

2011年12月29日

证券分析(宏观与策略)



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

2012 年风险犹在 下半年转明朗

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

张萌, CFA
(852) 3900 0856
michaelcheung@cmbi.com.hk

黄焯伟
(852) 3900 0836
steve Wong@cmbi.com.hk



撮要：

料中国 2012 经济增长 8.6%。中国通胀问题已缓和下来，2011 年 11 月份消费物价指数升幅为 4.2%，我们预期 2012 年更会降至 3.5%。不过中国的出口受海外经济疲弱拖累，固定资产投资因银行收紧信贷而未来增长空间有限，中国政府只有依赖消费市场来刺激经济。此外，我们相信要进一步放宽中国的货币政策要至 2012 年下半年，因为届时经济增长可能放慢，贴近 8.5%，中国政府可能重新下调利率，以支撑经济维持在 8%以上增长。我们预期中国 2012 年全年经济增长为 8.6%，通胀为 3.5%。

料 2012 上半年港股波动，下半年有机挑战二万四。我们相信在欧债的阴影下，港股在 2012 上半年是一个上落市的状况，恒指在 16,000-21,000 点徘徊。市场预期港股在 2012 年的平均盈利增长是 7.8%，恒指的估值相等于 9.3 倍 2012 年市盈率。在欧债紧张的气氛缓和下及中国放松宏调，我们相信港股在 2012 下半年会重拾升轨，恒生指数的估值有机会调高，我们估计可由现在的 9.3 倍 2012 年市盈率升至 12 倍，预期恒指在 2012 年下半年挑战 24,000 点。

看好中国通信、中国鞋类及中国信息科技行业。在我们覆盖的行业中，我们认为中国通信、中国鞋类及中国信息科技行业在 2012 年表现会较大大市表现为佳。中国 3G 和宽带业务将是营运商的重点发展对象，无线和宽带业务都将在未来数年持续推升电信业的资本支出，我们相信 2012 年电信设备板块将会回暖。而且，低端智慧手机会是市场的看点，因其享有价格优势及广阔的新兴市场做为后盾。2012 年中国女鞋零售行业将保持稳步增长，预计明年消费需求依旧旺盛，女鞋将逐步成为日常消费品，受经济周期影响较小，行业内店铺扩张和同店销售将保持适度增长，自营店铺可控性强，新购品牌也会有较大潜力。中国目前为亚洲最大及最具增长潜力的企业软件市场，在政策鼓励及中小企越来越了解信息科技对它们业务发展的重要性之下，中国软件业正急速增长，不过行业于早年过度扩张，令成本效益降低，幸好企业开始重整架构，有望恢复盈利增长能力。

首选股份为华润置地、达芙妮、中兴及金蝶。我们推荐华润置地、达芙妮、中兴及金蝶供投资者参考，四家公司皆是行业中优质公司，虽然未来会遇着经济增长放缓及行业的风险，但我们相信凭着管理层的经验及营运，四家公司将可抵抗困难，在 2012 年脱颖而出。

首选股份

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	2010	2011E	2012E
达芙妮	210	8.66	10.05	买入	14,211	16.0	13.1	11.0
金蝶	268	2	3.02	买入	5,027	14.9	10.9	9.6
中兴	763	24.35	29.9	买入	73,236	19.6	14.8	12.8
华润置地	1109	12.84	15.9	买入	74,812	10.7	8.2	9.8

来源：彭博，招银国际预测

恒生指数：18,519
 国企指数：9,981

中国经济预测

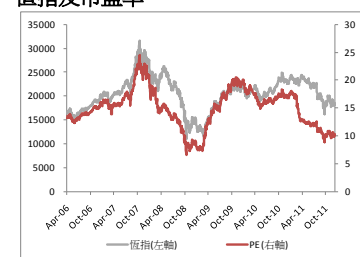
	2011预测	2012预测
经济增长	9.3%	8.6%
通胀	5.4%	3.5%
失业率	4.2%	4.1%
城市化	51.9%	53.8%

资料来源：招银国际预测

恒指盈利预测

	2011预测	2012预测
每股盈利(点)	1854	1998
变动	-16.0%	7.8%
每股股息(点)	748	792
变动	9.4%	5.8%
每股账面值(点)	14306	15556
变动	4.7%	6.5%
市盈率	10.0	9.3
孳息率	4.0%	4.3%
市账率	1.3	1.2

资料来源：招银国际预测

恒指及市盈率

资料来源：彭博

目錄

宏观与策略	4
❖ 2011 年投资策略	5
❖ 2011 年港股先高后低	10
❖ 行业投资亮点	13
行业分析	18
❖ 内地银行业(同步大市)	19
❖ 中国房地产板块 (同步大市)	32
❖ 中国消费品板块	37
➢ 中国女鞋零售行业(优于大市)	38
➢ 中国体育用品行业(同步大市)	40
➢ 中国 OEM 制鞋行业	43
❖ 中国通信板块 (优于大市)	45
❖ 中国企业软件业板块(优于大市)	49
❖ 中国工程机械板块(同步大市)	55
❖ 中国太阳能板块 (同步大市)	61
首选股份	67
❖ 达芙妮国际(210 HK)	68
❖ 金蝶国际 (268 HK)	71
❖ 中兴通讯(763 HK)	74
❖ 华润置地 (1109 HK)	77

宏观与策略

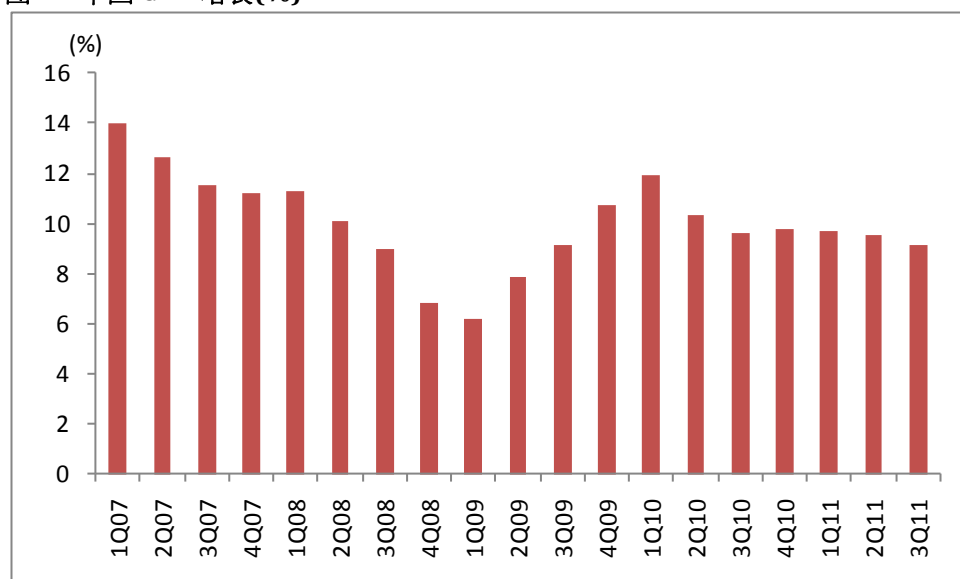
2011 年投资策略

中国经济增长放慢，但不是衰退

雷曼兄弟 2008 年倒闭以后，引发全球金融海啸，影响全球经济。中国经济增长在 2009 年第 1 季度曾降至 6.2%，与过去的 10% 以上增幅比较明显放慢，但中国政府推行 4 万亿元的刺激经济方案，中国经济恢复快速增长，因为基数较低，中国经济增长在 2010 年第 1 季为 11.9%。随后的时间受到欧美经济不振的影响，令中国出口减少；另外，中国自 2010 年实行紧缩货币政策，调高银行的存款准备金率及利息，使国内投资减慢，最后也令中国经济增长步伐放慢，GDP 增速由 2010 年第 1 季的 11.9% 逐步回落至 2011 年第 3 季的 9.1%。

海外投资者担心中国地方政府的债务问题，自 2011 年 6 月起，云南省公路开发投资公司、上海申虹投资发展公司及云南投资控股集团有限公司先后要求重组债务，再加上地方政府要全力发展保障房，但卖地收入因中央政府调控楼市而大减，令投资界对地方政府的还款能力产生怀疑，地方债务到期日集中在 2011-13 年，如果地方政府或其辖下的机构未能偿还债务，可能引起银行大幅坏账，最终令经济出现衰退，产生「硬着陆」的最坏情况。我们相信中国在可见的将来不会出现「硬着陆」的情况，地方政府可能与银行磋商再融资债务，或透过注入资产令借款方具偿还能力，过去香港便出现粤海投资(270 HK)的债务问题，最终广东省政府透过注入东江水项目而把问题解决。

图 1：中国 GDP 增长(%)



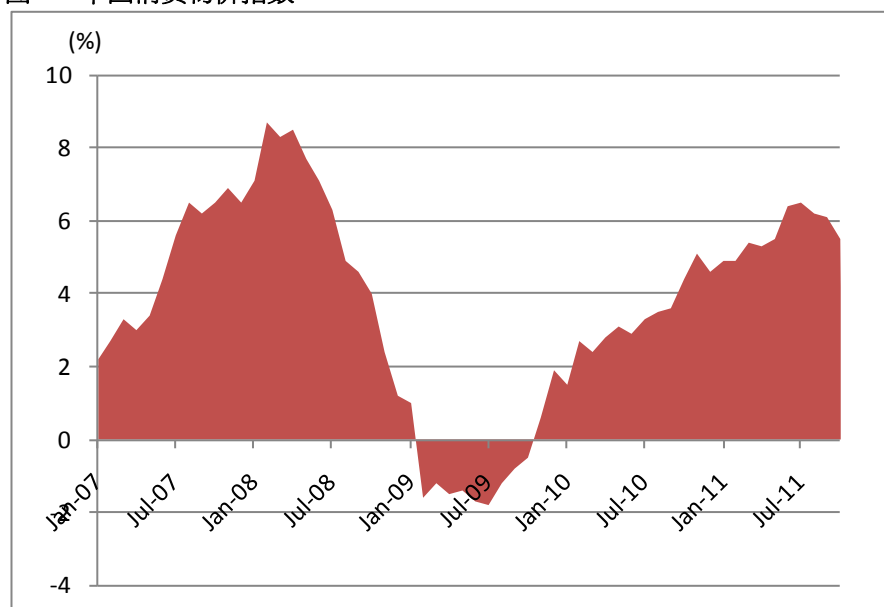
资料来源：彭博

料中国 2011 全年经济增长 9.3%，2012 年料为 8.6%

头号敌人通胀已解决，2012 年保增长

中国的通胀问题为中国政府 2011 年首要解决的问题，除了房价上升外，令居民难以购买住屋，粮价的问题也令政府及普罗市民难以面对。各国政府于 2009-10 年推出的量化宽松政策令热钱流走，而且天气反常推高粮食价钱，最终加深通胀问题。中国于 2009 年 10 月脱离通缩的问题，消费物价指数一直往上走，至 2011 年 7 月达 6.5%，为 2008 年 7 月以来的最高位。中国通过一系列的调控措施，最终通胀受控，消费物价指数从 2011 年 7 月的高位回落，至 11 月份为 4.2%，我们预期消费物价指数至 2012 年有机会跌至 3.5%。虽然通胀似受控制，不过物价仍在不稳定的阶段，我们相信中国政府暂不采取宽松的措施，以防通胀问题重燃。

图 2：中国消费物价指数



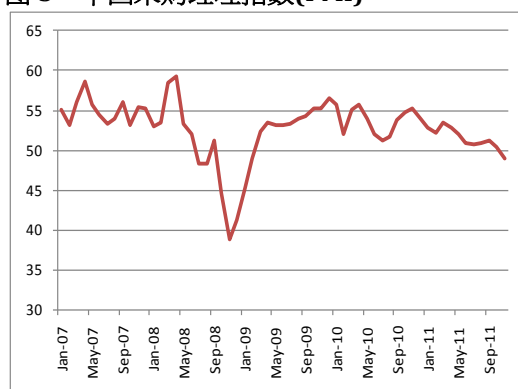
资料来源：彭博

出口转弱，刺激内需

美国 11 月的失业率由之前的 9.0% 下降至 8.6%，部份的原因是寻找工作人数减少，但新增的职位都是另一原因，而且万圣节的销售数据向好，所以我们相信美国经济暂时靠稳，短期转差的情况不大。但是，欧洲方面的情况较难预料，虽然目前欧洲情况比 10 月份为好，意大利及希腊的政府都换阁，两地政府都希望依赖紧缩开支来改善财政状况。不过，实力较强的德国及法国都受拖累，评级机构标准普尔将德法在内的欧元区 15 个国家列入负面观察名单，令欧洲金融稳定机制(EFSF)的发债评级「AAA」有被下调的机会。

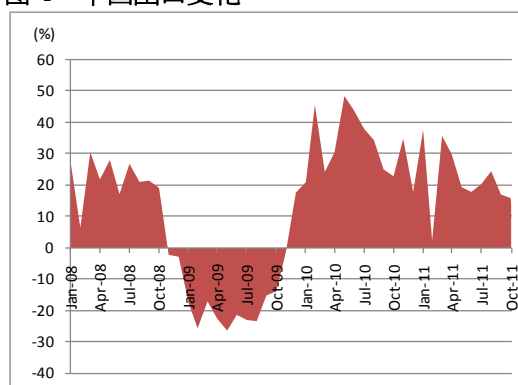
在这样的情况下，中国的出口制造业短期难以乐观，中国的 11 月份官方采购经理指数刚跌破 50 临界点以下，报 49 点，显示中国制造业面对困境；中国的出口增长 11 月份为 13.8%，比年初的 30% 以上增幅明显放缓，虽然欧美的需求可由其他发展中国家补充，但并不能完全抵消欧美国家的需求减少。

图 3：中国采购经理指数(PMI)



资料来源：彭博

图 4：中国出口变化

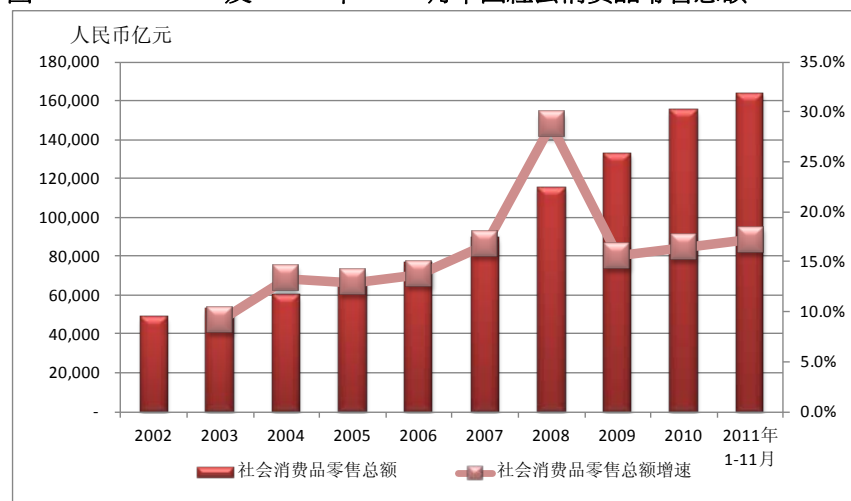


资料来源：彭博

所以中国过往经济增长的三头马车中的出口业已经放慢来，另一头马车投资也因银行收紧信贷，未来增长空间有限，中国政府只有依赖消费市场来填补空间，中国 2011 年 1-11 月的消费零售总额为 16.4 万亿元人民币，同比增长 17.0%。我们认为中国消费市场未来增长空间巨大，可以支撑中国的经济增长，我们主要是根据以下原因来推论出来。

- 1) 政策导向：2011 年政府工作报告也明确提出，进一步扩大内需特别是居民消费需求，“十二五”规划再次重申把扩大内需作为一个长期方针和基本立足点；
- 2) 消费占比低：目前，中国消费占 GDP 比重为 35% 左右，不仅低于发达国家，也低于印度等发展中国家；
- 3) 人均可支配收入增长：人均可支配收入在经历了 2008 年金融危机后，也取得了恢复性增长，2010 年人均可支配收入同比增长 11.3% 及
- 4) 电子商务爆发性增长：2010 年，中国网络零售交易额达 5231 亿元人民币，约占社会消费品零售总额的 3.3%。预计到 2015 年，这一比例将达到 9% 以上。

图 5：2002-2010 及 2011 年 1-11 月中国社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局

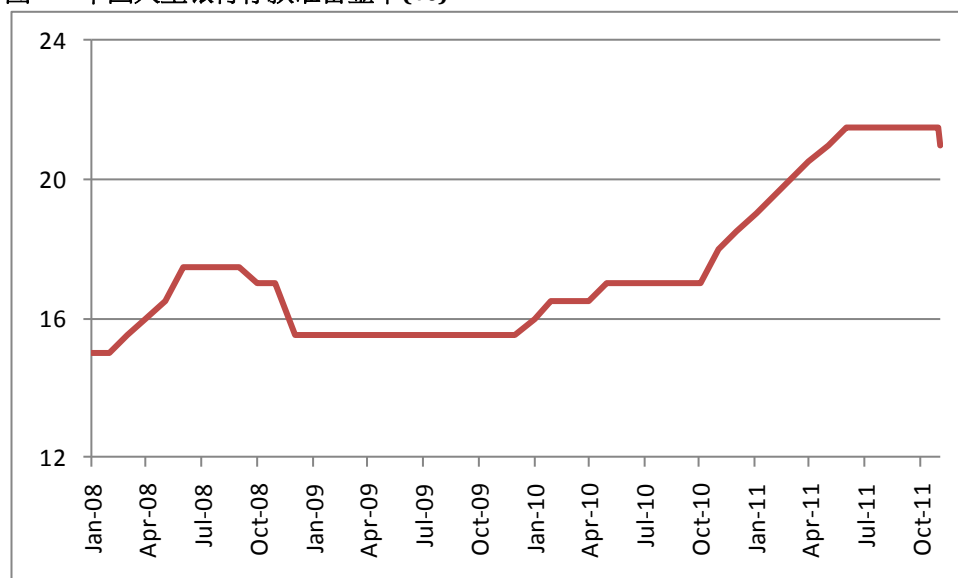
货币政策由「中性」转为「适度放松」

中国自 2010 年收紧货币政策后，中国人民银行 2011 年 11 月 30 日宣布将存款准备金率下调 50 个基点，12 月 5 日生效。人民银行在 2011 年 6 月份为最后一次上调存款准备金率 50 个基点。新政策在 12 月 5 日生效后，中国的大型银行的存款准备金率下调至 21%。此行动将可释放更多流动资金，估计市场将会增加 4,000 亿元人民币。人民银行在调整存款准备金率前曾将 20 多家农村合作银行的存款准备金率下调 50 个基点至 16%。我们相信此下调存款准备金率不是单一行动，在 2012 年下调还会持续。

虽然中国政府将改变货币政策，但我们相信主要利用的工具为存款准备金率，而非利率。为了预防过热的经济，尤其是针对房地产市场，我们相信中国的银行一年期的存款及贷款利率至少在 2012 年上半年仍会分别维持在目前的 3.5% 及 6.56%。我们相信中国政府是采取预防的步骤来防止经济增长放慢，但是，我们并不预期中国短期内会采用激进的宽松货币政策或是刺激经济方案，例如量化宽松行动，因为中国的通胀风险仍然存在。

如果中国的货币政策要进一步放宽，我们相信要至 2012 年下半年，因为届时经济增长可能放慢，贴近 8.5%，中国政府要重新下调利率，来刺激投资，以支撑经济维持在 8% 以上增长。

图 6：中国大型银行存款准备金率(%)



资料来源：彭博

中国未来经济增长放缓……

基于一个相对较高的基数及外围经济放缓，我们不排除中国 2011 年第 4 季经济增幅进一步减慢，料为 8.9%，所以我们估计中国 2011 年全年经济增长为 9.3%，比 2010 年少 1.1 个百分点。中国的通胀问题逐步受控，虽然按月计算，我们预期 12 月消费物价指数会回落至 4.0%附近，但 2011 全年计算，我们料 2011 年消费物价指数将较 2010 年上升 2.1 个百分点至 5.4%。

2012 年中国经济会继续受多方面不同因素影响，尤其是欧债危机，如问题持续，可能令中国保八不成。不过我们相信欧美多国都明白欧债危机问题严重，不会重复 2008 年金融海啸的错误，希望问题在 2012 年上半年解决。中国经济增速放慢的情况料在 2012 年上半年持续，2012 年第 2 季经济增长料会下试 8.5%的水平。因为经济增长放慢，我们预期中国政府在 2012 年第 2 季会考虑一些经济刺激措施，例如采取宽松货币政策包括减息及下调存款准备金率、改革税制、甚至放宽楼市的调控措施，以防经济增长破八。我们预期中国 2012 年全年经济增长为 8.6%，通胀为 3.5%。

图 7：中国主要经济数据

	单位	2007	2008	2009	2010	2011预测	2012预测
国内生产总值	10亿元人民币	26,581	31,405	34,090	40,120	45,800	50,400
实质经济增长	%	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	8.6
人均国内生产总值	人民币	20,170	23,708	25,576	29,992	33,200	35,800
外商直接投资	10亿美元	74.8	92.4	90.0	105.7	120.0	144.0
固定资产投资	10亿元人民币	13,724	17,229	22,485	27,814	30,200	32,800
消费物价指数增长	%	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.5
失业率	%	4.0	4.2	4.3	4.1	4.2	4.1
零售销售	10亿元人民币	8,921	10,849	12,534	15,455	17,880	20,250
城镇居民家庭人均可支配收入	人民币	13,786	15,781	17,175	19,109	21,300	23,500
居民人民币储蓄存款	10亿元人民币	17,253	21,789	26,077	30,330	33,000	36,200
城市人口	百万	606	624	645	670	700	730
总人口	百万	1,321	1,328	1,335	1,341	1,348	1,356
城市化	%	45.9	47.0	48.3	49.9	51.9	53.8

资料来源：彭博、招银国际预测

……但比外国为佳

根据国际货币基金(IMF)在 2011 年 9 月的预测,全球经济增长会在 2011 年放缓,料 2011 年经济增长为 4%,比 2010 年的 5.1%少 1.1 个百分点,预期 2012 年全球经济增长将维持在 4%。未来数年的经济增长将依赖新兴及发展中国家,估计新兴及发展中国家在 2011 及 2012 年的经济增长分别为 6.4%及 6.1%,较先进经济体系同期的 1.6%及 1.9%为佳。

先进经济体系国家中,IMF 预期美国在 2011 及 2012 年的经济增长分别为 1.5%及 1.8%,增速较慢;欧元区中的意大利,IMF 预料其在 2011 及 2012 年的经济增长分别为 0.6%及 0.3%,似有若无。

新兴及发展中国家以中国及印度经济增长较快,IMF 预料中国在 2011 及 2012 年的经济增长分别为 9.5%及 9.0%,较我们预期高 0.2 及 0.4 个百分点;另外 IMF 预料印度在 2011 及 2012 年的经济增长分别为 7.8%及 7.5%。

图 8：全球经济增长

	2009	2010	2011 预测	2012 预测
全球经济增长	-0.7	5.1	4.0	4.0
先进经济体系	-3.7	3.1	1.6	1.9
美国	-3.5	3.0	1.5	1.8
欧元区	-4.3	1.8	1.6	1.1
德国	-5.1	3.6	2.7	1.3
法国	-2.6	1.4	1.7	1.4
意大利	-5.2	1.3	0.6	0.3
西班牙	-3.7	-0.1	0.8	1.1
日本	-6.3	4.0	-0.5	2.3
英国	-4.9	1.4	1.1	1.6
加拿大	-2.8	3.2	2.1	1.9
其他先进经济体系	-1.1	5.8	3.6	3.7
亚洲区新工业经济区	-0.7	8.4	4.7	4.5
新兴及发展中经济体系	2.8	7.3	6.4	6.1
中西欧	-3.6	4.5	4.3	2.7
独联体	-6.4	4.6	4.6	4.4
俄罗斯	-7.8	4.0	4.3	4.1
除俄罗斯	-3.0	6.0	5.3	5.1
亚洲发展中国家	7.2	9.5	8.2	8.0
中国	9.2	10.3	9.5	9.0
印度	6.8	10.1	7.8	7.5
东盟国	1.7	6.9	5.3	5.6
拉丁美洲及加勒比海	-1.7	6.1	4.5	4.0
巴西	-0.6	7.5	3.8	3.6
墨西哥	-6.2	5.4	3.8	3.6
中东及北非	2.6	4.4	4.0	3.6

资料来源：国际货币基金

2011 年港股先高后低

虽然在 2010 年底很多投资专家对 2011 年香港股票市场感到乐观，部份更估计恒指在 2011 年可以重新挑战三万点。但实际情况不是这样。恒生指数在 2011 年表现先高后低，上半年恒指在 21,500 至 24,500 点徘徊。但至 7 月份投资气氛转差，首先，美国国债上限能否在 8 月初限期前能上调令投资风险上升，然后评级机构将美国的主权评级下降，引来市场动荡，之后的欧债危机令市场恐慌气氛加剧，令恒生指数在 10 月 4 日曾下跌至 16,170(为年内低位)，跟年初的高位 24,468 比较下跌 34%。在第四季度随后的日子，恒指曾升回至二万点，不过在欧债的阴影下，港股未能站稳在二万点之上。

图 9：恒指 2011 年走势图



资料来源：彭博

全球主要股票市场都受欧债危机影响，表现均较 2010 年为差，只有美国的道琼斯指数(Dow Jones Industrial Average Index)例外，道指由 2011 年初至今仍上升 5.0%，但美国其他主要指数仍有约低单位数的跌幅，可能投资者将美国市场当成避难所的角色，资金及投资都转移往美国，相反，其他欧洲及亚洲区的股票市场表现欠佳，欧亚区的主要股票市数在 2012 年都下跌近 20%，例如法国的 CAC 40 指数下跌 19.3%、德国的 DAX 指数下跌 16.5%、日本的日经指数下跌 17.7%、香港的恒生指数下跌 19.6%及中国的 CSI 300 指数下跌 26.2%。

2012 年上半年波动，于 16,000-21,000 徘徊

2011 年完结，但欧债危机风险并未减退，欧元区随时有崩溃的可能，部份国家因负债过高或部份国家不愿承担其他国家的债务而有可能退出欧盟及欧元区，将令全球金融市场动荡，届时在市场恐慌的情绪下，我们相信港股有机会重回 2011 下半年的低位，即 16,000 点附近。除非有英、美、德或法国的大型银行倒闭或出事，我们不相信港股会跌破 16,000 点，因为恒指 16,000 点相等于 2012 年的 8.0 倍市盈率。

当然，若投资气氛转好，我们相对港股在 2012 上半年有机会重回二万点之上，阻力位为 21,000 点。不过，我们相信欧债问题不会很快解决，至少在 2012 年第一季便不能，最快也要等至 2012 年中，或更长时间才可解决问题。所以，我们相信在欧债的阴影下，港股在 2012 上半年是一个上落市的状况，恒指在 16,000-21,000 点徘徊。

估值低、抗风险高

根据彭博的数据，市场预期港股在 2011-13 年的平均盈利增长分别是-16.0%、7.8%及 12.4%，而同期的股息增长分别是 9.4%、5.8%及 10.4%，即是说现在恒指的估值相等于 2012 年市盈率 9.3 倍或 2012 年孳息率 4.3%。我们相信在当前低估值的时间，港股能抗拒风险的能力较高。

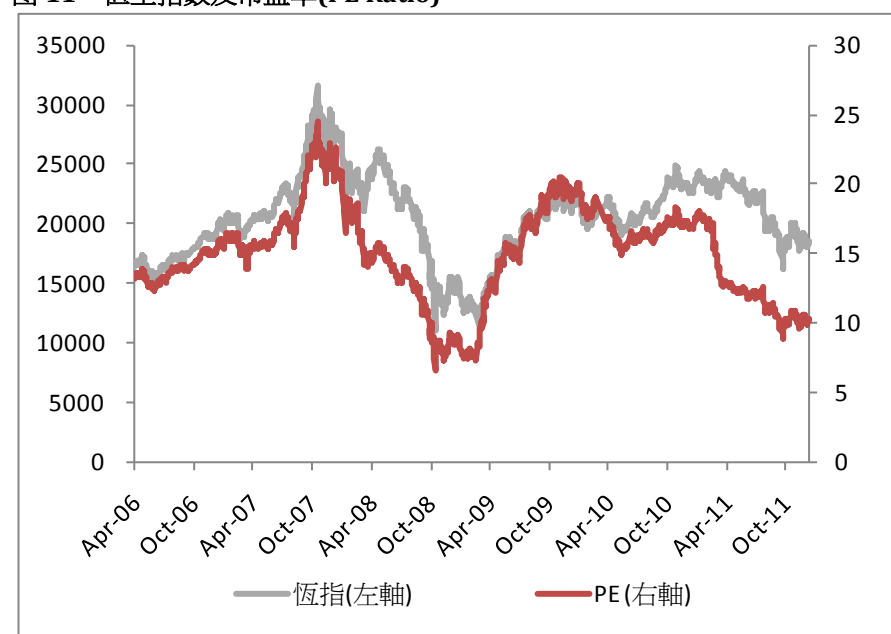
图 10：恒生指数估值表

	2011预测	2012预测	2013预测
每股盈利(点)	1854	1998	2245
变动	-16.0%	7.8%	12.4%
每股股息(点)	748	792	874
变动	9.4%	5.8%	10.4%
每股账面值(点)	14306	15556	16996
变动	4.7%	6.5%	11.3%
市盈率	10.0	9.3	8.2
孳息率	4.0%	4.3%	4.7%
市账率	1.3	1.2	1.1

来源:彭博

如果根据过去 5 年的经验来看，恒生指数市盈率(PE)的高低位分别为 24.5 倍及 6.5 倍。除非在特别时机，恒指市盈率平常多在 10-20 倍徘徊。恒生指数孳息率(Dividend Yield)在过去 5 年多在 2.5-4.0%徘徊，近 4.0%时表示估值便宜，即在 2008 或 2009 年时；孳息率低于 2.5%时，表示估值较高，当时为 2007 年，投资者憧憬中国会推出港股直通车。

图 11：恒生指数及市盈率(PE Ratio)



来源:彭博

图 12：恒生指数股息率(Dividend Yield)



来源彭博

中国政策放宽可吸引投资意欲，令港股于 2012 下半年重回升浪

虽然市场的可预测性比较短，2012 年存在较多的不确定性，尤其是多国政府换班，可能改变过往的政策。不过，我们尝试推断 2012 下半年的情况。

2012 上半年全球经济仍受欧债危机影响而增长缓慢，中国害怕经济下滑，所以我们估计在 2012 下半年中国可能推行刺激经济方案，包括开始下调利息、施行税制改革以鼓励消费、放宽房地产的宏观调控等。

在欧债紧张的气氛缓和下，我们相信在港股在 2012 下半年会重拾升轨。在投资风险减少的情况下及中国放松宏观调控，恒生指数的估值有机会调高，我们估计可由现在的 9.3 倍 2012 年市盈率升至 12 倍，预期恒指在 2012 下半年挑战 24,000 点。

行业投资亮点

1) 中国银行业 - 同步大市

展望明年，外部环境的不确定与内生增长的确切性交织。香港市场与欧美资本市场高度关联，而近年来与内地 A 股的关联性也在逐渐增强。从资金供需角度来讲，由于香港市场的资金多来源于欧美的机构投资者，因此我们认为其受欧债危机和全球经济增速放缓的影响较大。我们认为，未来最大的风险来自欧债危机的恶化和欧美经济体的衰退导致资金从香港市场大规模外流。

国内方面，我们预计中国政府的关注点将逐步由“抗通胀”转向“保增长”，通胀问题将不再构成主要困扰。与此同时新增外汇占款将会有明显放缓，经济增速下滑态势在明年一季度仍将持续，因此存款准备金率在上半年仍有继续下调的空间，货币政策总体而言将比今年宽松。

从基本面分析，我们预计明年内银股贷款规模增速将较今年略快，但息差上升空间已经很小，非息收入的增长也会有所放缓，成本收入比仍有微幅改善的余地。与此同时，不良资产会有温和反弹，但不良率大幅走高的概率较低，大幅计提拨备的可能性也相对较低，但不排除部分拨备比较低的银行增加计提的可能性。我们估计，明年内银股业绩增速中枢为 15% 左右，部分中小银行增速略高。

我们给予内银股板块同步大市评级。估值方面，目前内银股股价对应 2012 年 5-8 倍 PE，1.0-1.7 倍 PB，估值较低。虽然相较于其他估值更低的行业比如房地产并无太大优势，但由于明年业绩增长确定性较高，风险相对较小，因此我们认为内银股仍具有较高的配置价值。

2) 中国房地产行业- 同步大市

中国的房价已经自 2011 年 10 月开始下跌，我们预期中国房价的跌势在 2012 年仍会持续，整体料下跌 10-15%。不过，中国幅员广大，一线城市的房价在过去数年的升幅非常厉害，与普通市民的购买力脱节，均价高达每平方米数万元人民币，所以我们预期在一线城市的房价在 2012 年有机会下调约 15-20%。相反来说，三线城市的房价起步较晚，大部份三线城市的房价在每平方米 5000-8000 元人民币，与当地的居民收入并没脱节，所以我们预期三线城市的房价在 2012 年仍会下跌，但跌幅料为 5-10%。

长远来说，我们仍然看好房地产业，中国人口众多，城市化过程带动房屋的需求；另外，中国经济在过去 30 年的持续增长，中国人的财富及收入都增加起来，拥有房屋不是单纯的住屋的需求，还可能带着投资及渡假的要求，所以随着中国的经济持续增长，我们对中国房地产业的前景是具有信心。

内房股的股价继续疲弱，不过我们相信 5 倍的市盈率或比资产净值折让 60% 以上的估值已反映不明朗的因素，虽然未来房价有下滑的风险，但我们不是对中国房市很悲观，小的地产商可能有倒闭，但大部份大型地产商可以生存下去。我们相信中国政府在明年下半年有机会放宽对房地产的调控，以刺激 2012 年的经济增长。

直至 11 月底，17 个在我们追踪的房地产商，只有 3 家完成全年销售目标，分别为恒大 (3333 HK)、中国海外 (688 HK) 及华润置地 (1109 HK)，恒大主要在三线城市发展及销售房地产，房地产在三线城市的需求仍然旺盛，所以恒大的销售能取得佳绩，而中海及华润置地为内地房地产业的著名品牌，所以其销售并未受限购令有太大的影响。我们相信在 2012 年能跑赢大市的房地产商为有能力完成销售目标及有良好的财政管理能力的公司，首选为华润置地。

3) 中国消费品行业

展望 2012 年，中国政府持续以刺激内需为政策导向。中央经济工作会议明确“扩大内需，刺激消费”仍是明年经济发展的主导方向，同时强调“努力提高居民消费能力，增加中低收入者收入”。人均可支配收入和最低工资标准不断提高，中国消费品行业充满着市场机遇。

i) 中国女鞋零售行业 - 优于大市

2012 年中国女鞋零售行业将保持稳步增长。预计明年消费需求依旧旺盛，鞋类人均支出增幅将继续高于总体增幅，达至 12% 左右。鞋类产品将逐步成为日常消费品，受经济周期影响较小。行业内店铺将保持适度扩张，同店销售将保持 15% 左右的增长。自营店铺租金压力虽然较大，但可控性强，有利于存货管理，新购品牌也会有较大潜力。预计 2012 年女鞋零售行业平均利润将达至 20%。主要风险为新品牌执行能力和目前相对较高的估值。我们给予女鞋零售行业优于大市评级。

ii) 中国体育用品行业 - 同步大市

2012 作为奥运年，对体育用品的消费有一定的提振作用，中国体育产品人均消费量远远低于发达国家，我们看好体育行业长远的市场空间。但短期来看，整个行业面临的挑战依旧不容乐观。自 2011 年起，去存货挤压了新产品的市场空间，行业竞争进入到白热化阶段。去存货仍旧是 2012 年的主要任务。为了防患于未然，多家体育用品公司又主动下调 2012 年订单增速，并主动降低门店净增速度，预计 2012 年行业增速将下滑，行业平均利润约为 10% 左右。我们给予同步大市评级。

4) 中国通信行业 - 优于大市

展望 2012 年，我们预计 3G 和宽带业务将是营运商的重点发展对象。3G 上客量将继续快速成长，而数据业务和数据使用量也将继续爆发，加重现有网络的压力，从而拉动 3G 无线网络覆盖和升级的需求。另外，中移动 (941 HK) 的 4G 投入包括大型 TD-LTE 布网更将为未来 3 年主设备商的需求带来保障。除无线网络外，受十二五规划的带动，营运商尤其是电信 (728 HK) 将加大宽带接入网的投入。无线和宽带业务都将在未来数年持续推升电信业的资本支出，我们相信 2012 年电信设备板块将会回暖。移动终端方面，低端智能手机仍会是市场的看点，因其享有价格优势以及广阔的新兴市场做为后盾。反而高端智能手机市场较易受到发达国家的经济衰退冲击。中兴通讯 (763 HK) 和京信通信 (2342 HK) 将直接受固网宽带和无线网络升级的行业性利好带动。另一方面，低端智能手机的流行也将带动中兴通讯和 TCL 通讯 (2618 HK) 的成长。我们认为中兴通讯将在终端和网络部门都有不俗的成长动力，也将成为 3G/4G 时代的主要受益者。

5) 中国信息科技行业 - 优于大市

中国目前为亚洲最大的企业软件市场，同时也有显著的增长潜力，内地软件业的复合年增长率 (CAGR) 达 29.2%。从 2006 年度的 4,801 亿人民币增加至 2010 年度的 13,364 亿人民币，其中企业软件业的总收入约为 152.7 亿人民币，根据高德纳咨询公司 (Gartner)，企业软件业的总收入在 2015 年约为 327.3 亿人民币，复合年增长率为 16.5%。

在政府政策鼓励及中小企越来越了解信息科技对它们业务发展的重要性之下，中国软件业正急速增长。软件企业在中国的数目由 2007 年底的 12,968 家，大幅上升至 2010 年底的 20,719 家，不过企业数目的增长速度在 2011 年明显放缓，但中国软件业务的总收入仍保持快速的增长。2011 年首 10 个月的总软件收入为 14,970 亿人民币，上年度同期为 10,902 亿人民币，同比增长 37.3%，这反映了行业正在进行整合，这有利行业的龙头，如金蝶 (268 HK)、用友 (600588 CH)。

在十二五规划下，我们相信软件业的增长势头会保持强劲。其中，企业软件这一环，在中小企业崛起的情况之下，增长率应该再下一成。工信部近日印发《软件和信息技术服务业「十二五」发展规划》，规划明确了「十二五」的发展思路和发展目标，确定了 10 项发展重点和 8 项重大工程。而据软件业界预计，到 2015 年，中国软件行业收入将突破 4 万亿人民币，年均增长达 25%以上，出口突破 600 亿美元。

总括而言，企业软件行业是一个高增长的行业，短线而言，在适当的国家优惠政策支持下，事半功倍。现时行业面临最大的挑战，是由于早年过度扩张，令成本效益降低，不过幸好的是公司们都了解情况，尤其是金蝶，该公司已经在 2011 年第三季度完成业务架构重整，有望明年的盈利能力可以回复。长远来说，中国企业软件的普及率仍是大大低于美国等已发展国家，发展空间巨大，加上中国本土的快速经济发展，故此行业长远亦大大受惠。

6) 中国工程机械行业 - 同步大市

我们认为明年将会是中国的工程机械行业具挑战性的一年。中国物流与采购联合会公布 2011 年 11 月份的非制造业采购经理人指数 (PMI) 由前一个月的 57.7 下降到了 49.7，跌破了作为扩张与收缩分界线的 50。表示制造业，包括建筑、零售和房地产业的经济活动有所放缓。央行 11 月 30 日作出了 2008 年以来首次下调银行存款准备金率的决定，随后发布的经济数据即显示，中国制造业出现了近三年来的首次收缩，企业的固定资产投资和房地产投资活动对经济的持续拉动作用亦逐步下降。

在欧洲债务及美国生产放缓的阴霾下，全球经济环境正面临持续疲弱的风险，在企业忧虑明年销售增长放缓甚至倒退的情况下，产能扩张与固定资产投资上，会趋向保守。加上中央政府在過去高通脹的压力之下，推出一连串针对货币供给的措施，如人民银行不断加息及多次上调存款准备金。这令民间企业的借贷成本大幅上升，也打击了在固定资产投资上的资本开支。根据国家统计局的数据，中国城市累积的固定资产投资在 2010 年 1 月份的同比增长为 35.9%，增长率一直反复下降至 2011 年 10 月份的 24.9%。中国电及热力生产与供应业、石油和天然气开采业及铁路运输业上面的基础建设累积投资在 2011 年 1-10 月份的增长并有所下降，其中以铁路运输业的跌幅最大。另外，在政府的抑压楼价政策的打击之下，新增施工面积增长率亦不断下降。

长远而言，工程机械业受惠于中国建设的增长，不过，在环球经济危机、地方债务问题及产品积压带来的产能过剩，令这行业明年的销情受压。不过在中央政府已经开始逐步放宽银根，我们相信，明年第三季度开始会有好转。截至 2011 年 12 月 8 日，行业的平均 2012 年市盈率为 8.3 倍，而在香港上市的中联重科及中国龙工分别为 6.1 倍及 5.2 倍，而本来计划 2011 年来港发行 H 股的三一重工 (600031 CH) 及徐工机械 (000425 CH) 的现价分别为 8.0 倍及 6.0 倍 2012 年市盈率。它们的现价比起平均历史市盈率大约有 50% 的折让，故此我们给予建筑机械板块「同步大市」的评级。

7) 中国太阳能行业 - 同步大市

我们预计 2012 年全球太阳能系统装机量将由 2011 年的 21GW 健康成长至 22-24GW。虽然来自欧洲的需求转弱，但伴随着美国、中国和日本的市场启动，光伏产品的需求还会稳定增长。但短期不利因素包括 1) 行业无序扩张引致的产能过剩和库存积压问题；2) 美国对中国太阳能电池行业的反倾销调查及潜在的关税风险；以及 3) 欧洲经济下行风险和德、意等光伏产品需求大国大幅削减光伏补贴，正在打击光伏行业的复苏。我们判断太阳能产品价格调整尚未完成，光伏行业 2012 年上半年仍需艰苦经营。然而我们看好上游多晶硅产业的长期前景，并预期多晶硅产业将率先复苏。面对即将到来的行业整合期，我们认为上游大型多晶硅制造商受影响轻微，因为进入壁垒较高、且市场是由数间具成本优势且有较强定价能力的国际寡头所垄断。在行业整合期过后，上游成本领导者如保利协鑫(3800

HK)将存活并壮大。虽然供应增加将令其毛利率受到一定程度的削弱，但我们预计市场份额的扩大将进一步巩固保利协鑫的市场领导者地位。我们较不看好中下游硅片/电池产业，因其相对低技术、低准入要求和低毛利的特性。激烈的价格竞争将逼使二线厂家和过度扩充的制造商退出市场。然而我们相信扩张谨慎、资产负债表健康和生产高端产品的制造商如卡姆丹克太阳能 (712 HK) 将会于整合期后存活并占据更大的市场份额。

图 13：行业总结

行业	评级	机遇	风险
中国银行	同步大市	资产质量并未大幅恶化而业绩仍维持温和增长 相对2011年宽松的货币政策 整个资本市场的结构性上涨带来估值修复机会	利率市场化启动并影响银行息差 资产质量大幅恶化 存款上涨乏力压制贷款规模增长并推高流动性风险
中国房地产	同步大市	三线城市少受限购令影响 第一套房房贷有放松迹象 房企估值较低，已反映风险	房价有下跌的机会 银行对房企的信贷未见放松 资金链较紧，可能有公司倒闭
中国鞋类	优于大市	持续的扩大内需和消费升级 最低工资和可支配收入提升 受经济波动小，抗风险性强	鞋企新品牌执行能力不确定 开店速度有放缓迹象 现时估值不低
中国体育用品	同步大市	奥运年刺激市场需求 品牌价值提升带动销售 估值较低，反映一定风险	去库存尚需时间 渠道与库存管理面临考验 品牌竞争白热化 主动削减2012年订单和开店速度
中国通信	优于大市	预计3G和宽带业务将是营运商的重点发展对象 低端智慧手机享有价格优势及广阔的新兴市场	高端智慧手机市场较易受到发达国家的经济衰退冲击
中国信息科技	优于大市	受国策支持 随着中小企崛起，软件需求上升 中国企业软件的普及率还有很大的发展空间	明年的出口及制造业受全球经济所影响 行业早年过度扩张，成本控制会是重要的挑战
中国工程机械	同步大市	行业受惠于中国基础建设的投入 西北的开发直接增加工程机械的需求	固定资产投资在经济放缓下受影响 中国房地产业发展商的建屋计划放缓 地方债务影响政府的开支，短期内，基建项目受影响
中国太阳能	同步大市	光伏产品的需求会稳定增长	行业无序扩张引致的产能过剩和库存积压问题 美国对中国太阳能电池行业的反倾销调查及潜在的关税风险 德、意等光伏产品需求大国大幅削减光伏补贴

来源:招银国际

图 14：招银国际覆盖公司数据

行业	公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)
金融	招商银行	3968	15.88	21	买入	313,083
	農業銀行	1288	3.3	4.8	买入	1,038,251
	重庆农商行	3618	4.05	5.8	买入	37,665
地产	华润置地	1109	12.84	15.9	买入	74,812
	SOHO中国	410	5.11	8.5	买入	26,514
	恒盛地产	845	1.14	2	买入	8,884
消费	匹克	1968	2.08	2.2	持有	4,364
	安踏	2020	8.92	6.9	持有	22,247
	达芙妮	210	8.66	10.05	买入	14,211
	九兴	1836	17	20.59	买入	13,504
	宝峰	1121	1.16	1.54	买入	1,155
科技	中兴	763	24.35	29.9	买入	73,236
	TCL通讯	2618	3.6	5.89	买入	4,009
资信科技	金蝶	268	2	3.02	买入	5,027
	世达科技	1282	0.19	0.257	买入	556
新能源	顺风光电	1165	0.295	0.56	买入	460
其他	旭光	67	1.46	2.86	买入	8,167
	申洲	2313	10.56	13.61	买入	13,147
	年代	8043	0.84	0.62	卖出	4,778
	联塑	2128	3.38	4.17	持有	10,160

来源：彭博、招银国际

图 15：招银国际覆盖公司估值表

行业	公司	代码	年结	市盈率			股息率		
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
金融	招商银行	3968	12月	10.6	7.7	6.5	2.2%	3.1%	4.6%
	農業銀行	1288	12月	9.3	6.4	5.4	2.3%	7.5%	8.9%
	重庆农业银行	3618	12月	10.1	7.9	7.1	0.0%	3.9%	4.2%
地产	华润置地	1109	12月	10.7	8.2	9.8	2.4%	2.5%	2.5%
	SOHO中国	410	12月	7.3	9.3	6.9	6.2%	6.7%	6.7%
	恒盛地产	845	12月	2.5	3.3	2.8	0.0%	5.3%	7.5%
消费	匹克	1968	12月	4.2	4.2	4.0	2.9%	2.9%	2.9%
	安踏	2020	12月	10.6	10.2	9.4	5.9%	6.2%	6.6%
	达芙妮	210	12月	16.0	13.1	11.0	2.1%	2.5%	3.0%
	九兴	1836	12月	11.5	9.5	7.8	6.0%	7.3%	9.2%
	宝峰	1121	12月	5.9	4.8	4.0	4.2%	5.3%	6.3%
科技	中兴	763	12月	19.6	14.8	12.8	1.3%	1.7%	2.0%
	TCL通讯	2618	12月	4.6	3.7	3.1	8.5%	10.6%	12.6%
资信科技	金蝶	268	12月	14.9	10.9	9.6	1.2%	1.8%	1.8%
	世达科技	1282	12月	1.9	4.7	3.7	13.6%	8.6%	8.1%
新能源	顺风光电	1165	12月	2.0	2.0	1.6	0.0%	0.0%	0.0%
其他	旭光	67	12月	3.2	3.9	3.5	5.8%	7.5%	8.4%
	申洲	2313	12月	8.5	6.4	5.0	3.5%	4.7%	6.0%
	年代	8043	12月	27.4	51.9	22.7	0.0%	0.0%	0.0%
	联塑	2128	12月	6.5	5.9	5.4	4.1%	4.2%	4.6%

来源：彭博、招银国际

行业分析

内地银行业(同步大市)

2011 年，内地银行业利润依然维持 2009 年以来的高速增长。与 2009 年和 2010 年的利润驱动因素主要靠规模扩张相比，今年的利润增长更多依赖息差的大幅扩大和中间业务收入的快速增长。受惠于去年下半年开始的加息周期，以及今年信贷资源的相对紧张，大部分上市银行息差均较去年同期有较大幅度的提升。由于通胀高企和实际负利率，存款的表外化趋势更加明显。与此同时，在流动性相对较紧的环境下，银行作为重要的资本媒介的作用得以充分发挥，带动今年的中间业务收入大幅增长。而规模方面，四大行受到严格的投放额度管控，而中小银行多苦于存款增长乏力导致的存贷比过高，导致今年贷款增长速度较预期为慢。费用方面，大部分上市银行的成本收入比都有不同程度下降，运营效率有所提高。

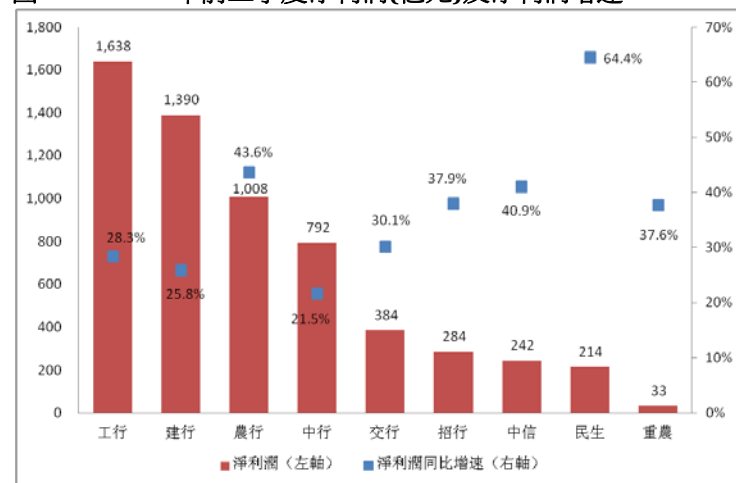
与亮丽的业绩相比，内银股今年的市场表现却不如人意。年初至今恒生指数累计下跌约 22%，而恒生中国 H 股金融指数下跌幅度超过 31%，跑输恒指。今年全年内银股先后受地方融资平台、巨额再融资、存款准备金缴存范围调整、民间借贷、经济放缓等诸多利空因素困扰，加上国外大投行的不断抛售，股价表现低迷。

2011 年前三季度经营回顾

1) 利润同比增长 31.2%

2011 年前三季度，在港上市的九家内银股共实现归属股东净利润达 4,562.8 亿元(人民币，下同)，较去年同期增长 31.2%，符合我们之前做出的业绩增长约 30%的预期。但是我们注意到，三季度银行业绩增速有所放缓，前三季度累计利润增速 31.2%较中期业绩增速 33.7%为低。主要是由于：1) 去年三季度基数略高；2) 今年三季度净利息收入增速放缓以及 3) 三季度大部分银行的中间业务收入出现环比下降所致。

图 16：2011 年前三季度净利润(亿元)及净利润增速



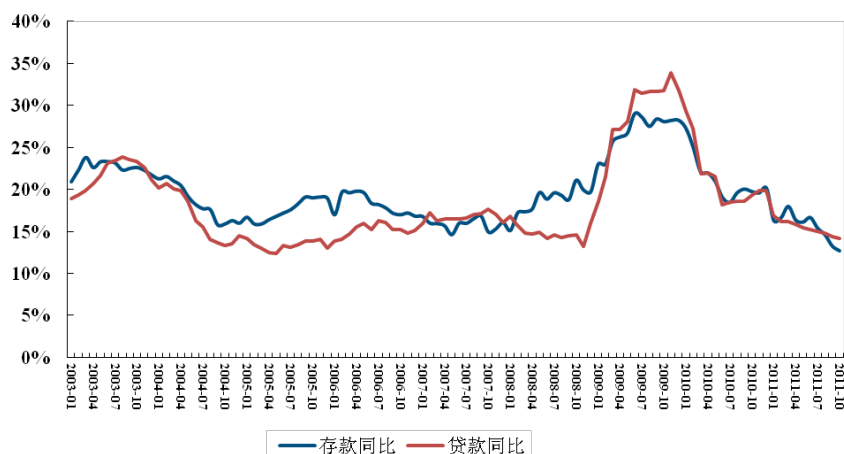
来源：公司资料

五大行中，农行去年 7 月份成功在内地募集资金实现上市，业绩增长一枝独秀，而中行受国际业务拖累，业绩增速较低。第三季度中行公允价值变动及汇兑项目亏损共计 111.5 亿元，拉低了利润增速。股份制银行方面，民生银行各项业务均保持高速增长态势，前三季度利润同比增长 64.4%。

2) 三季度净利息收入增速放缓

根据银监会数据，商业银行三季度存款增长 4,602 亿元，同比增长 14.6%。受理财产品分流导致存款表外化影响，第三季度部分银行存款时点数据出现下降。九家内银股中，存款下降幅度较大的为建行(-1.58%)和中行(-1.48%)，而重庆农商行存款增长 2.65%，领先同业。存款增长乏力使得商业银行负债端成本面临较大的上升压力，也压制了贷款增速。三季度商业银行各项贷款余额增加 1.1 万亿元，同比增长 16.7%，明显高于存款增速，但新增投放额较上半年放缓。

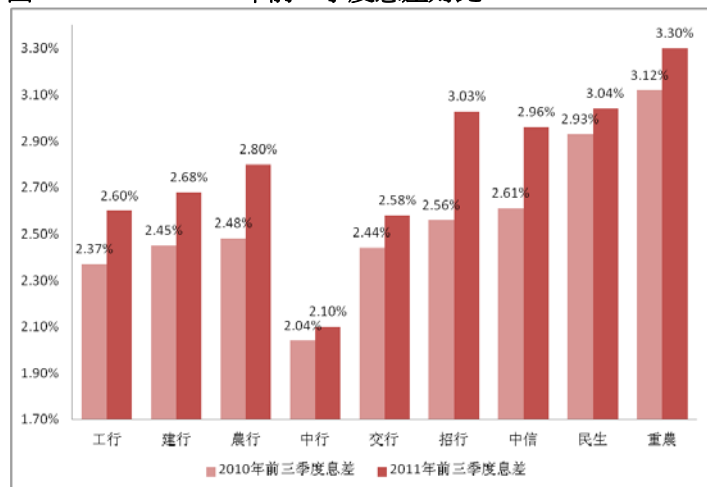
图 17：商业银行存贷款增速对比



来源：中国人民银行

前三季度，九家上市内银累计实现净利息收入 11,134.9 亿元，同比增长 24.5%，其中利息支出同比增长 49.1%，高于利息收入 14.6 个百分点。第三季度，各行累计实现净利息收入 3,891.6 亿元，比第二季度增长 4.2%，增速较前两季度有所放缓。多数银行净息差仍保持增长，息差对净利息收入增长的贡献程度开始提升，而规模增长的贡献度开始下降。第三季度商业银行的日均生息资产增速大都低于第二季度。

图 18：2010-2011 年前三季度息差对比



来源：公司资料、招银国际

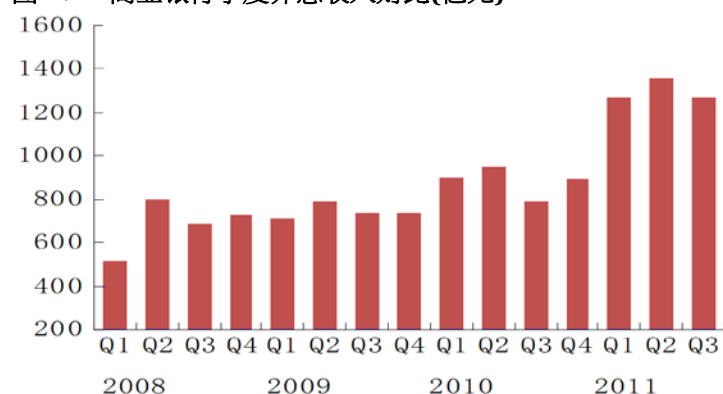
息差方面，招行受益于较高的活期存款占比和不断提升的定价能力，今年息差扩幅领先行业。而重庆农商行由于专注中小企业贷款，息差较行业均值为高。五大行中，农行息差扩幅较大，主要是受益于活期存款占比较高。中行息差和息差扩幅均处在行业最低水平。

根据我们测算的结果，除中行和中信外，第三季度各行生息资产增速均较第二季度有所放缓，主要是由于各行贷款增速放缓和同业业务的收缩。

3) 中间业务收入高速增长

今年全行业非息收入均较往年出现大幅上涨。根据银监会数据，今年第三季度商业银行非息收入 1,266 亿元，同比增长 60.7%。而净利息收入增幅为 28.3%，非息收入增速远高于传统的净利息收入增幅。

图 19：商业银行季度非息收入对比(亿元)

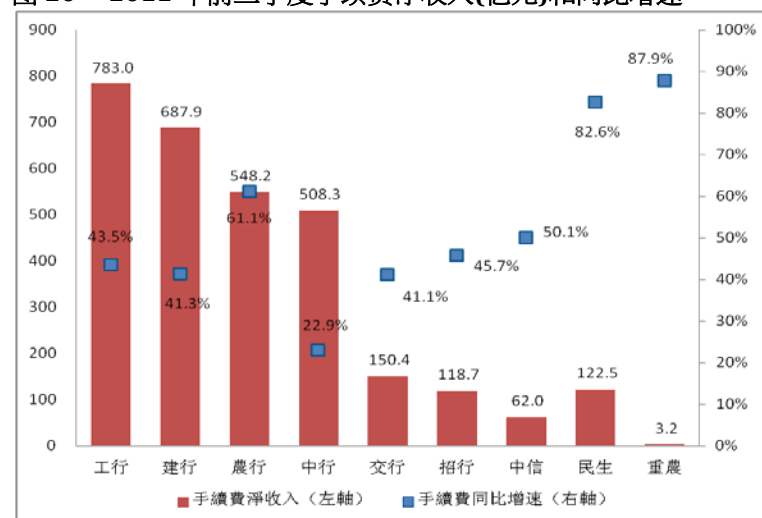


来源：银监会

非息收入中，手续费和佣金收入今年高速增长。九家内银股在前三季度共实现手续费和佣金净收入 2,984.2 亿元，较去年同期增长 43.2%，占同期营业收入比重达到 19.1%，比去年同期高 2.3 个百分点。

从收入结构来看，传统业务如银行卡、结算、代理、托管等在今年均取得较快增长，而投行业务今年增长较快，由于信贷资源紧张导致贷款承诺收入和相关的顾问咨询费获得爆发式增长。

图 20：2011 年前三季度手续费净收入(亿元)和同比增速



来源：公司资料

分银行来看，由于基数较低，重庆农商行录得 87.9% 的手续费净收入增速，民生也录得 82.6% 的增速。农行同样由于基数较低，在五大行中表现优异。中行受境外业务拖累，手续费增速垫底。

第三季度，商业银行非息收入出现环比下降。九家内银股的非息收入较第二季度下滑了 15.1%，其中手续费净收入环比降幅为 9.8%。人民币升值、国外经济下行导致的境外资产估值损失造成多数行公允价值变动及汇兑损益亏损面扩大，一定程度上对利润形成冲击。第三季度中行公允价值变动及汇兑项目亏损共计 111.5 亿元，拉低利润增速约 14 个百分点，农行公允价值损益项目发生近 10 亿元亏损。民生、建行、招行、工行手续费净收入环比均减少逾 10%，而中信仍保持 12.6% 环比增长率。

4) 资产质量持续改善

今年前三季度，大部分内银股实现了不良贷款余额和不良贷款率的“双降”。根据银监会数据，截止三季度末中国商业银行不良贷余额为 4,078 亿元，比年初减少 258 亿元。不良贷款率为 0.95%，较年初下降 0.18 个百分点。拨备水平进一步提升，三季度末贷款损失准备余额达到 1.1 万亿元，较年初增加 1,600 亿元。拨备覆盖率继续提高，达到 270.7%，上升 53 个百分点。拨贷比提高 0.1 个百分点至 2.57%。

图 21：2011 年三季度贷款质量和拨备情况比较

	不良余额 (亿元)	环比(%)	不良率	环比 (bp)	拨备覆盖率	环比(%)	拨贷比	环比 (bp)
工行	691.9	-0.4%	0.91%	-4	273%	11.5%	2.48%	1
建行	646.4	1.9%	1.02%	-1	249%	4.0%	2.53%	1
农行	879.6	-2.3%	1.60%	-7	238%	20.3%	3.81%	17
中行	618.8	-0.1%	0.99%	-1	226%	8.4%	2.23%	7
交行	235.9	-1.4%	0.94%	-4	229%	15.0%	2.15%	5
招行	94.2	-0.9%	0.59%	-2	367%	18.1%	2.16%	3
中信	83.1	-1.5%	0.60%	-2	250%	12.0%	1.50%	2
民生	71.4	-0.5%	0.62%	-1	355%	21.1%	2.19%	9
重农	25.4	-4.2%	1.79%	-18	207%	10.2%	3.71%	-16

来源：公司资料

第三季度由于历史原因造成不良率偏高的农行和重庆农商行资产质量继续改善，农行不良余额环比下降 2.3%，不良率环比下降 7 个 BP。重庆农商行的不良余额下降 4.2%，不良率下降 18 个 BP。另外，值得注意的是建行的不良率虽然下降，但不良余额环比上升了 1.9%。

拨贷比方面看，已经达标或接近达标的银行，除农行拨贷比较中期继续提高 17 个 BP 外，工行、建行基本保持稳定，中行和交行也分别有 5 个 BP 的环比提升；盈利增长较高的银行中，民生和招行拨贷比分别环比提升 8 个和 3 个 BP；重庆农商行第三季度进行了拨备释放，拨贷比因而下滑 16 个 BP，但仍大幅高于监管标准；中信的拨贷比依然较差，且拨备覆盖率相比其他股份制银行也较低。

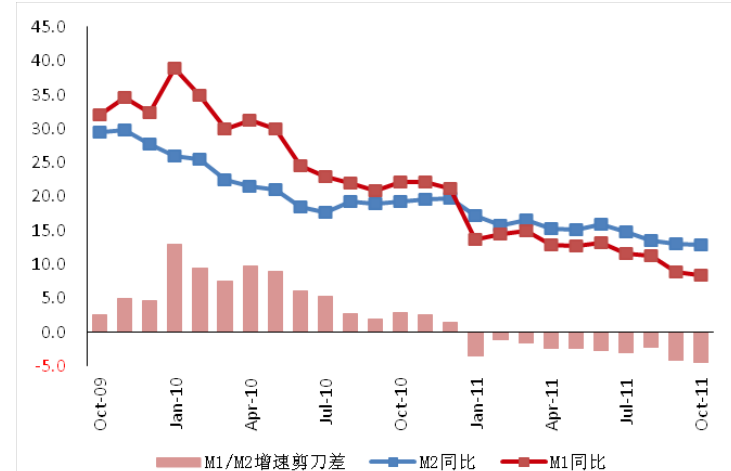
2012 年行业展望和投资策略

1) 经济增速下滑 VS. 宏观政策放松

从 2010 年下半年开始，通胀逐渐抬头，2009 年的刺激政策带来的巨额货币投放的后遗症也逐渐显露。央行自去年 11 月份开始，九次上调存款准备金率，使大型金融机构的存准率达到创纪录的 21.5%，中小金融机构的存准率也达到 19.5% 的高位，超出以往历史最高点的 17.5%。今年下半年，央行对存款准备金上缴范围分阶段调整，在纳入承兑汇票、信用证、保函，收缩流动性的同时，抑制高息揽储、控制表外规模从而控制社会融资总量。随着准备金率提升带来杠杆下降，加之负利率下的脱媒效应，银行间存款竞争激烈，存款表外化趋势明显，部分银行存贷比高企，进而影响贷款投放。在紧缩政策影响下，M1、M2

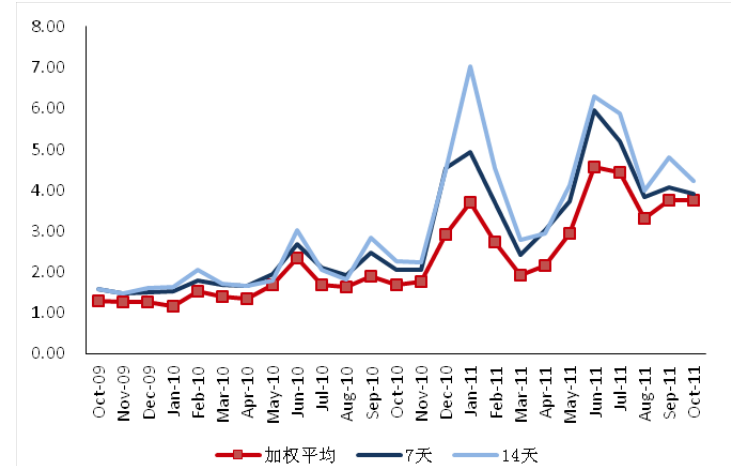
增速持续创新低，M1-M2 剪刀差环比持续扩大，市场出现局部流动性紧缺，贴现率和银行间拆借利率持续走高。

图 22：M1、M2 增速对比和剪刀差 (%)



来源：中国人民银行

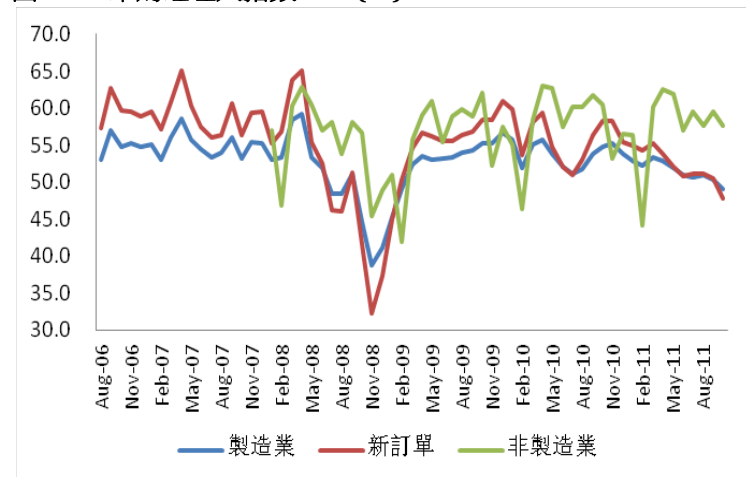
图 23：银行间同业拆借利率 (%)



来源：SHIBOR

从经济发展角度看，去年以来的紧缩政策效应继续显现，外需放缓，内需也有放缓迹象，投资增速预计也将有所下降，总体来看经济增速下滑压力加大。12 月 1 日中国物流和采购联合会公布的官方 PMI 降至 49%，环比下滑 1.4 个百分点，且自 2009 年 3 月份以来首次下降至荣枯线下方。非制造业指数波动不大。而更多反映中小企业经营状况的汇丰 PMI 指数 11 月份的终值为 47.7%，较 10 月份的 51% 大幅下滑 3.3 个百分点，同样再次跌至荣枯线下方，并创下近 32 个月来的新低。PMI 的持续下滑表明经济发展形势已经比较严峻。

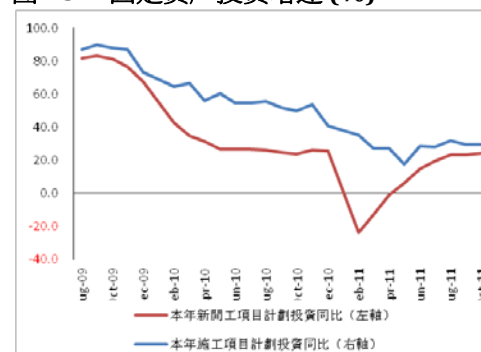
图 24：采购经理人指数 PMI (%)



来源：中国物流和采购联合会

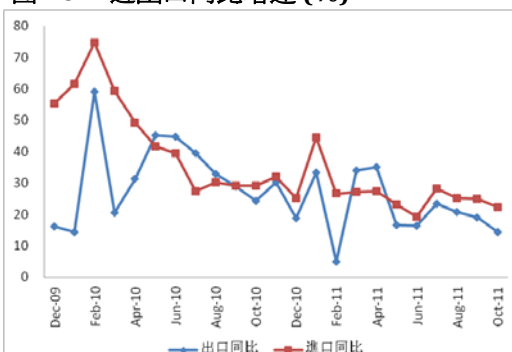
10 月固定资产投资同比增长 24.90%，其中房地产投资增速下滑明显。消费方面，10 月社会消费品零售总额同比增长 17.2%，增速小幅回落 0.5%，消费需求保持基本稳定。进出口方面，受全球经济放缓和贸易保护主义影响，外需持续疲软，出口增速降幅较为明显，而进口受政策鼓励，10 月贸易顺差同比下降 36.46%。

图 25：固定资产投资增速 (%)



来源：国家统计局

图 26：进出口同比增速 (%)



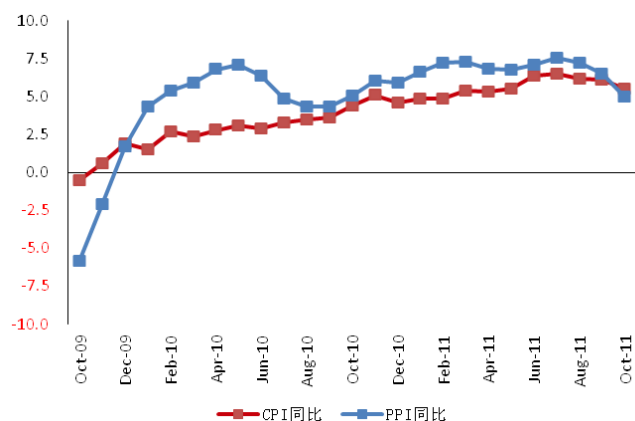
来源：国家统计局

2012 年，从外部环境看，欧债危机、次贷危机的后续影响持续，全球经济步入衰退期可能性上升。外部需求走弱，中国部分行业的出口在未来一段时间内将受其影响回落，出口地区由欧美转移至亚非拉等新兴市场国家；从内部环境看，内需回升的基础尚不稳固，持续扩大居民消费、促进经济结构优化和转型的任务艰巨。

从趋势看，在内外围调整下，制造业增长将明显下滑，经济增速将呈现放缓态势。从人民币升值情况看，2005 年汇改以来人民币累计升值幅度已达 23.68%，2011 年人民币对美元最大升幅已超过 4.6%。2012 年，在国内外经济减速，出口下降，国际形势震荡加剧的背景下，温总理已表态鼓励人民币扩大双向波幅，从而减弱人民币单边升值的预期。人民币升值步伐放缓将降低新增外汇占款增幅，从而为货币政策调整留下余地。

今年下半年以来，由于翘尾因素减弱，食品价格上涨压力逐渐缓解，世界经济前景不明朗导致大宗商品价格出现较大松动，从第三季度开始 CPI 爬高至 7 月的 6.5% 后转为向下，10 月份 CPI 已降至 5.5%，PPI 也降至 5%。第四季度通胀形势逐步缓和，我们预计年底单月 CPI 将降至 5% 以下，2011 年全年 CPI 预计为 5.5%，而到 2012 年上半年 CPI 将进一步回落至 4% 左右。

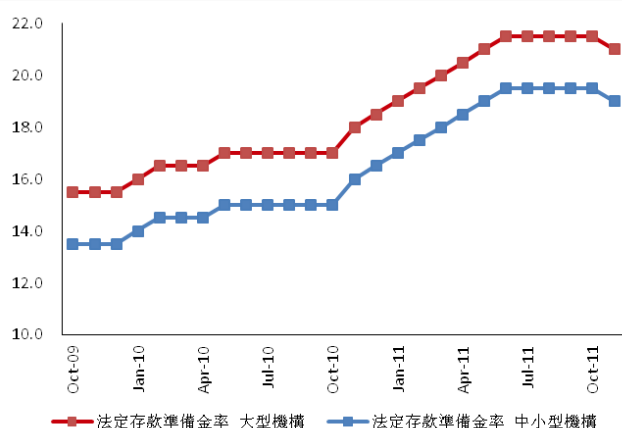
图 27：CPI 和 PPI 同比增速 (%)



来源：国家统计局

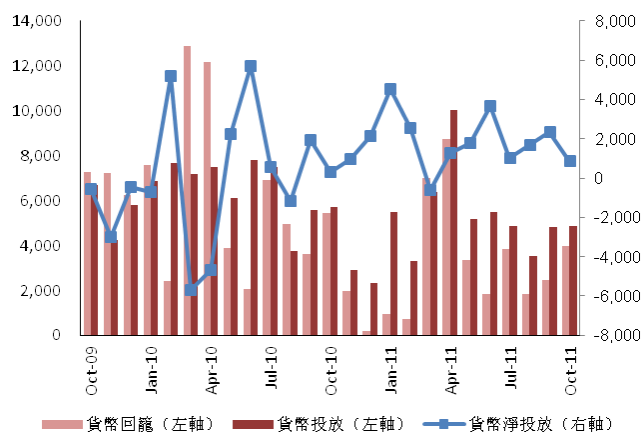
今年 10 月份外汇占款出现 46 个月以来首次负增长。外汇占款压力降低为货币政策微调提供了更大的空间。今年央行在公开市场基本维持了净投放的态势，主要是为了降低提准带来的流动性收缩。11 月 30 日，央行宣布下调存款准备金率 0.5 个百分点，预计将释放流动性超过 3,600 亿元。这是 2008 年以来央行首次下调存款准备金率，与在经济增速放缓的背景下，我们认为决策层的关注点将逐步由“抗通胀”向“保增长”过渡。如果未来外汇占款进一步下降，存款准备金率仍有下调空间。

图 28：大型和中小型金融机构存款准备金率 (%)



来源：中国人民银行

图 29：货币投放量和货币回笼量对比 (亿元)



来源：中国人民银行

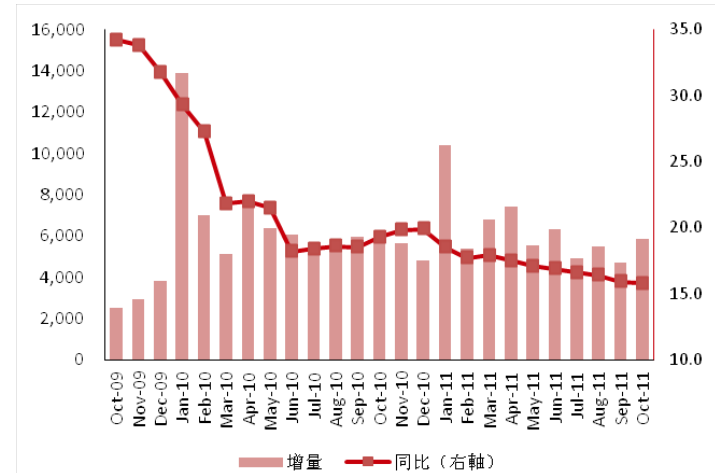
2) 规模增速平稳，存款压力仍存

2008 年底决策层为挽救经济而出台的四万亿人民币的经济刺激和随之而来 2009 年的天量信贷，以及之后对货币投放实施紧缩政策的后遗症开始逐步显现，主要包括地方融资平台和民间借贷问题。

我们认为，未来三至五年信贷投放将保持谨慎。从 2010 年开始，监管机构采取了信贷总量控制，并注重贷款流向管理。2011 年，央行通过动态差别准备金率调整控制银行的放贷量和放贷节奏。由于通胀缓解，地产调控和外围市场压力下经济增速持续回落，以及下调存款准备金率影响，预计今年第四季度信贷投放将出现环比回升，但完成全年信贷 7.5 万亿的信贷增量目标仍有难度。我们预计 2011 年全年新增人民币信贷在 7.2-7.5 万亿之间。

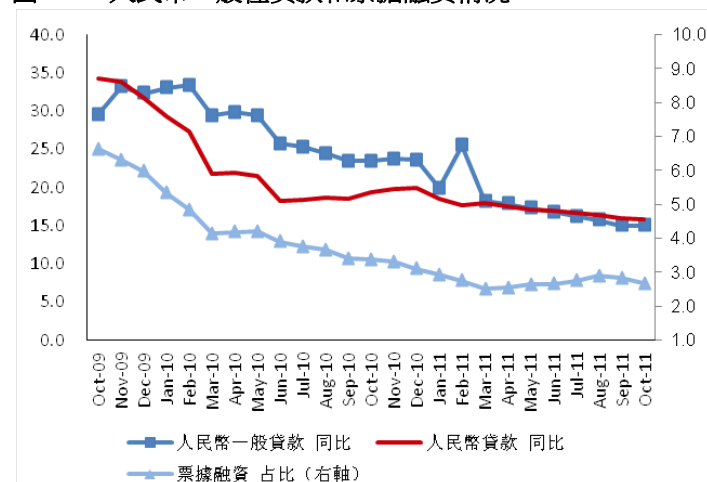
展望 2012 年，在宏观和货币政策放松预期下，我们相信行业信贷增量将高于 2011 年，预计全年新增人民币贷款 7.6-8 万亿，对应信贷增速放缓至 14-15% 左右。由于今年第四季度融资类信托理财回表占用了部分信贷额度，2012 年的实际信贷增量将同比改善。从结构上看，由于需求端不振及收益率不及一般性贷款，我们预计明年票据融资占比依然会维持低位。

图 30：人民币新增贷款投放量 (亿元) 和同比增速 (%)



来源：中国人民银行

图 31：人民币一般性贷款和票据融资情况



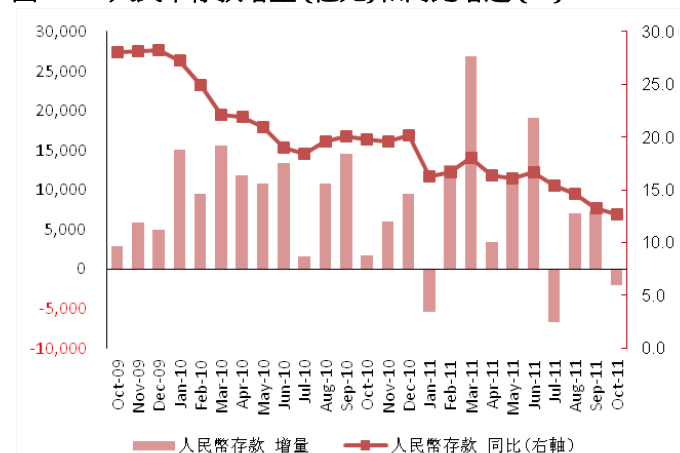
来源：中国人民银行

负债方面，2011 年起，央行提出社会融资总量管理，将直接融资、表外融资纳入统计范围，并发文进一步规范银信理财合作业务。负利率的持续和紧缩政策效应使得年内存款竞争激

烈，波动加剧。今年 1 月、7 月和 10 月三个月存款发生罕见的下滑，存款表外化趋势非常明显。今年存款增速低于贷款增速，对存贷比较低的股份制银行提出严峻考验。

从今年 6 月份开始，监管机构将日均贷存比考核纳入观察指标，银行放贷需配合存款吸收进行，信贷投放更为谨慎，节奏更为均衡。部分银行持续通过协议存款或发债以达到监管要求。我们预计年末由于财政存款集中释放，银行体系的资金面有望得到缓解，但 2012 年银行吸收存款的压力依然持续，尤其是贷存比较高的股份制银行，信贷投放可能仍将被迫受到压制。

图 32：人民币存款增量(亿元)和同比增速(%)



来源：中国人民银行

3) 息差行将见顶，非息增长放缓

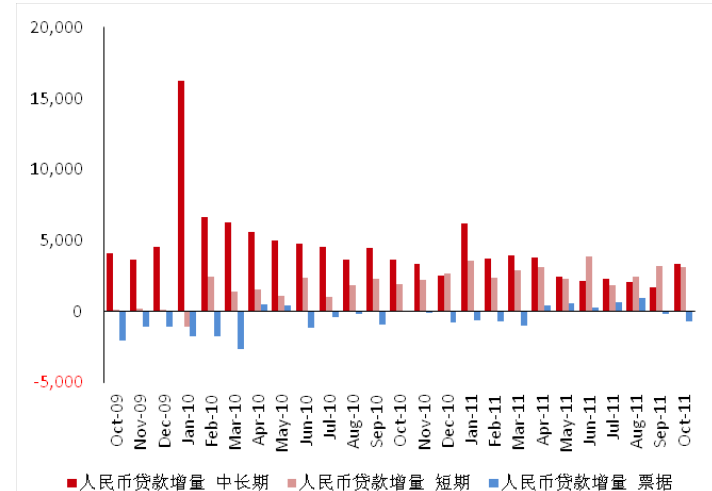
央行自去年 10 月份启动加息周期，基准利率经过五次上调后，活期利率上升幅度远小于其他期限的存贷款利率。对于活期存款占比在 30-60% 的商业银行而言，明显受益。另外，加上贷款议价能力提升及客户结构调整带来的贷款收益率上升，商业银行的息差出现环比逐季回升。今年第三季度行业平均息差为 2.62%，较去年末提升 15 个 BP。今年上半年的三次加息对净息差综合影响偏中性，但 7 月份的加息从调整幅度看，对净息差影响偏正面，促进了今年下半年全行业的息差回升。

贷款议价能力改善也成为今年息差提升的推动因素，主要是由于银行信贷供给有限而贷款需求旺盛，贷款议价能力持续提高，其中个人贷款中占比较高的按揭贷款随政策调整增量定价上升明显。我们认为，由于加息及贷款上浮已使得贷款利率处于较高水平，贷款议价能力进一步提升较难，2012 年的息差改善有待于存量贷款到期复位价。由于贷款结构差异，部分中小银行的息差已在今年末已经见顶。

在升息周期中商业银行普遍缩短了资产的重订价期限，但由于期限较长的项目贷款和按揭贷款将在 2012 年第一季度重订价，因此从环比看整个行业息差预期在明年第一季度见顶，之后视资金成本变动小幅回落。从长期看，配合风险控制，发展中小企业业务可为息差提升带来拓展空间，由此，在信贷紧缺背景下、政策扶持力度加大，商业银行普遍推进了中小企业贷款。

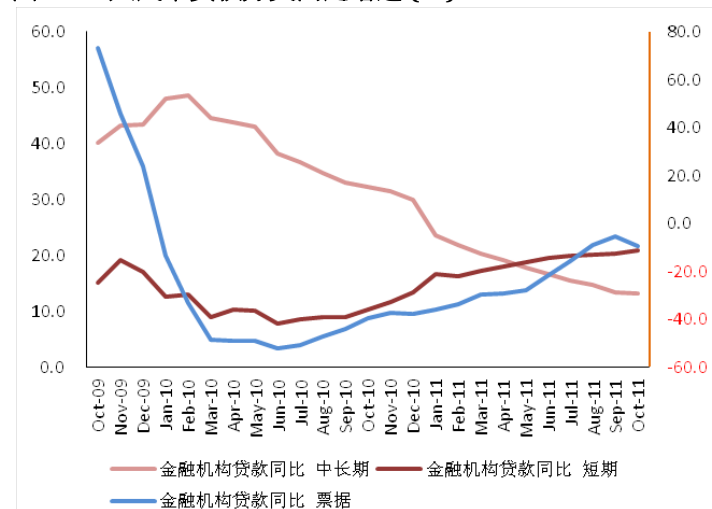
从贷款结构上看，由于房地产开发和按揭贷款增速放缓，以及基建投资放缓导致建设贷款的增速放缓，使得长期贷款增速下滑而短期贷款增速和比重均有所上升。这种现象有利于解决商业银行一直以来存在的存贷款期限错配问题，但长期来看对息差的影响偏负面。

图 33：人民币贷款分类增量 (亿元)



来源：中国人民银行

图 34：人民币贷款分类同比增速 (%)



来源：中国人民银行

另外，从存款结构上看，目前活期存款已逐渐出现定期化趋势。随着本次加息周期的结束，我们预计未来存款定期化趋势仍将持续，商业银行的资金成本面临上升的压力，从而进一步压缩息差空间。

非息收入方面，由于今年手续费净收入出现高速增长，我们预计明年该项收入的增速在高基数下将有所放缓。其中今年增速较快的信贷相关的承诺、顾问咨询收入，预计在明年相对今年略宽松的信贷环境下，增长速度也将放缓。而传统的银行卡、结算、代理等业务手续费预计仍将维持稳定增长，但增速预计也将略有放缓。

4) 不良略有反弹，资产整体稳定

从房地产市场来看，自去年国家开始对房地产市场展开调控后，银监会已多次组织商业银行进行压力测试，以评估房价下跌对银行房地产相关贷款质量的影响。从最新压力测试结果看，约 98% 的个人按揭贷款的“贷款房价比”低于 80%，按揭贷款平均“偿债收入比”为 33%。由于超过半数的按揭贷款和开发贷款都是在 2009 年第二季度房价重新高企之前发放的，开发贷款的平均抵押品比例也达到 189%，即使房地产抵押品重度压力测试下跌 40%，覆盖率仍高于国际通行的 110% 标准。因此，我们认为本轮房价调整对于银行贷款质量的侵蚀在可控范围之内。

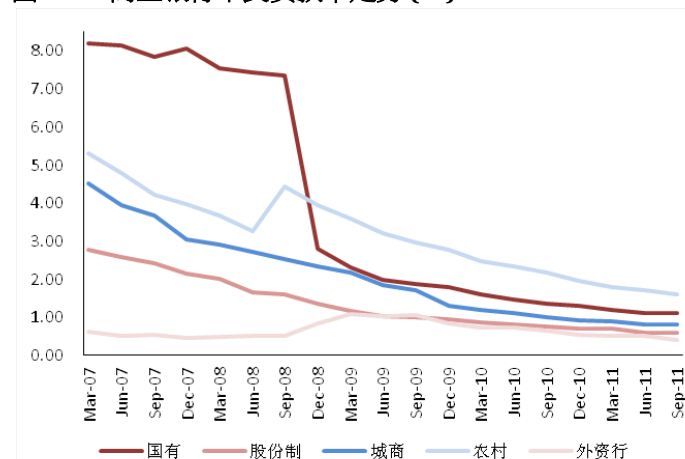
但是，目前商业银行整体不良率仅维持在 0.95% 的低位，股份制银行的不良率更是低至 0.5% 左右，本身已不具备继续下降的空间。而在信贷周期作用下，由于经济增速放缓，商业银行的不良贷款存在反弹压力。但是我们相信这种反弹的性质不同于资产质量的大规模恶化，目前已经建立完善的风险控制体系并引入现代企业制度的国内商业银行的资产质量，与二十世纪九十年代和本世纪初极度恶化的资产质量不可同日而语。对于我国来说，通过保持在建项目的信贷投放、扶持中小企业、避免经济“硬着陆”，可以避免不良的集中体现，从而缓解资产质量的下行压力。

地方融资平台贷款方面，在银监会的要求下，2010 年至今，各家银行对平台贷款进行了多次排查，排查口径也产生了多次调整。今年银监会关于地方融资平台的检查周期已逐渐形成制度，并按季进行。今年一季度，项目自身现金流完全覆盖本息、贷款符合监管规定的平台贷款可转为一般性公司贷款，多数银行的平台贷款余额出现下降。第二季度，平台口径再次调整，范围扩大，各家银行的平台存量也出现大幅增加，而可比口径下平台余额下降。与此同时，针对第一季度转为一般性公司贷款的平台贷款，进行了二次排查，主要审核贷款是否为法人主体和是否当地银监局认定转入。下半年，监管机构要求各家银行继续完善原有平台续建项目的规范工作，可比口径的平台余额继续下降。目前监管层提出下一阶段会重点推进存量平台贷款的风险缓释和整改增信，并首次提出“对原有期限安排不合理的贷款，在其满足担保抵押落实、合同补正到位等条件后，根据现金流与还本付息的实际匹配情况，经批准可适当延长还款期限或展期一次”。允许符合条件的存量平台贷款延长还款期限或者展期，推进地方政府试点发债，有利于缓解土地出让金收入下降后地方财政的流动性压力。

从到期期限看，平台贷款将于 2011 年及 2012 年达到偿还高峰，这两年到期平台量占平台余额 43%。第二个还款高峰期为 2016 至 2018 年，其余年份每年到期还款量约占 14% 到 17%。从今年到期情况看，上市银行基本完成了贷款的顺利回收。我们认为，平台贷款出现违约个案在所难免，问题最终还是取决于经济发展状况。2012 年，在当前经济发展的局面下，结合政策适度调整，我们认为平台贷款的风险不会集中爆发。此外，银行为平台贷计提的拨备均比较充分，我们估计未来加大拨备进而影响利润的可能性较小。

近年来，随着经济快速增长，银行改制上市，银行业资产质量持续改善，不良保持双降。根据银监会数据，三季度末银行的平均不良率已降至 0.95%，平均拨备覆盖率上升到 270.7%，整体资产质量处于历史最好水平。从发展趋势看，由于不良余额处于低位，可核销的不良贷款额将逐步下降，随着贷款发放，未来不良余额和不良率小幅上升的可能性较大。

图 35：商业银行不良贷款率走势 (%)



来源：银监会

由于不良余额处于低位，不良反弹时对拨备覆盖率的影响相应加大。加上拨贷比的过渡达标要求，预期未来商业银行的拨备将持续提升。对于 2.5%的拨贷比标准，未来的监管办法可能会要求大银行或系统性银行在 2013 年达标，中小银行在 2016 年达标。目前五大行中拨贷比较低的中行和交行以及股份制银行中的中信在未来存在较大的计提压力。

5) 关于民间借贷问题对银行系统的扰动

民间借贷本就存在，多年来游走在合法与非法边缘。而去年以来通胀高企，负利率和资本市场、房地产市场等投资渠道不振共同促使去年下半年到今年民间借贷容量的高速增长。通货膨胀之下，利率双轨制和利率扭曲助长了民间融资的盛行。

根据《最高人民法院关于人民法院审理借贷案件的若干意见》规定，民间借贷的利率可以适当高于银行的利率，各地人民法院可根据本地区的实际情况具体掌握，但最高不得超过银行同类贷款利率的四倍。超出此限度的，超出部分的利息不予保护。对借贷双方因利率问题产生的争议，如畸高利率等，司法机构可依据民法通则、合同法规定的公平原则、诚实信用原则判定合同的有效性和双方的权利义务。对于个人或单位以转贷牟利为目的，套取金融机构信贷资金高利转贷他人，违法所得数额较大的，可依照刑法第一百七十五条的规定，以高利转贷罪论处。

央行官员近期表示，民间借贷是正规金融有益和必要的补充，但是由于其游离于正规金融之外，存在着交易隐蔽、风险不易监控以及容易滋生非法集资、洗钱犯罪等问题，因此需要通过修订与完善相应的法律法规予以引导和规范。对合理、合法的民间借贷应予以保护，对投资咨询公司、担保公司等机构的借贷活动，要加强监督和引导，对非法吸收公众存款、集资诈骗等非法集资、高利转贷、金融传销、洗钱、暴力催收导致的人身伤害等违法行为，要严厉打击。

今年 6 月份，央行曾启动民间融资现状调研，针对 6,300 多家民间融资的资金融入方(企业)和资金融出方(民间融资中介机构)进行了专项调查，调查显示，截至今年 5 月末，全国的民间融资总量约 3.38 万亿元，占当时时点贷款余额比重仅 6.7%，占企业贷款余额比重为 10.2%。我们认为，相比正规金融体系的容量，民间借贷的总体规模在可容忍范围。但是需要指出的是，6 月份民间借贷的规模应大于央行调研的结果，且 6 月份之后直到九、十月间民间借贷问题大范围暴露于各种媒体报章之前，民间借贷数额应当还有较大数额的增长。我们预计，到今年三季度末民间借贷增长势头有所放缓之前，民间借贷总量大约在 3.8-4.2 万亿元之间，取中值为 4 万亿元。

央行的调研显示，民间借贷的资金来源中，30%来自内部职工和企业相关产权单位，19.9%来自于其他企业，19.6%来源于合法的民间融资中介机构，而仅有 3%来自于未经政府任何批准，自设的从事借贷业务的机构，包括标会、人人会等地下钱庄。如果按 3%计，3.38 万亿民间融资中，真正的地下金融仅 1,000 多亿元。虽然该数据对真正地下金融的规模有低估，但我们预计真实数据应低于 1 万亿元。另外，央行调研结果显示，企业融入民间资金后，60%用于流动资金。此外，用于过桥融资和囤积原材料的比例分别为 11.5%和 1.8%，用于炒股的部分有 12%。

从违约风险上看，央行调研结果也较为乐观：3.38 万亿民间借贷中，82.5%是能够偿还的，16.6%有偿还可能的，不能按期偿还的只是 0.9%，不到 1%。

对于银行而言，我们最为关心的其实是民间借贷中，有多少是从银行体系贷款出来再转贷出去的，这一部分所占比例应不是很高，但是一旦违约，将对银行的资产质量发生直接侵蚀。

我们对民间借贷的各项指标进行敏感性分析，按照银行系统人民币贷款总额为 55 万亿元计算，以观测未来可能的违约行为对银行系统资产质量造成的影响。我们假设基于经济增长前景的悲观、中性和乐观三种情形下的违约率分别为 20%、10%和 5%；假设违约的民间借贷传染至银行系统的比率在悲观、中性和乐观情形下分别是 40%、20%和 10%。

图 36：民间借贷的情景敏感性分析

民间借贷规模 (亿元)	悲观情形 违约量	中性情形 违约量	乐观情形 违约量	悲观情形 传染量	中性情形 传染量	乐观情形 传染量
35,000	7,000	3,500	1,750	2,800	700	175
36,000	7,200	3,600	1,800	2,880	720	180
37,000	7,400	3,700	1,850	2,960	740	185
38,000	7,600	3,800	1,900	3,040	760	190
39,000	7,800	3,900	1,950	3,120	780	195
40,000	8,000	4,000	2,000	3,200	800	200
41,000	8,200	4,100	2,050	3,280	820	205
42,000	8,400	4,200	2,100	3,360	840	210
43,000	8,600	4,300	2,150	3,440	860	215
44,000	8,800	4,400	2,200	3,520	880	220
45,000	9,000	4,500	2,250	3,600	900	225

来源：招银国际

在民间借贷总量为 4 万亿元的假设下，悲观情形、中性情形和乐观情形对银行系统不良资产上升量分别为 3,200 亿元、800 亿元和 200 亿元，相比 55 万亿元的贷款总量，不良率上升幅度分别为 0.58%、0.15%和 0.04%。目前商业银行整体不良率为 0.95%，在三种情形下，不考虑其他因素，不良率将分别升至 1.53%、1.10%和 0.99%，完全在可控范围内。因此，对于民间借贷我们完全没有理由如此恐慌。

6) 2012 年内银股投资策略

总体而言，我们预计明年内银股的规模增长适度放缓，而息差见顶回落，银行的利润增长仍然要主要依靠 15%左右的规模增长来实现。非息收入的增速预计将有所放缓，而成本收入比预计将略有下滑，经营效率有望继续提高。拨备方面，预计部分银行计提压力较大，可能会加大拨备力度，而在资产质量保持相对稳定以及拨备覆盖率普遍较高的情况下，大部分银行预计将不会大量计提拨备。总体而言，我们预计明年内银股可在保持资产质量稳定的前提下实现 15%左右的利润增速。整体而言，内银股依然具有配置的价值。

我们相对看好受益于转型和结构调整、零售业务领先且即将完成融资的招行；息差较同业为高、资产质量稳定的民生；存款扎实、非息收入潜力较大的重庆农商行和在农村地区优势明显的农行。

中国房地产板块 (同步大市)

房地产市场进入冰河期

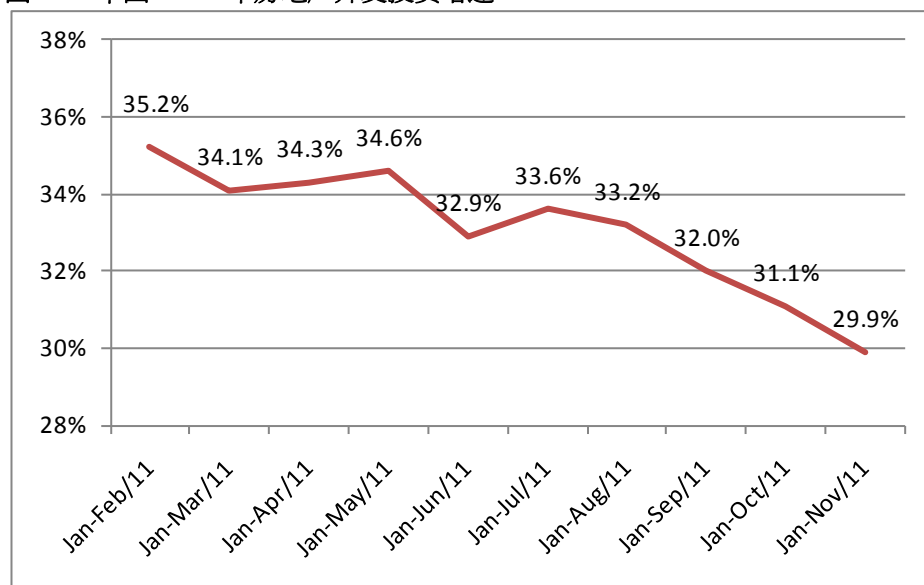
中国政府自 2011 年 1 月加强对房地产业的控制，包括推行限购令及收紧房贷条件，令物业买卖在第一季显着放缓，虽然成交量在 5 月份及 6 月份曾经回升，但随着市场传言关于加强调控力度，国内物业买卖在第 3 季再度放缓，而且欧债危机令投资气氛转淡，过去被认为是物业买卖黄金时份的 9 月及 10 月 (为金九银十) 也退色。10 月下旬，多家国内著名地产商，如中海、龙湖及万科纷纷把房价下调，却引来已购房者抗议，争取权益，希望取回差价。

另一方面，房地产二手买卖也表现低迷，在限购令下，业主害怕出售了旧房子后，未能购入新房屋，所以出售意愿较低，及不会跟随市况而降价，所以令到二手房屋买卖进入冰河期。因此地产中介受到冲击最大，北京及深圳的中原地产关闭分行，缩减人手；另一中介公司广州合富辉煌也传出裁员消息。

国家统计局确认地产业增幅放慢

根据中国国家统计局的数据，中国 2011 年 1-11 月的全国房地产开发投资同比增加 29.9% 至 55,483 亿元人民币，增速比年初 1-2 月的 35.2% 明显减慢，而且 1-11 月的增幅为全年的低位，预期 1-12 月的增长会继续放慢。

图 37：中国 2011 年房地产开发投资增速



资料来源：国家统计局

房价开始下跌，惟两个大山未移

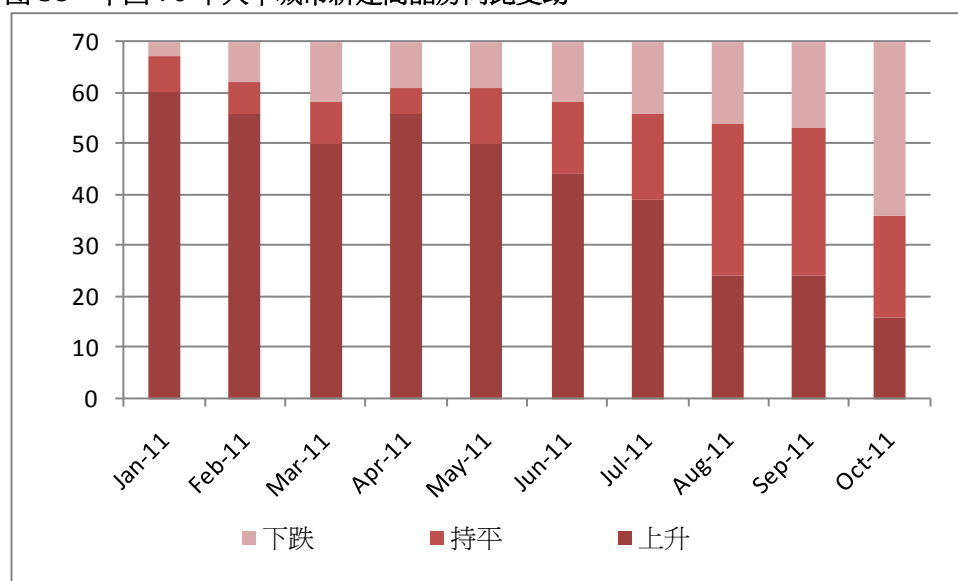
房价下跌趋势更明显

房地产商面对资金链的问题，终于愿意降价出售房屋。根据中原地产的资料，万科及保利在 11 月份分别在上海、南京、重庆、深圳降价销售房屋。万科在深圳两个项目的销售折扣为 88 折，保利在重庆的 6 个项目也传出最多 8 折销售，其他房企如中海、富力、绿城都在 10 月份的销售均价环比下挫 1-2 成。参与降价的企业也在增加，其他二三线的发展商也加入，甚至一些本地小型开发商也被迫参与，以争取市场份额及销售，藉以减轻资金的压力。

降价潮不单由城市外围转向市中心，更由一线城市转向二三线城市发生。根据国家统计局数据，中国 70 个大中城市的 10 月份新建商品房房价与 9 月相比，34 个城市房价下跌，

持平的有 20 个，10 月份新建商品房房价下跌城市数量比 9 月份增加了 17 个，房价下跌不单在 4 个一线城市出现，更在 15 个二线及 15 个三线城市发生，显示出房价下跌的趋势在全国蔓延。

图 38：中国 70 个大中城市新建商品房同比变动



资料来源：国家统计局

限购令及收紧对房地产贷款影响甚巨

中国政府自 2011 年 1 月底加大对房地产的调控力量，40 多个市政府推行房屋限购令，针对当地居民购买第三套房，及外地居民购买第一套房，令市场的购买力及需求下降。虽然佛山及成都市曾想将限购令放宽，但最终都将放宽计划取消，显示地方政府未能与中央政府妥善协调，使到政策流产。此外，在年初推出限购令的其中近 10 个城市(包括厦门、福州、海口、青岛、石家庄、合肥、中山、苏州等)都表明限购令会在 2011 年 12 月 31 日到期，期限到时处理的方法将是市场的焦点。至目前，4 个一线城市及青岛、济南、福州、长春、厦门、太原、海口共 11 个城市已表明限购令政策会延至 2012 年。

此外，银行受到存款增长放慢的影响及存款准备金率上升，令银行贷款能力减弱。同时人民银行及银监会对房地产过热而担心影响银行贷款素质，使银行也收紧房地产的贷款，不论是对开发商或房屋的购家，取得贷款的批准或贷款的金额也比以往困难，所以发展商往往完成售楼程序，但销售回款因银行批出贷款金额较慢而影响发展商本身的现金流。

地方政府与中央角力

地方政府主要的资金来源除了是税收以外，就是出售土地的费用。如果地产市场表现疲弱，将影响地方政府的收入。在过去的数个月，土地流拍或以底价成交都有出现。11 月底，一幅于广州荔湾区的地块，只有一个开发商到场竞投，以底价 30.7 亿元人民币成交，平均地价为每平方米 5,205 元人民币。根据中原地产统计数据，2011 年 11 月，中国主要 35 个城市的土地出让，流标地达 117 宗，比 10 月的 22 宗增加 4.3 倍。

在过去数月，中山及成都的地方政府曾偷偷的想取消或放宽限购令，希望恢复楼市的购买力，令发展商恢复购地，促使地方政府有庞大及稳定的现金收入。不过，中央政府最终希望将房价压下来，不会在房价转跌的时候放宽宏观调控，否则之前的工作便徒劳无功。

料房价 2012 年下跌 10-15%

中国的房价已经自 2011 年 10 月开始下跌，我们预期中国房价的跌势在 2012 年仍会持续，整体料下跌 10-15%。不过，中国幅员广大，一线城市的房价在过去数年的升幅非常厉害，与普通市民的购买力脱节，均价高达每平方米数万元人民币，所以我们预期在一线城市的房价在 2012 年有机会下调约 15-20%。相反来说，三线城市的房价起步较晚，大部份三线城市的房价在每平方米 5000-8000 元人民币，与当地的居民并没脱节，所以我们预期三线城市的房价在 2012 年仍会下跌，但跌幅料为 5-10%。

长远来说，我们仍然看好房地产业，中国人口数多，城市化过程带动房屋的需求；另外，中国经济在过去 30 年的持续增长，中国人的财富及收入都增加起来，拥有房屋不是单纯是住屋的需求，还可能带着投资及渡假的要求，所以随着中国的经济持续增长，我们对中国房地产业的前景是具有信心。

内房股过去一年跑输大市

内房股受着不利政策影响，投资者担心其盈利表现及财政状况，表过去一年的表现皆落后大市，标智中证香港上市内地地产指数基金 (2839 HK) 的股价由其 2011 年 1 月 11 日首个交易日至今下跌了约 28.5%，相对恒生指数的跌幅 20% 比较，明显是落后大市。

标智中证香港上市内地地产指数基金为一个指数追踪基金，目的是追踪中证香港上市可交易内地地产价格指数的表现，共发行 1500 万个单位，基金持有 15 只内房股股票，比重较大为中国海外及华润置地，于 2011 年 6 月 30 日，中国海外及华润置地分别占其资产净值的 28.8% 及 12.9%，其他 13 只股票占比皆少于 8%。

图 39：标智中证香港上市内地地产指数基金 (2839 HK)



来源：彭博

估值低，惟要等政策放宽

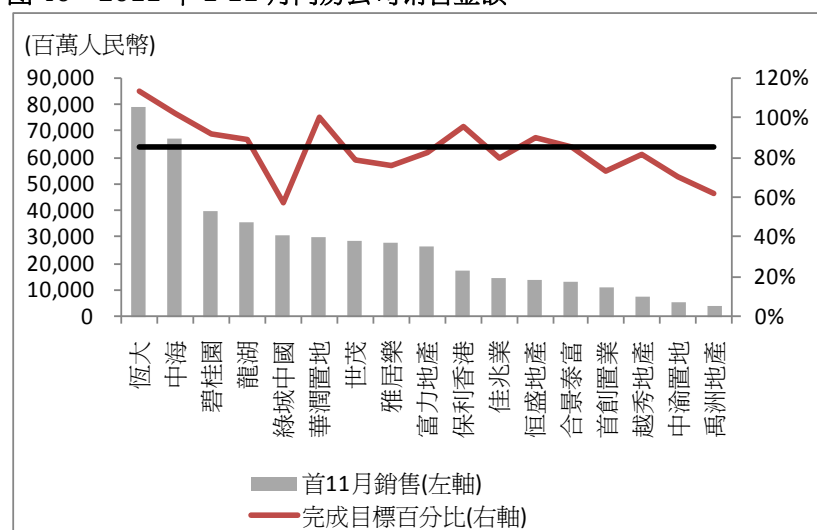
内房股的股价继续疲弱，不过我们相信 5 倍的市盈率或比资产净值折让 60% 以上的估值已反映不明朗的因素，虽然未来房价有下滑的风险，但我们不是对中国房市很悲观，小的地产商可能有倒闭，但大部份大型地产商可以生存下去。我们相信中国政府在明年下半年有机会放宽对房地产的调控，以刺激 2012 年的经济增长。

选取低负债及可完成销售的房地产商

少部份公司能完成销售目标

针对房地产的宏观调控为房地产商带来压力。直至 11 月底，17 个在我们追踪的房地产商，只有 3 家完成全年销售目标，分别为恒大(3333 HK)、中国海外 (688 HK) 及华润置地 (1109 HK)，恒大主要在三线城市发展及销售房地产，房地产在三线城市的需求仍然旺盛，所以恒大的销售能取得佳绩，而中海及华润置地为内地房地产业的著名品牌，所以其销售并未受限购令有太大的影响。另有 5 家完成全年销售目标的 85.1%-96.0%，包括融创中国 (1918 HK)、碧桂园(2007 HK)、龙湖(960 HK)、佳兆业 (1638 HK) 及恒盛 (845 HK)，我们相信这些房地产商至少能完成 95% 或全部的销售目标，我们害怕余下的 9 家公司明年盈利有下行的风险在众多未能达标的房地产商，绿城中国(3900 HK)及禹洲地产(1628 HK)在今年首 11 个月只完成 56.9% 及 62.0% 的全年销售目标，所以我们担心这两家公司 2012 年盈利可能有下降的风险。

图 40：2011 年 1-11 月内房公司销售金额



来源：公司、招银国际

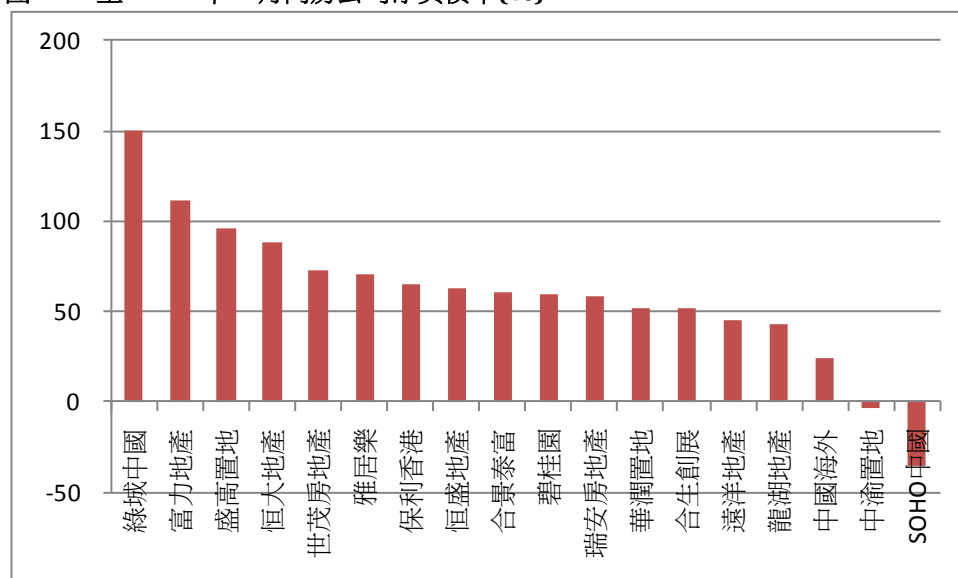
高负债水平为警号

房价下跌对房地产商来说并不是最大的风险，房价下跌，公司最多的是亏钱。但如果房子卖不出去，销售款项未有回来，同时土地款及建筑开支还仍要继续支付，不然公司就没有房交给物业买家，构成违约。这样的情况下，我们相信公司卖房销售能力才是最大的风险，如果处理不当，影响现金流，公司未能应付银行或债券持有人的还款要求，可能被要求清盘，最后倒闭。

因为内房公司的快速周转率，投资者可容忍内房公司负债较高，一般认为净负债比率达 50% 为可接受水平。在众多的内房公司，负债较高为绿城中国及富力地产，两家公司的净负债率分别为 150% 及 111%，其他负债较高的公司包括盛高置地及恒大地产，净负债率分别为 96% 及 88%。其中，绿城中国在过去数个月也经常传出财务出现问题，所以其股价表现也较差。

至于财务状况较佳的公司包括 SOHO 中国及中渝置地，两家公司都是净现金的状况。

图 41：至 2011 年 6 月内房公司净负债率(%)



来源公司、招银国际

图 42：内房股估值表

公司	代碼	年結	貨幣	於12月28日		市 盈 率		市淨率	資產淨值	與NAV
				收市價	(HK\$ mn)	11E	12E	10A	11E	折讓
雅居樂	3383 HK	12/2010	HKD	7.18	24,767	4.7	4.1	1.0	17.5	-58.9%
中渝置地	1224 HK	12/2010	HKD	1.5	3,816	8.2	4.1	0.3	7.8	-80.8%
中國海外	688 HK	12/2010	HKD	13.8	112,781	9.0	8.1	1.8	21.9	-37.0%
華潤置地	1109 HK	12/2010	HKD	12.84	74,812	8.2	9.8	1.4	22.4	-42.7%
碧桂園	2007 HK	12/2010	HKD	3.05	50,932	7.9	6.4	1.6	4.5	-32.4%
恒大地產	3333 HK	12/2010	HKD	3.36	50,041	4.5	3.8	1.5	9.9	-66.2%
恒盛地產	845 HK	12/2010	HKD	1.14	8,884	2.7	2.3	0.5	6.6	-82.7%
綠城中國	3900 HK	12/2010	HKD	3.43	5,625	2.2	1.6	0.4	11.0	-68.9%
富力地產	2777 HK	12/2010	HKD	6.39	20,591	3.7	3.4	0.8	16.0	-60.0%
合生創展	754 HK	12/2010	HKD	4.12	7,152	3.4	3.3	0.2	23.6	-82.5%
合景泰富	1813 HK	12/2010	HKD	2.71	7,840	3.6	2.9	0.5	13.0	-79.2%
龍湖地產	960 HK	12/2010	HKD	8.76	45,158	8.0	6.2	2.0	17.5	-50.0%
保利香港	119 HK	12/2010	HKD	3.39	12,233	6.8	5.3	0.5	10.7	-68.5%
世茂房地產	813 HK	12/2010	HKD	6.73	23,326	4.5	4.1	0.7	20.6	-67.3%
瑞安房地產	272 HK	12/2010	HKD	2.38	12,404	7.8	6.6	0.4	7.8	-69.5%
遠洋地產	3377 HK	12/2010	HKD	3.51	19,867	6.7	5.6	0.5	6.7	-47.8%
SOHO中國	410 HK	12/2010	HKD	5.11	26,514	7.6	5.6	1.1	12.1	-57.9%
盛高置地	337 HK	12/2010	HKD	1.32	1,387	1.4	1.3	0.3	13.0	-89.9%
平均						5.6	4.7	0.9		-63.5%

来源彭博、招银国际

其中華潤置地、恒盛地產及 SOHO 中國為招銀國際估計數字

中国消费品板块

2011 年 1-11 月，中国社会消费品零售总额达到 16.4 万亿元（人民币·下同），同比增长 17.0%。据商务部预测，2011 年社会消费品零售总额增速为 17% 左右。我们认为，中国消费市场尚存在巨大的增长空间，未来将步入快速发展时期。主要基于以下考虑：

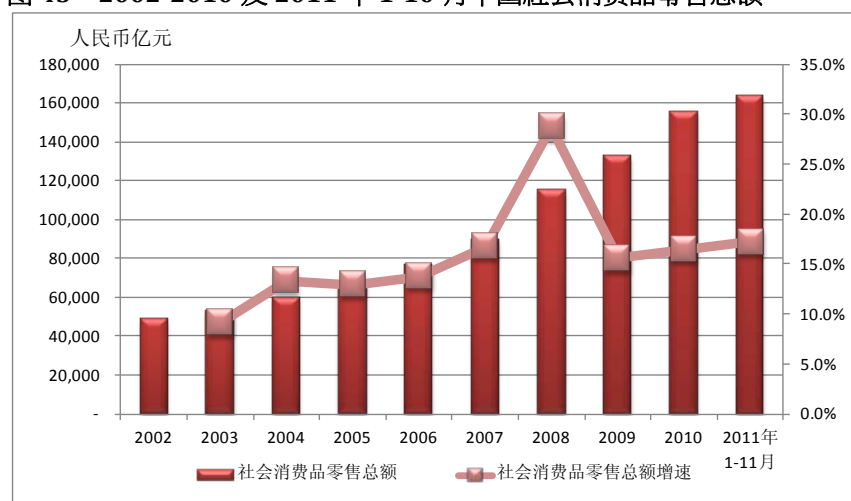
（1）政策导向：2010 年以来，中央政府政策导向于调整经济发展结构，以刺激内需拉动经济增长；2011 年政府工作报告也明确提出，进一步扩大内需特别是居民消费需求，“十二五”规划再次重申把扩大内需作为一个长期方针和基本立足点。

（2）消费占比低：目前，中国消费占 GDP 比重为 35% 左右，不仅低于发达国家，也低于印度等发展中国家。

（3）人均可支配收入增长：人均可支配收入在经历了 2008 年金融危机后，也取得了恢复性增长，2010 年人均可支配收入同比增长 11.3%。

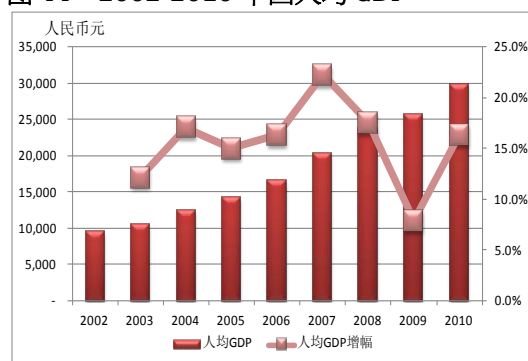
（4）电子商务爆发性增长：2010 年，中国网络零售交易额达 5231 亿元，约占社会消费品零售总额的 3.3%。预计到 2015 年，这一比例将达到 9% 以上。

图 43：2002-2010 及 2011 年 1-10 月中国社会消费品零售总额



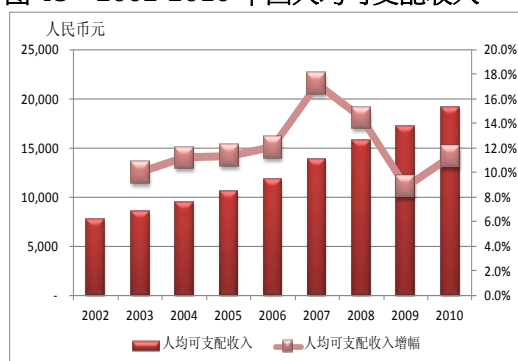
资料来源：国家统计局

图 44：2002-2010 中国人均 GDP



资料来源：国家统计局

图 45：2002-2010 中国人均可支配收入



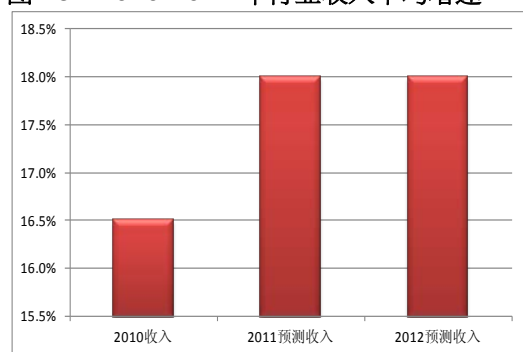
资料来源：国家统计局

中国女鞋零售行业(优于大市)

5) 行业进入成熟期

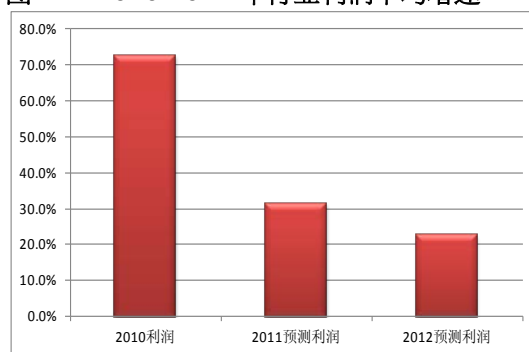
我们选取香港上市的 4 家公司百丽（1880 HK）、达芙妮（210 HK）、利信达（738 HK）和鸿国国际（1028 HK）进行比照。2010 和 2011 上半年平均收入增速分别为 16.5%和 25.2%，平均净利润增速分别为 72.5%和 50.8%，如果剔除新股鸿国国际，三家公司平均净利润增速也分别达至 58.9%和 26.6%。不难发现，盈利增速远远高于收入增速。

图 46：2010-2012 年行业收入平均增速



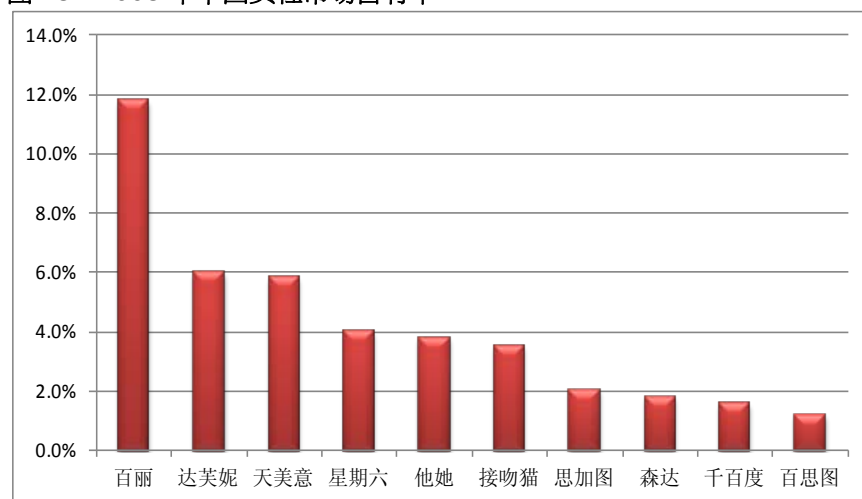
注：达芙妮 2011 上半年为经调整认股权证后的净利润
 资料来源：公司报告，彭博，招银国际预测

图 47：2010-2012 年行业利润平均增速



2008 年中国女鞋市场占有率前十位品牌中，百丽集团占据 6 席，其余 4 席为达芙妮（210 HK）、星期六（002291 SZ）、接吻猫、鸿国国际（1028 HK）旗下的千百度。根据 CIIC 数据显示，2000-2008 年女鞋市场前十大品牌分别按销售量和销售额计算的市场份额分别由 30%、35.3%增加到 42.15%、38.44%，行业集中程度趋势越来越强，形成了以百丽为首的中高端品牌和以达芙妮为首的大众品牌。

图 48：2008 年中国女鞋市场占有率



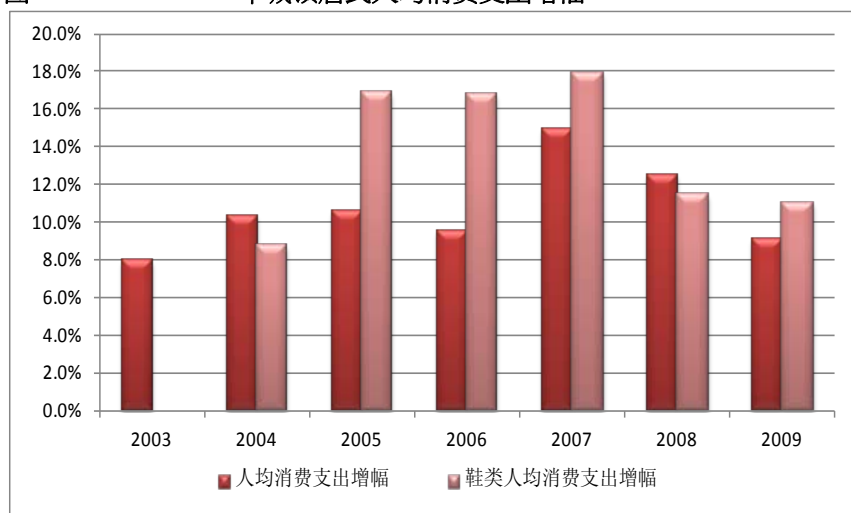
资料来源：中华全国商业信息中心

综合以上，我们认为，中国女鞋零售行业已迈过店铺扩张的初级阶段，开始向依靠成本和管理来提高单店店效，从而实现内生增长的成熟阶段。市场份额和竞争态势已基本形成并达到稳定。品牌、渠道和精细化管理成为竞争核心。

2) 预计 2012 年平均利润增速超过 20%

随着人均可支配收入和全国范围内最低工资水平的上涨，人均消费水平和购买力逐步提升。国家统计局数据显示，自 2003 年以来，中国城镇居民鞋类人均消费支出增幅明显快于总体增幅。伴随着消费升级以及年轻女性快速、时尚的消费需求，鞋类消费已逐渐成为生活必需品，市场空间巨大且受经济周期影响较小。

图 49：2003-2009 年城镇居民人均消费支出增幅



资料来源：国家统计局

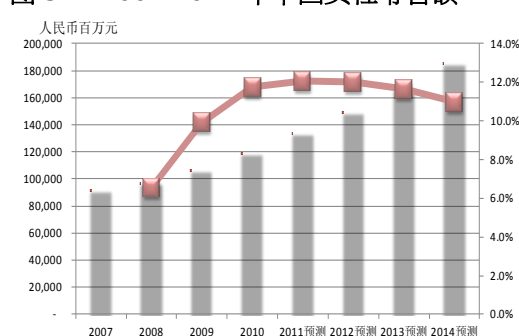
根据 Euromonitor 报告，女鞋仍然是中国鞋业市场占比最大以及增长最快的分部。预计 2010-2014 年，女鞋零售额年复合增长率将达到 11.7%，高于鞋类总额 0.7 个百分点。预计未来三年，中国女鞋零售额将保持 12% 的速度持续增长。2012 年，预计零售额将达至 1495 亿元。

图 50：2010-14 年各类鞋零售额复合增长率



资料来源：Euromonitor 报告

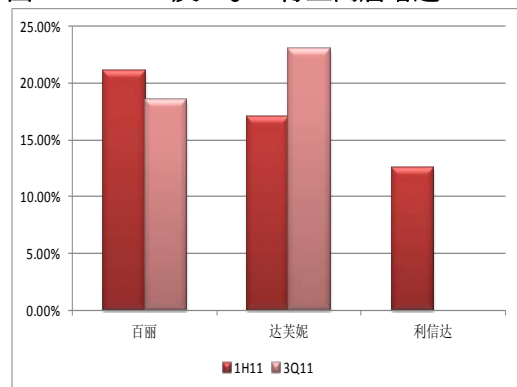
图 51：2007-2014 年中国女鞋零售额



资料来源：Euromonitor 报告

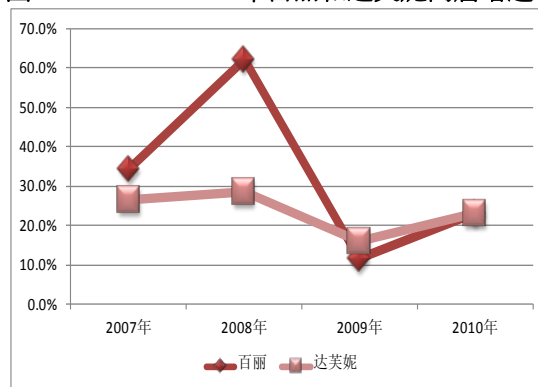
女鞋行业以直线产业链为主，自营门店为主要销售渠道。截至 2011 年 6 月，百丽 90% 为自营店铺，达芙妮 80% 为自营店铺。这有利于品牌商快速掌握零售终端数据，便于根据消费者喜好和需求在产品款式、质地和数量等方面做出快速调整，迎合市场需求，减少终端存货问题。

图 52：1H11 及 3Q11 行业同店增速



资料来源：公司报告

图 53：2007-2010 年百丽和达芙妮门店增速



资料来源：公司报告

截至 2011 年 6 月，百丽和达芙妮的门店数目分别为 9153 间和 5196 间，2007-2010 年分别保持 20%左右的适度增速（百丽 2008 年主要由于并购的影响）。我们预计 2012 年增速为 15%左右。2011 年前三季度，同店销售也保持 15%-20%水平增长，预计 2012 年继续维持 15%左右。

中国女鞋行业已进入成熟期，除了品牌大规模并购，销售额出现爆发性增长的可能性较小，但是品牌管理经验和执行效率是行业竞争优势。我们看好女鞋零售板块，综合彭博市场共识和我们的测算，预计 2012 年行业平均利润增速仍将超过 20%，继续保持稳健增长，公司经营的安全边际较高。主要风险为新品牌执行能力和目前相对较高的估值。

中国体育用品行业(同步大市)

1) 品牌竞争激烈，进入行业整合期

中国体育用品行业共有 9 家公司在香港上市。行业早期主要以分销商门店扩张为发展策略，2008 年北京奥运会以前进行了大规模扩张，如特步 2007 年门店增速为 176%。2010 年，多数公司已开设超过 7000 家门店。激进的开店策略虽然带来市场份额迅速扩大，但是过度市场供应也给品牌运营带来很多问题，市场竞争也越发激烈。

图 54：2007-2010 年体育用品行业开店增速

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
李宁	21.8%	19.3%	16.1%	9.2%
中国动向	70.9%	44.4%	25.0%	6.8%
安踏体育	14.8%	22.6%	23.9%	14.0%
匹克体育	56.5%	41.5%	19.8%	16.4%
361 度	124.7%	48.2%	30.7%	14.4%
特步国际	176.2%	15.4%	20.7%	15.2%
美克国际	129.2%	59.5%	50.3%	41.5%
飞克	121.2%	338.8%	38.9%	58.2%
宝胜体育	n.a	150.0%	50.8%	-3.1%

资料来源：公司报告

另一方面，中国体育用品行业主要分专业化和时尚运动系列，各品牌之间产品同质化严重，品牌定位差异化较小，同时时尚运动系列还有来自休闲服饰的挑战。2010 年，李宁启动了品牌再造计划，不断进行品牌重塑和整合工作。如何在竞争中依靠品牌优势和管理能力脱颖而出，是未来 1-2 年行业面临的主要问题。

2) 2012 年风险犹存

自 2010 年以来，李宁和中国动向相继出现库存及渠道问题，2011 年 7 月，两家公司先后发出盈利预警，营业收入和利润率都将大幅下滑，这给行业敲响了警钟。随之而来的去库存增加了整个行业的销售压力，挤压了新货品的市场空间。目前大多数公司零售层面的库存比已达到 5 倍，处于警戒水平的上限。去存货将是 2012 年主要工作。一些零售门店的利润水平很低，导致分销商纷纷采取提高零售折扣的方法来缓解存货压力。这将对品牌公司产生以下几个影响：（1）由于现金周转速度减慢导致手头现金减少；（2）由于经销商去存货压力较大，可能会影响品牌公司降低新订单的折扣率，从而影响毛利率水平。（3）此过程中费用支出比例可能会有所提升。

我们认为，体育用品行业目前的问题主要由以下几个因素导致：（1）行业发展的必经阶段。根据行业发展趋势，初期一般都通过规模扩张来抢占市场份额，实现盈利高速增长。市场竞争者在达到一定规模且势均力敌之后，如果不改变产品和经营策略，市场将趋向短期饱和，导致行业竞争异常激烈，最终传导至产品销售层面；（2）经销商经营模式所致。在香港上市 9 家体育用品公司中除了李宁和宝胜，大多数定位于中低端的品牌公司都以经销商模式存在，即通过中间的若干层经销商和分销商将货品销售给零售门店，品牌公司不直接掌握零售门店的经营状况，这使得终端反馈出现了一定的滞后。（3）产品和消费者需求。中国体育产业大致分为体育产品制造业、体育竞赛表演业和体育休闲健身业三部分。2010 年中国体育产业增加值达到 2220 亿元，占 GDP 比重的 0.55%，同比增长 13.44%，高于 GDP 增速。长远来看，行业增速和市场潜力巨大。但中国消费者人均运动产品购买量远远少于发达国家主要与消费需求和消费习惯有关，短期内难以迅速改变。

3) 2011-2012 年行业增速将大幅放缓

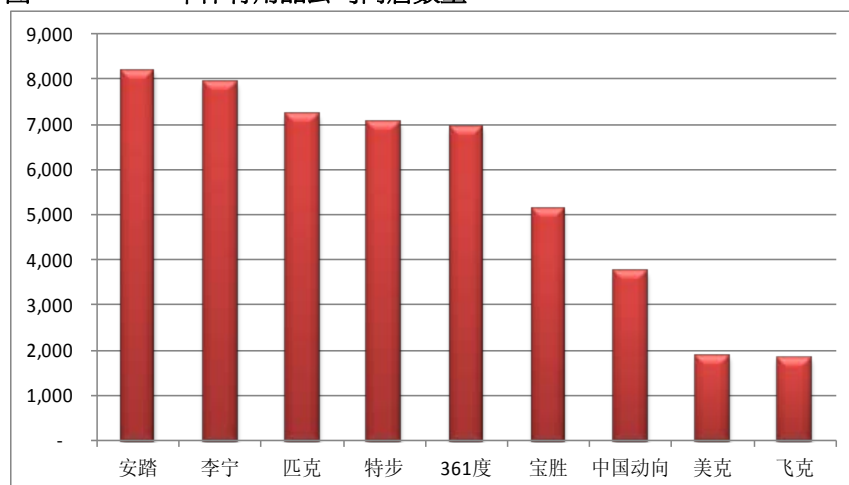
2010 年，6 家主要体育用品公司订单增速平均在 20%以上，2011 年除了李宁和中国动向，其他二三线品牌也保持在 20%以上。但是为了应对目前市场的挑战，匹克、安踏和特步已主动改变经营策略。主要采取以下两项措施：（1）主动削减订单金额。匹克削减 2011 年三四季度订单，并将 2012 年一二季度订单增速分别调整为中高单位数和 9.5%；安踏将早前公布的 1Q12 的 15%增幅调整为 2012 年上半年的低单位数；特步将 1Q11 订单增速调整为 9%，较早前公布的 21%增速大幅下降。（2）主动降低 2012 年门店净增速度。匹克表示 2012 年净增 200 家，安踏将 2011 年开店计划由 8200 家下调至 7800-8000 家，特步 2012 年净增计划会下降至 5%左右。同时，这三家公司 2011 年三季度同店增长速度也逐步放缓至 5%-10%。

图 55：1Q10-2Q12 体育用品行业订单增速

公司	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
李宁	11.6	15.4	20.3	20.3	5.8	-6.0	-14.0	-1.0	中单	n.a
中国动向	15.8	22.0	22.0	22.9	11.8	2.8	-15.0	-40.0	n.a	n.a
安踏体育	18.0	16.0	18.0	25.0	23.0	21.0	20.0	25.0	低单	低单
匹克体育	30+	35.0	34.0	30.8	25.0	24.0	n.a	n.a	中高单	9.5
361 度	30.0+	20.0+	23.0	31.0	20.0	20.0	23.0	27.0	n.a	n.a
特步国际	22.0	22.0	23.0	25.0	23.0	25.0	24.0	24.0	9.0	5.0

资料来源：公司报告

图 56：2010 年体育用品公司门店数量



资料来源：公司报告

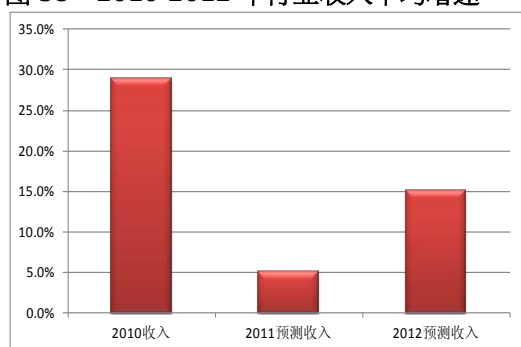
图 57：1Q10-3Q11 体育用品行业同店增长

公司	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
李宁	5.0	n.a	4.0	3.6	<5	n.a	n.a
中国动向	4.0	0.4	4.7	中单	负低单	n.a	n.a
安踏体育	10.0	n.a	高单	n.a	高单	低单	中单
匹克体育	15.3	12.5	13.0	13.1	12.7	12.2	6.2
361 度	16.9	16.2	16.0	15.0	14.7	18.1	n.a
特步国际	低单	高单	8.0-10.0	10.0	10+	高单	高单

资料来源：公司报告

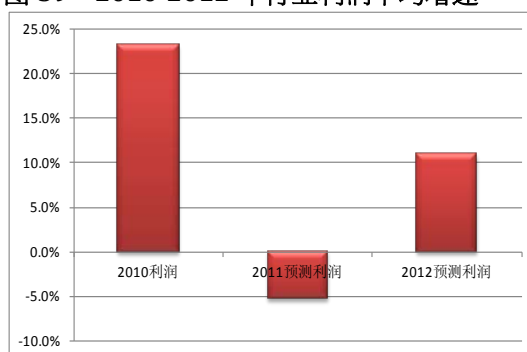
同样地，我们选取 8 家香港上市公司李宁（2331 HK）、中国动向（3818 HK）、安踏（2020 HK）、匹克（1968 HK）、特步（1368 HK）、361 度（1361 HK）、美克（953 HK）和飞克（1998 HK）作为比照对象。由于 2012 年预期订单大幅下滑、门店扩张减速以及同店增长放缓，综合彭博市场共识和我们的测算，我们预计 2011 年行业平均利润将出现倒退，2012 年利润平均增速为 11%。

图 58：2010-2012 年行业收入平均增速



资料来源：公司报告，彭博，招银国际预测

图 59：2010-2012 年行业利润平均增速



中国 OEM 制鞋行业

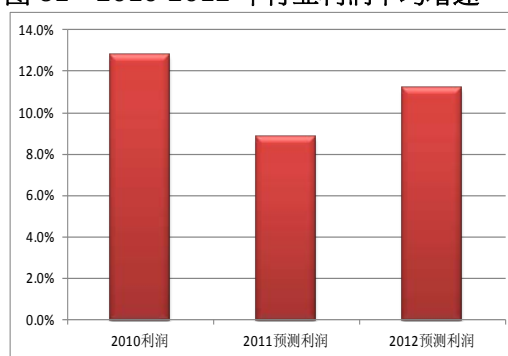
中国是全球最大的制鞋市场，2008 年，美国和欧洲进口鞋类产品中分别有 74.4% 和 45.4% 来自中国。另一方面，美国和欧洲从中国进口的鞋类基本为低端产品。从行业发展初期，中国制鞋业享受沿海地区政策、土地和劳动力的资源优势，占据全球鞋业制造主导地位。随着各类资源价格的提升，OEM 行业只有走向定位高端、提供高附加值的道路，才能持续盈利增长。另外，OEM 制鞋商为外向型行业，短期内受欧债危机和外围经济影响较大。我们选取九兴控股（1836 HK）、裕元集团（551 HK）、信星集团（1170 HK）作为比照对象。综合彭博市场共识和我们的测算，我们预计 2012 年行业利润平均增速为 11.2%，较低的行业增速主要由于裕元集团的影响。

图 60：2010-2012 年行业收入平均增速



资料来源：公司报告，彭博，招银国际预测

图 61：2010-2012 年行业利润平均增速



我们看好九兴控股，公司定位高端，具备规模经济、交货期短、为高端客户提供高附加值服务的优势。2011 年前三季度订单依旧保持快速增长。我们认为，OEM 业务由于产能增加和成本控制，能够为公司收入带来稳定的贡献。零售业务方面，由于适度的自有品牌扩张和其他的并购机会，因此可能成为下一个极具潜力的盈利增长点。

图 62：2010-3Q11 九兴控股 OEM 订单情况

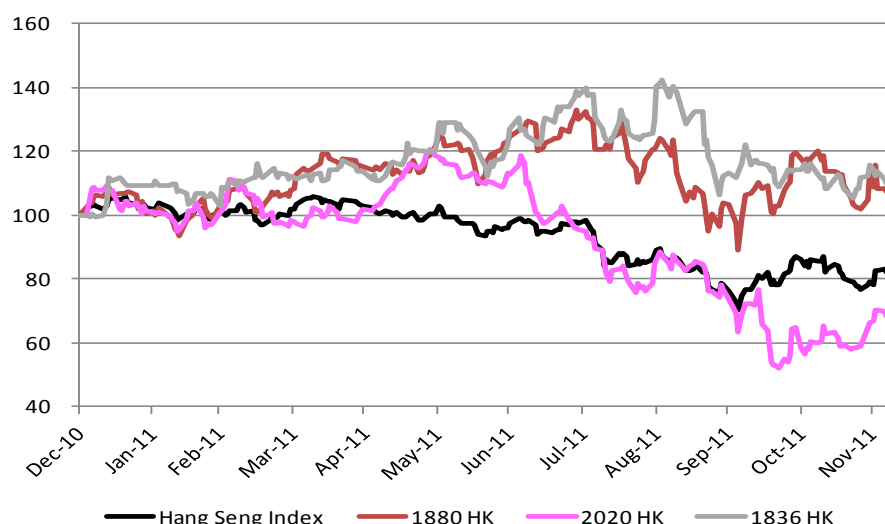
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
金额(百万美元)	212.0	304.6	419.2	299.3	266.9	377.3	455.5
增速	10.6%	23.2%	42.7%	29.8%	25.9%	23.9%	8.7%
数量(百万双)	11.5	12.8	15.8	13.2	12.4	13.6	14.3
增速	23.7%	25.5%	33.9%	14.8%	7.8%	6.3%	-9.5%
平均售价(美元/双)	18.5	23.8	26.5	22.7	21.6	27.7	31.8
增速	-10.6%	-2.1%	6.0%	12.9%	16.8%	16.4%	20.0%

资料来源：公司报告

行业表现、比较与估值

回顾 2011 年，由于欧债危机和内地通胀等因素影响，截至 2011 年 12 月 6 日，香港恒生指数下跌 17.8%。下图显示，上半年鞋类细分行业基本与恒生指数表现一致，而下半年女鞋零售和 OEM 板块明显跑赢大市，体育用品板块相对落后。其中，我们重点关注的达芙妮（210 HK）和九兴控股（1836 HK）年内分别有 25.2%和 10.1%的涨幅。展望未来，我们继续长期看好女鞋零售板块。

图 63：2011 年 1-11 月行业龙头股价与恒生指数表现对比



资料来源：彭博，招银国际

图 64：行业比较与估值

公司	代码	12月28日 股价	市值 百万港币	评级	市盈率(倍)		每股收益变动(%)		股息率(%)		权益回报率(%)	
					FY0	FY1	FY0	FY1	FY0	FY1	FY0	FY1
女鞋零售商												
百丽	1880	13.48	113,694	未评级	21.4	17.6	26.4	22.0	1.8	2.1	23.6	25.0
达芙妮	210	8.66	14,211	买入	15.5	12.6	47.1	22.8	2.1	2.6	25.3	25.5
利信达	738	2.58	1,649	未评级	8.1	6.6	20.3	23.0	6.3	6.4	18.1	20.2
盈进集团	1386	0.415	259	未评级	na	na	na	na	na	na	na	na
宝峰时尚	1121	1.16	1,155	买入	6.0	4.8	na	23.6	4.2	5.2	29.3	23.5
平均数					12.8	10.4	31.3	22.9	3.6	4.1	24.1	23.6
中位数					11.8	9.6	26.4	22.9	3.2	3.9	24.5	24.3
体育用品公司												
李宁	2331	6.22	6,566	未评级	10.4	9.4	(53.7)	10.4	3.4	3.6	15.5	14.6
中国动向	3818	1.28	7,215	未评级	12.4	10.7	(66.7)	16.3	5.2	5.9	6.4	7.2
361度	1361	3.09	6,389	未评级	4.0	3.7	14.0	11.7	11.1	11.7	28.6	27.5
匹克	1968	2.08	4,364	持有	4.7	4.7	3.6	0.6	2.5	2.5	22.5	19.1
安踏	2020	8.92	22,247	持有	9.1	8.7	11.1	4.5	6.8	7.1	28.7	26.9
美克	953	0.66	782	未评级	3.8	3.4	31.1	25.0	10.8	11.1	19.0	20.5
特步	1368	2.41	5,245	未评级	4.5	4.6	18.4	(3.8)	10.8	11.4	25.4	22.4
飞克	1998	0.91	743	未评级	3.0	2.4	0.0	23.1	10.2	12.5	31.0	31.0
平均值					6.5	6.0	(5.3)	11.0	7.6	8.2	22.1	21.2
中位数					4.6	4.6	7.4	11.1	8.5	9.1	24.0	21.5
OEM制鞋商												
信星集团	1170	1.03	698	未评级	9.4	8.6	na	na	na	na	na	na
新洋集团	1223	0.38	497	未评级	na	na	na	na	na	na	na	na
裕元集团	551	24.6	40,564	未评级	10.6	9.3	3.2	15.3	3.9	5.0	14.6	15.3
九兴控股	1836	17	13,504	买入	11.9	9.8	23.3	21.2	5.9	7.1	17.9	20.7
平均值					10.6	9.2	13.3	18.3	4.9	6.0	16.2	18.0
中位数					10.6	9.3	13.3	18.3	4.9	6.0	16.2	18.0

资料来源：达芙妮、宝峰时尚、匹克、安踏和九兴控股为招银国际预测，其他来源于彭博

中国通信板块 (优于大市)

数据流量增长推动整体电信投资

2011 年是中国通信行业发展迅速的一年，尤其是 3G 和宽带业务的飞速增长，加上下半年低端智能手机快速打入大众市场，都推动了运营商收入的增长。展望 2012 年，我们预计 3G 上客量将继续快速成长。数据业务和数据使用量将继续爆发，加重现有网络的压力，从而拉动 3G 无线网络覆盖和升级的需求。另外，智能型手机的风行也将席卷大陆，尤其是符合大众市场的千元以下低端智能型手机，更是运营商的主打机型。最后，我们认为受十二五规划的带动，宽带接入网的投入也将是 2012 年的重心。

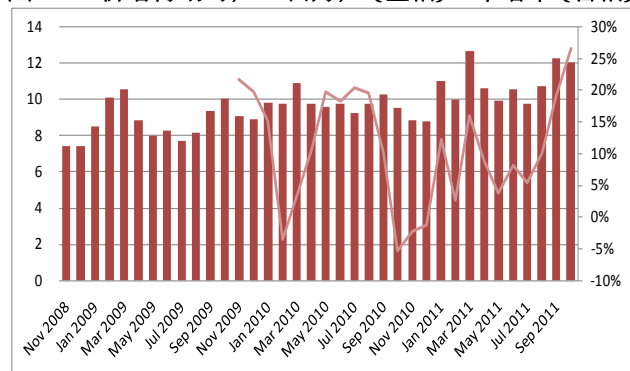
3G 业务依然是重点发展对象

3G 上客量快速增长

2011 年新增行动用户稳定成长，每月增加达九百万户以上，十月底行动用户总数达 9.5 亿户，其中 1.1 亿户为 2011 年首十月新增。至 2011 年十月底止，中国总 3G 用户为 1.1 亿户，远高于 2011 年初的 4,705 万户。中国移动(941 HK)仍然是中国最大的 3G 运营商，至 2011 年十月底止，共有 4,533 万 TD 用户，而中国联通(762 HK)与中国电信分别有 3,315 万 WCDMA 与 3,119 万 CDMA 用户。

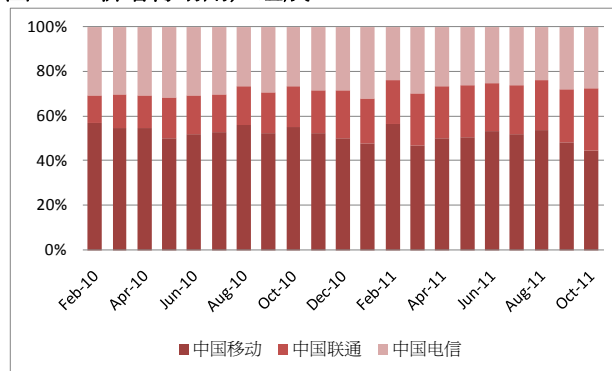
中国工信部定下了 2012 年 3G 用户目标须达到 1.5 亿户，我们认为依现在的增长速度，要达标并不难，我们预估 2011 与 2012 年 3G 用户分别为 1.27 与 2.24 亿户，增长速度较工信部预计的要快，理由为 (1)整体智能手机售价走低，尤其是入门款千元以下智能手机已成功打进大众市场，成为新的风潮。(2) 运营商将补贴的重心由高端机款移向千元智能手机，以争取更大的上客量和市场分额。(3) 运营商的 3G 相关资本支出增加，网络稳定性、速度和覆盖率都有显著改善。

图 65：新增行动订户，百万户 (左轴)；年增率 (右轴)



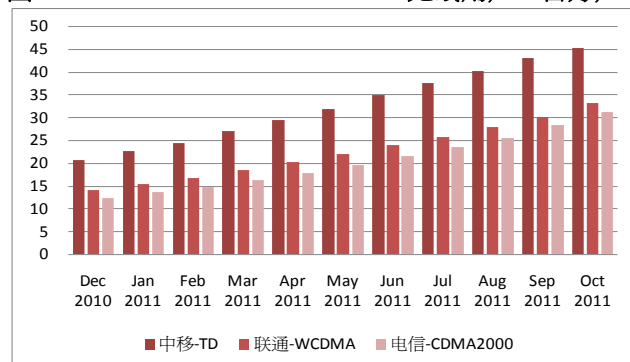
资料来源：公司、招银国际

图 66：新增行动用户组成



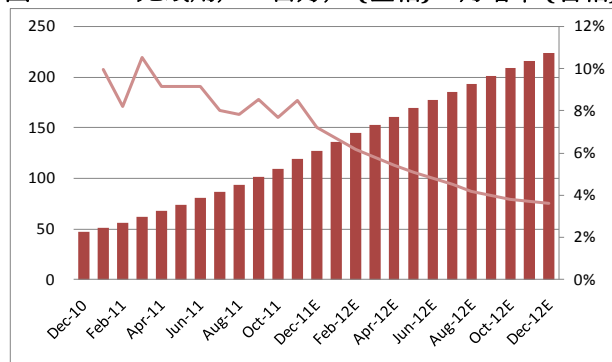
资料来源：公司、招银国际

图 67：TD、WCDMA、CDMA 3G 无线用户，百万户



资料来源：公司、招银国际

图 68：3G 无线用户，百万户 (左轴)；月增率 (右轴)

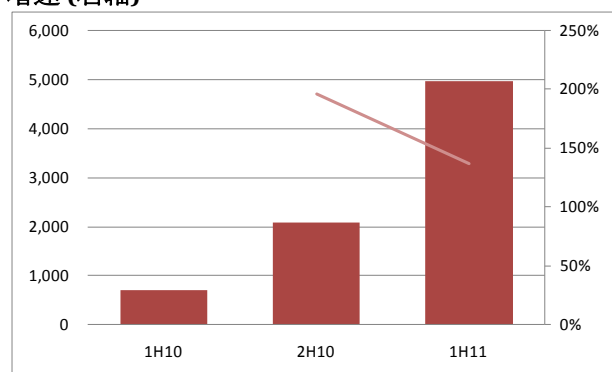


资料来源：公司、招银国际

数据使用量爆发，推升网络升级资本开支

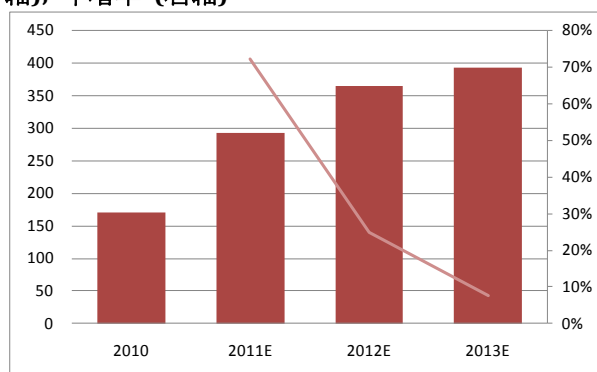
3G 业务高速发展为营运商提供新的收入增长渠道，数据业务收入增速加快，成为营运商的主要增长来源。中移动和联通相继推出多款数据套餐以捕获不同客户端的需求，惟网络多媒体、物联网和微博的盛行使数据使用量呈爆发性增长，势将加重现有网络的传输压力。以联通为例，3G 月均数据流量已由 10 年上半年的 7.07 亿 MB 上升至 11 年上半年的 49.6 亿 MB。除了 3G 用户数量大增之外，每户的平均使用量也因移动终端的升级和高端数据套餐的普及而大幅增长，我们预计 2011 年联通 3G 每户平均每月数据流量将可达到 293MB，同比上升 72.1%。联通也已承认大规模的数据上量已对现有网络构成压力。我们相信营运商在 2012 年都将优化 3G 无线网络和加强覆盖率，这也将拉动整体基础网络升级的资本开支。

图 69：联通 3G 月均数据流量，百万 MB (左轴)；环比增速 (右轴)



资料来源：公司、招银国际

图 70：联通 3G 每户平均每月数据流量，MB (左轴)；年增率 (右轴)



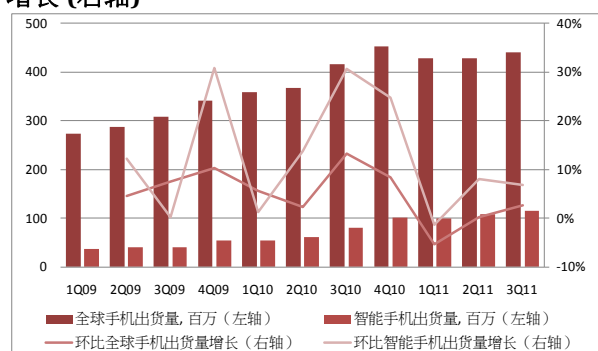
资料来源：公司、招银国际

低端智能型手机的机遇

智能型手机将依旧是增长动力

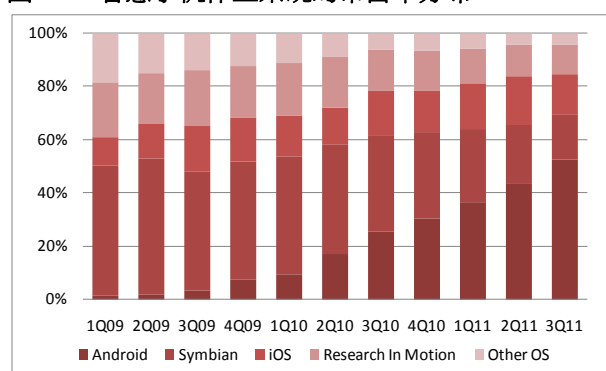
根据 Gartner 的资料，今年首三季全球手机出货量达 13.0 亿支，同比增长 13.3%。主要的增长点来自智能手机成功打入大众市场，今年首三季智能手机市场出货量达 3.23 亿支，同比增长 63.0%。以区域分布来看，北美和西欧的需求因受经济危机影响而偏弱，智能手机增长的动力主要来自亚太地区和拉丁美洲的新兴经济体。以作业系统的分布来看，Android 的市占率增长一枝独秀，由第一季的 36.4% 大增至第三季的 52.5%，而 Symbian 平台则因诺基亚的逐步退出而逐渐式微，市占率由第一季的 27.7% 大减至第三季的 16.9%。中国手机生产商包括中兴 (763 HK)、华为和 TCL 通讯 (2618 HK) 皆借助 Android 平台和低成本的优势来扩大新兴国家的市场份额。以智能手机出货量计算，华为、中兴和 TCL 通讯第三季合占 6.4% 的全球市场份额，比第一季的 3.4% 显著上升。三家公司在中国皆有强劲成长，而华为和 TCL 通讯在海外市场的渗透率亦佳。

图 71：手机出货量，百万（左轴）；环比手机出货量增长（右轴）



资料来源：Gartner、招银国际

图 73：智能手机作业系统的市占率分布



资料来源：Gartner、招银国际

低端智能手机潜力无限

我们认为智能手机市场已分成由苹果、HTC 和三星主导的高端市场和以中兴、华为和 TCL 通讯为首的低成本智能手机阵营。展望未来一年，我们预计高端智能手机市场较易受到发达国家的经济衰退冲击，低端智能手机则享有价格优势以及广阔的新兴市场做为后盾（新兴市场的智能手机普及率普遍偏低）。以中国为例，符合大众市场的人民币千元以下低端智能手机销售量大幅成长。我们相信中兴、华为和 TCL 通讯将有更高的成长潜力。

宽带网建设受十二五规划推动

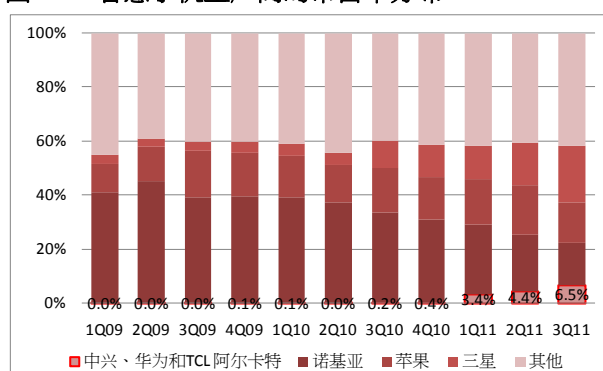
受网络视频与 HDTV 的流行带动，固网宽带流量需求激增，宽带投资将成为十二五通信基础建设的重中之重。根据十二五宽带网络基础设施规划，宽带行业总投资在十二五期间将达 16,000 亿元（人民币·下同），其中 5,700 亿元将投资于宽带接入网。目前中国主要的宽带网络仍为铜线，光纤宽带不论传输速度或稳定性皆在铜线之上。宽带提速将加快“光进铜退”的进程，宽带的升级将由中国电信的「宽带中国-光网城市」项目带动，以期在十二五期间大幅提高城市光纤到楼(FTTB)宽带覆盖率。中国电信预期将于 2015 年底前以光纤宽带取代华南地区所有城市的铜线。2011 年头十月中国联通新增宽带用户仅有 783 万户，同比减少 3.2%。同期中国电信新增宽带用户则同比大升 33.5%至 1,128 万户。可见中国电信的网络升级计划已初见成效，宽带网提速已开始带动用户上客量。截至 2010 年底中国宽带用户总数达 1.26 亿户，我们预期到 2015 年底中国总宽带用户可达 2.94 亿，而光纤网络(FTTX)用户将超过 2 亿户，光纤网络普及率将接近 70%。我们相信由十二五规划带动宽带网络投资将在未来数年持续推升电信业的资本支出。

图 72：3Q11 全球手机销售和市占率

全球手机销售， 3Q11 ('000 支)		市占率
诺基亚	105,354	23.9%
三星	78,612	17.8%
LG	21,015	4.8%
苹果	17,295	3.9%
中兴	14,108	3.2%
RIM	12,701	2.9%
HTC	12,100	2.7%
摩托罗拉	11,183	2.5%
华为	10,668	2.4%
索尼	8,476	1.9%
TCL 阿尔卡特	7,846	1.8%

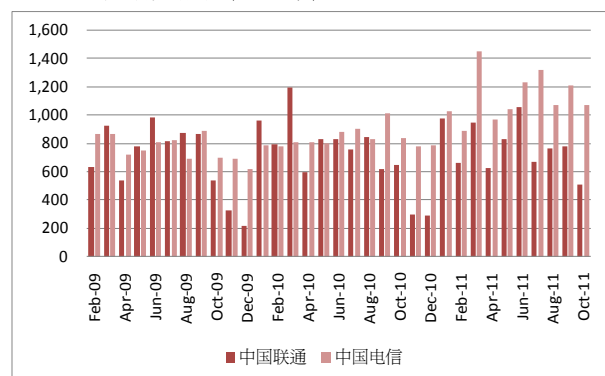
资料来源：Gartner、招银国际

图 74：智能手机生产商的市占率分布



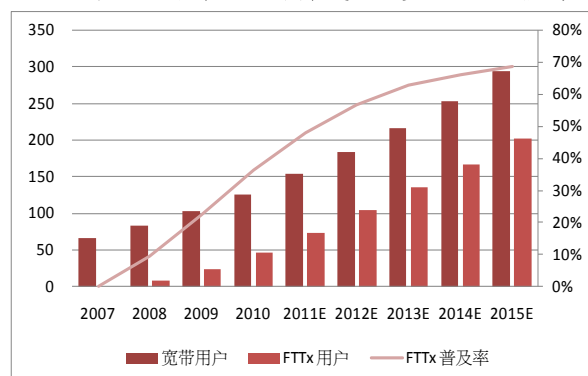
资料来源：Gartner、招银国际

图 75：新增宽频用户，千户



资料来源：公司、招银国际

图 76：宽带网用户，百万户(左轴); FTTx 普及率(右轴)

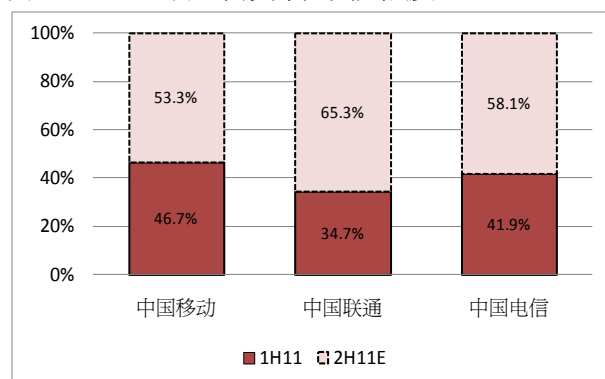


资料来源：公司、招银国际

2012 资本支出将有稳定增长

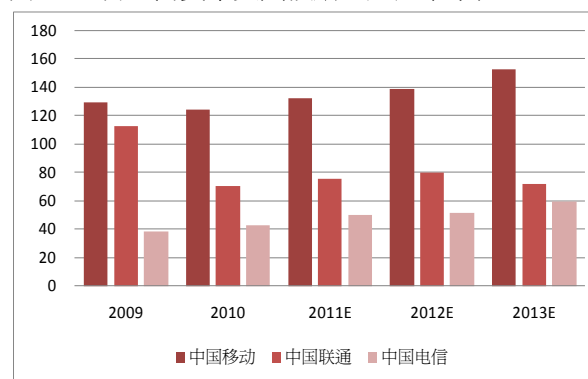
由于项目开展和设备采购滞后情况严重，2011 年营运商资本支出皆集中于下半年。中国移动，中国电信和中国联通于上半年仅完成各自全年资本支出计划的 46.7%，41.9%和 34.7%，惟其都将维持今年的资本支出计划不变。下半年联通移动数据增长大超预期，公司全年资本支出更有可能超出预算。我们预期营运商 2012 资本支出将稳健增长。三大运营商皆致力于强化无线网络以应付不断增长的数据流量。新增资本支出将用于 WLAN，GSM 和 CDMA 网络的优化和改良。中移动的 TD-SCDMA 网络整体依然落后于电信和联通，十月 3G 上客量更敬陪末席。来年更有强化 3G 基础无线网络的必要。预期 12 年中移动将会继续 TD-LTE 的试点网络铺设，而 2013-14 年将有大规模的资本支出用于 TD-LTE 布网。中国电信的资本支出增长则如上所述，主要来自“宽带中国，光纤城市”的宽带网络建设投入。我们预期 2012 年营运商总资本支出达人民币 2,700 亿，平稳增长 4.6%。

图 77：2011 营运商资本支出完成度



资料来源：公司、招银国际

图 78：营运商资本支出预期，人民币十亿



资料来源：公司、招银国际

结论

我们预期移动数据使用量激增带动的无线网络升级需求方兴未艾，大型的 TD-LTE 布网投入更为未来 3 年主设备商的需求带来保障。加上十二五规划对 FTTH 宽带接入网的重视，2012 年电信设备板块预期将会回暖。移动终端方面，低端智能手机仍会是市场的看点。中兴通讯和京信通信(2342 HK)将直接受固网宽带和无线网络升级的行业性利好带动。另一方面，低端智能手机的流行也将带动中兴通讯和 TCL 通讯的成长。我们认为中兴通讯将在终端和网络部门都有不俗的成长动力，也将成为 3G/4G 时代的主要受益者。

中国企业软件业板块(优于大市)

有显著的增长潜力

中国目前是亚洲最大的企业软件市场，同时也具有显著的增长潜力，内地软件业的复合年增长率（CAGR）达 29.2%，从 2006 年度的 4,801 亿人民币增加至 2010 年度的 13,364 亿人民币，加上有国策支持和中小企的崛起，以带动对企业软件系统的需求，我们给予企业软件板块「优于大市」的评级，并推荐金蝶国际（268 HK）。

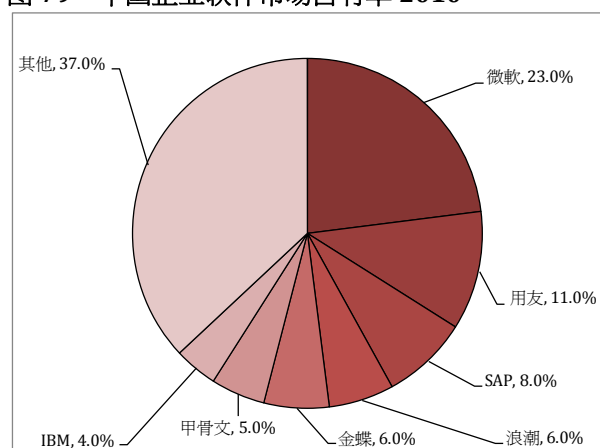
金蝶国际是企业资源规划（ERP）系统开发商，中小企客户群超过十万。该公司的总部设于深圳，而分销网络覆盖全国各地，公司的客户群超过 10 万。根据 IDC 的报告，金蝶连续 6 年成为中国最大的中小企 ERP 系统供货商。公司拥有三个 ERP 产品：KIS（标准化会计软件）、金蝶 K/3（针对中小企日常事务的简单财务应用系统）和 EAS（给大型企业度身订造的财务系统）。我们估计，公司在 2012 年的收入将达到 26.9 亿人民币，净利润高达 4.5 亿人民币。

企业软件业简介

企业软件由多个子行业所组成，包括：综合业务软件（BI）、客户关系管理系统（CRM）、企业资源规划系统（ERP）、办公室软件（差不多被微软的 Office 系统所垄断）及供应链管理系统等。

企业软件在中国的需求随着经济发展而不断提高，这意味着软件供货商正不断寻求改变和发展自己的能力、商业模式和产品，以获得更大的竞争优势。根据 2010 年的市场份额，中国排名首七位的企业软件供货商依次为：微软、用友、SAP、浪潮、金蝶、甲骨文及 IBM，它们共占约 62% 的市场占有率。其中用友、浪潮及金蝶是中国本土的软件商，共占 23% 的市场占有率。虽然企业软件行业还是以国际品牌占优，但随着中小企的兴起及本土的软件商对中小企的渗透率，我们相信本土的软件商的占有率会不断提升。

图 79：中国企业软件市场占有率 2010



来源：高德纳咨询公司

图 80：中国企业应用软件的增长预测

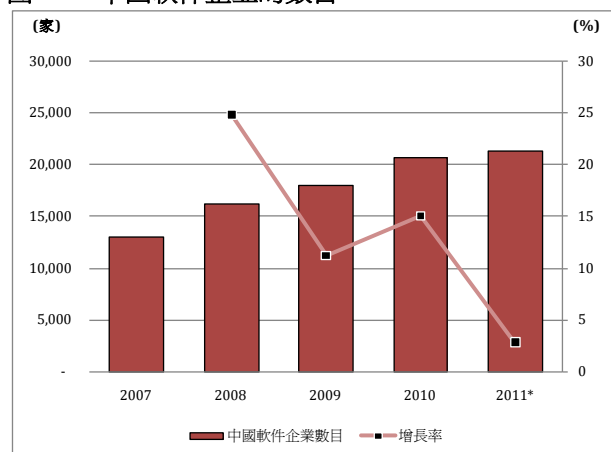
	2010 年 收入 (亿人民币)	2015 年 收入 (亿人民币)	复合年增长率 (%)
综合业务软件	7.52	17.48	18.4
客户关系管理系统	4.39	12.99	24.2
企业资源规划	39.48	87.16	17.2
办公室软件	23.63	48.91	15.7
供应链管理系统	4.39	12.99	24.2

来源：高德纳咨询公司

软件业正在高速增长

在国家政策的鼓励下，加上中小企对信息科技及业务发展的关联性之了解不断上升，中国的软件业正在急速增长。软件企业在中国的数目由 2007 年底的 12,968 家，大幅上升至 2010 年底的 20,719 家，不过企业数目的增长速度在 2011 年明显放缓，但中国软件业务的总收入仍保持快速的增长。2011 年首 10 个月的总软件收入为 14,970 亿人民币，上年度同期为 10,902 亿人民币，同比增长 37.3%，这反映了行业正在进行整合。

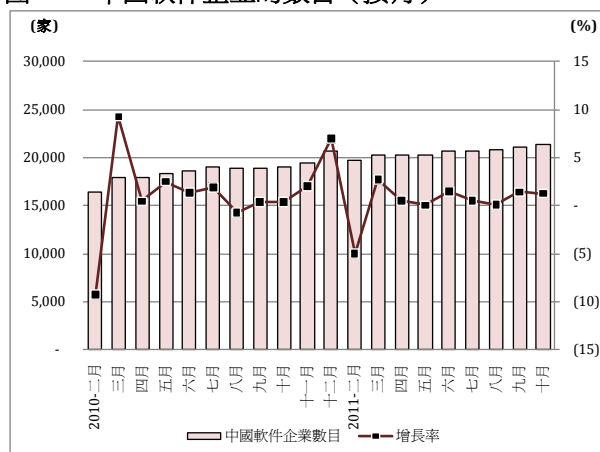
图 81：中国软件企业的数目



来源：中国工业和信息化部

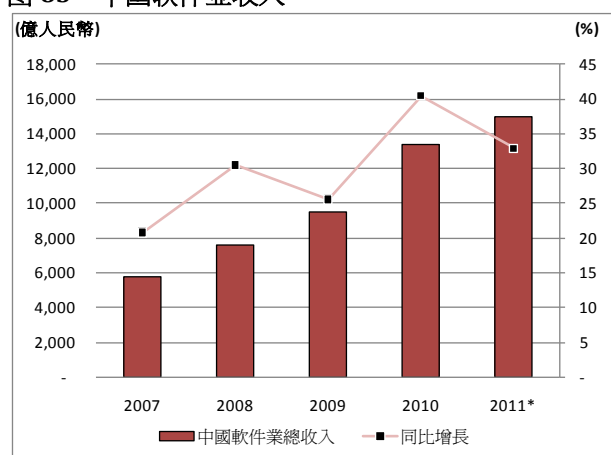
*截至 2011 年 10 月

图 82：中国软件企业的数目（按月）



来源：中国工业和信息化部

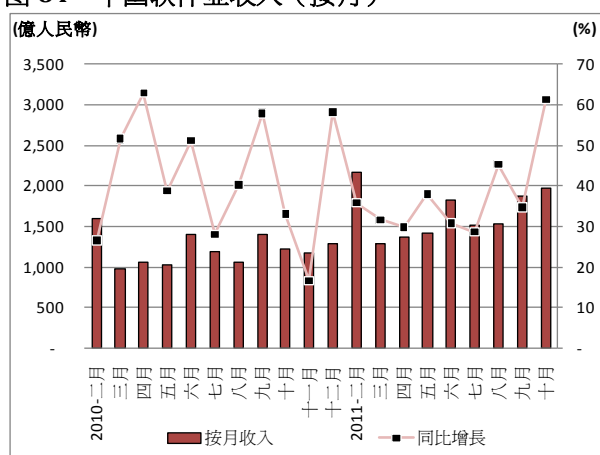
图 83：中国软件业收入



来源：中国工业和信息化部

*截至 2011 年 10 月

图 84：中国软件业收入（按月）



来源：中国工业和信息化部

在新技术的快速发展下，软件产业的结构调整步伐也随之加快。截至 2011 年 10 月，信息技术咨询服务，数据处理和经营服务收入，分别为 1,487 亿和 2,260 亿人民币，同比增长 47.7%和 58.9%，高于 37.3%的行业平均增长率。软件出口方面，今年首 10 个月的出口总值为 239 亿美元，同比增长 17.1%，其中，首 10 个月的软件外包服务出口同比增长 45.5%，从上年度的 33 亿美元，上升至今年度的 48 亿美元。

2011 年 1-10 月，中国首百强软件企业的总收入为 2,486 亿人民币，同比增长 14%，如排除业务调整的因素，软件收入同比增长为 26%，而利润增长 35%。2011 年第三季度的软件企业家信心指数为 105.2，高于基础值 100，表示企业对未来趋势持谨慎乐观态度，其中企业对未来收入和订单增长率的信心充足，不过对人力成本、研发的投入则有较多的担忧。

受惠国家政策支持

根据工信部印发的《软件和信息技术服务业「十二五」发展规划》，明确规划了「十二五」的发展思路和发展目标，确定了 10 项发展重点和 8 项重大工程。而软件业界预计，到 2015 年，中国软件行业收入将突破 4 万亿人民币，年均增长达 25%以上，出口突破 600 亿美元。

规划内容以行业整合为首要，以提升行业核心的竞争能力，从而优化产业发展环境，提高产业发展质量和水平，完善产业链，培育一批有实力和影响力的行业领先企业。故此，板块的龙头企业将会因此受惠。从 2000 年的 18 号文到 2011 年初的新 18 号文，政府的扶持力度和范围都在增强，在新 18 号文的带动下，软件业高增长依然强劲。

多项扶持政策密集出台

中国政府已颁布包括优惠税项待遇在内的多项政策，以鼓励软件行业的发展。国务院的政策通知，新一代信息技术产业正在催生新的经济增长点，加快转型升级已成为新时期电子信息产业发展的迫切要求。而随着今年年初《国务院关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》的出台，预计多项软件产业扶持细则将密集出台。

2000 年《国务院关于印发鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》出台后，各部分、地方先后出台了多达 110 项配套措施，从财税、投融资、研发、进出口等方面给予政策支持。

2011 年 10 月，财政部、国税总局发布《关于软件产品增值税政策的通知》，销售自行开发生产的计算机软件产品按法定 17% 的税率征收后，对实际税负超过 3% 的部分实行即征即退，所退税款用于研究开发软件产品和扩大再生产，不作为企业所得税应税收入，不予征收企业所得税。

中国对软件生产本地化的持续支持，《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策的通知》（国发[2011]4 号），软件行业被视为国家战略产业。我们相信，中国政府将继续对国内软件企业实行优惠政策，如优惠税项待遇、研发支持及人力资源发展支持。

政府自己亦增加内部在电子政务上的投资，以起牵头作用。如中国共产党中央委员会办公厅及国务院办公厅于二零零六年五月八日联合发布的《2006-2020 年国家信息化发展战略》所载，电子政务软件的发展被强调为全国信息化发展战略目标之一。

《国务院关于加强法治政府建设的意见》（国发[2010]33 号）内亦载述，中国政府强调，透过巩固电子政务基础设施及信息交换平台加强监管的透明度及市民、商界企业与政府机构之间互动的重要性。国家战略目标之一为大力鼓励电子政务软件市场发展，建立及改善网上审批及信息发布系统并注重信息综合。

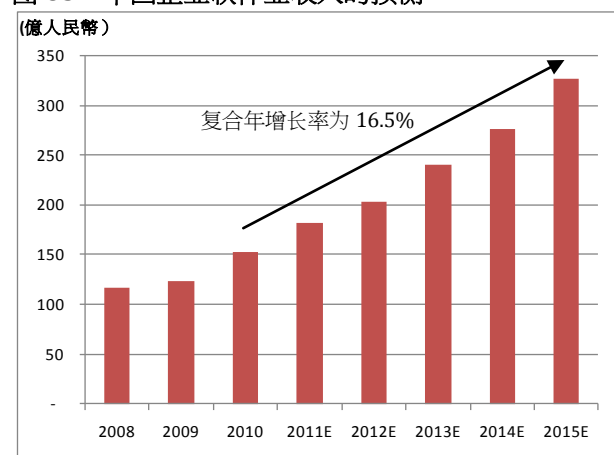
2008 年开始的经济刺激政策

从 2008 年底开始，中国政府颁布了多个经济刺激政策，以应对经济危机。当中，以医疗、建筑和公用事业行业在企业软件上有关的支出最明显。虽然刺激方案未必能直接地令企业软件业受惠，这些行业的增长将有助提高日后它们对企业软件的需要。

中国企业软件业未来的发展仍然强劲

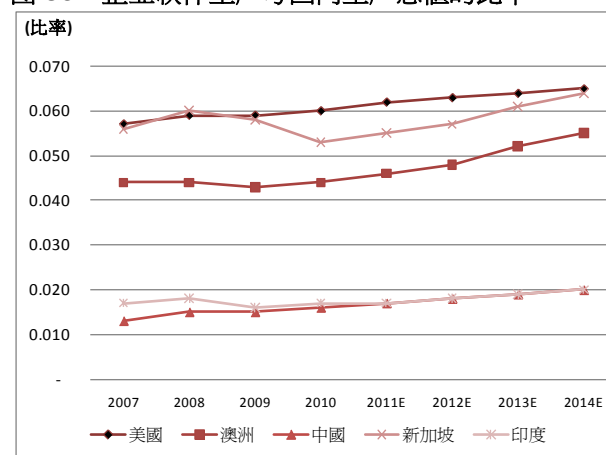
中国目前为亚洲最大的企业软件市场，同时也有显著的增长潜力，内地软件业的复合年增长率（CAGR）达 29.2%。从 2006 年度的 4,801 亿人民币增加至 2010 年度的 13,364 亿人民币，其中企业软件业的总收入约为 152.74 亿人民币，根据高德纳咨询公司（Garnter），企业软件业的总收入在 2015 年约为 327.3 亿人民币，复合年增长率为 16.5%。

图 85：中国企业软件业收入的预测



来源：高德纳咨询公司

图 86：企业软件生产与国内生产总值的比率



来源：高德纳咨询公司

企业软件市场仍有发展空间

与其他国家比较，中国企业软件生产与国内生产总值（GDP）的比率仍是处于一个较落后的水平。虽然一个国家的经济规模不能单看企业软件与 GDP 的比率，不过从中国的比率只有 0.017 这方面来看，我们可以肯定，中国企业软件的普及率比其他已发展国家，例如美国（2011 年比率为 0.062）为低。这样说明，中国还有较大的发展空间，具增长潜力。

尽管在这个低普及率的市场中，中国经济一直快速增长，但最终用户安装企业软件的速度却未能追上。因此，中国的市场还是高度分散的。在地理分布上，大部分采用企业软件的公司都集中在东部沿海一带，而中国西北部的市场一直有欠发展。在行业分布方面，制造业的安装比率是最高的。在组织规模上，安装率也各有不同，大型组织正在寻求整合他们的业务，以向世界国际的做法接轨，而中小企方面，仍然以简单而标准化的解决方案为主，但在其组织的成长之下，对于企业软件的需求也会随之而增长。

本土三巨头

在中国的企业结构中，约 90% 为中小企。在高速的经济增长之下，中小企市场迅速扩展，但企业软件的普及率相对较低。中国本土的三巨头供货商：用友、浪潮及金蝶等，在远至 2000 年时，它们已经瞄准了中小企用户市场，占其软件收入的主体部分；反之，国际的软件供货商，如甲骨文（Oracle）、SAP 等，传统地重点向大型跨国企业销售。随着中小企的发展迅速，中国本土的软件供货商可以大幅增加其市场的占有率至约 50%。

不过虽然本土软件供货商有着强大的销售网络（用友约 2,000 个，金蝶约 1,200 个）但因为成本效益及企业管治上还跟国际企业有一段距离，故此成本控制会是本土软件供货商的最大挑战。

中国本土主要企业软件供货商

1) 用友软件

		2008 上半年	2008 下半年	2009 上半年	2009 下半年	2010 上半年	2010 下半年	2011 上半年	复合年增长率 2008-10(%)
用友软件	营业额 (百万人民币)	667	1,011	744	1,540	885	2,013	1,419	31.4%
(600588 CH)	毛利润 (百万人民币)	599	867	625	1,267	772	1,609	1,240	27.5%
	净利润 (百万人民币)	112	279	328	265	27	306	122	-7.9%
	毛利率	89.7%	85.8%	84.1%	82.3%	87.2%	79.9%	87.4%	
	净利率	16.8%	27.6%	44.1%	17.2%	3.0%	15.2%	8.6%	

用友是第二大的企业软件供货商，约占 11% 市场份额（最大供货商为微软，占有率约 23%）。该公司的主要焦点是财务系统，占公司总营业额超过 73%，另外制造业生产管理系统和运营系统也为用友贡献了 23% 的收入。用友软件的软件收入集中在中国国内市场，约占 97%。

2) 浪潮国际

		2008 上半年	2008 下半年	2009 上半年	2009 下半年	2010 上半年	2010 下半年	2011 上半年	复合年增长率 2008-10(%)
浪潮国际	营业额 (百万人民币)	678	961	740	1,031	1,133	905	865	11.3%
(596 HK)	毛利润 (百万人民币)	181	277	200	226	222	181	213	-6.3%
	净利润 (百万人民币)	118	159	144	80	105	50	35	-25.3%
	毛利率	26.7%	28.8%	27.1%	22.0%	19.6%	20.0%	24.7%	
	净利率	17.4%	16.6%	19.5%	7.8%	9.3%	5.6%	4.1%	

浪潮是第四大的企业软件供货商。该公司收入从 2008 财年的 16 亿人民币，升至 2010 财年的 20 亿人民币，年复合增长为 11.3%，不过在净利润方面，则从 2008 财年的 2.8 亿人民币，下跌至 2010 财年的 1.6 亿人民币。可见公司在成本控制方面比其他竞争对手为弱。公司的收入中，约有一半是来自制造业生产系统。

3) 金蝶国际

		2008 上半年	2008 下半年	2009 上半年	2009 下半年	2010 上半年	2010 下半年	2011 上半年	复合年增长率 2008-10(%)
金蝶国际	营业额 (百万人民币)	422	453	441	556	534	902	844	28.1%
(268 HK)	毛利润 (百万人民币)	332	359	349	429	422	677	647	26.1%
	净利润 (百万人民币)	53	129	75	138	89	183	127	22.3%
	毛利率	78.5%	79.3%	79.2%	77.1%	79.0%	75.0%	76.6%	
	净利率	12.6%	28.4%	17.0%	24.7%	16.6%	20.3%	15.0%	

金蝶国际是第五大的企业软件供货商，但在中小企 ERP 系统子行业中，占有率排名第一，约 25%。公司的总部设在深圳，而分销网络覆盖全国各地。2010 年，公司积极地大力发展，并开设了 46 个新的办事处，和新聘 4,000 名销售人员，不过在过度扩张之下，令公司净利率下降。故此，公司在 2011 年第 3 季度完成了业务架构重整，有望明年的盈利能力可以回复。综合了业务增长及利润率等因素考虑，我们推荐金蝶。

结论

总括而言，企业软件行业是一个高增长的行业，短线而言，在适当的国家优惠政策支持下，事半功倍。现时行业面临最大的挑战，是由于早年过度扩张，令成本效益降低，不过幸好的是公司们都了解情况，尤其是金蝶，该公司已经在 2011 年第三季度完成业务架构重整，有望明年的盈利能力可以回复。长远来说，中国企业软件的普及率仍是大大低于美国等已发展国家，发展空间巨大，加上中国本土的快速经济发展，故此行业长远亦大大受惠。

图 87：企业软件公司现价比较

图 3-1 企业软件公司财务比较									
公司	代码	市值 (港币百万)	股价 (当地货币)	市盈率 (倍)		每股盈利变动 (%)		股东权益报酬率 (%)	
				今年	明年	今年	明年	今年	明年
中國企業軟件公司									
金蝶国际	268 HK	5,027	2.00	11.4	9.9	36.0	15.6	19.5	21.4
中软国际	354 HK	2,958	2.02	17.8	10.9	N/A	63	10.9	15.7
浪潮国际	596 HK	850	0.20	6.1	5.3	-30.1	15.2	6.9	7.4
金山软件	3888 HK	3,375	2.89	8.4	7.8	-20.1	16.1	16.5	15.8
远光软件	002063 CH	7,179	21.28	24.3	17.2	25.1	40.7	24	25.7
亿阳信通	600289 CH	4,852	8.40	24.4	20.1	88.3	21.4	N/A	N/A
华胜天成	600410 CH	7,123	13.10	21.3	16.8	21.1	28.2	13	15
恒生电子	600570 CH	8,961	14.37	27.2	19.8	25.1	39.7	33.1	29.8
用友软件	600588 CH	17,573	21.54	24.6	18.4	72.9	33.3	22.6	25.5
东软集团	600718 CH	11,959	9.74	17.5	14.5	14.1	19.8	10.4	11.1
平均值				18.3	14.5	23.9	30.7	17.4	18.6
中位数				19.6	15.6	21.1	28.7	16.5	15.8
國際企業軟件公司									
微软	MSFT US	1,689,010	200.78	9.3	8.4	1.2	10.9	35.4	30.6
甲骨文	ORCL US	996,980	198.37	10.9	10.0	43	10.1	25.6	23.5
SAP	SAP GR	497,116	404.83	14.6	13.4	82.2	8.4	28.4	24
平均值				11.5	10.6	42.1	9.8	29.8	26.0
中位数				10.9	10.0	43.0	10.1	28.4	24.0

*注：表中为 2011 年 12 月 28 日的数据

来源：彭博

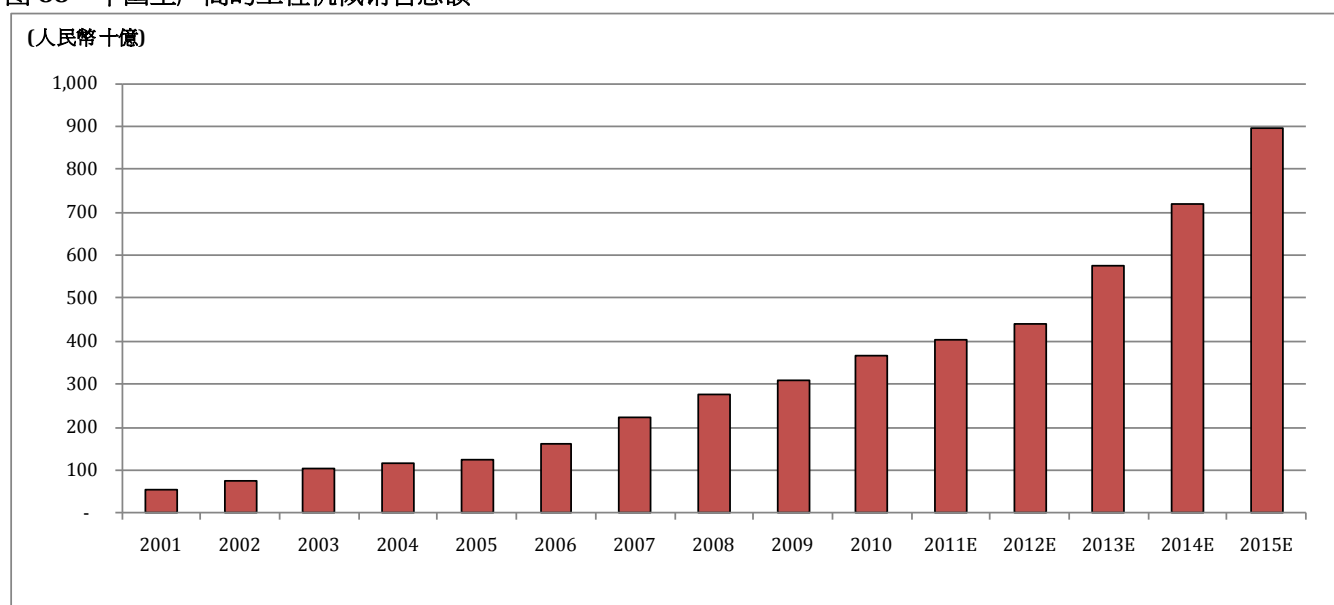
中国工程机械板块(同步大市)

明年将是寒冬

我们认为 2012 年将会是中国的工程机械行业具挑战性的一年。在欧洲债务问题及美国生产放缓的阴霾下，全球经济环境正面临持续疲弱的风险，企业忧虑明年销售增长放缓甚至倒退的情况下，产能扩张与有关的固定资产投资上会趋向保守。加上中央政府在高通涨的压力之下，推出一连串针对货币供给的措施，如人民银行不断加息及多次上调存款准备金。这令民间企业的借贷成本大幅上升，这也打击了它们的在固定资产上投资的意欲，虽然中央已经开始逐步放宽银根，但短期之内资金荒的情况依然难以大幅改善。另外，地方债务的问题令当地政府在基础建设上的开支有所减少。在种种不利的因素之下，我们认为中国的工程机械行业在明年的销售数量的增长上会大幅放缓，个别企业或会录得倒退。所以，我们给予建筑机械板块「同步大市」的评级。

中国工程机械行业简介

图 88：中国生产商的工程机械销售总额



来源：中国工程机械工业协会、招银国际

工程机械广泛用于城市基础设施建设、运输设施建设、采矿设施建设及商业与住宅房地产发展等项目。对工程机械的需求一般由各个地区及国家的建筑活动所带动。

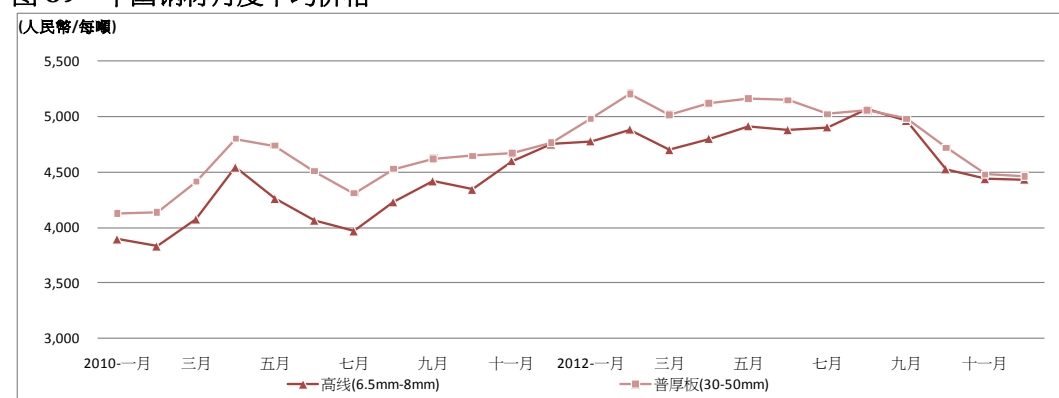
由于早年国家在基础建设的项目上大量投放资源，以使工程机械行业在过去十数年迅速发展，中国现时是世界最大的工程机械市场。根据中国工程机械工业年鉴及中国工程机械工业协会的数据，中国工程机械生产商的总销售收入由 2001 年的约 560 亿人民币增至 2010 年约 3,650 亿人民币，复合年增长率为 21.8%。在十二五规划的指引下，我们预计工程机械总收入在 2015 年将超过 800 亿人民币。

在不同的工程机械中，以混凝土机械的销售额最高，占 2010 年总工程机械销售额约 25%。挖掘机的销售额排名第二，占约 22%。现时共有约 10 家大型工程机械制造商，中型制造商约 100 多家，而小型的约 1,000 多家。

钢铁价格开始回落

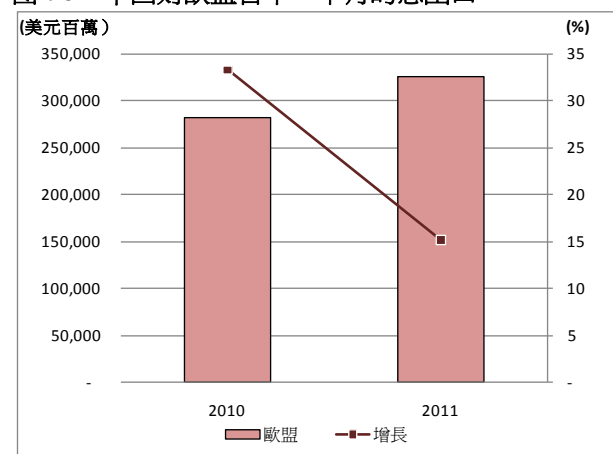
工程机械的生产过程中，钢铁占总生产成本约 20%，因此钢铁价格的高与低直接影响到工程机械制造商的毛利润及净利润。中国钢铁价格从 2010 年起，一直反复上升，钢铁（高线 6.5mm-8mm）价格从 2010 年 1 月份的每吨 3,893 人民币，上升至 2011 年 8 月份的每吨 5,063 人民币的高位。不过，随着全球经济不景气的影响之下，中国的制造业及出口业受打击，希腊债务危机爆发以来，中国对欧盟首十一个月的总出口增速从 2010 年度的 33.3%，下降到 2011 年度的 15.1%，中国对美国首十一个月的总出口增速从 2010 年度的 29.4%，下降到 2011 年度的 14.8%。令钢铁的需求有所回落，其价格亦从 8 月份的高位回落有所回落。截至 2011 年 12 月 2 日，钢铁价格为每吨 4,430 人民币。

图 89：中国钢材月度平均价格



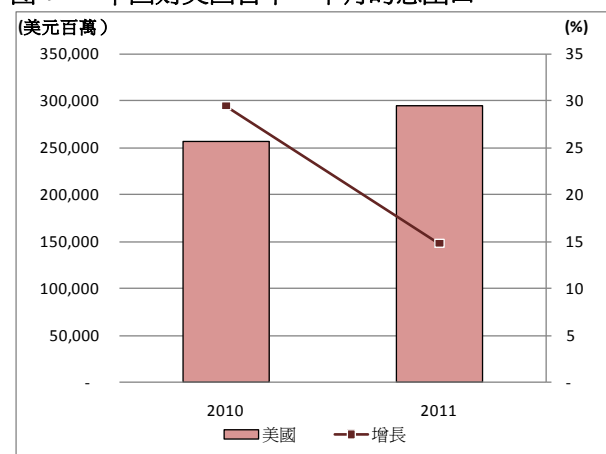
来源：中国钢铁工业协会

图 90：中国对欧盟首十一个月的总出口



来源：中国海关统计网

图 91：中国对美国首十一个月的总出口



来源：中国海关统计网

受钢铁价格上涨影响，工程机械行业总体成本上升，对工程机械主流产品中的部分产品影响较大，部分产品则所受冲击较小。比如装载机和推土机，因为用钢量巨大，钢价上涨，则造成生产成本攀升，加上两者市场饱和度又比较高，行业利润率将更趋微薄；而对于挖掘机、起重机来说，由于市场需求比较大，产品转价能力较强，受影响程度较小，因此中联重科（1157 HK）的毛利率在今年首三季度仍可以保持一个较高的水平，反之其他的工程机械制造商，如广西柳工（000528 CH）毛利在同一时期录得下跌。但随着钢铁价格有所回落，我们预计工程机械制造商在今年第 4 季度的毛率得以回升，下半年整体来说，毛利率方面应该与上半年差不多。而明年的情况，在中国制造业的放缓之下，我们认为钢铁的价格会维持在每吨 4,500 人民币这个水平，所以工程机械制造商明年的毛利，相比今年，应该不会有明显的下降。

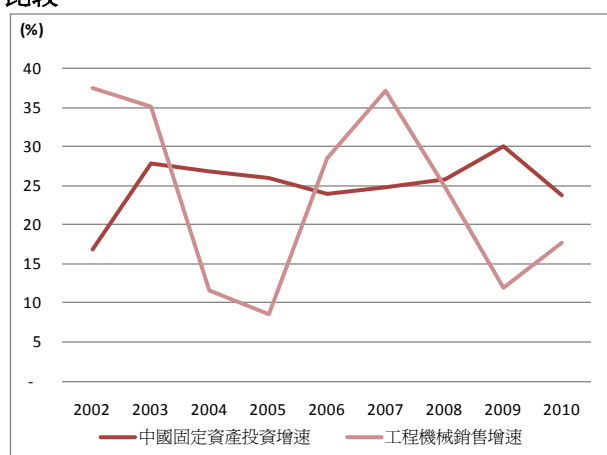
中国固定资产投资放缓

工程机械行业是投资拉动型行业，行业业绩的好与坏，直接与下游的建筑、基建及房地产等行业的固定资产投资有直接关系。当固定资产投资增速上升时，市场对工程机械需求增速上升幅度亦会上升，而上升的幅度也比固定资产的增速更快；反之，当固定资产投资增速放缓时，市场对工程机械需求的下降幅度也会比固定资产的下降幅度来得更深。

根据国家统计局的数据，中国城市累积的固定资产投资在 2010 年 1 月份的同比增长为 35.9%，增长率一直反复下降至 2011 年 10 月份的 24.9%。中国电及热力生产与供应业、石油和天然气开采业及铁路运输业上面的基础建设累积投资在 2011 年 1-10 月份的增长并有所下降，其中以铁路运输业的跌幅最大。另外，在政府的抑压楼价政策的打击之下，新增施工面积增长率不断下降。

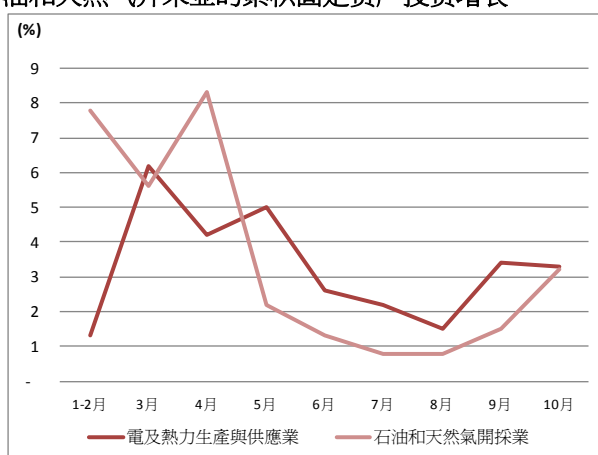
而根据中国工程机械工业协会，截至 2011 年 10 月，挖掘机、推土机和压路机等机型销量今年亦录得同比下滑，在「铁公基」投资减速的环境下，工程机械类公司的经营压力明显增大。一般来说，每年的四季度是机械产品的销售旺季，但近几个月的销量一直延续着下降的趋势。在地方债务及环球经济的问题下，我们相信明年中国固定资产的投资增长将会放缓至约 10%，而工程机械的销售将会是负增长约 20%。

图 92：中国固定资产投资增速与工程机械销售增速比较



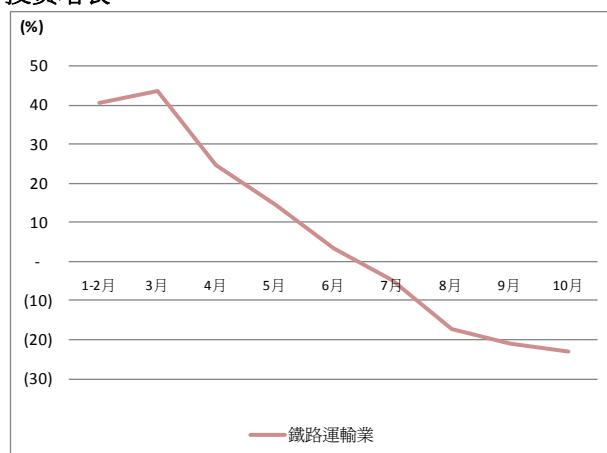
来源：国家统计局、中国工程机械工业协会

图 93：2011 年 1-10 月电及热力生产与供应业及石油和天然气开采业的累积固定资产投资增长



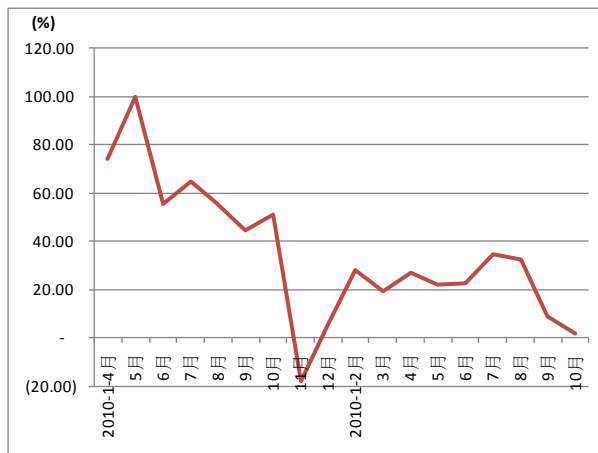
来源：国家统计局

图 94：2011 年 1-10 月铁路运输业的累积固定资产投资增长



来源：国家统计局

图 95：月度房地产新增施工面积同比增长



来源：国家统计局

明年将是寒冬

2011 年 10 月份工程机械行业的销售数据显示，挖掘机、推土机、压路机以及起重机等机械销售均延续负增长的状态。

地方债务问题影响固定资产投资

过去几年，中国市政府的建设投资量增大，各地政府要大量兴建高速公路、推行旧城改造、进行医保改革等，以令支持当地经济产出，地方财政收入不能承受这么大的资金投资，因此不断举债，为解决庞大的保障性住房项目，地方政府也只能靠发债来筹集资金。虽然以中国现时的经济发展水平来看，地方债务的规模尚在可控制范围之内，短期内还不会出现类似欧美的债务危机，但由于地方政府强劲的融资冲击下，中国的债务压力会继续增加。根据中国国家审计署公布的资料，截至 2010 年底，中国的地方性债务余额为 10.7 万亿人民币，涉及约 37 万个项目，共 187 万笔债务。我们认为，在巨大的债务压力之下，明年对于基础建设的投资额的增长将会相应减小，直接令工程机械的销售量下降。

全球经济不景令企业投资活动放缓

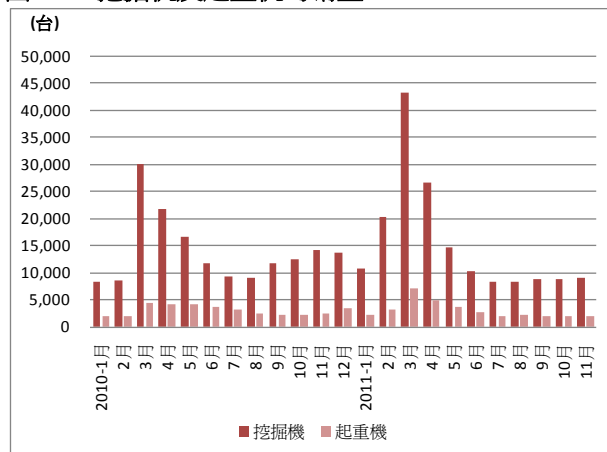
中国物流与采购联合会公布 2011 年 11 月份的非制造业采购经理人指数（PMI），由前一个月的 57.7 下降到 49.7，跌破了作为扩张与收缩分界线的 50。表示制造业，包括建筑和地产业的经济活动有所放缓。央行亦在 2011 年 11 月 30 日作出了 2008 年以来首次下调银行存款准备金率的决定，随后发布的经济数据即显示，中国制造业出现了近三年来的首次收缩，企业的固定资产投资和房地产投资活动对经济的持续拉动作用正逐步下降。

工程机械行业的积压问题

另外一个令工程机械销售受打击的原因是行业产品的积压问题。2011 年以来，工程机械行业出现了大量产品积压的现象，导致产能过剩。大量整机被积压在代理商的仓库中，当中，更有去年购机的用户无工可开，正犯愁如何处置刚购到手的新机。

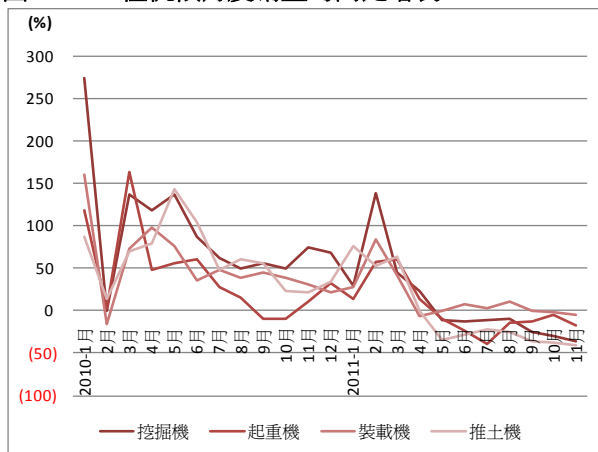
长远而言，工程机械业受惠于中国基建的增长，不过在环球经济危机、地方债务问题及产能过剩，令这行业明年的销情受压。不过在中央政府已经开始逐步放宽银根，我们相信，明年第三季度开始会有好转。截至 2011 年 12 月 28 日，行业的平均 2012 年市盈率为 8.7 倍，而在香港上市的中联重科及中国龙工分别为 6.4 倍及 5.0 倍，而本来计划 2011 年来港发行 H-股但最终搁置的三一重工（600031 CH）及徐工机械（000425 CH）的现价分别为 8.0 倍及 6.3 倍 2012 年市盈率。它们的现价比起平均历史市盈率大约有 50% 的折让，故此我们给予建筑机械板块「同步大市」的评级。

图 96：挖掘机及起重机的销量



来源：中国工程机械工业协会

图 97：工程机械月度销量的同比增长



来源：中国工程机械工业协会

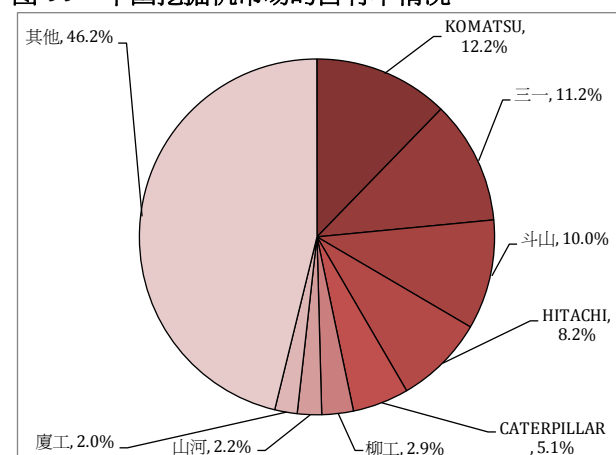
图 98：中国主要工程机械制造商盈利能力比较

		2007 上半年	2007 下半年	2008 上半年	2008 下半年	2009 上半年	2009 下半年	2010 上半年	2010 下半年	2011 上半年	复合年增长率 (%)
三一重工 (600031 CH)	营业额 (百万人民币)	4,389	4,749	7,190	6,538	8,514	10,403	16,882	16,942	30,197	62.0%
	毛利润 (百万人民币)	1,560	1,593	2,217	1,878	2,913	3,755	6,292	6,042	11,382	64.4%
	净利润 (百万人民币)	824	782	816	416	1,096	1,544	2,875	2,740	5,939	63.8%
	毛利率	35.5%	33.6%	30.8%	28.7%	34.2%	36.1%	37.3%	35.7%	37.7%	
	净利率	18.8%	16.5%	11.4%	6.4%	12.9%	14.8%	17.0%	16.2%	19.7%	
中联重科 (1157 HK)	营业额 (百万人民币)	3,604	5,369	6,216	7,332	9,267	11,495	16,089	16,104	24,148	60.9%
	毛利润 (百万人民币)	994	1,574	1,853	1,853	2,389	2,951	4,651	5,118	7,857	67.7%
	净利润 (百万人民币)	516	923	902	642	1,085	1,362	2,202	2,464	4,628	73.1%
	毛利率	27.6%	29.3%	29.8%	25.3%	25.8%	25.7%	28.9%	31.8%	32.5%	
	净利率	14.3%	17.2%	14.5%	8.8%	11.7%	11.9%	13.7%	15.3%	19.2%	
徐工机械 (000425 CH)	营业额 (百万人民币)	1,784	1,472	1,956	13,884	9,173	18,678	13,151	11,975	19,433	81.7%
	毛利润 (百万人民币)	134	105	134	2,785	1,808	3,693	2,659	2,705	4,176	136.4%
	净利润 (百万人民币)	20	5	1	1,495	878	1,728	1,382	1,544	2,229	224.1%
	毛利率	7.5%	7.2%	6.9%	20.1%	19.7%	19.8%	20.2%	22.6%	21.5%	
	净利率	1.1%	0.3%	0.1%	10.8%	9.6%	9.3%	10.5%	12.9%	11.5%	
广西柳工 (000528 CH)	营业额 (百万人民币)	3,852	3,762	5,603	3,642	4,962	5,172	8,113	7,191	10,764	29.3%
	毛利润 (百万人民币)	751	720	949	512	987	1,102	1,836	1,543	2,125	29.7%
	净利润 (百万人民币)	331	242	367	(27)	369	496	918	626	1,094	34.8%
	毛利率	19.5%	19.1%	16.9%	14.1%	19.9%	21.3%	22.6%	21.5%	19.7%	
	净利率	8.6%	6.4%	6.6%	-0.7%	7.4%	9.6%	11.3%	8.7%	10.2%	
山推股份 (000680 CH)	营业额 (百万人民币)	2,229	2,574	3,690	2,990	3,300	3,638	6,866	6,505	9,223	42.6%
	毛利润 (百万人民币)	382	487	676	475	486	513	921	857	1,380	37.9%
	净利润 (百万人民币)	249	197	382	123	202	220	494	346	500	19.0%
	毛利率	17.1%	18.9%	18.3%	15.9%	14.7%	14.1%	13.4%	13.2%	15.0%	
	净利率	11.2%	7.6%	10.3%	4.1%	6.1%	6.1%	7.2%	5.3%	5.4%	
中国龙工 (3339 HK)	营业额 (百万人民币)	2,831	2,478	3,991	2,154	3,573	3,328	6,566	5,454	8,398	31.2%
	毛利润 (百万人民币)	692	500	845	330	721	897	1,656	1,771	2,201	33.5%
	净利润 (百万人民币)	283	347	604	62	361	439	926	840	1,154	42.2%
	毛利率	24.4%	20.2%	21.2%	15.3%	20.2%	26.9%	25.2%	32.5%	26.2%	
	净利率	10.0%	14.0%	15.1%	2.9%	10.1%	13.2%	14.1%	15.4%	13.7%	
太原重工 (600169 CH)	营业额 (百万人民币)	2,425	2,701	3,239	3,785	3,852	4,185	4,799	4,800	4,422	16.2%
	毛利润 (百万人民币)	344	496	524	482	595	510	780	652	770	22.3%
	净利润 (百万人民币)	135	216	231	221	276	278	355	297	269	18.7%
	毛利率	14.2%	18.4%	16.2%	12.7%	15.4%	12.2%	16.3%	13.6%	17.4%	
	净利率	5.6%	8.0%	7.1%	5.9%	7.2%	6.6%	7.4%	6.2%	6.1%	
北方股份 (600262 CH)	营业额 (百万人民币)	550	732	730	877	745	1,124	888	1,012	1,003	16.2%
	毛利润 (百万人民币)	135	133	158	225	151	161	174	195	225	13.7%
	净利润 (百万人民币)	12	14	17	20	24	25	34	39	65	52.6%
	毛利率	24.5%	18.2%	21.7%	25.7%	20.3%	14.4%	19.7%	19.3%	22.5%	
	净利率	2.2%	1.9%	2.3%	2.3%	3.2%	2.3%	3.8%	3.9%	6.5%	
山河智能 (002097 CH)	营业额 (百万人民币)	530	620	818	434	683	764	1,449	1,382	1,983	39.1%
	毛利润 (百万人民币)	133	174	223	104	171	210	372	324	487	38.4%
	净利润 (百万人民币)	59	88	84	(32)	48	58	134	69	161	28.5%
	毛利率	25.1%	28.0%	27.2%	24.1%	25.1%	27.5%	25.6%	23.4%	24.6%	
	净利率	11.2%	14.2%	10.3%	-7.4%	7.0%	7.6%	9.3%	5.0%	8.1%	

来源：彭博

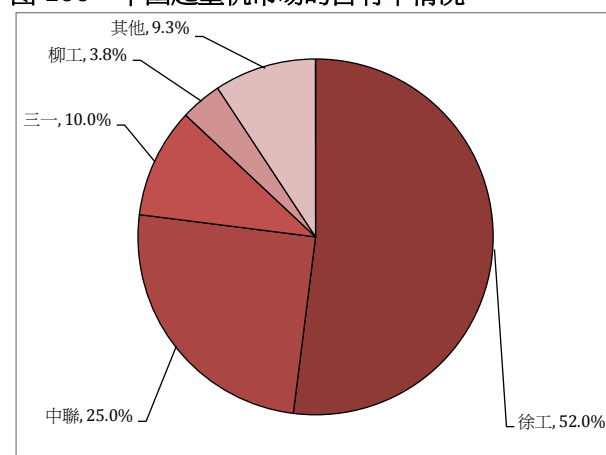
市场占有率比较

图 99：中国挖掘机市场的占有率情况



来源：中国机械商贸网

图 100：中国起重机市场的占有率情况



来源：中国机械商贸网

图 101：中国工程机械行业公司比较

公司	代码	市值 (港币百万)	股价 (当地货币)	市盈率(倍)		每股盈利变动(%)		股东权益报酬率(%)	
				今年	明年	今年	明年	今年	明年
中联重科-H	1157 HK	70,515	8.5	7.0	6.4	33.1	10.2	24.1	22.0
中国龙工	3339 HK	11,385	2.7	5.2	5.0	1.7	4.8	29.3	25.2
三一重工	600031 CH	114,514	12.3	10.0	8.0	65.8	23.5	48.9	40.2
太原重工	600169 CH	10,455	5.3	10.0	7.8	13.0	28.7	N/A	N/A
北方股份	600262 CH	2,808	13.4	na	na	N/A	N/A	N/A	N/A
安徽合力	600761 CH	5,400	10.3	11.1	9.3	19.5	20.1	11.7	13.8
厦工股份	600815 CH	7,672	8.0	8.4	7.5	20.1	18.3	21.1	22.4
中联重科-A	000157 CH	70,515	7.6	7.7	6.3	32.7	23.3	22.3	22.0
徐工机械	000425 CH	35,369	13.9	7.6	6.3	13.4	21.0	25.2	23.9
广西柳工	000528 CH	16,028	11.6	7.4	6.5	1.5	16.8	17.8	17.9
山推股份	000680 CH	8,273	8.9	7.9	6.5	11.4	23.8	18.2	19.4
山河智能	002097 CH	4,375	8.5	13.9	12.6	34.6	26.5	N/A	N/A
CATERPILLAR	CAT US	449,375	89.4	13.2	9.9	59.0	33.1	36.7	38.1
DEER & CO	DE US	241,726	76.9	9.8	9.2	16.5	7.2	39.5	34.5
TEREX CORP	TEX US	10,774	12.6	27.2	7.7	(86.3)	268.6	2.7	8.1
MANITOWOC	MTW US	8,883	8.7	24.5	9.2	N/A	156.3	6.7	22.9
VOLVO	VOLVB ST	176,074	73.7	8.5	9.0	61.8	(5.3)	22.4	18.4
SANDVIK	SAND ST	109,121	82.0	11.7	11.7	25.7	(0.4)	22.7	21.9
ATLAS	ATCOA ST	191,831	144.5	13.7	13.7	29.1	0.6	42.8	36.8
KOMATSU	6301 JP	174,424	1,750.0	10.4	9.7	22.2	7.6	18.3	16.8
HITACHI	6305 JP	26,914	1,253.0	13.0	10.7	100.8	21.8	7.2	8.5
平均值				11.2	8.7	25.0	35.3	23.2	22.9
中位数				10.0	8.5	22.2	20.6	22.3	22.0

*注：表中为 2011 年 12 月 28 日的数据

来源：彭博

中国太阳能板块 (同步大市)

产能过剩影响行业中短期前景

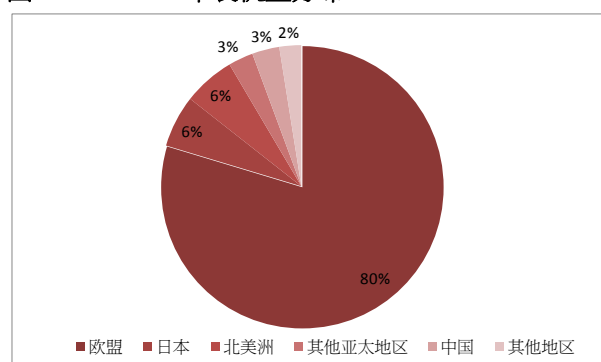
欧盟地区因太阳能行业的补贴大幅减少加上区内的经济放缓，预期来年欧洲光伏需求将疲不能兴。但非欧盟国家的需求增长将抵消欧盟地区的疲软，未来太阳能光伏市场的前景依然乐观，需求将平稳增长。唯产能过剩引致的去库存压力，加上美国对中国光伏企业征收反倾销税的潜在威胁，都对中短期行业前景造成负面影响。行业复苏需时，产品价格需待小企业退出市场及终端系统集成商风险胃纳提高后才可望稳定下来。预期行业将在 2012 年下半年解冻，上游多晶硅制造商将率先复苏。

欧盟国家占全球太阳能市场的主导地位

在过去的几年，全球光伏（PV）市场经历了巨大的成长。欧盟地区为太阳能产业的发展发挥了关键作用，以装机容量来算主宰了光伏市场。至 2010 年，欧盟地区的累计装机容量达到近 30GW，占全球累计装机容量约 75%。多晶硅价格在 2008 年金融危机后大跌，加上预期包括德国和意大利在内的欧盟市场将会削减光伏上网电价补贴（FIT），光伏市场于 2010 年经历了前所未有的增长。2010 年全球市场装机容量从 2009 年的 7.2GW 增加一倍以上至 16.6GW。在 2010 年，德国占据着光伏市场的领导地位，总装机量达到 7.4GW，意大利在同一时期装机量达 2.3GW。在 2010 年整个欧盟地区的太阳能电池安装量超过 13GW，而世界其他地区仅达 3.0GW。

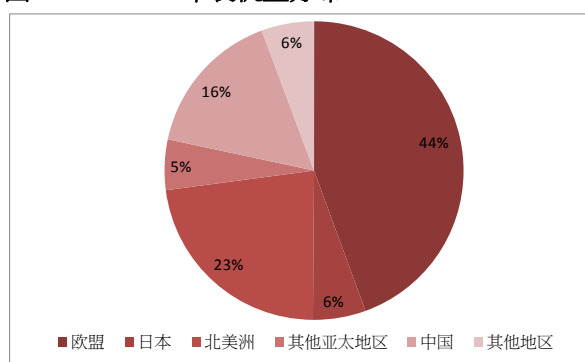
展望未来数年，德国和捷克太阳能光伏市场将失去动力，引致欧盟地区的增长很有可能会走低，甚或出现负增长。预期德国的 FIT 将下调至远低于其他欧盟国家的水平，这将会导致这世界上最大的光伏市场需求持续走低。从 2011 年开始，德国的装机量预期将从 2010 年的 7.4GW 跌至约每年 5GW 的水平。捷克在 2010 年的爆发式增长是基于政府提供了过高的 FIT 诱因，补贴的水平被市场认为是不可持续的。在 2011 年捷克政府立法减少 FIT 并取消光伏行业的税务优惠政策，捷克的装机量预计将从 2010 年的 1.5GW 大幅萎缩到往后数年的 100-200MW。欧盟区在光伏市场的重要性正在逐步降低，而需求的缺口将由日益成熟的美国、日本和中国市场补上。

图 102：2010 年装机量分布



资料来源：EPIA、招银国际

图 103：2015 年装机量分布



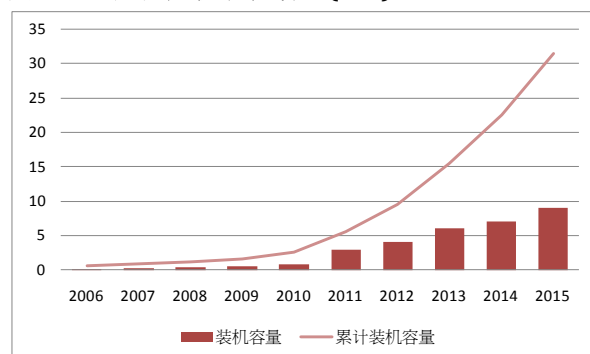
资料来源：EPIA、招银国际

非欧盟国家需求成长迅速

美国成为除欧盟外最大光伏市场

美国光伏市场的装机量将在 2011 年年底首次超越 1.0GW，成为除欧盟外装机容量最大的太阳能市场。除现有的装机计划外，美国尚有数 GW 的太阳能项目等待政府的准入许可。加州占了美国建议安装总量的 60%，必将引导美国的太阳能市场方向。加州市场拥有的优势包括日照时间很长，光能源充分加上加州政府给予很高的太阳能上网电价以补贴行业发展。预期美国市场需求将从 2010 年的 878MW，扩大到 2015 年的 9.0GW 年安装量。美国的需求将极大地推动未来数年全球太阳能市场的增长。

图 104：美国光伏装机容量(GW)

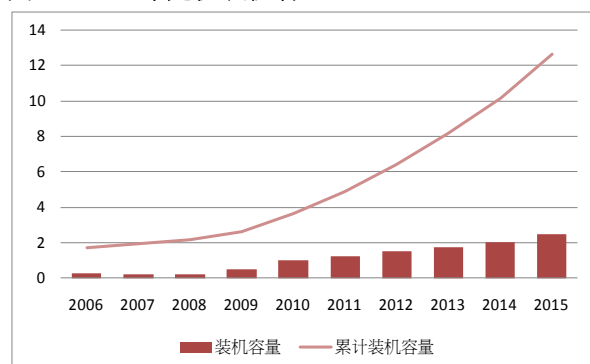


资料来源：EPIA、招银国际

日本将改变依赖核能发电的政策

市场普遍预期日本光伏需求将在 311 地震后大增。在数个核电厂停止运作后，日本极度缺乏可替代的清洁能源。日本也在地震后检讨过度依赖核能发电的政策，太阳能发电预期将成为主要的清洁能源来源。2010 年日本市场需求达 1.0GW，预计到 2015 年日本市场将扩大到每年安装量达 2.5GW。但是尽管日本的光伏产品需求将大幅上升，非日本太阳能企业很难打进相对封闭的日本光伏产业链。

图 105：日本光伏装机容量

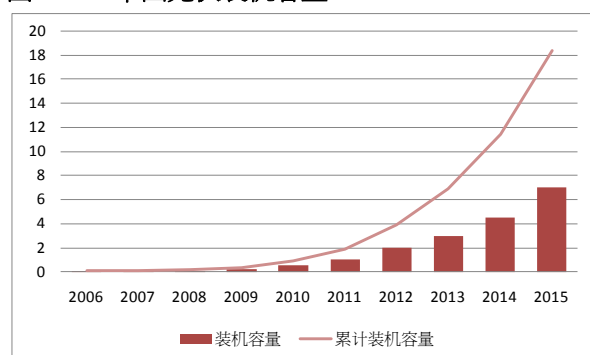


资料来源：EPIA、招银国际

中国市场将是中长期的增长引擎

中国是全球最大的光伏产品出口国，但国内需求直至 2010 年才开始起步。预计中国开启自身的光伏需求后，将成为中长期全球光伏市场的增长动力。目前中国光伏市场仍然在很大程度上依赖于国家和省市的补贴，包括电价，优惠贷款和税收优惠政策。中国光伏市场装机量于 2010 年增长 128% 至 520MW，这主要归功于“金太阳”国家光伏上网电价补贴方案。基于本身的能源稀缺和政策要求转向可持续发展模式，中国对新能源行业大力支持。十二五规划大幅提高清洁能源的重要性，中国的光伏装机量将在 2012 年扩大到 1.5-2.0GW 并预计于 2015 年进一步提升至 7.0GW。中国的需求将成为光伏市场最主要的长期增长来源。

图 106：中国光伏装机容量

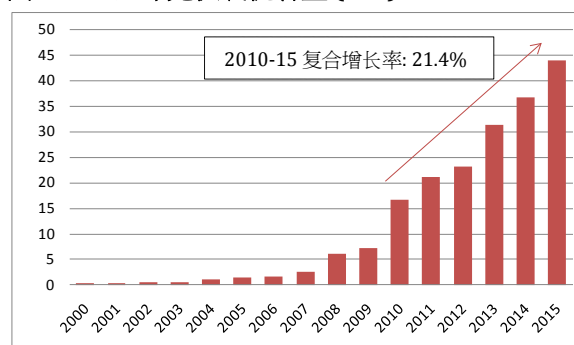


资料来源：EPIA、招银国际

行业长期展望乐观

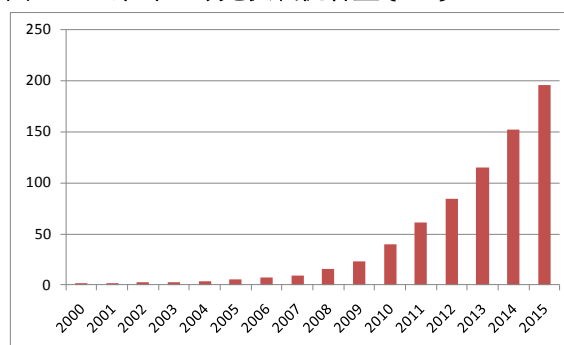
核能是成本最低的清洁能源来源，但日本地震和随之而来的核危机令各国政府意识到核能的安全问题和可靠性。对核电安全性的质疑将改变未来清洁能源的产业结构，这将有利于包括太阳能和风能在内的其他替代能源方案。在过去的十年，全球太阳能市场渐趋成熟，规模效应开始体现，加上技术的进步导致多晶硅和太阳能电池的价格显著下降。价格的下跌已令一些成熟的欧盟市场如意大利和丹麦的光伏发电成本低于市场电价，达到市电平价 (Grid Parity)。作为一种安全、可靠和成熟的清洁能源，太阳能产业的长期前景依然乐观，需求将平稳增长。欧洲光伏工业协会 (EPIA) 估计，全球累计装机量将于 2013 年冲破 100GW 关口，于 2016 年达到 200GW。

图 107：全球光伏装机容量 (GW)



资料来源：EPIA、招银国际

图 108：累计全球光伏装机容量 (GW)



资料来源：EPIA、招银国际

产能过剩令行业中短期前景黯淡

2011 年全球太阳能系统的需求预计将超过 21GW，对比 2010 年的 17GW 大增 27%。虽然来自欧洲的需求转弱，但伴随着美国、中国和日本的市场启动，预计 2012 年全球装机量将健康成长至 22-24GW。然而，由 2010 年开始，亚太区尤其中国厂商在多晶硅、硅片和电池模组行业俱加速扩张。在技术要求和准入门槛较低的电池片和模组行业，更有不少中小型企业加入竞争。2011 年全球光伏电池产能预计达到 40GW，太阳能产业链供过于求明显。太阳能企业股价也于 2011 年大幅下滑。追踪国际大型光伏企业的国际太阳能企业指数比 2011 年年初大幅下滑 60.3%。

图 109：国际太阳能企业指数

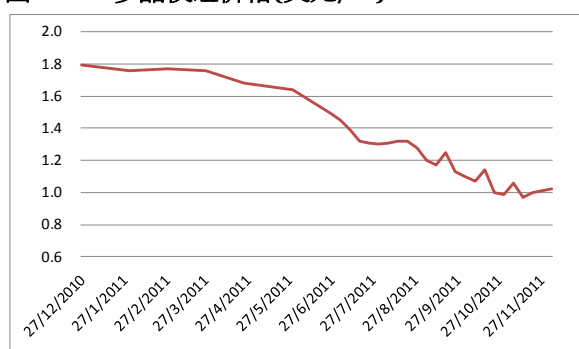


资料来源：彭博

中下游企业首当其冲

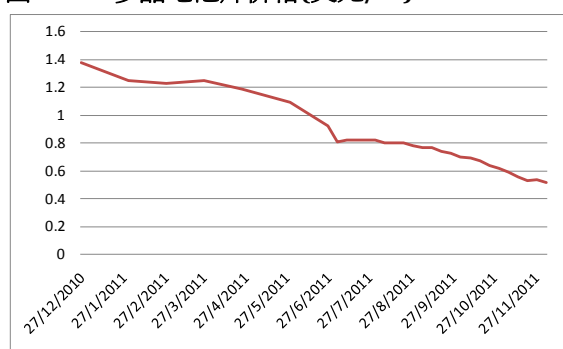
产能过剩令光伏产品价格剧降，加上欧洲订单受债务危机影响而减少，下游模组制造商因最接近终端需求和竞争过巨而首当其冲。十二月初多晶模组价格已下跌至 1.02 美元/W，年初至今已下降 43.0%。售价暴跌和订单下降令第三季电池片和模组制造商的毛利率普遍下降到个位数。硅片厂也因下游需求减少的消极影响，价格走势不断下调，硅片价格年底已跌至 0.37-0.40 美元/W。我们认为因产能过剩而积压的库存消化需时，中下游的硅片、电池片和模组行业必将出现整合，成本控制不良或技术落后的企业会被淘汰。经营环境必须等到上游多晶硅价格下跌至合理水平及行业大幅整合后才会出现改善。

图 110：多晶模组价格(美元/W)



资料来源：彭博

图 111：多晶电池片价格(美元/W)

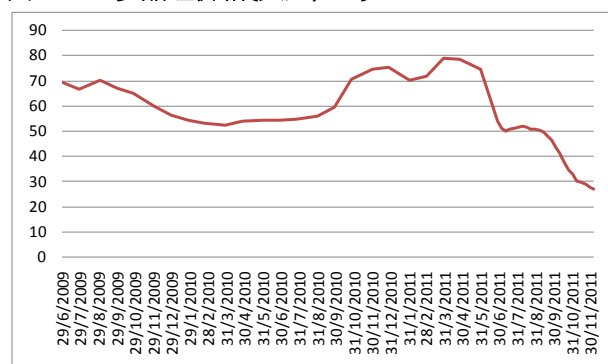


资料来源：彭博

上游的多晶硅厂商正面临价格压力

上游多晶硅行业是资本和技术密集型行业，进入壁垒远比中下游厂商高。加上远离终端客户，受欧洲订单放缓的影响较迟。于 2011 年上半年厂商多能保持超过 30% 的毛利率（成本领导者保利协鑫（3800 HK）在 2011 年上半年更录得 38.6% 毛利率）。然而进入下半年，多晶硅生产商宣布将大增产能，仅保利协鑫和 OCI（韩国）两间市场领导厂商已可于 2012 年中以前提升各自的多晶硅产能至 6.5 万吨和 6.2 万吨（相当于 22GW 电力）。多晶硅价格因而面临巨大压力，从七月的 50 美元/公斤大幅下调至十二月初的 27 美元/公斤的记录新低。目前多晶硅价格仍在寻底阶段，尚有进一步下跌的空间。多晶硅产业毛利率大幅下降，挤压中小型厂商的生存空间，然而有巨大成本优势的大型企业尚可维持可观的毛利率水平。我们认为行业的整合必将加速，形成数个国际大型企业寡头垄断的局面。我们预计多晶硅行业整合可于 2012 年完成，一线大厂议价能力提高，多晶硅价格将可企稳在 20-25 美元/公斤水平。

图 112：多晶硅价格(美元/KG)



资料来源：彭博

美国反倾销法案将阻碍中国太阳能产业复苏

2011 年 12 月美国商务部宣布对中国太阳能电池行业展开反倾销和反补贴调查，裁决将在 2012 年 3 月作出。巨大的不确定性令美国进口商采取观望态度，令本已疲弱的出口订单雪上加霜。如美国开征反倾销和反补贴税项将大大加重中国光伏企业的压力。美国终端用户会减少入口中国电池模组，而中国企业亦需将部分生产步骤搬去海外以避关税，因而令成本上升。中国厂商将不得不开拓其他潜在市场如东南亚、南美或印度。中国的光伏上网电价已落实，光伏市场业已启动，我们也不排除中国政府会推出相应政策加快光伏电站的建设以应对美国的贸易战。唯整体而言，新市场的开拓和国内市场的提速都很难在短期内弥补美国实施关税的影响，如反倾销法案落实将大大阻碍中国太阳能产业的复苏。

结论

基于庞大的去库存压力消化需时，我们判断太阳能产品价格调整尚未完成，光伏行业 2012 年上半年仍需艰苦经营。然而我们看好上游多晶硅产业的长期前景。面对即将到来的行业整合期，我们认为上游大型多晶硅制造商受影响轻微，因为进入壁垒较高、且市场是由数间具成本优势且有较强定价能力的国际寡头所垄断。在行业整合期过后，上游成本领导者如保利协鑫将存活并壮大。虽然供应增加将令其毛利率受到一定程度的削弱，但我们预计市场份额的扩大将进一步巩固保利协鑫的市场领导者地位。在中下游硅片/电池市场，激烈的价格竞争将逼二线厂家和过度扩充的制造商退出市场。我们相信扩张谨慎、资产负债表健康和生产高端产品的制造商如卡姆丹克太阳能（712 HK）将会于整合期后存活并占据更大的市场份额。

图 113：太阳能行业比较与估值

公司	代码	市值 (美金 百万)	每股盈利 (当地货币)			股本回报 (%)			市盈率 (x)		
			FY10	FY11F	FY12F	FY10	FY11F	FY12F	FY10	FY11F	FY12F
香港上市的中国企业											
保利协鑫	3800 HK	4,245	0.30	0.33	0.23	29.0	26.8	15.1	7.2	6.4	9.4
卡姆丹克太阳能	712 HK	158	0.21	0.14	0.18	17.3	7.9	8.2	5.2	7.9	6.2
阳光能源	757 HK	221	0.12	0.10	0.16	14.3	12.2	12.7	6.5	7.5	4.7
创益太阳能	2468 HK	240	0.37	0.35	0.45	29.2	16.1	17.5	3.2	3.3	2.6
兴业太阳能	750 HK	199	0.44	0.58	0.77	23.2	23.2	24.4	6.7	5.1	3.9
顺风光电	1165 HK	59	0.07	0.12	0.12	32.7	24.0	17.1	4.3	2.5	2.5
平均						24.3	18.3	15.8	5.5	5.5	4.9
美国上市的中国企业											
Canadian Solar	CSIQ US	113	1.18	-0.91	-0.44	10.1	NA	NA	2.2	NA	NA
Suntech Power	STP US	389	1.64	-1.11	-0.68	13.7	NA	NA	1.3	NA	NA
Trina Solar	TSL US	532	4.18	0.09	-0.27	33.6	0.8	0.7	1.6	78.7	NA
Yingli Green Energy	YGE US	577	1.59	0.42	-0.27	18.8	5.5	NA	2.3	8.7	NA
LDK Solar	LDK US	667	2.27	-0.88	-1.04	31.3	NA	NA	2.0	NA	NA
JA Solar	JASO US	224	9.41	-1.52	-0.19	30.5	NA	NA	0.1	NA	NA
Jinko Solar	JKS US	119	44.81	11.82	-2.78	56.3	19.0	NA	0.1	0.4	NA
平均						27.8	8.4	0.7	1.4	29.3	NA
平均						26.2	15.0	13.7	3.3	13.4	4.9

资料来源：彭博、招银国际

首选股份

达芙妮国际(210 HK)

植根大众 增长稳健

广阔的市场空间。根据 Euromonitor 报告，中国女鞋行业于 2010-2014 年复合增长率为 11.7%，2012 年市场零售额有望接近 1500 亿元。中国政府持续坚持扩大内需的政策导向，尤其是鼓励消费市场层级下沉。核心品牌（达芙妮和鞋柜）定位于大众市场，平均零售价格 204 元。我们认为公司将受益于大众市场消费潜力，且受经济环境影响较小。

核心品牌为主的多品牌战略。达芙妮品牌重塑已初见成效，将继续向三四线城市拓展；鞋柜品牌将加强宣传力度以扩大市场占有率，预计未来仍会保持高速增长；中高端品牌（杜拉拉、AEE、ALDO、Ameda 等）虽尚未获得盈利，但已开始显现增长势头（2011 上半年销售额按年增 56.6%），公司表示会继续加强宣传力度，延长产品线以扩大目标客户群。我们对公司品牌运营经验及审慎的策略持肯定态度。

适度稳健的门店扩张速度。公司继续保持核心品牌（达芙妮和鞋柜）零售门店的扩张速度。2011 年三季度，零售店铺净增 167 间，其中包括 147 间自营店和 20 间加盟店。自营店比例达到 88%，与管理层自营店占比 90%的目标一致。截至 9 月底，公司零售店铺净增共计 461 间，包括 398 间自营店和 63 间加盟店。我们预计 2012 年公司将净增 600 家门店。尽管大比例的自营店会带来租金等营运压力，但可以有效管理零售终端的存货水平。

营运效率不断提升。由于产品组合、物流仓储以及补单效率的提升，核心品牌（达芙妮和鞋柜）三季度同店销售按年增 23%，增幅超过上半年的 17.3%。今年前三季度，同店销售取得 19%的增长。增速超过管理层以及我们的预期。我们预期 2011 和 2012 年同店销售增速不低于 15%。

随着供应链和单店管理提升，成熟的达芙妮品牌能够为公司带来稳定的盈利贡献，鞋柜品牌仍旧有很大的市场开拓空间，而中高端品牌运营效率值得期待。不过，我们对广告支出和租金费用有一定担忧。维持买入评级，目标价 10.56 港元，相当于 2012 年 0.7 倍 PEG。

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(百万港元)	5,832	6,624	8,277	10,096	12,080
净利润(百万港元)	394	597	878	1,078	1,292
每股收益(港元)	0.24	0.36	0.54	0.66	0.79
每股收益变动(%)	(20.1)	51.5	47.1	22.8	19.9
市盈率(x)	36.1	23.8	16.2	13.2	11.0
市帐率(x)	6.5	4.6	3.8	3.1	2.6
股息率(%)	0.8	1.3	2.0	2.5	3.0
权益收益率(%)	19.4	22.4	25.3	25.5	25.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源：公司资料，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$10.56
向上/向下	+21.9%
当前价格	HK\$8.66

招银国际研究部
(852) 3900 0836
research@cmbi.com.hk

零售行业

市值(百万港元)	14,211
3 个月平均值(百万港元)	33.3
52 周高/低(港元)	9.5/5.53
发行股数(百万港元)	1,638

资料来源：彭博

股权结构

Lucky Earn International	24.47%
Bonderman David	18.23%
流动股本	57.3%

资料来源：联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	3.3%	-1.9%
3 个月	25.7%	21.5%
6 个月	20.2%	42.4%

资料来源：彭博

1 年股价表现



资料来源：彭博

审计：罗兵咸永道会计师事务所

网址：www.daphneholdings.com

财务预测

利润表

12月31日(百万港元)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
收入	5,832	6,624	8,277	10,096	12,080
- 核心品牌	5,018	5,646	7,071	8,571	10,099
- 其他品牌	279	410	603	885	1,301
- OEM 业务	535	568	603	640	680
销售成本	(2,625)	(2,823)	(3,423)	(4,138)	(4,917)
毛利	3,207	3,801	4,854	5,959	7,164
销售推广及行政费用	(2,371)	(2,929)	(3,685)	(4,515)	(5,426)
其他收益	27	101	101	101	101
息税前收益	863	973	1,270	1,545	1,838
融资成本	(27)	(45)	(45)	(45)	(45)
衍生金融工具公允价值亏损-认沽权证	(203)	(77)	-	-	-
税前利润	633	850	1,224	1,499	1,792
所得税	(233)	(239)	(331)	(405)	(484)
非控制股东权益	(7)	(16)	(16)	(16)	(16)
净利润	393	596	878	1,078	1,292
核心净利润	597	673	878	1,078	1,292
每股收益(港元)	0.240	0.364	0.536	0.658	0.789
核心每股收益(港元)	0.364	0.411	0.536	0.658	0.789
每股股息(港元)	0.072	0.109	0.177	0.217	0.260
摊薄每股收益(港元)	0.239	0.342	0.494	0.601	0.716

资料来源：公司资料、招银国际预测

现金流量表

12月31日(百万港元)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
税前利润	633	851	1,224	1,499	1,792
折旧和摊销	131	142	179	214	237
营运资金变动	531	(83)	(283)	(212)	(231)
税金	(201)	(264)	(281)	(344)	(411)
其他	256	246	47	46	47
经营活动所得现金净额	633	851	1,224	1,499	1,792
购置固定资产	(138)	(273)	(288)	(288)	(288)
其他	(67)	44	-	-	-
投资活动所得现金净额	(205)	(229)	(288)	(288)	(288)
股息	(98)	(180)	(179)	(263)	(323)
已付利息	(14)	(21)	(46)	(46)	(46)
其他	347	(35)	-	-	-
融资活动所得现金净额	235	(236)	(225)	(310)	(370)
现金增加净额	1,380	427	373	606	776
年初现金及现金等价物	1,544	2,024	2,397	3,002	3,778
年末现金及现金等价物	148	1,544	2,024	2,397	3,002

资料来源：公司资料、招银国际预测

资产负债表

12月31日(百万港元)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
非流动资产	801	1,123	1,232	1,306	1,357
物业、厂房及设备	561	711	820	894	945
土地使用权	45	50	50	50	50
其他	195	362	362	362	362
流动资产	3,139	3,926	4,660	5,614	6,769
存货	889	1084	1,407	1,700	2,021
应收贸易账款	181	210	249	304	364
预付款项、按金及其他款项	443	571	571	571	571
现金	1,545	2024	2,397	3,002	3,778
其他	81	37	36	37	35
流动负债	1,162	1,160	1,288	1,486	1,708
借债	15	11	11	11	11
应付贸易账款	385	578	656	794	943
按金、其他应付款项及应计费用	272	372	372	372	372
应付税项	207	199	249	309	382
其他	283	-	-	-	-
非流动负债	537	581	581	581	581
可换股债券	516	557	557	557	557
递延税项	3	5	5	5	5
少数股东权益	39	183	199	215	231
净资产总值	2,203	3,124	3,822	4,637	5,606
股东权益	2,203	3,124	3,822	4,637	5,606

资料来源：公司资料、招银国际预测

主要比率

12月31日(百万港元)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
销售组合 (%)					
- 核心品牌	86.0	86.0	86.0	86.0	84.0
- 其他品牌	4.8	6.2	7.3	8.8	10.8
- OEM 业务	9.2	8.6	7.3	6.3	5.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	55.0	57.4	58.6	59.0	59.3
税前利率	10.9	12.8	15.3	15.3	15.2
净利润率	6.7	9.0	10.6	10.7	10.7
核心净利润率	10.2	10.2	10.6	10.7	10.7
有效税率	36.8	28.0	27.0	27.0	27.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.7	3.4	3.6	3.8	4.0
速动比率 (x)	1.9	2.4	2.5	2.6	2.8
应收账款周转天数	10.8	10.8	10.1	10.0	10.1
应付账款周转天数	54.4	62.3	65.8	64.0	64.5
存货周转天数	156.0	127.6	132.8	137.0	138.1
总负债 / 权益比率 (%)	13.6	0.4	0.3	0.2	0.2
净负债 / 权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	19.4	22.4	25.3	25.5	25.2
资产回报率	11.4	13.3	16.0	16.8	17.2

资料来源：公司资料、招银国际预测

金蝶国际 (268 HK)

火凤凰浴火重生

受惠于软件系统的增长。在中国，企业对软件系统重要性的意识日益增加，金蝶在销售方面因而经历了高速的增长，然而，公司过分看重对业务的扩张，并忽视了有关的盈利能力。2011 上半年，公司的核心盈利只有 4,690 万元（人民币，下同），相比 2010 上半年的 4,460 万元，同比增长仅 5.2%。成本控制的问题是金蝶最主要的不利因素。公司亦因此在 2011 年第三季进行了业务结构重整。

削减员工人数，采用中央集权。为了改善成本结构，公司已经削减了多余的劳动力及表现未如理想的员工。目前的员工人数约为 10,500 人。我们相信在工资上升的压力下，公司将在 2012 年进一步削减劳动力至大约 10,000 人。这有望帮助公司减少约 4,630 万元的工资开支。金蝶也收回了地方权力，以进行中央集权。这样可以简化企业的经营结构及方便资源共享，例如共享研发中心。考虑公司需要时间适应新的经营结构，我们不认为核心净利率在明年上半年会有显著的改善，有关盈利能力的改善，估计最早出现在明年的下半年。

放弃低收益的项目。公司已把内部的销售目标作出调整，从以往的只对营业额进行评价，改变至对净利润进行评价。这样，公司打算放弃利润不能满足最低回报率的项目，管理层表示，目标净利率为 15%。因此，我们相信公司在收入增长方面会有所放缓。过渡期结束后，净利率有望于 2012 年下半年有所改善。

短期销售可能受影響。基於環球經濟不景氣的情況之下，中小企對企業管理系統上的開支在短期內會有影響。我們認為公司在 2012 年第一季度的銷售情況可能出現增長放緩的現象。不過正因經濟不景，在開源不能的情況下，企業反而著重於節流。這有利於企業資源規劃系統的銷售。

由于业务结构重整存在不确定性及对 2012 年第一季度销售增长放缓的风险，我们改变了对金蝶估值模型，从原来比较进取的历史市盈率方法，改为比较保守的同行市盈率方法，目标市盈率为中国企业软件同业 2012 年市盈率的平均价，即 14.5 倍，但维持原有对 2011 年及 12 年的盈利预测。我们估计 2012 财年的净收入为 4.51 亿元，估值相等于 9.9 倍 2012 年市盈率。按照新的估值模型，我们下调了金蝶的目标价，从 HK\$4.73 减至 HK\$3.01，不过，与用友软件（600588 CH）18.4 倍 2012 年市盈率相比，金蝶现价还是有一个较大的折让，故此我们维持「买入」的建议。

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	997	1,437	2,127	2,694	3,269
净利润 (百万人民币)	212	271	375	451	602
每股收益 (人民币)	0.089	0.109	0.148	0.171	0.220
每股收益变动 (%)	10.5	22.6	36.0	15.6	28.3
市盈率(x)	18.4	15.0	11.4	9.9	7.7
市帐率(x)	3.7	3.5	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	1.2	1.2	1.8	2.0	2.6
权益收益率 (%)	19.8	19.5	22.7	23.3	25.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源：公司资料，招银国际预测

买入(维持)

目标价 HK\$3.01
 向上/向下 +50.5%
 当前价格 HK\$2.00

黄焯伟
 (852) 3900 0836
 stevewong@cmbi.com.hk

软件业

市值(百万港元)	5,028
3 个月平均值(百万港元)	37.4
52 周高/低(港元)	5.3/1.85
发行股数 (百万港元)	2,514

资料来源：彭博

股权结构

徐少春	30.9%
Matthews Int'l Capital Mgt, LLC	5.9%
Free float	63.2%

资料来源：联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-23.7%	-27.6%
3 个月	-35.1%	-37.2%
6 个月	-50.6%	-41.5%

资料来源：彭博

1 年股价表现



资料来源：彭博

审计：普华永道 (PWC)

网址：www.kingdee.com

财务预测

利润表

12 月 31 日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
收入	997	1,437	2,127	2,694	3,269
- 软件销售	584	813	1,195	1,526	1,864
- 软件实施服务	235	352	555	677	808
- 软件方案咨询及技术支持服务	165	254	357	469	573
- 其他	13	18	20	22	24
销售成本	(219)	(338)	(525)	(660)	(796)
毛利	778	1,099	1,602	2,034	2,473
销售推广及行政费用	(648)	(948)	(1,392)	(1,745)	(2,106)
研发费用	(91)	(121)	(216)	(223)	(263)
其他收入	180	271	430	450	576
息税前利润	219	301	424	516	680
利息支出	4	(6)	(17)	(27)	(27)
税前利润	223	295	407	489	653
所得税	(10)	(19)	(26)	(31)	(42)
非控制股东权益	(1)	(5)	(6)	(7)	(9)
净利润	212	271	375	451	602

数据源：公司资料、招银国际预测

主要比率

12 月 31 日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
销售组合 (%)					
- 软件销售	58.6	56.6	56.2	56.6	57.0
- 软件实施服务	23.6	24.5	26.1	25.1	24.7
- 软件方案咨询及技术支持服务	16.5	17.7	16.8	17.4	17.5
- 其他	1.3	1.2	0.9	0.9	0.8
总共	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	78.0	76.5	75.3	75.5	75.7
税前利率	22.4	20.5	19.1	18.2	20.0
净利润率	21.3	18.9	17.6	16.7	18.4
核心净利润率	13.7	14.3	13.3	14.3	16.4
有效税率	4.5	6.4	6.4	6.3	6.4
增长 (%)					
收入	13.8	44.1	48.0	26.7	21.3
毛利	12.6	41.3	45.8	27.0	21.6
息税前利润	18.4	37.4	40.9	21.7	31.8
净利润	15.8	27.8	38.4	20.3	33.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.8	2.2	2.0	1.8	1.6
速动比率 (x)	1.8	2.2	2.0	1.8	1.6
现金比率 (x)	1.2	1.5	1.1	0.9	0.6
应收账款周转天数	62	60	63	72	77
应付帐款周转天数	456	324	248	242	238
存货周转天数	4	2	2	3	2
总负债 / 权益比率 (%)	4.6	12.4	27.7	23.2	18.9
净负债 / 权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	19.8	19.5	22.7	23.3	25.6
资产回报率	13.8	13.5	14.3	14.0	15.9
每股比率 (Rmb)					
每股盈利	0.09	0.11	0.15	0.17	0.22
BVPS	0.44	0.47	0.48	0.58	0.71
DPS	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04

数据源：公司资料、招银国际预测

资产负债表

12 月 31 日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
非流动资产	840	1,110	1,638	1,971	2,541
土地使用权	82	79	69	59	49
物业、厂房及设备	327	351	597	854	898
无形资产	194	377	567	577	638
投资物业	237	289	395	471	946
可供出售金融资产	-	10	10	10	10
其他	-	4	-	-	-
流动资产	925	1,149	1,348	1,503	1,559
现金	520	632	614	587	450
已质押银行存款	112	122	122	122	122
应收账款及其他应收款	201	273	457	609	772
应收客户实施合同款	90	120	150	180	210
存货	2	2	5	5	5
流动负债	511	520	673	820	969
应付账款及其他应付款	284	315	397	479	561
递延所得税负债	10	29	29	29	29
借贷	57	-	-	-	-
应付客户实施合同款	82	60	89	113	137
递延收入	78	116	158	199	242
非流动负债	-	190	490	490	490
借贷	-	190	490	490	490
少数股东权益	10	14	54	54	54
净资产总值	1,244	1,535	1,769	2,110	2,587
股东权益	1,242	1,534	1,769	2,110	2,587

数据来源：公司资料、招银国际预测

现金流量表

12 月 31 日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
税前利润	223	295	407	489	653
折旧和摊销	99	141	207	269	326
营运资金变动	(34)	(92)	(64)	(34)	(44)
利息开支	(1)	(7)	(17)	(27)	(27)
税金调整	(6)	(1)	(27)	(34)	(29)
其他	(65)	(41)	(143)	(113)	(132)
经营活动所得现金净额	216	295	363	550	747
购置固定资产	(105)	(62)	(299)	(347)	(572)
购置无形资产	(150)	(186)	(342)	(189)	(257)
其他	(2)	(51)	7	4	4
投资活动所得现金净额	(257)	(299)	(634)	(532)	(825)
新增股本	127	36	13	30	32
融资额	48	133	300	-	-
股息	(29)	(37)	(37)	(40)	(60)
其他	(9)	(16)	(23)	(36)	(30)
融资活动所得现金净额	137	116	253	(45)	(59)
现金增加净额	96	112	(18)	(27)	(137)
年初现金及现金等价物	424	520	632	614	587
年末现金及现金等价物	520	632	614	587	450

数据来源：公司资料、招银国际预测

中兴通讯(763 HK)

终端部门表现亮眼, 大型宽带基建为设备需求带来保障

三季度入门级智能手机表现强劲。根据 ABI Research，三季度全球智能手机出货量增长保持强劲势头，同比增长 33%。经过数季高速增长后，从苹果，RIM 和诺基亚的增长开始放缓。然而，入门级智能手机的兴起为行业带来了新的动力。归功于智能手机的畅销，三季度中兴通讯在移动终端部门录得了收入同比增长 53.4% 的佳绩，其 3G 手机在国内和海外市场均录得快速增长。中兴通讯的旗舰 V880 Blade 智能手机借助联通积极扩充 3G 客户的机会推出市场，并录得极佳的销售纪录。我们预测该公司将会实现 2011 年 1,200 万支智能手机的出货目标。预期联通 12 年依然会以催谷 3G 上客量为首要目标，并会加大推广入门级智能手机的力度。我们预计中兴 的智慧手机在 2012 将仍然深受欢迎，成为成长推手。我们预测移动终端部门将在 2012 年增长 38.0%。

运营商网络部门重拾动能。三季度运营商网络部门收入同比增长 15.0%，远远高于今年上半年的 8.0% 同比增长。这印证了我们的观点，即运营商资本支出将在下半年复苏。运营商致力于强化无线网络和宽带基建以应付不断增长的数据流量，我们预测 2012 年运营商资本支出将集中在宽带铺设和加强无线覆盖并预测运营商网络部门将在 2012 年增长 10.0%。

我们关注营收增长和毛利率恢复多于盈利的下跌。中兴通讯三季度收入同比增长 36.5% 至人民币 209 亿元，快速增长由移动终端部门带动。毛利率比上一季度改善了 4.6 个百分点，回升至 31.2%，因高毛利的光纤部门销售占比大幅提高。净利润达人民币 3.0 亿元，比去年同期大降 38.2%，期内录得约人民币 10 亿元的财务支出，其中又以汇兑损失为主。我们相信巨额汇兑损失只是一次性项目，并不会在往后出现。我们认为智能手机终端的强劲增长趋势，以及毛利率的显著恢复比盈利下跌更有指标性作用。

我们预测 2011-13 财年盈利分别为人民币 35.1 亿、46.3 亿和 53.7 亿。2010-13 财年盈利复合增长率为 18.2%。我们看好千元智能手机的前景，而大型宽带基建项目的上马将为设备需求带来保障。目前价格为 14.8 倍 12 财年期市盈率。我们的目标价为 29.9 港元，相当于 18.0 倍 2012 年市盈率，首次评级买入。

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	60,273	70,264	85,149	102,727	124,219
净利润 (百万人民币)	2,458	3,250	3,513	4,630	5,373
每股收益 (人民币)	0.78	0.98	1.02	1.35	1.56
每股收益变动 (%)	47.4	25.5	4.4	31.8	16.0
市盈率(x)	25.6	20.4	19.6	14.8	12.8
市帐率(x)	3.5	2.7	2.4	2.1	1.8
股息率 (%)	0.9	1.3	1.3	1.7	2.0
权益收益率 (%)	13.7	13.0	12.1	14.0	14.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司资料, 招银国际预测

买入(初始评级)

目标价 HK\$29.9
 向上/向下 +22.8%
 当前价格 HK\$24.35

张萌, CFA
 (852) 3900 0856
 michaelcheung@cmbi.com.hk

电信设备

市值(百万港元)	73,229
3 个月平均值(百万港元)	157
52 周高/低(港元)	31.1/17.1
发行股数 (百万港元)	3,440

资料来源: 彭博

股权结构

中兴新	32.50%
流动股本	18.30%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	7.2%	1.8%
3 个月	8.4%	4.8%
6 个月	-10.5%	6.0%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 安永

网址: www.zte.com.cn

财务预测

利润表

12 月 31 日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
收入	60,273	70,264	85,149	102,727	124,219
销售成本	(41,668)	(48,599)	(59,509)	(72,446)	(87,746)
毛利	18,605	21,665	25,640	30,281	36,472
销售推广及行政费用	(16,278)	(19,260)	(22,809)	(27,017)	(32,545)
息税前收益	2,327	2,405	2,831	3,264	3,927
利息收入	111	101	139	133	130
其他非经营成本	1,639	2,583	3,224	3,547	3,901
融资成本	(752)	(729)	(1,460)	(742)	(742)
税前利润	3,325	4,360	4,734	6,202	7,216
所得税	(629)	(884)	(947)	(1,240)	(1,443)
非控制股东权益	(238)	(226)	(274)	(331)	(400)
净利润	2,458	3,250	3,513	4,630	5,373
核心净利润	2,458	3,250	3,513	4,630	5,373

资料来源：公司资料、招银国际预测

现金流量表

12 月 31 日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
税前利润	2,458	3,250	3,513	4,630	5,373
折旧和摊销	703	915	1,097	1,298	1,521
营运资金变动	(6,849)	(2,983)	(1,449)	(505)	(406)
利息开支	(111)	(101)	(139)	(133)	(130)
其他	7,527	(139)	(1,492)	(2,894)	(3,571)
经营活动所得现金净额	3,729	942	1,530	2,396	2,786
购置固定资产	(2,054)	(3,067)	(1,925)	(2,291)	(2,522)
其他	(247)	(45)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(2,301)	(3,113)	(1,925)	(2,291)	(2,522)
股息	(1,045)	(1,253)	(841)	(878)	(1,158)
融资额	46	3,913	0	0	0
其他	0	0	396	467	571
银行贷款变动	2,286	378	0	0	0
融资活动所得现金净额	1,287	3,038	(446)	(411)	(586)
现金增加净额	2,715	867	(841)	(305)	(322)
年初现金及现金等价物	11,360	14,038	15,383	14,542	14,237
年末现金及现金等价物	14,076	14,905	14,542	14,237	13,915

资料来源：公司资料、招银国际预测

资产负债表

12 月 31 日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
非流动资产	12,748	18,624	22,016	26,036	30,739
物业、厂房及设备	4,715	6,524	7,352	8,345	9,346
其他	8,034	12,101	14,664	17,692	21,393
流动资产	55,594	65,528	75,080	85,990	98,191
存货	9,325	12,104	14,347	16,871	19,953
应收贸易账款	18,969	21,870	26,594	31,240	35,734
预付款项、按金及其他款项	12,804	16,171	19,596	23,642	28,588
现金	14,497	15,383	14,542	14,237	13,915
流动负债	41,095	48,214	57,158	67,868	79,984
借债	6,846	7,901	7,901	7,901	7,901
应付贸易账款	21,532	25,498	31,303	38,307	46,878
其他	12,717	14,815	17,954	21,660	25,205
非流动负债	9,298	10,976	10,976	10,976	10,976
借债	6,029	5,475	5,475	5,475	5,475
其他	3,269	5,501	5,501	5,501	5,501
少数股东权益	1,124	1,868	2,264	2,731	3,303
净资产总值	17,949	24,962	28,962	33,182	37,969
股东权益	17,949	24,962	28,962	33,182	37,969

资料来源：公司资料、招银国际预测

主要比率

12 月 31 日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.9	30.8	30.1	29.5	29.4
经营利率	3.9	3.4	3.3	3.2	3.2
净利润率	4.1	4.6	4.1	4.5	4.3
核心净利润率	4.1	4.6	4.1	4.5	4.3
有效税率	18.9	20.3	20.0	20.0	20.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
速动比率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转天数	114.9	113.6	114.0	111.0	105.0
应付账款周转天数	188.6	191.5	192.0	193.0	195.0
存货周转天数	81.7	90.9	88.0	85.0	83.0
总负债 / 权益比率 (%)	71.7	53.6	46.2	40.3	35.2
净负债 / 权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	13.7	13.0	12.1	14.0	14.2
资产回报率	7.2	4.3	3.9	4.4	4.5

资料来源：公司资料、招银国际预测

华润置地 (1109 HK)

完成销售目标及租金增长可稳固未来盈利前景

11 月已完成销售目标。我们相信物业买家在市况低迷的环境下倾向于向声誉较佳的发展商买入物业。华润置地公布公司在 11 月已完成 2011 年全年销售目标，2011 年 1-11 月，销售金额及销售面积分别增加 51.0%至 301 亿元人民币及 28.8%至 254 万平方米，华润置地是少数的中国房地产公司能完成全年销售目标。

2011 年首 11 月租金增长 57%至 24.8 亿港元。租金收入是华润置地另一个增长动力。在 2011 年 1-11 月，租金收入增加 57.0%至 24.8 亿港元，比我们预期为佳。撇除新落成的物业，租金同比上升 40.7%，其中深圳华润中心租金收益同期增加 39.1%至 9.4 亿港元。此外，约 41.8 万平方米的新落成投资物业在 2012 年开始贡献收益，所以我们预期公司租金收入在未来 3 年的年复合增长可达 22.6%，至 2013 年达 38.0 亿港元。

完成资产收购。公司宣布已在 2011 年 10 月取得独立股东对收购南京、常熟、无锡及郑洲的四个项目的批准，所以公司会发行 4.38 亿新股予母公司及股东资金会增加 56.0 亿港元，可增强华润置地的股本及负债表，我们预期净负债比率由去年底的 56.63%轻微增至 2011 年底的 57.7%。

更改盈利预测及目标价。一方面，租金收入增长是高于我们预期；另一方面，我们假设中国房价将在 2012 年下跌 10-15%，所以，我们更改华润置地的盈利预测，我们上调 2011 年盈利预测 1.1%至 86.3 亿港元，但分别下调 2012 及 2013 年盈利预测 9.2%至 76.0 亿港元及 11.2%至 83.2 亿港元。因此，2012 年底的每股资产净值由之前的 26.8 港元下调至 22.7 港元。目标价下降至 15.9 港元，相等于与每股资产净值 30%。重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万港元)	16,650	25,729	35,190	52,144	65,651
净利润 (百万港元)	4,304	6,026	8,633	7,601	8,318
每股收益 (港元)	0.881	1.198	1.570	1.305	1.428
每股收益变动 (%)	92.0	36.0	31.1	(16.9)	9.4
市盈率(x)	14.6	10.7	8.2	9.8	9.0
市帐率(x)	1.7	1.5	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	1.8	2.4	2.5	2.5	3.0
权益收益率 (%)	11.4	13.1	14.2	11.0	10.6
净财务杠杆率 (%)	20.1	56.3	57.7	50.1	41.1

来源：公司资料，招银国际预测

买入(维持)

目标价 HK\$15.9
 向上/向下 +23.8%
 当前价格 HK\$12.84

文干森, CFA
 (852) 3900 0853
 samsonman@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	74,812
3 个月平均值(百万港元)	192
52 周高/低(港元)	15.92/7.28
发行股数 (百万港元)	5,826

资料来源：彭博

股权结构

华润集团	68.0%
流动股本	32.0%

资料来源：联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	27.9%	21.5%
3 个月	42.2%	37.5%
6 个月	-3.8%	13.9%

资料来源：彭博

1 年股价表现



资料来源：彭博

审计：德勤·关黄陈方

网址：www.crland.com.hk

财务预测

利润表

12月31日(百万港元)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
收入	16,650	25,729	35,190	52,144	65,651
- 物业发展	14,450	22,587	31,058	47,367	60,349
- 租金收取	1,337	2,064	2,982	3,476	3,801
- 其他	863	1,079	1,150	1,300	1,500
销售成本	(10,674)	(15,577)	(20,485)	(33,288)	(43,322)
毛利	5,976	10,152	14,705	18,856	22,329
其他收入	252	521	301	326	350
销售推广及行政费用	(1,447)	(1,750)	(2,340)	(3,389)	(4,136)
息税前收益	4,781	8,923	12,666	15,793	18,543
融资成本	(154)	(304)	(420)	(613)	(658)
联营公司	41	48	60	70	70
特殊收入	2,362	2,947	3,058	0	0
税前利润	7,030	11,614	15,363	15,250	17,955
所得税	(2,285)	(4,276)	(6,481)	(7,412)	(9,075)
非控制股东权益	(442)	(1,312)	(250)	(236)	(561)
净利润	4,304	6,026	8,633	7,601	8,319
核心净利润	2,952	4,268	6,356	7,601	8,318

资料来源：公司资料、招银国际预测

资产负债表

12月31日(百万港元)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
非流动资产	22,053	30,213	43,230	46,780	49,880
物业、厂房及设备	20,479	26,096	40,000	45,000	48,000
联营公司	907	968	1,050	1,120	1,200
可供出售投资	194	189	180	180	180
其他非流动资产	472	2,959	2,000	480	500
流动资产	79,134	95,425	111,640	120,163	124,500
现金	19,873	11,972	15,530	16,753	13,890
存货	42,991	61,970	72,500	78,000	83,000
应收贸易账款	15,035	19,859	22,000	23,800	26,000
应收款项	528	464	450	450	450
其他	707	1,160	1,160	1,160	1,160
流动负债	34,386	43,747	48,150	50,750	51,250
借债	1,827	8,555	11,700	11,500	8,000
应付贸易账款	24,865	29,537	31,300	33,500	37,400
应付税项	1,849	3,387	2,900	3,500	3,600
应付款项	5,844	2,269	2,250	2,250	2,250
非流动负债	27,920	32,476	42,180	43,200	41,200
长期借债	25,632	29,252	39,000	40,000	38,000
递延税项	2,166	3,071	3,000	3,000	3,000
其他非流动负债	123	152	180	200	200
少数股东权益	1,190	3,499	3,600	3,700	3,800
净资产总值	37,691	45,916	60,940	69,293	78,130
股东权益	37,690	45,916	60,940	69,293	78,130

资料来源：公司资料、招银国际预测

现金流量表

12 月 31 日 (百万港元)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
息税前收益	4,781	8,924	12,666	15,793	18,542
折旧和摊销	175	243	313	480	540
营运资金变动	(5,978)	(19,598)	(12,658)	(6,600)	(6,300)
利息开支	(1,118)	(2,558)	(7,038)	(6,812)	(8,975)
其他	11,165	2,178	11,163	1,485	2,347
经营活动所得现金净额	9,025	(10,812)	4,445	4,345	6,154
购置固定资产	(4,998)	(1,685)	(13,591)	(4,520)	(2,460)
其他	207	(2,270)	907	1,473	(77)
投资活动所得现金净额	(4,792)	(3,955)	(12,684)	(3,047)	(2,537)
融资额	4,277	26	12	0	0
银行贷款变动	6,367	9,943	12,893	800	(5,500)
股息	(688)	(1,392)	(1,604)	(1,676)	(1,981)
其他	(3,249)	(6,625)	(5)	0	0
融资活动所得现金净额	6,707	1,952	11,296	(876)	(7,481)
现金增加净额	10,940	(12,815)	3,058	423	(3,863)
年初现金及现金等价物	5,809	19,873	11,972	15,530	16,753
汇率变动	3,124	4,914	500	800	1,000
年末现金及现金等价物	19,873	11,972	15,530	16,753	13,890

资料来源：公司资料、招银国际预测

主要比率

12 月 31 日	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
销售组合 (%)					
- 物业发展	86.8	87.8	88.3	90.8	91.9
- 租金收取	8	8	8.5	6.7	5.8
- 其他	5.2	4.2	3.2	2.5	2.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.9	39.5	41.8	36.2	34
税前利率	42.2	45.1	43.7	29.2	27.3
净利润率	25.8	23.4	24.5	14.6	12.7
核心净利润率	17.7	16.6	18.1	14.6	12.7
有效税率	32.5	36.8	42.2	48.6	50.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.3	2.2	2.3	2.4	2.4
速动比率 (x)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	164.8	140.9	114.1	83.3	72.3
应付账款周转天数	429.6	637.4	542	355.3	298.7
存货周转天数	735.1	1229.7	1198	825.1	678.2
总负债 / 权益比率 (%)	72.9	82.3	83.2	74.3	58.9
净负债 / 权益比率 (%)	20.1	56.3	57.7	50.1	41.1
回报率 (%)					
资本回报率	22.3	14.4	16.2	11.7	11.3
资产回报率	8.4	5.3	6.2	4.7	4.9

资料来源：公司资料、招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及/或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。