔率達到 18.7%,同比增長 1.7 個百分點。由於地價上升以及各個城市出現限購,土地儲備小和城市覆蓋不全的開發商面臨較大壓力。同時,主要上市開發商正在通過拼購增加土地儲備。隨著小型開發商數量的減少,大型開發商將受益於不斷增長的市場份額。

毛利率有望持續改善。由於平均售價上升,中國開發商的毛利率從 2015 年的 26.0%反彈至 2016 年的 26.5%。而 2016 年預售價格進一步增長意味著毛利率將在 2017-18 年繼續上漲。2016 年平均淨負債率同比上漲 2.5 個百分點至 65.6%。撇除融創(1918 HK)和恒大(3333 HK)這兩家 2016 年淨負債率大幅上升的開發商,平均淨負債率同比下降 3.1 個百分點至 59.9%。我們認為,由於開發商在恢復限購後將買地更加謹慎,因此淨負債率將在 2017 年進一步下滑。

境外債券發行將上升。由於房地產行業的國內公司債發行已經被叫停,開發商需要依靠海外美金債以進行融資。於 1Q17,上市與非上市開發商共發行人民幣 560 億境內公司債,環比下降 33%或同比下降 73%;而離岸美金債發行則達美金 109 億,環比上升 126%或同比上升 484%。1Q17 境內債券和境外債券平均票面利率分別上漲 1 個百分點至 5.3%和 80 個基點至 5.6%。

可是,票面利率上升可能是信貸評級較低的發展商在其間發行債券(如恒大在 2017 年 3 月發行的 10 億美金債票面利率達到 9.5%)。撇除上述因素,美金債的票面利率應在 1Q 錄得下滑。例如時代地產在 2017 年 4 月發行的美金債(2022 年到期)比 2017 年 1 月發行(2020 年到期)時的票面利率低 50 個點子。我們相信銷售持續增長、毛利率上漲、淨負債率下滑都增加評級機構

正面

分析員:董耀基

電話:(852) 2147 8311

電郵:kennethtung@abci.com.hk

主要數據

2017 年預測市盈率均值(x)	7.7
2017 年預測市賬率均值(x)	0.9
2017 年預測股息率均值(%)	5.1

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	(1.44)	(2.47)
3 個月	21.05	13.72
6 個月	52.97	33.82

*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

和債券投資者的信心。

大灣區概念。今年3月,李克強總理政府工作報告中提出粵港澳大灣區(大灣區),將成為中國重點發展的戰略區域之一。大灣區概念源自2011年的《環珠江口宜居灣區建設重點行動計劃》。大灣區主要由9個內地城市(包括深圳,廣州、佛山、珠海、東莞、惠州、中山、江門和肇慶),以及香港和澳門組成,並成為與美國紐約都會區、美國大洛杉磯地區和日本東京都市圈規模接近的世界第四大灣區。廣東省省長馬興瑞與香港特首梁振英會面其間,馬興瑞提出交通基建和創新科技將為大灣區發展重點之一。我們認為,這些措施會刺激人口流入,改善交通網絡和就業機會,從而增加住房需求。我們看好中國奧園、時代地產、龍光地產和深圳控股等大灣區開發商。

中國奧園(3883 HK)、時代地產(1233 HK)、龍光地產(3380 HK)及深圳控股(604 HK)是我們偏愛的開發商。由於預售表現良好,毛利率持續改善及海外融資能力提升,我們對中國房地產板塊維持正面。可是,因房地產板塊今年以來已上升49.1%,我們相信股價已反映大部分正面因素。我們預計,直至中期業績,房地產板塊將缺乏催化劑。因此,我們建議投資者選擇低估值及高股息率的開發商。我們所建議的三家大灣區開發商,包括**中國奧園、時代地產、及龍光地產**,其2017預測市盈率平均約3.6-7.1倍,而股息率平均約4.8-8.4%。因預售增長強勁,中國奧園是我們行業首選。從相對落後的股價表現和有限的分析員覆蓋情況顯示,我們認為市場可能低估了其發展潛力。

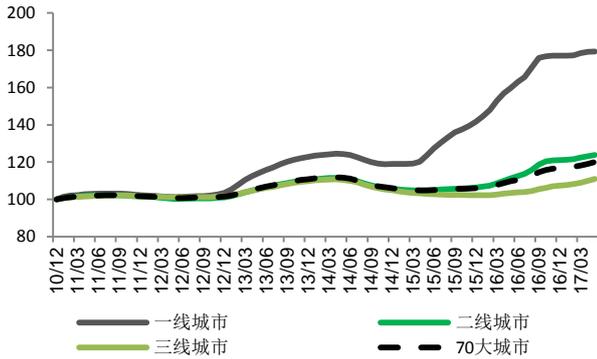


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

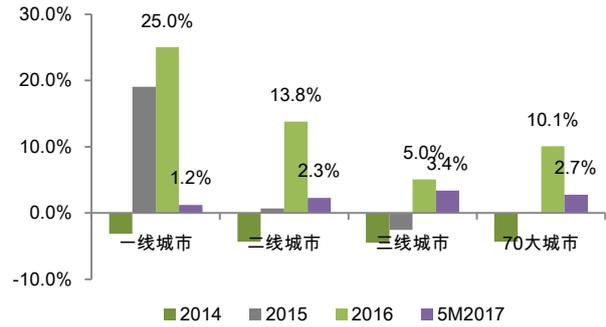
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 1: 國家統計局房價指數(2010年12月=100)



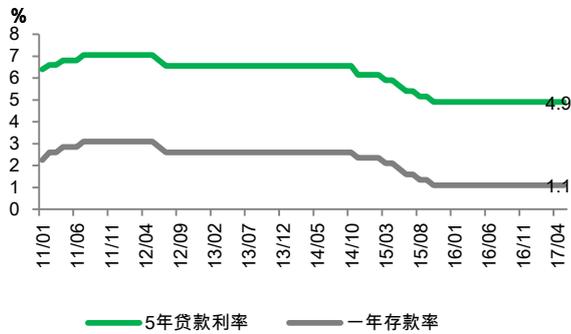
來源: 國家統計局、農銀國際

圖表 2: 國家統計局房價指數表現



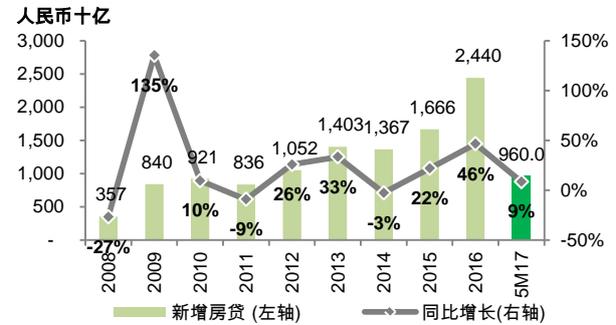
來源: 國家統計局、農銀國際

圖表 3: 利息走勢



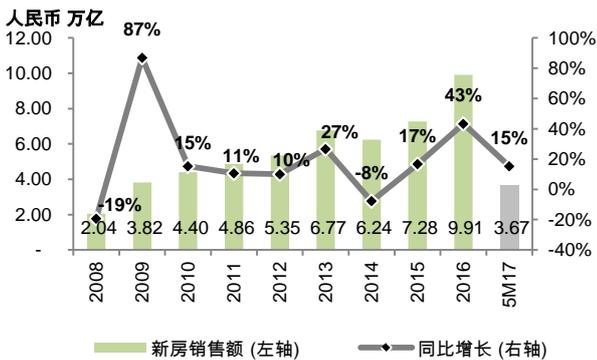
來源: 中國人民銀行、農銀國際

圖表 4: 新增房貸



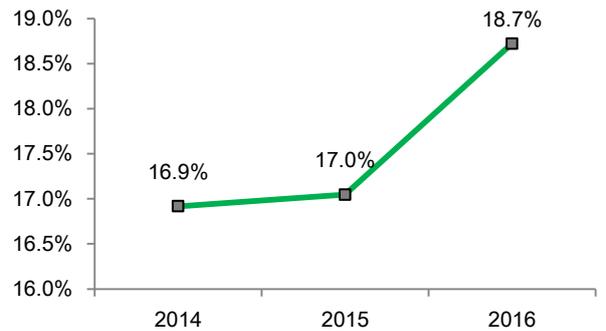
來源: 中國人民銀行、農銀國際

圖表 5: 新房銷售



來源: 國家統計局、農銀國際

圖表 6: 首 10 大預售開發商市佔率



來源: 國家統計局、農銀國際

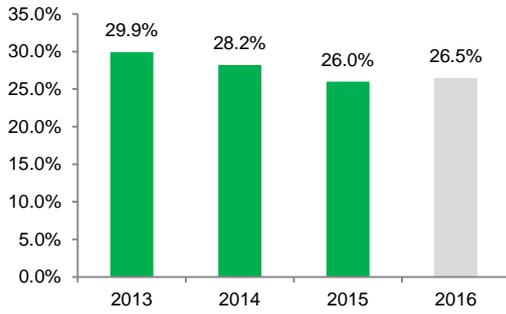


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

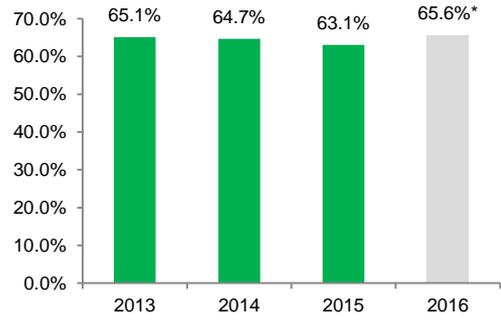
ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 7:香港上市中國開發商毛利率



來源:公司數據、農銀國際

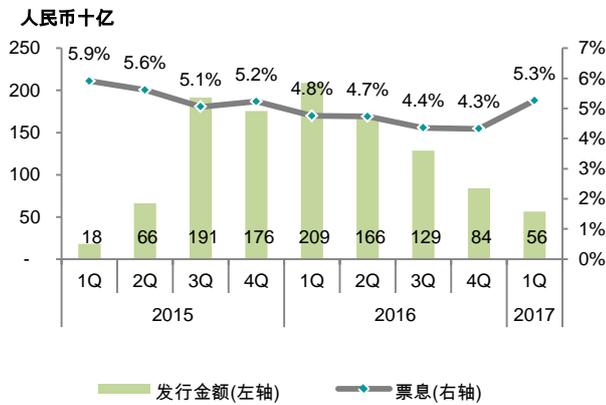
圖表 8:香港上市中國開發商淨負債率



*如不計算融创及恒大,淨負債率為 59.9%

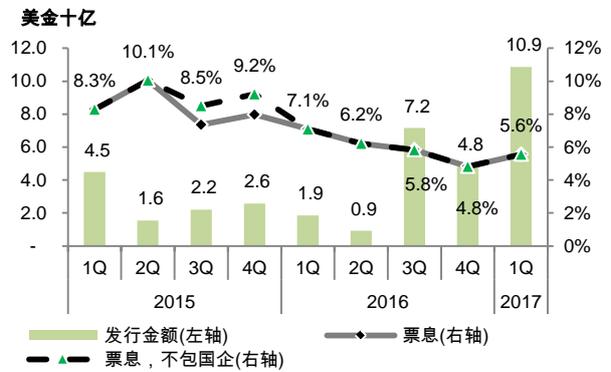
來源:公司數據、農銀國際

圖表 9:在岸人民幣發行



來源:彭博、農銀國際

圖表 10:海外人民幣發行



來源:彭博、農銀國際



圖表 11:5M17 預售表現

		5M17						2017 目標	目標完成度
		金額	同比增長	面積	同比增長	均價	同比增長		
		人民幣 10	%	000 平米	%	人民幣/平米	%	人民幣 10 億	
1	碧桂園	244.2	156%	27,270	126%	8,956	13%	400.0	61.1%
2	龍湖地產	75.8	151%	4,902	142%	15,453	4%	100.0	75.8%
3	融創	80.3	92%	4,298	109%	18,688	(8%)	210.0	38.2%
4	首創置業	18.9	78%	839	29%	22,539	38%	50.0	37.8%
5	禹洲	18.0	73%	1,112	36%	16,223	28%	28.0	64.4%
6	遠洋	23.1	67%	1,101	19%	21,005	40%	60.0	38.5%
7	恒大	183.0	66%	18,698	51%	9,786	10%	450.0	40.7%
8	旭輝	38.1	65%	2,030	53%	18,780	8%	65.0	58.7%
9	萬科	228.1	55%	15,200	41%	15,003	10%	-	-
10	金茂	14.9	54%	670	40%	22,198	10%	51.0	29.2%
11	雅居樂	32.5	50%	2,581	16%	12,577	29%	60.0	54.1%
12	中國奧園	11.2	48%	1,051	13%	10,653	31%	33.3	33.6%
13	龍光	15.5	46%	1,000	21%	15,490	21%	34.5	44.9%
14	中國海外*	85.9	41%	5,868	25%	14,646	13%	210.0	40.9%
15	世茂	33.8	39%	2,046	18%	16,527	18%	80.0	42.3%
16	保利	108.5	30%	7,819	26%	13,878	3%	na	na
17	富力	30.5	27%	2,393	19%	12,763	7%	73.0	41.8%
18	時代	12.1	24%	856	(7%)	14,121	34%	32.5	37.2%
19	華潤置地	53.2	24%	3,653	12%	14,551	10%	120.0	44.3%
20	合景泰富	10.9	15%	638	(8%)	17,038	24%	28.0	38.8%
21	越秀	15.1	12%	979	(22%)	15,468	45%	33.0	45.9%
22	綠城	33.6	-9%	1,570	(15%)	21,401	7%	112.5	29.9%
23	深控	8.3	-24%	377	(22%)	22,081	(2%)	19.1	43.6%
	總共	1,375.5	62%	106,951	51%	12,861	7%	2,250	46.2%

*港幣

來源:公司數據、農銀國際

圖表 12:行業估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名稱	股票代碼	現時評級	評級	目標價(港元)	FY17F 市盈率(x)	FY18F 市盈率(x)	FY17F 市賬率(x)	FY18F 市賬率(x)	FY17F 股息率(%)	FY18F 股息率(%)
中國奧園	3883 HK	買入	買入	3.40	4.8	3.8	0.6	0.5	6.2	7.9
時代	1233 HK	買入	買入	6.00	3.6	2.2	0.7	0.6	8.4	13.7
龍光	3380 HK	買入	買入	5.00	7.1	5.3	1.2	1.1	4.8	6.4
深控	604 HK	買入	買入	4.20	8.6	5.8	0.7	0.7	5.8	8.7
禹洲	1628 HK	買入	買入	3.90	6.3	5.1	1.3	1.1	5.4	6.7
旭輝	884 HK	買入	買入	3.60	5.7	4.6	1.2	1.0	6.0	6.3
金茂	817 HK	買入	買入	3.25	13.3	11.2	1.1	1.0	2.5	3.0
中海	688 HK	買入	買入	30.20	8.9	8.0	1.0	1.0	3.5	3.9
恒大	3333 HK	買入	買入	待選	19.7	9.5	3.7	3.1	2.5	5.2
花樣年	1777 HK	買入	買入	1.37	7.2	5.1	0.5	0.5	4.4	5.3
綠景	95 HK	買入	買入	2.50	24.2	22.5	2.0	1.9	2.5	2.7
綠城	3900 HK	持有	持有	7.60	6.7	5.4	0.6	0.6	3.0	3.7
融創	1918 HK	沽售	沽售	9.70	24.9	16.5	2.1	2.0	1.6	2.4

來源:彭博、農銀國際預測



中國替代能源業

能源架構重組：清潔能源增長的引擎

- 中國將繼續推進國家能源結構改革
- 中國的核電裝機容量將在 2016-20 年期間以 15%的年均複合增長率擴張；風電裝機容量將在 2016-20 年期間達到 9%的年均複合增長率
- 中國目標在 2016-20 年間將風力發電量增幅達到 15%年均複合增長率，為風電運營商提供了巨大的機遇
- 風力設備單位成本的下降將有助於風力發展
- 我們對中國替代能源行業維持正面展望；推薦買入龍源電力(916 HK)及中廣核(1816 HK)

中國將繼續推進國家能源結構改革。中國的能源結構將繼續從傳統的燃煤電力轉向可持續的替代能源,如核能,風力發電和太陽能等,原因是社會對於污染問題日益嚴重的關注以及化石能源儲量(如石油和煤炭)枯竭。由於燃煤能源仍然佔中國電力產量的 70%左右,政府將加快替代能源的開發。

中國的核電裝機容量將在 2016-2020 年期間達到年均複合增長 15%。中國政府將在全國推廣使用核能。根據中國政府在 2014 年 6 月公佈的“能源發展戰略行動計劃(2014-20 年)” (“計劃”),2020 年中國的核電裝機容量將達到 58 吉瓦,比 2016 年的 34 吉瓦增長 72%,4 年年均複合增長率為 15%。中國政府在 2016 年 11 月 7 日公佈的“十三五電力規劃”中也再次重申 58 吉瓦的核電裝機容量目標。

中國目標在 2016-2020 年期間將風力發電量增幅達到 15%年均複合增長率。根據國家發改委在 2016 年 12 月發佈的“可再生能源十三五規劃”,中國政府的目標是到 2020 年末全國達到不低於 210 吉瓦的風力裝機容量,比 2016 年年末的 149 吉瓦跳升 41%,或者達到 9%的年均複合增長率。此外,該計劃還指出,到 2020 年末,風力發電量將達到至少 4,200 億千瓦時,比 2016 年末的 2,410 億千瓦時增加 74%,或者達到 15%的年均複合增長率。該目標意味著風力發電利用小時數將從 2016 年的 1,742 小時提高到 2020 年的 2,000 小時。我們認為,風力發電量的大幅增長將加速風電運營商的收益。

風力設備單位成本的下降將持續成為風電推廣的助力。由於技術進步,風電設備的單位成本多年來一直在下降,從而降低了發電成本。根據行業數據,中國風電設備單位成本從 2008 年末的 5.8 元/瓦下降了 30%,至 2016 年末為 4 元/瓦,年均複合下降率為 5%。我們認為,風力設備單位成本會持續下滑,因此減少了風電運營商的資本支出以及有利於促進全國採用風力發電。

直購電力的增加將有助減輕棄風限電的影響。棄風限電仍然是風力發電的一個關鍵問題。然而,直購電力的增加可能有助於緩解這個問題。直購電力意味著風電生產商可以在不通過國家電網系統(因發生電力輸送瓶頸而導致棄風限電的情況)的情況下向客戶出售電力,儘管電價比國家電價低 20-30%。根據電力行業數據,全國直購電力(燃煤,風能,太陽能和所有電力)的佔總發電量比例從 2010 年末的 0.2%(8,040 吉瓦時)上升至 2015 年末的 5.4%(303,394 吉瓦時),表明直購電可能最終成為供電的其中一種主要方式。

行業展望正面；首選龍源電力(916 HK)和中廣核電力(1816 HK)。我們喜歡龍源電力,因為其風電裝機容量增長可觀以及佈局全國的風電資產有助於減少棄風限電的影響。我們也喜歡中廣核電力,因為其在中國核電行業的領先地位及坐擁優質資產。

風險因素：1)風電電價下調將會影響利潤；2)電力需求下降可能阻礙風電發展；3)棄風限電情況可能惡化,降低利用小時數；4)與核電相關的安全問題。

正面

分析員:吳景荃

電話:(852) 2147 8869

電郵:kelvinng@abci.com.hk

主要數據

2017 年預測市盈率均值(x)	9.10
2017 年預測市淨率均值(x)	0.90
2017 年預測股息率均值(%)	2.50

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	(0.98)	0.78
3 個月	(3.54)	(5.09)
6 個月	4.96	(7.06)

*相對於恒生國企指數

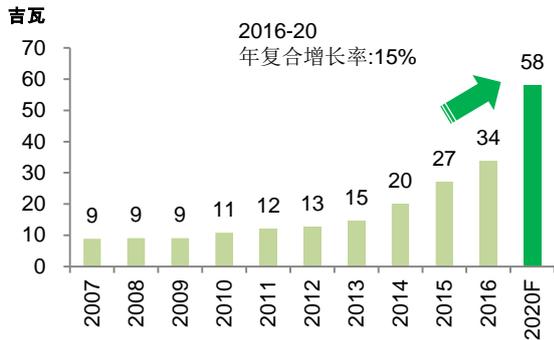
來源:彭博、農銀國際證券

1 年股價表現(%)



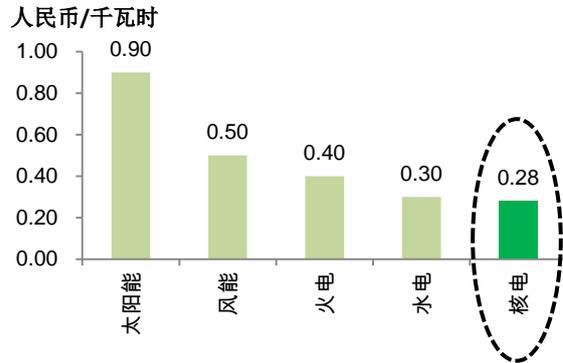
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 1: 中國的核電裝機容量將在 2016-2020 年間迅速增長



來源: 國家發改委、農銀國際證券預測

圖表 2: 核電比其他能源具有成本優勢



來源: 華電福新、農銀國際證券

圖表 3: 中國的風電裝機容量將在 2016-2020 年度擴大



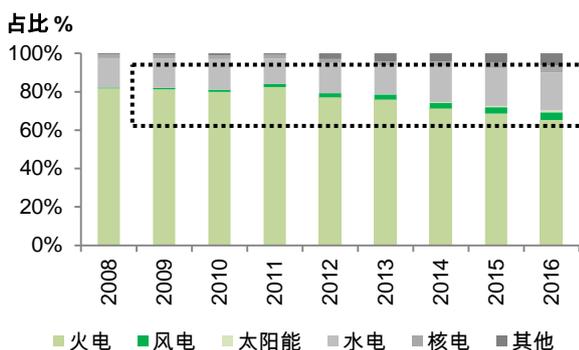
來源: 國家發改委、農銀國際證券預測

圖表 4: 中國的風電發電量在 2016-2020 年將以 15% 的年均複合增長率增長



來源: 國家發改委、農銀國際證券預測

圖表 5: 可再生能源在中國能源結構中的比例不斷增加



來源: 國家能源局、農銀國際證券

圖表 6: 中國風電設備單位成本將保持下降趨勢



來源: bix.com、農銀國際證券

核電運營商估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
中廣核電力	1816 HK	買入	3.00	36.36	10.5	9.4	1.3	1.2	3	3
中國核電	601985 CH	-	-	-	23.3	18.9	2.8	2.6	1	2
TokyoElectricPower	9501JP	-	-	-	2.5	3.6	0.5	0.4	0	0
KansaiElectricPower	9503JP	-	-	-	9.9	9.8	1.0	0.9	2	3
KyushuElectricPower	9508JP	-	-	-	8.4	7.4	1.3	1.1	2	2
KoreaElectricPower	015760KS	-	-	-	5.2	4.7	0.3	0.3	4	5
E.OnSe	EOANGR	-	-	-	12.2	13.3	4.1	3.4	4	4
Edf	EDFFP	-	-	-	13.9	13.2	0.7	0.7	4	4
DukeEnergyCorp	DUKUS	-	-	-	18.2	17.4	1.4	1.4	4	4
NexteraEnergy	NEEUS	-	-	-	20.9	19.5	2.5	2.3	3	3
ExelonCorp	EXCUS	-	-	-	13.4	12.4	1.1	1.1	4	4
FirstenergyCorp	FEUS	-	-	-	10.3	11.4	1.9	1.7	5	5
EntergyCorp	ETRUS	-	-	-	15.9	15.7	1.6	1.6	5	5

來源：彭博、農銀國際證券預測

風電運營商估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
龍源電力	916 HK	買入	7.40	28.92	9.8	8.2	0.9	0.8	2	2
華能新能源	958 HK	買入	3.50	45.83	6.5	5.8	0.9	0.8	2	3
大唐新能源	1798 HK	持有	0.80	(4.76)	9.4	7.2	0.5	0.4	3	4
華電福新	816 HK	-	-	-	6.6	5.4	0.6	0.6	3	4
北京京能	579 HK	-	-	-	6.1	5.7	0.8	0.7	4	4
中國綠色新天	956 HK	-	-	-	6.9	6.0	0.5	0.5	6	6
AccionaSa	ANASM	-	-	-	17.7	15.8	1.1	1.1	4	4
FuturenSa	FTRNFP	-	-	-	115.0	115.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EdpRenovaveis	EDPRPL	-	-	-	33.3	29.2	1.0	0.9	1	1
GreentechEnergy	GESDC	-	-	-	14.0	12.2	0.4	0.4	2	2

來源：彭博、農銀國際證券預測



中國環境保護業 巨大的市場機遇

- 城鎮化率和生活水平的提升將刺激污水和固體廢物處理服務的需求
- 中國的目標是在 2015-20 年期間將城鎮垃圾焚燒能力擴大,達到 19%的年均複合增長率。
- 2015-20 年城鎮污水處理量預計有 8%的年均複合增長率,將創造有吸引力的機會
- 我們維持對中國環境保護行業的正面展望。推薦買入光大國際(257 HK)和北控水務(371 HK)

城鎮化率以及生活水平的提升將會刺激污水和垃圾處理服務的需求。根據國務院的估計,中國總人口將在 2020 年末達到 14.5 億,意味著在 2015-20 年間將有額外 0.99 億人口遷移到城市地區。隨著可支配收入在多年來的增長,城鎮居民對衛生標準的要求可能會上升,這為污水及垃圾處理運營商提供了很大的商機。

中國的目標是在 2015-2020 年期間將城市垃圾焚燒能力擴大,達到 19%的年均複合增長率。歷史上,在中國,約有 70%的住宅垃圾是通過填埋處理的。根據國家發改委在 2016 年 9 月 22 日發佈的“十三五全國城鎮生活垃圾無害化處理設施建設規劃(徵求意見稿)”,中國目標是將城市垃圾焚燒比例從 2015 年末的 34%提高到 2020 年的 50%。這將使垃圾焚化在城市地區成為關鍵的固體廢物處理方式。國家發改委的目標是將城鎮垃圾焚燒能力從 2015 年末的 216 千噸/日提升至 2020 年的 520 千噸/日,意味著 141%的增長率或者 19%的 5 年年均複合增長率。這將對垃圾焚燒運營商在城鎮的發展十分有利。

城鎮化率的提高和垃圾焚燒的推廣將使城鎮垃圾焚燒量在 2015-20 年間達到年均 16%的複合增長率。根據“十三五全國城鎮生活垃圾無害化處理設施建設規劃(徵求意見稿)”,中國將會提升城鎮垃圾焚燒比例,從 2015 年末的 34%提高到 2020 年末的 50%。如果我們假設人均住宅廢物在 2015-2020 年期間年均增加 3%,到 2020 年末,產生的住宅廢物將達到 2.5 億噸(2015 年:1.8 億噸),其中將會通過焚燒處理的固體廢物 1.26 億噸(2015 年:6,100 萬噸),這意味著 106%的增幅或者 16%年均複合增長率。因此,垃圾焚燒運營商將受益於需求不斷增長。

垃圾焚燒行業有充足的空間成長。據 CCID 數據顯示,2011 年,中國城市居民生活垃圾的 23%左右被焚燒處理,而發達國家平均值約為 51%。隨著中國的人均可支配收入和人均國內生產總值接近發達國家,而且大城市人口密度較高,垃圾焚燒處理將在中國得到更廣泛的應用。

城市污水處理量在 2015-2020 年期間會有 8%年均複合年增長,將創造有吸引力的商機。隨著城市化水平的提高和政府推動城市污水處理率的努力,城市廢水處理總量將在未來幾年強勁增長。假設中國城鎮化率以及城市污水處理率在 2020 年分別達到 60%和 95%,而人均污水產生量在 2015-20 年期間年均增加 4%(2006-2015 年人均廢水產量增長 4%),2020 年末城鎮污水處理總量將達到 700 億噸,比 2015 年末(約 470 億噸)增長 48%,或者是在 2015-20 年期間達到 8%的年均複合增長率。我們認為城市污水處理運營商將受益於這樣的快速發展。

行業展望正面,維持對光大國際(257 HK)和北控水務(371 HK)的買入評級。我們對污水和固體廢物處理行業展望正面,因為隨著城鎮化程度和生活水平的提高,將會推動廢物處理服務的需求。我們的首選是光大國際(257 HK),

正面

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

主要數據

2017 年預測市盈率均值(x)	13.20
2017 年預測市賬率均值(x)	2.40
2017 年預測股息率均值(%)	2.50

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	(0.21)	1.55
3 個月	0.72	(0.82)
6 個月	18.50	6.48

*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

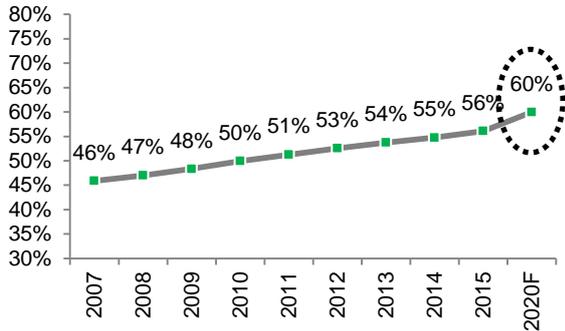
ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

因為其垃圾焚燒產能的穩健增長以及項目多位於優質區域。我們也喜歡**北控水務(371 HK)**由於其在污水處理行業的領先地位,以及供水產能不斷上升也將刺激盈利增長。

風險因素:1)空氣污染問題可能阻礙焚化爐的建設;2)高負債率可能會影響資產負債表;3)在貧困地區的收購可能令資產負債表惡化;4)地方政府債務上升可能會放緩環保設施建設。

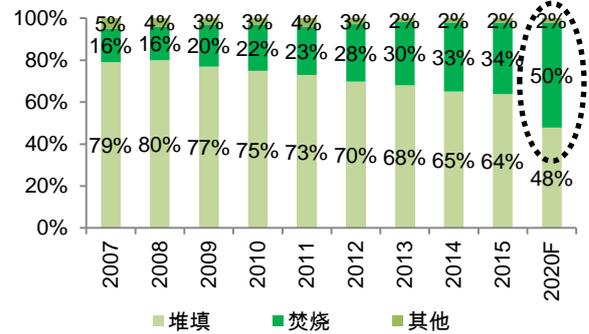


圖表 1:中國的城鎮化率在 2020 年末可能達到 60%



來源:國家發改委、農銀國際證券預測

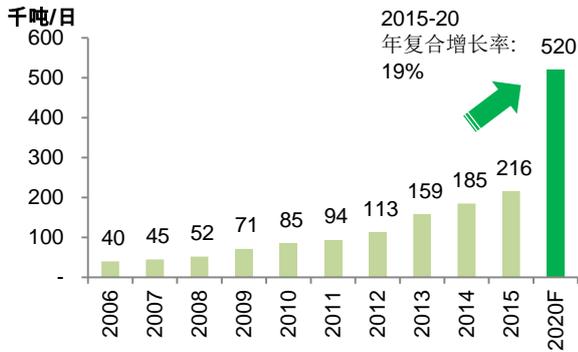
圖表 2:中國希望提高焚燒佔城鎮整體固體廢物的處理量的比率



來源:國家發改委、農銀國際證券預測

百萬噸

圖表 3:中國的垃圾焚燒能力將在未來幾年迅速增長



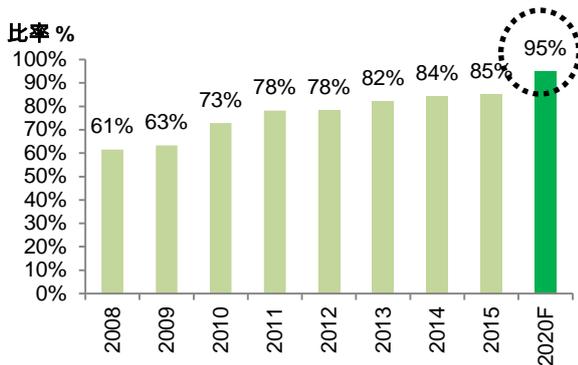
來源:國家發改委、農銀國際證券預測

圖表 4:中國城鎮通過垃圾焚燒處理的固體廢物量將上升



來源:國家發改委、農銀國際證券預測

圖表 5:中國的城鎮污水處理率將上升



來源:國家發改委、農銀國際證券預測

圖表 6:中國的城市污水處理量將在 2015-2020 年期間以 8%的年均複合增長率增長



來源:國家發改委、農銀國際證券預測



垃圾焚燒運營商估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
光大國際	257 HK	買入	13.40	37.72	12.9	10.9	2.2	1.9	3	3
首創環境	3989 HK	-	-	-	16.7	13.6	2.3	2.0	1	1
北京控股環境	154 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-
綠色動力環保	1330 HK	-	-	-	-	-	-	-	-	-
凱迪生態環境	000939 CH	-	-	-	8.0	6.8	1.1	1.0	2	3
AsahiHoldingsInc	5857 JP	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
DaisekiCo	9793 JP	-	-	-	8.5	8.3	1.2	1.1	3	3
RepublicServices	RSG US	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
WasteConnections	WCN US	-	-	-	26.5	23.7	1.8	1.7	2	2
CleanHarbors	CLH US	-	-	-	30.8	27.4	2.9	2.7	1	1
WasteManagement	WM US	-	-	-	80.9	45.4	2.8	2.6	-	-
WasteConnections	WCN CN	-	-	-	23.0	21.0	5.7	3.2	2	2

來源：彭博、農銀國際證券預測

污水處理運營商估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上漲 空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
北控水務	371 HK	買入	7.60	24.59	13.5	11.0	2.6	2.3	2	3
光大國際	257 HK	買入	13.40	37.72	12.9	10.9	2.2	1.9	3	3
中涇環保	1363 HK	-	-	-	10.3	8.5	1.8	1.6	2	2
天津創業環保 H	1065 HK	-	-	-	13.0	12.3	1.3	1.2	2	2
中國水務	855 HK	-	-	-	7.7	6.3	-	-	3	3
重慶水務	601158 CH	-	-	-	20.6	20.8	2.2	1.9	4	4
天津創業環保 A	600874 CH	-	-	-	67.1	59.2	5.7	5.3	0	0
北京碧水源	300070 CH	-	-	-	22.5	16.8	3.2	2.7	0	1
北京萬邦達環保	300055 CH	-	-	-	39.6	26.9	2.7	2.5	-	-
黑龍江國中水務	600187 CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-
北京首創	600008 CH	-	-	-	46.0	39.7	3.3	3.1	1	2
ManilaWater	MWC PM	-	-	-	11.8	11.1	1.4	1.3	3	3
TtwPcl	TTWTB	-	-	-	16.1	15.3	3.7	3.7	6	6
EasternWaterResources	EASTWTB	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AquaAmerica	WTR US	-	-	-	24.5	23.2	2.8	2.6	2	3
AmericanStatesWater	AWR US	-	-	-	28.1	26.5	3.2	3.0	2	2
CaliforniaWaterService	CWT US	-	-	-	28.0	25.8	2.5	2.2	2	2

來源：彭博、農銀國際證券預測



中國電子商貿業 估值開始昂貴

- 騰訊(700 HK)在手機遊戲和網絡廣告方面保持強勁勢頭,我們預計這一趨勢將持續下去
- 農村電子商務,網上超市和物流服務持續改善的推動下,我們預計2017-18年網絡購物將繼續保持高速增長
- 儘管行業基本面維持良好,但行業估值開始變得昂貴,如短期內市場情緒轉向,股價波動性可能會上升

估值開始變得昂貴。騰訊(700 HK)、阿里巴巴(BABA US)和京東(JD US)等主要行業龍頭近期都發佈亮麗的季度業績,支持我們對行業的長期正面看法。然而,在近幾個月股價上升後,行業估值開始變得昂貴。例如,騰訊目前的估值為市盈率 33 倍,而歷史平均水平約為 30 倍。我們認為,如果短期內整體市場情緒轉向,股價波動性可能會上升。

騰訊加強了網絡遊戲的地位。騰訊一直是手機遊戲行業的領導者。在過去的1-2年,它在中國排名前10的遊戲中一般佔有3-6位。此外,其“皇者榮耀”等重要手機遊戲市場反應理想,加強了騰訊的市場地位,令其在線遊戲收入同比增長由4Q16的27%上升至1Q17的34%。

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

網上銷售持續強勁。在4M17,網上銷售同比增長32.0%,遠高於整體零售增長10.2%,表明消費從線下轉向在線。我們預計這種結構性趨勢在未來幾年將繼續。

網上遊戲前景勝網上購物。在4M17,包括遊戲、媒體等在內的非實物網上銷售同比增長56.3%,增長率高於衣服及食品等實物網上銷售的25.9%。這反映騰訊或能較阿里巴巴及京東表現較好。

正面

分析員:周秀成

電話:(852) 2147 8809

電郵:stevechow@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值(x)	21.6
2017 預測市賬率均值(x)	5.6
2017 預測股息率均值(%)	0.3

來源:公司、彭博、農銀國際證券預測

行業股價表現(%)

	絕對	相對*
1個月	(2.0)	(3.4)
3個月	6.7	(2.5)
6個月	25.7	(0.4)

*相對於 MSCI 中國

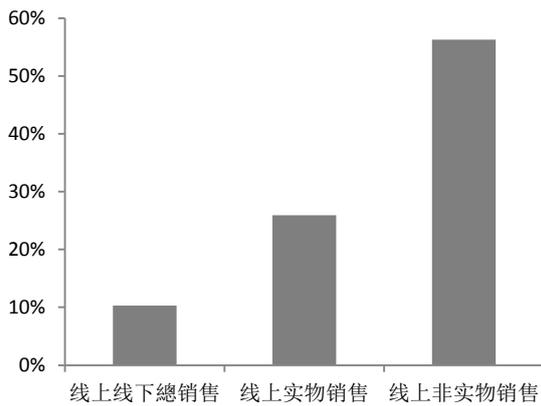
來源:彭博、農銀國際證券

1年行業表現(%)

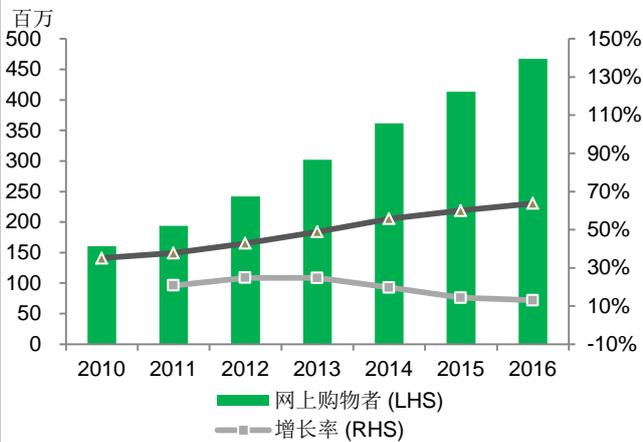


MXCN=MSCI 中國

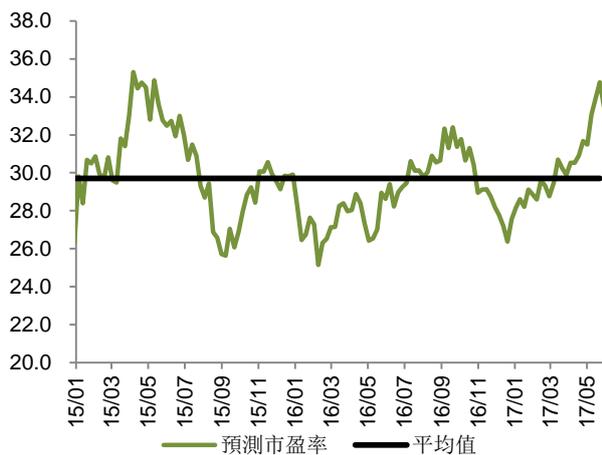
來源:彭博、農銀國際證券

圖表 1: 4M17 - 線上線下銷售增長比較


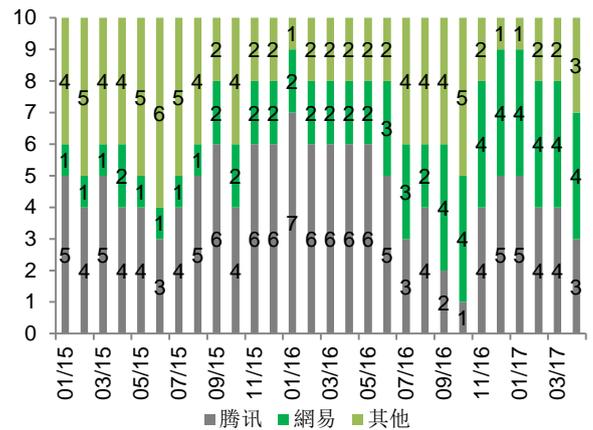
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 3: 網上購物用戶增長


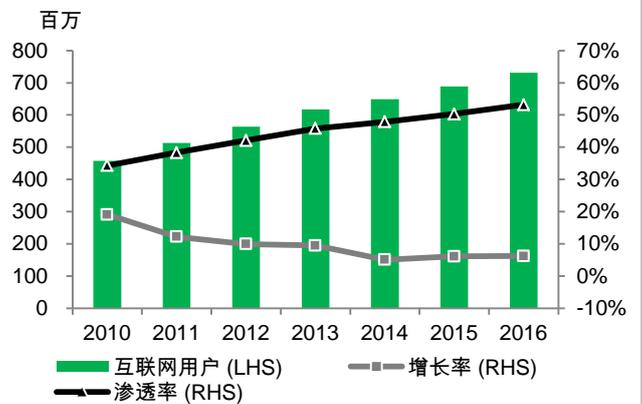
來源: 中國互聯網絡信息中心、農銀國際證券

圖表 5: 騰訊-市盈率


來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 2: 國內十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: 阿裡巴巴-市盈率


來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 7:市場估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司名稱	股票代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市賬率 (x)	FY18F 市賬率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
騰訊	700 HK	買入	299	5	39.7	30.7	10.3	7.9	0.2	0.3
阿里巴巴	BABA US	-	-	-	31.4	24.1	6.9	5.5	-	-
京東	JD US	-	-	-	141.7	60.3	9.5	8.4	-	-
百度	BIDU US	-	-	-	14.6	12.3	5.4	3.7	-	-
唯品會	VIPS US	-	-	-	20.0	17.6	5.9	4.7	1.1	1.3
網易	NTES US	-	-	-	32.1	23.3	4.0	3.4	-	-

來源：公司,農銀國際證券預測



中國消費品業 核心消費品行業將突圍而出

- 中國的消費品行業在過去幾個月保持穩定的增長態勢
- 網上零售銷售保持高速增長
- 各子行業表現不一,但是數據顯示部分行業(如“糧油、食品”、“飲料”)出現增速加快的現象
- 對核心消費品行業保持樂觀

消費品行業增速保持平穩。中國消費品行業在過去幾個月內保持穩定的增長態勢。根據國家統計局數據,5月的零售銷售額同比增長 10.7%,並自 2016 年 11 月以來一直在該水平附近浮動。同時,限額以上單位商品零售增長在今年 4 月/5 月錄得 10.6%/9.2%的同比增速。

網上零售銷售保持高速增長。網上零售銷售在今年頭五個月的累計同比增速達到 30%。值得注意的是,該增速比去年同期有所下降。此外,非實物網上零售銷售持續帶動整體網上零售銷售,在今年頭 5 個月累計同比增長 69.7%。

子行業表現不一。零售銷售的平穩增長主要受到“糧油、食品”、“飲料”、“石油及製品”、“家具”、“中西藥品”的支持。“糧油、食品”的零售銷售同比增長從 2016 年 10 月的 9.1% 上升到 2017 年 5 月的 14.4%,而“飲料”的零售銷售同比增長則從 2016 年 10 月的 8.9% 上升到 2017 年 5 月的 14.2%。但是,“汽車”和“通訊器材”的零售銷售同比增速則出現下降,在 2017 年 5 月分別達到 7.0% 和 1.9%。

核心消費品行業將會突圍而出。我們預期,中國經濟的增速保持較為溫和的增長,消費者也將會對非必要支出保持謹慎。但是,消費升級將會繼續推進,消費者對於生活質量的追求將會支持零售銷售的增長;該進程將會體現在核心消費品在定價方面的上調。我們認為,消費市場競爭的加劇將會淘汰部分較弱的市場參與者。我們推薦萬州國際(288 HK)、伊利(600887 CH)、安踏(2020 HK)。

正面

分析員:潘泓興

電話:(852) 2147 8829

電郵:paulpan@abci.com. HK

主要數據

2017 預測市盈率均值(x)	24.49
2017 預測市賬率均值(x)	3.81
2017 預測股息率均值(%)	2.14

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	5.81	0.77
3 個月	13.72	7.84
6 個月	17.63	6.38

*相對於滬深 300 指數

來源:彭博、農銀國際證券

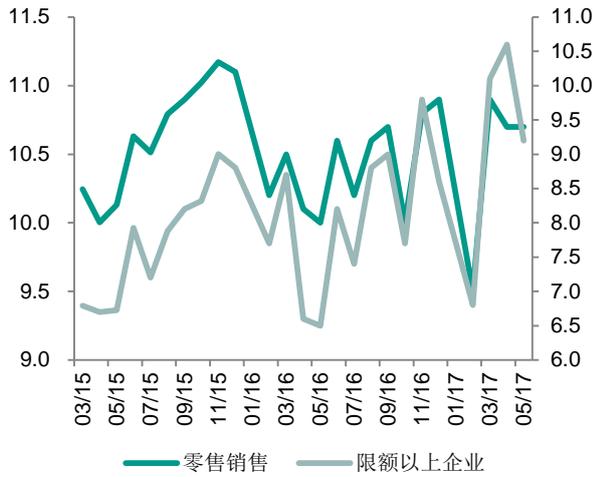
1 年股價表現(%)



來源:彭博、農銀國際證券

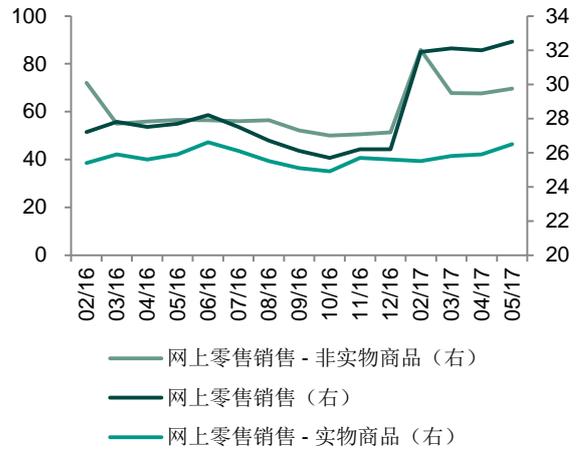


圖表 1:零售銷售增長(同比%)



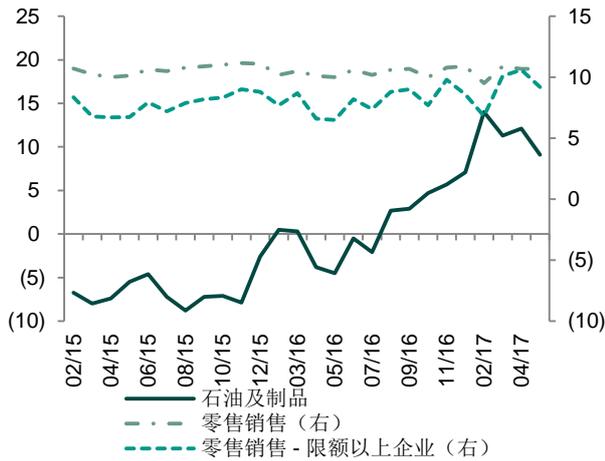
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 2:網上零售銷售月度增長(同比%)



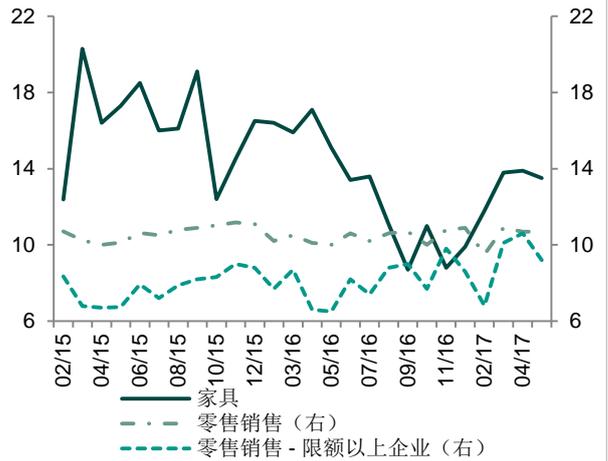
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 3:零售銷售增長-石油及製品(同比%)



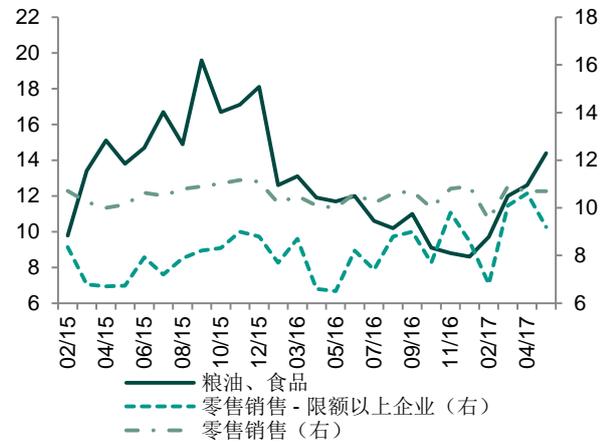
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 4:零售銷售增長-家具(同比%)



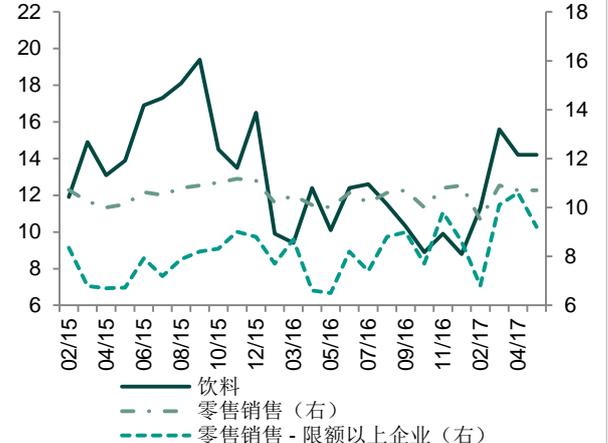
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 5:零售銷售增長-糧油、食品(同比%)

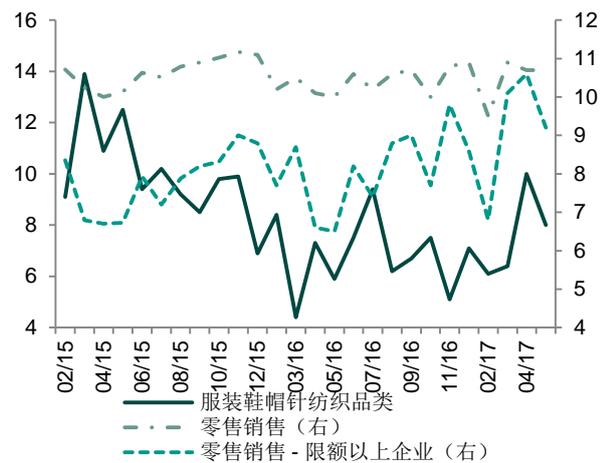


來源：國家統計局、農銀國際證券

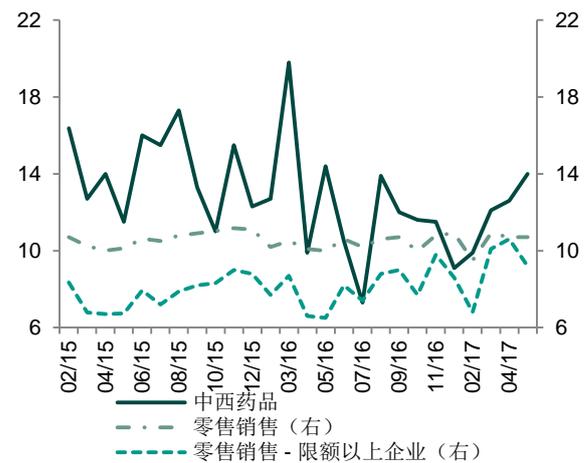
圖表 6:零售銷售增長-飲料(同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 7:零售銷售增長—服裝鞋帽、針紡織品(同比%)


來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 8:零售銷售增長—中西藥品(同比%)


來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 9:行業估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
伊利*	600887CH	買入	21.3	(0.84)	20.55	17.28	3.72	3.38	3.10	3.71
萬州國際	288 HK	買入	7.68	(2.29)	13.16	11.77	2.17	2.04	2.15	2.38
安踏	2020 HK	買入	27.00	12.50	28.31	24.07	7.07	6.51	2.87	3.41
蒙牛	2319 HK	賣出	14.16	(7.93)	35.92	31.46	2.27	2.16	0.43	0.49

*伊利股價以人民幣計價

來源：彭博、農銀國際證券預測



中國食品飲料業 行業消費需求保持強勁

- 食品和飲料的零售銷售增長保持強勁的勢頭
- 食品 CPI 的下降顯示食品的零售銷售增長主要受到銷量的支持,顯示消費者對該類產品的需求依然強勁
- 行業將會受到原材料價格上漲以及增速的不穩定性影響
- 我們的首選股包括伊利(600887 CH)以及萬州國際(288 HK)

食品和飲料的零售銷售持續改善。“糧油、食品”的零售銷售同比增長從 2016 年 10 月的 12.6% 上升到 2017 年 5 月的 14.4%,而“飲料”的零售銷售同比增長則從 2016 年 10 月的 9.1% 上升到 2017 年 5 月的 14.2%。

食品飲料產品的需求強勁。食品 CPI 自 2017 年初開始一直保持下降的趨勢。蛋類、蔬菜、豬肉的 CPI 在 5 月分別同比下降 14.4%、6.3%、12.8%。CPI 的下降顯示食品飲料零售銷售的增長主要是受到銷量的支持,顯示消費者對於該類產品的需求強勁。

行業將繼續面臨挑戰。我們認為,食品飲料行業將會在中短期內面臨一定的挑戰。隨著石油和石油相關產品的價格繼續上漲,行業內公司終將面臨生產成本上升的問題。因此,提價能力將影響行業內公司的利潤率表現。此外,經濟增速保持平穩以及消費者需求的快速變化將會使行業的競爭加劇。

對核心消費品行業保持樂觀。我們認為,食品和飲料的銷量增長反映出國內強勁的需求,未來行業也將會繼續受到消費需求的支持。但是,我們相信龍頭企業將會有更好的表現。我們的首選股為萬州國際(288 HK)和伊利(600887CH)。

正面

分析員:潘泓興

電話:(852) 2147 8829

電郵:paulpan@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值(x)	23.21
2017 預測市賬率均值(x)	2.72
2017 預測股息率均值(%)	1.89

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	5.52	0.48
3 個月	13.85	7.97
6 個月	20.82	9.57

*相對於滬深 300 指數

來源:彭博、農銀國際證券

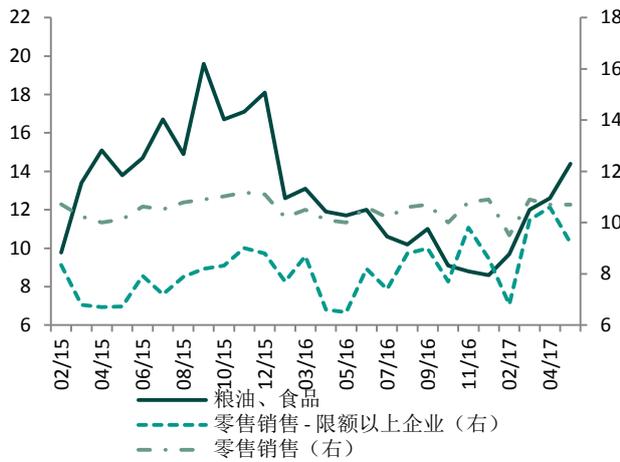
1 年股價表現(%)



來源:彭博、農銀國際證券

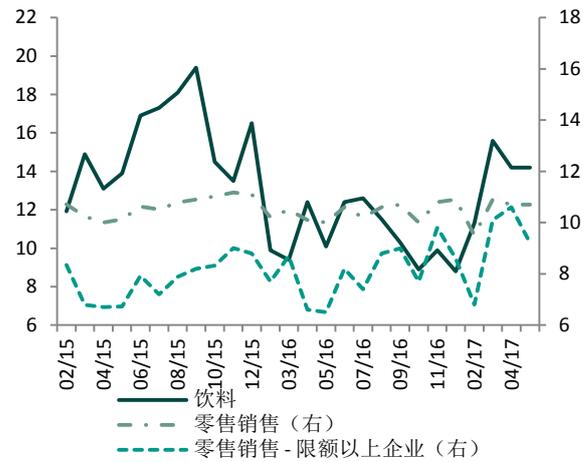


圖表 1:零售銷售增長-糧油、食品(同比%)



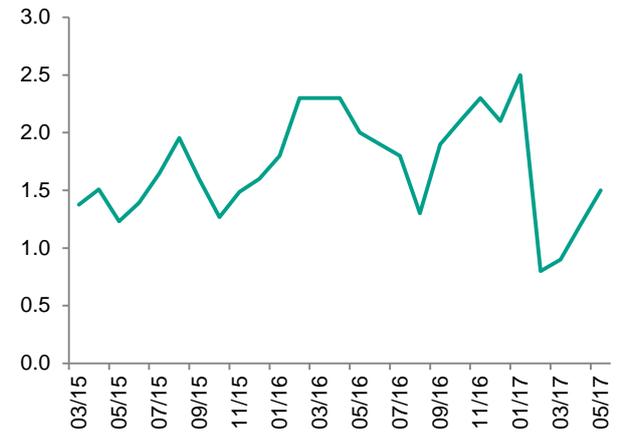
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 2:零售銷售增長-飲料(同比%)



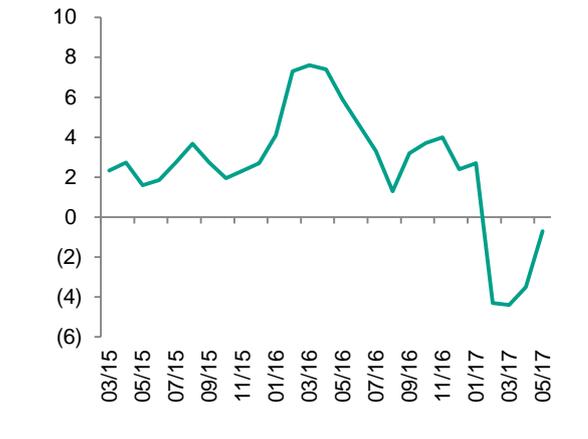
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 3:中國 CPI(同比%)



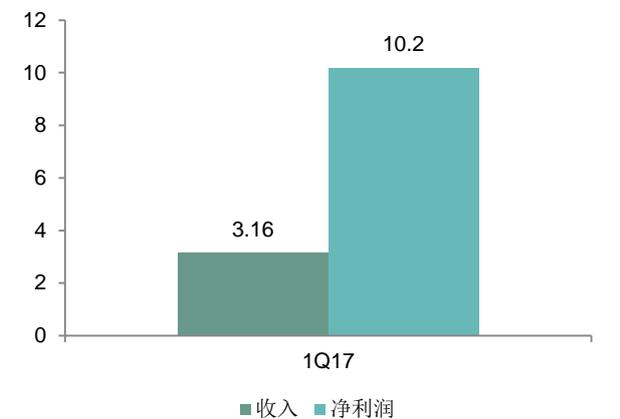
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 4:中國食品 CPI(同比%)



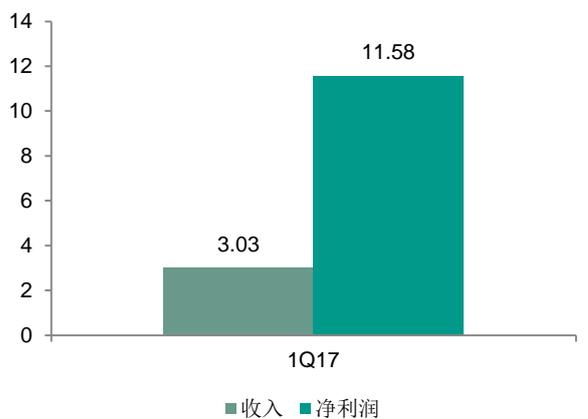
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 5:萬州國際 1Q17 收入和淨利潤增長(同比%)



*淨利潤撇除了債務重組相關成本的影響
來源：萬州國際、農銀國際證券

圖表 6:伊利 1Q17 收入和淨利潤增長(同比%)



來源：伊利、農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 9:行業估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
伊利*	600887CH	買入	21.3	(0.84)	20.55	17.28	3.72	3.38	3.10	3.71
萬州國際	288 HK	買入	7.68	(2.29)	13.16	11.77	2.17	2.04	2.15	2.38
蒙牛	2319 HK	賣出	14.16	(7.93)	35.92	31.46	2.27	2.16	0.43	0.49

*伊利股價以人民幣計價

來源：彭博、農銀國際證券預測



中國體育服裝業 國內品牌或面臨挑戰

- 受到強勁的銷量支持,中國的服裝零售銷售從 2017 年初開始出現增速加快
- 儘管上市的體育服飾公司在 1Q17 都錄得較好的增長表現,但是國內品牌將會面臨更多的挑戰
- 對於行業保持審慎樂觀的態度,但是預期安踏(2020 HK)將較好的表現

服裝行業零售銷售今年出現好轉。自 2017 年初開始,服裝鞋帽、針紡織品的零售銷售同比增速從 2017 年初的 7.1% 上升到 2017 年 5 月的 8.0%。同時,服裝和鞋類的 CPI 從 2017 年 1 月的 1.1% 下降到 5 月的 0.1%。這些數據顯示服裝行業的消費需求正在上升。

體育服飾行業-2017 年開局良好。安踏的零售銷售額在 1Q17 錄得低雙位數增長; 同期 361 度的核心品牌同店銷售增長則錄得 7.0% 的同比增長。儘管上市的相關公司在 2017 年初增速有所下降,但是這兩家公司公佈的 1Q17 增長均超過全國服裝的零售銷售在頭三個月的累計增長。

國內體育服飾品牌出現下滑的跡象。儘管上市公司在年初都錄得較好的表現,但是國內體育服飾品牌出現增速放緩的跡象。就安踏而言,非安踏品牌的產品的零售銷售額增速在 1Q17 同比增長 40-50%, 高於安踏品牌的增速。對於 361 度, 2Q16 和 1Q17 的同店零售增長並沒有變化,但是平均折扣卻上升了 1.5 個百分點。

對於體育服飾行業保持謹慎樂觀態度。我們對於體育服飾行業,特別是主打國內品牌的公司保持謹慎。但是,我們看好安踏(2020 HK)的前景。我們認為其對所收購的國外品牌的管理以及多元化的品牌組合是其主要的優勢。

正面

分析員:潘泓興

電話:(852) 2147 8829

電郵:paulpan@abci.com.hk

主要數據

2017 預測市盈率均值(x)	15.00
2017 預測市賬率均值(x)	3.00
2017 預測股息率均值(%)	4.93

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	8.79	7.76
3 個月	3.35	(3.10)
6 個月	(2.29)	(21.44)

*相對於恒指

來源:彭博、農銀國際證券

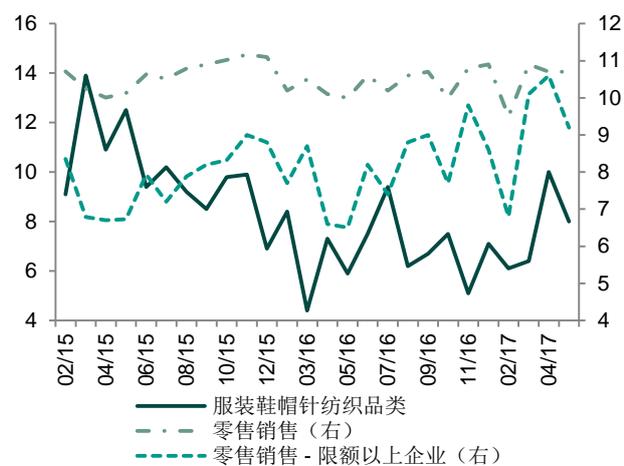
1 年股價表現(%)



來源:彭博、農銀國際證券

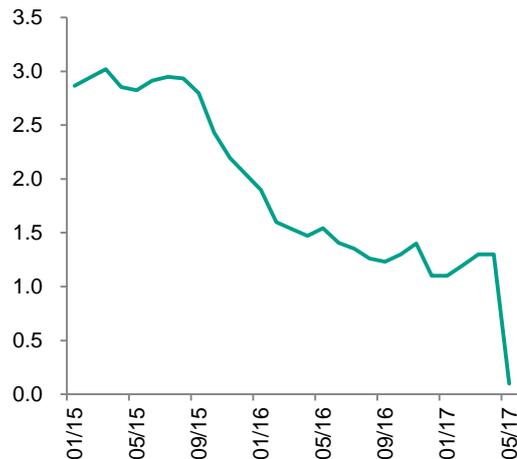


圖表 1:零售銷售增長-服裝鞋帽、針紡織品(同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 2:CPI-衣著(同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 9:行業估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)
安踏	2020 HK	買入	27	12.50	28.31	24.07	7.07	6.51	2.87	3.41
361度	1361 HK	-	-	-	8.48	7.51	0.89	0.83	4.67	4.67
特步	1368 HK	-	-	-	8.20	7.54	1.05	0.98	7.25	7.25

來源：彭博、農銀國際證券預測



中國醫藥醫療業 投資需要與患者偏好和趨勢一致

- 我們看好三級醫院經營者
- 藥物經銷商將在未來幾年受益於越來越多的私立醫院和診所
- 老年人口的持續增長導致老年病治療的需求可持續增長
- 健康保險普及提高癌症患者消費能力,要求更好的治療

我們看好以營利為導向的三級醫院經營者。三級醫院通常可以收取患者更高的平均費用,享有更高的患者流量,以及更高的病床利用率。這些因素導致三級醫院享有更好的現金流、資產利用率和盈利能力。三級醫院的門診均費和住院服務均費分別為二級醫院的 1.6 倍和 2.2 倍。三級醫院的平均病床利用率分別為二級和一級醫院的 1.14 倍和 1.60 倍。三級醫院的門診和住院流量分別為二級醫院的 4.6 倍和 3.6 倍。受益股份：**康華醫療(3689 HK)**。

民營醫院經營者需要加大力度尋找顧客。政府放棄部分醫療市場給民營資本。自 2015 年末以來,公立醫院減少了 144 家;而民營醫院則增加了 2,358 家,達到 16,876 家,其中大部分是低評級或未評級醫院,他們缺乏客戶,需要努力尋找顧客。平均每家公立醫院的門診和住院人數分別為民營醫院的 8.5 倍和 7.7 倍。

如何選擇醫院經營者?考慮利基策略的小經營者,主營業務是經營三級醫院;或者考慮大型經營者,具有能力將其經營的醫院升格為更高級別的醫院,以迎合患者偏好。投資者尤其對無評級或低級別醫院組合的運營商要謹慎。

藥物分銷商將受益於越來越多的新客戶。自 2015 年末以來,私立醫院和診所淨額分別增加了 2358 家和 9706 家。今年 1-4 月,民營醫院門診或住院病人分別同比增長 12%及 16%。我們相信,這些新機構大多數都是小型醫療的機構,平均每家機構患者人數不足,在採購藥物或物流服務方面缺乏集體談判議價能力。醫療服務市場佈局的變化對大型藥物分銷商有利。受益股份：**國藥(1099 HK)**及**華潤醫藥(3320 HK)**

上游製藥行業應保持謹慎,因為患者增長正在放緩。今年 1-4 月,所有醫療機構的門診總人次和住院人數分別同比增長 1.0%和 4.0%(2016 年 1-11 月,分別為同比增長 2.3%和 7.7%)。患者流量的低增長表明,藥物或醫療產品的總體需求疲軟。此外,政府禁止公立醫院藥品提價以賺取利潤。醫生對患者過度開不必要藥的動機會減少,藥品總需求將被抑制。

雖然製藥行業的利潤同比增長 15.7%,但製藥商業對於擴大投資持謹慎態度。今年 1-5 月,製藥業的營業收入和利潤增長同比分別同比增長 11.9%和 15.7%(2016 年分別同比增長 9.7%和 13.9%)。製藥業固定資產投資同比增速從 2016 年的 8.4%,下降至今年 1-5 月的 2.7%。今年同期,製藥業的工業增加值同比增長 11.2%。低固定資產投資增長但行業工業增加值增長較快表明,製藥商正在升級其藥品生產結構,以增加高附加值藥物的產量。

健康保險有助於提高被保人的購買力。這是推動高檔藥物和醫療服務需求的主要因素之一。2016 年和 4M17 的健康和意外保險索賠額分別同比增長 29.4%和 21.0%至 1184 億元人民幣和 427 億元人民幣。4M17 健康及意外

正面

分析師:陳宋恩

電話:(852) 2147 8805

電郵:philipchan@abci.com.hk

重要數據

2017 年預測市盈率均值(x)	18.1
2017 年預測市賬率均值(x)	2.8
2017 年預測股息率均值(%)	1.5

來源:彭博社、農銀國際證券預測

行業表現(%)

	絕對	相對*
1 個月	1.7	0.7
3 個月	6.7	0.2
6 個月	26.4	7.2

*相對恒生指數

來源:彭博社、農銀國際證券

1 年行業表現(%)



來源:彭博社、農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

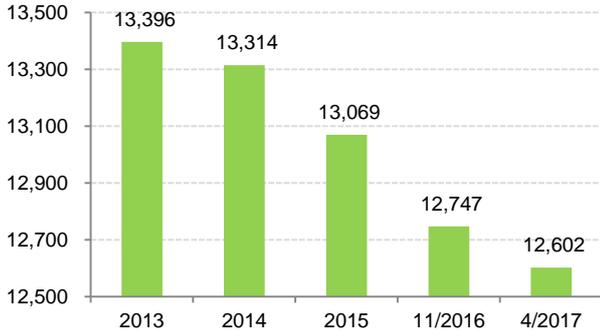
保險費同比增長 22.9%至人民幣 2,220 億元。5M17 中藥及西藥消費物價指數分別同比增長 5.8%及 6.3%。

老年疾病和癌症治療需求將在未來幾年持續增加。從 2011 年到 2016 年,65 歲或以上人口規模複合年均增長 4.1%至 1.5 億人。政府預計到 2020 年/2030 年,60 歲或以上人口將會增加至 2.55 億人/3.63 億人,佔總人口的 17.8%/25%。隨著老齡人口的增長,對老年疾病(如心腦血管病,老年人癡呆症,糖尿病等等)將在未來幾年相應增長。環境污染和不健康的飲食習慣引也可導致新發的癌症病例增加。我應該多加關注專注于開發藥物來治療老年疾病和腫瘤的製藥廠商。受股份：**石藥集團(1093 HK)**及**四環醫藥(460 HK)**

今年到目前為止,恒生中國內地醫療保健指數(HSMHI)受其平均股東權益回報率(ROAE)穩定的支持,其表現優於國企指數和恒生指數。2016 年 HSMHI 的 ROAE 為 15.5%,預測 2017/2018 年將維持在 16%。2016 年,恒生指數和國企指數的 ROAE 分別為 9.99%和 12.04%。

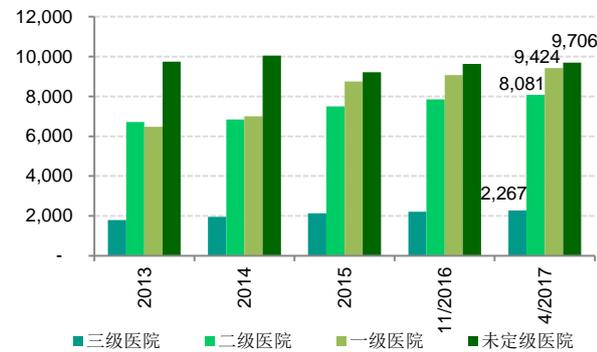


圖表 1:中國公立醫院數量



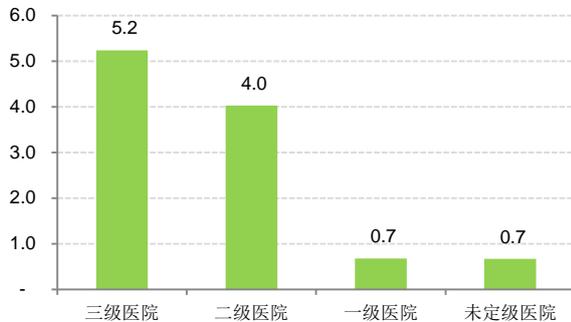
來源：衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 3:不同級別醫院數量(質量:三級>二級>一級)



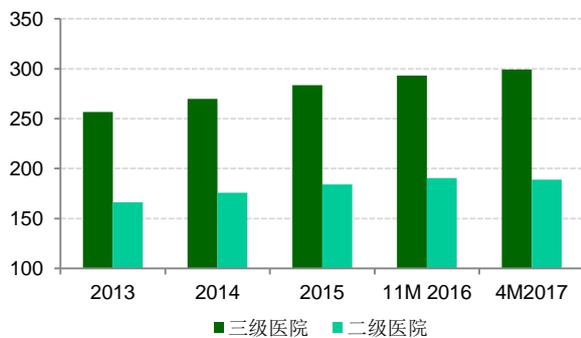
來源：衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 5:2017年1-4月門診人次數(億人次)



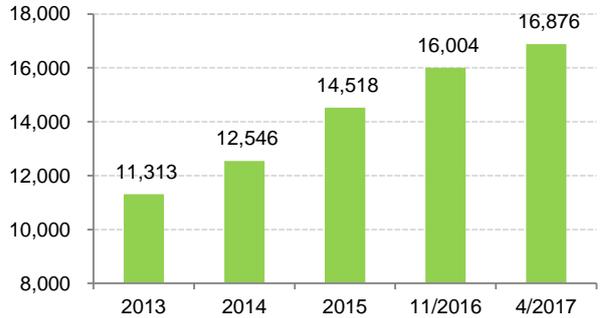
來源：衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 7:次均門診費用(元人民幣)



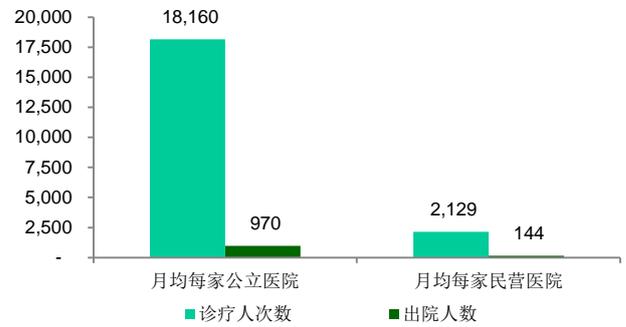
來源：衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 2:中國民營醫院數量



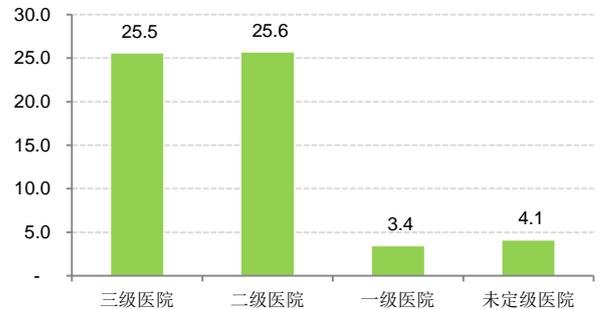
來源：衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 4:平均每家醫院每月病人數



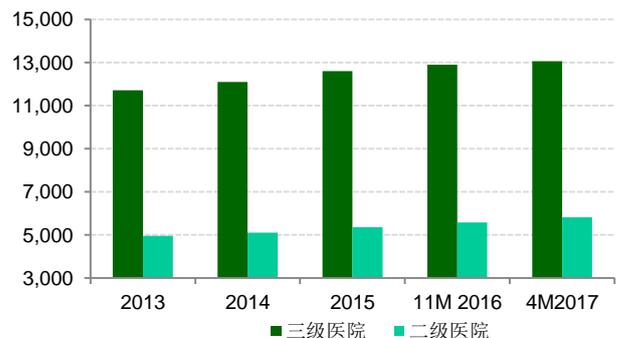
來源：衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 6:2017年1-4月醫院出院人數(百萬人)



來源：衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

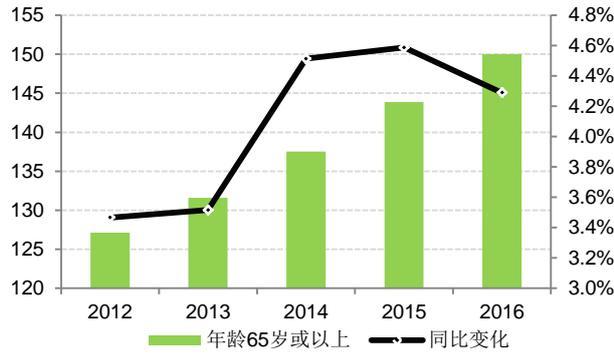
圖表 8:人均出院費用(元人民幣)



來源：衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

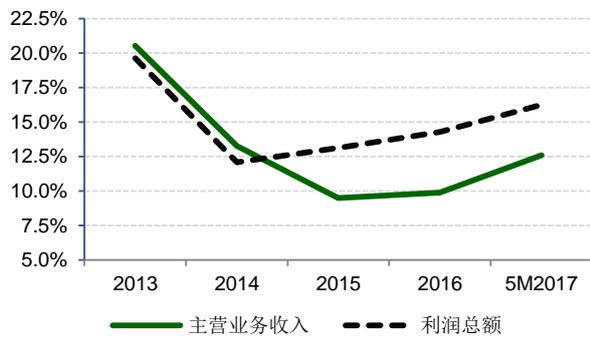


圖表 9: 65 歲或以上人口(百萬人)



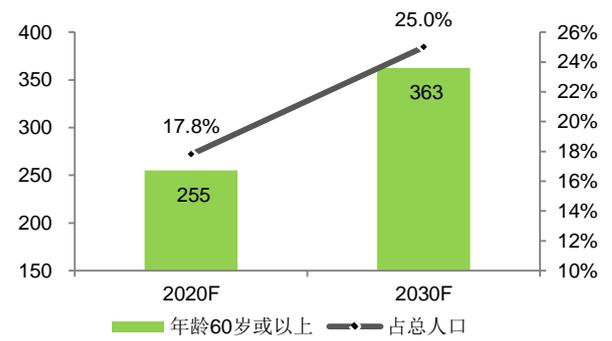
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 9: 製藥行業表現(同比變化)



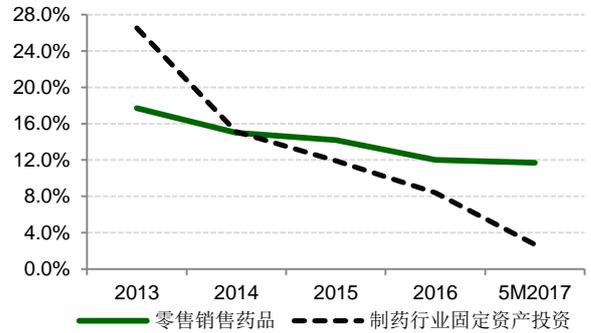
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 10: 60 歲或以上人口(百萬人)



來源：國務院預測、農銀國際證券

圖表 10: 藥品零售及製藥業固定資產投資(同比變化)



來源：國家統計局、農銀國際證券

行業估值(截至 2017 年 6 月 29 日)

公司	股票代碼	評級	股價 (港元)	FY17F 市盈率 (x)	FY18F 市盈率 (x)	FY17F 市淨率 (x)	FY18F 市淨率 (x)	FY17F 股息率 (%)	FY18F 股息率 (%)	FY17F ROAE (%)	FY18F ROAE (%)
恒生中國內地醫療保健指數											
石藥集團	1093	買入	11.58	25.68	20.53	5.79	4.87	1.31	1.65	24.6	25.8
華潤醫藥	3320	買入	9.86	15.57	13.57	1.23	1.11	1.47	2.25	8.5	8.6
中國生物製藥	1177	-	6.93	23.98	20.94	4.58	3.85	0.84	0.95	21.8	20.0
國藥控股	1099	買入	35.45	16.18	14.20	2.23	1.97	1.82	2.12	15.0	14.7
康哲藥業	867	買入	13.56	17.58	15.02	3.74	3.22	1.89	2.27	23.7	23.0
四環醫藥	460	-	3.33	14.61	13.45	2.31	2.07	1.76	1.94	16.6	16.3
三生製藥	1530	-	10.64	25.75	19.62	3.21	2.80	0.29	0.42	13.2	15.2
中國中藥	570	-	4.50	14.81	12.49	1.37	1.27	2.12	2.51	9.7	10.6
上海醫藥	2607	-	23.35	15.17	13.43	1.59	1.46	1.95	2.17	10.9	11.3
綠葉製藥	2186	-	4.22	11.49	10.02	1.66	1.45	1.39	1.50	15.4	15.5
平均		-	-	18.08	15.33	2.77	2.41	1.49	1.78	15.9	16.1
醫院經營者											
華潤鳳凰醫療	1515	買入	9.78	28.13	22.72	2.18	2.02	0.84	0.88	7.6	9.2
和美醫療	1509	-	3.87	20.37	18.99	1.67	1.61	1.49	1.46	8.6	8.6
廣東康華醫療	3689	買入	11.00	17.06	14.63	2.42	2.13	1.71	1.96	15.1	15.5
溫州康寧醫院	2120	-	35.70	27.52	21.14	2.11	1.95	1.18	1.58	7.9	9.6
春立醫療	1858	-	13.10	8.43	7.02	1.28	1.11	2.02	2.37	17.0	16.9
平均		-	-	20.30	16.90	1.93	1.76	1.45	1.65	11.3	12.0

*ROAE=淨資產回報率

來源：彭博、公司、農銀國際證券預測



權益披露

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

權益披露

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

陳宋恩持有農業銀行(1288 HK)H 股股份

周秀成持有騰訊控股(700 HK)股份

評級的定義

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

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 5 年市場平均回報率

股價風險的定義

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

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

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

免責聲明

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

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

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

辦公地址: 香港中環幹諾道中 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)3666 0002



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED