



2019

己亥猪年

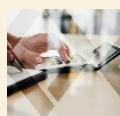
HAPPY NEW YEAR



估值近谷底

恒指目标 28600

招财
日报



睿智
投资

市场
策略



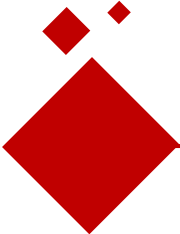
宏观
经济

招銀国际年度策略报告



目 录

宏观与策略.....	2
2019 年全球经济展望.....	3
2019 年中国经济展望.....	9
2018 年市场回顾.....	35
2019 年港股展望.....	39
行业分析.....	45
中国银行业板块 - 优于大市	46
中国保险业板块 - 优于大市	50
中国机械及设备板块 - 优于大市	55
中国风电板块 - 优于大市	61
中国互联网板块 - 同步大市	66
中国科技板块 - 同步大市	75
中国医药板块 - 同步大市	84
中国教育板块 - 同步大市	91
中国必需消费板块 - 同步大市	96
中国非必需消费行业 - 同步大市	102
中国房地产板块 - 同步大市	109
中国证券业板块 - 同步大市	115
中国太阳能板块 - 落后大市	120
行业首选股份.....	123
附录：招银国际覆盖股份.....	124
附录：恒指及国指估值表.....	127



宏观与策略

2019 年全球经济展望

首席经济学家：丁安华 - dinganhua@cmbi.com.hk

首席经济学家助理：成亚曼，博士 - angelacheng@cmbi.com.hk

复苏十年，见盛观衰

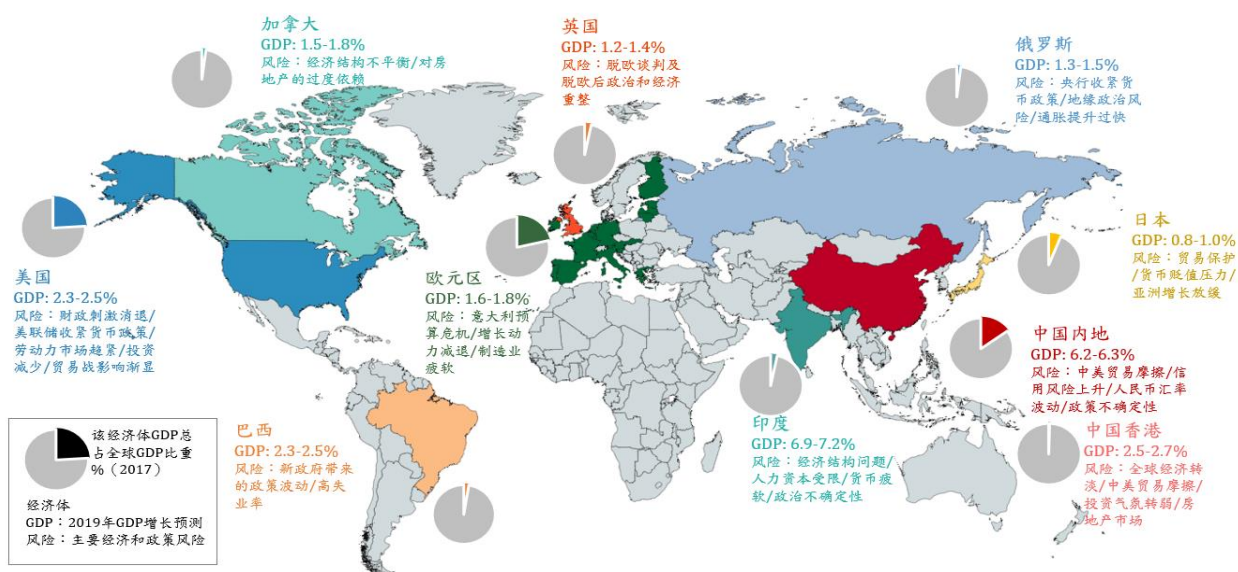
回望 2018 年，对十年前全球金融危机的复盘和反思伴随着对下次经济危机的广泛忧虑。此轮经济复苏温和而漫长，2016 年中开始主要经济体增速的回升变得广泛而强劲，全球经济出现了恢复性同步增长，而这一周期上行趋势却在 2018 年难以为继。

全球经济在 2018 年保持较快增长的同时，两大趋势渐显：一是动能放缓，二是分化加剧。贸易摩擦拖累全球贸易放缓，迭加周期因素，致使贸易对经济增长的拉动作用迅速下降。全球金融状况逐步收紧，美联储和英国央行加息，欧洲央行决定结束购债。新兴市场货币普遍承压，进入危机多发阶段。英国脱欧谈判、意大利预算僵局等多重风险持续盘踞。同时，美欧增速分化加大：美国经济强劲，且对全球增长的贡献提升，失业率处于半世纪以来最低，税改和大规模政府开支为美国经济强势增长提供了重要动力，其经济扩张已达历史第二久；而欧元区经济增速明显放缓，制造业走弱，信心指数持续下跌，增长动力难复。

展望 2019 年，预计全球经济仍将以 3% 以上的速度增长，但下行风险累积，有利条件弱化，必须见盛观衰，险中求通。贸易关系走向仍是已知的最大变数。在中美贸易纠纷不再升级的情景下，上半年全球经济仍将维持较快增长，但随着主要经济体增长见顶，同步放缓的趋势将在下半年愈加明显。美国经济的强劲势头仍将持续，唯增长动力问题将在下半年集中表现，美元也将随之渐失支撑：随着税改和财政开支政策的刺激作用逐渐消退以及美联储进入加息末段，货币和财政政策都将难以支持美国经济继续“高歌猛进”；超低失业率将进一步推高工资涨幅、贸易壁垒增多将提高进口原料价格、美联储加息将不断提高借贷成本，这些因素都在快速推高美国企业的生产成本、侵蚀盈利。欧元区和英国的经济增长已明显失去动力，且因为脱欧及意大利预算等争拗，前景更为堪忧。中国和部分亚洲国家经济的高速增长将因为贸易摩擦的影响而放缓。新兴市场将不得不在较长一段时间内面对强美元、高美债收益率和资本外流的挑战。这些已知和未知的风险都将持续影响全球金融市场，增加市场波动。若中美谈判取得实质成果，将对全球经济的信心有很大提振；反之，若“贸易战”继续拖延，将在更大程度上影响全球各层面的发展轨迹。

中长期来看，劳工短缺和生产率增速放缓将进一步束缚全球发展；技术变革使供应链面临重塑；随着货币政策正常化的推进，政府将更多地通过供给侧和财政工具来提振经济；自由贸易体系需要长时间的修复和重振；大国关系仍充满变数，而民粹主义、单边主义、保护主义将是未来众多地缘政治和经济风险的来源，全球发展将面对许多前所未有之挑战。

图 1：2019 年全球主要经济体经济增长及风险预测



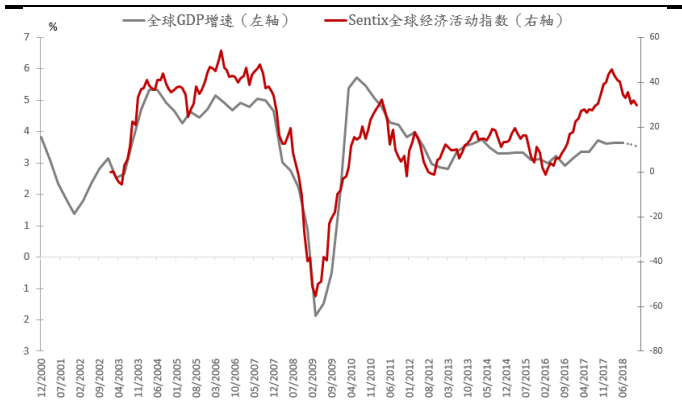
资料来源：招银国际预测（截至 2018 年 12 月 3 日）

一、经济活动：复苏动力减弱，转向同步放缓

总体来看，全球经济活动在 2018 年逐步见顶转弱，全球经济政策不确定性增强，投资在近几个月出现疲软迹象，出口增速下降更为明显。综合 PMI 显示，除美国外其他主要经济体的经济前景都在转差。如果说 2017 年全球经济经历了“同步回升”，2018 年则转向“增速分化”，到明年将大概率进入“同步放缓”阶段。

尽管如此，全球经济增速仍处于历史较快阶段，2019 年有望保持 3% 以上的增速，而实际增速在很大程度上取决于中美贸易关系的走向。此轮复苏见顶之时，已十分有必要讨论衰退带来的压力和风险，居安思危，做好应对。

图 2：全球经济增速与经济活动指数在 2018 年逐渐转弱



资料来源：彭博、招银国际研究（虚线为招银国际预测值）

图 3：全球经济政策不确定指数（EPU）回到历史高位



资料来源：Economic Policy Uncertainty Index、招银国际研究

图 4：综合 PMI 热力图显示，除美国外的主要经济体均有所转差

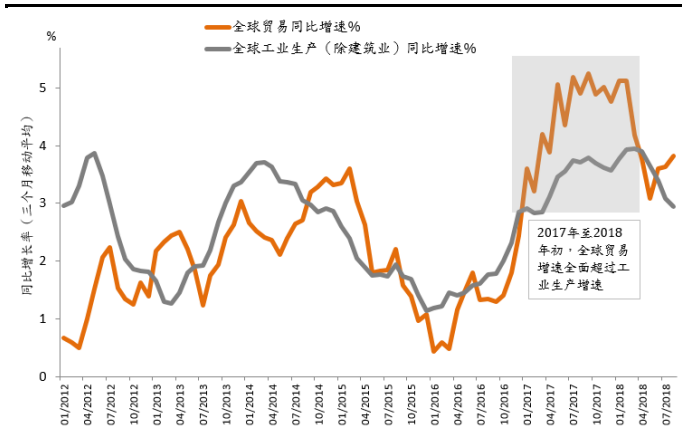
	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2018年4月	2018年5月	2018年6月	2018年7月	2018年8月	2018年9月	2018年10月
全球	54.6	54.8	53.3	53.9	54	54.2	53.7	53.4	52.8	53
美国	53.8	55.8	54.2	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9
欧元区	58.8	57.1	55.2	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1
英国	53.4	54.5	52.4	53.2	54.5	55.2	53.5	54.2	54.1	52.1
中国	53.7	53.3	51.8	52.3	52.3	53	52.3	52	52.1	50.5
日本	52.8	52.2	51.3	53.1	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5

资料来源：彭博、招银国际研究（50 为荣枯分界线，绿色越深表示经济越强劲）

工业生产：因需求和投资减少而见顶回落

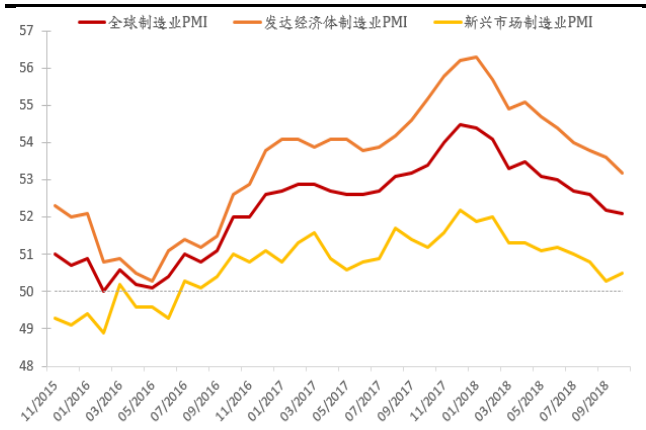
全球工业生产同比增速从 2018 年初开始逐步回落，年初 4% 的增速降至 8 月已不足 3%。全球制造业 PMI 显示，不论是发达国家还是新兴市场的制造业增速都在下降，特别是德、法国受到出口订单减少影响更大。预计 2019 年多数国家的工业生产将因为内外需求和投资的减少而受到挤压，该趋势在欧元区和日本更为明显。

图 5：全球工业生产和贸易增速均在 2018 年放缓



资料来源：CPB、招银国际研究

图 6：全球制造业 PMI 自 2018 年开始普降



资料来源：CEIC、招银国际研究（50 为荣枯分界线）

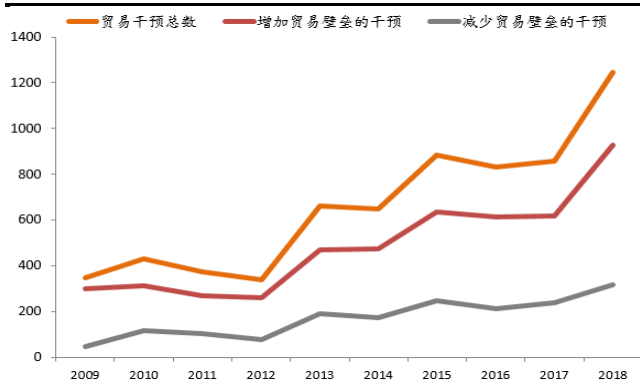
贸易：保护主义黑云压城

2017 年全球贸易增速大幅超越工业生产增速，贸易表现超出预期且惠及全球经济增长，该势头本可在 2018 年有所延续，却遭遇贸易保护政策这一重大不利。今年特朗普挥动保护主义大旗，向主要贸易对象发起猛烈攻势。更严重的是，美国选择远离和舍弃多边机制而付诸双边贸易谈判，全球自由贸易体系遭遇战后最严峻的挑战。北美新的三边贸易协定《美加墨贸易协定》（USMCA）取代此前的《北美自由贸易协定》（NAFTA），有力支撑特朗普对华强硬立场。同加拿大、欧盟、日本等盟友暂缓贸易纷争后，美国将重心放在同中国的贸易博弈上，双方多轮磋商未能阻止形势恶化，特朗普政府于 7 月和 8 月对总共 500 亿美元中国商品加征 25% 的关税，并于 9 月再对 2,000 亿美元中国商品加征 10% 关税；中国亦同比例向美国进口商品加征关税。G20 会晤后中美两国领导人同意暂停“贸易战”的升级，于 90 天内寻求结构调整，而长期忧虑依然存在。

全球范围内，政府对自由贸易的干预政策在 2018 年快速增加，是导致全球贸易增速显著放缓的重要因素之一。钢、铁及其他金属、汽车及零件、有机化学品等产品门类首当其冲。除去贸易干预和摩擦的扰动，全球贸易周期本身也处于下行轨道，过去两年的贸易畅旺难以长期持续，今年开始的贸易回落有一部分属于周期调整。

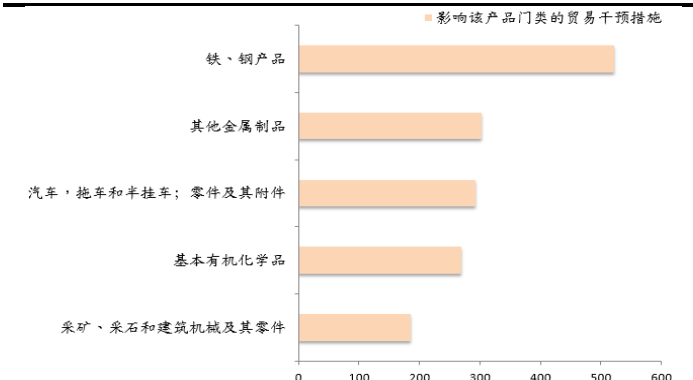
2019 年，全球贸易前景堪忧，面对贸易争端不确定性和全球经济下行压力加大的双重考验，预计将进一步放缓。美国的保护主义贸易政策大概率将持续，并显著拖累多国经济增长及全球发展速度。中美贸易摩擦虽由特朗普挑起，但深层症结在于世界两大经济体之间较难调和的分歧。WTO 等全球多边贸易体系的改革仍需时日。英国脱欧前后需要与欧盟及其他地区调整贸易关系，也将使欧洲相关的贸易活动受到影响。

图 7：2018 年全球政府的贸易干预措施迅速增加



资料来源：Global Trade Alert、招银国际研究

图 8：2008 年至今受有害贸易干预措施影响最大五类产品

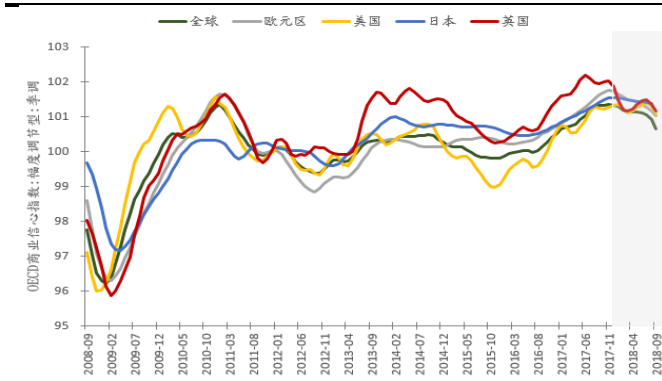


资料来源：Global Trade Alert、招银国际研究

投资计划减少，消费占比提升

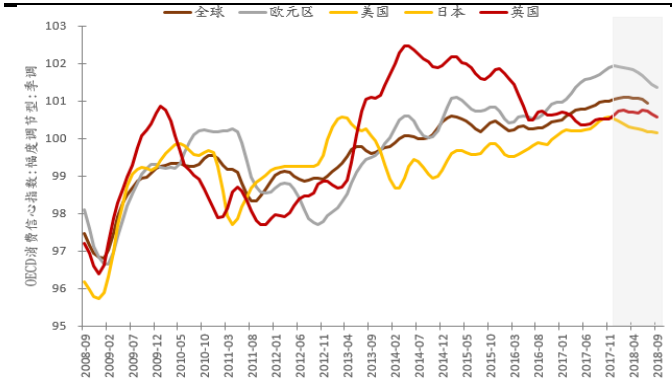
贸易摩擦和其他政策的不确定性给经济前景蒙上阴影，影响全球企业的资本开支和投资计划，乐观情绪和投资意愿减少。FDI 显著下降，仅上半年即下降 41%，达 2005 年以来最低规模。仅有美国和印度等少数国家的投资信心增强，但美国从三季度开始实际投资增速也在减缓，可见信心和决策之间存在缺口。私人消费虽也受到宏观环境影响，但在包括美国在内的多数国家依旧强劲，在增长结构中的占比逐步提升。随着新兴市场产群体的不断扩大，消费市场的潜力依旧巨大。

图 9：商业信心于 2018 年转差



资料来源：万得、招银国际研究

图 10：消费者信心受到小幅影响

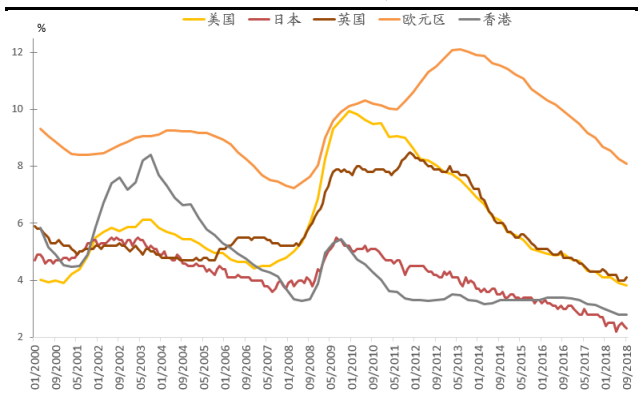


资料来源：万得、招银国际研究

二、通胀：成本增压，温和提升

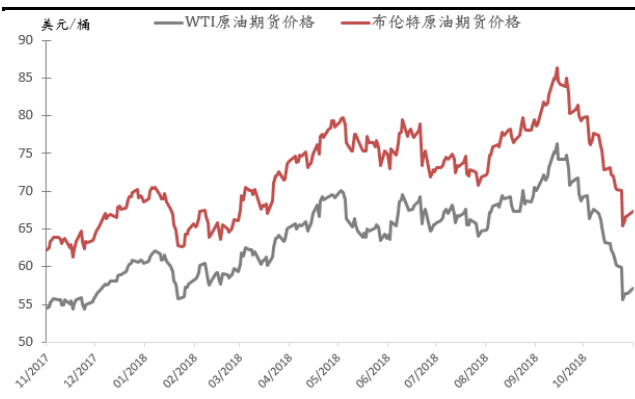
主要发达经济体的失业率已经处于快速下行通道，并已达历史低位，多个国家接近“全民就业”。薪资和通胀涨幅则相对迟滞且温和，预计 2019 年劳工市场偏紧的状况会传导至更快的薪资涨幅。不仅是人力成本在上升，汇率波动、关税措施、大宗商品价格波动等都有可能提高企业成本，挤压盈利空间。当然，油价在近两个月开始剧烈回调有助于通胀的稳定，随着供给增加而需求疲软，油价难再现急升态势。

图 11：发达经济体进入低失业率阶段



资料来源：彭博、招银国际研究

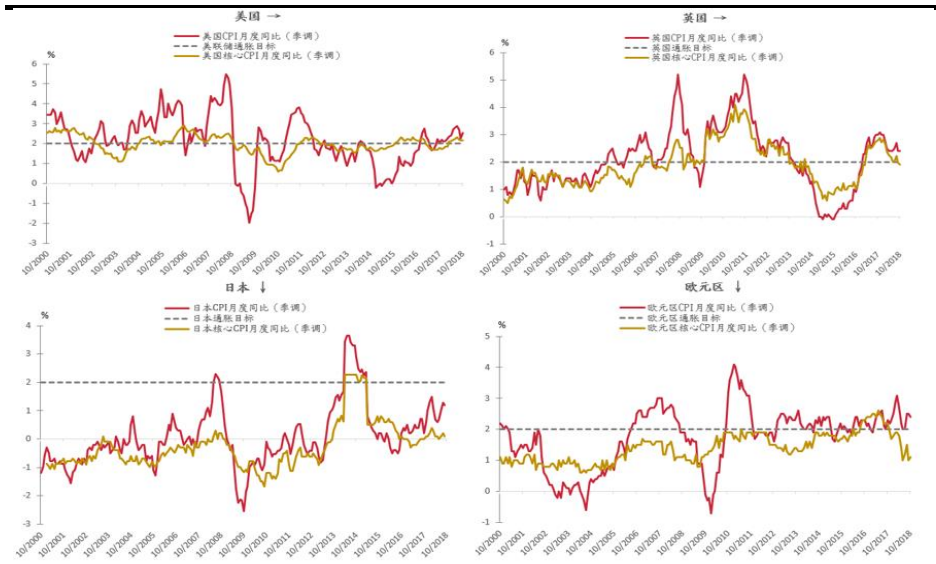
图 12：原油价格一年内冲高回落，有助缓释通胀压力



资料来源：彭博、招银国际研究

当前英美接近、欧日远低于合意通胀目标。2019 年的基本情形是美国的通胀将稳步提升，使得美联储维持渐进加息的节奏。预计 2019 年美国 CPI 升幅为 2.3%，核心 PCE 升幅为 2.1%。不确定因素在于贸易战，一旦关税上升传导至美国国内使得通胀出现快速上升，将使得美联储加息节奏变得难以预测，并带给金融市场更大压力。我们认为如果“贸易战”不再升级，则出现这种情景的几率仍然较小，关税的国内价格影响更可能只停留在微观层面。

图 13：发达经济体核心通胀走势差异：美英接近通胀目标，欧日远低于目标



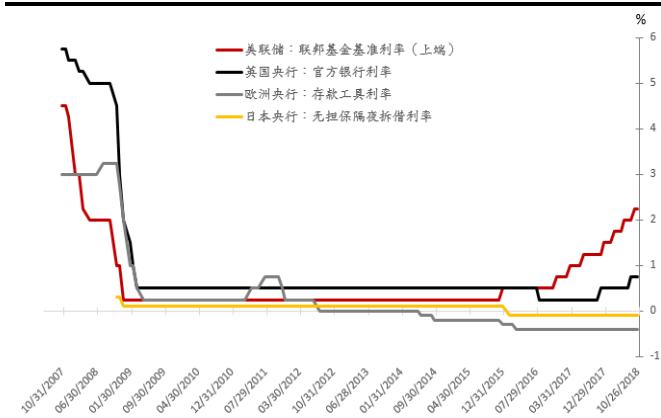
资料来源：CEIC、彭博、招银国际研究

三、货币政策继续收紧，财政政策扩张受限

2008 年金融危机之后，主要央行迅速扩张的资产负债表保证了资产价格即使面临各种不确定性依旧保持高位。在通胀温和上升的背景下，全球主要央行稳步收紧货币政策，美、欧、日央行（G3）的美元计总资产于 2018 年停止上升，全球流动性将继续收缩。目前，美联储在全球央行收紧货币政策的过程中领先，2018 年共提升联邦基金利率区间一个百分点（12 月加息机率已经很高）。在美联储加息末段，全球金融市场和新兴市场将对利率的提升更加敏感，美联储对加息决策也将更为谨慎，受经济数据的影响也将更大，将逐步转向“慢加息”与“快缩表”的政策组合，预计明年加息两次（每次 25 个基点）后接近中性利率停

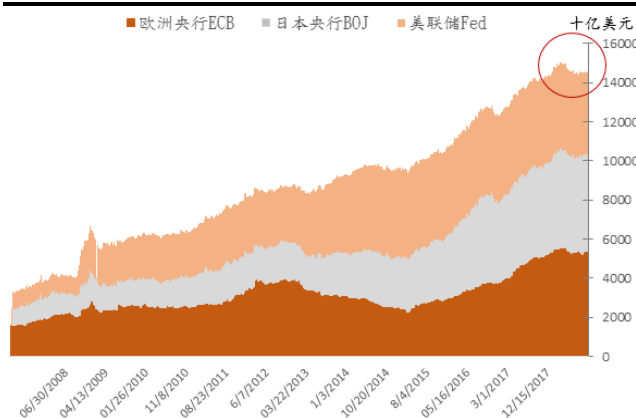
止加息。美债收益率趋平的过程没有结束，而收益率曲线在 2019 年倒挂的几率很大，我们预计 2019 年末美国十年期国债利率将升至 3.5% 左右。全球货币政策的一个潜在风险是通胀的突然提升将加快货币政策收紧的节奏。全球流动性收紧将持续影响风险偏好，加速风险资产抛售。

图 14：美联储引领全球主要央行货币政策正常化进程



资料来源：彭博、招银国际研究

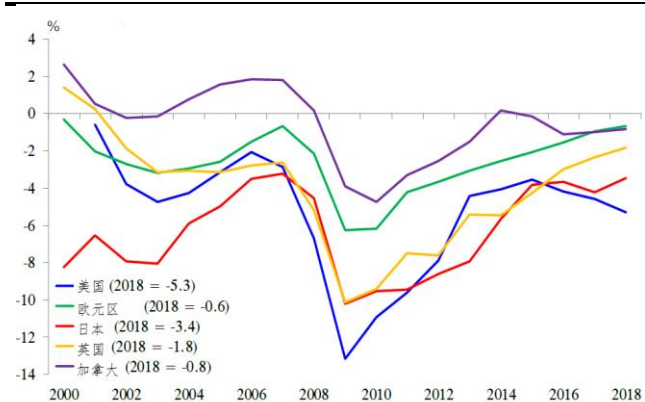
图 15：G3 央行美元计总资产出现拐点



资料来源：彭博、招银国际研究

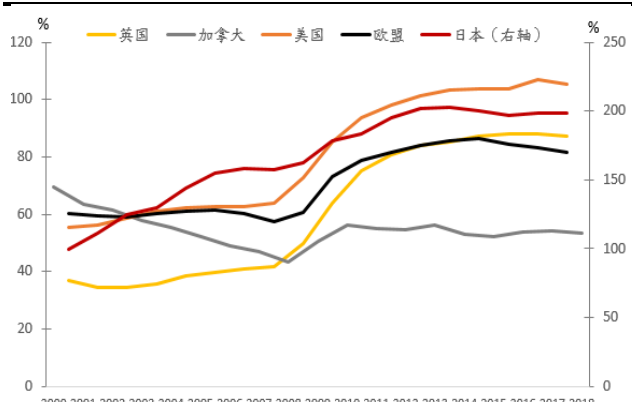
随着货币政策正常化的推进，政府倾向于更多地通过财政工具来提振经济。因此，我们将于 2019 年在主要经济体看到财政积极的倾向。然而需要警惕的是，包括美国在内的许多经济体可用的财政空间并不大，许多政府面临财政支出的需求和财政赤字过高的两难困境，特别是日本的中央政府债务与 GDP 比重已高达 200%。此外，意大利、希腊等国的公共债务过高，成为潜在危机因素。政府债务高企需要政府寻求更加有利于长期增长、创新发展和经济平衡的公共财政组合。

图 16：政府净借贷与 GDP 比重



资料来源：IMF、美联储、招银国际研究

图 17：政府债务占 GDP 比重



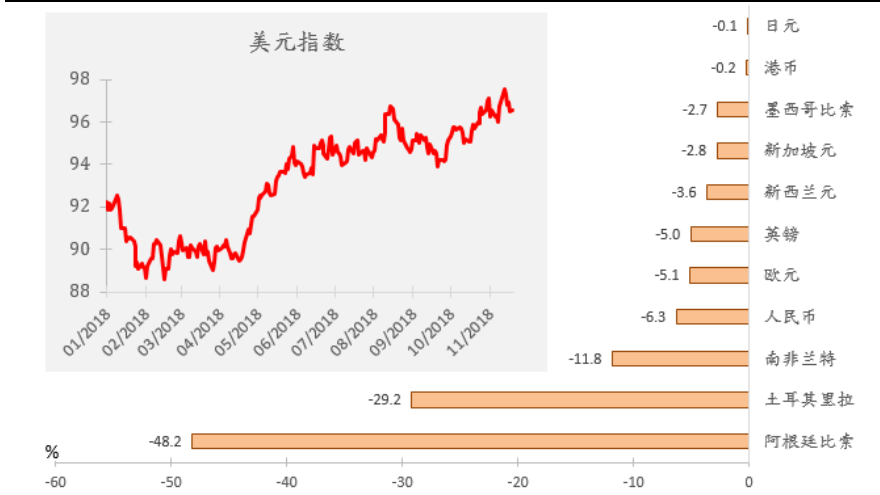
资料来源：CEIC、招银国际研究

四、汇率：美元指数上行空间有限

美元在 2018 年“独领风骚”，近九成的全球货币相对美元皆贬值。美元指数于年初触底反弹，并迅速拉升至 94 以上并冲上 97 高位。金融市场波动加剧使得风险胃纳收窄，将使美元继续保持有吸引力，美欧之间经济增速和货币政策的双重分化也将在 2019 年上半年支撑美元，之后出现经济“同步放缓”后将出现回落。

除了强美元的背景外，各国的国内因素也是汇率的风险来源。例如，欧元受到意大利预算问题影响维持下降趋势，英镑受脱欧影响剧烈波动，南非兰特、土耳其里拉和阿根廷比索等新兴市场货币因资本外流和脆弱经济而大幅贬值，而至 2019 年下半年大部分新兴市场货币贬值压力将有所减轻。

图 18：美元指数拉升，年内主要货币相对美元皆贬值



资料来源：彭博、招银国际研究

五、主要经济体预测

美国：当前正处于史上第二久的经济复苏，增长正在见顶。今年税改法案和财政开支政策估计共推动 0.6% 左右的 GDP 增长，但 2019 年刺激作用预计将消退至 0.3% 以下。民主党主持众议院之后，财政政策的力度料将相对收敛，进一步的减税希望渺茫。美联储继续加息将使得货币政策对经济增长的约束增大。由于供给端因素、劳动力减少、成本和税率上升，房地产市场出现下滑，私人住宅投资在 2018 年持续下跌。预计 2019 年上半年，经济增长和美元都将继续保持相对强势，主要支柱在消费，但下半年下行因素将集中显现。预计 2019 年通胀温和提升，核心 PCE 升幅为 2.1%，全年 GDP 增速将回落至 2.3-2.5%。

欧元区：整体就业状况的改善将继续支撑内需，但制造业下滑比较严重，德国受影响较大。意大利作为区内第三大经济体，陷入与欧盟的预算争拗，加之经济增长失速，拖累欧元区前景。预计欧元区 2019 年通胀将略有提升，但仍不及 2% 的目标，全年 GDP 增长 1.6-1.8%。

英国：若脱欧过程顺利，受影响的商业信心和投资计划仍需时日恢复，2019 年全年 GDP 增速预计在 1.2-1.4%。若脱欧过程再遇波折，英国经济将受到较大冲击。

日本：首相安倍晋三的连任保证了政策的连续性，使得经济刺激方案得以继续。内需前景较乐观，而外需受贸易摩擦影响较大。预计全年 GDP 增长 0.8-1.0%。由于通胀低迷，2019 年日本央行将维持超宽松货币政策。

新兴市场：强势美元和趋紧的全球流动性从今年 4 月开始带给大部分新兴市场压力，而中美贸易战和地缘政治危机更可谓雪上加霜。新兴市场货币在 2018 年普遍承压，但由于大部分国家在 2008 年危机后加强了危机防御体系建设，韧性已显著加强，缓释资本流动冲击的工具也更加有力，唯有土耳其和阿根廷等国因自身脆弱性而引发危机并陷入衰退。带着持续的压力，新兴市场在 2019 年预计还将面对来自金融市场和国内政治双重波动的风险。在全球风险胃纳受抑的情况下，新兴市场凭借多样性和灵活性仍有值得关注的投资机会，估值较低仍可能保护新兴市场的部分资产。

香港：外围环境对香港的影响将在 2019 年更显著地表现。全球经济前景转淡且中美贸易关系不明朗，将进一步影响香港离岸贸易活动和投资气氛，拖累 2019 年香港的经济增长，预计全年经济增长较 2018 年回落近一个百分点至 2.6% 左右。失业率仍将维持在 2.9% 左右的低位，零售销量预计仅实现高单位数增长，通胀将回落至 1.4% 左右，房地产市场进入调整期，价格有近一成的下调空间。随着全球金融环境收紧，香港将继续其货币政策正常化过程，主要银行也将较为保守地上调最优惠利率。由于香港金融体系稳健成熟，银行体系应对风险的能力依然较强。

2019 年中国经济展望

首席经济学家：丁安华 - dinganhua@cmbi.com.hk
 宏观经济师：谭卓，博士 - zhuotan@cmbchina.com
 宏观经济师：丁文捷，博士 - dingwenjie@cmbi.com.hk

阵痛仍存，阵地犹在

我国经济面临全球贸易周期下行和贸易摩擦的外部冲击。从全球贸易周期观察，贸易增长是本轮经济复苏的重要驱动力。然而，在“贸易战”的阴影下，未来几年全球贸易对经济的拉动作用将明显下降，下降幅度受到贸易摩擦烈度的影响。考虑贸易摩擦影响，全球贸易增速将从今年下半年开始快速下滑，明年可能陷入负增长。贸易摩擦将对出口产生负面影响，拖累我国经济增长，对人民币汇率形成较大压力。

全球货币紧缩迭加我国信用收紧，对我国经济金融造成较大负面影响。从全球金融周期观察，各主要央行纷纷收紧货币政策，导致全球流动性增速下降，甚至负增长。全球流动性收紧造成的资本市场下行压力可能向我国传导。我国经济内部均衡受信贷紧缩负面影响较大。财政“狭义积极、广义收紧”加剧了信贷紧缩。“宽货币、紧信用”下，利率双轨持续，信用风险上升。在内外均衡的约束下，下一阶段中国经济失衡压力加大。启动信用、适当提高企业资金可得性，有助于缓解企业资金链紧张，化解供需失衡问题。

贸易摩擦下人民币汇率波动性加大。贸易摩擦导致人民币贬值压力加大。美元指数变化是驱动人民币走势的一个主要因素。我们预计，下一阶段美元指数上行空间有限，对人民币汇率的压力可控。国际资本有望持续流入，对人民币汇率形成支撑。中美贸易摩擦是中期人民币所面临的主要风险，但对汇率的影响有望边际缓解。我们判断，只要 2018 年 GDP 增速能维持在 6.5% 以上，美元指数年内高点在 98 左右的前提下，人民币兑美元汇率不会“破 7”。我们预计明年人民币对美元汇率在 6.7-7.1 的范围内浮动。

政策前瞻：有可能结合稳增长、防风险推出结构性逆周期调控政策，我国“利率双轨”有望收敛。财政政策可望更加积极，狭义财政推进降税减负，广义财政可能会通过规范的渠道对地方融资平台提供新增融资。金融政策有望结构性放松，如果贸易摩擦加剧导致稳增长压力加大，监管部门可能会出台政策鼓励银行支持重点领域和薄弱环节，使社会融资规模增速重新回到 10% 以上的区间。下一阶段，如果监管部门采取措施启动信用债市场的融资功能，支援银行对企业增加贷款，我国“利率双轨”有望趋于收敛。

图 19：2019 年中国主要经济指标预测

	2016A	2017A	CMBIS 2018E	CMBIS 2019E
实际 GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.6	6.3
名义 GDP (同比增速, %)	7.9	11.2	9.8	8.2
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.4	6.3
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	6.0	5.3
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	9.5	7.9
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.6	1.8
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	12.0	6.1
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	18.0	10.6
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	349	287
广义货币供应量 M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.3	8.5
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	17,420	17,607
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,710	19,440	18,337	20,000
1年期存款基准利率 (%，期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款基准利率 (%，期末值)	4.35	4.35	4.35	4.35
大型金融机构存款准备金率 (%，期末值)	17.0	17.0	14.5	12.5-13
USD/CNY 即期汇率 (期末值)	6.95	6.51	6.80	6.7-7.1

资料来源：国家统计局、中国人民银行、海关总署、万得、彭博、招商银行研究院、招银国际研究预测

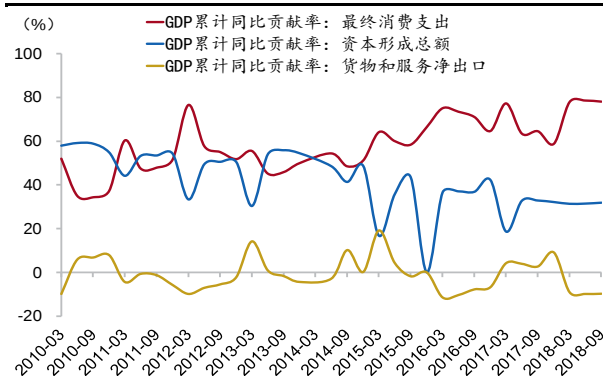
一、2018 年中国经济回顾：主动的收缩与不屈的坚守

矛盾的凸显源于我们的主动选择

1、经济为什么下行？

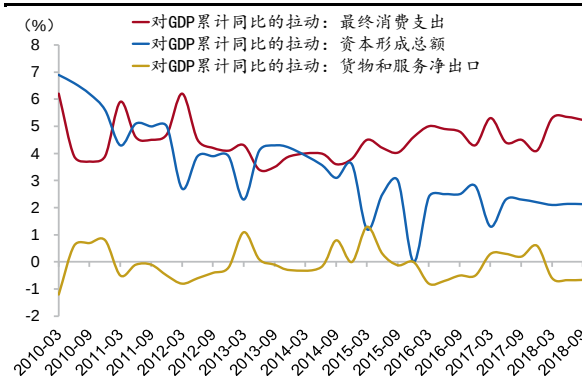
从投资驱动到消费驱动。近年来我国经济已经逐渐摆脱依靠投资驱动的局面，转向由消费驱动。以 2010 年以来三大支出对 GDP 的贡献率来看，消费支出对 GDP 的贡献率逐渐攀升，资本形成总额对 GDP 的贡献率逐渐下滑。以三大支出对 GDP 同比的拉动来看，消费支出对 GDP 同比的拉动较为稳定，在 5% 左右小幅波动，表明消费是经济的稳定器。而资本形成总额对 GDP 同比的拉动近年逐渐下降，由 2010 年的 5.6% 不断下滑至 2018 年 Q3 的 2.1%，表明投资的主动收缩是造成 GDP 增速下滑的主要因素。

图 20：消费支出对 GDP 同比贡献率逐渐攀升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

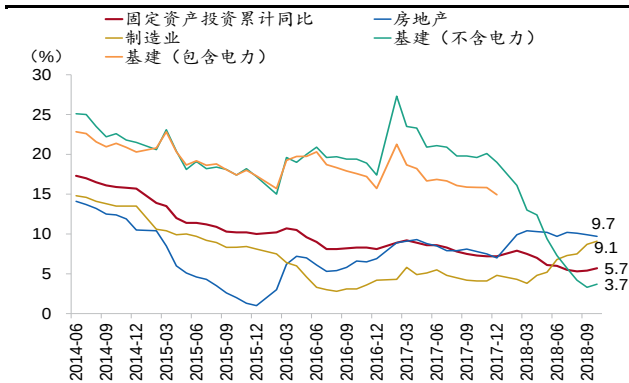
图 21：投资主动收缩是 GDP 增速下滑的主要因素



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

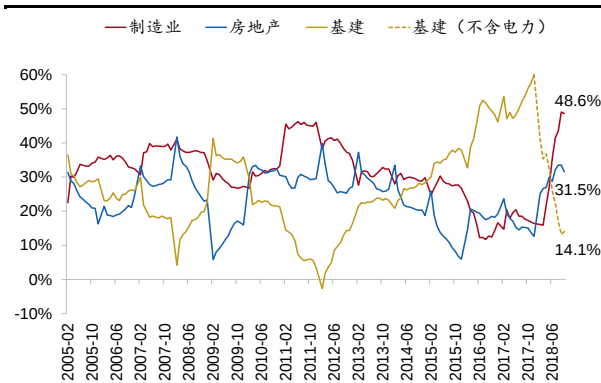
从“基建放量”、“地产下行”到“产业振兴”。2018 年基建投资主动收缩，是固定资产投资增速大幅下行的主要原因，迭加房地产调控坚决未松动，导致固定资产投资增速较 2017 年下降了 1.5 个百分点，累计同比增长 5.7%。其中，基建（不含电力）、房地产和制造业对固定资产投资的贡献分别为 14.1%、31.5% 和 48.6%。

图 22：从基建放量与地产下行到产业振兴



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

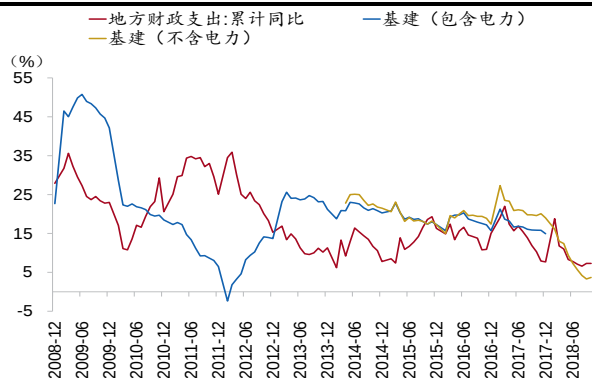
图 23：房地产、基建和制造业对投资的贡献



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2018 年基建投资大幅收缩是固定资产投资的主要拖累项。2018 年以来，基建投资增速从高位持续回落，同比增速下滑至 3.7%。基建下滑与国家“去杠杆、防风险”诉求提升直接相关，而财政赤字率目标下调、地方政府的投资和融资规范化、信用收缩与信用违约潮爆发则进一步制约了其增长。

图 24：地方政府举债规范制约基建投资

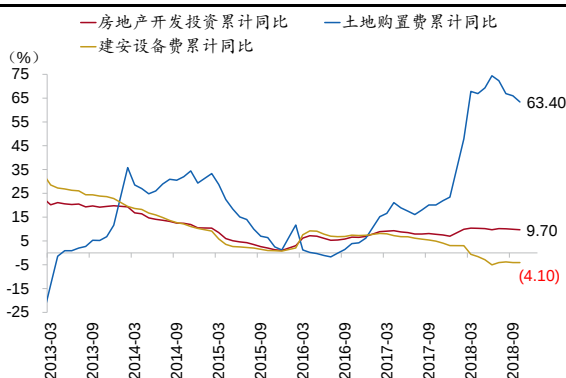


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2018 年房地产投资持续保持在高位，下滑幅度仍低于市场预期。1-10 月，房地产投资累计同比增长 9.7%，保持高位的平缓下滑趋势。今年的房地产开发投资增速较快，主要得益于 2017 年下半年以来房地产企业高涨的买地热情，土地购置费保持高速增长。1-10 月土地购置费同比增速 63.4%，在房地产投资完成额中占比上升至 30.3%，分别较 2017 年底上升了 40 个百分点和 9.2 个百分点。而对工业品具有直接拉动作用的建安设备费则表现一般，已连续 8 个月保持下降趋势，1-10 月同比下降 4.1%。资金方面，虽然上半年非标融资渠道略有收紧，但开发融资仍相对较畅通，同比增速甚至在 6 月后开始反弹，这可能也因此催生了今年以来的高周转和抢开工行为，新开工面积累计同比增速上升至 16.3%，较 2017 年底上升了 9.3 个百分点。

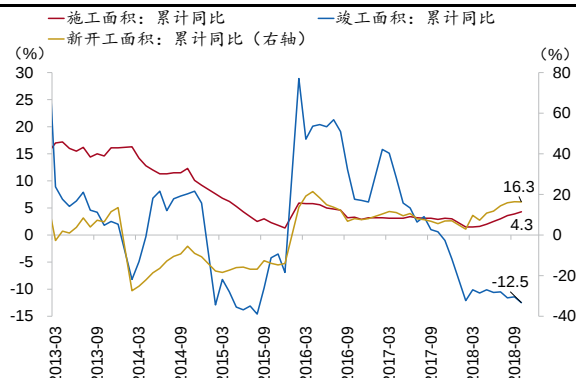
2018 年以来，房地产市场表现出两种背离现象。一是高企的新开工面积增速与相对平稳的施工面积增速形成背离，二是负增长的建安投资增速与相对平稳的施工面积增速形成背离。这可能是由于房企加快新开工以获得预售证，回笼资金并进一步囤地，同时放缓施工进度，尽可能降低施工成本，这也体现在竣工面积的同比负增长上。

图 25：房地产投资持续保持在高位并平缓下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

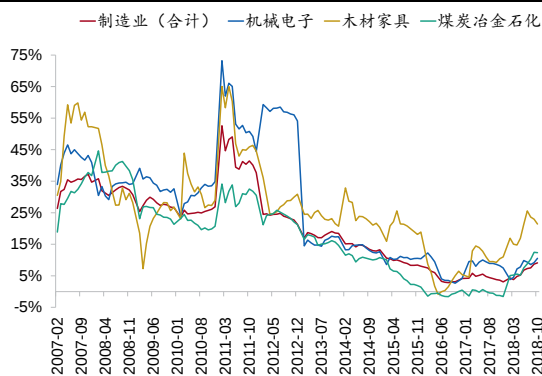
图 26：新开工与施工平稳增长，竣工面积负增长



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

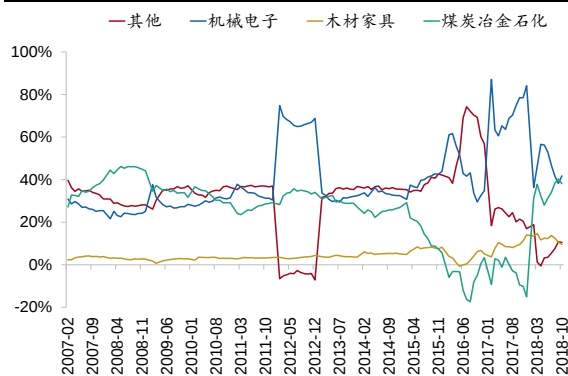
2018 年制造业投资增速超预期反弹，是“周期反弹”+“产业升级”共同作用的结果。2018 年制造业投资增速大幅反弹，累计同比增速持续上升至 9.1%，较去年底上升了 6 个百分点。其中，机械电子行业贡献了 42%，煤炭冶金行业贡献 38%，木材家具贡献 10%，其余行业贡献 10%。木材家具行业投资增长最快，累计同比增速高达 21.4%，较去年底上升 10.4 个百分点；煤炭冶金行业次之，累计同比增速由负转正，上升至 12.3%；机械电子行业同比增速则上升 3 个百分点至 10.5%。

图 27：制造业分行业投资增速



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 28：制造业分行业投资贡献图



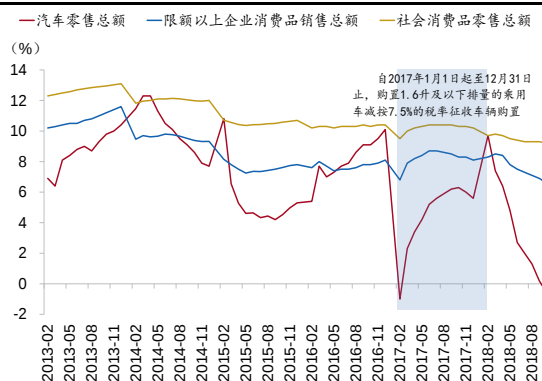
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

民企是本轮制造业投资增长的主体。截至 2018 年 10 月，民间投资在总投资中的占比已由去年底的 60.4% 上升至 62.34%，其增速小幅回升后略有波动，累计同比增速较 2017 年底上升了 2.8 个百分点。而民间投资中占比最大的是制造业，占比 44.54%，其增速在年初开始持续上升，1-10 月累计同比增长 9.69%，较去年底上升了 4.91 个百分点。尤其是在 7 月份之后，民间投资增速企稳，而其中的制造业投资仍保持上升趋势，在制造业投资回暖中具有重要的拉动作用。

购置税优惠政策退坡与汽车销售大幅下滑。2016 年 12 月，国家税务总局《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》规定，自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。受此影响，2017 年汽车销售总额增速明显回升，同时也提前透支了部分潜在汽车消费。随着优惠政策的到期，2018 年汽车销售增速出现明显下滑，社会消费品零售总额增速也受到拖累。

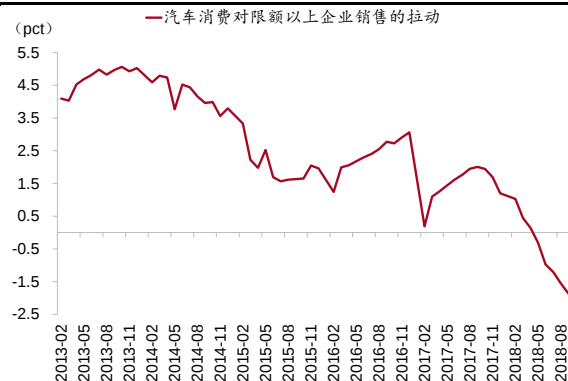
2018 年 1-10 月我国社会消费品零售总额与限额以上企业消费品零售总额累计增速分别下滑至 9.2% 和 6.6%，分别比去年同期低 1.1 和 1.7 个百分点。而如果按照 1-10 月汽车消费累计额占限额以上企业消费品零售累计总额 26.7% 的占比计算，汽车消费拉低限额以上企业消费品零售累计总额 2 个百分点。由此可见，汽车消费明显下行是限额以上企业消费品零售额累计同比下行较多的主要原因。

图 29：汽车消费累计增速大幅下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 30：汽车消费已成限额以上企业销售的拖累

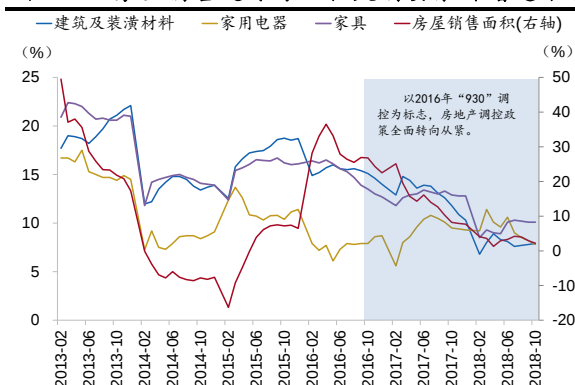


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

房市调控与相关消费下滑。2016 年 9 月 30 日之后，以北京等 16 个热点城市相继推出楼市调控政策为标志，房地产调控全面转向以“限购、限贷、限售、限价、限土拍、限商改住”为主的空前的紧缩政策，房屋销售面积累计增速也因此开始下滑。2018 年 1-10 月，房屋销售面积累计同比增速已下滑至 2.2%。而受此影响，限额以上企业建筑及装潢材料、家具的销售面积累计增速也较前期增速高点有明显下滑，家具销售面积累计增速则保持总体平稳。

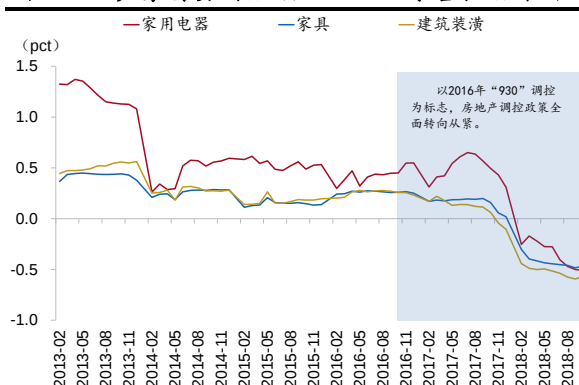
但从对限额以上企业消费品零售累计总额的拉动来看，自房地产调控从紧后，三者的拉动作用就有明显下降，如果明年延续房地产调控政策，那么预计涉房消费增速及对限额以上企业零售的拉动将继续走弱。

图 31：房屋销售遇冷导致相关消费累计增速下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

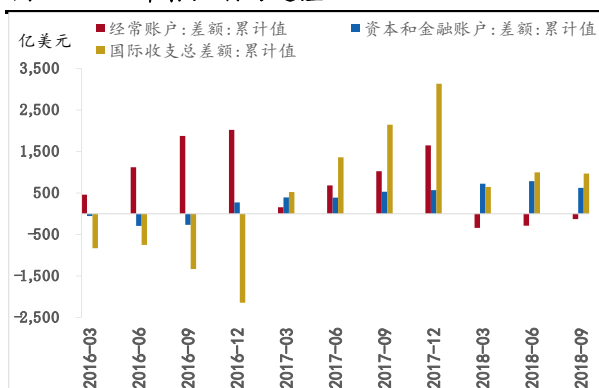
图 32：涉房消费对限额以上企业零售拉动作用减弱



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

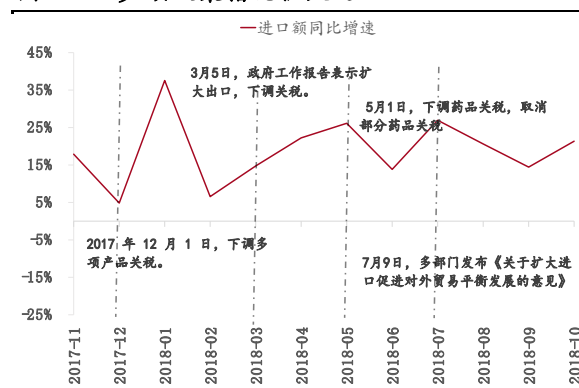
从“双顺差”到扩大开放下的经常项目逆差。近年来，随着对外开放程度的不断提高，国际收支结构从“双顺差”逐步变为经常项目逆差，国际收支更趋平衡。2018 年 1-9 月份，经常项目差额为 -128 亿美元，资本和金融帐户差额为 625 亿美元，出现了“经常专案逆差，资本和金融项目顺差”新的国际收支格局（图 1）。应该说，中国经常专案逆差与中国主动扩大对外开放，加大进口力度密切相关。比如，2017 年 12 月中国政府下调多项产品的关税后，2018 年 1 月进口同比增速达到 37.6%；2018 年 3 月政府工作报告中提出继续扩大进口、下调关税后，4 月、5 月进口同比增速分别达到 22.2%和 26.1%。

图 33：经常帐户转为逆差



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 34：多项政策措施扩大进口



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2、货币金融：顺应时势，降低成本

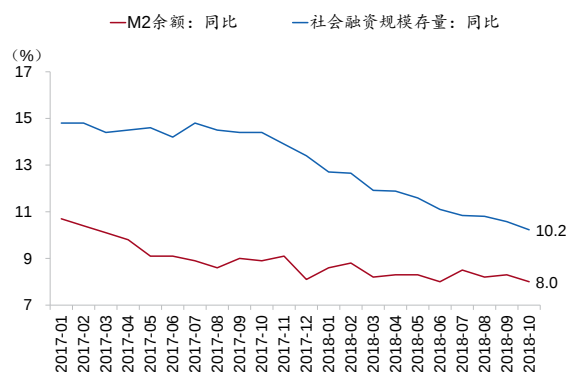
主动去杠杆下的货币政策困境。2018 年以来，“信用收缩”和“利率双轨”是困扰金融市场的两大难题。年初至今，社融增速（新口径）由上年末的 13.4% 回落至 10 月末的 10.2%，目前下行压力依然存在；旧口径下的社融增速连续两个月处于个位数增长，已略低于三季度名义 GDP 增速。与此同时，无风险利率与金融市场利率持续背离，中低评级信用利差明显走扩，截至 11 月 20 日，AA+ 和 AA 级产业债信用利差达到了 216BP 和 324BP，较上年末提高了 85BP 和 140BP 左右。在主动去杠杆阶段，适度的“信用收缩”和融资成本上行是高杠杆部门必须要承受的痛苦，但在宏观政策“几头碰”以及中美贸易摩擦加剧等迭加影响下，

上述问题似乎有愈演愈烈的风险，进一步加大了实体经济下行压力。有必要找出原因，提出有针对性的建议缓解这些问题。

(1) 信用扩张逐步放缓

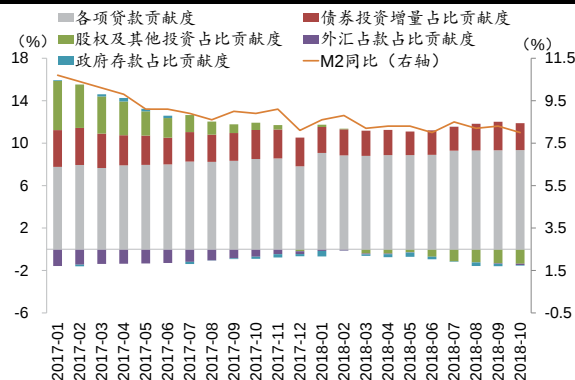
信用扩张与宏观杠杆率相伴相生，所以有效控制信用扩张速度是主动去杠杆阶段必须要解决的首要问题。今年年初，为进一步缓解高杠杆风险，政策部门明显加大了去杠杆的力度和节奏。一方面，财政部门强化了地方政府隐性债务和国企预算硬约束，抑制高杠杆部门的信用扩张冲动；另一方面，监管部门继续加大对非标、多层嵌套等影子银行业务的清理整顿，减少信用扩张的供给渠道。受此影响，实体经济信用扩张动力不足，M2 增速一直在 8% 的历史低位徘徊，社融增速亦出现了较大幅度回落。

图 35：M2、社融增速持续下行



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 36：M2 结构分解图

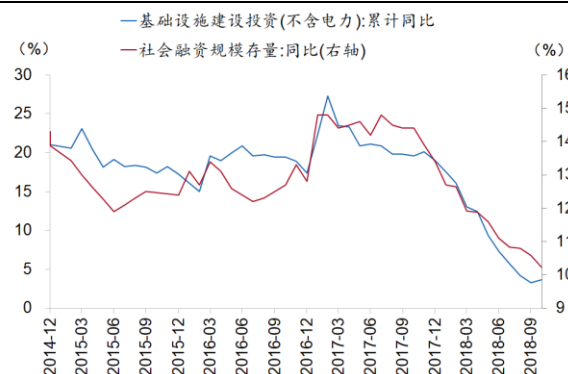


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

一是，需求端承压：抑制传统主体的信用扩张行为。

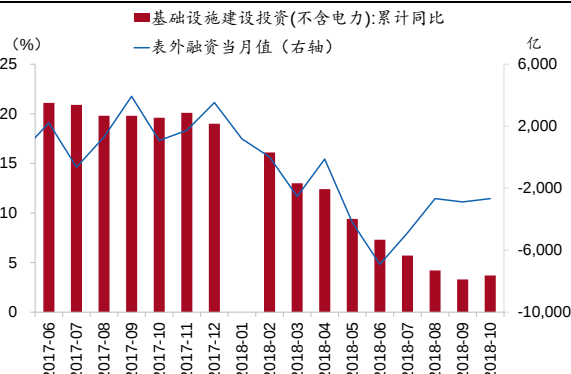
主动去杠杆下，国企、地方平台等高杠杆部门的信用扩张行为受到明显的政策约束。国企、地方平台一直是我国信用扩张的主体，也是饱受高杠杆之痛的重灾区。2018 年以来，政策部门明确提出了降低国企资产负债率的要求，强化了对地方政府隐性债务的清理整顿。在去杠杆的约束下，国企、地方平台等部门的投资冲动以及信用扩张行为受到了较大约束。1-9 月份，国有控股企业资产负债率为 59%，较上年末回落了 1.4 个百分点。1-10 月份，以地方平台为主导的基建投资增速由上年末的 19% 跌落至 3.7%。在投资增速显著下行的情况下，国企、地方平台的信用收缩由此可见一斑。

图 37：基建投资、社融增速持续下行



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 38：表外融资萎缩压制基建投资

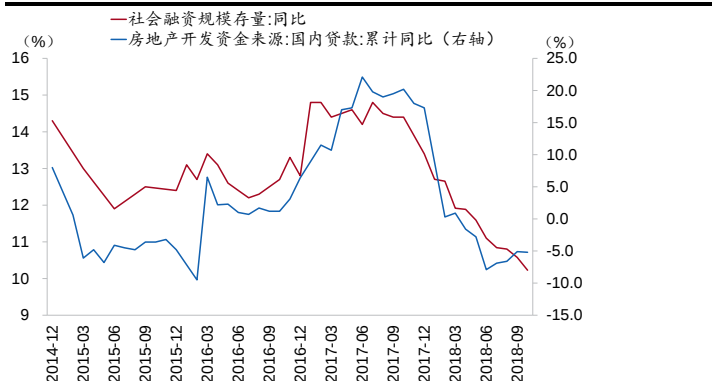


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

房地产部门也是我国信用扩张的重要组成部分，在宏观调控持续强化下，房地产部门的信用扩张行为同样受到压制。1-10 月份，房地产投资中除土地购置费增长较快以外，建安工程和设备工器具累计投资增速均跌落为负增长；9 月末房地产贷款余额同比增长 20.4%，

较上年同期回落 2.4 个百分点；1-11 月份房地产业债券净融资额仅占 2016 年、2017 年同期的 20.4% 和 84.7%。

图 39：房地产贷款周期与社融周期高度契合

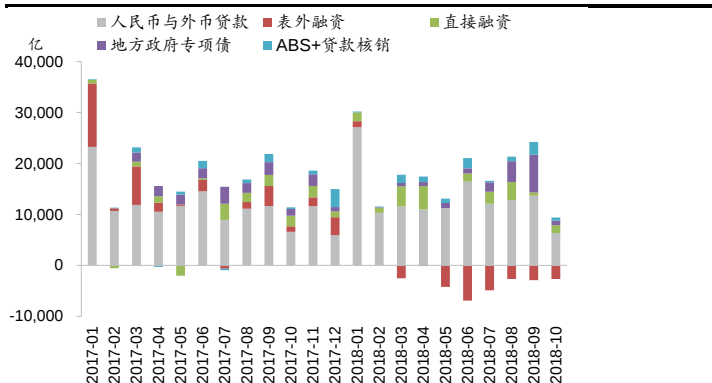


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

二是，供给端受限：表外融资与直接融资收缩。

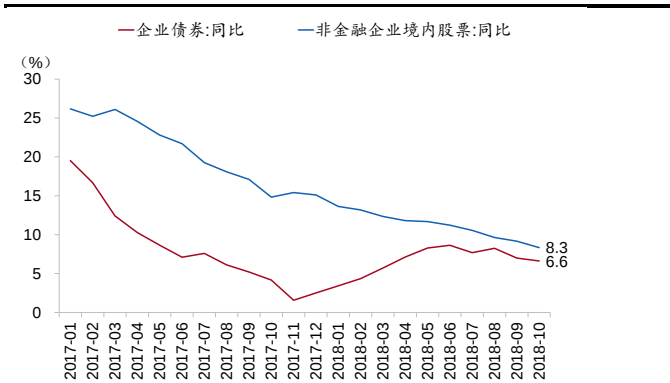
严监管下表外融资大幅萎缩。主动去杠杆下，监管部门通过强化影子银行监管，管控表外融资渠道，有力约束了金融机构信用无序供给。年初以来，在资管新规等一系列政策影响下，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票等表外融资大幅回落，10 月末余额同比增速分别为-8.4%、-2.6%和-15%，较上年同期回落 18.7、39 和 28.7 个百分点；1-10 月份分别减少 1.3 万亿元、5925 亿元和 7239 亿元，合计减少 2.6 万亿元，较上年同期少 5.6 万亿元。表外融资收缩是监管部门规范金融机构经营行为，防范化解金融体系风险的必然结果，但在表内融资尤其是资本市场融资尚未有效跟进的情况下，表外业务的过快收缩在一定程度上减少了对实体经济的有效信用供给，加剧了部分议价能力较弱信用主体（如小微企业、民营企业）的融资难度。

图 40：社融结构分解图



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 41：债券融资、股票融资增长相对较慢

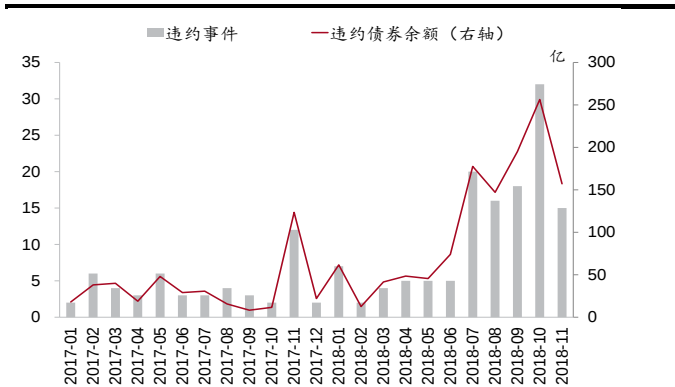


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

信用风险下直接融资增长放缓。直接融资不仅没能有效对冲表外融资收缩的压力，反而受金融机构风险偏好下降等影响，出现了一定程度的放缓迹象。年初以来，为应对表外回表压力，政策部门一方面调整了 MPA 结构性参数，加大信贷供给力度，另一方面保持“宽货币”环境，稳定市场预期，促进直接融资发展。从政策效果看，商业银行信贷保持较快增长，10 月末人民币贷款余额同比增长 13.1%；1-10 月份，新增人民币贷款 13.8 万亿元，已超过上年全年，较上年同期多增 2 万亿元。然而，直接融资增长相对较慢，10 月末企业债券融资、股票融资同比仅增长 6.6% 和 8.3%，较社融增速低 3.2 和 1.9 个百分点，成为拖累社融增速回落的重要因素。

直接融资增长较慢与金融机构风险偏好下降密切相关。在去杠杆的宏观背景下，今年信用违约事件频繁爆发，截至 11 月 27 日，涉及债券违约事件 129 起，债券违约余额高达 1216 亿元，是 2017 年全年的 3 倍。随着信用违约事件增多，金融机构风险偏好降低，进一步收紧了对中低评级企业的债券投资。截止 11 月 27 日，企业债（主体评级 AA+ 以下）净融资约 -3,600 亿元，比 2017 年同期约少 7,979 亿。与此同时，中美贸易摩擦加剧以及股票质押风险等问题，严重打压了投资者对股票市场的信心，加大了股票融资压力。1-10 月份，社融中企业股票融资累计 3,275 亿元，比去年同期少 3,343 亿元。

图 42：2018 年债券违约风险频发



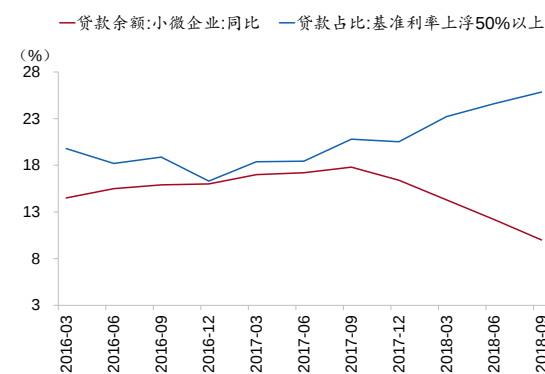
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

（2）“利率双轨”持续加剧

无风险利率与实体经济融资成本背离是今年金融市场又一重要特征。年初以来，为稳定市场预期，确保去杠杆中合理的流动性需求，央行明显加大了流动性供给力度，引导货币市场利率稳步下行。目前 DR007 和 R007 较上年末回落 30BP 和 100BP 左右，基本围绕央行 7 天逆回购操作利率（2.55%）小幅波动。SHIBOR 和国债收益率亦随之回落，1 个月 SHIBOR 较上年末回落 210BP 左右，10 年期国债收益率在 3.35% 左右，较上年末回落了 60BP 左右。然而，无风险利率持续下行并未有效传导至实体经济，信贷利率和信用债利率依然在持续走高。央行公布的 9 月份贷款加权平均利率为 5.94%，较上年末上升了 20BP；AA+ 和 AA 级产业债信用利差较上年末提高了 80BP 和 140BP 以上。

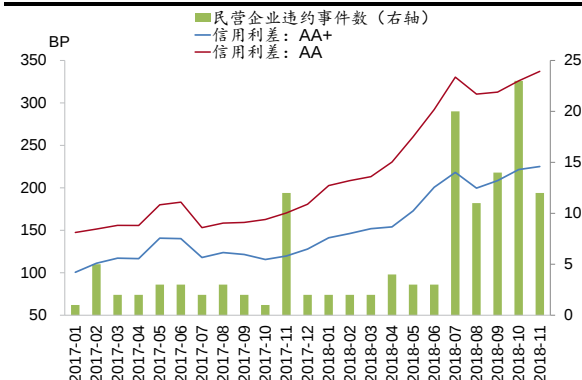
刚性兑付：信贷供需不匹配。长期以来，由于刚性兑付等问题普遍存在，金融机构更加偏好于将信贷资源投向国企、地方平台、房地产企业等部门，而相对忽视对小微企业、民营企业等融资主体的资金支持。在信用宽松、监管放松时期，由于表内外融资渠道较多，小微企业、民营企业等弱势群体受挤压的现象并不突出。但在信用收紧、监管趋严时期，由于表外融资渠道受限，国企、平台、房地产企业融资回表压力较大，进一步挤压了民营企业和小微企业的信贷供给，这必然会加大其融资压力，导致融资成本上行。今年以来，在小微企业贷款余额增速显著下行的同时，执行贷款基准利率上浮的企业占比明显走高，尤其是上浮 50% 以上的贷款占比达到了 25.8%，较上年末提高了 5.4 个百分点。

图 43：2018 年小微企业融资难度上升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 44：信用利差走扩



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

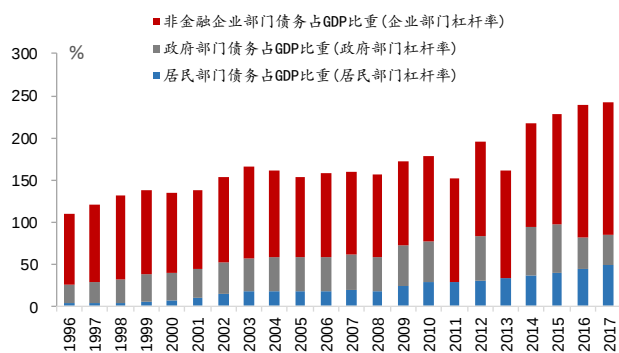
信用风险：中小企业融资的负反馈效应。随着企业违约事件增多以及股权质押风险的积聚，中小企业普遍面临“融资渠道收窄-资金链紧张-信用违约增加-融资渠道进一步收窄-资金成本上升”的负反馈效应。截至 11 月 27 日，民营企业违约达 96 起，违约金额 903 亿，民营企业债券净融资-1,310 亿元，较上年同期少 7,771 亿元。民营企业等中低评级主体的融资成本亦随之大幅上升，三年期 AA+ 和 AA 信用债收益率分别为 4.08%、4.60%，较 AAA 信用债收益率高 18BP、70BP，较国债收益率高 107BP、159BP。针对小微企业和民营企业融资压力，政策部门在保持“宽货币”的同时，也进一步加大了结构性引导的作用，比如，央行将中低评级债券纳入 MLF 抵押品范围、成立民营企业债券融资支持工具、加大支小再贷款力度，监管部门提出了“一二五”考核要求等。这些措施一定程度上有助于打破当前民营企业面临的负反馈链条，降低民营企业融资成本。

预期紊乱:民营企业退出历史舞台?目前，社会上对民营企业的预期较为紊乱，部分观点甚至过于偏激。民营企业生存困境既有信用收紧下的错杀，也与自身高杠杆经营模式有关，还与我国经济结构调整有关。然而，舆论方面普遍放大了民营企业被错杀这一因素，甚至“一刀切”地认为，凡是民营企业都必然会遭受违约风险。这些略带感情色彩的判断进一步降低了投资者对民营企业的信心，加剧了民企融资难度。

3、企业长期经营，家庭量入为出，财政持续平衡，“去杠杆”转向“稳杠杆”

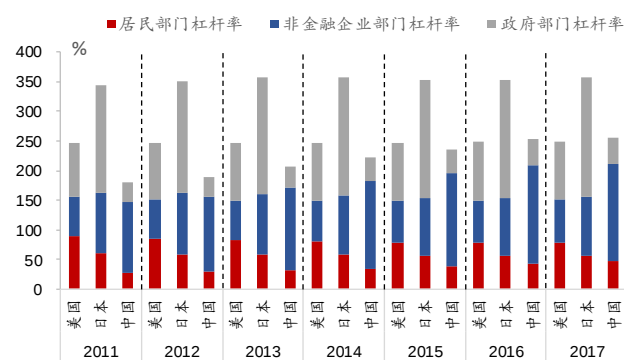
近年来，我国政府部门、企业部门与居民部门的杠杆率逐年攀升，杠杆率的高企是宏观经济脆弱性的主要来源。高杠杆不仅是企业持续经营面临的风险所在，令人愈发担忧的家庭偿债负担还可能会抑制长期消费支出，地方政府的过度举债也不利于经济的稳定发展，同时，社会保险体系呈现高度碎片化特征，每年都要依靠财政补贴，不可长期维系。经济呼唤“稳杠杆”，而“稳”则需要先“去”。因此，2014 年末的中央经济工作会议上，首次用了“高杠杆、泡沫化”来形容当时经济存在的问题，并指出，去杠杆不能一蹴而就，需要时间来化解。

图 45：我国企业、家庭、政府杠杆率构成



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 46：中、美、日三国杠杆率走势

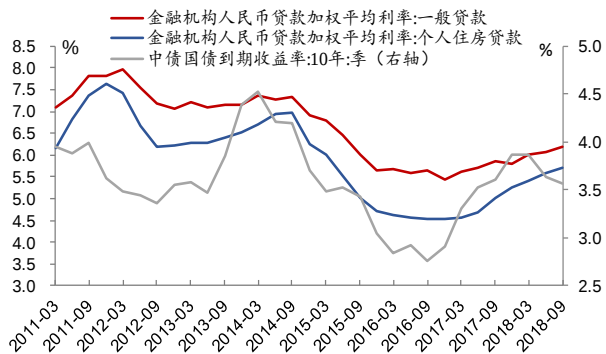


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

尽管 2016 年开始大力推进供给侧结构性改革，去杠杆的效果直到 2017 年才有所体现，主要表现为企业部门杠杆率有所下降，但居民部门杠杆率仍然上升，总杠杆率小幅上行。

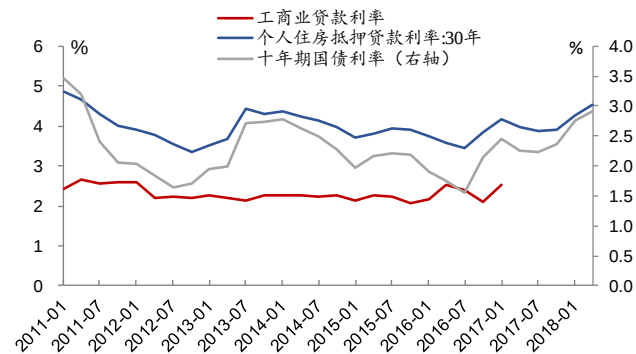
加强金融监管、控制地方政府隐性债务扩张等举措，使社会总体信用进一步收紧，虽然金融行业的杠杆率水准明显下降，但引发了新增社会融资增速的下降和资本市场估值水准的下降。表外金融规模的收缩，使得 P2P 等民间金融出现了流动性危机，企业债违约事件的发生频率也显著上升，推升了表内贷款利率高企；同时，今年以来央行实施的“宽货币”政策使得银行间流动性充裕，资金价格降幅明显，国债收益率处于下降通道。表内贷款利率的高企与市场利率的下行引发的利率“双轨”现象凸显。反观美国的数据，并没有出现类似于中国的“双轨”现象，更能说明利率双轨是由国内大力去杠杆的进程引起的。

图 47：今年我国利率呈现“双轨”走势



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 48：美国并未出现贷款利率“双轨”现象



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

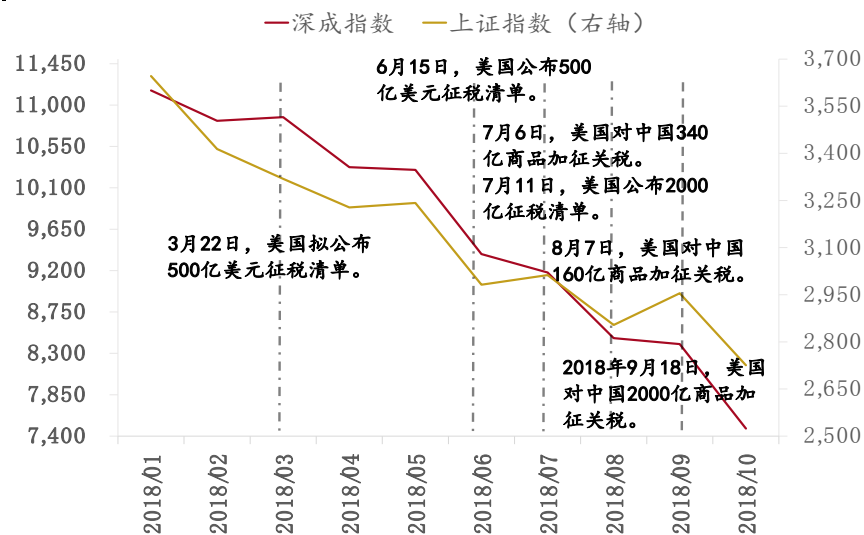
主动去杠杆的目的是为了防范金融风险，但实际操作过程很难把握好分寸，稍有不慎，反而容易诱发金融风险。因此，今年 3 月份中央财经委员会的第一次会议上就首次出现了结构性去杠杆的新提法，其用意也是为了避免系统性风险的爆发。今年下半年以来，去杠杆的力度明显减小，不仅提出了“六稳”目标，并且各地政府和金融机构都纷纷采取行动，来解决股权质押融资风险和民企融资难问题。

贸易摩擦冲击与中国出口韧性

1、短期内贸易摩擦加剧了金融市场波动

年初以来，随着中美贸易摩擦的持续升温，中国金融市场出现了较为明显的动荡。截止 11 月 28 日，上证指数较年初回落了 25% 左右，深成指数较年初回落了 30% 左右。期间，从美国对中国 500 亿美元、2000 亿美元商品征税清单公布到正式征税，中国股市均出现了 3% 以上的大跌。随着股市的大幅下跌，投资者信心相对匮乏，避险情绪上升，国债收益率显著下行。比如，3-4 月、6-7 月间，10 年期国债收益率分别下降了 40BP 和 30BP。

图 49：贸易战对中国股票市场冲击



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

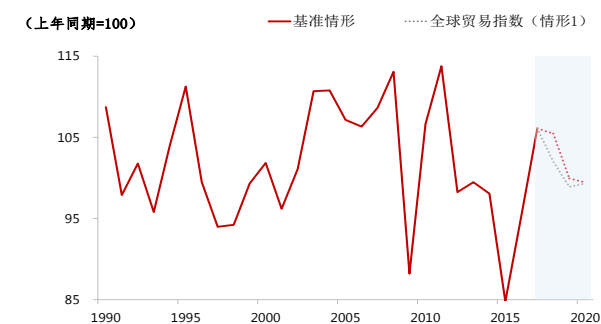
2、中期内中国出口具有较强的韧性

中美贸易摩擦持续升级以来，中国出口依然保持较快增速，尤其是 10 月、11 月出口增速明显超出市场预期。从地区分布看，对欧盟、香港、台湾等出口增长明显加快，对美国出口增速保持相对稳定。从产品结构看，手持或车载无线电话机（手机）出口大幅增长，9 月和 10 月增速分别达到了 28.2% 和 30.6%；机械设备、电动机、塑胶制品等产品出口增速大致稳定；农产品以及彩电、空调等白色家电出口增速出现一定的回落。在全球贸易摩擦加剧背景下，国内手机出口量反而逆势增长，1-10 月份，手机出口额累计同比增长 19.4%，较上年同期提高 13 个百分点。

中国输美产品中“机电产品”（HS85 和 HS84）占半壁江山。中国这两类产品在美国市场份额分别为 42% 和 32%，是第二位墨西哥的 2.5 倍和 2 倍，“头部效应”明显。虽然中国仍处在全球价值链中间环节，单个商品竞争优势并不明显，但中国完备的产业链是嵌入全球价值链最大的竞争优势所在，形成“一根筷子容易折，一把筷子难折断”的局面。研究表明，在中国对美出口产品中，2/3 左右出口额的产品抗风险能力较强，1/3 左右的产品可能会面临较大的生产经营风险。贸易摩擦会增加中国出口压力，但产业链竞争力有助于维持中国出口韧性。

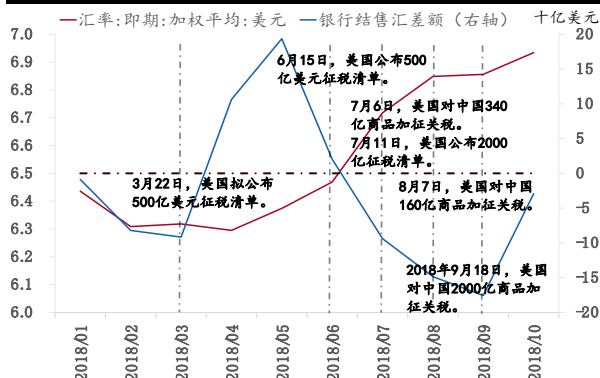
但也要看到，美国单方面征税行为将加大全球经济下行压力。根据我们预测，中美贸易战如果不再升级的基准情形下，全球贸易增速从 2018 年开始快速下滑，预计 2018 年-2020 年全球贸易增速分别为 4.7%、0.3% 和 -0.4%。如果贸易战升级，2019 年可能就会陷入负增长，2018-2020 年全球贸易增速预计分别为 2.5%、-0.3% 和 -0.5%，较基准情形分别下降 2.2、0.6 和 0.1 个百分点。

图 50：贸易战对中国股票市场冲击



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 51：贸易战对人民币汇率冲击



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

中美贸易摩擦加大了人民币汇率贬值压力，银行结售汇逆差有所增加。中美贸易战让人民币汇率走势承压，人民币兑美元汇率从2018年2月的6.29贬值到10月的6.93，半年多时间内贬值幅度达到10.2%。银行结售汇在2018年5月是顺差19亿美元，7月银行结售汇转为逆差，9月逆差进一步扩大到17亿美元。银行结售汇逆差扩大一定程度上增加了人民币汇率贬值压力。

3、长期看产业升级或将受阻

通过构建产品竞争优势四象限框架，横轴为显性比较优势（RCA），纵轴为产品配套密度（ ω ）。四象限中，象限 III 的 RCA 和 ω 值均高，配套完善，竞争优势明显。中国这类产品占出口总额的 2/3，手机、空调、液晶装置等均属于此类。象限 II 中的产品，上下游产业链环境较好，具备一定的潜在发展优势，但产品竞争优势的培育尚需时日，这些产品与“中国制造 2025”高度重合，比如半导体、集成电路、航空航天器材等均在此列；象限 I 中产品基础薄弱，部分产品需要加大基础产业培育。在美国对中国征税的 500 亿美元、2,000 亿美元清单中，象限 II 中的占比分别为 48%、16%。显示美国遏制中国产业转型的战略意图。对于这部分产品，应该充分发挥国内的产业优势和市场规模优势，以内生型发展模式为主导，加快产业转型升级。

图 52：500 亿清单部分中国对美出口产品结构

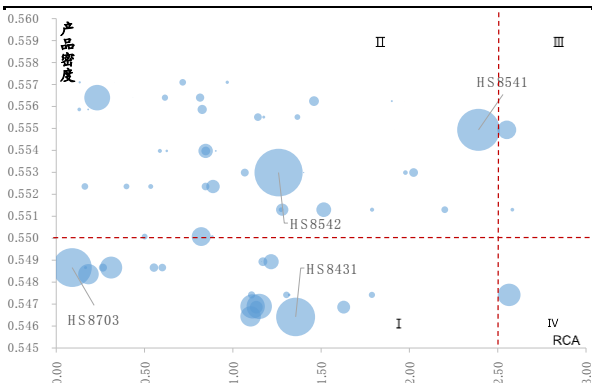
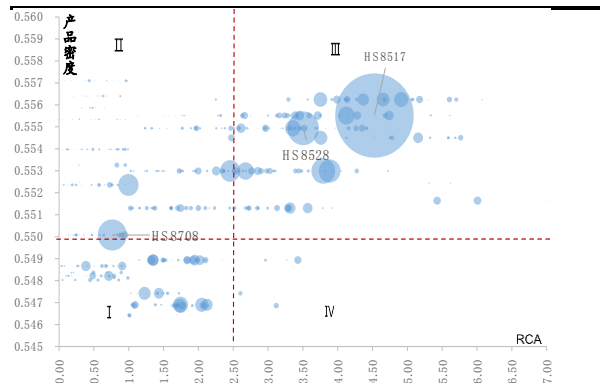


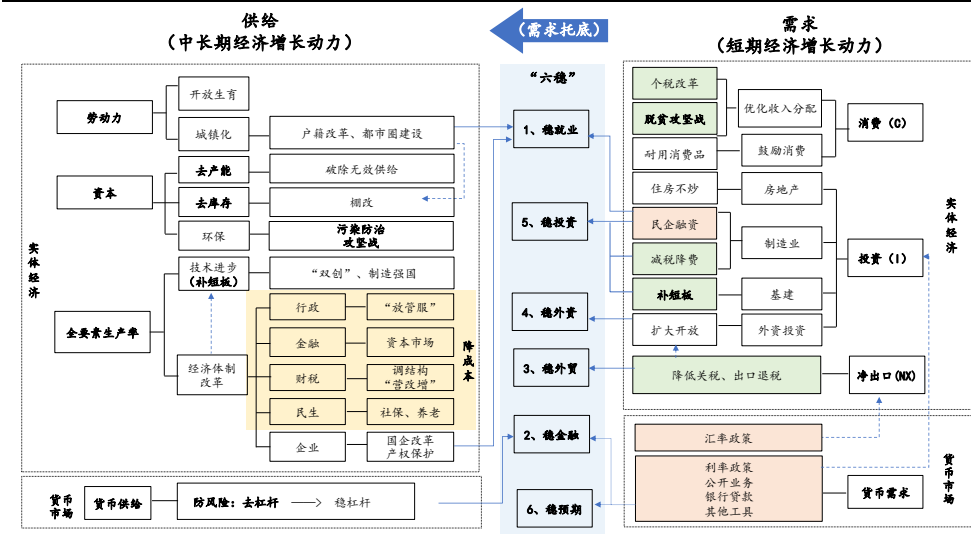
图 53：2000 亿清单部分中国对美出口产品结构



政策回顾：稳中求变，紧中有松

2018 年，在内外部的双重压力下，我国政策更加强调相机抉择。7 月政治局会议提出经济运行“稳中有变”，要提高政策的前瞻性、灵活性和有效性。11 月，《中国货币政策执行报告》明确要求，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，处理好稳增长、调结构、防风险的平衡。预计未来，监管部门将更加注重政策相互的协调，在多目标中把握综合平衡，届时会有更多“精准滴灌”的政策出台。

图 54：供给侧改革与需求刺激政策



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

托底需求“稳”字当头，以政策换取时间窗口。今年以来，在金融去杠杆过程中，受到美国加息和中美贸易摩擦等外部环境影响，我国经济下行压力有所加大，部分企业经营困难，风险隐患开始暴露，稳增长的诉求逐渐升温。基于此，7 月和 10 月的政治局会议都强调“稳”字当头，面对新的问题和挑战要主动应变，做好“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）工作。与此同时，央行年内四次降准，财政持续减税降费，基建补短板力度加大，多项政策刺激需求，力求稳定市场预期，托底经济。值得注意的是，本轮“扩大内需”的前提仍是“防范系统性风险”，因而并没有刺激地产，也不会出现大水漫灌式的强刺激，更多是以政策换取时间视窗，坚定不移地推动行政、金融、财税、民生等多方面改革。

防范风险服务实体，“去杠杆”逐步转向“稳杠杆”。随着“稳增长”需求逐渐增强，“去杠杆”政策也逐步在进行调整纠偏。4 月 2 日，中央财经委员会召开第一次会议，首次提出以“结构性去杠杆”为打好防范化解金融风险攻坚战的基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，重点聚焦地方政府和国有企业杠杆。之后，7 月政治局会议再度指出，要把防范化解金融风险和服务实体经济结合起来，“把握好力度和节奏”。而 10 月，中国人民银行行长易纲表示，中国宏观杠杆率已稳，防范金融风险初见成效，同时最近一次政治局会议也没有再提“去杠杆”，表明当前“去杠杆”任务已阶段性完成，宏观经济进入“稳杠杆”阶段。

加大改革开放力度，稳定交易伙伴信心。此次贸易摩擦中，美国的主要质疑在于我国政府对经济的过度干预，包括不当的财政补贴、国有企业的公平竞争，以及技术转让和智慧财产权等方面的行为。基于此，习近平多次在重要国际会议上强调，中国将“以坚定信心谋开放，以超强举措促开放”，释放出中国愿意继续扩大开放的强烈信号。在 4 月博鳌亚洲论坛年会上，提出了主动扩大进口、大幅度放宽市场准入、创造更有吸引力的投资环境、加强智慧财产权保护等四方面重大举措；11 月，在首届中国国际进口博览会开幕式上习近平再度强调，激发进口潜力、持续放宽市场准入、营造国际一流营商环境，同时进一步提出打造海南对外开放新高地、推动多边和双边合作深入发展。此外，下半年的政治局会议上也强调“加大改革开放力度”，一方面通过政府在政府服务、产权保护、要素价格、产业政策等方面深化改革，形成新的国际竞争力；另一方面，进一步释放我国坚定支持贸易自由化、主动向世界开放市场的决心，稳定交易伙伴对中国市场的信心。

深化供给侧改革，“三去”目标转向“一补一降”。从 2016 年开始，供给侧结构性改革一直是我国政策的主线，监管力求通过供给侧的结构性改革化解上一个经济周期过热带来的产能过剩问题，为经济注入长期增长的动力。在这一主线的引领下，近三年从“去产能”、“去库存”到“去杠杆”每年都有改革的重点，我国的经济和资本市场也随之发生了巨大的变化。到 2018 年下半年，房地产去库存已基本完成，“十三五”去产能目标有望提前两年完成，宏观杠杆率也已经稳定。可见对“旧经济”做减法的阶段已基本完成，下阶段的重点是通过“一补一降”助力“新经济”的高品质发展。一方面，应对“稳增长”需求，在加大基础设施领域补短板力度的同时，着力在创新、民生等领域鼓励形成新的投资需求；另一方面，通过减税降费，激发市场活力，更好地发挥财政政策在扩大内需和结构调整上的积极作用。

稳定就业提升信心，民企纾困和资本市场建设或成为下阶段政策重点。“稳就业”始终处于“六稳”目标首位。11 月 1 日民企座谈会上，习近平指出，民营企业贡献了 80% 以上的城镇劳动就业和 90% 的新增就业。基于此，支援民营企业发展，解决金融去杠杆带来的民金融资难融资贵问题，成为稳定社会的当务之急。10 月政治局会议着重提到纾困民营、中小企业和资本市场改革。第三季度的《中国货币政策执行报告》也首次提出，在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场融资功能之间，形成“三角形支撑框架”。结合近期密集出台的政策以及从最高决策层到“一行两会”负责人的表态，预计下阶段政策的重点仍将落在以下两方面：一是发挥政策的协同作用，通过改善民营、小微融资环境和减税降费，提升实体经济的信心；二是在缓解资本市场短期股权质押风险的基础上，加强中长期制度建设，提高资本市场服务实体经济能力。

监管政策紧中有松，边际放松趋势或将延续。从 2017 年初的“三三四”检查开始，监管力度不断强化，2018 年上半年《资管新规》正式落地后到达顶峰。然而，在贸易摩擦的冲击和下半年经济增长的压力下，2018 年虽然始终保持严监管格局，但相较于 2017 年的监管风暴力度有所减弱。尤其是下半年“理财新规”出台后，给与银行更高的灵活度和自主性，减轻其短期压降非标规模的压力。此后，10 月发布的“理财子公司管理办法（征求意见稿）”进一步明确了银行理财子公司与同类资管机构的统一监管标准，对非标投资超预期放松，监管边际放松的趋势更加明显。下阶段，面对社融规模持续下降，预计金融监管将在边际上延续放松的趋势，让融资更加市场化，进一步鼓励债券融资，运用民营企业债券融资支持工具等，带动民营企业整体融资氛围的改善，增强金融服务实体经济的能力。

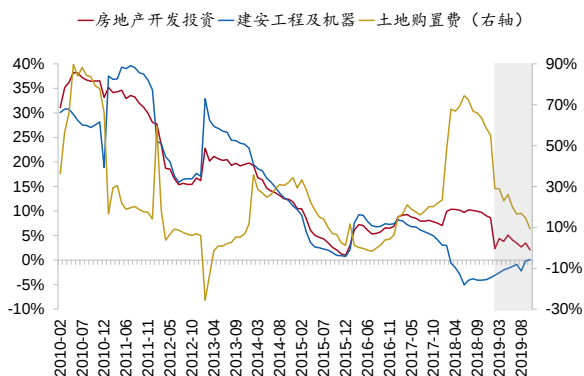
二、2019 年展望：阵痛仍存，阵地犹在

投资：增速下行，动力不减

固定资产投资增速预计继续小幅下行，全年增速大概为 5%。其中，房地产投资增速逐步下滑至 2%~3%，基建投资增速可能低位企稳甚至略有回升，全年增速约为 5%，制造业投资是主要支撑项，增速保持在 7% 左右。

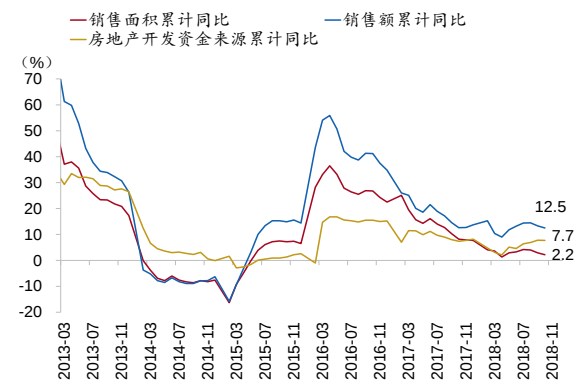
房地产投资增速大概率下滑。一是土地购置费增速将加速下行，预计将逐步下降至 9% 左右，同时建安设备投资呈现恢复性增长，同比增速回升至 0.1% 左右。首先，短期内，目前房价仍处于相对高位，房地产市场调控处于关键节点，房企仍可能继续抢开工以博取销售和回款的宝贵时间视窗，这将在一定程度上拉动建安设备投资。其次，2018 年土地购置费主要由浙江、广东和江苏三省贡献，随着土地市场交易趋冷，土地购置费将无法维持高增长。实际上三季度开始增速已开始回落，随着土地购置放缓，房企支付土地购置费的压力会有所缓解，房企资金或将更多向建安设备支出倾斜，从而拉动建安设备投资增长。此外，偏低的竣工面积增速也意味着房企将会有比较多的存量施工需求，支撑施工和建安设备投资。二是销售放缓导致回款变慢，迭加融资收紧，将制约投资增长。虽然目前土地购置、资金来源和新开工面积增速仍在高位，但销售已呈现逐渐放缓的趋势。销售作为房地产市场的先行指标，增速放缓不仅意味着房地产市场景气度将下降，同时也将导致回款变慢，为房地产投资带来资金压力。

图 55：房地产投资增速及预测



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 56：销售放缓将制约资金来源



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

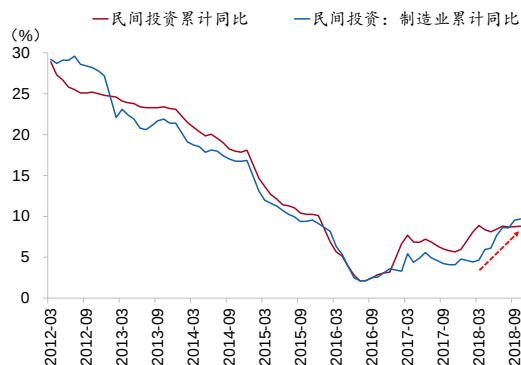
值得注意的是，房地产市场也存在一些可能的支撑因素。一是利率下行可能传导至房贷利率。随着银行间市场利率下行逐渐向房贷利率传导，房贷利率在今年底或将出现明显下行，对 2019 年的销量复苏形成一定的支撑，商品房销售及建安投资或将企稳。二是考虑到房地产目前处于低库存周期，能够在一定程度上托底房价。三是经济整体下行压力加大，在量价齐跌之后调控政策可能出现边际放松，房地产投资有望低位企稳。

预计基建投资增速小幅回升后在低位企稳。首先，宽财政与基建托底经济将是 2019 年的主要方向之一。2018 年 7 月份中央政治局会议后财政与货币政策均转向宽松，市场一致预期基建投资增速将企稳回升。实际上，10 月的基建投资增速已有小幅回升。随着地产投资进入下行周期，中美贸易战对出口影响逐渐体现，2019 年基建投资在托底经济中的重要性远大于 2018 年。其次，融资规范化与宽信用将部分改善基建的资金来源问题。2018 年的基建投资断崖式下滑与信用收缩有关，在地方各类违规举债被规范后，新增地方政府专项债券的额度可能将提高，同时城投债可能发行放量，非标融资压缩力度也可能有所缓解。预计政策刺激效果将在 2019 年上半年逐渐显现。

但基建投资回升对冲经济下滑的空间有限。我们认为基建投资回升空间不会太大，地方政府被迫在“稳杠杆”与“稳增长”之间平衡。基建投资具有高债务高杠杆特性，往往伴随着地方政府隐性债务的扩张，地方政府通过债务扩张推动基建投资高速增长，拉动了 GDP 增长。2018 年对地方政府官员隐性债务的追责和严控新增隐性债务制约了地方政府的加杠杆能力，基建投资不可能再回到过往高速增长的情形，未来对地方政府官员的债务问责是否软化将决定基建投资的回升空间。

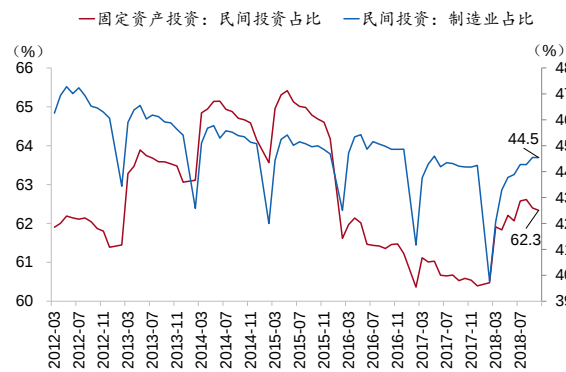
2019 年，预计制造业投资增速将小幅放缓。首先，民间制造业投资对制造业投资的提振作用不应被高估。2018 年下半年以来，政策转向大力扶持民企，缓解了部分企业的融资压力，提振了市场信心。但是，在房地产投资增速下行、基建高位回落以及未来出口预期受冲击的预期下，企业的真实融资与投资需求相对有限。其次，本轮制造业投资回暖中，主要贡献的是机械电子、煤炭冶金和木材家具行业，已有产能设备更新将逐渐接近尾声，后续空间可能相对有限。最后，今年以来的企业投资增长可能与去年企业利润高增长不无关系，而企业利润增长与 PPI 走势高度相关。考虑到今年以来企业利润增速已大幅下滑，预计 2019 年的制造业投资增速大概率放缓。

图 57：民间投资中制造业投资增速持续攀升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

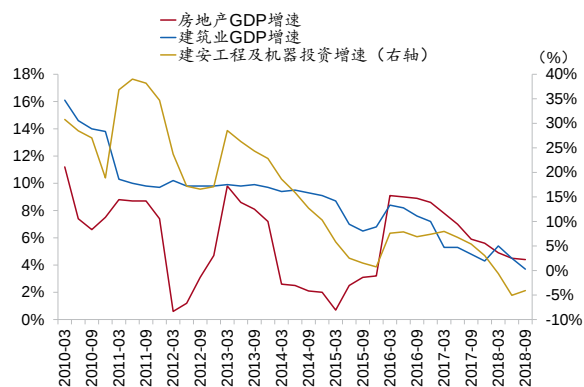
图 58：民间投资中制造业投资占比回升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

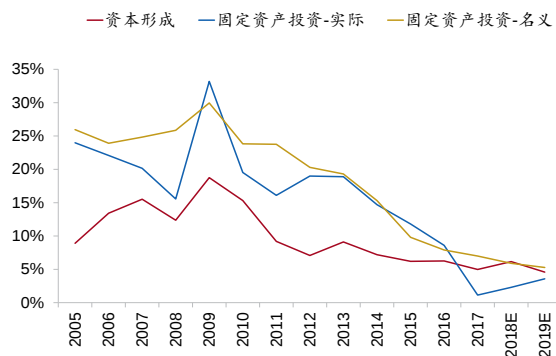
然而，固定资本形成增速未必下降。从拉动 GDP 的角度看，固定资产投资增速下降并不意味着固定资本形成增速必然下降。我们预计资本形成增速 2019 年将小幅回升。

图 59：地产建安投资与地产及建筑业 GDP 增速



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 60：固定资产投资增速和固定资本形成增速



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

减税效应释放，以及对更多减税的期许

减税政策的释放。2018 年，我国先后实行了包括增值税、个人所得税、关税、出口退税、印花税、土地增值税等在内的多项减税政策，尤其是新修订的个人所得税法，被认为是迄今为止力度最大的一次个税改革，有望对居民可支配收入和消费的提升起到重要作用。一方面，从历史资料来看，每次个税改革后的第一年，个税增速都会有明显的下降，居民收入也有所增加，从而有利于居民购买力和消费的提升。另一方面，新版个税法所引入的专项附加扣除明确了居民可用于抵扣个税的六种情形，因此，这有利于居民扩大在子女教育、继续教育等服务消费方面的支出，继而对服务消费增速和最终消费增速形成一定支撑。此外，今年已经实行的关税等其他减税政策的政策效果也将在明年继续显现，居民消费将从中受益。

对更多减税的期许。作为我国最重要的税种，无论明年选择下调增值税率或是减并三档税率至两档，其都将对相关行业税负变化产生重要影响。具体来看，如果明年下调增值税率，预计将对金融业、商贸零售、教育、文化娱乐等服务性行业的税负下降起到明显作用，而服装、钢铁、有色等制造业则受益较少。如果减并增值税税档，那么房地产、建筑、农林牧渔、交通运输等行业的税负将明显下降，而住宿和餐饮、食品和烟草、卫生和社会工作等服务性行业的实际税负将有所提升。因此，不同的增值税调整政策将对各行业产生差异化的影响，尤其是在居民消费升级，服务消费占比提升的时代背景下，如果增值税税率下

调，那么居民消费对经济的拉动作用有望得到进一步提升，而如果实行增值税税档合并，那么可能将对居民消费产生一定抑制作用。

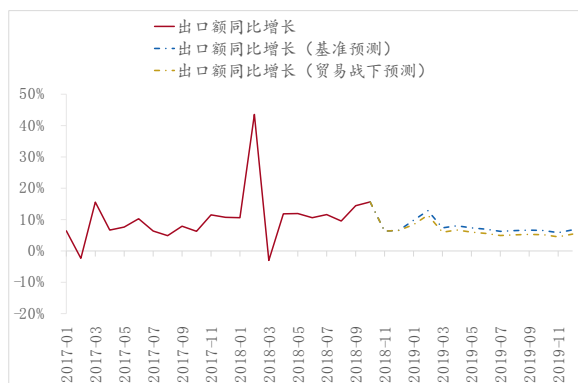
净出口：产业链韧性与 BOP 再平衡

出口增速有所回落，但不会负增长

贸易摩擦会增加中国出口压力。根据我们测算，今年 11 月和 12 月出口额分别约为 2,294 亿美元与 2,467 亿美元，同比分别增长 6.3%和 6.6%，预计 2018 年全年出口额同比增长 11.4%。2019 年 1 月和 2 月出口同比增长将有所回升，可能达到 9.8%和 12.9%，2019 年全年出口额同比增长 7.4%。若美国对中国出口的所有产品加征 25%关税，出口额增速将下降 1.3 个百分点至 6.1%左右。

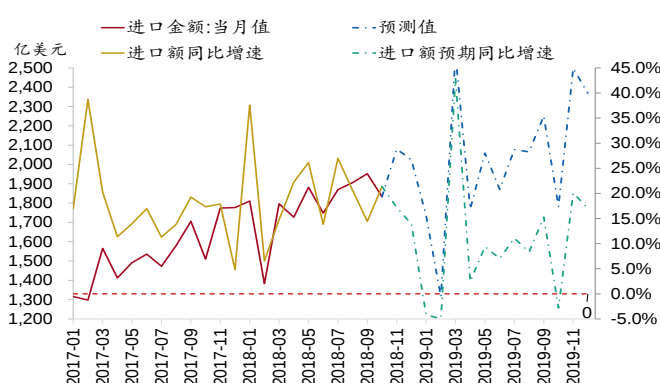
然而，产业链竞争力有助于维持中国出口韧性。机电类产品韧性较强，手机等产业出口竞争优势明显，是中国出口的“压舱石”。今年 1-10 月份，HS84 章的产品累计出口额增速为 15.6%，较去年同期增长 5.6 个百分点；HS85 章的产品累计出口额增速为 15.2%，较去年同期提高 9.5 个百分点。其中，手机出口增速达到 20.3%，较去年同期提高 13.8 个百分点；集成电路出口额增速为 31.5%，较去年同期提高 26.6 个百分点。

图 61：出口额增速预测



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 62：进口额增速预测



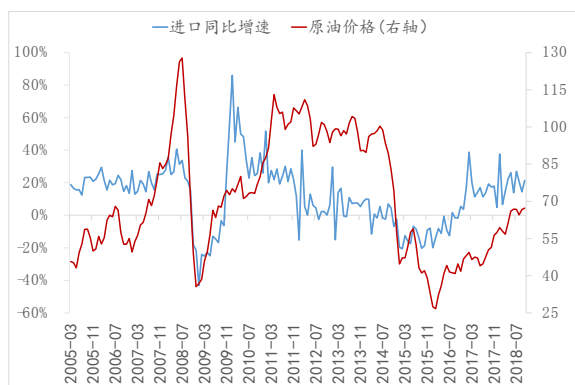
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

进口增速或高位回落

受大宗商品价格等因素影响，中国进口额增速可能高位回落。预计 11 月和 12 月进口额预计分别增加 306 亿美元和 247 亿美元，同比增长为 17.2%和 13.9%，2018 年总进口同比增长率可能达到 19.4%。展望 2019 年，在原油、铁矿石等大宗商品价格回落的带动下，进口额增速或出现较明显回落，预计总进口额增加 2,343 亿美元，同比增长为 10.6%，较上年回落 8.8 个百分点（图 62）。

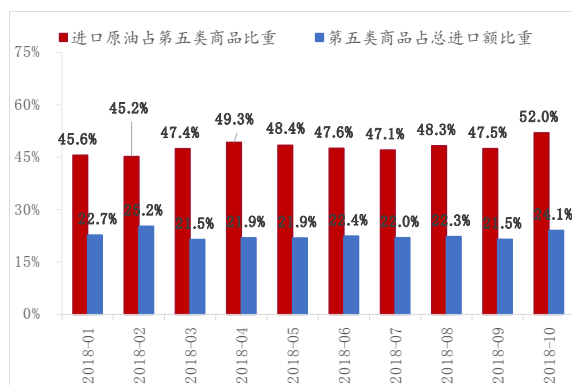
从进口增速和原油价格变动趋势可知，两者有较为显著的正相关联系（图 63）。而中国原油进口在所属第五类商品中的占比在 45%左右，我国第五类商品进口占总进口额的比重为 22%左右（图 64），由此可知当原油的进口额对于总进口额的影响系数约为 0.1。未来原油价格走低压力加大，将会拖累我国进口增速。

图 63：进口增速与原油价格变动



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 64：进口原油与所属商品种类占比



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

人民币汇率未来在合理区间内稳定波动有助于中国服务贸易差额保持稳定。人民币汇率兑美元汇率和服务贸易差额存在显著的负相关联系。未来人民币汇率兑美元汇率大概率双向波动，这将有助于我国服务贸易逆差保持稳定。

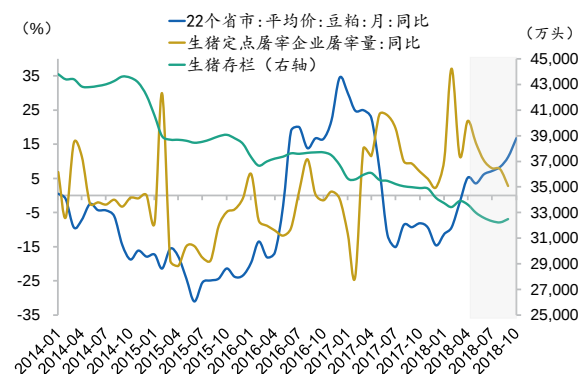
CPI 小幅上行，PPI 显著下行

1) 预计 2019 年 CPI 同比增速抬升至 2.2% 左右，较 2018 年提升 0.1 个百分点，延续今年的温和通胀状态，通货膨胀因素难以成为货币政策的掣肘因素。

猪周期重启是 2019 年 CPI 最大风险点，供给端变化是本轮猪周期的重要决定因素。环保限养区划分、粮食价格上涨、非洲猪瘟等因素共同造成了存栏生猪数量的下降，并导致猪肉供给减少、拉动猪肉价格上涨，推动新一轮猪周期。2018 年 2 季度以来，生猪存栏数量、生猪屠宰量同比增速不断下滑，豆粕价格同比增速却不断上涨，最终导致前期下跌的猪肉价格重新反转，开启新一轮猪周期。短期看，猪肉价格涨幅较快，后期面临回档压力。展望 2019 年，导致猪肉价格上涨的因素依旧存在。环保禁养执行力度正在加大，违养拆除正在进行，同时中美贸易摩擦升级导致大豆、豆粕价格上涨，均构成支撑猪肉价格上涨的因素。按照前 3 轮猪周期对应月份推演，猪肉价格有望于 2019 年 3 月-4 月重新开始上涨。而 2018 年 3-6 月是猪肉价格的低点，因此猪肉价格将会于 2019 年 2 季度对 CPI 造成较大压力，CPI 单月同比有可能短暂回到 3.0%。

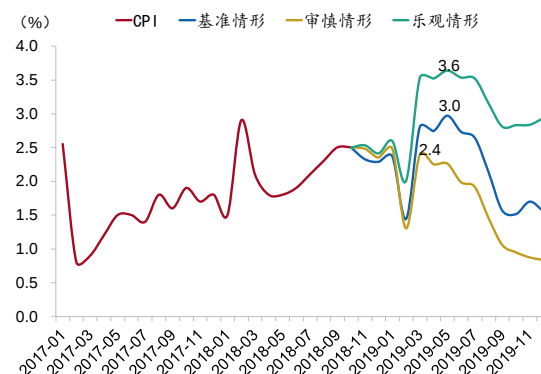
外部环境变化是 2019 年 CPI 次要风险点，中美贸易摩擦升级推升通胀预期。截至目前，中国已经对美国 1,100 亿美元产品加征 5%-25% 不等的关税。中美贸易摩擦升级互加关税导致进口货物价格提升，会引发成本推升型通胀和输入型通胀等担忧。例如，中国对美国出口农产品加征关税，一方面直接造成粮食价格上涨，另一方面，还通过提高饲养成本提高猪肉价格，推升通货膨胀。

图 65：成本增加和供给减少推动猪肉价格上涨



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 66：2019 年 CPI 高点预计出现在二季度



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2) 认为 2019 年 PPI 同比增速将显著走低，中枢将下滑至 1.8% 左右，较 2018 年下降 1.8 个百分点。

高基数对 PPI 增速牵制较大。今年 1-10 月 PPI 同比增长 3.9%，且有 5 个月单月同比增幅位于 4% 以上，个别月份单月同比增速甚至达到了 4.7%。据当前资料计算，2018 年月均翘尾因素高达 3.2，而 2019 年月均翘尾因素仅有 0。因此，高基数对 2019 年 PPI 同比增速形成较大牵制。

环保限产松动改善产品供给。三季度以来，官媒陆续发声表示环保限产不能“一刀切”。生态环境部 9 月公布了《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求今年 10 月至明年 3 月京津冀及周边地区 PM2.5 平均浓度同比下降 3% 左右，目标较过往年份偏低。另外与过往年份不同的是，本次对高污染和高耗能行业不再进行统一的停工限产比例，而是由各个地方根据当地的实际情况，制定停工限产的范围和时间。环保限产边际放松将导致部分中上游产品供给有所改善，钢铁、建材、有色、化工、煤炭等工业品价格将会面临回落压力。

内需疲弱加大 PPI 增速下行压力。2019 年，我国需求大概率维持疲弱态势。出口贸易受全球经济增速回落、中美贸易摩擦升级影响而趋于下滑。房地产投资增速下行压力较大，虽然房地产投资增速下滑可能主要由土地购置费支出下滑导致，但在严政策调控下，建筑安装工程投资增速上升空间依然有限。受制于地方政府清理隐性债务和融资来源受限，基建投资增速难以大幅上行。受制造业利润增速下滑、工业企业库存较高牵制，制造业投资增速较难大幅提升。在居民可支配收入增速下滑、收入差距拉大、有效供给不足、高房价挤出等因素的综合影响下，消费支出或将维持当前增速，但难有较高增长。综合来看，2019 年需求依旧较为疲弱，拉动 PPI 增速下行。

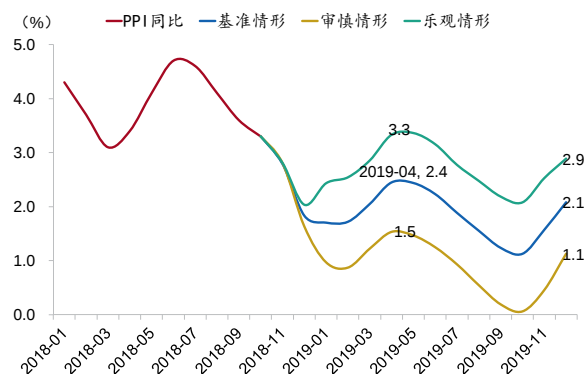
石油价格大幅回落。石油价格上涨对 2018 年 PPI 同比增速形成重要支撑，但 11 月以来，石油价格大幅回落，2019 年油价依旧难以走高。从供给端看，短期内沙乌地阿拉伯困于内外局势难以实现减产，俄罗斯因依赖石油出口对减产未表明态度，短期内石油供给仍将保持稳定。中期来看，沙乌地阿拉伯前期扩产造成剩余产能有限，且 OPEC 与俄罗斯 2019 年的联合减产计划或将在中期达成，供给可能出现下滑。因此 2019 年石油供给将会稳中趋于回落。从需求端看，随着 2019 年全球经济增速预期的下降，国际能源署、OPEC 近期都下调了 2019 年全球石油需求。综上所述，2019 年石油价格或将趋于稳定并将小幅下行。短期看石油价格波动的可能性较大。中期看，由于特朗普政府多次表示对高油价不满，若油价再次上涨，美国出手干预的可能性较大，因此中期内石油价格难以大幅上涨。

图 67：石油价格大幅回落



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 68：2019 年 PPI 走势前瞻



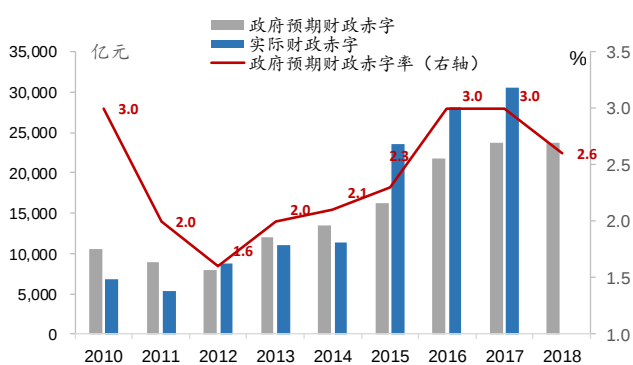
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

官方财政赤字率大概率回升到 3%

财政赤字率恢复到 3% 是较为合理的。尽管国际上存在财政赤字率 3% 的红线是否要突破的争论，但我们结合中国国情，从公共财政支出和公共财政收入两方面分析来看，财政赤字率恢复到 3% 是较为合理的。财政支出对基建的刺激作用有限，财政收入又不太可能因为减税政策而骤降，我们判断明年政府大概率将财政赤字率回档到 3% 是积极财政政策定调的反映，同时不超过 3% 这一红线又会稳定市场对经济风险判断的预期。

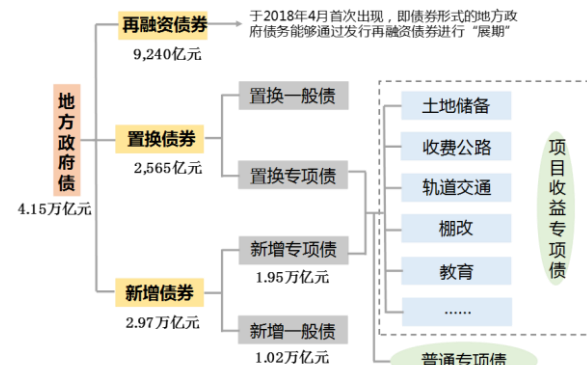
经测算，明年财政赤字规模约为 2.90 万亿元。其中，地方财政赤字约为 1.02 万亿元，将全部用于新增一般债的发行。整体地方债发行规模预计在 4.15 万亿元，其中包括新增一般债 1.02 万亿；我们预计新增专项债额度上升至 1.95 万亿（不包含在地方财政赤字中），以补充“开前门、堵后门”的资金缺口；此外置换和再融资债券总共预计在 1.18 万亿。

图 69：近十年财政赤字率变化的波动性较强



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 70：预计地方政府专项债额度升至 1.95 万亿



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

金融政策：顺应时势，降低成本

展望 2019 年，货币政策可望继续保持“宽货币、稳信用”的政策基调。一方面，继续通过定向降准、置换式降准等方式，实现流动性合理充裕，稳住市场预期，降低银行体系资金成本；另一方面，强化“几家抬”的政策合力，从供需角度入手，稳住信用环境，畅通价格传导机制，提升货币政策效果。在表外回表和下行压力下，央行有望继续发挥逆周期调控机制，加大信贷供给力度，保障实体经济合理的资金需求。因此，研判实体经济真实的融资需求可能是预测未来信用扩张的基础。

1. 总量方面：顺应时势

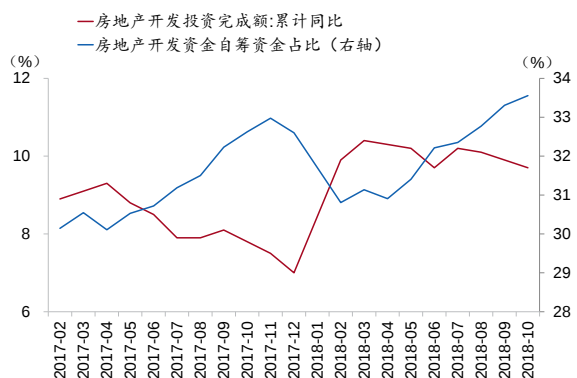
在结构性去杠杆之下，居民部门、企业部门和政府部门的投资意愿和资金需求存在较大的差异。居民部门杠杆水准较高，继续加杠杆的空间有限，投融资需求可能继续边际放缓；企业部门中，上游企业（国企主导）依然处在艰难的去杠杆阶段，中下游企业（民企主导）已经具备一定的加杠杆基础和条件；政府部门加杠杆的空间较大，可能也是现阶段对冲经济下行压力的重点。

居民贷款增速或继续边际放缓。今年以来，受房地产市场调控等影响，居民贷款增速持续放缓，10月末住户贷款余额同比增长18.2%，较上年同期回落4.7个百分点。我们预计，随着房地产市场调控的持续，明年商品房销售可能还会边际走弱，从而有可能带动居民贷款增速继续小幅回落至16.5%左右。

制造业和基建企业融资需求或小幅回升。今年以来，在基建投资回落、民营企业融资压力加剧等影响下，企业融资需求整体较弱。下一阶段，在制造业投资和基建投资拉动下，企业融资需求有望小幅回升。1) **制造业融资需求有望小幅回升。**在减税、技术升级等推动下，制造业投资有望继续保持较快增长，企业融资需求也会小幅回升。尤其是随着民营企业、小微企业融资难题逐步好转，制造业投融资渠道会更加便利，进一步激发企业的投融资意愿。2) **基建专案融资需求将逐步提升。**随着政府部门基建“踩油门”，以及PPP专案清理的结束，基建投资有望触底回升，而且金融机构对基建项目的投资意愿也会呈现阶段性修复，逐步加大资金支持力度，预计基建项目的表内、表外融资会出现好转。

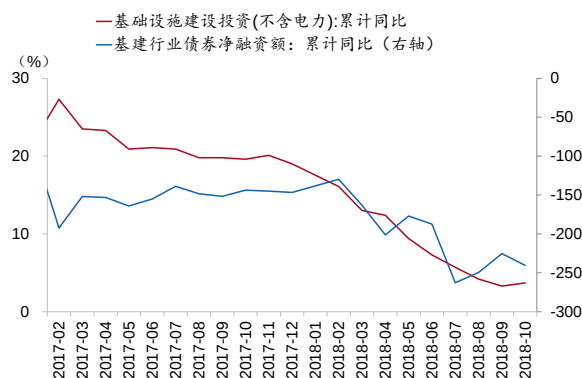
房地产融资需求或小幅回落。今年以来，房地产企业普遍运用高周转模式，提高自有资金比重，降低对债务融资的依赖，房地产企业贷款余额增速出现了较大幅度回落。预计2019年在房地产投资回落的情况下，房地产企业融资需求会进一步走弱，但持续下行空间或相对有限。

图 71：房地产投资和融资需求小幅回落



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 72：政府部门基建“踩刹车”后，有望再“踩油门”

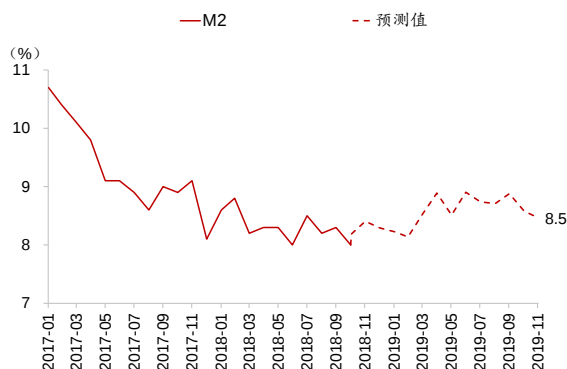


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

政府部门融资需求持续回升。随着经济下行压力加大，政府部门会逐步政策对冲力度，加快重大基建项目、乡村振兴、环保等领域的投资。

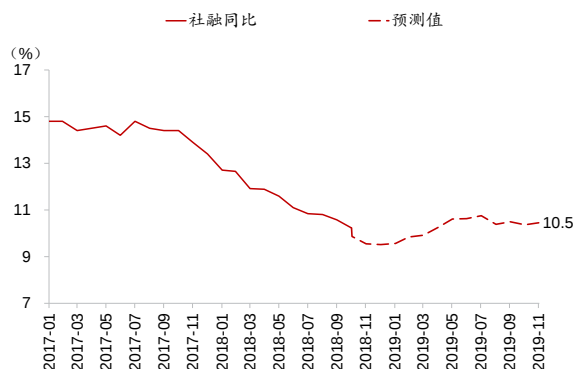
综上，下一阶段实体经济投融资需求有望边际好转，并带动 M2 和社融增速阶段性修复。预计 2019 年 M2 增速达到 8.5%，社融增速达到 10.5%，基本保持在名义 GDP 增速相当的水准。

图 73：预计 M2 增速为 8.5%



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 74：预计社融增速达到 10.5%

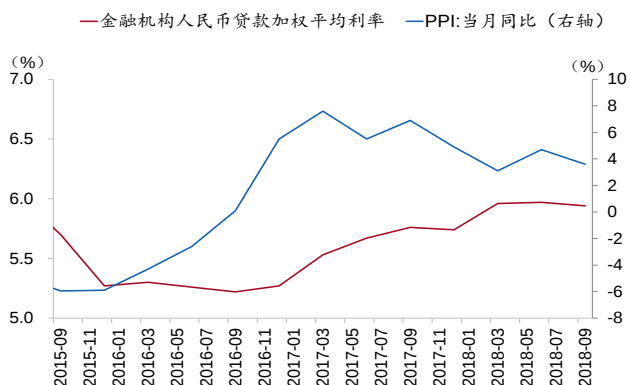


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 价格方面：降低成本，注意对称

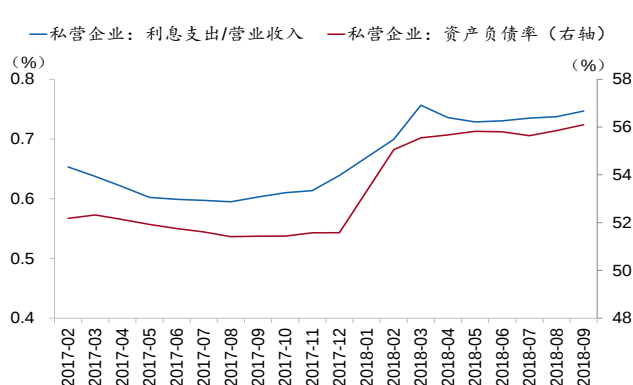
降低融资成本是大势所需。面对经济下行压力以及实体经济融资成本上升之间的矛盾，切实降低资金成本尤为重要。2018 年以来，在 PPI 下行和融资成本上行的双重挤压下，实体经济的实际融资成本上升较快，尤其是民营企业的债务负担明显加重。展望 2019 年，随着 PPI 等价格指数的进一步下跌，企业实际融资成本上升的压力加大。

图 75：企业融资实际成本压力加大



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

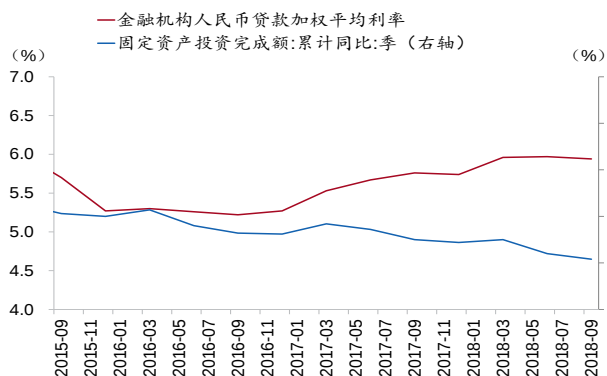
图 76：民营企业债务负担加重



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

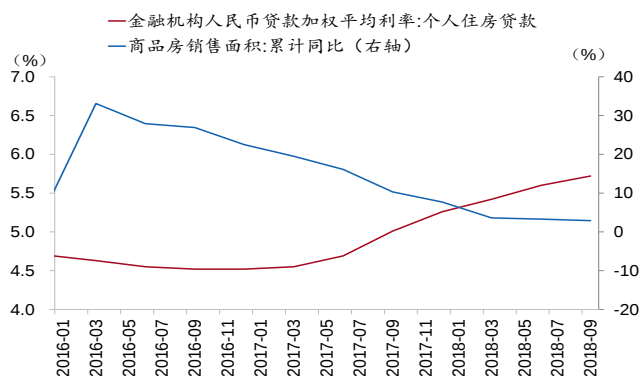
目前来看，当务之急是解决好利率双轨等不利于实体经济投融资的问题，降低企业融资成本，激发实体经济投资热情，缓解高杠杆部门债务压力。1) 加快国有企业改革，逐步打破刚性兑付，按照竞争中性原则，降低国企、民企等融资地位不平等的问题，引导金融机构将更多的资源投向民营企业、小微企业等领域。2) 采取逆周期调控消除金融机构“惜贷”的疑虑。除了央行采取 MLF 定向支持银行放贷和投资 AA+ 级以下债券，放宽 MPA 考核要求，监管部门也应适当放松资管新规等表外监管，出台鼓励金融机构对重点领域、薄弱环节增加贷款投放的鼓励措施，进一步放宽实体经济融资渠道。3) 三是发挥信用增进机制，缓解中低评级企业融资担保品不足等问题，降低企业信用风险。

图 77：企业投资成本上升、投资增速下降



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 78：房地产贷款利率上升、销售面积下降



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

我们预计，在政策部门合力推动之下，2019 年广谱利率会逐步下行，其中贷款利率、中低评级信用债利率下行幅度可能更为明显，降成本效果或初步显现。

注意对称性。在利率双轨加剧的情况下，降息或非对称性降息（下调存贷款基准利率）可能并不是降低实体经济融资成本的最有效手段，反而还有可能弱化利率传导效果，加剧资产价格泡沫和股市波动风险。而且，在美联储加息的背景下，下调存贷款基准利率还有可能加剧汇率贬值压力。对于非对称加息更是如此。一方面，在利率市场化水准明显提升的情况下，非对称性加息会进一步扭曲市场定价，弱化利率传导效果，为下一步改革带来更大压力；另一方面，非对称性加息会减小银行净息差，加剧金融股下行压力和股市下行风险，最终可能会形成“金融股下行-股市回落-市场信心恶化-信用风险上升-汇率贬值”等一系列连锁反应。展望未来，货币政策可能会继续通过定向降准、置换式降准等方式降低商业银行资金成本，引导市场利率稳步下行。同时，考虑到明年美联储加息或弱于预期，央行也有可能择时降低公开市场操作利率和 MLF 利率，发挥市场利率对实体经济融资成本的导向性作用。

内地资本市场展望

一、风险偏好的不确定性困扰投资决策

2018 年国内资本市场的风险偏好出现明显下降，股票走弱，债券走强，汇率震荡下行，海外市场的风险偏好也在 4 季度后出现降温。我们认为市场要脱离当前的低风险偏好环境，需要三个条件的达成：

- （1）中美贸易战出现实质性的缓和；
- （2）社融放量推动基建企稳，进而带动宏观经济企稳；
- （3）自上而下推出强有力的改革措施。

我们认为，这三个条件中任何一个条件的达成，都会带来风险偏好的显著回升，从而令市场脱离不确定性。虽然上述三个条件似乎每个都在向前推进，但当理想照进现实，我们发现没有一个条件可以轻松满足，这很可能意味着我们将在 2019 年继续面对风险偏好的不确定性，从而困扰我们对投资的决策。

二、债券市场

1、收益率曲线趋平

预计 2019 年中国经济下行压力还会持续，从宽货币向宽信用的传导依然面临较多障碍，在此情景下，央行不会贸然收紧流动性，预计流动性将会维持较为宽松的状态。宽松的流动性会使得中国国债收益率曲线短端维持低位元，而风险偏好迟迟不能回归，以及宏观经济下行压力的继续，则会压低收益率曲线的长端，做平收益率曲线将会是一个不错的选择，尽管 2018 年末长端已经出现下行，但预计 2019 年还将进一步下行。

2、利率中枢有望下行

2019 年国内经济下行压力仍在，名义 GDP 稳中有降，叠加通胀并无长期走高的趋势，预计利率中枢将会下行。货币政策保持稳健中性，资金面宽松状态将延续，短端走势或继续平稳，期限利差收窄，收益率曲线走平。预计明年 10 年国债收益率中枢下行至 3.0%-3.2%，10 年国开债收益率中枢下行至 3.4%-3.6%，建议逢收益率高点配置并可适度拉长久期。

利率债供给压力或对明年二、三季度利率走势带来扰动。考虑到 2019 年经济下行压力加大，需要积极的财政政策配合，赤字率大概率回升到 3%，预计国债发行量或提升。此外，在明年基建托底经济背景下，地方债发行规模增长进一步提高，预计规模达 4.15 万亿。综合而言，明年利率债供给将高于今年，考虑到发行地方债具有明显季节性，预计二、三季度会集中放量，可能会给利率造成一定压力。

当然，资产荒带来的再配置压力，也会在一定程度上对冲上述影响。一方面是银行信贷难以放量，一方面是增量非标不足，将使得资产到期后难以找到充足的续接资产，利率债和高等级信用债将因此受益。

3、信用债展望及投资策略

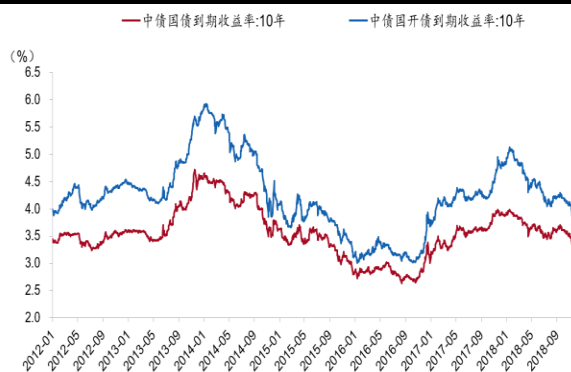
2018 年以来，信用违约事件明显增多，信用利差走势持续分化，中高等级信用利差已经接近历史低位元，低等级信用利差处于历史高位。原因在于经济下行压力加大，金融监管趋严，融资渠道收缩和投资者风险偏好下降等因素。2019 年，我们认为在基本面改善之前，可以积极看待高评级信用债，谨慎看待中低评级信用债。

城投债风险下降。11 月国办政策意味着贷款类隐形债务可借新还旧，可缓解融资平台流动性压力，一定程度有利于城投债的风险下降。考虑到明年基建政策有望发力，中央对于隐形债务摸底后的处置方案可能会比较乐观，但也需要坚守严控地方隐形债务的底线，预计城投债风险较 2018 年下降，但个体分化较大，谨慎对待低等级城投。

看好民企龙头债。四季度以来，政策不断加大对民营企业的支援力度。从金融机构安全性和风控角度出发，相对优质的经营主体将优先获得支持，头部效应将更为明显。低等级民企债容易受到信用事件冲击，建议谨慎对待。在个券的考量上，需重视企业的稳健经营和现金流。

产业债策略：（1）政策面加大对基建刺激，钢铁、水泥、建材行业信用利差或缩小；（2）地产债精选头部企业，房地产市场调控处于关键节点，房企仍可能继续抢开工以博取销售和回款的宝贵时间视窗，我们对明年地产债并不悲观，但考虑到地产行业进入到下行周期，销售资料已出现回落，预计地产债分化会有所加大，可以选择精选头部企业。

图 79：10 年国债、国开债利率中枢将继续下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 80：信用债利差明显分化



资料来源：Wind，招商银行研究院

三、股票市场

A 股趋势性行情仍需更多条件的达成

A 股估值已经进入极低区间，从估值的角度看，A 股非常便宜，但低估值并不能直接催生趋势性行情，磨底或在所难免。

首先，明年海外股市的波动率预计有显著上升，历史经验表明，海外股市波动率上升时，A 股往往受到负面影响，A 股的外部环境难言好转，但也需关注美联储加息节奏的变化；

其次，中美贸易战前景仍不明朗，基于当前状态的基准情景下，A 股或已消化大部分利空，但假如有差于基准情景的情况出现，A 股或仍需做出反应；

再次，国内经济下行压力仍在，信用风险并未消退，市场风险偏好难以抬头，内部环境的改善仍需耐心等待；

最后，明年 PPI 很可能与 CPI 出现倒挂，这将不利于实体经济的盈利，特别是对上游行业带来较为明显的负面影响，上市公司的盈利压力可能加大。

图 81：全球重要指数中 A 股估值最低



来源：Wind，招商银行研究院

但也要看到，现阶段 A 股市场各方面积极信号初现，一方面是政策积极信号，密集的利好民企政策、稳定市场政策相继出台，宏观政策也转向稳增长；另一方面是资金的

积极信号，北上资金持续累计净买入，A 股纳入国际指数后所带来的被动增量资金，以及国内 ETF 基金大幅申购等信号，都表明市场人气在逐渐修复。

预计 A 股将继续经历磨底阶段，虽然出现趋势性行情的机会仍需更多条件的达成，但也无需特别悲观。

四、外汇市场

人民币汇率短期有压力，但中期有望保持稳定

短期来看，人民币兑美元汇率仍面临压力。一方面，强势美元不会很快结束，这意味着非美元货币普遍面临兑美元的贬值压力，人民币走出独立行情的概率较低；另一方面，中美经济周期出现分化，中国经济仍存在下行压力，这导致中美货币政策周期也将出现分化，中国央行不太可能跟随美联储加息，中美利差倒挂将从短端逐渐向长端蔓延，以国际经验来看，与美元利差的边际变化方向，通常决定了本币的汇率波动方向。

人民币汇率短期面临一定压力，但从中期来看，我们不认为人民币汇率会出现超预期的持续贬值。

首先，中国并未完全放开汇率自由浮动，执行的仍是有管理的浮动汇率制，且官方拥有从宏观审慎到逆周期调节等诸多政策工具，不会放任汇率贬值；其次，中国对外债的依赖不高，国际收支也未见显著恶化，汇率不存在大幅贬值的基础；再次，随着金融市场开放的不断扩大，外资对境内债市、股市的投资仍在持续流入，可以在一定程度上稳定资本流动预期。

2018 年市场回顾

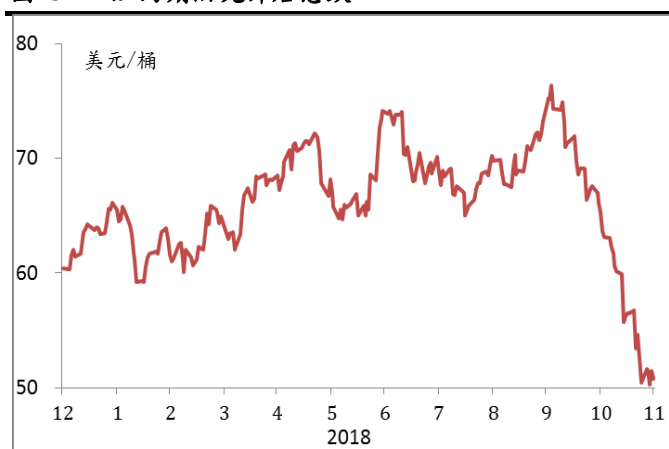
策略师：苏沛丰, CFA – danielso@cmbi.com.hk

贸易战阴霾，股市高位回落

债息升，美元强

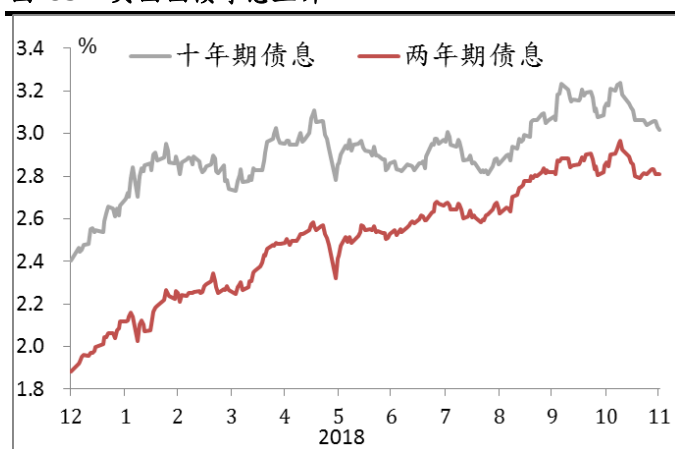
全球经济增速逐渐放缓，但美国经济仍保持较高增速，GDP 同比增速已连续六季加快，2018 年第三季增速升至 3.0%，失业率则处于近半世纪低位 3.7%。同时油价上升，纽约期油高见每桶 76.9 美元，较去年底上升 27%（图 82），虽然油价于 10-11 月大幅回落逾两成，但已令通胀压力升温。美国联储局继续收紧货币政策，年内已三度加息共 0.75%，债券孳息亦随之上升，其中两年期债息升幅近 1 厘，与十年期债息差距收窄（图 83）。

图 82：纽约期油先升后急跌



资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

图 83：美国国债孳息上升



资料来源：彭博，截至 2017 年 11 月 30 日

美股跑赢新兴市场

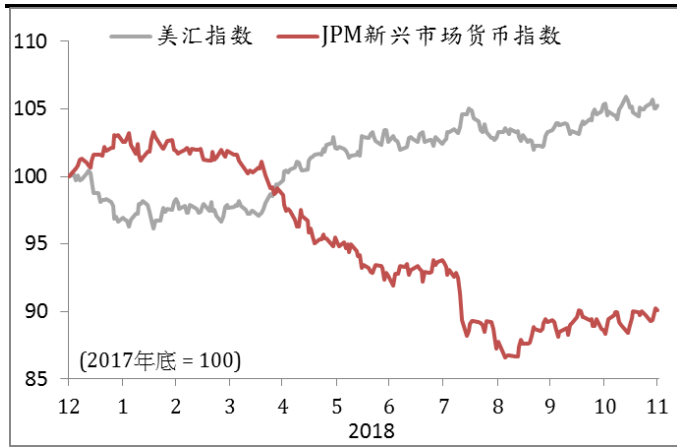
2018 年初，全球股市承接 2017 年升势，再闯高峰，美股连番创历史新高，港股亦于 1 月底创新高，恒生指数高见 33,484。不过，其后美国发起贸易战，主要以加征关税向中国施压，市场气氛大受打击，中国 A 股本年至今下挫逾两成，恒指则由高位最多回落 26%，而美股亦于第四季出现较大调整压力，现已较 9 月/10 月份的历史高位回落一成，抹去了今年较早前的升幅。

市场避险情绪较去年高，美元作为避险货币，获资金流入，令新兴市场出现走资及货币贬值压力（图 84），尤其是个别政策风险较高、财政实力较弱的国家，例如年内阿根廷披索兑美元曾贬值 55%，土耳其亦一度贬值 47%。人民币则由上半年高位 6.243 贬值近一成（图 85）。

反映全球股市表现的 MSCI 世界指数，本年至今下跌 3.3%，跑赢 MSCI 新兴市场指数之 13.9% 跌幅（图 86）。按地区以美元计，成熟市场之中，美国及日本较强，欧元区较弱，香港与亚洲除日本跌幅相若，中国 A 股则大幅跑输，跌幅约 27%-35%（图 87）。

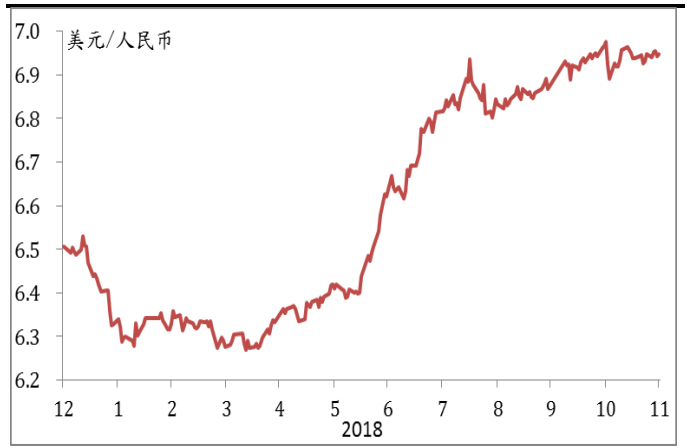
2018 年 12 月 3 日

图 84：美元升，新兴货币贬值



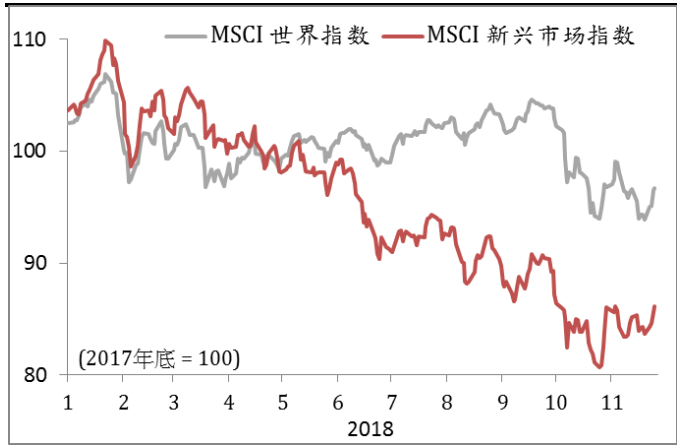
资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

图 85：人民币兑美元贬值



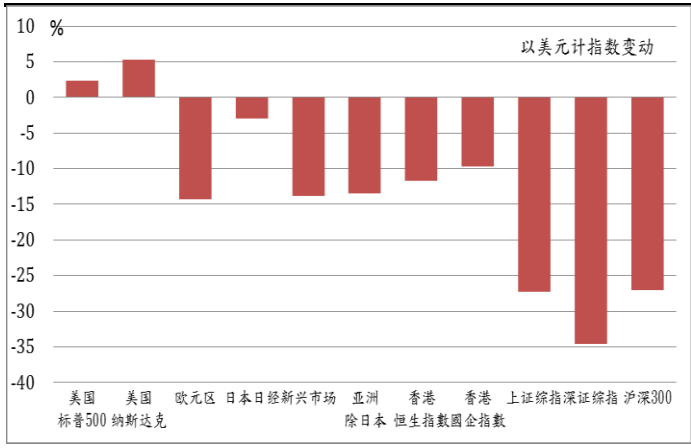
资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

图 86：环球股市先升后回落，新兴市场跑输



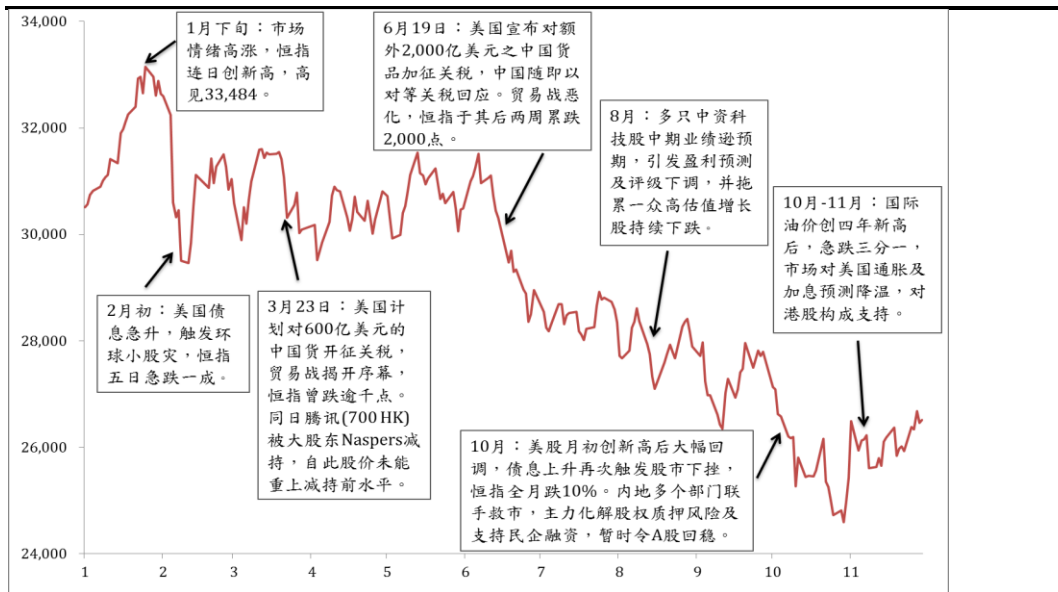
资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 29 日

图 87：主要股市指数表现



资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 29 日

图 88：恒生指数 2018 年初至今事件图



资料来源：彭博、招银国际，截至 2018 年 11 月 30 日

成份股表现一高估值股潮退，旧经济股跑赢

今年恒指成份股的表现，与去年“强弱逆转”。去年领风骚的“新经济股”，加上周期性的汽车、博彩股等，于今年市场潮退时，大幅回落。去年十大升幅蓝筹股当中，腾讯(700 HK)、瑞声科技(2018 HK)、舜宇光学(2382 HK)、吉利汽车(175 HK)、银河娱乐(27 HK)及碧桂园(2007 HK)，均沦为今年十大跌幅蓝筹股。唯独蒙牛乳业(2319 HK)连续两年膺十大升幅蓝筹。相反，去年跑输大市的“旧经济股”，例如石油、公用、综合企业，今年逆市上升。

国企指数成份股同样有“强弱逆转”的现象。去年升幅较大的新华保险(1336 HK)及中国人寿(2628 HK)，今年受累 A 股疲弱，沦为十大跌幅国指成份股，而与 A 股关系更密切的券商股如海通证券(6837 HK)及中国银河(6881 HK)，则连续两年位列十大跌幅股。去年逆市下跌的石油及基建股，今年跃升为十大升幅股。

图 89：2018 年恒指最强及最弱 10 股

恒指表现最强 10 股	股价变动(%)
申洲国际(2313 HK)	27.7
华润置地(1109 HK)	26.1
太古股份(19 HK)	19.6
中国海洋石油(883 HK)	18.5
中石化(386 HK)	16.1
香港中华煤气(3 HK)	13.3
中信股份(267 HK)	11.3
中国海外发展(688 HK)	8.5
中电控股(2 HK)	7.9
蒙牛乳业(2319 HK)	4.1

恒指表现最弱 10 股	股价变动(%)
瑞声科技(2018 HK)	-60.2
吉利汽车(175 HK)	-43.1
万洲国际(288 HK)	-35.3
碧桂园(2007 HK)	-32.1
中国人寿(2628 HK)	-31.6
恒安国际(1044 HK)	-26.3
舜宇光学(2382 HK)	-24.2
银河娱乐(27 HK)	-23.4
腾讯控股(700 HK)	-23.2
中银香港(2388 HK)	-23.0

资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

图 90：2018 年国指最强及最弱 10 股

国指表现最强 10 股	股价变动(%)
粤海投资(270 HK)	44.4
申洲国际(2313 HK)	27.7
华润置地(1109 HK)	26.1
中国中铁(390 HK)	24.4
中国燃气(384 HK)	24.3
中国海洋石油(883 HK)	18.5
邮储银行(1958 HK)	16.5
中石化(386 HK)	16.1
国药控股(1109 HK)	14.1
中国电信(728 HK)	13.2

国指表现最弱 10 股	股价变动(%)
中国华融(2799 HK)	-56.4
众安在线(6060 HK)	-53.8
长城汽车(2333 HK)	-44.1
广汽集团(2238 HK)	-38.5
新华保险(1336 HK)	-35.9
中国人寿(2628 HK)	-31.6
海通证券(6837 HK)	-28.4
中国银河(6881 HK)	-27.1
中国信达(1359 HK)	-26.6
恒安国际(1044 HK)	-26.3

资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

🔥 2018 年首选股份—平均最多升 27.6%

招银国际于 2017 年 11 月 23 日发表的<2018 年策略报告>，首选了 11 只股份，自推介至今平均股价下跌 13.8%，同期恒生指数跌 11.7%，国企指数跌 11.2%。若以期内最高股价升幅计，该 11 只首选股份平均上升 27.6%，跑赢期内恒生指数最高 11.6%升幅，及国企指数最高 16.8%升幅。

图 91：招银国际 2018 年首选股份表现回顾

股份	代码	推介时股价 (元)	最新收市价 (元)	股价变动 (%)	期内最高价 (港元)	期内最高 升幅(%)
腾讯控股	700 HK	438.00	315.0	-28.1%	476.6	8.8
阿里巴巴	BABA US	191.75	161.08	-16.0%	211.7	10.4
中国中药	570 HK	4.30	5.42	26.0%	7.57	76.0
信义光能	968 HK	2.86	3.0	4.9%	3.8	32.5
好孩子国际	1086 HK	4.21	2.96	-29.7%	5.58	32.5
潍柴动力	2338 HK	9.00	8.53	-5.2%	12.20	35.6
华泰证券	6886 HK	17.22	13.22	-23.2%	19.48	13.1
工商银行	1398 HK	6.43	5.59	-13.1%	7.64	18.8
中国人寿	2628 HK	28.20	16.96	-39.9%	27.65	-2.0
中海物业	2669 HK	2.12	2.24	5.7%	3.08	45.3
中海宏洋	81 HK	4.09	2.75	-32.8%	5.40	32.0
平均				-13.8		27.6
恒生指数		30,003	26,507	-11.7	33,484	11.6
国企指数		11,959	10,622	-11.2	13,963	16.8

资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

2019 年港股展望

策略师：苏沛丰, CFA - danielso@cmbi.com.hk

恒生指数目标 28,600

估值近底部，风险在盈利

2018 年 6 月中开始，中美贸易战恶化，双方互征关税，自此恒生指数之 2019 年预测盈利被市场下调了约 6.7%（图 92）。同期人民币兑美元贬值 7.8%、科技股中期业绩普遍逊预期、国际油价回落 23%，均有损企业盈利前景，尤其是重人民币资产的内房股、内地金融股、科技股及资源股。

纵使市场对 2019 年恒指预测已较年初高位调低约 9.8%，仍然相当于比 2018 年预测盈利有 10.7% 增长（图 93），似仍偏向乐观。基于上述几个负面因素，我们相信 2019 年恒指盈利有再被下调的风险。根据彭博数据，2015 年 1 月至 2016 年 2 月港股见底的期间，恒指 2016 年预测盈利被下调了 20%。当然盈利被砍的主要原因包括油价暴跌七成、A 股跌近五成、人民币贬值 7%。目前情况未如 2015 年严重，但有贸易战的阴霾，粗略估计盈利仍有约 5% 下调幅度。

估值方面，下调风险料不大。按目前市场预测盈利，恒指 2019 年市盈率 10.1 倍，而近年往往于 9.5 倍左右见底（图 94）。

图 92：恒指本年度及下年度盈利预测



资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

图 93：恒生指数预测估值

	2017 实际	2018 预测	2019 预测
每股盈利(点)	2,640	2,380	2,634
同比变动		-9.9%	10.7%
每股股息(点)	1,004	1,000	1,075
同比变动		-0.4%	7.4%
每股账面值(点)	21,511	21,672	23,307
同比变动		0.7%	7.5%
市盈率	10.0	11.1	10.1
股息率	3.8%	3.8%	4.1%
市账率	1.23	1.22	1.14

资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

图 94：恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际，截至 2018 年 11 月 30 日

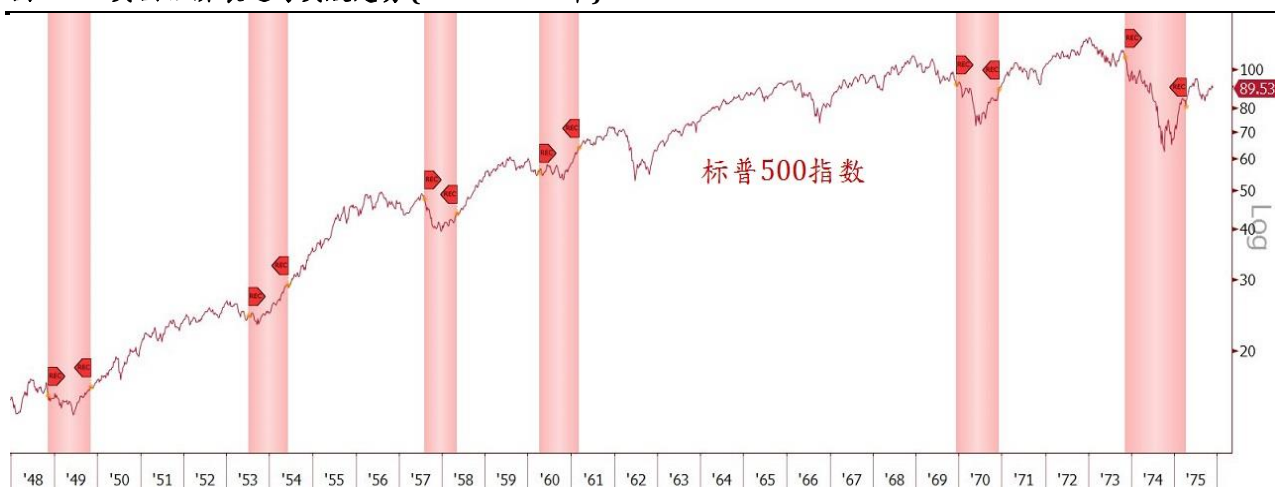
美国衰退风险，市场提前反映

我们的经济师估计，美国经济增长正在见顶，2019 年经济增速放缓至 2.3%-2.5%，而下行因素将集中于下半年显现，2020 年有衰退风险。

经济衰退意味企业盈利转弱或下跌，股市主要反映企业盈利，难免一跌。第二次世界大战之后，美国出现 11 次衰退，其中 8 次美股陷入熊市(高位跌 20%或以上)，例外的三次之平均跌幅亦不少，逾 15%，分别是 1953-1954 衰退的 15%、1960-1961 年衰退的 14%，及 1980 年衰退的 17%。

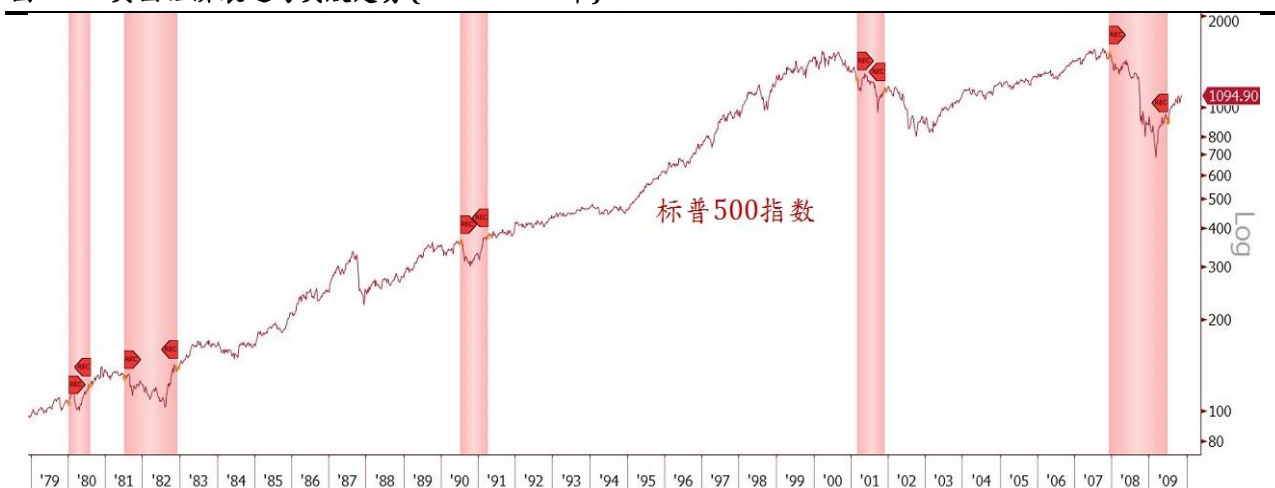
股市通常领先经济。图 95 及图 96 中，红色区域是美国经济衰退期，可见股市多数于陷入衰退前已见顶，大约领先 1-12 个月，平均约 6 个月。若美国于 2020 年陷入衰退，美股或会于 2019 年下半年见顶。金融市场有云：美国打喷嚏，全世界患感冒。当美股步入熊市，全球主要市场或多或少会被拖累，尤其是资金自由进出、外资参与比例高的香港股市。

图 95：美国经济衰退与美股走势(1948-1975 年)



资料来源：彭博、招银国际

图 96：美国经济衰退与美股走势(1978-2009 年)



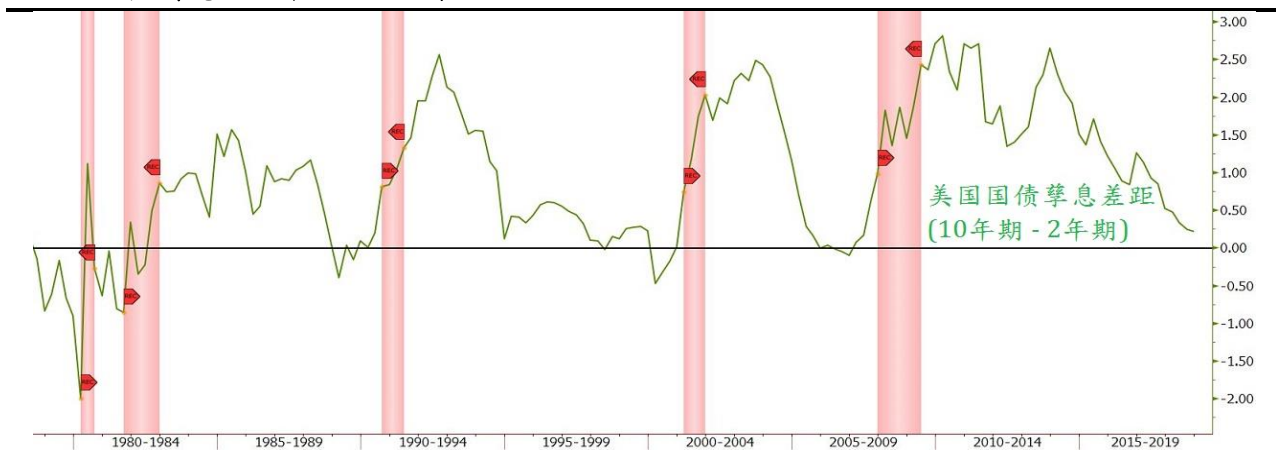
资料来源：彭博、招银国际

2018 年 12 月 3 日

美国孳息曲线倒挂风险

要监测美国经济衰退的风险，除了留意各项经济数据，债券市场亦具参考价值。当美国国债出现孳息倒挂(inverted yield curve)，亦即两年期债息升穿十年期债息，预示经济有衰退风险。美国过去 40 年的五次衰退（图 97 的红色区域），每次之前都出现孳息倒挂。不过，孳息倒挂与陷入衰退之间的时间差距可以很长，有时领先一年多，难以单凭孳息倒挂准确推算陷入衰退的时间，但不失为其中一个参考指标。

图 97：美国孳息曲线倒挂往往预示衰退



资料来源：彭博、招银国际，截至 2018 年 11 月 29 日

孳息倒挂对股市亦有某程度启示，因为孳息曲线与股市都领先经济，而孳息曲线倾向更早发出警号，亦即倾向于股市见顶前出现孳息倒挂。上两次孳息倒挂(2000 年、2006 年)，均成功预示股市见顶（图 98），但于 1978-1982 年间及 1990 年却数次“预测错误”。

随着联储局持续加息、推高短期孳息率，以及经济放缓、长期孳息有见顶压力，美国孳息曲线正趋向平坦，目前孳息差约 0.22 厘。孳息倒挂虽有时误鸣，仍不失为对经济及股市的警号，至少有不少投资者都会参考此讯号，可能在即将出现孳息倒挂时，市场避险情绪已会上升。

图 98：美国孳息曲线倒挂与股市关系



资料来源：彭博、招银国际，截至 2018 年 11 月 30 日

2018 年 12 月 3 日

上半年反弹，年底再回落

过去廿年，恒生指数经历的六次熊市(不计今次)，多数历时 10-12 个月，如出现环球或区域性金融风暴，跌幅逾 60%，如无金融危机，则约跌 30%以上(图 99)。今次的回调始于 2018 年 1 月高位 33,484，于 10 月底低见 24,541，相距 9 个月，跌幅 27%。

鉴于企业盈利可能再被调低，以及贸易战风险持续，恒指短期内或要再寻底。若今次熊市与近年之非金融风暴熊市相若，恒指料于未来两个月见底，完成熊市。

图 99：恒指熊市历时及跌幅

见顶及见底日期	下跌时间	高低位	跌幅(%)
18 年 1 月 - 18 年 10 月	9 个月	33,484 - 24,541	27%
15 年 4 月 - 16 年 2 月	10 个月	28,589 - 18,279	36%
10 年 11 月 - 11 月 10 月	11 个月	24,989 - 16,170	35%
07 年 10 月 - 08 年 10 月	12 个月	31,958 - 10,676	67%
02 年 5 月 - 03 年 4 月	11 个月	12,022 - 8,332	31%
00 年 3 月 - 01 年 9 月	18 个月	18,398 - 8,894	52%
97 年 9 月 - 98 年 8 月	12 个月	16,820 - 6,545	61%

资料来源：彭博、招银国际

估值有望周期性回升

恒指目前之估值(2019 年预测市盈率 10.1 倍)与近年谷底(约 9.5 倍)相距不远，已反映了颇多风险(唯盈利预测料未见底)，估值再被压缩的空间有限。相反，当某些风险舒缓，或出现利好因素，估值不难温和回升。

最大风险于中美贸易战。相信贸易战并非单纯贸易问题，而系世界两大经济体较长时间的角力，双方拉锯，关系时好时坏，市场情绪亦会被牵动，当关系改善，或市场憧憬可通过谈判化解贸易战，港股估值可望反弹。另外，美国加息预期降温、部份权重港股业绩胜预期、中国推更多稳经济政策，均可能成为恒指估值回升的动力来源。预期明年估值高位于近七年平均之 11.4 倍，估值扩张空间主要受制于持续的中美角力，以及全球经济放缓。

以 2019 年盈利预测由现水平下调 5%，及 11.4 倍预测市盈率推算，2019 年恒指高位可见 28,600。估计高位将于年中至第三季出现，到第四季将开始反映美国经济即将步入衰退的风险，拖累恒指回落。

图 100：恒生指数 2019 年预想走势



资料来源：彭博、招银国际

关键风险因素

除了中美贸易战之外，以下为部份可能令恒指偏离我们目标的关键风险：

一. 3 月份业绩期

目前恒指之预测市盈率已颇接近周期底部，较大变数在盈利预测。我们相信市场对 2019 年之盈利预测仍未充分反映近半年出现的负面因素，包括贸易战恶化、人民币贬值、油价大幅回落等。2019 年 3 月的业绩期后，可能会令市场进一步调低预测。

另外，美股于 1 月及 4 月的季度业绩期，亦可能间接影响港股之盈利预测，尤其是美国企业对前景的指引将反映中美贸易战的影响。

二. 人民币汇价

人民币兑美元汇率与香港的中资股关连度高：当人民币升值，国企指数趋升，当人民币贬值，国企指数趋跌。但亦有例外，尤其是汇率仅温和波动的时候，例如 2016 年第二季至第三季，人民币有序贬值，国企指数反而上升（图 101）。

我们的经济师估计，2019 年人民币兑美元汇率在 6.7-7.1 的范围内浮动，料不会出现 2017 下半年般的大幅升值，或 2018 下半年般的大幅贬值。若果汇率波动超出我们的预期，料将较大幅度影响中资股以及恒指之表现。

图 101：国指与人民币汇价



资料来源：彭博、招银国际

以时间区分，估计美元于上半年仍偏强，人民币仍有一定的贬值压力。宜将汇率作为行业配置的其中一个考虑因素。中资股大多数收入及资产为人民币，自然受累人民币贬值，其中一些尤其敏感的行业，包括：

- 1) **内地航空**：美元债务比重高，燃油支援亦以美元计；
- 2) **纸业**：原材料纸浆主要由欧美进口；亦有美元及欧元债务；
- 3) **内房**：重资产，部份公司有美元债务；
- 4) **澳门博彩**：人民币贬值有损内地客消费力；人民币汇率与博彩收入关连度高；
- 5) **香港零售**：人民币贬值有损内地客消费力；人民币汇率与香港零售关连度高。

出口股是少数受惠人民币贬值的行业，其中可留意**机械设备股**，因为于内地生产，部份收入来自欧美。

三. 联储局加息步伐

虽然国际油价于 10-11 月由高位急跌逾三成，通胀预期降温，加上美股回调，联储局主席鲍威尔于 11 月底指“联邦基金利率目前只是稍低于中性利率水准”，令市场对 2019 年之加息预期大为降温。不过，通胀仍有突然升温的风险，一来美国失业率处于接近半世纪之低位，可谓全民就业，工资增幅有可能加快，二来中美互相加征关税，亦会推高物价。

我们的基本假设是今年 12 月联储局再加息 0.25 厘，2019 年再加息两次(共 0.5 厘)，但目前利率期货反映 2019 年再加息共 0.5 厘或以上的机率仅约 30%。假如通胀升温，联储局或须加快收紧货币政策的节奏，包括加息及继续减持债券，全球流动性收紧将持续影响风险偏好，加速风险资产抛售。

相反，联储局亦有可能提前停止加息，触发点可能包括油价持续下跌、美国企业债息急升引发信贷违约风险、贸易战恶化、美国失业率回升等。若加息幅度小于预期，美元可能转弱，资金有望回流新兴市场。

四. 美国高息企业债息差

随着美国经济放缓，联储局收水，市场利率上升，加上贸易战带来的风险，美国企业之信贷风险正上升。美国高息企业债与美国国债(十年期)之孳息差，可作为判断信贷风险的指标。该息差于过去两年较稳定，约于 3.5 厘上下浮动，近期升至约 4.0 厘。从近年走势判断，当该息差升穿 5 厘，美股便出现较大下跌压力(图 102)。宜密切留意会否出现升穿 5 厘的警号。

五. 意大利债券息差

欧洲的风险亦不容忽视，毕竟欧债危机曾于 2011 年重创环球股市，而目前欧元区第三大国意大利仍就预算案与欧盟争持，令人忧虑意国的财政问题及信贷风险。意大利及德国(欧元区内最稳健国家)之十年期国债孳息差目前约 2.9 厘，从近年走势判断，若升至 3.5 厘以上，将会是警号，港股亦会间接受拖累(图 103)。

图 102：美国高息企业债息差



资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日

图 103：意大利与德国国债息差



资料来源：彭博，截至 2018 年 11 月 30 日



行业分析

- ❖ 中国银行业板块 - 优于大市
- ❖ 中国保险业板块 - 优于大市
- ❖ 中国机械及设备板块 - 优于大市
- ❖ 中国风电板块 - 优于大市
- ❖ 中国互联网板块 - 同步大市
- ❖ 中国科技板块 - 同步大市
- ❖ 中国医药板块 - 同步大市
- ❖ 中国教育板块 - 同步大市
- ❖ 中国必需消费板块 - 同步大市
- ❖ 中国非必需消费板块 - 同步大市
- ❖ 中国房地产板块 - 同步大市
- ❖ 中国证券业板块 - 同步大市
- ❖ 中国太阳能板块 - 落后大市

中国银行业板块

优于大市

 分析师：孙明，CFA - terrysun@cmbi.com.hk
 分析师：隋晓萌 - suisxiaomeng@cmbi.com.hk

政策风险基本消除，关注资产质量趋势

从严监管到稳信贷

2017 年起，监管部门通过密集推出一系列强监管政策，开始对行业过去数年由追求高收益、高增长而进行的盲目扩张创新、过度加杠杆等行为进行纠正和约束，旨在消除同业套利、资金空转带来的潜在风险隐患，引导银行业回归其服务实体经济的本源。另一方面，央行维持中性偏紧的货币政策，市场流动性总体维持“紧平衡”的状态，资金成本呈现上升趋势。同时，央行强化宏观审慎评估体系（MPA）考核，将表外理财及同业存单纳入评估框架，推动“去杠杆”进程。在强监管和存款增速放缓的共振下，银行资产规模扩张速度持续放缓。商业银行总资产同比增速由 2016 年底的 16.6% 下降到 2018 年二季度末的 6.76%。中小银行受影响更为显著，股份制银行资产增速于 2017 年二季度开始低于大型银行，并于今年一季度降至 2.98% 的低点。

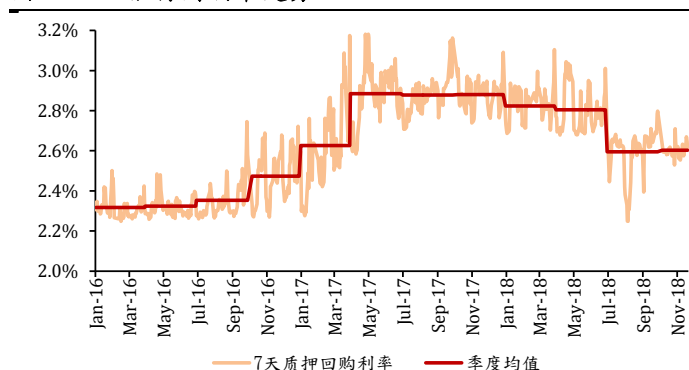
2018 年以来，经济下行压力增加，表外信贷的过度紧缩拖累了整体社融增速。货币政策开始边际放松，央行实施了四次定向降准，共释放资金约 2.3 万亿元。监管政策的执行也给银行预留了更多空间，旨在稳定信贷投放，增加对实体经济的支持。比如，4 月份的资管新规的最终稿将过渡期延长六个月，并允许新产品对接老资产，给银行更充分的时间消化存量非标。而作为配套政策的理财新规及理财子公司管理办法，放宽了产品的投资范围，并取消了非标资产占银行表内总资产 4% 的规模限制。展望 2019 年，我们认为监管执行的灵活度会有所增加，以配合央行中性偏宽松的货币政策，因而消除了市场对强监管的担忧。

图 104：银保监会出台监管政策一览

日期	监管政策	主要内容
2017年3月28日	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》	开展针对“三违反、三套利、四不当、十大风险”的专项整治工作。
2017年4月7日	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》	对股权投资、高管、业务、产品、非法金融活动等方面进行整治。
2017年5月27日	《关于进一步加强校园贷规范管理工作的通知》	进一步加大对校园贷监管整治力度，防范和化解校园贷风险。
2017年6月21日	《关于进一步规范银行业金融机构吸收公款存款行为的通知》	整顿规范银行业金融机构吸收公款存款行为。
2017年11月16日	《商业银行股权管理暂行办法（征求意见稿）》	从股东资质、股份代持以及关联交易等多方面作出要求和限制。
2017年11月17日	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	打破刚付、消除期限错配、规范资金池、准备金计提，过渡期至2019年6月。
2017年12月1日	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	开展对网络小额贷款清理整顿工作。
2017年12月6日	《商业银行流动性风险管理办法（征求意见稿）》	引入净稳定资金比例、优质流动性资产充足率、流动性匹配率三个量化指标。
2018年2月28日	《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》	拨备覆盖率要求由150%调整为120%-150%，贷款拨备率要求由2.5%调整为1.5%-2.5%。
2018年3月12日	《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》	支持商业银行通过多种渠道稳步扩大资本工具的发行规模。
2018年6月8日	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	过渡期延长至2020年底，允许新产品对接老资产，金融资产的估值方法略有放松。
2018年6月8日	《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》	存款偏离度监管指标由3%调整至4%。
2018年6月29日	《金融资产投资公司管理办法（试行）》	缓解了债转股的高资本占用，有助于加速债转股项目的快速落地。
2018年9月5日	《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	2018年9月-2020年12月，对金融机构小微企业贷款的利息收入免征增值税。
2018年9月28日	《商业银行理财业务监督管理办法》	公募理财产品可间接投资股票，降低产品销售起点，放宽理财产品托管机构范围。
2018年10月19日	《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》	公募理财产品可直接投资股票，产品不设销售起点，取消非标资产余额4%的限制。

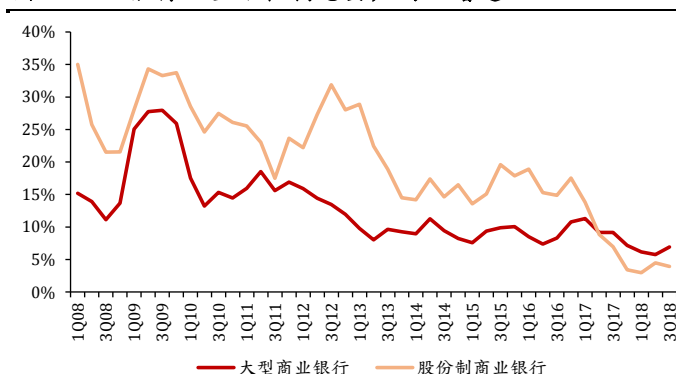
资料来源：中国银保监会、招银国际

图 105：银行间利率走势



资料来源：Wind、招银国际

图 106：银行业金融机构总资产同比增速



资料来源：中国银保监会、招银国际

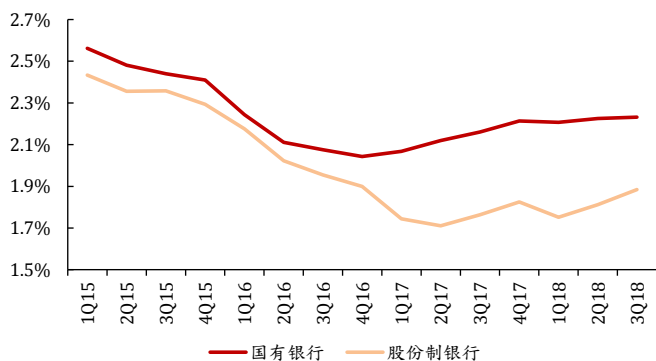
2018 年 12 月 3 日

息差扩张速度放缓，但核心利润增速未减

净息差(NIM)是商业银行的重要盈利指标，体现其核心获利能力。银行净息差受宏观经济、货币政策、利率政策等外部宏观环境因素影响。自 2017 年开始的一轮息差扩张很大程度上受惠于 2016 年底开始的流动性紧缩。今年以来，货币政策的边际放松限制了资产收益率的上行，对银行息差产生负面作用。国有银行息差在今年二、三季度保持基本平稳，而股份制银行因同业负债占比较高，更受益于银行间利率的下行，因此息差环比改善幅度较为显著。展望未来 12 个月，我们认为银行业净息差进一步扩张的空间有限。一方面，在宏观不确定性增加的情况下，企业信贷需求的减弱和银行风险偏好的下降会限制贷款收益率。另一方面，金融系统去杠杆削弱了货币派生能力，使行业存款增速放缓，因而存款竞争愈发激烈，存款成本面临进一步上升压力。

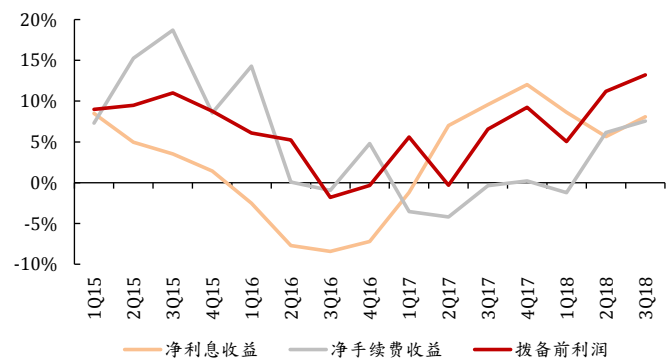
尽管如此，我们所覆盖的八家 H 股银行三季度的拨备前利润(PPoP)仍录得 13.2%的同比增长，较二季度的 11.2%进一步提升。除强劲的净利息收益外，驱动力还包括净手续费收益的加速增长以及银行对经营成本的有效管控。我们预计行业手续费增速将保持稳定增长，主要受银行卡及支付结算业务所拉动。但受资管新规等监管要求影响，表外理财业务、咨询顾问业务手续费收入仍然会相对疲弱。

图 107：H 股上市银行净息差走势



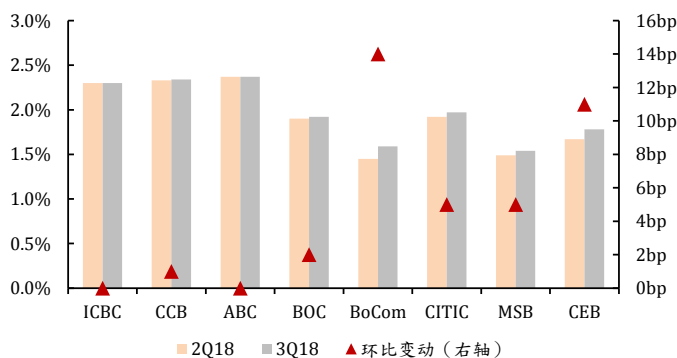
资料来源：公司、招银国际

图 108：利息收益/手续费收益/PPoP 同比增速



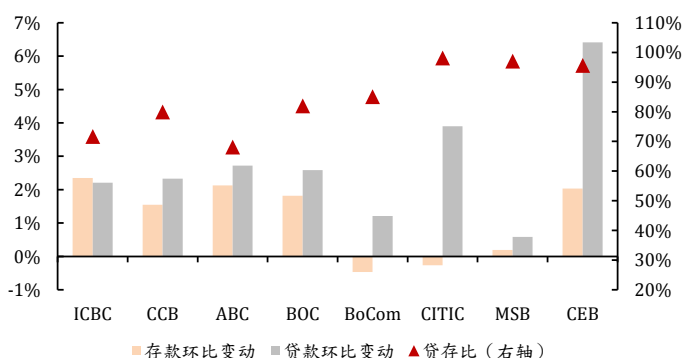
资料来源：公司、招银国际

图 109：净息差及环比变动



资料来源：公司、招银国际

图 110：贷款及存款环比变动及贷存比



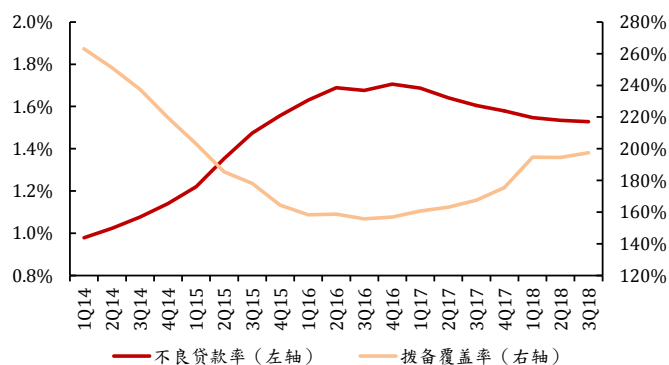
资料来源：公司、招银国际

资产质量恶化趋势隐现，风险抵御能力将分化个股表现

尽管面临一定的宏观环境挑战，以及来自不良贷款认定标准趋严的压力，银行业整体的资产质量水平依然保持着稳健向好趋势。从上市银行的三季度业绩看，平均不良率稳中有降，拨备覆盖率进一步提升，主要得益于过去几年银行对信贷结构的调整，以及 PPOP 加速增长下拨备计提力度的增加。与此同时，不良贷款生成率在 2018 年出现反弹，部分原因是由于监管收紧了对不良贷款的认定标准，体现为逾期 90 天贷款余额与不良贷款余额的比值（不良贷款偏离度）。展望未来，经济下行的压力会逐渐反映到企业盈利能力及银行的信贷质量上。从过往经验看，资产质量的周期与宏观经济周期之间通常存在六个月左右的滞后期。我们预计不良贷款压力会在 2019 年进一步显现。因此，银行的风险抵御能力将导致股价表现的分化。

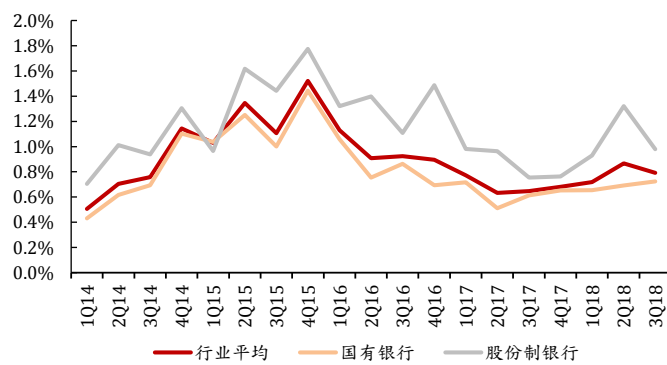
对信贷风险抵御能力较强的银行具备以下特点：1) 零售贷款占比较高，有利于分散风险，降低信贷资产的顺周期性；2) 对制造业、批发和零售业、采矿业、建筑业和房地产开发等高风险行业（不良贷款率大于 1%）的公司贷款敞口较小；3) 不良贷款认定严格，不良贷款对 90 天以上逾期贷款比率更高；以及 4) 拨备前利润增长强劲，可以预留更多空间提升风险抵补能力。就以上标准而言，建行及农行较同业更具优势。

图 111：行业平均不良贷款率和拨备覆盖率



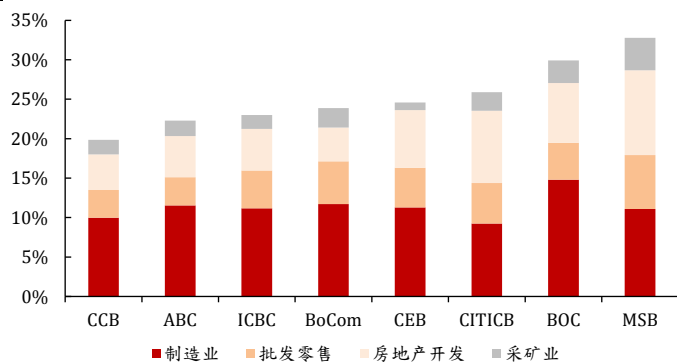
资料来源：公司、招银国际

图 112：不良贷款生成率



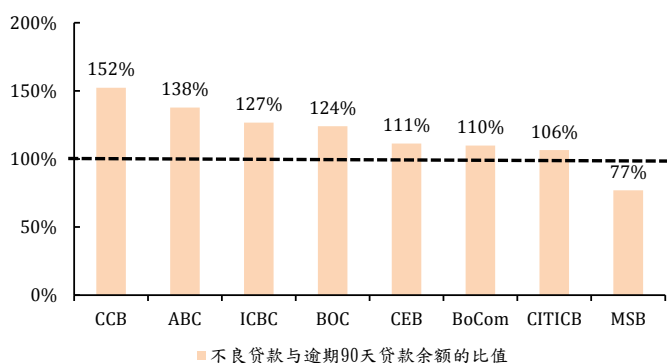
资料来源：公司、招银国际

图 113：高风险行业占贷款余额的比重



资料来源：公司、招银国际

图 114：不良贷款认定偏离度



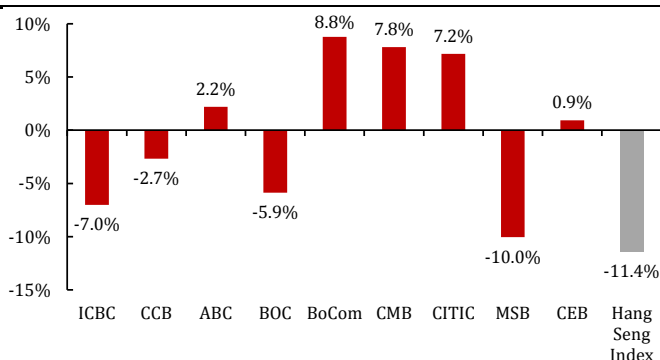
资料来源：公司、招银国际

估值接近历史低位，优选经营稳健大行

截止 11 月 30 日，H 股银行板块今年累计下跌 2.0%，但仍大幅跑赢恒生指数（下跌 11.4%）。除民生银行（1988 HK，持有）外，中小股份制银行的股价表现普遍优于国有银行，主要受益于央行流动性宽松导致的息差的环比升幅。目前板块的平均市帐率为 0.7 倍，接近 2016 年初 0.6 倍的低点。我们认为估值承压主要反映了市场对贸易战升级、经济增速放缓以及潜在资产质量恶化的担忧。然而，相对 2015 年，中资银行的对信贷风险的抵御能力已经有了显著提升，包括零售资产占比增加，对高风险行业信贷敞口的压缩，以及对不良贷款更为严格的认定。因此，未来资产质量的恶化对银行业利润的冲击会相对较小。

鉴于监管不明朗因素的消除、银行稳定的盈利增长以及较为吸引的股息率，我们维持行业“优于大市”的评级。然而，在宏观经济下行压力加大的情况下，信用风险将逐步抬升，我们认为未来几个季度，资产质量指标可能成为股价表现的的决定性因素。因此，我们更看好核心利润增速高、拨备充足、资本实力强劲的国有大型银行。行业首选为建设银行（939 HK，买入）和农业银行（1288 HK，买入）。

图 115：H 股中资银行年初至今股价表现



资料来源：彭博、招银国际

图 116：行业历史平均市帐率



资料来源：彭博、招银国际

图 117：估值表

公司名称	股份代码	股价	目标价	评级	市帐率	市帐率	市盈率	市盈率	股息率	股息率	股本回报率	股本回报率
		(港元)	(港元)		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
工商银行	1398 HK	5.56	7.60	买入	0.78	0.70	5.9	5.4	5.1%	5.6%	13.7%	13.6%
建设银行	939 HK	6.67	9.30	买入	0.78	0.70	5.7	5.2	5.3%	5.8%	14.2%	14.1%
农业银行	1288 HK	3.54	5.30	买入	0.69	0.62	5.2	4.9	5.7%	6.2%	13.8%	13.3%
中国银行	3988 HK	3.42	5.20	买入	0.58	0.53	5.0	4.7	6.2%	6.7%	12.1%	11.9%
中信银行	998 HK	4.96	5.90	买入	0.54	0.50	4.8	4.4	6.4%	7.0%	11.6%	11.7%
交通银行	3328 HK	5.95	6.40	持有	0.59	0.54	5.4	5.1	5.7%	6.1%	11.2%	11.1%
民生银行	1988 HK	5.78	6.20	持有	0.53	0.48	4.0	4.1	3.6%	3.8%	12.9%	12.2%
光大银行	6818 HK	3.47	3.70	持有	0.55	0.50	5.0	4.5	6.3%	6.9%	11.5%	11.5%
行业平均					0.69	0.63	5.4	5.0	5.5%	6.0%	13.3%	13.0%

资料来源：彭博、招银国际

中国保险业板块

优于大市

分析师：丁文捷，PhD - dingwenjie@cmbi.com.hk
分析师：徐涵博 - xuhanbo@cmbi.com.hk

聚焦保障性业务，穿越行业过渡期

中国保险业正在经历深刻的调整期。2018 年在监管指引、宏观经济下行的背景下，寿险产品类型迅速切换，新单保费普遍出现负增长。但我们欣喜地发现，上市险企主动应对，积极发掘以健康险为代表的保障性业务新增长点，持续推进业务结构改革，在行业过渡期巩固了行业地位，市占率由降转升。同时，险企积极开展数字化建设和科技赋能，在投保、理赔、客户服务等方面持续提升用户体验，通过数据平台构建和数据分析推动保险产品定价、精准销售和风险管控，提升保险公司运营效率，为保险行业的长远发展奠定基础。展望 2019 年，我们认为上市险企业务结构将持续优化，寿险增速趋于平稳，健康险、养老险释放新增长空间；投资端，险企以长期价值为导向的权益投资策略可能逐渐显露出价值；而科技运用将持续提升保险公司运营效率，助力长期发展。

寿险：长期增长逻辑不变，保障型业务逐步发展为新增长点

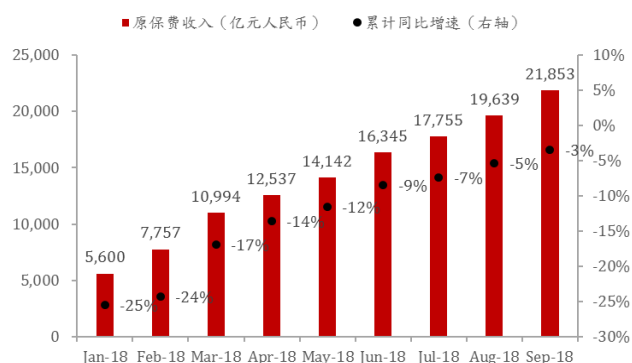
严监管后，寿险行业竞争格局更为健康，上市险企市占率提升

在经历 2017-18 严监管过渡之后，寿险行业回归保障本源，重回健康发展通道。2018 年前三季度，人身险公司实现原保费收入 21,853 亿元，同比下降 3%；其中，保障类（健康险）保费收入 4,337 亿元，同比增长 21%。在行业竞争格局发生变化之际，上市险企保持战略定力、回归保障本源，其行业集中度实现自 2011 年以来首升。2018 年前三季度，传统上市寿险企业市场份额（按原保费计算）为 59.2%，较 2017 年的 53.2% 提升 6 个百分点，近五年来首次回升。

长期增长逻辑不变

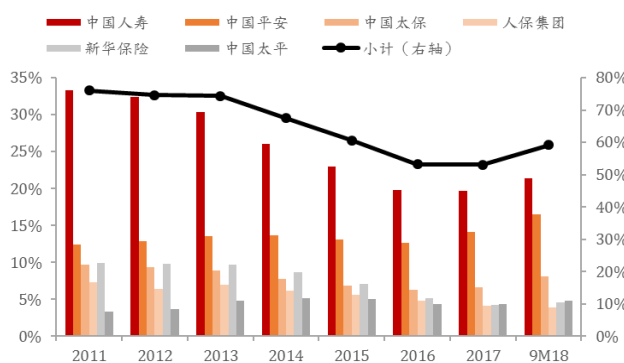
尽管 2018 年保费增速由于宏观经济下行、监管收紧、产品过渡等原因，较同期有所下滑，但我们仍看好寿险行业的长期增长。主要驱动力来源于：(1) 保险渗透率及保险密度的逐步提升；(2) 居民保障意识增强，尤其是对健康、养老等保险产品的需求增强；(3) 居民可支配收入增长，家庭财富积累，资管市场和理财渠道得到进一步规范；(4) 科技赋能，提升保险公司运营效率。

图 118：原保费收入及增速



资料来源：银保监会，招银国际研究

图 119：上市险企市场份额



资料来源：银保监会，招银国际研究

寿险业务结构加快调整，个险首年期交和续期保费拉动增长

上市寿险企业业务结构加快调整，个险首年期交保费在首年保费中的占比显著提升。2018 年上半年，中国人寿和人保寿险个险首年期交在总首年保费中的占比分别同比提升 21.5 个百分点和 2.7 个百分点。上市寿险公司续期保费在总保费中的占比亦有显著提升，驱动未来的保费可持续增长。

2018 年 12 月 3 日

图 120：寿险业务结构

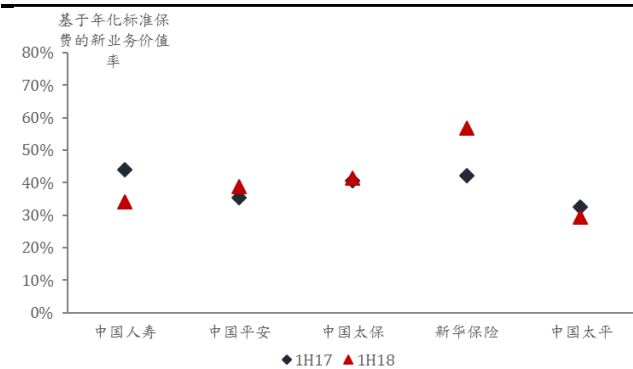
公司	股票代码	2014	2015	2016	2017	1H17	1H18
个险首年期交/首年新单保费							
中国人寿	2628 HK	29.3%	33.9%	44.6%	51.0%	45.4%	66.9%
中国平安	2318 HK	67.0%	72.0%	66.4%	71.1%	74.4%	73.0%
中国太保	2601 HK	50.1%	72.9%	96.0%	95.1%	96.7%	93.0%
人保集团	1339 HK	3.1%	5.9%	10.8%	17.9%	13.8%	16.6%
新华保险	1336 HK	21.5%	25.2%	38.7%	71.4%	70.2%	64.6%
中国太平	0966 HK	31.4%	37.8%	46.5%	54.5%	51.2%	85.9%
续期保费/总保费							
中国人寿	2628 HK	56.8%	52.6%	51.9%	56.3%	52.2%	65.2%
中国平安	2318 HK	70.3%	64.7%	62.0%	62.0%	59.3%	69.7%
中国太保	2601 HK	67.3%	55.7%	56.8%	59.6%	55.8%	67.7%
人保集团	1339 HK	9.2%	8.9%	12.1%	23.5%	15.3%	35.4%
新华保险	1336 HK	59.8%	53.2%	57.6%	70.8%	68.8%	79.2%
中国太平	0966 HK	49.7%	54.5%	55.6%	59.8%	50.6%	73.3%

资料来源：公司，招银国际研究

长期保障型业务拉动价值增长

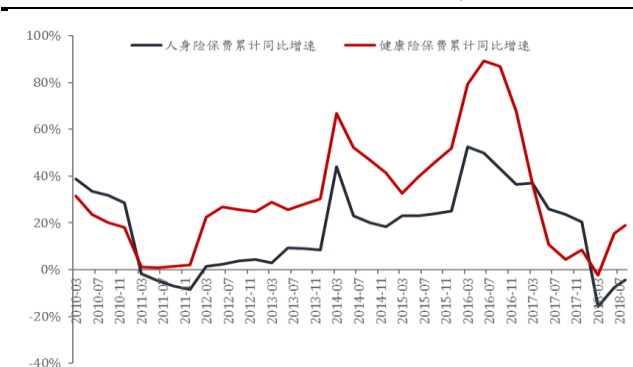
在保险回归保障本源的大环境下，行业普遍聚焦长期保障型等新业务价值率较高的产品，商业健康险是主要发力点之一。尽管 2018 年人身险保费收入呈现负增长，但健康险保费收入增长快于人身险行业平均增速，前八个月累计同比增长 18.8%。商业健康险作为社会保障体系的重要补充，一方面可以缓解医保基金收支不平衡，一方面可以减轻医疗费用个人负担比例，发展空间巨大。纵观上市险企，长期保障型业务占比持续提升。我们预计 2019 年，上市寿险企业业务结构持续优化，长期保障型业务占比持续提升，新业务价值有望实现稳健增长。

图 121：由于产品结构优化，大部分上市险企新业务价值率稳中有升



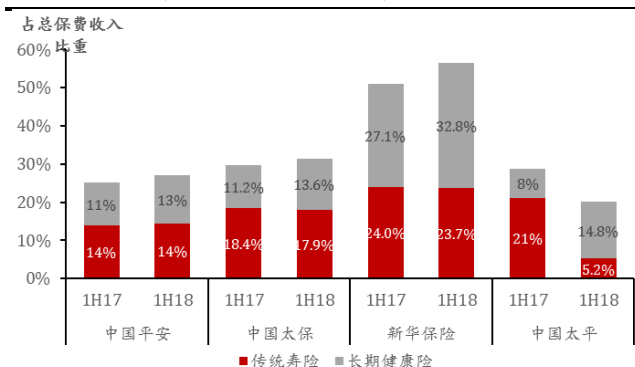
资料来源：公司，招银国际研究

图 122：健康险保费收入增速高于人身险行业平均



资料来源：银保监会，招银国际研究

图 123：上市险企关注长期保障类业务



资料来源：公司，招银国际研究

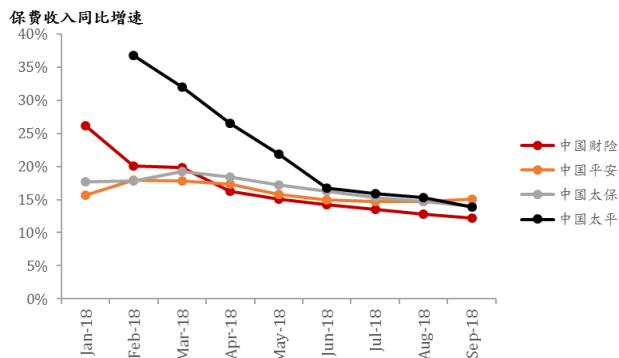
2018 年 12 月 3 日

财险：非车业务拉动增长，费用竞争得到抑制

非车业务拉动财产险保费增长

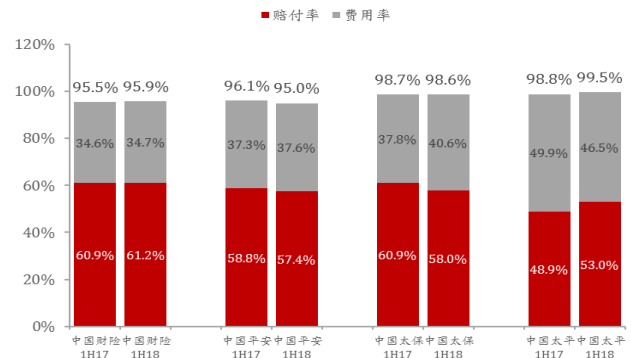
2018 年 1-9 月，财产险公司实现原保费收入 8,808 亿元，同比增长 12.7%，增速较去年同期下降 1.85 个百分点。值得一提的是，产险业务中，农业保险原保险保费收入为 490.77 亿元，同比增长 18.53%。在三大财险企业中，人保财险（2328 HK）前三季度保费收入同比增长 12.3%，平安财险（2318 HK）和太保财险（2601 HK）保费增速分别为 15.0% 和 14.0%。上半年，平安财险、太保财险、太平财险综合成本率同比微降，中国财险综合成本率略有上升。

图 124：2018 年 1-9 月，财产险公司保费收入增速趋缓



资料来源：银保监会，招银国际研究

图 125：2018 上半年上市财险公司综合成本率

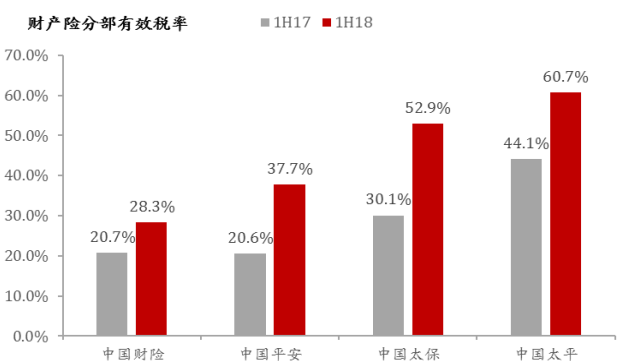


资料来源：公司，招银国际研究

费用竞争得到抑制、有效税率或将减轻

2018 年上半年，上市财险公司车险费用率上升推高有效税率：中国财险、中国平安、中国太保车险费用率分别同比上升 1.0、2.0、1.1 个百分点，压缩承保盈利空间。随着银保监会对车险费率及手续费加强监管，叠加财税部门或将提高手续费及佣金可于税前抵扣的比例，我们预期 2019 年费用竞争将得到抑制、有效税率或将减轻。

图 126：2018 上半年上市财险公司有效税率



资料来源：银保监会，招银国际研究

投资：固收安全垫对冲股市波动

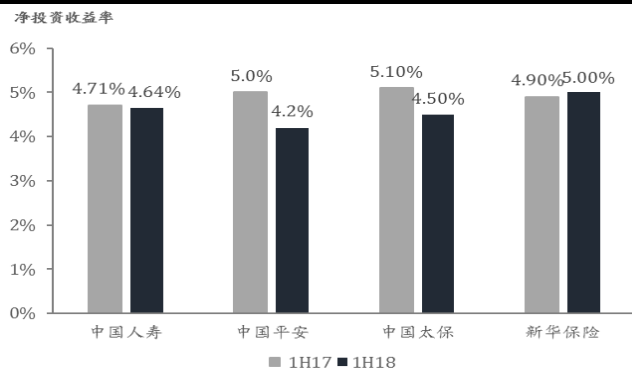
固收发挥安全垫作用，股市波动中优质个股价值料逐渐显现

2018 年险企投资收益率多出现不同程度下滑，主要原因是（1）权益类基金分红收益锐减，拖累净投资收益；以及（2）股市波动导致交易类金融资产买卖价差收益和公允价值变动收益减少，使总投资收益承压。固收类资产在股市动荡期发挥出“安全垫”的作用，且主要上市险企均把握年初利率高点，加大了固收配置。因此净投资收益率的变动相对较为平稳。进入三季度后，由于 A 股超跌，险企的总投资收益率下降较为明显。投资策略上，大类资产配置比例变化不大，多数上市险企股票配置由于市值萎缩略有降低，仓位选择上仍以低

2018 年 12 月 3 日

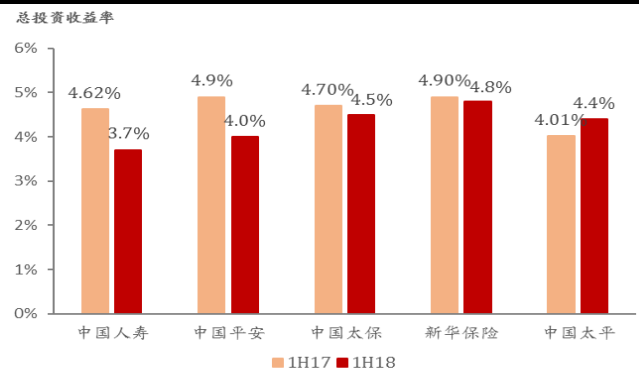
估值、高分红的稳健型标的为主。我们预计 2019 年债市收益率较 2018 年保持平稳，股市仍以波动市为主，但优质个股的长期配置价值预计会逐渐显现。

图 127：2018 年上半年上市险企净投资收益率



资料来源：公司，招银国际研究

图 128：2018 年上半年上市险企总投资收益率

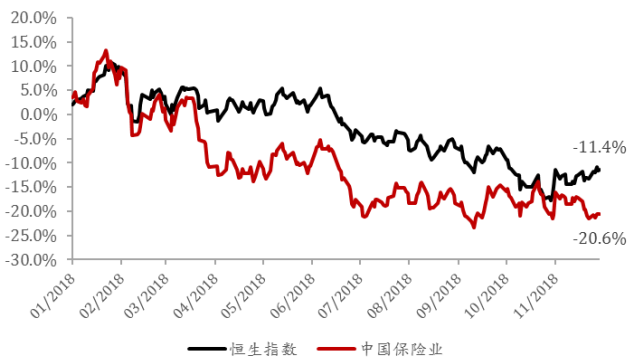


资料来源：公司，招银国际研究

估值吸引

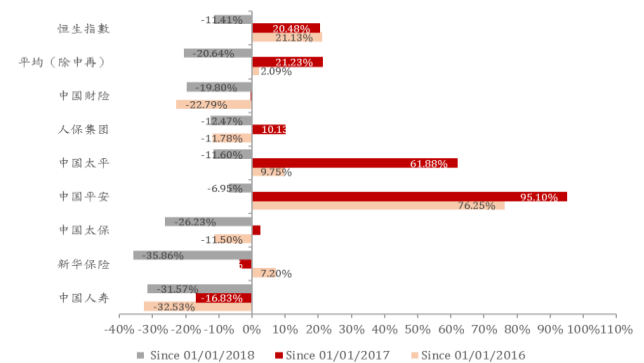
2018 年以来，中国保险行业跑输恒指。目前我们覆盖的寿险公司估值仅为 2019 年预测内含价值的 0.47-0.69 倍，估值较为吸引。随着险企逐渐适应行业过渡期，承保端在健康险、养老险等业务的带动下有望恢复新单保费和新业务价值正增长。在业务结构调整、保险科技赋能的带动下，我们仍看好中国保险业，尤其是寿险行业的长远发展前景。2019 年险企估值有待修复。**投资风险**包括，(1) 个险新单期交保费增速逊预期，新业务价值增速逊预期；(2) 股市出现较大波动或下跌，影响股票投资收益。

图 129：2018 年中国保险行业跑输恒生指数



资料来源：彭博，招银国际研究

图 130：中国保险公司自年初以来股价表现



资料来源：彭博，招银国际研究

图 131：招银国际预测覆盖范围

公司	股份代号	股价 (港元)	目标价 (Dec-18)	评级	市帐率(x)		PEV(x)		TP/EV (x)		股息率(%)	
					FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
中国人寿	2628 HK	16.80	21.69	BUY	1.26	1.16	0.53	0.48	0.67	0.62	2.6	3.3
中国太保	2601 HK	27.70	37.48	BUY	1.50	1.36	0.71	0.65	0.96	0.87	3.8	4.8
新华保险	1336 HK	34.25	44.94	BUY	1.38	1.23	0.56	0.51	0.73	0.66	2.5	2.9
中国太平	966 HK	25.90	34.50	BUY	1.31	1.15	0.66	0.59	0.87	0.78	0.7	0.8
中国财险	2328 HK	8.03	10.34	BUY	1.08	0.97	-	-	-	-	3.2	3.5
众安在线	6060 HK	32.05	43.67	HOLD	2.61	2.67	-	-	-	-	0.0	0.0

资料来源：彭博，招银国际预测

行业首选为中国太保 (2601 HK)

发力健康险，推动新业务价值增长。2018 上半年，公司长期健康险业务贡献了 83% 的新业务价值和 47% 的首年年化保费。新业务价值率从 2017 年的 39.4% 上升至 41.4%。在商业健康险策略方面，公司坚持以长期重疾险产品推动新业务价值增长和新业务价值率提升，同时公司也注重通过短期医疗险产品的销售，增强获客能力，以及在与短期医疗险客户的较为高频的接触中，以自身优质的服务提升客户粘性。基于广阔的市场前景和当前相对较低的平均保额（仅为 17.3 万元人民币），公司健康险业务的可持续增长可期。

战略定力和执行力推动转型 2.0，数字太保建设提升客户体验。中国太保不断整合集团数据和技术资源，构建保险大数据平台，同时公司是第一家将旗下所有子公司的各类移动客户端整合为一个 APP——太平洋保险 APP——的保险公司，这极大地改善了客户体验。太保的科技应用突出两个聚焦，即保险和客户。科技赋能涵盖整个客户保险旅程，从 i) 信息获取，ii) 投保，iii) 理赔和给付，到 iv) 客户服务。我们认为凭借公司的战略定力及强大的执行能力，中国太保转型 2.0 将继续为投资者创造价值。**买入评级，目标价 37.48 港元。**

中国机械及设备板块 优于大市

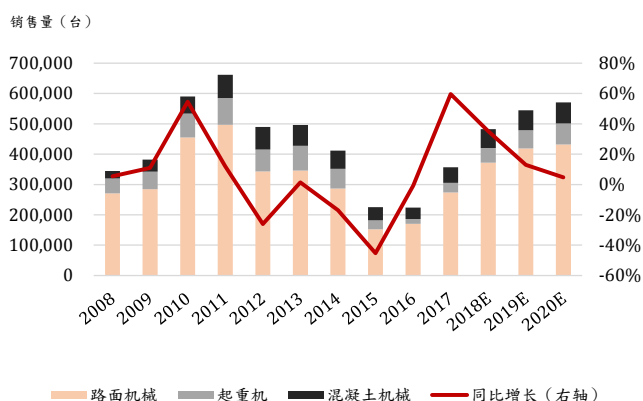
分析师：冯健嵘，CFA - waynefung@cmbi.com.hk

工程机械板块

更新替换需求带动; 上升周期于 2019 年仍将持续

- ❖ 我们预计工程机械的上升周期在 2019-20 年仍将延续, 主要驱动因素包括: (1) 我们的行业研究模型显示超过 80% 的未来需求源于机械设备的更新和升级, 这部份需求相对稳健并且下行风险较小; (2) 与建筑工程相关固定资产投资额持续上升, 但机械设备的保有量反而在缩减, 预示未来新增需求存在上升空间; (3) 基于更加积极的财政政策和 PPP 项目投资回暖, 2019 年上半年基建投资增速有机会转趋稳定, 可缓解投资者对行业增速放缓的担忧; (4) 采矿投资处于早期复苏阶段, 有望提供新增长动力。我们预测 2018/19/20 年工程机械销量的增速将达到 35%/13%/5%。我们较看好挖掘机和装载机路面机械, 因为它们更大程度的受惠于基建支出。
- ❖ 多项短期指针显示工程机械行业景气度在四季度开始改善。这些正面讯号包括: (1) 挖机的行业销售同比增长于十月份起提速, 从八月的 33% 及九月的 27.7% 回升至 45%; (2) 小松及个别工程机械的工作小时数开始上升, 显示工程活动转趋活跃。我们认为 2018 年三季度为行业的短期谷底, 并相信在政府更积极的财政政策支持下, 工程机械销售将迎来改善。
- ❖ 煤炭机械更新替换周期刚启动。煤炭开采固定资产投资从 2013 年起开始下滑, 2016 年更录得同比下滑 24%, 然而 2017 年的下滑幅度收窄至 12%, 2018 年的前十个月开始录得 6 年来首次回升, 同比上升 5.2%。煤炭开采固定资产投资回升主要由于煤炭价格上升令煤矿生产商投资意愿回升, 我们看好煤炭机械, 主要由于更新替换周期开始启动, 相信将会延续至 2019 年。
- ❖ 投资建议: 我们看好三一国际(631 HK, 买入, 目标价 4.17 港元), 主要由于公司是煤炭资本开支周期回升的主要受惠者, 而公司在各领域的新产品开发进度快于预期。此外, 我们认为中国龙工(3339 HK, 买入, 目标价 3.60 港元) 将受惠路面机械需求回升, 过去一个多月的股价调整过度反映三季度的疲弱销售, 现时估值仅相当于 3x 2019E 除现金后 PE, 我们认为属长线买入的良好时机。我们维持对中联重科(1157 HK, 持有, 目标价 3.47 港元) 的中性看法, 主要由于中联重科的估值相对较高。

图 132：招银国际工程机械销售量预测



资料来源：中国工程机械协会、招银国际预测

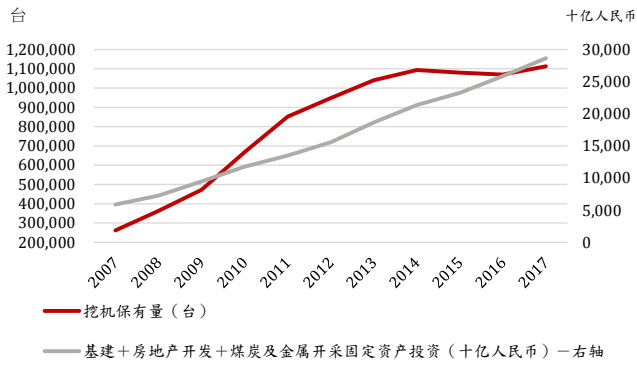
图 133：工程机械产品与终端需求相关度

工程机械类别	基建	房地产	采矿
挖掘机	高	低	中
轮式装载机	高	低	中
汽车起重机	高	中	-
塔机	低	高	-
混凝土机械	中	高	-
煤炭机械	-	-	高
矿用车	-	-	高
工程重卡	高	低	低

资料来源：招银国际

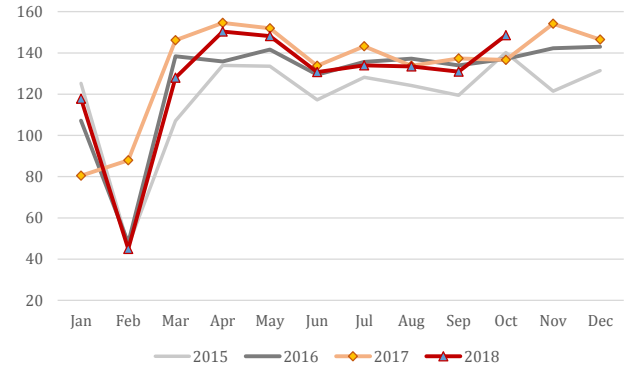
2018 年 12 月 3 日

图 134：建筑相关固定资产投资和挖机保有量对比



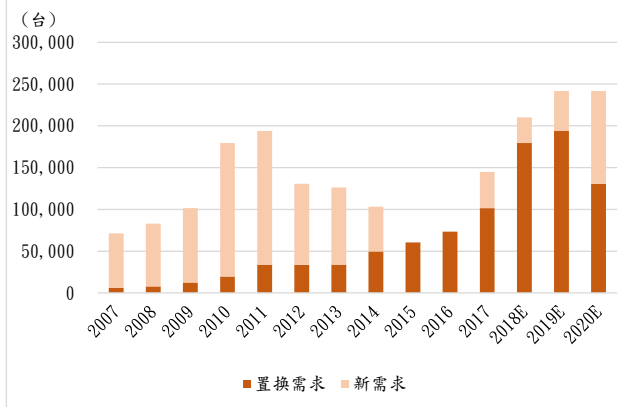
资料来源：国家统计局、中国工程机械协会、招银国际

图 135：小松工程机械月度工作小时数



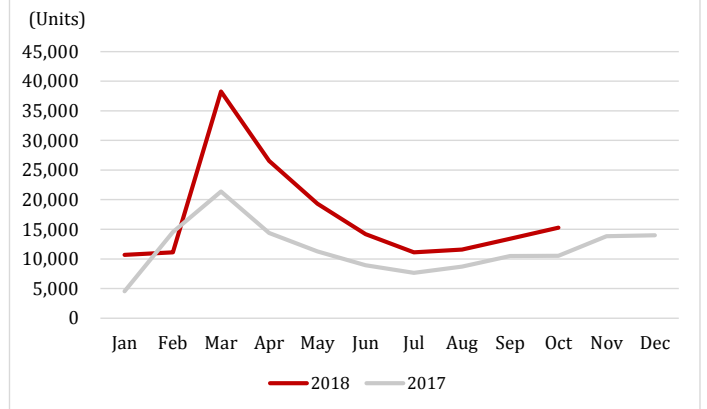
资料来源：小松、招银国际

图 136：未来两年挖机销售主要来自更新替换需求



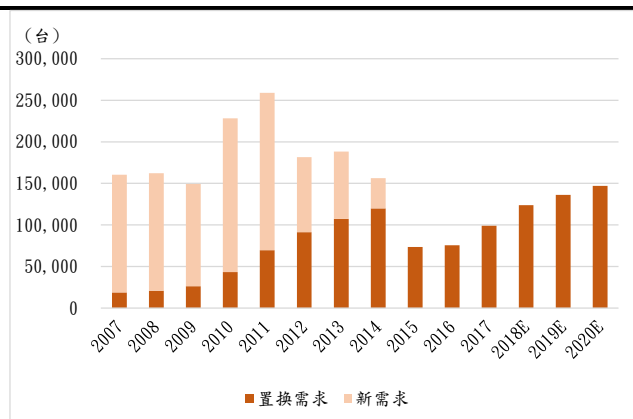
资料来源：中国工程机械协会、招银国际预测

图 137：今年前 10 个月挖机销售量同比增长 52.5%



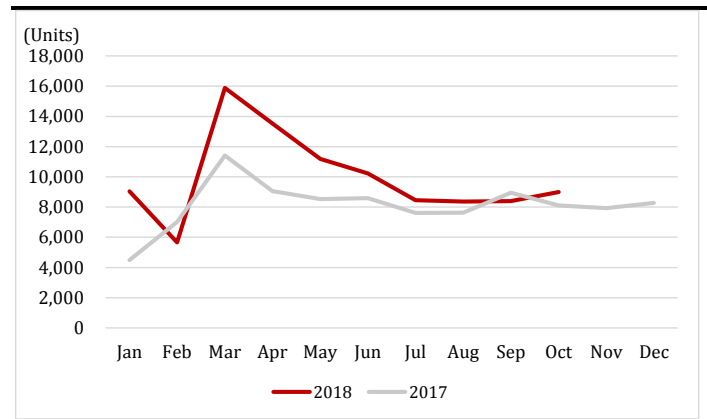
资料来源：中国工程机械协会、招银国际

图 138：未来两年装载机销售来自更新替换需求



资料来源：中国工程机械协会、招银国际

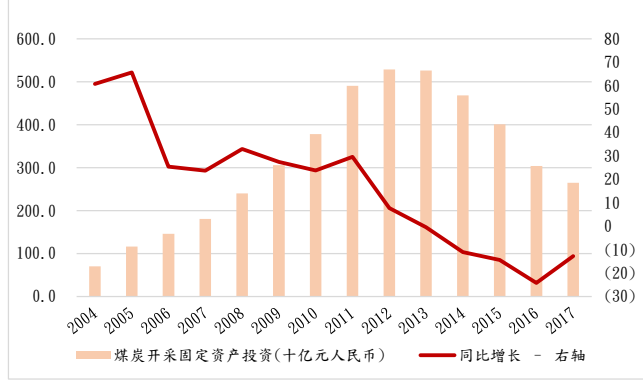
图 139：今年前 10 个月轮式装载机销售量同比增长 22.5%



资料来源：中国工程机械协会、招银国际

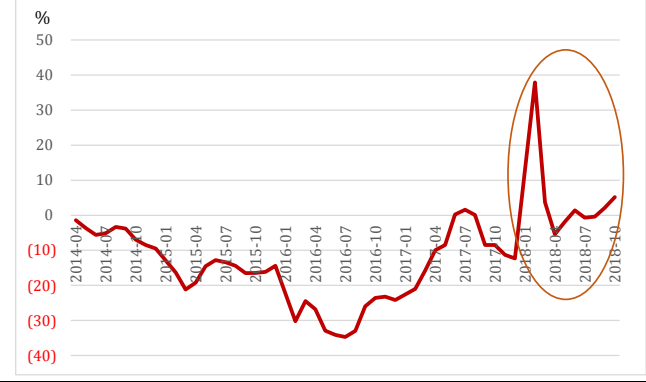
2018 年 12 月 3 日

图 140：煤炭开采固定资产投资于 2017 年跌幅收窄



资料来源：国家统计局、招银国际

图 141：煤炭开采固定资产投资今年前 10 个月出现增长



资料来源：国家统计局、招银国际

重卡及发动机

高基数效应下 2019 年销售量预料有所回调,但总体需求仍将维持高水平

- ❖ 我们预期 2019-20 年的重卡需求将维持在 110 万辆以上的水平,跟 2018 年的预测销售量相若,主要由于:(1) 我们预期基建投资增速转趋稳定,(2) 政策推动加速淘汰国三标准重卡将加快更新替换需求,(3) 2019 年逐渐引入的国六标准将对行业领导者有利。
- ❖ 我们认为短期底部已在 2018 年三季度出现。重卡销售于今年七月开始出现同比下跌,主要原因是去年由物流车以及天然气重卡强劲销售所带来的高基数效应。然而九月份和十月份的月度销售度已从 8 月的 7.06 万辆分别回升至 7.6 万辆和 7.9 万辆。我们从行业渠道得知 11 月和 12 月的订单正持续好转。
- ❖ 政策拉动 2019-20 年的更新替换需求。根据国务院 7 月份公布的“打赢蓝天保卫战三年行动计划”,于 2020 年底前京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。我们推算假设当中 80% 于 19 及 20 年被置换,平均每年的置换需求达 40 万辆。而我们预期未来还有约 200 万辆国三重卡将会逐渐被更换,对未来的重卡置换需求带来有力支持,我们预期 19 及 20 年每年的销售量将达到 110 万辆。
- ❖ 投资建议: 我们看好潍柴动力(2338 HK, 买入, 目标价 11.80 港元)在发动机及重卡市场均持续提升市场份额,我们同时继续看好重汽(香港)(3808 HK, 买入, 目标价 16.70 港元),相信曼技术生产线于 2019 年初投产以后将有助重汽提升高端市场的份额,并减少市场对重汽可能购买更多潍柴发动机的忧虑。此外,我们相信山东省政府对省内巨企的战略整合有可能为潍柴及重汽带来新的发展方向,为估值带来支持。

2018 年 12 月 3 日

图 142：中国重卡生产商销售分布

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sales volume (units)	销售量(辆)								
Company	公司								
FAW	中国一汽	230,671	158,186	105,551	130,821	116,634	86,205	148,034	240,782
Dongfeng	东风	192,770	185,977	130,830	165,760	155,142	117,151	142,640	216,085
CNHTC	中国重汽	199,635	142,611	108,958	120,778	121,306	98,823	122,850	190,273
Shaanxi Automobile Group	陕西汽车	108,751	104,227	83,868	101,511	104,539	80,960	108,060	173,093
Foton	北汽福田	103,145	107,202	87,358	115,397	109,273	74,912	78,475	114,278
JAC	安徽江淮	25,633	33,883	26,067	32,823	39,833	29,935	42,878	51,097
SAIC-IVECO Hongyan	上汽依维柯红岩	33,258	31,500	17,008	28,008	25,000	8,708	15,517	40,017
Chengdu Da Yun	成都大运	4,972	13,604	8,818	12,952	16,255	15,202	23,592	29,723
CAMC	安徽华菱	30,452	25,695	15,069	23,037	18,750	13,167	14,529	18,700
Beiben	北奔重汽	45,575	40,022	24,270	18,155	11,597	9,071	10,018	13,959
Nanjing Xugong	南京徐工	1,705	2,577	2,641	3,509	5,103	5,157	9,181	12,871
Tri-Ring Group	湖北三环	11,893	7,116	5,820	5,550	7,192	4,427	3,561	5,186
Sichuan Hyundai Motor	四川现代	3,623	2,694	2,276	859	752	650	2,050	2,092
Qingling Motors	庆铃汽车	1,655	2,556	2,079	2,548	2,744	2,039	1,918	1,925
GAC Hino Motors	广汽日野	1,721	4,008	5,218	4,036	2,923	1,666	1,801	2,601
Zhejiang UFO Automobile	浙江飞碟	6,868	8,012	4,610	3,448	2,049	642	792	1,692
Shandong Tangjun Quling Automobile	山东唐骏欧铃	0	0	0	0	0	90	662	767
Hubei Sanjiang Space Wanshan Special Vehicle	湖北三江航天万山	47	44	444	209	251	273	368	524
Tri-Ring Group (Hanyang)	湖北三环汉阳	175	133	114	71	115	97	204	191
Geely Sichuan	吉利四川	0	0	0	0	96	351	168	140
YTO Group	中国一拖	13	17	501	1,527	3,795	818	100	103
Kama Automobile	山东凯马	2,760	2,572	1,123	480	88	138	194	103
AVIC Changzheng Automobile	河北长征	1,415	2,617	89	72	75	79	90	13
Dandong Huanghai Automotive	丹东黄海	0	0	3	24	273	97	38	0
JMC	江铃	0	8	730	392	36	33	52	636
Others	其他	10,696	5,380	2,556	2,047	170	25	5,147	0
Total	总数	1,017,433	880,641	636,001	774,014	743,991	550,716	732,919	1,116,851
Growth rate	增长	60%	-13%	-28%	22%	-4%	-26%	33%	52%

注：图表中的中国重汽的包括中国重汽(香港)以及中国重汽集团的总销售

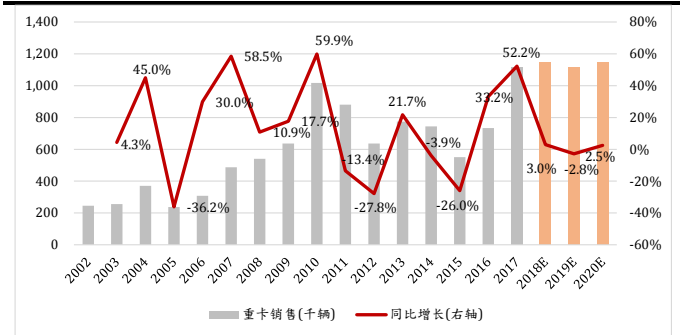
资料来源：中国卡车网、中汽协、招银国际

图 143：中国重卡生产商市场份额

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Market share	市场份额								
Company	公司								
FAW	中国一汽	22.7%	18.0%	16.6%	16.9%	15.7%	15.7%	20.2%	21.6%
Dongfeng	东风	18.9%	21.1%	20.6%	21.4%	20.9%	21.3%	19.5%	19.3%
CNHTC	中国重汽	19.6%	16.2%	17.1%	15.6%	16.3%	17.9%	16.8%	17.0%
Shaanxi Automobile Group	陕西汽车	10.7%	11.8%	13.2%	13.1%	14.1%	14.7%	14.7%	15.5%
Foton	北汽福田	10.1%	12.2%	13.7%	14.9%	14.7%	13.6%	10.7%	10.2%
JAC	安徽江淮	2.5%	3.8%	4.1%	4.2%	5.4%	5.4%	5.9%	4.6%
SAIC-IVECO Hongyan	上汽依维柯红岩	3.3%	3.6%	2.7%	3.6%	3.4%	1.6%	2.1%	3.6%
Chengdu Da Yun	成都大运	0.5%	1.5%	1.4%	1.7%	2.2%	2.8%	3.2%	2.7%
CAMC	安徽华菱	3.0%	2.9%	2.4%	3.0%	2.5%	2.4%	2.0%	1.7%
Beiben	北奔重汽	4.5%	4.5%	3.8%	2.3%	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%
Nanjing Xugong	南京徐工	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%	1.2%
Tri-Ring Group	湖北三环	1.2%	0.8%	0.9%	0.7%	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%
Sichuan Hyundai Motor	四川现代	0.4%	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%
Qingling Motors	庆铃汽车	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
GAC Hino Motors	广汽日野	0.2%	0.5%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
Zhejiang UFO Automobile	浙江飞碟	0.7%	0.9%	0.7%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%
Shandong Tangjun Quling Automobile	山东唐骏欧铃	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
Hubei Sanjiang Space Wanshan Special Vehicle	湖北三江航天万山	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
Tri-Ring Group (Hanyang)	湖北三环汉阳	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Geely Sichuan	吉利四川	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
YTO Group	中国一拖	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
Kama Automobile	山东凯马	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AVIC Changzheng Automobile	河北长征	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dandong Huanghai Automotive	丹东黄海	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
JMC	江铃	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
Others	其他	1.1%	0.6%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%
Total	总数	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Top five as % of total	前五大占总销售比例	82.1%	79.3%	81.2%	81.9%	81.6%	83.2%	81.9%	83.7%

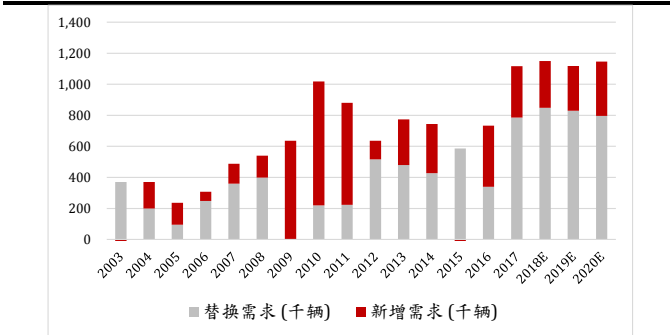
资料来源：中国卡车网、中汽协、招银国际

图 144：招银国际重卡销售量预测



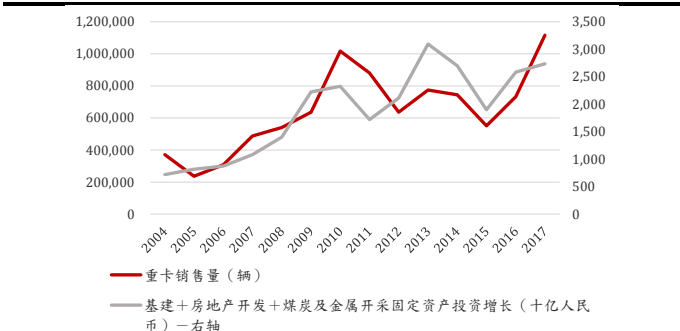
资料来源：中国卡车网、中汽协、招银国际预测

图 145：重卡更新及重置需求分布



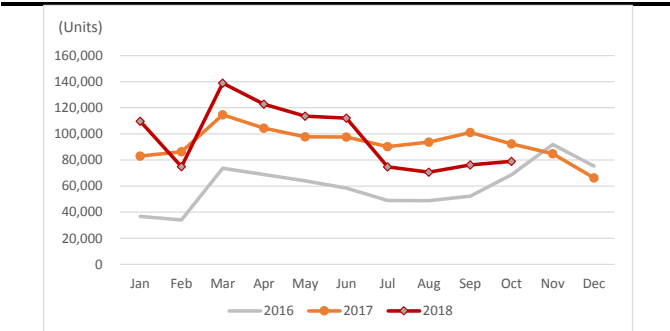
资料来源：中国卡车网、国家统计局、招银国际预测

图 146：重卡销售量对应建筑相关固定资产投资增长



资料来源：中国卡车网、国家统计局、招银国际

图 147：重卡月度销售量走势



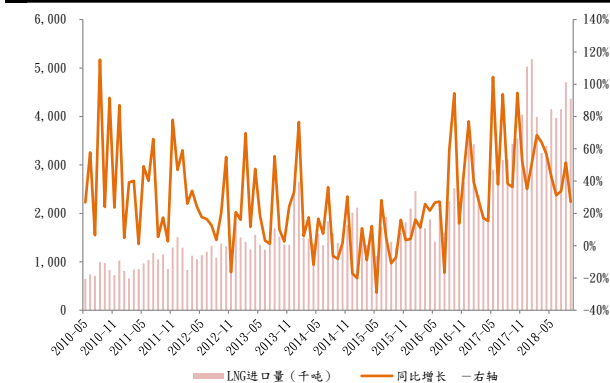
资料来源：第一商用车、中汽协、招银国际预测

其他设备及装备

能源装备

- ❖ **政策支持。**2017 年冬季的气荒导致政府更致力提升天然气储气能力。今年四月，发改委发布<关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见>，当中要求供气企业应当建立天然气储备，到 2020 年拥有不低于其年合同销售量 10% 的储气能力，城镇燃气企业要建立天然气储备，到 2020 年形成不低于其年用气量 5% 的储气能力。这相对今年初全国平均的 3% 水平存在大幅上升的空间。七月份，发改委发布了重点地区应急储气设施建设中央预算内投资（补助）专项管理法，原则上 LNG 储罐的投资补助标准不高于储罐总投资的 30%，同时单位补助额度不高于 2,500 元/立方米。发达地区最低不低于 500 元/立方米。我们预期有利的政策支持有助带动中国的天然气储气设备需求。
- ❖ **中集安瑞科(3899 HK, 未评级)是主要受惠者。**我们早前到中集安瑞科调研，期间我们会见了中集安瑞科五大子公司的管理层，并得出一些正面讯息：（1）订单充足和船舶交付加快，将成为 2019 年的增长动力；（2）自 10 月以来，液化天然气（「LNG」）车载气瓶订单增长已有回升迹象；（3）LNG 罐式集装箱订单增长强劲，提供新的增长潜力，尤其在将来几年当更多潜在政策出台后将有利开辟新市场；（4）产品多样性提升，有助推动液态食品装备收入的持续增长。

图 148：中国 LNG 进口量



资料来源：中国海关、Wind、招银国际

图 149：中国 LNG 进口价格

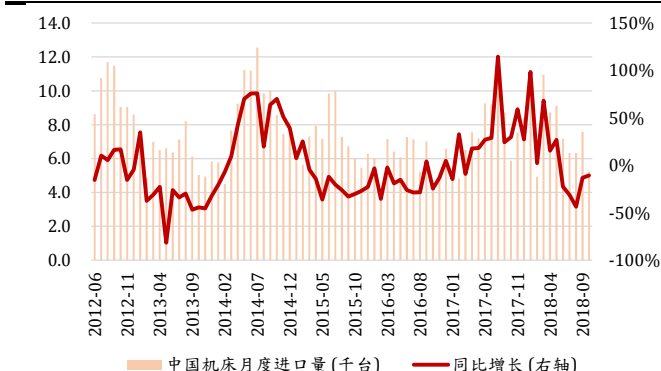


资料来源：中国海关、Wind、招银国际

数控机床

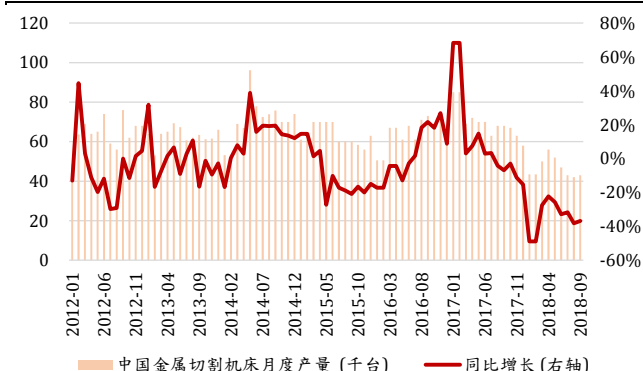
- ❖ **短线需求放缓。**中国自三季度起对机床的需求有所回落，这不单反映在中国国内机床产量跌幅持续加剧，也同时反映在中国对机床进口量的同比增长自六月起由升转跌。我们认为主要由于宏观经济放缓影响汽车及电子产品的设备投资意愿。
- ❖ **长期而言对高端机床的结构性需求并未改变。**尽管中国的机床板块在总体上仍然供应过剩，但在中高端领域中国仍然高度依赖进口，在数控机床占比方面，我们估计现时中国的数控比率仅 30% 以下，远低于先进制造国家如日本及德国的接近 70%。我们认为，由于技术差异，中国在可见的将来仍将继续依赖进口以满足其对高端机床的需求。
- ❖ 我们因此看好主攻中高端市场的**津上机床中国(1651 HK, 买入, 目标价 13.30 港元)**，津上中国主要集中于中高端市场，竞争对手主要来自台湾、韩国及日本，而并非受困于产能过剩的本地企业。我们相信背靠母公司**津上集团(6101 JP)**的高端技术，并凭着在中国市场的精准定位及定价策略，津上中国有条件在中国中高端机床市场获取更多的市场份额。

图 150：中国机床月度进口量



资料来源：中国海关、Wind、招银国际

图 151：中国金属切割机床月度产量



资料来源：国家统计局、Wind、招银国际

图 152：估值表

股票代码	公司	评级	股价	目标价	市值	市盈率 (x)		市净率 (x)		EV/EBITDA (x)		股息率 (%)	
			(当地货币)	(当地货币)	(百万美元)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
631 HK Equity	三一国际	买入	2.53	4.17	980	10.1	7.9	1.0	0.9	5.7	4.6	3.0	3.8
3339 HK Equity	中国龙工	买入	2.03	3.60	1,107	6.6	5.6	0.9	0.8	3.5	2.9	8.1	9.4
1157 HK Equity	中联重科	持有	2.85	3.47	2,800	15.6	12.8	0.5	0.5	9.0	8.9	6.1	5.5
2338 HK Equity	潍柴动力	买入	8.40	11.80	8,612	8.1	7.6	1.5	1.3	3.8	3.7	5.8	6.2
3808 HK Equity	中国重汽	买入	12.84	16.70	4,516	7.9	7.7	1.2	1.1	3.5	3.4	6.9	7.1
1651 HK Equity	津上机床(中国)	买入	8.07	13.30	395	9.7	8.0	1.9	1.6	6.5	5.5	3.1	3.7
1899 HK Equity	兴达国际	卖出	2.32	1.95	444	12.8	12.1	0.6	0.5	4.2	3.9	4.9	5.2

资料来源：彭博，招银国际预测

中国风电板块

优于大市

分析师：萧小川 - robinxiao@cmbi.com.hk

行业基本面明显改善

中国风电行业 2018 年股价呈前高后低，上半年受一季度较好的风资源条件以及限电明显改善影响，风电行业表现较为强劲。5 月份过后随着中国政府对于光伏行业的政策收紧以及对于配额制政策方向变化预期所致，股价开始走软，显示风电行业受政策及预期制约影响依然明显。尽管股价明显波动，在业务运营方面我们观察到风电行业的基本面持续改善，这些改善体现在 1) 在新增装机较少基础上实现较大发电量提升；2) 限电情况稳步改善；3) 应收补贴资金回收加速；以及 4) 存量项目电价补贴风险有所消除。

可再生能源配额制：短期有所弱化，长期仍为左右新能源增长核心政策

配额制第三次征求意见稿：目前核心为解决新能源消纳问题。

国家发改委和能源局于 2018 年 11 月 15 日发布了《关于执行可再生能源电力配额制的通知》征求意见稿。这是国家部委在年内第三次针对配额制进行社会意见征询。我们注意到第三次征求意见稿中的几项关键调整，1) 可再生能源绿证在配额制的作用明显弱化，定位从配额制考核的计量依据返回到作为完成配额的自愿性补充方式，而第三稿中对于可再生能源配额完成的计量与考核将以实际消纳电量作为计算依据；2) 第三稿弱化了配额考核的评判标准，并对地方政府给予了较高的自由裁量权；3) 配额制及考核将自 2019 年开始实施，配额目标将于每年 1 月上报并于 3 月制定下发执行。

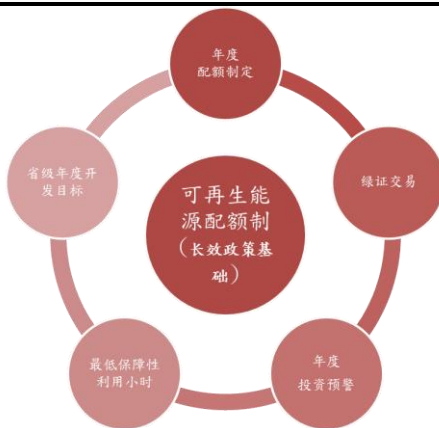
结合目前经济形势，我们认为配额制第三稿在第二稿基础上有明显弱化，发改委和能源局对于配额要求和考核标准有所放宽。配额制放宽后，政策对于电网及终端电力消费用户的影响有所降低，但同时由于给予地方政府更高的自由裁量权，政策的执行力度也有所降低。根据第三稿对各省 2020 年非水可再生能源配额要求，我们测算第三稿的全国平均消纳目标为 10.2%，较第二稿 10.7%降低 0.5 个百分点。基于上述理解，我们认为可再生能源配额制目前更侧重于短期目标，即解决新能源消纳问题。

配额制长期展望：管控新能源未来增长。

结合我们与主要上市风电企业的沟通，我们认为中国政府的长期目标是通过配额制的推出形成实现减排目标的长效机制，并通过长效机制塑造可再生能源的发展前景。因此除配额制以外，我们预期还将有额外的政策指引工具逐步推出用以分解整体减排目标，包括 1) 年度配额制订，2) 绿证从自愿到强制性交易机制，3) 年度可再生能源投资预警，4) 限电地区保障性利用小时设置，以及 5) 省级年度新增装机规划等。

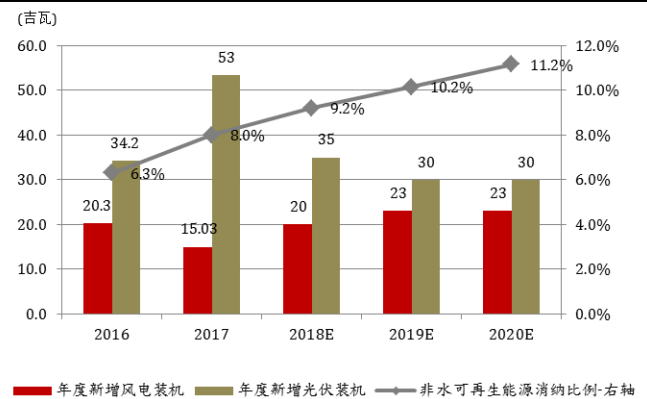
2018 年 12 月 3 日

图 153：我们预计配额制将成为完成减排目标的长效机制，并辅以额外的政策指引工具对整体目标进行有效分解



资料来源：招银国际

图 154：我们对于非水可再生能源发电量占比的预测



资料来源：万德资讯，招银国际预测

新增装机增速加快, 但 2020 年以后增量市场面临不确定性

新增装机快速增加。

我们认为中国风电市场年度新增装机量将呈现增长，主要是受到发改委电价调整节奏所致。根据电价调整规则，2018 年及以前所核准的风电项目容量需在 2019 年末前启动开工建设以锁定经过核准的项目电价。中电联前 9 月统计累计新增风电装机 11.1 吉瓦，同比增长 14.7%，显示 2018 年开始新增装机速度加快。根据金风科技管理层透露，本轮新增装机的快速增加主要是受到了行业后发者所带来的装机需求驱动，这些企业包括三峡集团，华润电力（836HK），中广核集团，以及港股上市风电运营商的母集团，还有地方国有企业。

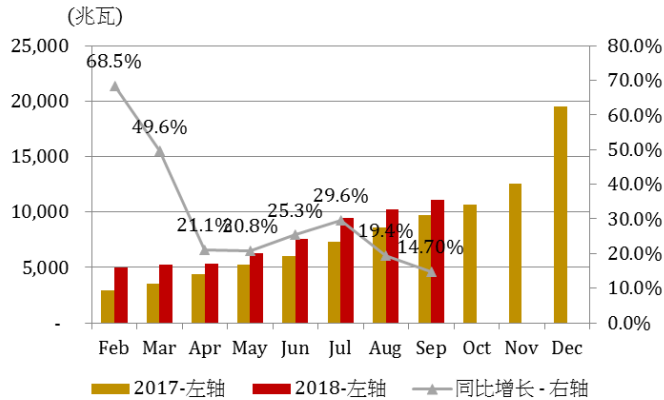
本轮新增风电装机周期将自 2018 年持续至 2020 年。因我们预计北方地区仍需要时间来巩固固电表现，我们认为南方地区的风电项目将在由电价调整所推动的产能增加周期中占据大比例。南方地区的风电项目需要更多时间来处理日趋收紧的环境合规问题，项目开工后建设需 2 年及以上才可完工。我们预测中国的风机吊装量将从 2017 年的 19.7 吉瓦增长 15% 至 2018 年的 22.6 吉瓦，并在 2019 年和 2020 年保持相对稳定在约 23-24 吉瓦。我们预计风机制造商的紧张局面将随着市场明显扩大能够从激烈的市场价格竞争中明显缓解。

风电项目竞价：改变游戏规则。

国家能源局将从 2019 年开始实施新项目审批竞争性配置机制，项目电价竞争将占整体竞争性配置评估的 40%。风电运营商必须在 2018 年 10 月底向国家能源局上报已核准但尚未完工的项目的状态，以供能源局为竞争性配置项目储备进行相关准备工作。我们认为风电项目实施竞争性配置将改变中国风电场开发的游戏规则，基于 1) 由于能源局可能收回已核准但未开工的指标，新的风电项目可能从独立排他性开发转向开放式开发；2) 对于具有独家开发权，并明确项目权属的存量项目，电价竞争将成为项目获取的成功关键。我们相信新机制将通过 2019 年的电网平价项目试点逐步推进，并在 2020 年开始全面实施。我们预计 2020 年以后的新增风电装机增加将具有较高的不确定性，届时风电运营商将可能耗尽存量已开工项目储备，并面临项目竞争性配置带来的诸多挑战。

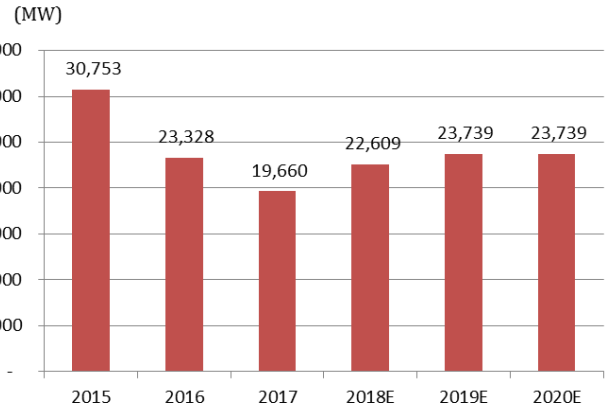
2018 年 12 月 3 日

图 155：中电联前 9 个月累计风电装机数据



资料来源：中电联，招银国际证券

图 156：中国年度风电新增装机



资料来源：国际风能理事会，招银国际预测

补贴应收回收加速

2018 年 9 月起补贴应收款回收加速。

根据风电运营商三季报数据及我们与主要上市运营商沟通，自 8 月末财政部签发了 400 亿元资金后，补贴款回收有了实质性的改善。风电运营商的三季报信息显示补贴回收金额比较乐观（截止 2018 年三季度末，龙源电力：18.8 亿元人民币，华能新能源：> 10 亿元人民币，华电福新：16.4 亿元人民币），其中蒙西区域，甘肃，宁夏和贵州是几个补贴发放较多的省份。随着其他地区开始补贴分配，风电运营商预计会获得更多的补贴款回收。

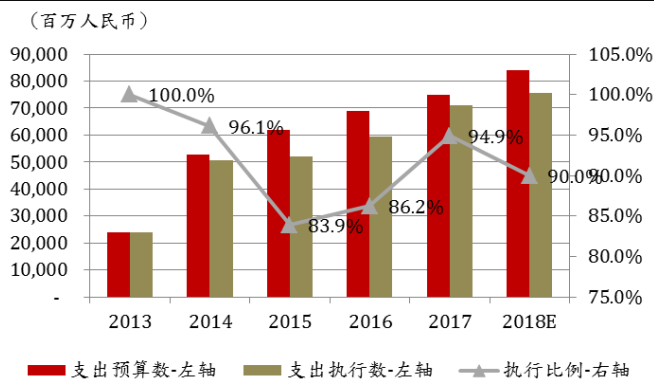
我们预计 2018 年 4 季度将有第二批约 400 亿元人民币补贴下发。

我们预计风电运营商的补贴将在 4Q18 和 2019 年持续改善，基于 1) 根据财政部对于可再生能源附加的历史资金预算和最终支出，我们预计 4 季度财政部将签批第二批约 400 亿元人民币可再生补贴资金；2) 在发布第 7 批可再生补贴清单后，我们预计 2019 年补贴发放将恢复正常节奏。

风电运营商补贴应收将在 4Q18 达到峰值，随后逐渐改善。

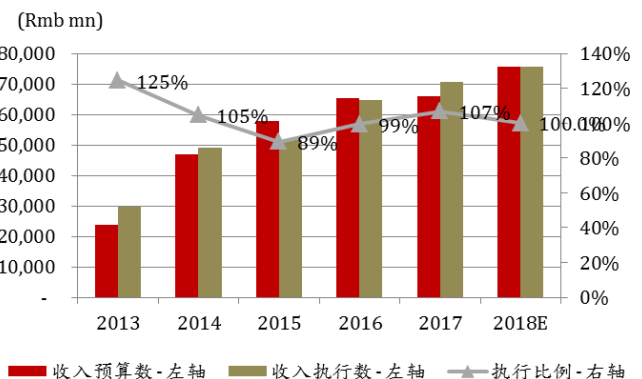
基于 1) 我们预计补贴收集将持续改善，2) 香港上市的风电运营商的 1-7 批名录所覆盖的装机比例较高；3) 我们预计补贴回收金额将与 2018 年下半年产生的新产生的补贴余额相匹配，我们预测香港上市风电企业的补贴应收余额在 2018 年 4 季度触顶，并于 2019 年开始逐渐下降。

图 157：财政部对可再生能源附加的预算和实际支出



资料来源：财政部，招银国际预测

图 158：财政部对可再生能源附加的预算和实际收入



资料来源：财政部，招银国际预测

2018 年 12 月 3 日

脆弱市场忽略了风电运营商基本面改善

市场情绪对于风电行业存非理性疲弱。

目前港股上市主要风电股价对应 2019 年的预测市盈率仅 5.5 倍。我们认为市场对潜在的政策风险过度恐慌，并忽视了风电行业基本面的改善。尽管配额制第三稿内容有所弱化，我们仍然认为 1) 可再生能源政策方向已逐渐清晰；2) 风电项目运营情况随着限电率明显降低出现了显著改善，并且积极影响将在 2019 年得以持续；3) 随着补贴回收的加速，风电企业现金流将有所改善；以及 4) 对比太阳能光伏，我们认为 2018-2020 年中国风电产业政策较为稳定。基于风电基本面较优并具备较高的政策执行能见度，我们认为中国风电板块整体价值明显低估。

2019 盈利前景维持强劲。

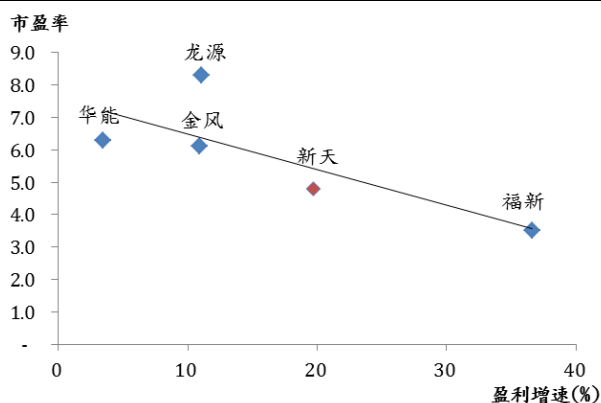
我们测算港股主要风电 2019 年盈利增长率区间为 3.5% 至 33.4%，平均为 15.7%。我们预计华电福新（816 HK）将从水电部门的反弹中获得最快增长，而华能新能源（958 HK）受到维护成本和有效税率上升所拖累。我们估计龙源电力（916 HK），新天绿色能源（956 HK）和金风科技（2208 HK）亦将实现超过双位数稳定增长。中国风电行业盈利前景仍然良好，基本面改善和估值较低使该行业具备较高的投资吸引力，我们对于行业展望为优于大市。

首选股份：新天绿色能源

新天绿色能源（956 HK，买入，目标价：2.86 港元）

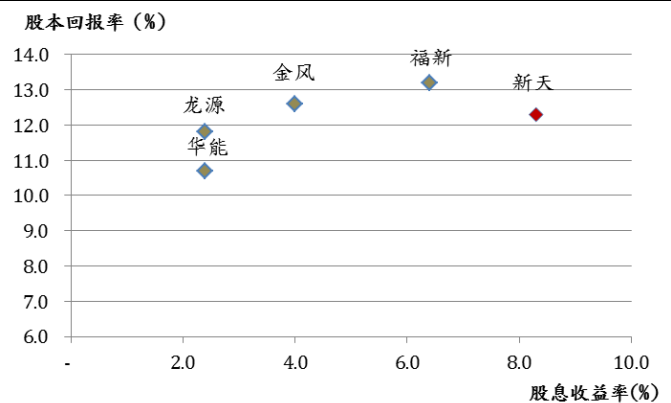
新天绿色能源前 10 月运营表现非常强劲，风力发电及天然气销售量同比分别增长 26.6% 及 43.3%，仍然领先于我们对两个分部 18.2% 和 33.2% 的全年增速预测。我们认为强劲的经营业绩表明公司 2018 年的高盈利增速具有很高的能见度。此外我们认为这种较高的能见度可以延续至未来 2-3 年，基于 1) 公司每年保持新增风电装机 4-500 兆瓦；2) 我们预期河北天然气需求增长将保持强劲；以及 3) 公司累积人民币 4.5 亿应收账款拨备自 2019 年起将可能进行回拨。目前新天绿色能源的交易估值仅为 2018E/19E 的 5.7/4.8 倍，并且预期对应两年的股息率分别高达 7.0/8.3%。我们认为公司目前的估值非常吸引，并基于较高的业绩增长能见度将公司列为行业首选。

图 159：2019 年预测市盈率对应盈利增速显示市场对风电行业偏好市值较大企业



资料来源：招银国际预测

图 160：对比 2019 年预测股本回报率及股息回报率显示体量较小的企业在同等股本回报预期下享有更高股息收益



资料来源：招银国际预测

2018 年 12 月 3 日

图 161：港股上市风电板块行业估值表

港股上市公司	代码	市值	股价	目标价	评级	每股收益		每股收益复合增长率		市盈率			市净率		
		百万港元 (港元)	(港元)	(港元)		17	18E	19E	17-19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
龙源电力	916 HK	50,951	6.34	8.00	买入	0.459	0.608	0.673	21.1%	10.1	9.0	8.1	1.0	0.9	0.8
金风科技	2208 HK	44,053	8.11	9.37	买入	0.840	0.930	0.940	5.8%	7.2	7.4	7.3	1.1	1.0	0.9
华能新能源	958 HK	24,514	2.32	3.5	买入	0.294	0.343	0.375	13.0%	6.9	6.4	5.8	0.9	0.8	0.7
华电福新	816 HK	13,116	1.56	2.09	买入	0.236	0.263	0.325	17.3%	5.6	5.3	4.3	0.6	0.5	0.4
大唐新能源	1798 HK	8,001	1.10	N/A	未评级	0.084	0.177	0.209	57.6%	5.5	5.0	4.2	0.6	0.5	0.5
新天绿色能源	956 HK	7,839	2.11	2.86	买入	0.253	0.335	0.382	22.9%	6.2	5.7	5.0	0.8	0.7	0.7
中广核新能源	1811 HK	5,750	1.34	N/A	未评级	0.014	0.023	0.027	36.9%	6.9	6.7	5.7	0.2	0.7	0.6
中国电力新能源	735 HK	3,358	2.83	N/A	未评级	0.339	N/A	N/A	N/A	7.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
协合新能源	182 HK	2,771	0.32	N/A	未评级	0.023	0.054	0.073	77.0%	10.9	4.9	3.6	0.4	0.4	0.4
行业平均						31.5%				7.4	6.3	5.5	0.7	0.7	0.6

资料来源：彭博，招银国际研究

中国互联网板块

同步大市

分析师：黄群 - sophiehuang@cmbi.com.hk

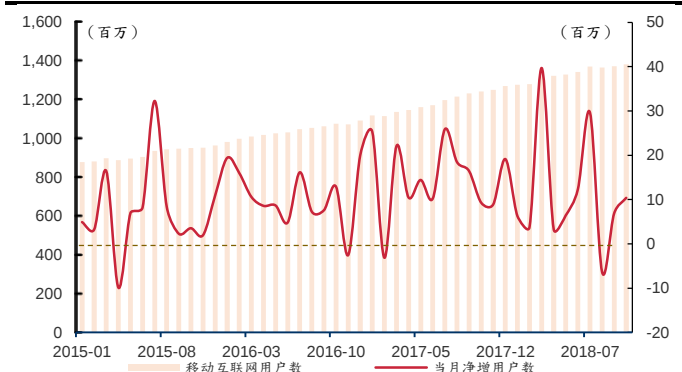
分析师：庞硕 - garypang@cmbi.com.hk

监管新常态：从 2C 到 2B，聚焦消费分级

❖ 马太效应持续

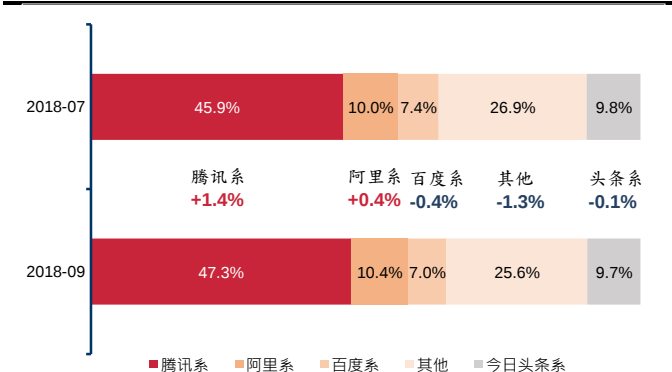
我们认为，互联网进入下半场后，2019 年重点关注监管新常态下消费分级、产业互联网、数字经济专题。**1) 监管新常态：**自 2017 年互联网告别宽松监管环境后，从游戏版号暂停、视频/直播平台内容优化到电商法出台，监管肃严成为 2018 年关键词。监管趋严下，泛文娱平台短期或面临阵痛期，但长期利于行业规范化发展及文化产业健康导向。**2) 产业互联网：**在人口红利褪去后，我们认为 C 端流量及 B 端供给资源争夺将持续。2C 增量将主要来自于渠道下沉/三六线城市（小镇青年增量凸显）；2B 端，一方面在互联网拥抱实体经济下 B 端商业模式（e.g. 云计算、SaaS）有望迎来政策温床，另一方面，我们认为互联网巨头也将更为聚焦 B 端产业的升级及资源整合。**3) 消费分级：**我们认为目前国内用户在进入不一样的“消费升级”通道，虽然一线城市或存在部分用户选择消费降级，但三六线城市用户依旧受益于城镇化大趋势以及消费品质化；在“投资让位消费”的政策基调下，建议关注电商/OTA 渠道下沉。竞争格局层面，维持马太效应持续观点，业绩分化将持续，源于巨头对数据及流量的双重垄断，短期巨头或面临利润率承压、业绩波动压力，但长期增长空间依旧乐观。

图 162：中国移动互联网月活及增速：用户趋近饱和



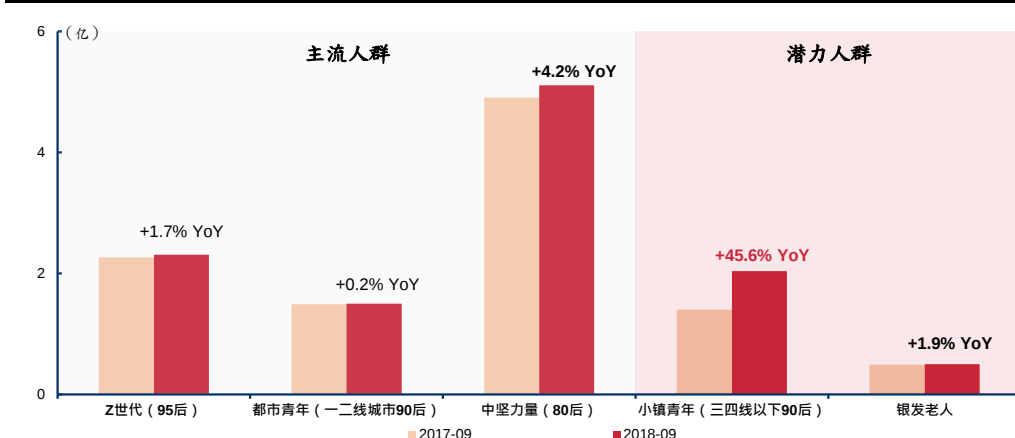
资料来源：Wind，招银国际

图 163：互联网巨头 APP 使用时长占比：马太效应持续



资料来源：QuestMobile，招银国际

图 164：中国移动互联网典型人群规模：小镇青年增量凸显



资料来源：QuestMobile，招银国际研究

2018 年 12 月 3 日

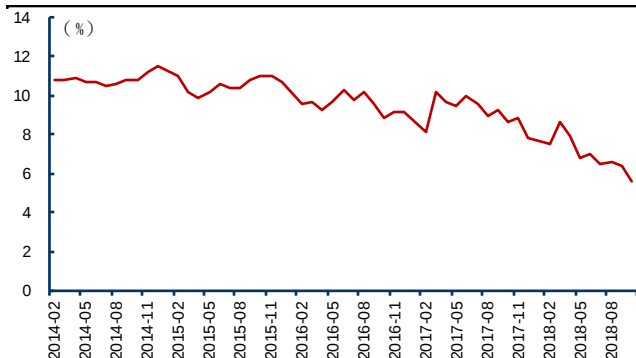
❖ 电商：短期承压，聚焦 B 端，消费分级

在新零售深度推进之际，我们关注到全行业线上线下融合效应渐显，但展望 2019，宏观经济、《电商法》、消费金融严监管三因素或短期让电商承压：1）从全国网上零售额增速放缓（1-10 月份，全国网上零售额同比增长 25.5%）到 2QFY19 阿里下调全年营收预期，电商受宏观经济下行将面临增速放缓压力；2）《电商法》将于 2019 年 1 月 1 日实施，新细则下，C2C 平台将面临税收成本上升压力、跨境电商业务或因合规、税收等手续而收紧。在该趋势下，我们认为电商平台 C 端竞争焦点将逐渐围绕低线城市新用户的挖掘，社交化、内容化为长期主旋律；此外，各平台将更为注重 B 端（商户）的把控，包括供应链优化、C2B 生产方式升级。电商板块**首选阿里巴巴（BABA US, 买入）**，虽然 FY19E 收入及净利润率或承压，但我们长期看好其电商内生增长动力，源于市占率的提升、低线城市用户的长期升级需求。

短期电商承压：关注三因素“宏观经济、《电商法》、消费金融严监管”

展望 2019 年，虽然电商板块受益于政策“投资让位消费”导向，但仍将面临三方面压力：1）宏观经济下行环境下消费者消费意向或下降（房地产挤出效应持续显现），此外 SME 广告预算或有所缩减；2）《电商法》实行；及 3）消费金融严监管。

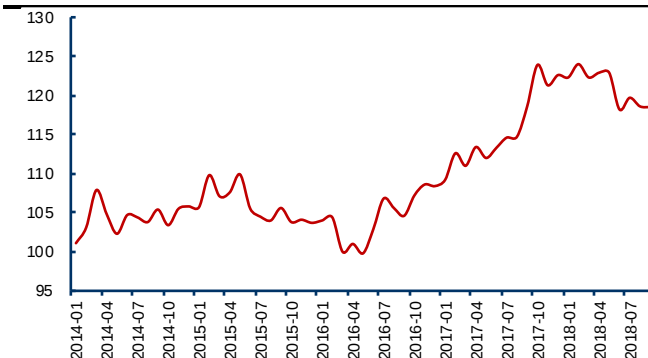
图 165：社会消费品零售总额同比增长率变化



资料来源：Wind，招银国际

注：数据取自 2014 年 2 月至 2018 年 10 月

图 166：消费者信心指数



资料来源：Wind，招银国际

注：数据取自 2014 年 1 月至 2018 年 9 月

《电商法》风险待释。《电商法》将从 2019 年 1 月 1 日起正式落地。其中规定全部电子商务经营者须办理市场主体登记，依法缴纳增值税及企业所得税，并强调出现侵权产品的电商平台将一并承担连带责任。我们预计，该政策实行后，对 B2C 市场影响有限，但 C2C 电商将面临较大压力。商家受困于注册登记要求、税收成本增加及更强力的平台侵权整治，或将导致平台商家数减少、商家广告预算增速放缓。阿里巴巴近期也表示会放缓淘宝的广告增量库存变现，以缓解商家压力。

图 167：《电商法》关键条款

《电商法》条款	解读
一切通过互联网等信息网络销售商品或者提供服务的电子商务活动均适用本法。	将微商等电商形态一并纳入监管。
电子商务平台经营者知道或应当知道平台内经营者销售产品涉及侵权问题，未采取必要措施的，承担连带责任。	平台将加大力度整治侵权产品，预计 C2C 电商平台受影响较大。
电子商务经营者从事跨境电子商务，应当遵守进出口监督管理的法律、行政法规和国家有关规定。	海淘代购被纳入监管，利于跨境电商平台。
所有电子商务经营者需工商登记，并缴纳增值税及企业所得税。	显著提升中小商家运营成本，对 B2C 影响较小。对于 C2C 而言，增加平台内商家成本，阻碍其平台变现。

资料来源：《中华人民共和国电子商务法》，招银国际

消金监管收紧，间接影响用户消费意向。消费金融监管压力预计将传导至电商。从 2017 年开始，在央行的“去杠杆”要求下，互联网金融行业迎来系列强监管。蚂蚁金服、京东金融纷纷表态，着力严格控制资产负债表规模及风险。消金收紧将间接影响用户消费意向。

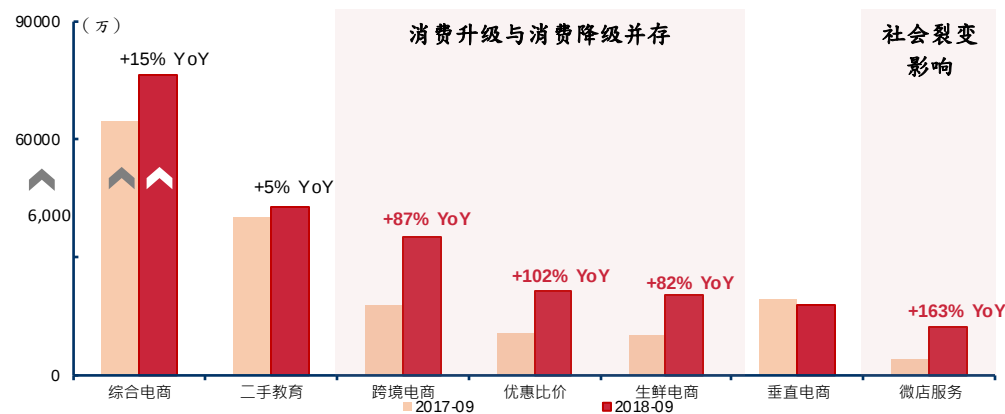
2018 年 12 月 3 日

渠道下沉，填补 C 端增量

社交电商兴起，低线城市增长潜力显现。伴随中国互联网流量红利的逐渐走弱，以及电商在一二线城市渗透率的不断提升，电商用户增长压力日益显现。获客成本企高下，各电商平台均双向发力，同时打造社交化及加速布局低线城市。过去一年中，拼多多凭借拼购模式的社交玩法迅速积累用户，打破行业两极格局，引领各电商纷纷加大社交及内容电商布局。从拼多多的迅速崛起，到淘宝新增用户 75% 来自低线城市，印证了低线城市的广阔消费市场潜力。

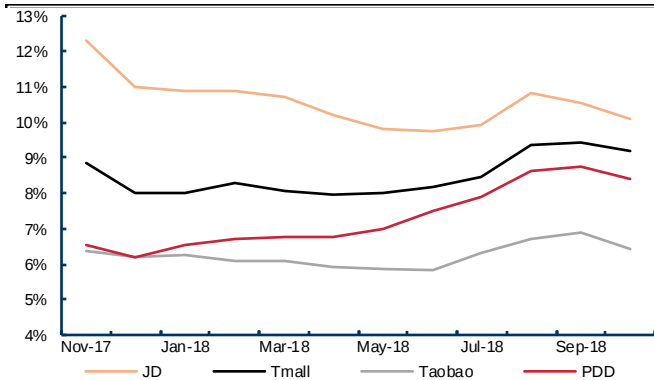
我们预计 2019 年 C 端低线城市的用户竞争将进一步加剧，源于：1) 头部巨头和拼多多重合用户规模急剧提升；2) 主流平台均开始通过并购、KOL 社交等玩法实现引流。同时，各层级消费市场差异明显，消费升级与降级将长期共生（跨境/生鲜/优惠比价同比增速均超过 80%）。

图 168：移动电商 APP 二级行业月活规模：消费升级与降级并存



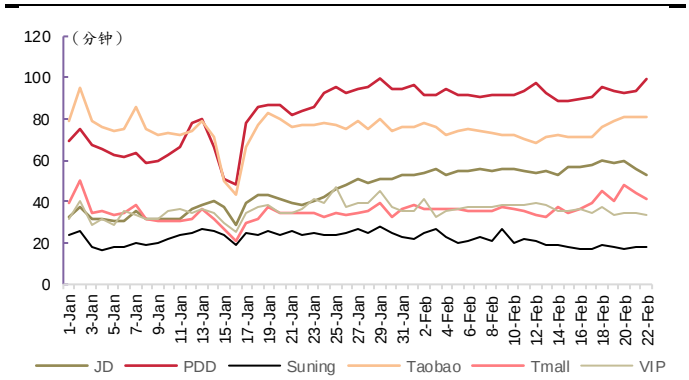
资料来源：QuestMobile，招银国际研究

图 169：头部电商北京上海用户占总体用户比例



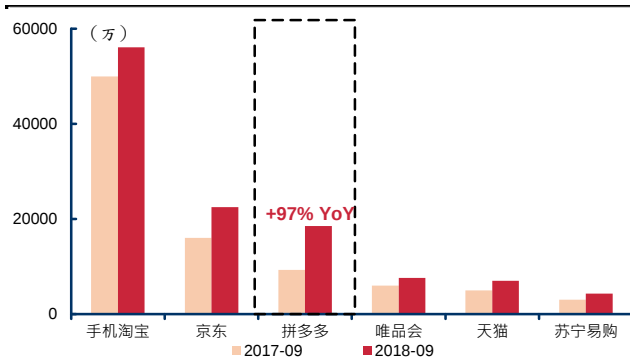
资料来源：QuestMobile，招银国际

图 170：电商 APP 日均使用时长对比



资料来源：QuestMobile，招银国际

图 171：头部电商 APP 月活增长：拼多多崛起



资料来源：QuestMobile，招银国际

图 172：拼多多与头部电商 APP 重合及独占用户情况

APP	与拼多多用户重合度 (万)			拼多多独占用户比例	
	2017-09	2018-09	YoY	2017-09	2018-09
手机淘宝	3,963	9,580	142%	58%	48%
京东	1,165	6,351	445%	88%	66%
唯品会	1,545	3,544	129%	84%	81%
天猫	949	3,063	223%	90%	84%
苏宁易购	832	2,132	156%	91%	89%

资料来源：QuestMobile，招银国际

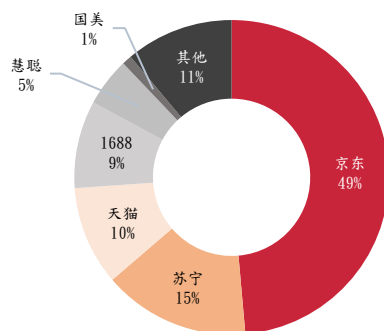
2018 年 12 月 3 日

聚焦 B 端竞争，倒逼产业优化、资源整合

在积极争取开拓新的 C 端市场的同时，电商也将更加聚焦 B 端采购场景。我们认为，拓展企业采购市场有助于电商平台进一步压缩供应链成本，同时增强两端的黏性；同时，相较于终端零售消费者，企业消费者平台迁移成本更大，电商平台更易转化先发优势。根据工信部数据，2017 年全国重点骨干工业企业电子商务普及率突破 55%。依照工信部《工业电子商务发展三年行动计划》要求，到 2020 年，规模以上工业企业电子商务采购额需达到 9 万亿元，电子商务销售额达到 11 万亿元，重点骨干企业电子商务普及率达 60%。定量政策指引下，各电商企业采购领域预计将加速布局。

其次，存量市场竞争推动电商提升供应链端把控，构筑供给端壁垒。我们预计 2019 年电商平台与主要品牌及线下零售商的战略投资将继续，以期建立战略联盟，形成品牌壁垒、拓宽供货渠道、压缩流通成本及提升履约效率。同时，基于数据沉淀，电商将推动产业生产思路转变，由以产品导向转为以用户为导向，通过 C2M 模式促进用户需求转化为商家产品，提升生产效率。

图 173：2017 年企业级电商市场份额



资料来源：工信部赛迪研究院，招银国际

图 174：C2M 模式生产思路



资料来源：招银国际

2018 年 12 月 3 日

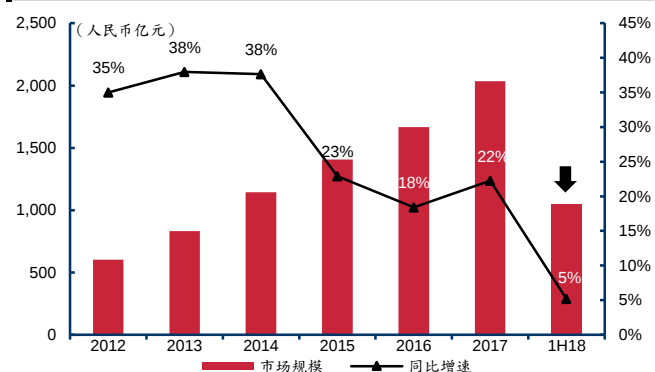
❖ 游戏：政策风险待释

我们预计 2019 年游戏行业增速或短期承压，且增量依赖手游，归因于：1) 端游市场目前已触达天花板、面临下滑压力（腾讯 3Q18 端游已同比下滑 15%），源于用户移动化迁移；2) 从国产审批游戏入口暂停（2018 年 3 月起至今），到版署游戏总量调控新政（2018 年 8 月），我们预计泛文娱内容监管将持续，游戏政策风险待释。目前腾讯（限制性名单）手游储备约 15 款（已获得变现版号），FY19E 手游增量将取决于游戏审批入口的开放，长期关注小程序游戏及电竞增量。在国内政策趋严、人口红利褪去背景下，游戏出海将成为 2019 年大趋势，我们认为出海型公司将凸显高防御性。而政策趋严下，将倒逼游戏厂商精细化运营、重视产品质量及体验，长期助于文娱产业健康良性发展。

游戏“政策年”：监管风险待释，增量依赖手游

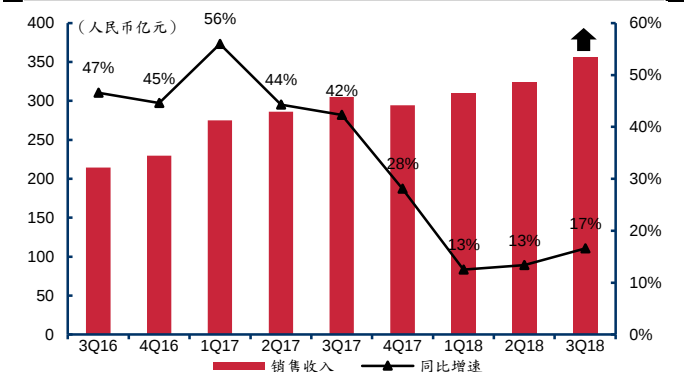
端游触达天花板，增量依赖手游。受政策监管趋紧及用户规模接近饱和影响，游戏市场增速放缓。根据伽马数据统计，截止 1H18，中国游戏市场规模达 1,050 亿元，同比增速放缓至 5.2%；用户规模为 5.27 亿人，同比增长 4%。在互联网流量红利褪去之际，游戏市场增速将趋于平缓。细分市场，受用户移动化迁移影响，端游及页游在市场规模及用户层面均已触达天花板，且出现下滑态势。纵然政策监管导致手游增速放缓，但其依旧是整体市场的主要增长动力。

图 175：中国游戏市场规模及增速



资料来源：伽马数据，招银国际

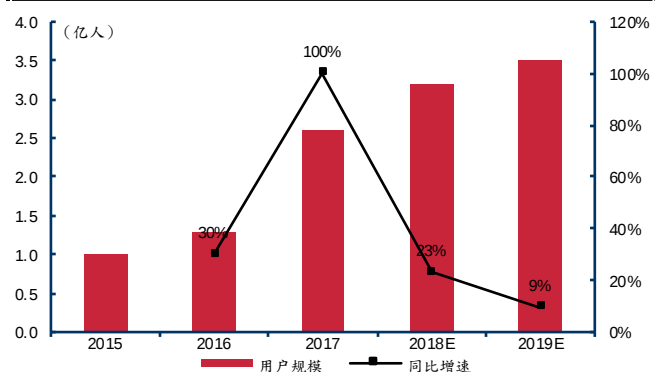
图 176：中国手游市场实际销售收入：3Q18 有所回暖



资料来源：伽马数据，招银国际

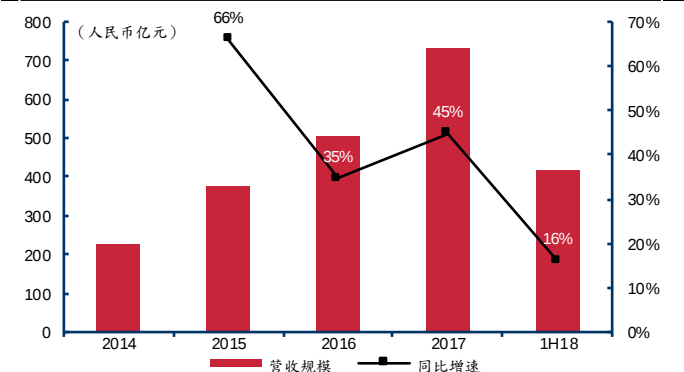
电竞游戏方兴未艾。同时，电竞产业发展亦值得关注。根据艾瑞咨询数据，2017 年中国电竞用户规模达 2.6 亿，市场规模达人民币 731 亿元。在目前游戏政策不明朗环境下，重度游戏向电竞项目转化，可有效延长游戏生命周期，并扩充收入来源（包括赛事门票、周边等用户收入及广告赞助等企业收入）。且直播行业发展及政策利好信号（电竞项目被纳入亚运会正式项目，各地扶持政策相继出台）均有助于电竞产业继续蓬勃发展。

图 177：中国电竞用户规模



资料来源：伽马数据，招银国际

图 178：中国电竞游戏营收规模



资料来源：伽马数据，招银国际

2018 年 12 月 3 日

监管风险待释。自 2018 年来，游戏政策监管不断加码：1) 国产游戏审批入口自 2018 年 3 月起暂停开放；《绝地求生》系列手游变现审批尚不明朗；2) 2018 年 8 月，教育部、国家新闻出版署等八部门联合出台《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出网络游戏总量调控及限制未成年人游戏时间。系列政策极大增加了行业增长的不确定性。然而，根据 Talkingdata 数据，由于游戏付费用户中 19 岁以下用户仅占比 3%，我们认为未成年人游戏限时对行业增长影响可控。故而预计 2019 年的政策风险依旧主要集中体现在两方面：1) 版号审批节奏及 2) 发行总量调控。

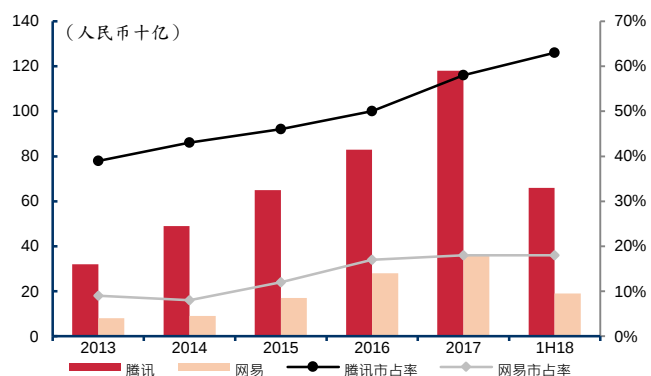
图 179：游戏监管政策梳理

时间	政策	机构	核心要点
2016 年 6 月	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	国家广播电视总局	手游上线出版运营必须获总部批准，游戏内必须设置防沉迷系统。
2016 年 6 月	《文化部加强移动网络游戏管理规范》	文化部	除棋牌休闲游戏外，手游上线或版本更新需取得文化部备案。
2016 年 6 月	《移动互联网应用程序信息服务管理规定》	国家网信办	手游需遵循实名制，运营方需内部审核应用内信息。
2016 年 11 月	《关于实施“中国原创游戏精品出版工程”的通知》	国家新闻出版广电总局	总局将于 2016-2020 年累计推出 150 款左右游戏精品，扶持优秀游戏企业。
2016 年 12 月	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》	文化部	网游用户需使用有效身份证件实名注册；限定游戏内单次充值金额；不得提供向用户提供虚拟道具兑换法定货币的服务。
2017 年 4 月	《关于推动数字文化产业创新发展的指导意见》	文化部文化市场司	加强游戏内容价值导向管理，培育国产原创游戏；促进电竞赛事、电竞直播等新模式健康发展。
2017 年 12 月	《关于废止和修改部分规章的决定》	文化部文化市场司	国产网络游戏运营之日起 30 日内应当按规定向国务院文化行政部门履行备案手续。
2018 年 2 月	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》	中宣部、工信部、教育部等	规范整治用户数量大的头部产品、内容低俗产品、版号内容不全的产品及来自境外，含有法律法规禁止内容的产品。
2018 年 3 月	《游戏申报审批重要事项通知》	国家新闻出版广电总局	游戏版号发放全部暂停，且未通知暂停期限。
2018 年 4 月	《棋牌类网络游戏管理》	文化和旅游部市场司	各平台即日起不得提供德州类游戏的下载，并于 2018 年 6 月 1 日前全面终止德州类游戏的运营。
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部、国家卫健委等	实施网络游戏总量调控；限制未成年人游戏时间。

资料来源：各政府网站，招银国际

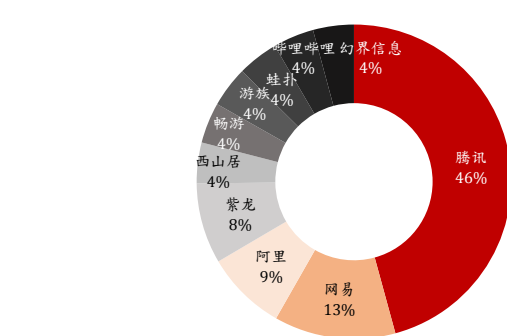
政策趋严下，马太效应持续。待游戏发行总量限制后，通过审批门槛势必提升。同时，上线门槛提高也将进一步推动游戏产品向精细化发展，以此提升游戏生命周期。在政策收紧及研发成本增加的形势下，中小游戏企业局面将更为严峻。看好业内巨头，受惠于行业集中度提升，以及同质化产品减少带来的流量成本降低。

图 180：腾讯及网易市场份额变化



资料来源：GPC, CNG, 公司财报，招银国际

图 181：3Q18 新游中发行商产品数量分布



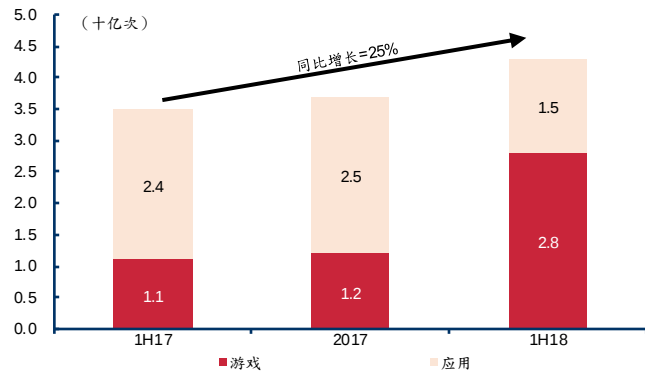
资料来源：伽马数据，招银国际

2018 年 12 月 3 日

倒逼游戏精细化运营，游戏出海成常态

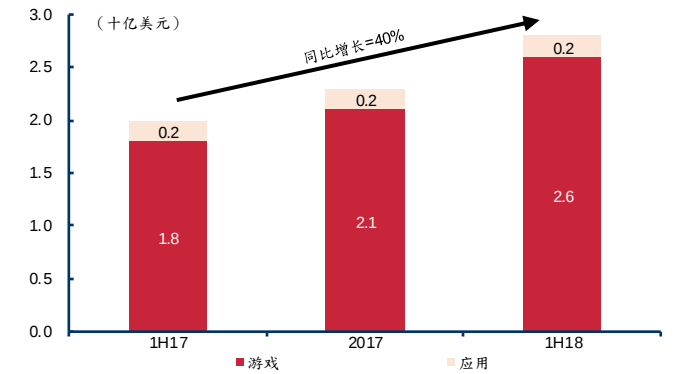
在国内政策趋严、人口红利褪去背景下，游戏出海将成为 2019 年大趋势。根据 App Annie 数据，1H18 中国移动游戏发行的海外 iOS 及 Google Play 收入同比增长 40%，海外玩家总收入贡献已超过 160 亿美元。在国内政策不明朗的背景下，我们预计游戏出海节奏将进一步加速。此外，政策趋严下，将倒逼游戏厂商精细化运营、重视产品质量及体验，长期助于文娱产业健康良性发展。

图 182：中国移动游戏及应用海外总下载量



资料来源：App Annie，招银国际

图 183：中国移动游戏及应用海外总用户支出



资料来源：App Annie，招银国际

图 184：1H18 热门中国出海游戏（按下载量）

排名	游戏	发行商*	类别**
1	《绝地求生》	腾讯, Bluehole	动作
2	《恋爱球球》	SuperTapx, AppLovin	益智
3	《Free Fire》	SEA	动作
4	《终结者 2: 审判日》	网易	动作
5	《Mobile Legends: Bang bang》	沐瞳科技	动作
6	《王国纪元》	IGG	策略
7	《钢琴块 2》	猎豹移动	街机
8	《Block Puzzle Jewel》	Hua Weiwei	益智
9	《Billiards City》	MOUNTAIN GAME	体育
10	《Arena of Valor》	腾讯, SEA, Netmarble	动作
11	《荒野行动》	网易, 龙邑游戏	冒险
12	《Word Link》	Worzzle	文字
13	《滚动的天空》	猎豹移动	桌面和棋类
14	《跳舞的线》	猎豹移动	街机
15	《完美的线》	SuperTapx, AppLovin	街机

资料来源：App Annie，招银国际

图 185：1H18 热门中国出海游戏（按 iOS+Google Play 海外用户支出）

排名	游戏	发行商*	类别**
1	《王国纪元》	IGG	策略
2	《Guns of Glory》	FunPlus	策略
3	《列王的纷争》	智明星通	策略
4	《阿瓦隆之王：龙之战役》	FunPlus	策略
5	《荒野行动》	网易	冒险
6	《仙境传说 RO：守护永恒的爱》	心动网络	角色扮演
7	《Arena of Valor》	腾讯, SEA, Netmarble	动作
8	《Idle Heroes》	卓杭网络	角色扮演
9	《碧蓝航线》	Yostar, 心动网络	动作；角色扮演
10	《Revenge of Sultans》	龙腾简合	策略
11	《奇迹暖暖》	VNG, 智明星通, Nikki Games, Joybom, Kakao Corp, Netmarble	角色扮演；休闲
12	《城堡争霸》	IGG	策略
13	《丧尸之战》	龙创悦动	策略
14	《Mobile Legends: Bang bang》	沐瞳科技	动作
15	《战火与秩序》	神州泰岳	策略

资料来源：App Annie，招银国际

2018 年 12 月 3 日

2019：监管趋严下掘金细分行业龙头

受中美贸易战、海外科技股事件（e.g. FB 数据门）及阿里腾讯业绩疲软等多重因素影响，目前板块平均估值已回落至 17.1x FY19 PE (略低于年初 19x FY19x PE, 但仍高于过去三年平均 15.5x)。

展望 2019，我们认为，在流量和数据的双重优势下，未来马太效应仍将持续。建议优选行业龙头、B 端商业模式公司。

投资主线：1) 强者恒强趋势下，优选细分行业龙头：首选阿里巴巴，垄断电商流量入口的同时，且掌握海量用户数据，虽然短期受宏观经济不确定性，但长期增量空间巨大；2) 在政策监管趋势下，**我们首选电商行业，其次为泛文娱**，源于促消费导向、渠道下沉增量、数据货币化下电商强劲内生增长动力；3) 泛文娱板块，我们认为业绩分化将持续，游戏短期政策风险未释；直播已经历过轮监管整改，头部直播平台存在平台变现优化、出海等催化剂，建议积极关注陌陌。

阿里巴巴 (BABA US, 买入)

虽然电商行业短期受宏观经济降温面临增速下行风险，但我们认为阿里巴巴仍旧会是政策倡导“投资让位于消费”、消费分级的最终受益者。长期而言其核心电商有坚实内生增长动力，来源于：1) 货币化率有望延续上升趋势（待市场回暖后，推荐浏览页大量广告库存存在释放空间）。2) 低线城市用户消费升级：淘宝新增用户中 75% 来自低线城市，而该批用户最终将迎来消费升级趋势。3) 新零售深度推进，打开电商 15% 的渗透率天花板：“人、货、场”新零售战略已从单纯连接线下（大举投资线下零售商）发展至产业融合（全渠道零售、优化供应链+物流）。此外，云计算依旧保持高速增长。短期公司或面临超前投资摊薄净利润率以及宏观不确定性等负面因素，但长期看好其增长空间，且目前股价已反映收入指引下调风险。重申长期看好观点，目标价为 US\$199.8。维持「买入」评级。

陌陌 (MOMO US, 买入)

在获客成本高企、监管加强之际，我们认为用户流量、潜力主播将逐渐向大平台集中。短期陌陌或将受宏观负面因素影响，头部付费用户打赏意向或降温。但我们看好其长期平台营运能力，通过持续的创新玩法、赛事运营及渠道拉新保证稳健的环比用户增长。2019 年催化剂包括探探变现优化及协同效应释放。目前公司估值为 10x FY19E P/E，为历史新低，我们认为目前股价已局部反应明年宏观的不确定性。目标价为 US\$52，对应 18x FY19E P/E, 0.7x FY19E PEG。维持「买入」评级。

图 186：招银国际中国互联网行业覆盖公司

公司	代码	货币	股价	目标价	评级	涨幅 空间	市值 (百万美元)	EPS			PE(基于目标价)			EPS CAGR	PEG		
								FY1E	FY2E	FY3E	FY1E	FY2E	FY3E				
腾讯	700 HK	HKD	312.0					限制性名单中									
阿里巴巴	BABA US	USD	160.9	199.8	买入	24%	416,979	36.8	47.9	60.5	35.1	26.9	21.3	28%	0.95		
百度	BIDU US	USD	188.3	299.0	买入	59%	65,627	70.1	81.3	96.8	27.5	23.7	19.9	18%	1.36		
陌陌	MOMO US	USD	31.4	52.3	买入	67%	6,411	2.4	2.9	3.7	22.3	17.8	14.2	25%	0.71		
YY	YY US	USD	68.1	176.3	买入	159%	4,321	53.1	65.8	79.9	21.4	17.3	14.2	23%	0.76		
猎豹移动	CMCM US	USD	6.4					目标价重审中									
美图	1357 HK	HKD	3.4					目标价重审中									
IGG	799 HK	HKD	9.8	12.4	持有	27%	1,613	0.14	0.16	0.17	11.3	9.9	9.3	10%	0.97		
平均											25.9	20.7	16.9	22%	0.95		

资料来源：彭博、招银国际预测，截至 2018 年 12 月 1 日

2018 年 12 月 3 日

图 187：互联网&软件同业估值

公司	代码	货币	股价	市值 (百万美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
					FY1E	FY2E	FY3E	FY1E	FY2E	FY3E		
综合												
腾讯	700 HK	HKD	312.0	380,497	8.3	10.0	12.9	33.4	27.8	21.5	25%	1.13
阿里巴巴	BABA US	USD	156.3	405,107	35.1	45.2	59.0	31.0	24.0	18.4	30%	0.81
百度	BIDU US	USD	183.2	63,863	69.1	73.0	89.1	18.4	17.4	14.3	14%	1.29
网易	NTES US	USD	223.2	29,317	66.1	81.3	95.4	23.5	19.1	16.3	20%	0.95
京东	JD US	USD	21.0	35,169	1.7	3.4	6.3	88.3	43.2	23.2	95%	0.46
平均								38.9	26.3	18.7	37%	0.93
电商												
阿里巴巴	BABA US	USD	156.3	405,107	35.1	45.2	59.0	31.0	24.0	18.4	30%	0.81
京东	JD US	USD	21.0	35,169	1.7	3.4	6.3	88.3	43.2	23.2	95%	0.46
唯品会	VIPS US	USD	5.5	3,653	4.0	4.4	5.2	9.7	8.7	7.3	15%	0.58
慧聪网	2280 HK	HKD	4.8	689	0.3	0.4	0.9	13.2	9.7	4.9	64%	0.15
平均								35.5	21.4	13.5	51%	0.50
在线旅游												
携程	CTRP US	USD	28.0	15,288	7.8	8.0	11.3	24.9	24.5	17.3	20%	1.23
途牛	TOUR US	USD	6.0	777	-0.5	0.5	1.2	NA	77.5	35.0	NA	NA
平均								24.9	51.0	26.1	20%	1.23
游戏												
腾讯	700 HK	HKD	312.0	380,497	8.3	10.0	12.9	33.4	27.8	21.5	25%	1.13
金山软件	3888 HK	HKD	13.1	2,302	0.2	0.7	0.8	50.9	16.4	14.3	89%	0.19
IGG	799 HK	HKD	9.4	1,551	0.16	0.17	0.18	7.7	7.0	6.7	8%	0.90
网龙	777 HK	HKD	14.3	970	0.34	0.54	0.58	37.6	23.5	21.9	31%	0.76
飞鱼	1022 HK	HKD	0.4	69	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
网易	NTES US	USD	223.2	29,317	66.1	81.3	95.4	23.5	19.1	16.3	20%	0.95
平均								27.4	17.3	16.1	34%	0.79
平均（剔除网龙）								25.4	16.1	14.7	35%	0.79
直播												
陌陌	MOMO US	USD	30.4	6,206	2.4	3.1	3.9	12.7	9.9	7.8	27%	0.36
YY	YY US	USD	65.7	4,171	48.2	54.5	63.6	9.5	8.4	7.2	15%	0.56
美图	1357 HK	HKD	3.3	1,739	-0.2	-0.1	0.0	NA	NA	137.4	NA	NA
平均								11.1	9.1	50.8	21%	0.46
平均（剔除美图）								11.1	9.1	7.5	21%	0.46
社交/广告												
百度	BIDU US	USD	183.2	63,863	69.1	73.0	89.1	18.4	17.4	14.3	14%	1.29
新浪	SINA US	USD	62.6	4,474	3.0	4.3	5.7	20.7	14.6	11.1	37%	0.40
微博	WB US	USD	59.7	13,329	2.6	3.4	4.5	22.5	17.6	13.3	30%	0.58
搜狐	SOHU US	USD	20.4	794	-5.8	-4.0	-5.5	NA	NA	NA	NA	NA
猎豹移动	CMCM US	USD	6.4	914	4.5	5.3	NA	NA	8.5	NA	NA	NA
平均								20.6	14.5	12.9	27%	0.75
总平均								25.9	17.1	22.2	35%	0.69

资料来源：彭博，截至 2018 年 12 月 1 日

中国科技板块 同步大市

分析师：伍力恒 - alexng@cmbi.com.hk
 分析师：张雅涵 - iriszhang@cmbi.com.hk

行业进入景气底部，提前布局 5G/汽车电子两大主线

- ❖ **科技行业仍处于探底过程中。**2018 年初至今（11 月 21 日），中国 A/H 科技板块跌幅为 40%，跑输大盘 25 个百分点；FY18E/19E 平均市盈率也从年初 20.1/16.0 倍下降至目前的 16.4/13.4 倍，低于 27.7 倍的十年历史均值。我们认为主要原因在于：1) 智能手机需求持续疲软导致产业链利率承压；2) 零部件升级放缓影响整体价格；3) 新兴市场汇率波动的影响；4) 国际贸易争端带来的不确定性。进入 2019 年上半年，我们维持对中国科技行业的谨慎观点，整个板块目前已进入景气底部，行业周期变化和新兴产业趋势仍然是把握明年投资机会的关键。
- ❖ **消费电子：贸易争端和宏观经济下行导致需求疲软和利润压力。**受贸易冲突、经济下行、升级减缓等多重因素影响需求，我们认为消费电子市场或将在 2019 年延续 2018 年的低迷状况。尽管如此，我们也同时看到了部分零部件仍有升级涨价的空间，如折叠屏、多摄镜头、屏下指纹、非金属机壳等。特别是到 2019 年下半年，我们相信折叠屏和 5G 新机型的加速推广有望刺激产生消费电子产品的的新需求，利好领先手机品牌和零部件龙头公司。
- ❖ **汽车电子：电子化、智能化、互联化引领跨周期发展。**随汽车智能互联化向中低端市场渗透，我们认为汽车电子迎来高速增长的机会；特别是高级辅助驾驶系统（ADAS）和车载信息娱乐系统（IVI），或将成为传感器（包括摄像头/雷达/光达等）和面板行业的催化剂。
- ❖ **5G：中长期成长确定性高，中国引领 5G 全面升级。**基于传输速度快、延时短、可连接终端设备多等特点，全球都在积极部署 5G 网络，以期带来拉动科技产业链在未来的 5-6 年 5G 建设周期内的全面升级。而中国企业，不论是上游的通信运营商还是下游的移动终端制造商，都走在行业前列，有望在 2019 年率先推出商用产品。
- ❖ **投资策略：聚焦新兴领域与战略转型。**在市场对消费电子行业的重重忧虑下，可以明显观察到，不少企业已加快布局新兴领域（如 IoT/汽车电子等方向），我们首先关注较早进入车载电子，并与整车厂建立长期稳定合作关系的比亚迪电子（285.HK）及通过兼并收购来积极拓展汽车电子/智能家居业务的鸿腾精密（6088.HK）。

图 188：同业估值表

公司	代码	市值 (百万美元)	股价 (LC)	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产回报率 (%)	
				FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
舜宇光学	2382 HK	10,812	75.75	24.1	17.1	7.5	5.6	35.3	36.9
瑞声科技	2018 HK	8,546	53.95	13.9	12.2	2.9	2.5	22.8	22.2
ASMPT	522 HK	3,932	73.75	12.3	12.6	2.5	2.2	21.1	18.5
比亚迪电子	285 HK	3,084	10.60	8.9	7.9	1.3	1.1	15.1	14.8
鸿腾精密	6088 HK	2,962	3.49	13.3	11.3	1.4	1.3	11.8	12.3
通达集团	698 HK	716	0.91	4.8	4.0	0.8	0.7	18.1	19.0
丘钛科技	1478 HK	662	4.58	75.1	14.3	2.1	1.7	4.0	13.6
信利国际	732 HK	496	1.19	8.3	5.0	0.4	0.4	2.6	5.5
东江集团	2283 HK	447	4.20	9.1	7.5	3.1	2.5	36.9	36.3
昂纳科技	877 HK	386	3.78	10.8	8.6	1.3	1.1	13.0	14.3
联想集团	992 HK	8,545	5.84	-	14.2	2.3	2.0	(3.4)	12.7
小米集团	1810 HK	42,783	14.74	30.9	23.0	4.2	3.7	(13.1)	11.9
平均值				19.2	11.5	2.5	2.1	13.7	18.2

资料来源：彭博及招银国际研究部预测，截至 2018 年 11 月 21 日

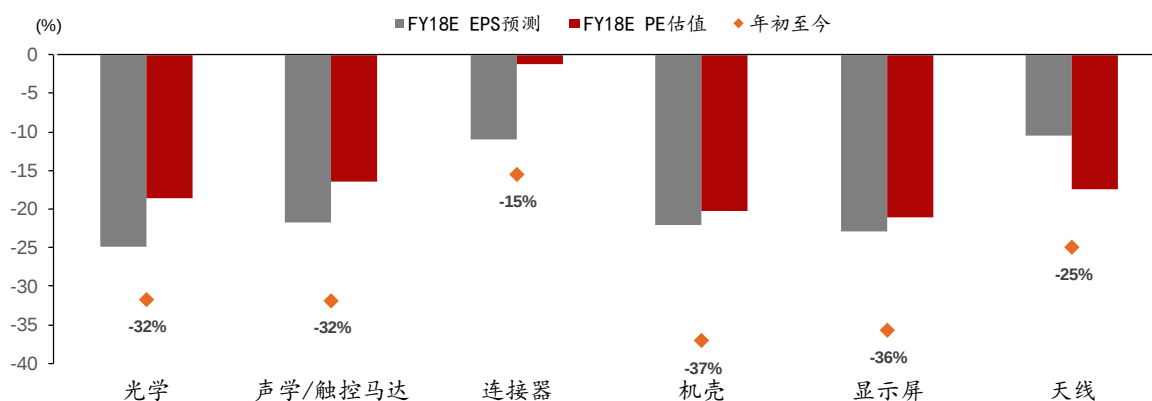
2018 年 12 月 3 日

2018 年行业回顾:

销量疲软、升级放缓、贸易争端引发板块估值中枢下移

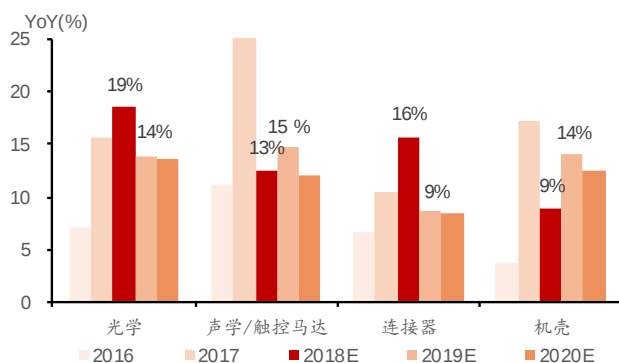
- ❖ **科技板块股价估值步入下行轨道。**受经济景气度恶化、中美贸易摩擦的影响，尤其是在美国对中国进口商品征收关税的清单中，首当其冲的就是科技产业，加深市场对科技行业景气的担忧，使得板块股价步入下行轨道。年初至今，A 股科技行业平均跌幅达 37.8%，H 股跌幅更深，达 42.2%，差于上证/恒指 20.7%/14.9% 的跌幅。尽管 A 股科技行业 FY18E/19E 平均每股盈利增速达 31.1%/27.2%，其 FY18E/19E 平均市盈率已从年初 24.8/19.9 倍降至 19.1/15.3 倍；而 H 股科技行业 FY18E/19E 平均每股盈利增速达 7.6%/18.4%，其 FY18E/19E 平均市盈率也从年初 15.4/12.1 倍降至 13.6/11.5 倍。
- ❖ **全球智能手机市场萎缩：手机单价上涨难以抵消出货量下滑影响；3D 感应镜头/3D 玻璃机壳/OLED 屏幕升级减缓。**根据 IDC 调查数据显示，全球智能手机市场连续四个季度出现同比下滑，2018 年第三季度的出货量约为 3.55 亿部，同比下降达 6%；尤其是中国手机市场缩幅明显，工信部发布报告称 2018 年 1-10 月的国内手机出货量同比下跌 15%。此外，3D 感应镜头在高端旗舰机型的渗透率以及 3D 玻璃机壳/OLED 屏幕在中低端机型的普及度不及市场预期，也更大程度的削减了消费者的换机需求。
- ❖ **贸易争端和宏观经济下行担忧蔓延。**受全球疲软经济的影响，消费电子制造企业低于预期的 2018 年上半年业绩，以及下调下半年盈利指引，叠加持续蔓延的对中美贸易争端和宏观经济下行的担忧进一步影响板块情绪，令整体板块的估值中枢下移。

图 189：各零部件年初至今股价表现



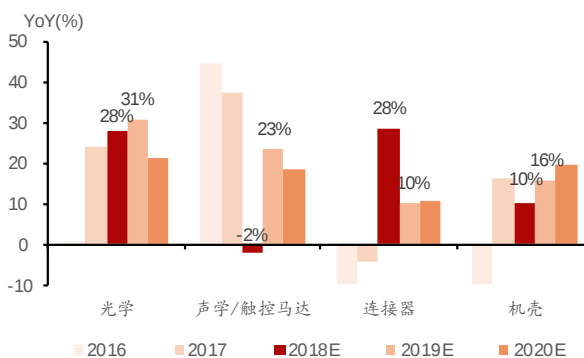
资料来源：彭博及招银国际研究部预测

图 190：各零部件公司历年（2016-20E）收入增速



资料来源：彭博及招银国际研究部预测

图 191：各零部件公司历年（2016-20E）净利增速



资料来源：彭博及招银国际研究部预测

2018 年 12 月 3 日

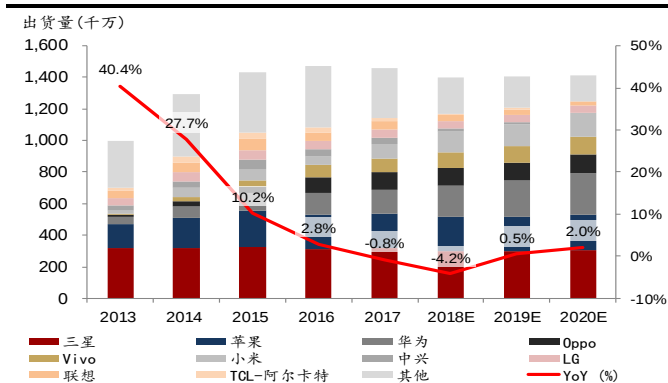
2019 年行业展望及投资策略

从消费电子转向汽车电子和 5G 两大领域

1) 智能手机：需求放缓，寒冬已至

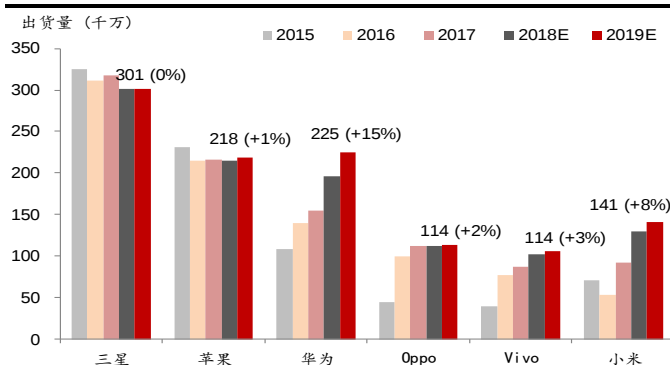
- ❖ **消费电子（智能手机、平板电脑、手提电脑、智能电视）市场萎靡。**考虑到缺乏畅销机型、置换周期延长以及经济下行和汇率波动等多重因素影响消费需求，我们预期 2019 年的消费电子市场将延续 2018 年的低迷状况；同时，迎来高单价低销量的结构性转变。随着消费者愈加重视产品质量、品牌附加值和用户体验，我们认为主流品牌和龙头供应商将成为主要受益者，而第二梯队供应商的毛利率会因销量增速放缓而进一步承压。
- ❖ **部分零部件升级趋势持续。**我们认为随着手机单价持续上升，以及内存芯片/显示屏/被动元件等主要零部件因供需关系缓和而价格走低，部分零部件价格仍有上涨空间，其中包括：1) 华为和三星预计发布的折叠屏手机；2) 三、四摄镜头；3) 光学式/超声波屏下指纹；4) 单价涨幅高达 30-50% 的 SLS 声学部件；5) 高端旗舰机型的 3D 玻璃机壳及中低端机型的玻璃质感塑料机壳；6) 适用于 Type-C 和无线充电的新型转换接口。受益标的包括舜宇光学（2382 HK）的手机摄镜头、比亚迪电子（285 HK）的玻璃机壳和受益标的包括鸿腾精密（6088 HK）的连接器等。
- ❖ **2019 年新性能新机遇：5G 手机和折叠屏手机。**在手机制造商需要新性能手机刺激消费者的换机需求，以及大屏手机广受市场青睐的背景下，我们预计三星与华为有望在 2019 年上半年首发折叠屏手机。同时，带宽更宽，速度更快的 5G 网络推动多媒体需求爆发性增长，并推广折叠屏的使用。我们认为折叠屏加速渗透有望利好屏幕模组、电池及机壳等相关产业。

图 192：全球智能手机 2019 年将同比增长 0.5%



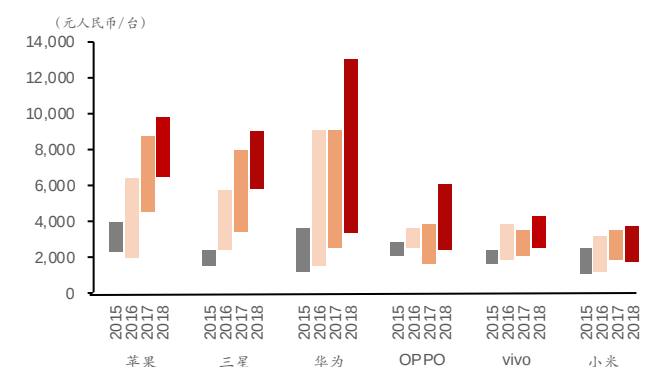
资料来源：IDC 及招银国际研究部预测

图 193：主要智能手机品牌预估出货量



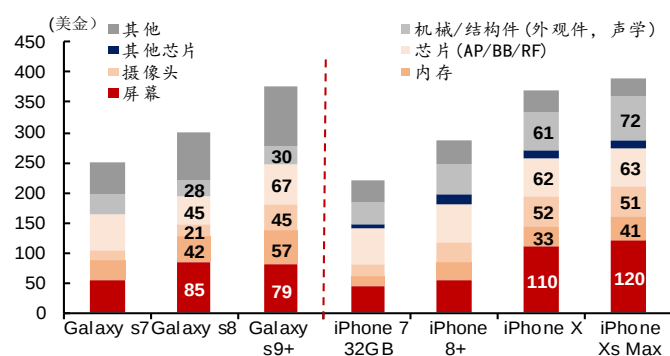
资料来源：IDC 及招银国际研究部预测

图 194：主流手机厂商旗舰机型价格走势（2015-18 年）



资料来源：招银国际研究部预测

图 195：旗舰机型物料成本持续上涨



资料来源：IHS 及招银国际研究部预测

2018 年 12 月 3 日

2) 汽车电子：电子化、智能化、互联化引领跨周期发展

- ❖ **汽车电子迎来快速成长的结构机会。**随着汽车朝着电子化、智能化与互联化的方向发展，汽车电子渗透率及单车价值量都将会得到大幅提升。其中,高级辅助驾驶系统（ADAS）和车载信息娱乐系统（IVI）汽车电子产品目前处于快速普及的成长期，未来产品由高端车型向中低端车型渗透，并同时由发达市场向新兴市场普及，车载电子将有较大的提升空间。
- ❖ **产业政策出台加速 ADAS 产业发展。**ADAS 通过摄像头、毫米波雷达和光达等多种传感器探测车内外环境变化，帮助驾驶者察觉可能发生的危险，以提高驾驶安全的技术；目前 ADAS 处于有限自动驾驶（Lv 3 SAE）的阶段，也是实现全面自动驾驶（Lv 4 SAE）的过度性技术。随着各国对于汽车安全的重视程度逐渐加深，欧美日等发达国家已将 ADAS 列入汽车安全法规，我们预计传感器行业将迎来高速发展的机遇。
- ❖ **车载信息娱乐系统（IVI）成为面板新增长点。**IVI 是集合多媒体音视频的娱乐应用和提供导航、交通信息、远程通信服务的综合信息处理终端。随着互联网企业的加入，令 IVI 由视频、导航的单一功能向实现“人机互动”的智能终端演进，极大提升汽车电子化和智能化水平的同时，也令其成为车联网的连接入口。随着 IVI 系统的持续渗透，车载专显市场增速明显加快，成为面板市场增长点。
- ❖ **细分市场龙头潜力无限，推荐关注鸿腾精密和舜宇光学。**鉴于车载电子的两点特征：1）车载电子使用年限通常为 5-8 年，对耐用性和安全性提出更高的要求，形成更高的行业壁垒；2）由于转换成本较高及潜在的产品召回风险，整车企业通常会与现有的合作厂商建立持久的协议。我们认为较早进入车载电子，拥有丰富的汽车相关经验，并与整车企业建立稳固的合作关系的电子制造商将更受益于汽车电子的产业升级和消费升级的双重机遇。受益标的包括鸿腾精密(6088 HK)的车载显示屏/传感器、舜宇光学（2382 HK）的传感器和比亚迪电子（285 HK）的车载信息娱乐系统。

图 196：自动驾驶发展进程

	2018	2019	2020	2021	战略合作伙伴
奥迪	Lv.3				英伟达 (Lv. 3) / 华为 (Lv. 4)
奔驰	Lv.2		Lv.3		
宝马	Lv.2			Lv.3	英特尔/Mobileye/Delphi
福特				Lv.4	百度
沃尔沃				Lv.4	(高速公路范围)
本田/丰田			Lv.4		(高速公路范围)
尼桑			Lv.4		(城市范围)
上汽	Lv.4	Lv.4	(城市范围)		Almotive
一汽		Lv.4	量产		百度/博世
广汽		Lv.3			
吉利	Lv.2		Lv.3		

资料来源：招银国际研究部预测

图 198：车载信息娱乐系统功能集成化



资料来源：Mazda

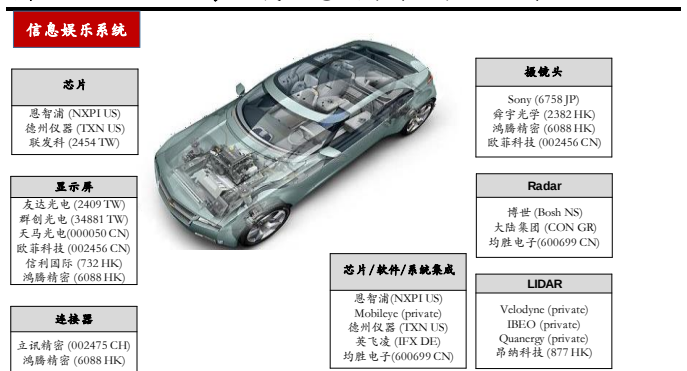
图 197：自动驾驶程度越高，所需传感器越多

传感器	2015	2018	Lv.2	Lv.3	Lv.4/5
前置摄像头	0.5	1	1	1	1
前置雷达	0.5	1	1	1	1
前置光达	-	-	-	-	1
全景摄像头	-	-	-	-	4
角雷达	-	2	2	4	4
全景雷达	-	-	-	-	6
后置摄像头	-	-	-	1	1
后置雷达	-	-	-	-	1
疲劳驾驶监测	-	-	-	1	1
车联网传感器	-	-	-	-	1

每辆车所需超声波传感器最多可达12颗
未来或将被毫米波传感器取代

资料来源：City Auto Glass 及招银国际研究部预测

图 199：ADAS 与车载信息娱乐系统产业全景图



资料来源：招银国际研究部预测

3) 5G：中长期成长确定性高；中国引领 5G 全面升级

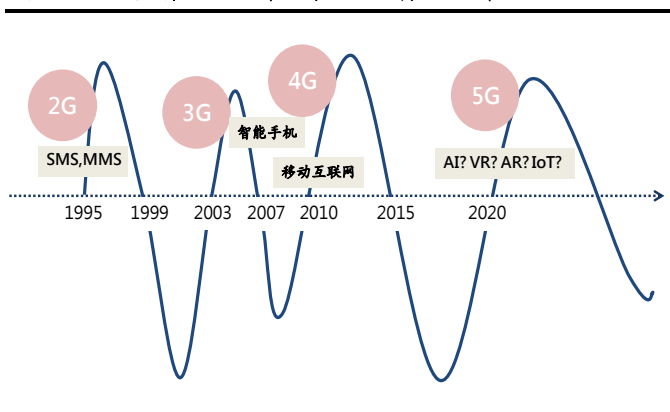
- ❖ **5G 技术释放新的应用场景。**由于 5G 在数据传输速率、连接终端密度、端到端时延等多个方面都有显著提升，其应用广泛覆盖从消费级到工业级各个产业，现阶段主要应用在监控、无人驾驶、智能工厂等多重场景。
- ❖ **全球提速布局 2019 年 5G 预商用。**全球主要经济体都在积极部署 5G 网络，特别是美国、中国、韩国和日本都已公布计划将在 2019 年开展 5G 试验，并有望加快实现 2020 年在全球推广 5G 规模商用的进程。除了改变上游的通讯行业格局外，5G 也为下游的移动终端带来革新机遇。随着高通、华为和三星陆续研发出高性能的 5G 芯片，中国手机厂商（HOVX）纷纷表示有信心于 2019 年推出商用 5G 手机，相比之下，我们预计苹果和三星或将在 2020 年的旗舰机型上采用 5G 技术。
- ❖ **5G 换机带动总量成长，新应用拉动全产业链升级。**我们认为 2019 年将成为 5G 建设周期的元年，并将持续 5-6 年，在 2019 年推出预商用产品并大规模试验，2020 年实现商用，2021 年达到建设和投资峰值；期间，首先受益的将会是射频模块、光通信模组等核心部件，而长期受益的将是基于完善 5G 网络基础而衍生出的终端产品和应用场景等下游产业。受益标的包括鸿腾精密(6088 HK)的光学模组、舜宇光学(2382 HK)的手机镜头和比亚迪电子(285 HK)的车载镜头模组。

图 200：全球主要国家 5G 发展规划

国家	2018	2019	2020	2021
中国		中国移动	中国联通 中国电信	
日本			NTT Docomo 软银	
韩国		SK 电信 韩国电信 LG Uplus		
美国	AT&T Verizon	T-mobile EE/BT		
英国			Vodafone Group. O2	
德国			Deutsche Telekom	Telefonica

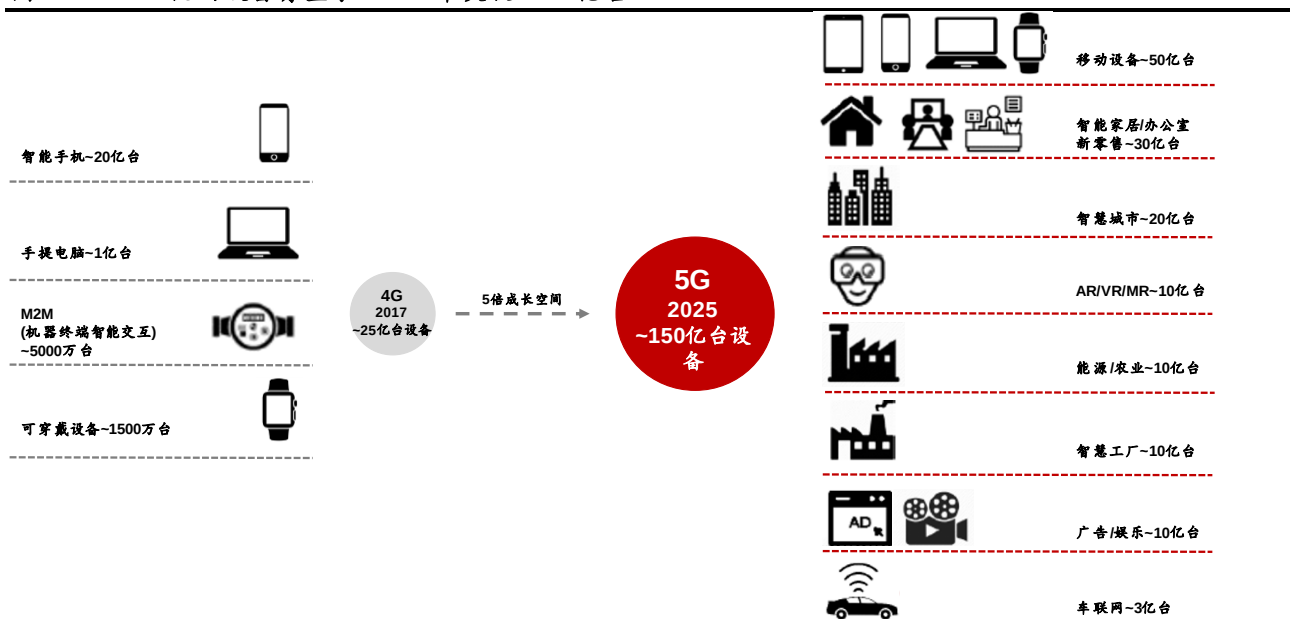
资料来源：招银国际研究部预测

图 201：预期 2020 年全产业链将全面升级



资料来源：招银国际研究部预测

图 202：5G 联网设备有望于 2025 年突破 150 亿台



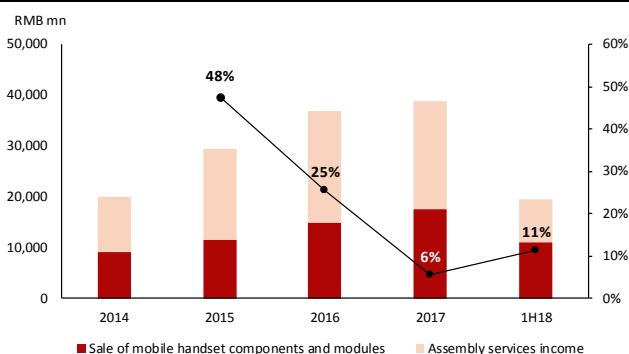
资料来源：招银国际研究部预测

重点推荐公司

比亚迪电子 (285 HK) :

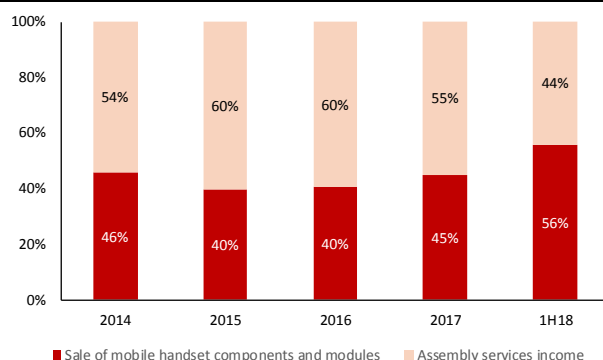
- ❖ **玻璃机壳业务：新需求新产能带来新增长。**随着 5G/无线充电/AMOLED 显示屏的普及，3D 玻璃机壳的需求预计会在 2019-20 年爆发。比亚迪电子拥有自主研发的热弯机和完整的“3D 玻璃后盖+金属中框”的解决方案。公司相信玻璃机壳业务的收入占比有望从 2018 年的 8% 提升至 2019 年的 15%。该业务现有两个生产基地：1) 惠州工厂主要负责华为/小米/vivo 的高端旗舰机型订单（如 Mate 20/P30/Mi 9 等型号），其产能约为 300K 件/天；2) 汕头工厂主要为三星/OPPO 提供产品，或将在 2019 年上半年投产，预计产能约为 500K 件/天。
- ❖ **金属机壳业务：市占率持续增加，毛利率有望好转。**比亚迪电子为包括三星、华为、OPPO、vivo、小米在内的主流智能手机厂商的旗舰机型提供金属机壳，并通过不断扩大在安卓机的市占率（管理层预计其 2018 年在安卓机的市占率或将从 2017 年的 30% 提升至 35%），进一步巩固其龙头地位；此外，受益于产能利用率的持续提升，金属机壳出货量在 2018 年上半年的同比增速达 38%，管理层认为此业务的毛利率有望在 2018 年下半年得到改善，较上半年的 20% 环比上扬。比亚迪目前拥有超过 3 万台 CNC 车床（中国仅有两家制造商达到此量级），并预计维持此水平；2019 年资本支出（预计约为 20 亿人民币）将主要用于完善自动化和信息化生产。
- ❖ **积极拓展汽车智能系统/智能家居产品。**比亚迪电子正加速向汽车电子、智能家居业务转型；通过结合自身的消费电子和母公司比亚迪汽车的相关经验，公司成功研发名为“DiLink”的车载资讯娱乐系统，并计划将其渗透进其他的中国汽车品牌。同时，比亚迪电子欲加深与其主要客户（如华为等）的战略合作，以“设计+代工生产”的模式替代传统的组装业务。

图 203：比亚迪电子收入逐年增长



资料来源：公司及招银国际研究部预测

图 204：比亚迪电子收入结构



资料来源：公司及招银国际研究部预测

图 205：3D 玻璃外壳产能规划



资料来源：公司及招银国际研究部预测

图 206：车载信息娱乐系统-DiLink



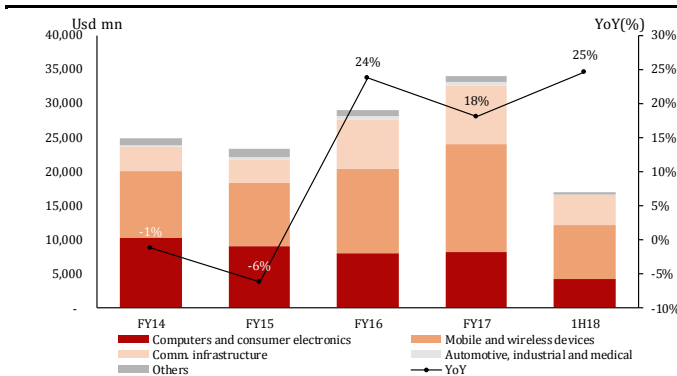
资料来源：公司及招银国际研究部预测

2018 年 12 月 3 日

鸿騰精密 (6088 HK) :

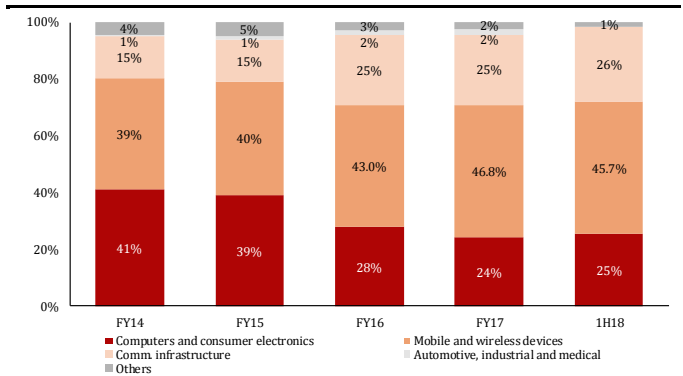
- ❖ **智能家居/物联网：收购 Belkin，向无线/周边产品领域扩张。** 鸿騰精密在 2018 年 9 月完成对美国知名的消费电子制造商 Belkin（毛利率高达 30%）的收购；Belkin 拥有完善的全球销售网络和丰富的产品种类，其中包括无线网络(Linksys/ Wemo)和水资源管理系统（Phyn）。通过 Linksys 独创的 mesh WiFi 和 Xconnect 技术，鸿騰精密的智能家居产品可自动识别并自动连接其他厂商（如谷歌、苹果、亚马逊、雀巢等）的产品。管理层有信心可以显著改善 Belkin 的供应链管理能力和运营效率，预计可将其净利率从 2017 年的 0.5% 提升至 6%。
- ❖ **汽车电子：聚焦电动汽车配件、车载信息娱乐面板、自动辅助驾驶系统及自动驾驶。** 鸿騰精密积极完善在汽车电子领域的布局，其中包括：1）为特斯拉和博世生产车内电子适配器和连接器；2）于 2018 年 5 月并入鸿海集团的为宝马提供智能钥匙的相关业务，并以此作为进入车联网的入口；3）于 2018 年 2 月与夏普成立合营公司，研发车载信息娱乐面板（显示屏）和自动辅助驾驶系统（传感器和车载镜头）。管理层预计此业务在 2018 年有望实现 20-30% 的增长。
- ❖ **加速转型，布局非电脑/手机领域。** 鸿騰精密计划向非电脑/手机领域转型，公司预计 2018 年和 2019 年的收入可分别实现 10+% 和 20+% 的年化增长率，主要源于：1）苹果份额增加巩固连接器业务，2）受 5G 和数据中心带动的光通讯业务将高速增长；3）收购 Belkin 后，发展无线/周边产品新业务，以及 4）进一步并入鸿海集团内部的汽车电子业务。

图 207：鸿騰精密收入加速增长



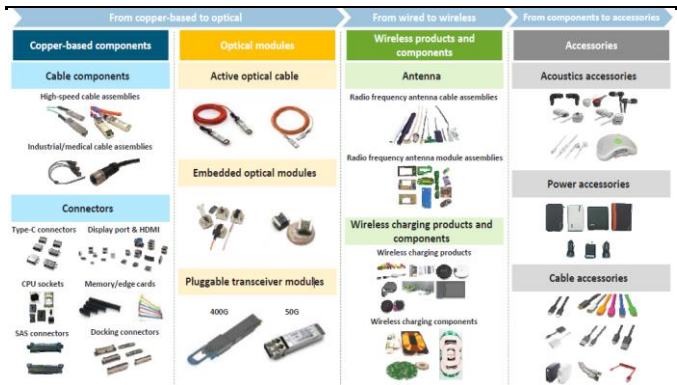
资料来源：公司及招銀国际研究部预测

图 208：鸿騰精密的收入结构



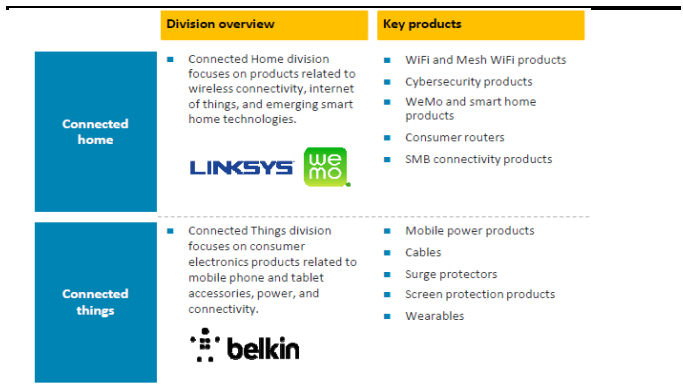
资料来源：公司及招銀国际研究部预测

图 209：鸿騰精密的主要产品



资料来源：公司及招銀国际研究部预测

图 210：收购 Belkin，向智能家居领域扩张



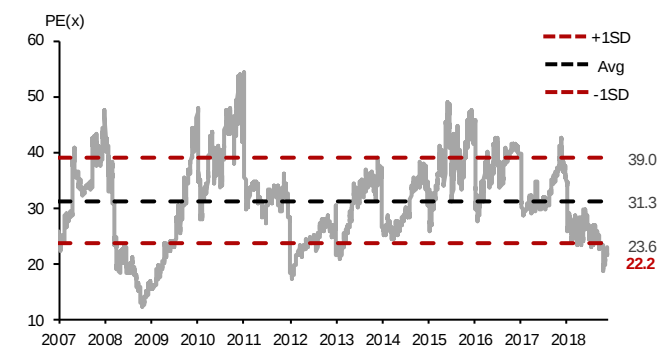
资料来源：公司及招銀国际研究部预测

图 211：同业估值表

		市值	股价	日均成交量	市盈率(倍)		市净率(倍)		净资产回报率(%)	
公司	代码	(百万美元)	(LC)	(百万美元)	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
光学										
舜宇光学	2382 HK	10,812	75.75	97.0	24.1	17.1	7.5	5.6	35.3	36.9
丘钛科技	1478 HK	662	4.58	2.3	75.1	14.3	2.1	1.7	4.0	13.6
信利国际	732 HK	496	1.19	0.8	8.3	5.0	0.4	0.4	2.6	5.5
高伟电子	1415 HK	104	0.96	0.1	3.7	3.9	0.3	0.3	8.4	6.5
大立光	3008 TT	14,531	3315	104.7	17.4	14.6	4.2	3.5	25.9	26.0
玉晶光	3406 TT	645	195.0	66.8	15.2	-	-	-	-	-
致伸	4915 TT	611	42.60	4.1	10.0	8.7	1.5	1.3	15.2	16.6
光宝科技	2301 TT	2,909	38.25	6.2	11.9	10.7	1.2	1.2	9.4	11.1
欧菲科技	002456 CH	4,686	12.12	90.7	16.5	11.7	3.0	2.4	19.2	22.3
LG 伊诺特	011070 KS	1,996	96500	33.6	10.9	7.5	1.0	0.9	10.0	12.9
平均值					19.3	10.4	2.4	1.9	14.4	16.8
声学/触控马达										
瑞声科技	2018 HK	8,546	53.95	66.3	13.9	12.2	2.9	2.5	22.8	22.2
立讯精密	002475 CH	9,224	15.58	76.5	24.9	18.2	4.1	3.4	17.3	19.9
歌尔股份	002241 CH	3,448	7.46	25.4	15.1	12.8	1.5	1.3	10.0	11.3
信维通信	300136 CH	3,710	27.22	66.5	20.2	14.7	6.4	4.5	34.7	34.6
美律	2439 TT	808	124.0	32.3	12.3	9.9	2.4	2.2	18.0	24.5
Knowles	KNUS	1,300	14.41	16.9	14.7	12.9	-	-	7.8	8.3
阿尔卑斯电气	6770 JP	4,372	2473	66.0	9.6	10.9	1.6	1.4	18.8	14.0
平均值					15.8	13.1	3.2	2.6	18.5	19.2
连接器										
鸿腾精密	6088 HK	2,962	3.49	2.3	13.3	11.3	1.4	1.3	11.8	12.3
立讯精密	002475 CH	9,224	15.58	76.5	24.9	18.2	4.1	3.4	17.3	19.9
泰科电	TEL US	25,525	74.41	193.0	13.3	13.0	2.7	2.3	18.5	18.1
安费诺	APH US	25,363	84.17	148.0	22.7	21.0	6.2	5.7	28.4	28.3
Delphi	DLPH US	1,491	16.85	43.7	4.0	5.0	4.3	2.6	183.9	94.4
Finisar	FNSR US	2,566	21.86	61.1	23.4	24.7	1.5	1.5	6.7	6.4
平均值					17.0	15.5	3.4	2.8	44.4	29.9
机壳										
通达集团	698 HK	716	0.91	2.3	4.8	4.0	0.8	0.7	18.1	19.0
巨腾国际	3336 HK	264	1.78	0.4	-	7.2	0.3	0.3	(0.3)	4.0
东江集团	2283 HK	447	4.20	0.3	9.1	7.5	3.1	2.5	36.9	36.3
比亚迪电子	285 HK	3,084	10.60	11.7	8.9	7.9	1.3	1.1	15.1	14.8
长盈精密	300115 CH	1,170	8.95	10.8	20.8	13.8	1.7	1.5	8.3	11.5
蓝思科技	300433 CH	4,606	8.18	17.8	13.2	10.8	1.7	1.5	13.0	13.9
三环集团	300408 CH	4,611	18.70	33.7	21.7	16.7	4.5	3.7	21.4	23.0
铠胜	5264 TT	615	44.5	3.3	-	18.8	0.6	0.6	(5.8)	2.7
可成科技	2474 TT	6,387	262.5	57.4	6.4	6.9	1.3	1.1	21.5	18.4
平均值					12.1	10.4	1.7	1.5	14.2	16.0
品牌										
小米集团	1810 HK	42,783	14.74	62.1	30.9	23.0	4.2	3.7	(13.1)	11.9
联想集团	992 HK	8,545	5.84	45.4	-	14.2	2.3	2.0	(3.4)	12.7
雷蛇	1337 HK	1,412	1.22	2.2	-	52.4	1.8	1.8	(11.0)	(0.0)
创维数码	751 HK	840	2.17	3.3	13.3	5.1	0.4	0.3	2.7	6.9
TCL集团	000100 CH	4,981	2.56	21.3	9.8	8.6	1.0	0.9	11.2	12.3
LG 电子	066570 KS	10,093	70500	51.7	7.5	6.8	0.8	0.7	11.4	11.1
任天堂	7974 JP	38,931	31220	650.7	28.2	18.3	2.8	2.6	10.6	14.8
苹果公司	AAPL US	839,841	176.98	8,036.3	15.0	13.1	8.2	7.9	49.2	63.5
平均值					17.4	17.7	2.7	2.5	7.2	16.6

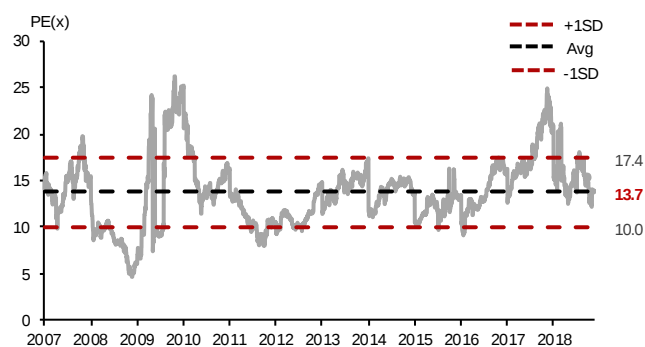
资料来源：彭博及招银国际研究部预测，截至 2018 年 11 月 21 日

图 212：A 股科技板块估值水平（2007 年至今）



资料来源：彭博及招银国际研究部预测

图 213：H 股科技板块已跌至 2007 年至今的均值水平



资料来源：彭博及招银国际研究部预测

中国医药板块

同步大市

分析师：葛晶晶 - amyge@cmbi.com.hk

控费成常态，着眼创新

受带量采购影响，医药板块估值回落

2018 年，港股医药板块经历了跌宕起伏的一年，从年初开始由于医药制造业行业增速创 3 年新高（一季度流感影响叠加两票制全面执行高开影响），加之宏观环境不确定市场资金流入确定性较高的防守型板块，使得至年中时期整体医药板块估值创三年新高达 22 倍市盈率。而到了三季度受到仿制药带量采购影响，整体板块估值大幅回落，目前估值为 18 财年市盈率 16 倍，接近过去 3 年平均市盈率 15 倍。

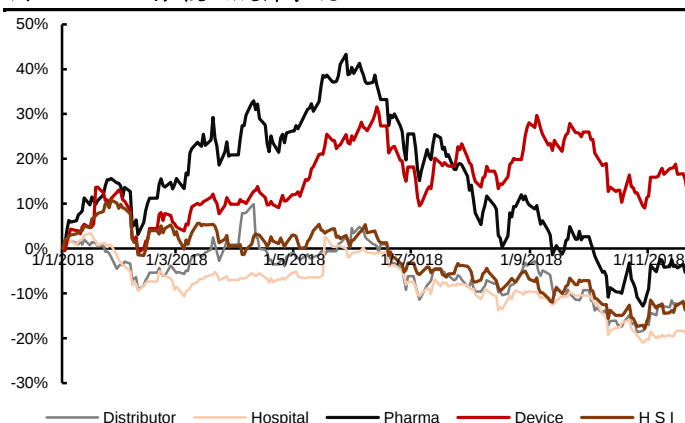
从医药制造业数据来看，年初由于受到流感爆发影响，医药制造业主营业务收入增速呈现较高增长态势，2 月同比增速达到 18.3%，创下 5 年新高，而增速于三季度回落，9 月份降至 13.6%。行业利润增速随着年初收入爆发式增长而达到历史新高，2 月份利润增速达 37.3%，二季度开始利润增速回落，至 9 月份增速达 11.5% 略低于收入。医药制造业利润率持续攀升，从 2014 年初的 10.1% 攀升至 2018 年 9 月份的 12.7%，我们看到行业盈利能力持续改善。

图 214：医药板块估值回落



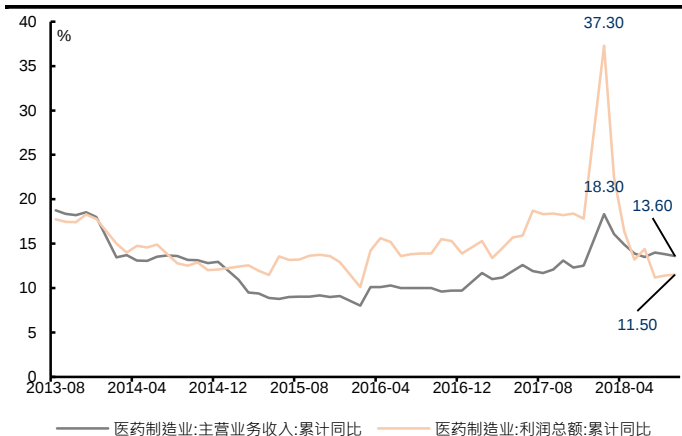
资料来源：彭博，招银国际研究

图 215：细分板块股价表现



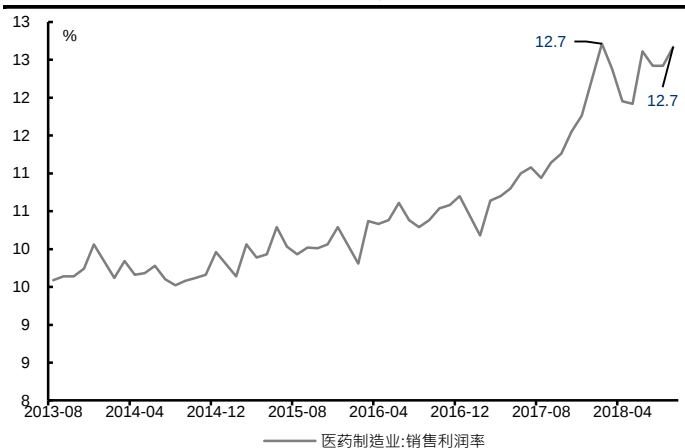
资料来源：国家统计局，招银国际研究

图 216：医药制造业收入和利润增速回落



资料来源：国家统计局，招银国际研究

图 217：医药制造业销售利润率持续攀升



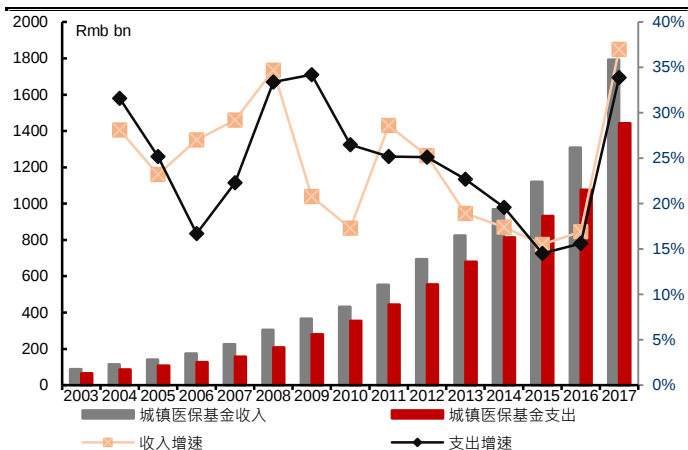
资料来源：国家统计局，招银国际研究

2018 年 12 月 3 日

❖ 医保基金吃紧，控支出成为长期目标

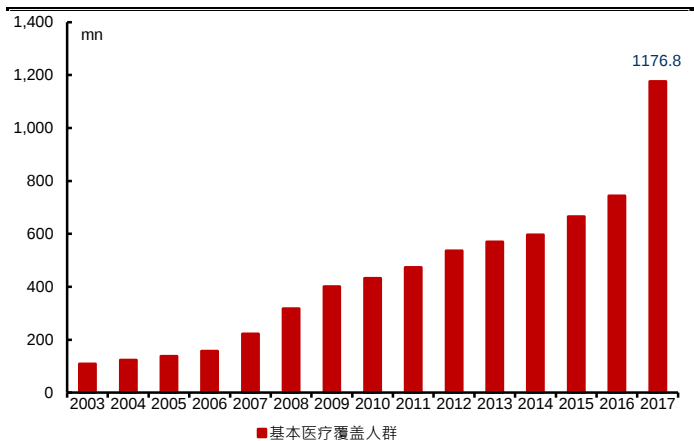
从社会基本医疗保险历年的收支来看，自 2015 年起医保收入增速才稍超支出增速，反映了近年来国家的医改效果逐步显现，另一方面也是因为新医保目录颁布较迟，尚未形成增量医保资金支付需求，而随着 2017 年新医保目录全国执行，以及国家谈判品种全面执行，未来收支不匹配状态有望出现。2017 年收入与增速较往年大幅提高，主要是因为新执行的新农合与城镇居民医保两保合一影响，增速具有不可比性。截至 2017 年底我国基本医疗保险覆盖 11.7 亿人，基本实现全民医保覆盖，而我国目前人口老龄化趋势明显，人口结构从过去金字塔型转变成缩减型，少年儿童比例明显降低，人口结构改变对医保资金政策运行产生巨大压力，主要体现在劳动力缩减收入端增速放缓，而老龄化催生庞大医疗需求，支出端增速加快，**医保筹资增长放缓与医疗费用支出快速增长矛盾需解决**。因此保证医保资金健康运作成为国家医保局目前一个重任，控支出成为长期目标。

图 218：社会基本医疗保险基金收入与支出



资料来源：人社部（2016 至 2017 年收入与支出激增，主要由于部分地区新农合和城镇居民医保两保合一），招银国际研究

图 219：2017 年底基本医疗保险接近实现全民覆盖



资料来源：人社部（2016 至 2017 年人群激增，主要由于部分地区新农合和城镇居民医保两保合一），招银国际研究

❖ 试点城市集中采购，降药价是政策着眼点

国家医保局主导的试点城市药品带量采购即将展开，11 月 15 日上海药事所网站上正式公布《4+7 城市药品集中采购文件》，入围药品共计 31 个，通过预中选的入围品种以最低价单一货源中标。对于原研厂商来说普遍难以接受大幅度降价，带量采购将演变成仿制药企业间的角逐。尽管此次招标涉及品种、地区有限，但仍然存在中标降价后其他省份价格联动风险。其他省份可能会参考试点城市招标价格，由此中标产品可能会引起全国药品市场价格联动，这也使得企业不敢贸然采取低价策略，如果议价阶段价格厮杀过于猛烈，不排除部分药企放弃此次招标，以保全国其他省份价格。我们认为此带量采购总体来说对仿制药企影响有限，但此次采购更具有风向标意义，未来有可能会跟随着一致性评价进展，发展为更大规模、更多品种、更大范围的全国性带量采购。长期来看在支付方收入放缓的背景下，仿制药降价是大势所趋，而国家医保局此次试水后后续采购方案应该会进行完善。

国家医保局的初衷，用通过一致性评价的药品替代目前占据公立医院一半以上市场的过期原研药，通过带量采购实现仿制药进口替代。过期原研药在中国专利期后普遍还可以保持较高售价，而海外原研药在专利到期后会出现断崖般降价，未来过期原研药在中国销售生命周期缩短，仿制药预计增加市场份额、保留合理利润。医保局此举可以节省医保资金开支，以便腾挪出资金给予新纳入药品及新治疗方式，将更多具有临床价值的新上市药品纳入医保目录，鼓励创新药发展。对于仿制药来说，质量保证基础上降价为长期趋势，过去国内仿制药带金销售模式也将受到打击，未来药厂在仿制药上的销售费用预计将减少，将更多资金投入于创新研发，以创新能力作为核心竞争力捍卫自己的行业地位。我们看好创新龙头及创新投入较高药企，如**石药(1093 HK, 买入)**。

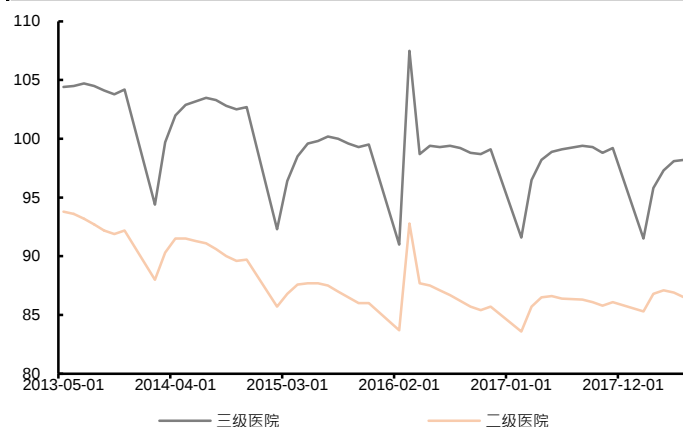
2018 年 12 月 3 日

❖ 分级诊疗，基层医疗市场蕴含巨大潜力

分级诊疗是按照疾病轻重缓急的进行分类，实现基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动，最终实现小病在社区，大病进院、康复回社区就医格局。国家从2015年开始推进分级诊疗，初见成效，截至2018年6月底国内三级医院使用率已经从2013年的104%降低至2017年的98%，二级医院使用率从2013年的94%降至2017年的86.5%，而一级医院和基层医院2017年使用率分别为63%和56%。二级三级医院高负荷，一级医院和基层医疗机构使用率不高，基于此国家将持续推进分级诊疗。除此，部分省份基层市场用药限制放开，非基药限制比例上调，同时新版基药目录扩容，这些都为了衔接和匹配分级诊疗，满足日益增长的基层用药需求。

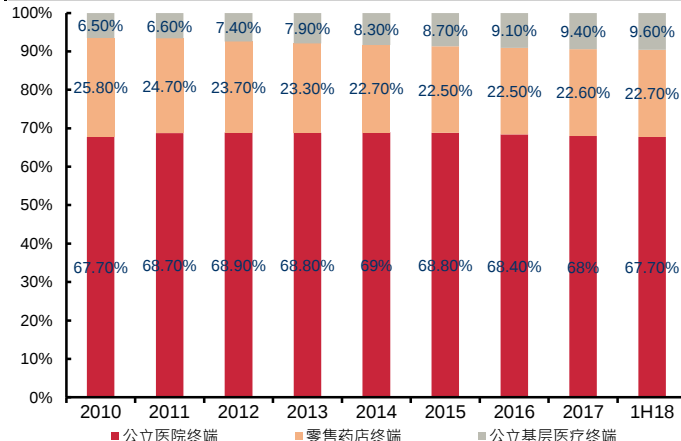
分级诊疗自2015年推出以来，基层医疗用药市场增速明显加快。2017年中国三大终端药品市场销售额约1.6万亿，同比增长7.6%，其中公立医院销售同比增长7%（城市公立医院增长5.8%，县级增长10.5%），零售药房同比增长8%，公立基层医疗终端同比增长11.6%，占比逐年提升。从医改大环境来看，在现有分级诊疗制度和新农合和城镇居民医保两保合一的推行下，以及对大医院愈加严厉的控费政策（药品零加成、药占比、耗占比），医疗服务市场向基层市场下沉将是必然。我们看到很多港股上市药企纷纷布局基层市场，组建基层销售团队抓住基层市场扩容机会，如石药（1093 HK，买入），神威（2877 HK，买入），东阳光药（1558 HK，买入），康臣（1681 HK，买入）等。

图 220：三级/二级医院床位使用率降低



资料来源：万得，招银国际研究

图 221：基层医疗市场占比提升



资料来源：CFDA 南方医药经济研究所，招银国际研究（公立医院终端包括城市公立医院及县级公立医院，零售药店包括实体药店及网上药房，公立基层医疗终端包括城市社区卫生服务中心及乡镇卫生院）。

❖ 新版基药目录-临床需求为导向、坚持中西药并重

2018 年 10 月 25 日国家卫健委、中医药管理局正式印发《国家基本药物目录（2018 年版）》，新版目录于 11 月 1 日起实施，新目录调入药品 187 种，调出 22 种，总品种数从 520 种增加至 685 种，品种扩容 32%。除此，新版目录不再是保障基本用药，经济性不再是优先考虑因素，而临床价值成为入选依据。此次纳入品种包括单抗类、高端制剂、胰岛素类似物及新获批药物，包括治愈丙肝的索磷布韦维帕他韦，单抗类利妥昔单抗、曲妥珠单抗，小分子靶向药艾克替尼、伊马替尼、吉非替尼，糖尿病药物甘精胰岛素、利拉鲁肽等，国产创新药康博西普，其中 11 个药品为非医保用药。新增化药和生物制剂 119 个，新增中成药 68 个，中西药构成比例与 2012 年版本保持一致。新增西药 2017 年市场规模约 1500 亿，其中销售额前 10 品种有恩替卡韦、阿托伐他汀、布地奈德、瑞舒伐他汀、培美曲塞、左氧氟地平、奥氮平、伊马替尼、甘精胰岛素、卡培他滨，前 10 合计销售约 500 亿。新增中成药 2017 年终端累计销售 198 亿。未来有可能将建立基本药物和医保联动机制，基本药物目录内药品有优先纳入医保目录可能性。后续支付方式以及价格形成机制较受关注，是否基药不计医院药占比等方式带动基药销售，我们看到 11 月 5 日辽宁卫计委发布基药目录执行通知，准许基药不纳入公立医院药占比计算范畴，如果基药不占药占比陆续在其他省份推开，对于目录内品种销售利好。

2018 年 12 月 3 日

图 222：港股上市公司新纳入基药目录药品

公司	代码	药品	公司	代码	药品
中国生物制药	1177	恩替卡韦	三生制药	1530	重组人促红素（CHO细胞）
东阳光药业	1558	奥司他韦	联邦制药	3933	甘精胰岛素
		苯溴马隆			吡格列酮
康哲药业	867	溴隐亭	白云山	874	格列齐特
		非洛地平	神威药业	2877	清开灵软胶囊
		吡格列酮			滑膜炎颗粒
石药集团	1093	左氧氟地平	中国中药	570	金叶败毒颗粒
		吡格列酮			鳖甲煎丸
绿叶制药	2138	吡格列酮	康臣药业	1681	尿毒清颗粒
					右旋糖酐铁

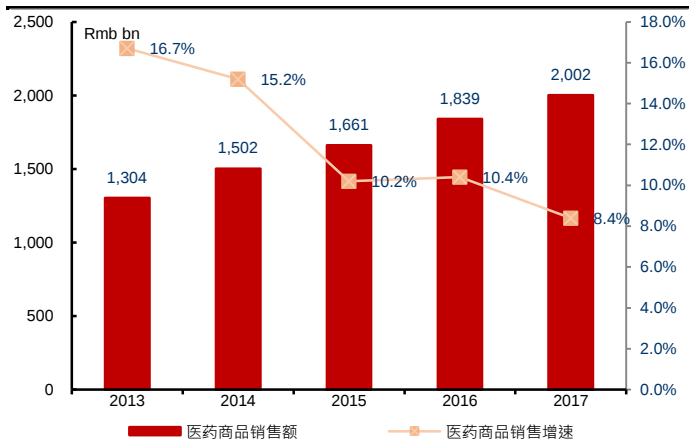
资料来源：国家基本药物目录（2018 年版），招银国际研究

医药流通行业，药品“两票制”全面开花

自2017年1月药品两票制推行医疗，截至2018年11月药品两票制已在全国31个省份执行。两票制形势下生产企业选择流通商考虑，1) 网络建设，2) 资金实力；对于流通商而言影响有，1) 应收扩大，2) 调拨萎缩，3) 网络下沉。根据商务部数据，2017年上半年全国医药商品销售总额2万亿，同比增长8.4%，由于两票制影响调拨业务萎缩整体行业增速减慢，18年两票制全国落地进入政策消化尾声，纯销比例趋于稳定。对于流通商来说，由于医院回款天数增加资金垫付压力增大，现金周转天数未有好转，央行降准后下半年财务成本稍有减压。商业公司寻求新的增长点，如进口代理业务、医疗器械业务和零售药房业务。目前来看港股医药商业板块平均估值18/19财年为13/11倍预测市盈率，随着两票制负面影响消除，调拨和纯销业务调整完毕以及新业务（零售药店、DTP药房、器械分销等）提速，我们预计未来龙头公司将录得较好增速，目前板块下行空间有限，上行潜力较大。

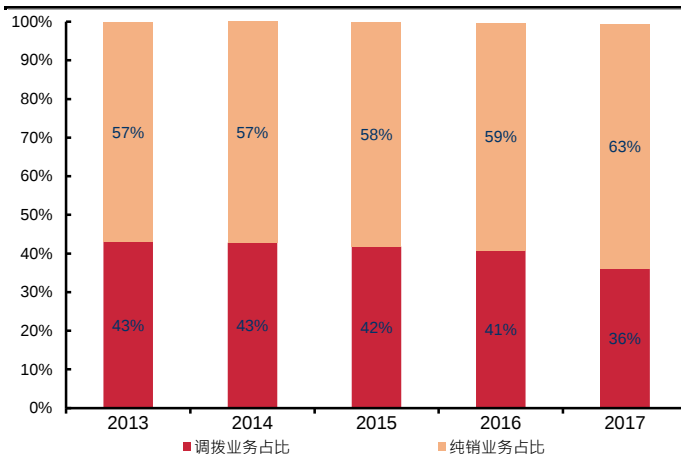
医药电商成为流通行业新兴模式。2017年医药电商企业销售总额约736亿元，占全国医药市场规模的3.7%。医药电商模式包括B2B，B2C和O2O，其中B2B占医药电商销售的94%，B2C规模尚小仅44亿。2017年政府取消了互联网药品交易资格证审核，但加大了对药品网上销售监管力度，OTC药品需要符合“网订店取，网订店送”，医药电商进入低门槛、严监管时代。由于政府对医药电商监管趋严，医药电商纷纷收购线下药店、发展O2O业务，以符合监管要求。过去处方药一直是禁止网售的，部分电商打擦边球线上偷摸销售处方药，处方药禁止线上销售很大程度上限制了医药电商发展，非处方和处方药在药品销售市场比例约为85：15，未来如果政策松绑对于行业来说是极大利好。

图 223：全国 7 大类医药商品销售及增速



资料来源：商务部，招银国际研究

图 224：纯销占比上升，调拨业务萎缩



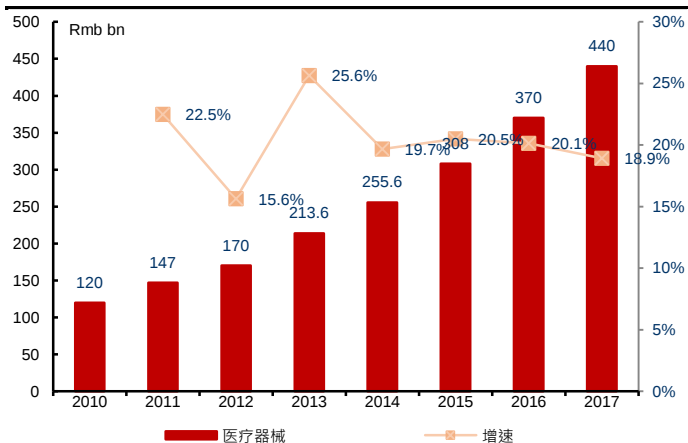
资料来源：商务部，招银国际研究

2018 年 12 月 3 日

❖ 医疗器械行业-进口替代加速，关注细分行业龙头

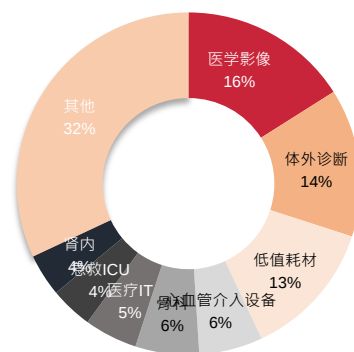
2019年我们看好医疗器械板块。2017年中国器械板块市场规模4400亿，同比增速近19%。器械细分行业包括体外诊断、影像诊断、监护设备、高值耗材和低值耗材和家用仪器。目前部分细分板块已完成进口替代，如体外诊断试剂领域的生化诊断（龙头厂商达安等），高值耗材领域的心脏支架（龙头国产厂商微创、乐普等）、骨科创伤植入物（龙头厂商威高、大博等），监护设备领域的监护仪（迈瑞等）。国产厂商目前在部分低技术领域实现进口替代，我们预计未来在高技术领域拿到更多市场份额，这得益于，1）国产龙头厂商技术不断更新，高端产品与外资媲美，2）多项政策加持：医院耗占比（百元医疗费用耗材开支小于20）持续推进加速国产品牌替代进口；国产品牌享受更高医保报销比率，3）分级诊疗政策下，基层医院医疗设备需求井喷，部分高难度手术下沉（如心脏介入类、骨科手术等）在一级以下实施例数增加；部分省份实施耗材集中采购，降价过猛外资品牌放弃中标将市场让位于国产品牌。药品两票制基本布局完毕，国家开始推行耗材两票制，目前耗材两票制仅在福建、陕西、安徽、青海、西藏部分医院试行，器械市场与药品市场完全不同，品类多、无统一目录、招标分散及经销商承担特殊角色，耗材两票制难以像药品一样统一实施，需要因地制宜实施。目前未提及明确推行时间，我们认为短期内耗材两票制难以全国铺开。在整体医保资金吃紧，医保局长期控费态度明确的大环境下，我们认为器械行业招标降价将成常态，进口替代会加速，将利好产品线齐全、研发实力较强的国产器械细分龙头。我们看好骨关节植入细分板块龙头，**爱康医疗（1789 HK，买入）**，于国内骨关节植入物行业销量计市占率第一，产品质量媲美外资品牌，在招标和医保支付方面拥有政策优势，同时兼具行业内新兴3D打印骨科技术优势，业务护城河较高。

图 225：中国医疗器械市场销售及增速



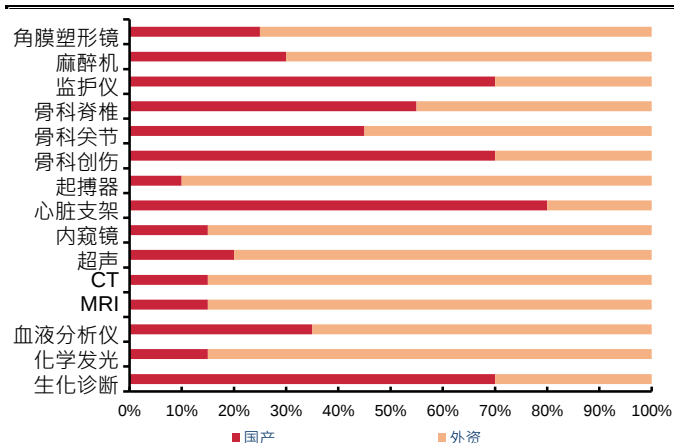
资料来源：中国医疗器械蓝皮书，招银国际研究

图 226：2017 年器械细分行业占比



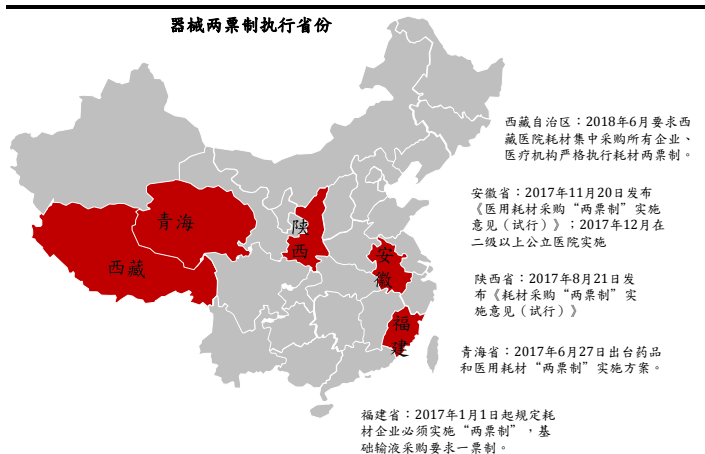
资料来源：医药工业信息中心，招银国际研究

图 227：各细分板块进口替代程度



资料来源：各公司公告，产业信息网，招银国际研究

图 228：医疗器械两票制各省进度



资料来源：各省药监局，招银国际研究

2018年12月3日

我们的首选

❖ 看好政策风险较小细分板块：中药及医疗器械

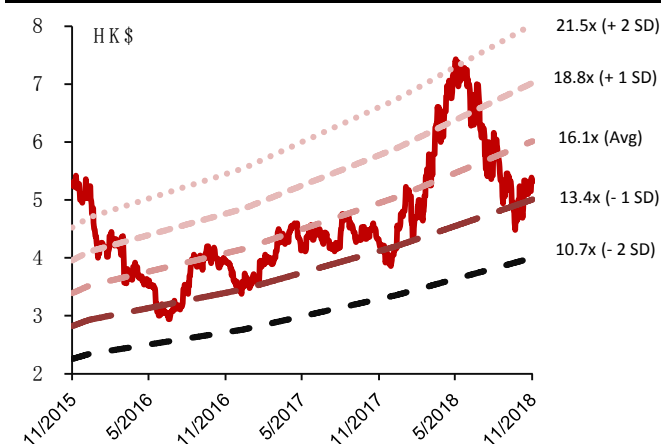
我们预计未来医药板块仍将保持中高速增长，受益于居民收入增加、消费升级、人口老龄化、医保健全等因素都将提升中国医药消费需求。政策面来看，医药行业政策趋紧，控费和规范化成为医改重点。控费是医药产业长期主题，受到医保总额控制、药占比和集中招标采购政策影响，今后药企总体利润率将面临压力。2019年医药板块，市场关注点将落在试点城市带量采购结果及医保局后期部署，是否更大范围推广带量采购。细分板块中我们看好政策负面影响较小的中药板块及政策友好的医疗器械板块。

中国中药（570HK，买入，目标价：7.40港元）。目前整体中药板块受到化药带量采购影响，整体估值回调，我们看好中药板块里面龙头药企中国中药。公司在全国布局完整的饮片和配方颗粒产业链（中药产业园和智能配送中心），为其业务建立较高护城河。其配方颗粒业务维持稳健的30% CAGR增长，未来将受益于政策驱动的配方颗粒市场扩容。公司上半年收入同比增长40%，核心净利润同比增长24%，我们预计18/19财年收入增长33.4%/22.9%，利润增长30.8%/25.4%，目前估值为18/19财年14.6倍/12倍预测市盈率，我们的目标价7.4港元，对应18/19财年19/15倍市盈率。

石药（1093HK，买入，目标价：17.10港元）。此次医保局主导的首批试点城市带量采购中，石药涉及品种有盐酸曲马多、卡托普利片和阿奇霉素片，根据米内网显示，这3款产品在样本城市公立医院销售市占率分别为0%/0%/0.4%。由于之前销量微薄，石药不受太大影响。反而从招标中胜出的药物销量将从无到有，并以最低的销售成本获得市场份额。前三个季度石药收入同比增长41.4%，利润增长33.8%，创新药和普药仍然保持强劲增速。我们预计石药在18/19财年收入同比增长32%/30%，核心净利润同比增长32%/29.6%。由于受带量采购影响，石药目前估值回落至18/19财年市盈率27.4倍/22倍，我们目标价17.1港元，对应18/19财年市盈率41倍/33倍。

爱康医疗（1789 HK，买入，目标价：6.30港元）。2019年我们看好医疗器械板块，对于国产器械品牌来说有诸多政策利好。爱康作为骨关节植入行业龙头，未来3年的增速可预见性较高。目前国内政策鼓励器械企业创新，鼓励国产器械使用，可以充分发挥国产品牌价格优势，在医保报销比例和招标倾斜下，爱康医疗作为龙头关节植入物生产商，将成为进口替代加速的最先受益者，同时其开辟了国内骨科植入物3D打印行业先河，该行业未来增长潜力巨大。我们预计公司18/19年收入同比增长56.8%/29.7%，利润同比增长42%/33.7%。公司目前估值为18/19财年31倍/23.5倍市盈率，比同业平均水平高约30%。我们目标价6.30港元，对应18/19财年38倍/28.8倍市盈率。鉴于其在骨科植入物市场的龙头地位及其前沿3D打印业务，我们相信爱康医疗在行业内拥有绝对优势。

图 229：中国中药市盈率通道



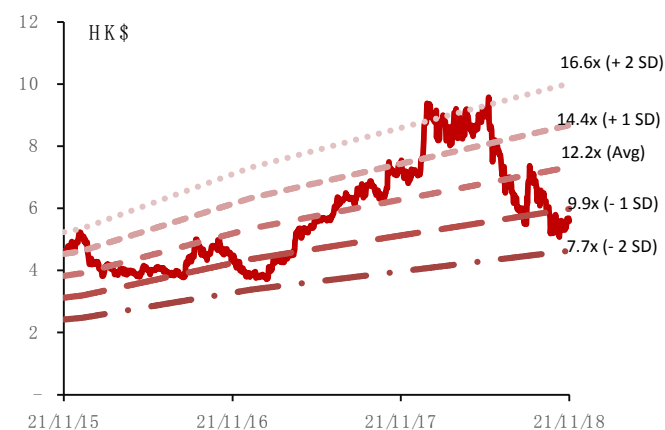
资料来源：公司，招银国际研究

图 230：石药市盈率通道



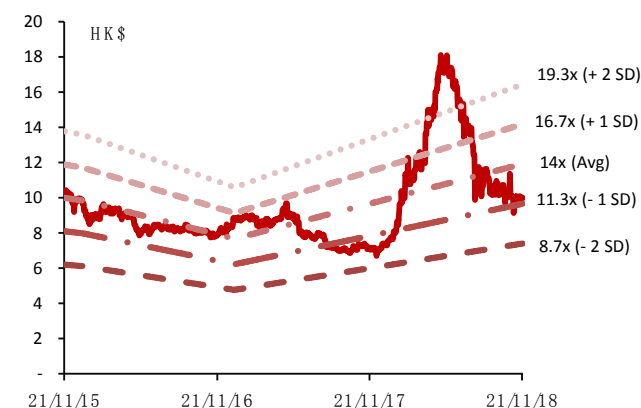
资料来源：公司，招银国际研究

图 231：康臣药业市盈率通道



资料来源：公司，招银国际研究

图 232：神威药业市盈率通道



资料来源：公司，招银国际研究

图 233：估值表

港股上市公司	代码	市值 百万港元	股价 (港元)	目标价 (港元)	评级	货币	FY0 (A)	每股收益 FY1 (E)	FY2 (E)	EPS CAGR	FY0	市盈率 FY1	FY2	FY0	市净率 FY1	FY2
石药集团	1093	98,815	15.84	24	买入	(HK\$)	0.58	0.72	0.90	24.7%	27.4	22.0	17.6	5.5	4.6	3.9
三生制药	1530	29,304	11.52	20.7	买入	(Rmb)	0.34	0.46	0.61	31.9%	29.6	22.0	16.5	4.4	3.8	3.3
中国中药	570	26,186	5.2	7.4	买入	(Rmb)	0.31	0.38	0.48	23.3%	14.6	12.0	9.6	1.5	1.4	1.3
绿叶制药	2186	20,436	6.24	7.7	持有	(Rmb)	0.30	0.34	0.38	12.1%	18.2	16.3	14.5	2.7	2.4	2.1
东阳光药	1558	12,928	28.6	41.2	持有	(Rmb)	1.49	1.75	2.00	15.7%	16.9	14.4	12.6	4.0	3.2	2.6
神威药业	2877	8,063	9.75	16.7	买入	(Rmb)	0.72	0.89	1.14	26.0%	12.0	9.6	7.5	1.2	1.1	1.0
康臣药业	1681	5,076	5.8	10	买入	(Rmb)	0.53	0.61	0.71	24.0%	9.7	8.3	7.2	2.2	1.8	1.6
吴海生物科技	6826	6,434	40.2	66.5	买入	(Rmb)	2.83	3.48	4.19	21.7%	12.5	10.2	8.4	1.6	1.4	1.2
康华医疗	3689	2,267	6.78	13.1	买入	(Rmb)	0.51	0.61	0.71	17.3%	11.6	9.7	8.4	1.4	1.3	1.2
香港医思医疗	2138	5,430	5.52	5.54	买入	(HK\$)	0.28	0.32	0.39	16.8%	19.4	17.0	14.2	6.5	5.6	4.3
爱康医疗	1789	5,345	5.14	6.3	买入	(Rmb)	0.14	0.14	0.19	17.8%	32.6	31.4	23.5	5.1	5.9	5.0
行业平均										21.0%	18.6	15.7	12.7	3.3	3.0	2.5

资料来源：招银国际预测

中国教育板块

同步大市

分析师：黄群 - sophiehuang@cmbi.com.hk

分析师：庞硕 - garypang@cmbi.com.hk

静候靴子落地

长期看好教育刚需性，静候 2019 政策明朗化。我们长期看好教育行业的内生强劲需求，受益于二胎政策的放开、新兴中产阶级的崛起及行业加速整合。但近半年来相继出台的政策（包括《民促法》送审稿、K12 线下培训整改、学前教育新规）一度引发整体板块估值回调，同时引起市场对于教育营利性、集团化办学及 VIE 架构合法性的担忧。展望 2019，“政策变化”将依旧为行业焦点，短期政策风险待释，港股教育板块走势取决于《民促法》（送审稿）的最终条例落地（预计 1H19 有望出台）。

政策回归本初，细分板块风险分化。自今年 8 月《民促法》送审稿出台以来，整体教育板块情绪受挫，估值已下调~30%。然而我们注意到最近政府不断释放敦促政策落地的积极信号。国务院印发的两则有关《完善消费机制改革》的方案稿中，多次强调抓紧修订《民促法》实施条例，各地政府亦相应出台《民促法》细则，鼓励社会资本参与民办教育发展，推动行业规范化、公平化；习主席近期出席进博会时更指出中国将持续开放市场，放宽教育、医疗等领域外资持股比例。虽然 11 月学前教育新规《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》再次引发板块震荡，但我们认为政策旨在对营利性与非营利性分离的加强管控，其促进民办教育规范化发展的主旨未变。待 2019 年《民促法》具体条例相继出台后，市场将更加区分不同赛道政策风险的差异化及管控力度。靴子落地前，建议关注政策风险相对较小的职业教育、在线教育及高教行业。

高教：政策风险较小、转设成本可控。相较于 K12，民办高教品牌效应略低，但我们看好其核心亮点：1) 高教可选择登记为营利性，政策风险较小；转设后或将面临土地补交差价、税收上升等压力，但成本可控；2) 独立学校脱钩改制，加速并购扩张下的增收效益；3) 毛入学率待提升；4) 行业进入壁垒高、供给增量有限。近期高教并购节奏有所放缓，受限于一级市场价格预期尚未完全回落。我们预计在外延并购之外，高教将同时着力布局新建学校。高教赛道中，建议重点关注并购能力强、现金储备/可用资金充沛的标的，首选中教控股（839 HK, 未评级）、新高教（2001 HK, 未评级）及希望教育（1765 HK, 买入），源于其成功的过往并购经历及集团化管理能力。

K12 课外辅导：短期“减负”阵痛，长期规范化发展。近期课辅监管集中在四项核心限制：“8:30 结束”、“生均>3 平”、“预交学费<3 个月”、教师资格证新规。我们认为“减负”大背景下课辅行业存在运营成本上升的短期风险，且因培训中心迁移、教师从业门槛提高、教学中心扩张节奏或有所受限，盈利增长层面存在低单位数的负面影响。短期政策强基调下板块估值略有压力，同时倒逼头部企业将战略中心转移至线上教育。但长期来看，政策趋严有助于课辅行业规范化发展，中小机构/无证机构的退出将利于行业集中度提升，于大机构而言是利好。且从需求端来看，高考/中考改革及正常学校课时数的限制，反而会刺激家长及学生的补课需求，长期看好 K12 课辅“刚需”的投资逻辑。建议关注新东方（EDU US, 未评级）及好未来（TALUS, 未评级）。

K12：政策风险待释。认可民办 K12 教育的内生增长及可复制性，但目前政策基调较为谨慎，且近期学前教育新规的严格程度超出市场预期，直接影响 K12 资产的政策预期。如若此前送审稿通过，且 K12 学校被定位为集团化办学，则 K12 标的后期或面临收购受限的风险，长期增长将主要依赖内生增长及新建学校。

投资主线：看好高教赛道，同时建议积极关注处于政策相对安全区的职业教育。K12 培优存在短期阵痛、K12 学校政策基调待明朗，长期依旧看好刚需及行业整合趋势。目前港股教育板块估值 13.6x FY19E P/E, 0.5x FY19E PEG, 远低于美股 21.8x FY19E P/E。政策落地前，教育板块预计持续波动，建议等待靴子落地。

2018 年 12 月 3 日

❖ 行业刚需不改，等待 2019 政策明朗化

回顾 2018 年，教育板块迎来一系列强管控政策，包括《民促法》送审稿、K12 课辅整改、学前教育新规。板块股价及估值年初至今下调~30%，归因于市场对各项政策影响的担忧：

- 1) 《民促法》送审稿：**最终政策条例待确定，但在此前提及的“集团化办学”细则下，并购扩张节奏存在不确定性。此外，转设后补觉土地差价及税率上升或带来成本压力。该政策下，对 K12 的负面影响将大于高教。预计 2019 年《民促法》实施细则的进一步出台将提升教育板块的确定性和透明度。
- 2) K12 课辅整改：**近期课辅监管集中在四项核心限制：“8:30 结束”、“生均>3 平”、“预交学费<3 个月”、教师资格证新规。目前几大核心机构已通过上课时间提前、学费分期等方式完成“8:30 结束”及“预交学费<3 个月”两项要求整改。而“生均>3 平”及教师资格证新规预计将对 K12 课辅机构带来低单位数的盈利拖累，源于教学点的迁移成本及新招教师费用（以弥补潜在未通过教师的空缺）。
- 3) 学前教育新规：**严格程度高于市场预期，鼓励普惠园发展的同时，要求切实落实分类管理。此外，细则明确表示社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园，意味着切断幼儿园上市及并购路径。该意见短期间接影响 K12 资产政策预期。

展望 2019，“政策变化”将依旧为行业焦点，短期政策风险待释，港股教育板块走势取决于《民促法》（送审稿）的最终条例落地（预计 1H19 有望出台）。待 2019 年《民促法》具体条例相继出台后，市场将更加区分不同赛道政策风险的差异化及管控力度。靴子落地前，建议关注政策风险相对较小的职业教育、在线教育及高教行业。

图 234：2018 年 2 月以来教育行业相关政策梳理

日期	文件	核心要点	解读
13/2/2018	《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	明确表态将校外培训治理作为全年重点攻坚任务，对于存在重大安全隐患或尚未取得办学许可证且不具备办证条件的校外培训机构坚决查处。教学内容上，杜绝超前教学“非零起点教学”等行为。	促进了校外培训行业规范化发展，整体提升了市场准入门槛，预计未来有利于大机构进一步实现行业整合。
20/4/2018	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》	限制外资举办义务教育阶段民办学校，明确公办学校不得举办或参与举办营利性民办学校，严格规范募集资金办学。在线教育被纳入规范体系。	利好素质教育及职业教育，部分公办学校深度参与办学的民办学校面临调整，民办学校的课程设置若引入国际化课程比例较高的面临一定的挑战和调整。预计在线教育未来将受到更多政策和措施规范监管。
10/8/2018	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修改草案）》（送审稿）	限制集团化办学的机构收购非营利性学校，且义务教育阶段学校不能注册为营利性。公办学校不得以品牌输出方式获益，规范 VIE 架构下的资金运作。	义务教育收购进程受阻，高等教育或因此加速过渡为营利性，独立学院加速脱钩改制，有利于高教公司收购。明确了营利性学校举办者获取合理报酬的权利。
22/8/2018	《关于规范校外培训机构发展的意见》	中小学校不得举办或参与举办校外培训机构。师资方面不得聘用中小学在职教师，从事语数英及理化生等学科知识培训的老师应具有相应教师资格。场所条件方面，统一培训时段内生均面积不低于 3 平米。培训时间不得晚于 20:30，不得留作业。不得一次性收取时间跨度超过三个月的费用。	“减负”大背景下存在运营成本上升的短期风险，且因牌照审批趋严，教学中心扩张节奏受限。长期来看，行业规范化，有利于大机构。
17/9/2018	《四川省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	要求现有民办学校举办者 2020 年 9 月 1 日前向主管部门提交关于学校办学属性选择的书面材料，选择为非营利性民办学校的应当在 2021 年 9 月 1 日前完成相关手续。同时建立差别化政策体系，放宽办学准入条件，扩大办学准入范围。	加速推进了四川省内办学属性登记工作，消除不确定性，预计其他地区亦将陆续出台相似政策。
20/9/2018	《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	推动教育向社会开放、向产业开放。要求抓紧修订民办教育促进法实施条例，完善民办教育分类登记管理制度。坚持社会效益和经济效益相统一，纠正以功利性为目的、助长超前教育和应试教育倾向的各类教育培训活动。支持外商投资设立非学历类职业教育培训机构。	彰显政府对教育行业分类管理的决心。针对营利性教育机构，强调市场化导向。素质教育课程或成未来发展新方向。进一步开放职业教育市场，鼓励外资进入。

2018 年 12 月 3 日

24/9/2018	《完善促进消费体制机制实施方案（2018 年-2020 年）》	敦促修订民办教育促进法实施条例。开展产教融合建设试点工作，鼓励探索职业学校股份制改革。要求实施好关于规范校外培训机构发展的意见。鼓励有条件的地区引进境外优质高等教育、职业教育资源，举办高水平中外合作办学机构和项目，探索建立本科以上层次中外合作办学项目部省联合审批机制。	加速政策落地，预计政策不确定性将加速消除。在规范化校外培训，义务教育等领域的同时，释放了进一步分类管理，鼓励社会资本参与高等教育、职业教育的信号
28/9/2018	《温州市人民政府关于进一步深化综合改革促进民办教育健康发展的实施意见》	现有民办学校到 2022 年底前完成分类登记。在是是民办教育综合改革试点期间已分类登记的学校，可按现有政策再次自愿选择登记为非营利性或营利性学校。	确定温州市民办学校办学属性登记的截止期限。
15/11/2018	《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	要求到 2020 年全国普惠性幼儿园覆盖率达到 80%，社会资本不得控制非营利性幼儿园（包括以可变利益实体手段）；上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。	民办幼儿园资本化道路受阻，义务教育及高中阶段暂不受影响。国家加大力度在在学前阶段推广普惠性教育，社会资本受挫。

资料来源：国务院，教育部，司法部，四川省政府，温州市政府，招银国际整理

❖ 高教：政策风险较小、转设成本可控

相较于 K12，我们认为高教板块受《民促法》政策风险影响更小（可选择登记为营利性），且将受益于：1）独立学校脱钩改制，为高教提供更广泛的优质收购标的选择；2）政策支持高教普及化，毛入学率待提升；3）行业进入壁垒高、供给增量有限。

综合考量营利性与非营利性登记于高教的影响，目前多数公司倾向在过渡期后选择登记为营利性。而在转设后，市场关注的土地、税收成本相对可控（教育用地由划拨转为出让，只需补缴不低于土地标价 40% 的土地出让金）。基于目前港股高教标的 20%~40% 的盈利增长预期（FY18-20E），我们认为当前估值 13.6x FY19E P/E 较为吸引，待政策明朗化后有望估值重塑。建议重点关注**中教控股**（839 HK，未评级）、**新高教**（2001 HK，未评级）及**希望教育**（1765 HK，买入），源于其成功的过往并购经历及集团化管理能力。

图 235：高教转设分析

潜在影响/时间	过渡期间（一般为 5 年）	过渡期后		
办学属性	要求或不要求合理回报	非营利性	营利性	若选择营利性
资格	所有学校	所有学校	只限非义务教育学校，如大学	
举办人从学校获利	不允许	不允许	允许	以营利方式运作
由外资控制	-	义务教育学校不允许	-	继续依法营运
接受关联方服务	-	受政府审核	-	继续依法营运
土地	划拨或出让	划拨或出让	只可出让，地方政府可提供土地优惠	或需就现时获划拨之土地缴费，可逐年摊销。
税费	豁免正常教育收益的税费	豁免非营利收益的税费（需先按税例取得免税批文），禁止向关联或非关联方转让优惠	需缴付所得税，国务院将引入行业优惠税率	有效税率将调高。现存学校：根据外商独资企业的税务优惠政策，税收对利润的影响大概为 10%。新成立学校：没有影响，潜在税收已计算在估值之内。且可以借贷方式抵税。
政府补贴	或设立专项基金，给予补贴，出租或转让闲置政府公共财产等方式提供支持	或通过学生贷款/奖学金，出租或转让闲置政府公共财产等方式提供支持，另给予政府补贴、专项基金补贴、捐赠	或通过学生贷款/奖学金，出租或转让闲置政府公共财产等方式提供支持	影响不大。目前民办高教所获一般补贴数额不大。且预计政府未来继续获提供竞争性资助（例如：研究基金补贴）
学费水平制订	由省级人民政府按教育成本及其他因素制定	由省级人民政府按教育成本及其他因素制定	学校自行制定	学费有上调空间
水电开支	与公办学校同价	与公办学校同价	与公办学校同价	继续享受与公办学校同等的优惠政策
接受集团化办学机构收购或控制	-	不允许	-	继续依法营运

资料来源：司法部，招银国际

❖ K12 线下培训：短期“减负”阵痛，长期规范化发展

回归 2018，K12 课辅核心条例集中在 3Q18 录取发布的两项新规：1)《关于规范校外培训机构发展的意见》（《意见》），提出三项核心限制，包括“8:30 结束”、“生均>3 平”、“预交学费<3 个月”；2)《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》（《通知》），强调《教师资格证》新规。具体影响分析如下：

1) **8:30 结束**：头部企业已基本通过上课时间提前、课间休息缩短等措施完成整改；

2) **生均>3 平**：存在衡量标准不确定性。如若按最严格标准，好未来和新东方均存在少数培训中心不达标（尤其在北上广深一线城市），目前头部企业已在落实培训中心物理点的迁移，预计短期存在租金成本上升压力，但对毛利率影响较为有限。

3) **预交学费<3 个月**：课辅机构夏季和冬季课程均短于 3 个月，春季和秋季班目前多数机构已采用分期、赠课模式完成整改。该细则对头部企业续班率影响较小，但中小型机构或面临续班率下滑风险。

4) **《教师资格证》新规**：2018 年 9 月，教育部出台《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》，要求所有培训机构需于 2018 年取得教师资格证（部分城市存在 1-2 年过渡期）。目前多数机构教师持证率~50%，基于历年教师资格证通过率测算，多数机构面临~20%的教师未通过风险，或将导致教师成本增加。结合培训中心的迁移，预计对头部企业产生 1~2 个百分点的利润率拖累。

展望 2019，我们认为“减负”大背景下课辅行业存在运营成本上升的短期风险，且因培训中心迁移、教师从业门槛提高（《意见》中明确要求从事语数英、理化生等学科知识类培训的老师必须具备教师资格证）、教学中心扩张节奏或有所受限，盈利增长层面存在低单位数的负面影响。短期政策强基调下板块估值略有压力。但长期来看，政策趋严有助于课辅行业规范化发展。受限于教师资质、场地条件及资质问题，我们预计中小机构将加速退出，头部机构继续整合。此外，在该政策趋势下，我们预计 2019 年课辅机构战略中心将转移至在线教育及双师课堂。长期看好 K12 课辅刚需的投资逻辑，短期政策规范化将持续。

图 236：《意见》三项核心限制影响分析

政策限制	政策要求	影响
场所条件	校外培训机构必须有符合安全条件的固定场所，同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米。	目前对于“生均>3 平”政策尚未具体测量标准，既可按照租赁面积/学生人数，亦可分校区单独计算。如若按最严格标准，好未来和新东方均存在少数培训中心不达标（尤其在北上广深一线城市），目前头部企业已在落实培训中心物理点的迁移，预计短期存在租金成本上升压力，但对毛利率影响较为有限。
培训安排	校外培训机构培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突，培训时间不得晚于 20:30，不得留作业。	影响较小，各培训机构已调整上课时间段。且培训课时数可不受影响。
收费管理	严格执行国家关于财务与资产管理的规定，收费时段与教学安排应协调一致，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。	小班教学多采用按期收费，夏季和冬季班均短于三个月，春秋班可做技术调整（如赠送课程、分期等），影响较小。对一对一教学影响较大，归因于 1x1 学费跨度多为 6-12 个月。

资料来源：国务院，招银国际整理

图 237：2018 年 9 月《通知》中有关《教师资格证》新规

关键时间点	政策要求
2018 年 10 月底	各省级教育行政部门于 2018 年 10 月底前将本省校外培训机构设置标准报教育部备案。
2H18	未取得相应教师资格的学科类教师应于 2019 年下半年报名参加教师资格考试；经过教师资格考试未能取得教师资格的，培训机构不得继续聘用其从事学科类培训工作。
定期	各省级教育行政部门要及时掌握各地市县整改进展情况，并继续通过“基础教育改革发展专项调查系统”（各地已在使用）实时按要求更新校外培训机构整改进展情况，教育部将于每月 15 日和 31 日各通报一次。

资料来源：国务院，招银国际整理

2018 年 12 月 3 日

❖ 投资主线：优选高教及职教赛道

基于政策风险考量，我们优选高教赛道，同时建议积极关注处于政策相对安全区的职业教育。K12 培优存在短期阵痛、K12 学校政策基调待明朗，长期依旧看好刚需及行业整合趋势。目前港股教育板块估值 13.6x FY19E P/E, 0.5x FY19E PEG, 远低于美股 21.8x FY19E P/E。政策落地前，教育板块预计持续波动，建议等待靴子落地。

首选标的：希望教育 (1765 HK, 买入)

希望教育目前在全国拥有九所学校，是中国第二大民办高等教育集团。看好其：1) 卓越的并购及院校创办能力；2) 招生人数及学费提升空间；及 3) 利润率改善，受惠于经营效率优化及财务费用降低。在不考虑并购因素下，公司内生盈利增长预期高达 48% (FY18-20E)，而目前公司估值仅为 13.8x FY19E P/E, 估值较为吸引。预计政策明朗化后助于估值重塑。维持买入评级，目标价 1.62 港币。

图 238：可比公司对比分析

港股教育	希望	新华	新高教	民生	中教	宇华	睿见
股票代码	1765 HK	2779 HK	2001 HK	1569 HK	839 HK	6169 HK	6068 HK
经营指标	FY17	FY17	FY17	FY17	FY17	FY17	FY17
类型	高教	高教	高教	高教	高教	K12+高教	K12
位置	四川、贵州、山西	安徽合肥	云南, 贵州, 黑龙江, 湖北, 甘肃, 河南, 新疆	重庆, 内蒙古	广州, 江西南昌	河南	东莞, 惠州, 潍坊, 盘锦, 揭阳
学校数量	9	2	7	7	3	27	7
学生数量	86,561	34,395	58,036	41,120	76,204	52,096	41,179
ASP(人民币)	8,693	8,817	7,140	11,619	12,456	16,244	23,774
利用率	85.4%	89.2%	NA	NA	91.5%	NA	96%(FY16)
教师数量	5,462	899	1,695	1,446	3,589	2,637	2,580
生师比	16	38	34	28	21	20	16
财务指标							
年结	12/2017	12/2017	12/2017	12/2017	12/2017	08/2017	08/2017
收入(百万人民币)	752	338	414	478	949	846	979
调整后净利润(百万人民币)	209	172	259	261	457	430	249
毛利率	48%	57%	55%	58%	59%	52%	46%
调整后净利润率	28%	51%	63%	55%	48%	51%	25%
ROE	31%	20%	14%	11%	11%	16%	11%
实际税率	-8.6%	-1.2%	-6.7%	0%	0%	0%	-25.9%

资料来源：各公司财报，彭博，招银国际

图 239：可比公司估值

市 值							EPS			PE			FY1-3 EPS CAGR
公司名称	股票代码 (百万美元)	货币	股价	会计年度	货币	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3		
香港同业													
K12+国际教育													
成实外教育	1565 HK	1,558.2	HKD	4.0	12/2017	CNY	0.13	0.17	0.21	27.4	20.9	15.5	29%
枫叶教育	1317 HK	1,293.7	HKD	3.4	12/2017	CNY	0.23	0.28	0.35	13.4	10.7	8.6	25%
睿见教育	6068 HK	835.0	HKD	3.2	08/2017	CNY	0.21	0.26	0.30	13.7	11.0	9.6	19%
宇华教育	6169 HK	1,363.6	HKD	3.3	08/2017	CNY	0.21	0.25	0.28	13.7	11.8	10.5	14%
平均										17.0	13.6	11.1	22%
高等教育													
新高教教育	2001 HK	758.5	HKD	4.2	12/2017	CNY	0.21	0.30	0.37	17.5	12.5	9.9	33%
希望教育	1765 HK	1,072.8	HKD	1.3	12/2017	CNY	0.05	0.08	0.10	23.8	13.8	10.9	48%
中教控股	839 HK	2,802.1	HKD	10.9	12/2017	CNY	0.47	0.58	NA	20.5	16.6	NA	NA
新华教育	2779 HK	462.3	HKD	2.3	12/2017	CNY	0.15	0.18	0.21	13.6	11.3	9.2	20%
平均										18.8	13.6	10.0	41%
平均										17.9	13.6	10.6	28%
海外同业													
新东方	EDU US	8,401.1	USD	52.9	05/2018	USD	2.42	3.26	4.10	23.1	17.2	13.7	30%
好未来	TAL US	15,322.4	USD	27.0	02/2018	USD	0.53	0.78	1.12	51.9	35.5	24.6	45%
斯特雷耶教育	STRA US	2,785.5	USD	128.3	12/2017	USD	4.57	6.08	7.20	29.6	22.3	18.8	25%
精锐教育	ONE US	1,220.3	USD	7.5	08/2017	CNY	2.68	3.34	3.95	18.8	15.1	12.8	21%
博实乐	BEDU US	1,282.7	USD	10.1	08/2017	CNY	3.21	4.03	4.94	23.3	18.6	15.2	24%
平均										28.7	21.8	17.5	31%
整体平均										22.5	17.1	13.8	30%

资料来源：彭博，招银国际

注：数据更新至 2018 年 12 月 1 日

中国必需消费板块

同步大市

分析师：叶建中，CFA - albertyip@cmbi.com.hk

在经济增速放慢背景下，低估值股份较具防御性

过去三个月行业表现与大市同步

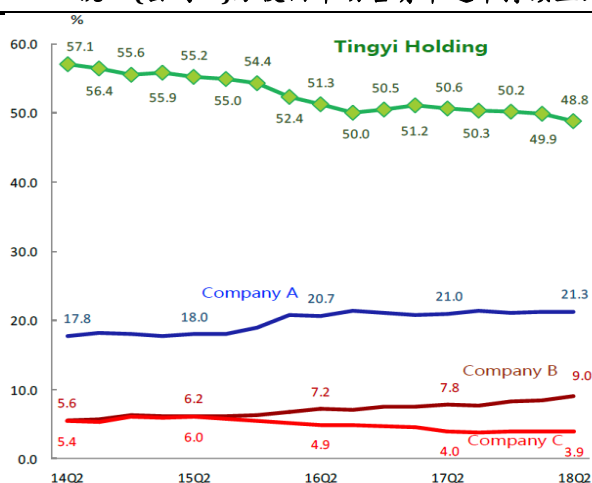
根据我们追踪的 14 家公司，过去三个月股价平均下跌 7%，表现与大市同步，行业平均估值为 FY18 预期 23.9 倍市盈率。2018 年上半年中国社会消费品零售总额同比上升 9.4%，粮油食品、饮料类分别上升 9.8% 及 9.6%，1-10 月份增长分别为 10.0% 及 9.1%，考虑到食品 CPI 9、10 月分别同比上涨 3.6% 及 3.3%，增速较上半年的 1.2% 明显加快，反映 9、10 月粮油食品、饮料类销售量增长略有放慢。

行业趋势一：注重产品创新升级，满足消费者需求

随着人均收入上升，中产阶级冒起带动消费升级，消费者比以往更注重产品质量、营养成份、及体验；此外，为了满足消费者变化的口味，食品饮料行业亦要不断开发新产品及将现有产品品类延伸至新口味及包装，保持增长动力。此外，新产品价格亦不受现有产品价格限制，成为行业提升毛利率的有效策略。

统一企业中国(220.HK, 未评级)具备不错的产品创新往绩纪录，「海之言」、「小茗同学」等饮品推出后市场反应良好，「汤达人」在中高端方便面领域高速增长，成为人民币 5 元以上价位主要品牌，带动统一在 2017 年方便面市场占有率突破至 21.2%。旺旺(151.HK, 未评级)今年推出全球首发无菌包装含乳冰淇淋「冻痴」，一经上市便取得过亿收益。蒙牛(2319.HK, 未评级)凭借深化与战略股东 Danone 及 Arla 合作的劣势，持续推进低温奶、奶粉产品结构升级；此外，酸奶作为健康食品，亦受到消费者青睐，根据尼尔森零研数据，常温酸奶于上半年中国市场零售额增长 18.6%，较低温纯牛奶(16.1%)、奶粉(14.8%)增速更为强劲，蒙牛 2017 年推出的冠益乳 BB12，于 2018 年上半年表现超预期。

图 240：统一(公司 A)方便面市场占有率近年持续上升



资料来源：康师傅、尼尔森、招银国际

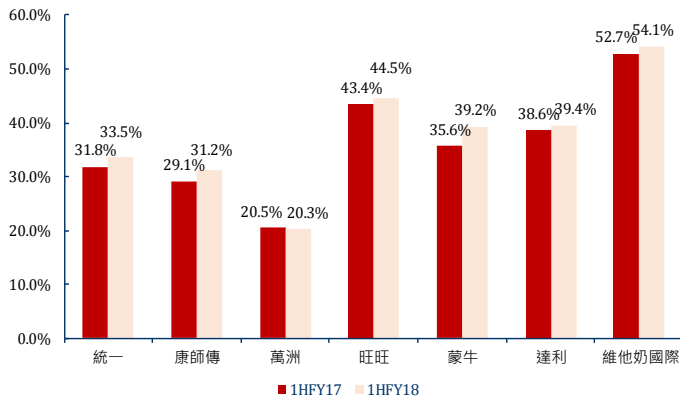
图 241：旺旺「冻痴」



资料来源：招银国际

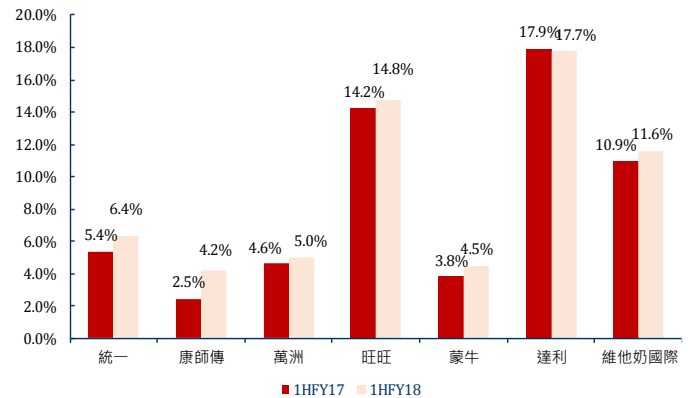
2018 年 12 月 3 日

图 242：1HFY18 毛利率同比变化



资料来源：公司、招银国际

图 243：1HFY18 净利率同比变化



资料来源：公司、招银国际

行业趋势二：创新营销、品牌年轻化

根据尼尔森《中国新零售白皮书》，在线购物者比线下购物者更年轻、收入及教育水平更高。品牌需要年轻化迎合消费者需求。例如康师傅冰红茶与「玩具总动员」、「捉妖记 2」等 IP 合作；旺旺与独立设计师品牌 TYAKASHA 进行跨界联名，在 10 月 16 日天猫国潮行动页面限量发售旺旺卫衣、零钱包，并于数秒内售罄，成功吸引年轻消费者注意。另外，30 岁以下用户为主的短视频平台抖音发布了 8 月份《抖音企业蓝 V 排行榜》，旺仔俱乐部、康师傅轻养果茶分别进入食品饮料活跃榜单前五名，我们相信品牌会越来越重视在社交媒体与年轻消费者接触。

图 244：于天猫国潮行动页面限量发售的旺旺卫衣



资料来源：招银国际

图 245：8 月份《抖音企业蓝 V 排行榜》食品饮料活跃榜前 5 名



资料来源：搜狐、招银国际

行业趋势三：渠道下沉及多元发展，电商增长空间大

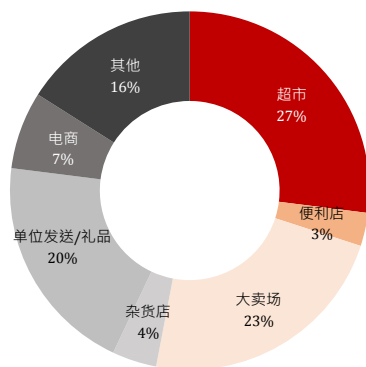
根据凯度 2018 年第二季《亚洲快速消费品市场洞察》数据，电商渠道占中国快速消费品零售额仅 9%，同比上升 2 个百分点，是唯一一个份额提升的渠道，相反，大卖场的销售占比则同比减少 1 个百分点至 22%。由于便利性及物流配送效率上升，我们认为未来电商仍是行业的重要增长渠道。

2018 年 12 月 3 日

农村收入水平持续增长，亦具备了一定的消费能力，农村消费力较城镇低，但食品消费占总消费开支比率较城镇高。食品饮料行业亦积极进行渠道下沉，拓展三、四线城市，例如：蒙牛于 2018 年上半年深化通路精耕策略，期内于乡镇地区增加了 95,000 个销售点的覆盖，带动三、四线城市收入增速较集团水平更快。

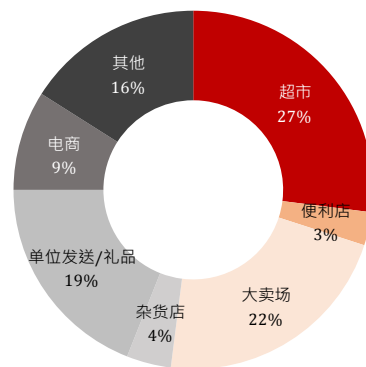
此外，企业亦积极探索新渠道，如康师傅通过创造消费场景，拓展餐饮(火锅店及美食街)、外卖渠道；旺旺与知名母婴平台开展直营合作，拓展母婴渠道，亦增设自动售卖机发展特殊渠道。我们认为企业只有通过以用户为中心，不断跟随市场变化捕捉新消费群体，才能避免落后于竞争对手。

图 246：中国快速消费品按渠道的销售占比(2Q17)



资料来源：凯度、招银国际

图 247：中国快速消费品按渠道的销售占比(2Q18)

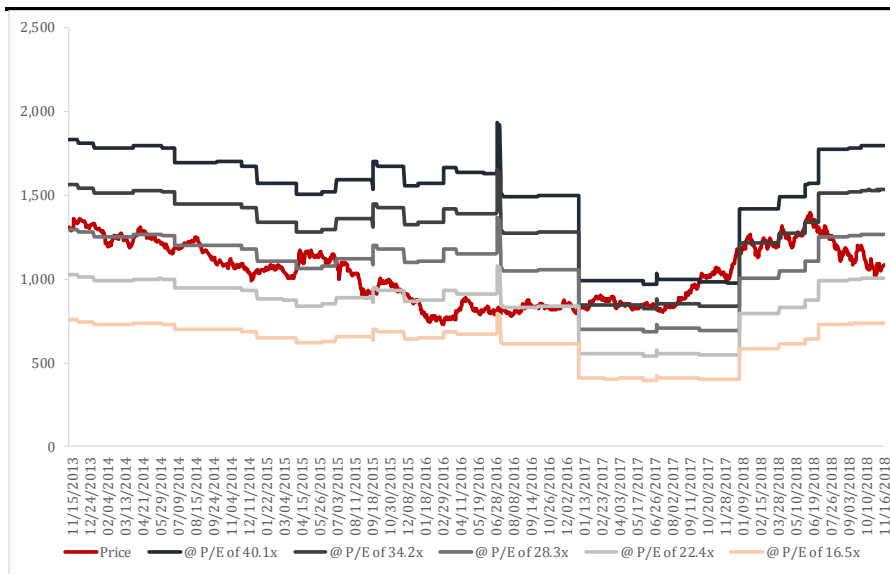


资料来源：凯度、招银国际

聚焦低估值股份，推荐旺旺、万洲

我们的宏观经济分析师预测 2019 年中国 GDP 增长将会放慢至 6.3%，人民币兑美元汇价略为下跌至约 7.0 左右。参考上一次经济增速回落周期，GDP 增速底部于 2016 年上半年出现，MSCI 中国必需消费指数于 2016 年 2 月下旬见底，现时指数往绩市盈率仍高于当时指数底部的往绩市盈率，我们估计 GDP 增速见底前，指数仍有下行的可能性，维持同步大市评级。在经济增速放慢的背景下，我们认为低估值股份具备较好防御性。

图 248：MSCI 中国必需消费指数 LTM 市盈率区间图



资料来源：彭博、招银国际证券

2018 年 12 月 3 日

旺旺 (151.HK, 未评级)

公司背景 旺旺主要业务为米果、乳品及饮料、休闲食品及其他产品之制造、分销及销售。业务大部份位于中国市场，其他则位于台湾、日本、香港及新加坡。公司也出口产品至美国、加拿大、东南亚及欧洲国家。

2H FY19 毛利率同比升幅扩大 公司于 2018 年 4 至 6 月对产品的提价只于 1H FY19 业绩中反映了一个季度，并将于 2H FY19 全面反映；此外，主要原材料奶粉、白糖的价格亦有所回落，它们分别占销售成本的中至高双位数及中至高单位数，管理层预期 2H FY19 下半年毛利率同比升幅环比扩大，FY19 全年毛利率同比可上升 2 至 3 个百分点。

积极推进品牌年轻化及产品创新 旺旺在 10 月份天猫国潮行动进行跨界联名页面，预售产品于数秒内售罄，成功为品牌带来美誉度。此外，旺旺亦在短视频平台抖音积极宣传推广，引起 30 岁以下年轻消费群关注，成功进入 8 月份《抖音企业蓝 V 排行榜》食品饮料活跃榜前 5 名，有利品牌年轻化。新产品无菌包装含乳冰淇淋「冻痴」销售反应不俗，显示公司具有产品创新能力。1H FY19 新产品销售占比为 3%，较过往的 2% 有所提升。

人口结构利好 管理层表示大约超过五成收入来自小孩，由于全国出生人口自 2010 年起上升，未来小孩数量上升，对部份目标消费群来自小孩的旺旺有利。

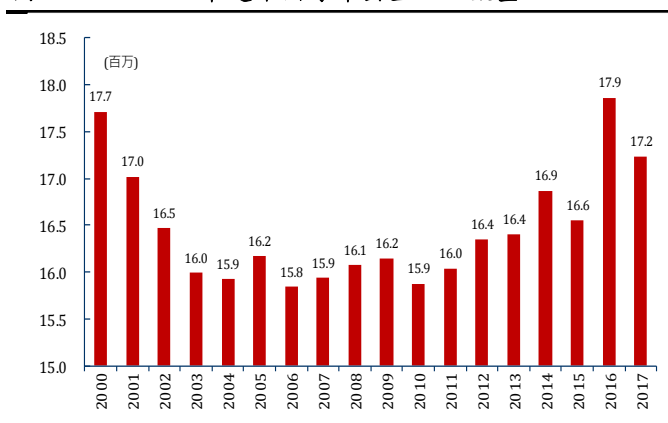
估值便宜 根据彭博预测，预期 FY19 每股盈利增长 11%，扭转 FY18 下跌 6% 的趋势，预期 FY19 市盈率 18.3 倍，低于过去五年平均值 21.5 倍，我们认为估值有修复空间。

图 249：新西兰 GDT 全脂奶粉拍卖价



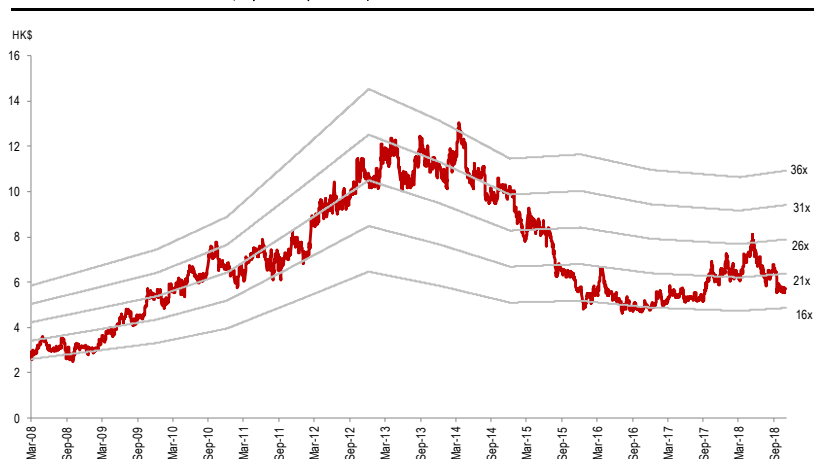
资料来源：凯度、招银国际

图 250：2000 年起中国每年出生人口数量



资料来源：WIND、招银国际

图 251：旺旺预期市盈率区间图



资料来源：彭博、招银国际证券

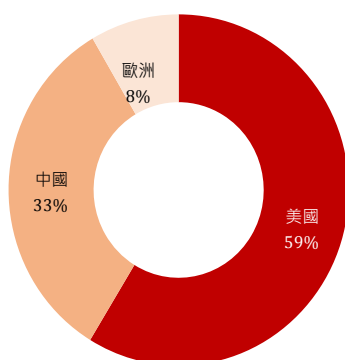
万洲(288.HK, 未评级)

公司背景 以市场份额计，万洲于全球生猪养殖、生鲜猪肉及猪肉制品行业均排名第一，公司业务遍布中国、美国及欧洲。于 1HFY18，按外部收入计，美国、中国及欧洲市场分别占公司收入的 59%、33%及 8%。

2018 年跑输大市 受三重因素影响，2018 年跑输大市受到中国及墨西哥对美国进口猪肉加征关税，以及中国出现非洲猪瘟影响，股价今年以来大幅下跌 32%，逊于恒生指数的 13% 跌幅，表现跑输大市。

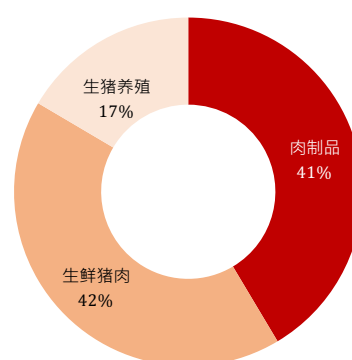
若 USMCA 明年生效有利美国业务复苏 于 1HFY18，美国业务占公司收入及可呈报分部利润分别 58%及 39%，而美国生猪养殖及生鲜猪肉业务占美国业务收入(含分部间收入)的 59%，由于墨西哥于 2018 年 6 月起对美国猪肉进口征收关税，拖累美国生猪价格下跌及出口墨西哥猪肉量，若 USMCA 能于 2019 年正式生效，墨西哥对美国进口猪肉关税有望取消，美国生猪养殖、生鲜猪肉业务可望复苏。

图 252：万洲按地区外部收入占比(1H18)



资料来源：公司、招银国际

图 253：万洲美国市场按业务总分部收入(含分部间收入)占比(1H18)

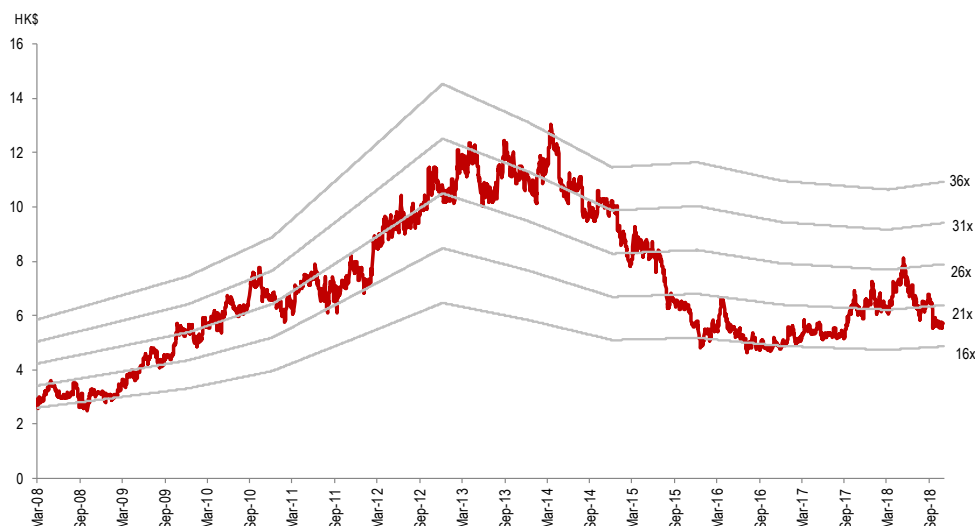


资料来源：公司、招银国际

非洲猪瘟总体可控 根据农业农村部 11 月 23 日新闻发布会公布数据，自 8 月初首次发现非洲猪瘟以来，截至 11 月 22 日，全国共有 20 个省份 47 个市（区、县）发生 73 起家猪疫情、1 起野猪疫情，累计扑杀生猪 60 万头，已有 7 个省的 24 个疫区按规定解除封锁，非洲猪瘟疫情多点散发，但总体可控。大部份猪瘟爆发来自规模小的散养户，累计扑杀生猪数量占全国截至 10 月底生猪存栏数 3.25 亿头仅 0.2%。目前出现猪瘟疫情地区的已经禁止生猪调运，导致全国各省(市)生猪价格出现分化，由于公司生猪屠宰厂遍布全国 18 个省(市)，可选择在生猪价格较低地区(例如东北)多收购生猪，在屠宰加工变成猪肉后可以调往价格较高地区销售(例如浙江)，减少生猪价格波动对生鲜猪肉业务影响。

估值便宜 根据彭博预测，市场预期 FY18 每股盈利下跌 5%，FY19 每股盈利增长 9%，预期 FY19 市盈率 9.5 倍，低于历史平均值 10.5 倍。我们相信公司最差的情况已经出现，估值可望修复。

图 254：万洲预期市盈率区间图



资料来源：彭博、招银国际证券

图 255：估值表

必需消费品				每股收益				每股收益複		市盈率(x)			市淨率(x)		
上市公司	代码	市值 (百万港元)	股价	评级	年結	FY1	FY2	FY3	合增長率 FY1-3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
华润啤酒	291 HK	90,837	28.00	未评级	Dec-17	0.63	0.82	0.99	26.0	39.7	30.4	25.0	4.1	3.8	3.4
青岛啤酒	168 HK	43,784	30.80	未评级	Dec-17	1.17	1.37	1.57	15.8	23.4	20.0	17.4	2.0	1.9	1.8
万洲	288 HK	88,200	6.01	未评级	Dec-17	0.07	0.07	0.08	9.0	10.4	9.5	8.7	1.4	1.3	1.2
蒙牛乳业	2319 HK	95,438	24.30	未评级	Dec-17	0.79	1.01	1.23	25.0	27.3	21.3	17.4	3.3	3.0	2.6
中国旺旺 #	151 HK	71,832	5.77	未评级	Mar-18	0.28	0.29	0.32	8.0	18.5	17.4	15.8	4.0	3.6	3.2
恒安国际	1044 HK	78,153	64.80	未评级	Dec-17	3.26	3.53	3.81	8.1	17.6	16.3	15.1	3.9	3.6	3.3
维达国际	3331 HK	14,835	12.42	未评级	Dec-17	0.52	0.62	0.75	19.7	21.2	17.9	14.7	1.6	1.5	1.4
康师傅控股	322 HK	60,223	10.72	未评级	Dec-17	0.44	0.50	0.56	13.3	21.5	19.1	16.8	2.6	2.4	2.2
统一企业	220 HK	30,797	7.13	未评级	Dec-17	0.26	0.30	0.33	13.4	24.4	21.3	19.0	2.0	2.0	1.9
高鑫零售	6808 HK	84,903	8.90	未评级	Dec-17	0.29	0.31	0.35	10.0	27.0	25.6	22.4	3.1	2.9	2.7
维他奶国际	345 HK	32,789	30.90	未评级	Mar-18	0.69	0.80	0.99	19.8	44.8	38.7	31.2	10.4	9.3	8.2
H&M国际	1112 HK	33,707	52.65	未评级	Dec-17	1.97	2.53	3.21	27.8	23.8	18.5	14.5	5.6	4.4	3.6
达利食品	3799 HK	78,467	5.73	未评级	Dec-17	0.28	0.32	0.37	14.4	18.1	15.8	13.8	4.6	4.1	3.7
周黑鸭	1458 HK	9,533	4.00	未评级	Dec-17	0.28	0.29	0.32	7.0	12.6	12.1	11.0	1.8	1.7	1.5
平均值									15.5	23.6	20.3	17.4	3.6	3.2	2.9
畜牧及肉制品业															
万洲	288 HK	88,200	6.01	未评级	Dec-17	0.58	0.64	0.69	9.4	10.4	9.5	8.7	1.4	1.3	1.2
卜峰国际	43 HK	16,610	0.69	未评级	Dec-17	0.08	0.08	na	na	8.8	8.8	na	1.1	1.0	na
双汇国际	000895 CH	72,491	21.97	未评级	Dec-17	1.50	1.60	1.77	8.4	14.6	13.7	12.4	4.7	4.5	4.2
牧原	002714 CH	50,567	24.25	未评级	Dec-17	0.66	1.13	2.39	90.3	36.7	21.4	10.1	3.8	3.6	2.6
Tyson foods	TSN US	23,606	59.46	未评级	Sep-17	5.94	6.03	6.26	2.6	10.0	9.9	9.5	1.8	1.6	1.5
Hormel foods	HRL US	24,369	45.71	未评级	Oct-17	1.85	1.84	1.96	2.7	24.7	24.9	23.4	4.8	4.0	3.7
Sanderson Farms	SAFM US	2,506	109.74	未评级	Oct-17	2.39	1.60	2.03	-7.8	45.9	68.7	54.1	1.7	1.7	1.7
平均值									17.6	21.6	22.4	19.7	2.8	2.5	2.5
乳业															
伊利	600887 CH	142,228	23.40	未评级	Dec-17	1.06	1.22	1.44	16.3	22.0	19.2	16.3	5.1	4.6	4.0
蒙牛乳业	2319 HK	95,438	24.30	未评级	Dec-17	0.79	1.01	1.23	25.0	27.3	21.3	17.4	3.3	3.0	2.6
光明乳业	600597 CH	10,065	8.22	未评级	Dec-17	0.50	0.54	0.61	9.8	16.3	15.1	13.5	1.7	1.6	1.5
现代牧业	1117 HK	5,518	0.90	未评级	Dec-17	0.08	0.05	0.10	14.0	10.0	14.8	7.7	0.8	0.8	0.8
雅士利	1230 HK	6,691	1.41	未评级	Dec-17	0.01	0.03	0.05	169.9	178.7	50.0	24.5	1.2	1.2	1.2
澳优	1717 HK	14,706	9.30	未评级	Dec-17	0.40	0.54	0.72	33.7	20.4	15.2	11.4	4.0	3.5	2.9
圣牧	1432 HK	2,097	0.33	未评级	Dec-17	(0.18)	0.06	na	na	na	5.0	na	0.5	0.4	na
平均值									44.8	45.8	20.1	15.1	2.4	2.2	2.2
超市															
永辉超市	601933 CH	68,812	7.19	未评级	Dec-17	0.17	0.23	0.30	34.0	43.1	30.9	24.0	3.4	3.2	3.0
中百集团	000759 CH	3,807	5.59	未评级	Dec-17	0.70	0.19	0.24	-41.2	8.0	29.6	23.0	1.2	1.2	1.2
步步高	002251 CH	6,816	7.89	未评级	Dec-17	0.22	0.27	0.34	24.3	35.9	28.9	23.2	1.1	1.1	1.0
百联	600827 CH	15,388	8.83	未评级	Dec-17	0.49	0.52	0.50	1.6	18.2	17.1	17.6	0.9	0.9	0.9
高鑫零售	6808 HK	84,903	8.90	未评级	Dec-17	0.29	0.31	0.35	10.0	27.0	25.6	22.4	3.1	2.9	2.7
平均值									5.7	26.4	26.4	22.0	1.9	1.8	1.7
国际同业															
P&G	PG US	229,060	91.94	未评级	Dec-17	4.18	4.40	4.70	6.0	22.0	20.9	19.6	4.3	4.4	4.4
Essity	ESSITYB SS	155,621	221.60	未评级	Dec-17	11.15	13.39	14.93	15.7	19.9	16.5	14.8	3.5	3.1	2.8
L'Oreal	OR FP	114,870	205.00	未评级	Dec-17	7.07	7.57	8.09	7.0	29.0	27.1	25.3	4.3	4.0	3.7
Pigeon	7956 JT	578,462	4755.00	未评级	Jan-18	8.30	9.44	10.66	13.3	35.4	31.1	27.6	8.5	7.6	6.7
Pepsico	PEP US	163,544	115.86	未评级	Dec-17	5.66	5.96	6.39	6.3	20.5	19.4	18.1	15.3	14.5	13.7
Coca-Cola	KO US	208,016	48.87	未评级	Dec-17	2.08	2.22	2.40	7.4	23.5	22.0	20.3	11.5	11.3	10.7
Danone	BN FP	45,090	65.82	未评级	Dec-17	3.56	3.87	4.25	9.3	18.5	17.0	15.5	2.6	2.4	2.2
Nestle	NESN SW	259,191	84.62	未评级	Dec-17	3.87	4.20	4.61	9.1	21.9	20.2	18.4	4.2	4.2	4.1
Meiji	2269 JT	1,392,473	9120.00	未评级	Mar-18	28.94	28.68	30.20	2.2	19.3	19.5	18.5	2.5	2.3	2.1
Kraft Heinz	KHC US	62,277	51.07	未评级	Dec-17	3.63	3.75	3.90	3.7	14.1	13.6	13.1	1.0	0.9	0.9
Heineken	HEIA NA	46,875	81.38	未评级	Dec-17	4.09	4.46	5.71	18.2	19.9	18.3	14.3	3.2	2.9	2.6
Budweiser	BUD US	155,704	77.11	未评级	Dec-17	3.98	4.80	5.37	16.1	19.4	16.1	14.4	2.0	1.9	1.7
平均值									9.5	21.9	20.1	18.3	5.2	5.0	4.6

资料来源：彭博

中国非必需消费行业

同步大市

分析师：胡永匡 - walterwoo@cmbi.com.hk

中国消费行业增长或许放慢，但有危才有机

❖ 1) 有危才有机，2019 年下半年可能会出现拐点。

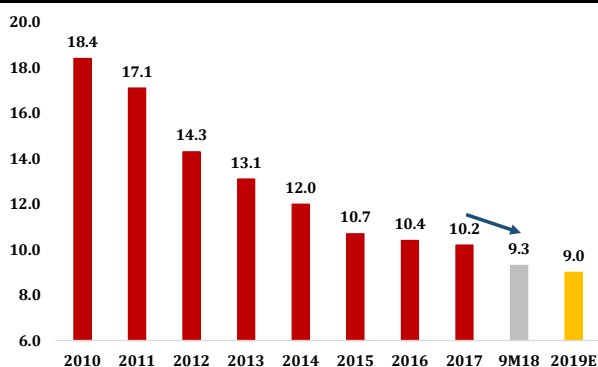
对于 2019 年的中国非必需零售行业，我们给予同步大市的评级，是因为我们预计中国零售销售增长会在 2019 年有所放缓。

但我们相信，对于投资者来说，在未来的一年，仍然有望找到合适的时间点去配置合适的股票的，原因是：

- 1) 目前的行业估值相当偏低，接近 7 年来最低的水平，较平均值低约 1.0 个标准差，
- 2) 除了目前已经出台的个税改革调整，可以合理憧憬更多政府的利好政策，因为面对贸易战的困扰，固定资产投资和工业制造增长疲弱的情况下，提振消费增长力度是符合政府利益的，
- 3) 利好行业的策略落地时间点或是 2019 年的下半年，届时企业利润增长或会企稳并且加速，出现先低后高的情况，
- 4) 尽管人均收入增长有些放缓，但消费升级仍然无可避免的在持续，行业龙头其实倾向于在行业回调时赢取更多市场份额，并在市场反弹时爆发增长，
- 5) 三线或以下城市，受惠政策倾斜，人均收入增长和财富效应力度持续，预料仍然可以推动强劲消费增长。

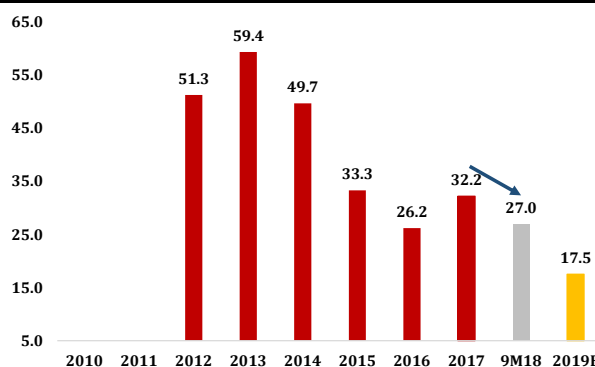
我们预计 2019 年的中国零售销售增速会进一步放慢至 9.0% (从 2018 年前 9 个月的 9.3%)，主要是受制于 1) 经济下行，2) 人均收入增速放缓，3) 财富效应消退，4) 企业盈利增长疲弱等因素。

图 256：中国零售额（累计同比）增长



资料来源：中国国家统计局，招银国际研究

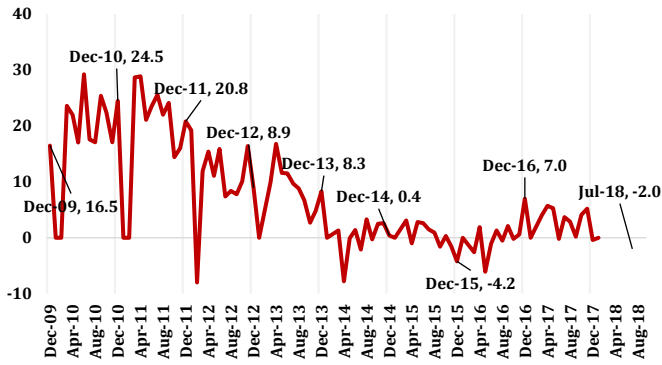
图 257：中国线上零售额（累计同比）增长



资料来源：艾瑞咨询，中国国家统计局，招银国际研究预测

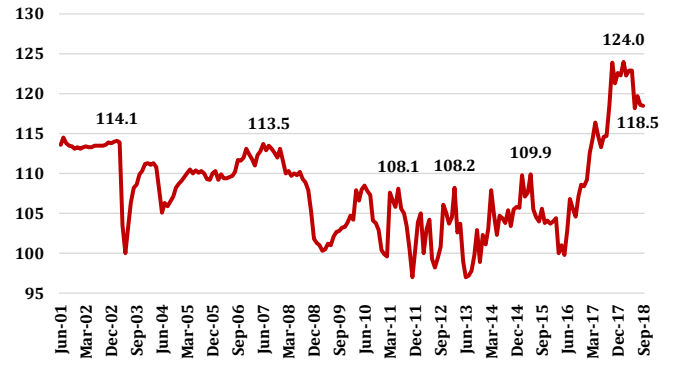
2018 年 12 月 3 日

图 258：中国百大零售商销售额（同比）增长



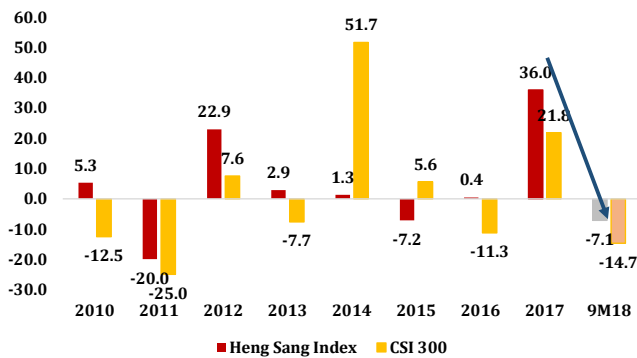
资料来源：中国国家商业信息中心，招银国际研究

图 259：中国消费者信心指数



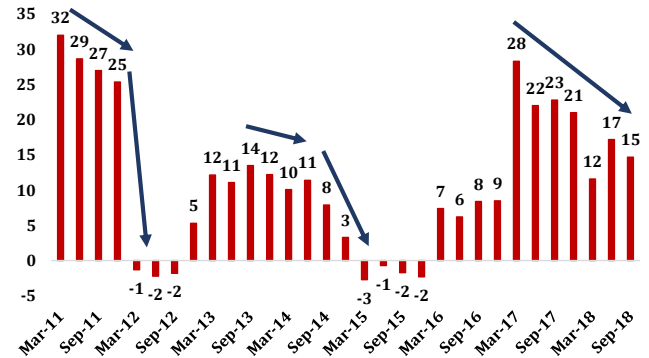
资料来源：中国国家统计局，招银国际研究

图 260：中国 H 股(恒生指数)和 A 股(沪深 300 指数)表现



资料来源：香港交易所，沪深证券交易所，招银国际研究

图 261：中国工业利润（累计同比）增长

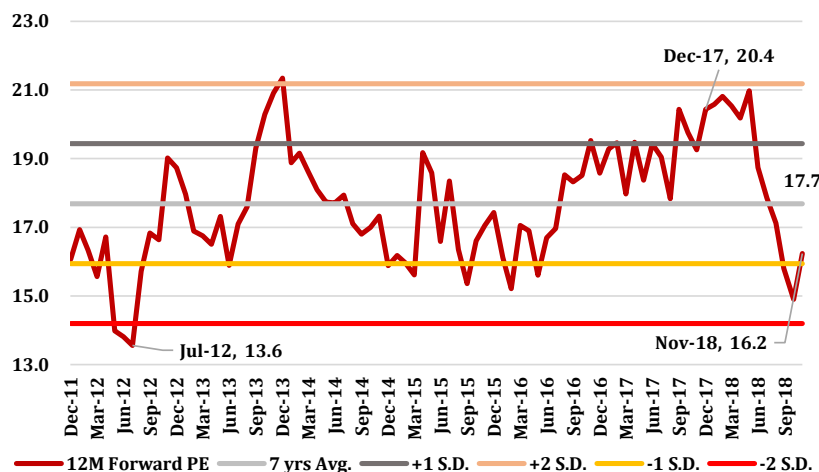


资料来源：中国国家统计局，招银国际研究预测

1.1 行业估值不高（比其 7 年平均值低 1.0 个标准差）

目前行业估值从年初的 20.4 倍 18 年预测市盈率，被下调到只有 16.2 倍，较 7 年平均的 17.7 倍低约 1.0 个标准差，很接近 15 和 16 年的低位。

图 262：行业的 18 财年市盈率从 20.4 下调到 16.1 倍



资料来源：彭博资讯，招银国际研究预测

2018 年 12 月 3 日

1.2 除了目前已经出台的个税改革调整，可以合理憧憬更多政府的利好政策，因为面对贸易战的困扰，固定资产投资和工业制造增长疲弱的情况下，提振消费增长力度是符合政府利益的，

目前的已经出台的减税政策，如 1) 上调个人所得税扣减标准，从 3,500 人民币增加至 5,000 人民币，2) 增加可扣减个税的 6 个支出事项，如子女教育，成人教育，大病医疗，住房贷款利息，住房租金和赡养老人等等，都是可以提高实际家庭收入的措施。即使有一半的金额被储蓄下来，令一半仍然可以带动消费增长。加上从目前的宏观经济增长预测，2019 年中国的 GDP 增长是有可能进一步放缓。我们认为，如果中国政府锐意提振经济增长，那么促进消费，应该要比增加固定资产投资和工业制造增长来得要合理和自然。

我们亦预期未来或会有更多促进消费的政策出台，因为在 2018 年的 9 月中，中共中央和国务院联合发布了《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》，这是中央近年来少有针对性针对消费行业发布的高层次政策文件，可其重视的程度。如果有其他减税政策(包括增值税和企业所得税)，亦会达到提升消费意愿和力度的效果。

图 263：近年来消费行业的主要政策

Date	Department	Title	Index	Key messages
24-Sep-2018	中共中央，国务院	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	国办发〔2018〕93号	进一步放宽服务消费领域市场准入，完善促进实物消费结构升级的政策体系，加快推进重点领域产品和服务标准建设，建立健全消费领域信用体系，优化促进居民消费的配套保障，加强消费宣传推介和信息引导。
2-Jul-2018	国务院	《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展的意见》	国办发〔2018〕53号	优化进口结构促进生产消费升级，优化国际市场布局，积极发挥多渠道促进作用，改善贸易自由化便利化条件。
14-Sep-2017	国务院	《关于完善进出口商品质量安全风险预警和快速反应监管体系切实保护消费者权益的意见》	国发〔2017〕43号	进一步建立健全进出口商品质量安全监管制度，切实维护消费者权益和国门安全，预防和保护社会公众免受质量安全风险伤害，为民生保障与经济发展提供高质量供给。
13-Aug-2017	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	国发〔2017〕40号	优化信息消费环境，进一步加大网络提速降费力度，积极拓展信息消费新产品、新业态、新模式，扩大信息消费覆盖面，加强和改进监管，完善网络安全保障体系，打造信息消费升级版，不断释放人民群众日益增长的消费需求，促进经济社会持续健康发展。
14-Feb-2017	国务院	《关于“十三五”国家食品安全规划和“十三五”国家药品安全规划的通知》	国发〔2017〕12号	尊重食品安全客观规律，坚持源头治理、标本兼治，确保人民群众“舌尖上的安全”，全面建立严密高效，切实提高食品安全监管水平和能力，增强食品安全监管的统一性与专业性。
12-Jan-2017	国务院	《关于“十三五”市场监管规划的通知》	国发〔2017〕6号	维护消费者权益放在市场监管的核心位置，并强调要推动在全国范围内开展放心消费创建活动，提高消费环境安全度、经营者诚信度和消费者满意度。
30-Dec-2016	国务院	《国家人口发展规划（2016—2030年）》	国发〔2016〕87号	以促进人口均衡发展为主线，坚持计划生育基本国策，鼓励按政策生育，充分发挥全面两孩政策效应，综合施策，创造有利于发展的人口总量势能、结构红利和素质资本叠加优势，促进人口与经济社会、资源环境协调可持续发展。
7-Dec-2016	国务院	《关于“十三五”旅游业发展规划的通知》	国发〔2016〕70号	“十三五”期间我国旅游业发展要實現四大目标。一是旅遊經濟穩步增長。二是綜合效益顯著提升。三是人民群眾更加滿意。。四是國際影響力大幅提升。
23-Nov-2016	国务院	《“十三五”脱贫攻坚规划》	国发〔2016〕64号	坚持精准扶贫、精准脱贫基本方略，与区域整体开发有机结合，充分发挥政府、市场和社会协同作用，充分调动贫困地区干部群众的内生动力，大力推进实施一批脱贫攻坚工程，加快破解贫困地区区域发展瓶颈制约，不断增强贫困地区和贫困人口自我发展能力，确保与全国同步进入全面小康社会
10-Oct-2016	国务院	《关于激发重点群体活力带动城乡居民增收的实施意见》	国发〔2016〕56号	提高城乡居民收入是全面建成小康社会的重要内容，体现社会主义本质的必然要求。为营造激励奋发向上的公平环境，拓宽就业渠道，促进各类社会群体依靠自身努力和智慧，创造社会财富，共享发展红利，必须进一步深化收入分配制度改革，强化收入分配政策激励导向
1-Jun-2016	国务院	《关于全民健身计划（2016—2020年）的通知》	国发〔2016〕37号	以增强人民体质、提高健康水平为根本目标，以满足人民群众日益增长的多元化体育健身需求为出发点和落脚点，统筹建设全民健身公共服务体系和产业链、生态圈，提升全民健身现代治理能力
19-Nov-2015	国务院	《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	国发〔2015〕66号	以传统消费提质升级、新兴消费蓬勃兴起为主要内容的新消费，及其催生的相关产业发展、科技创新、基础设施建设和公共服务等领域的新投资新供给，蕴藏着巨大发展潜力和空间。为更好发挥新消费引领作用，加快培育形成经济发展新供给新动力
2-Oct-2014	国务院	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国发〔2014〕46号	部署积极扩大体育产品和服务供给，推动体育产业成为经济转型升级的重要力量，促进群众体育与竞技体育全面发展，加快体育强国建设，不断满足人民群众日益增长的体育需求

资料来源：国务院，招银国际研究预测

2018 年 12 月 3 日

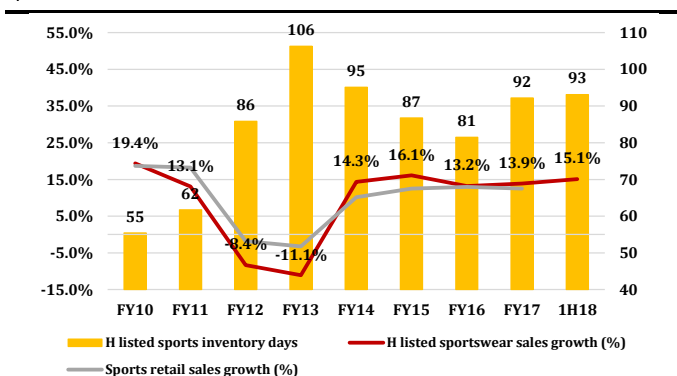
1.3 利好行业的策略落地时间点或会是 2019 年的下半年，届时企业利润增长或会企稳并且加速，出现先低后高的情况，

17 年 4 季度和 18 年 1 季度因为 1) 股市畅旺，2) 企业盈利提升，3) 天气寒冷，而令消费行业增长快速到今年会变成高基数，所以我们预计 18 年 4 季度至 19 年 2 季度下行压力较大，但受惠于政策利好，行情应会在下半年逐步改善。

1.4 尽管人均收入增长有些放缓，但消费升级仍然无可避免的在持续，行业龙头其实倾向于在行业回调时赢取更多市场份额，并在市场反弹时爆发增长，

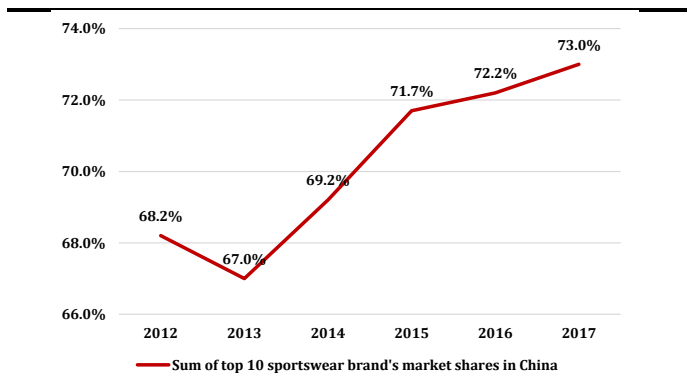
随着近年主力消费群体，从 60-70 后过渡到 80-90 后，对于品质，品味要求快速提升，而消费行业的龙头公司对品牌，产品，渠道的投入更多，与其他公司的竞争力差距逐渐扩大，加速行业的洗排效应，令其市场占有率持续提高。

图 264：中国上市运动服公司销售和库存和行业销售增长



资料来源：上市公司公开资料，招银国际研究

图 265：中国运动服装行业十大公司的市场份额

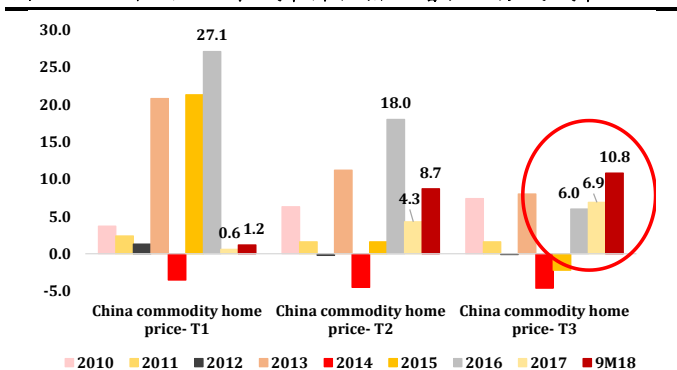


资料来源：Euromonitor，招银国际研究

1.5 三线或以下城市，受惠政策倾斜，人均收入增长和财富效应力度持续，预料仍然可以推动强劲消费增长。

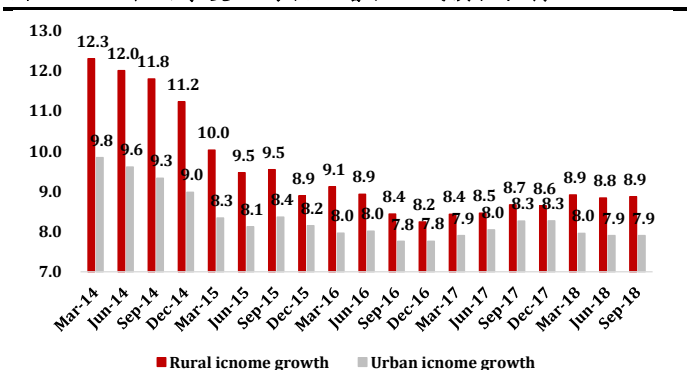
近年来，我们可以看见，因为中央推出一系列的推动缩小收入分配差距的政策，如 1) 合理调整最低工资，2) 精准脱贫，3) 促进大城市和小城镇协调发展，4) 加快农村转移人口市民化，城乡地区的人均收入增长持续较快。而且加上一二线城市限购，和推动城市群发展等疏导政策，令三线城市的房价打破了和一二线房价同步的规律，走出了上涨行情，我们预计无论购买力增长和财富效应，三线或以下城市都可望推动强劲消费增长。

图 266：中国 70 个城市价格指数增长，分线城市



资料来源：中国指数研究院，招银国际研究

图 267：中国季度人均收入增长，城镇和农村



资料来源：中国国家统计局，招银国际研究

❖ 2) 按消费行业子板块的展望

整体而言，在 2019 年，在消费行业的子板块里，我们**优先看好**

1) 餐饮类，因为对于新一代的消费者来说，外出食饭是越来越流行的趋势，在家煮饭比例正在下降，特别看好在服务，体验，性价比特别优秀的品牌，以及能够规模化的火锅，在行业加速洗牌的时候，去抢占更多市场份额。由于今年的价格战相对激烈做成了低基数，到 2019 年可能会有良好的增长。**重点关注：海底捞 (6828 HK, 买入), 呷哺呷哺 (520 HK), 颐海国际 (1579 HK)。**

2) 服装类（包括男装，女装和内衣），我们认为其走出了过去五年的调整期，目前库存水平开始下降，利好未来销售增长和折扣率的改善。特别看好购物商场和电子商务的占比较高和较成熟的品牌，同时我们也喜欢能够定义潮流，产品素质足以和海外品牌竞争的国产品牌。我们预计行业整合将会加速，更加利好龙头企业进一步抢占市场份额。**重点关注：波司登 (3998 HK), 中国利郎 (1234 HK), JNBY (3306 HK), 都市丽人 (2298 HK, 买入)。**

3) 体育用品类，我们并认为目前的库存水平从低位虽然有所反弹，但仍然相当健康，只要未来行业增长保持快速，将不会构成很大问题。未来，1) 国民体育参与度继续上升，2) 产品功能和时尚水平继续提升，抢占传统服装行业市场份额，3) 加上市场对国产品牌接受程度继续提升，都是有利的增长点。特别看好更具备潮流和时尚触角和大众市场价格定位的运动品牌。**重点关注：安踏体育 (2020 HK, 买入), 李宁 (2331 HK), 特步国际 (1368 HK)。**

我们对下面的子板块有**负面**的看法

1) 奢侈品牌，是因为预期财富效应在 2019 年逐渐消退，加上人民币在 2018 年下半年开始贬值，对海外旅游需求和购买力都有打击，所以不论对奢侈品品牌，钟表和珠宝首饰等等，都建议避开。个别品牌，如果能够有产品力和受欢迎程度上的显著提升，或可走出独立行情。**重点关注：Prada (1913 HK, 买入)。**

2) 家电和家具类，主要原因是因为 2018 年头 9 个月的房地产面积销售较 2017 年有所下跌，加上房价在一二线城市停滞不前，财富效应有限，以及原材料价格成本持续上升的压力。综合整体宏观环境前景较不明朗，对房地产的提振有限，所以认为未来 2019 年的下行机会较大。建议避开家电和家具等品牌。**重点关注：海尔电器 (1169 HK), 海信家电集团 (921 HK), 敏华控股 (1999 HK)。**

3) 旅游及酒店类，因为企业盈利增速开始下降，叠加 2018 年下半年人民币贬值，会减弱海外旅游的需求，同时亦会影响如香港零售等子板块。**重点关注：锦江酒店 (2006 HK), 莎莎国际 (178 HK), 利福国际 (1212 HK)。**

另外，我们对下面的子板块有**中性**的观点

1) 出口类，尽管对于出口类公司，我们认为是喜忧参半，因为一方面是担心潜在贸易战所带来的对订单和成本的冲击，以及中国内地人力成本上升的压力（包括未来社保政策的影响），但另一方面也有利好的因素，如人民币汇率有望继续贬值，和海外（美国，欧洲和日本等等）的消费需求继续改善。我们会比较喜欢拥有较强产品力以及在海外地区产能有所扩张的龙头生产商。**重点关注：荣威国际 (3358 HK, 买入)。**

2) 婴童产品类，我们对保持中性看法，一方面因为生育成本上升而令生育率在 2017 年有所下降，进而影响婴儿用品销量的增长，但另一方面，行业采取提升单价去弥补增长。特别利好高端和设计领先的品牌。**重点关注：好孩子国际 (1086 HK, 买入)。**

3) 电影娱乐类，尽管国内票房也许会因为 2019 年电影的质量更好而可能会造好，但新戏院建设速度放缓和供过于求情况仍有待解决，每间戏院的营运利润仍备受压力。而且针对明星薪水定价过高和潜在逃税的政策对行业仍然是很负面一个悬念。**重点关注：IMAX 中国 (1970 HK), TVB (511 HK)。**

2018 年 12 月 3 日

❖ 3) 同行估值

图 268：同行估值表 1

Company	Ticker	Price HK\$	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)	PER (x)	PER (x)		PBR (x)	PBR (x)	PBR (x)		Yield (%)	Net gearing	YTD	
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY0	performanc	
Tourism																
Shanghai Jin Jiang Intl Ho-H	錦江酒店	2006 HK	2.10	11,689	31/12/2017	13.6	13.7	11.7	18.3	1.1	1.0	1.0	1.4	4.4	33.2	(22.8)
Hongkong & Shanghai Hotels	大酒店	45 HK	12.04	19,423	31/12/2017	14.9	24.6	24.3	14.7	0.5	n/a	n/a	0.4	1.8	14.3	3.8
Shangri-La Asia Ltd	香格里拉 (亞洲)	69 HK	11.10	39,799	31/12/2017	20.4	21.8	18.7	30.2	0.8	0.7	0.7	0.8	2.0	60.2	(37.4)
Huazhu Group Ltd-Adr	華住酒店集團	HTHT US	30.28	69,031	31/12/2017	39.9	38.0	28.3	37.1	8.5	7.9	6.1	5.2	0.5	22.4	(16.1)
Btg Hotels Group Co Ltd-A	首旅酒店	600258 CH	16.76	18,478	31/12/2017	18.6	18.0	15.0	40.8	2.0	2.0	1.8	3.4	0.9	38.2	(25.5)
China Travel Intl Inv Hk	香港中旅	308 HK	2.17	11,836	31/12/2017	10.3	10.0	9.0	17.4	0.7	0.7	0.7	0.9	4.3	(26.4)	(25.4)
Average					19.6	21.0	17.8	26.4	2.3	2.5	2.1	2.0	2.3	23.7	(20.6)	
Median					16.7	19.9	16.9	24.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.9	27.8	(24.1)	
HK retail																
Chow Tai Fook Jewellery Grou	周大福	1929 HK	6.60	66,000	31/3/2018	15.5	14.3	12.6	19.0	2.3	2.0	1.9	2.4	5.4	15.6	(16.5)
Luk Fook Holdings Intl Ltd	六福集團	590 HK	22.85	13,415	31/3/2018	8.9	9.0	8.4	10.6	1.4	1.2	1.1	1.6	4.9	(13.6)	(31.9)
Chow Sang Sang Hldg	周生生	116 HK	12.14	8,224	31/12/2017	7.5	7.9	7.2	12.1	0.8	0.8	0.7	1.4	5.0	8.4	(35.7)
Sa Sa International Hldgs	莎莎國際	178 HK	3.17	9,802	31/3/2018	20.5	15.8	14.0	19.2	3.9	3.8	3.6	4.8	6.2	(55.0)	6.1
Lifestyle Intl Hldgs Ltd	利福國際	1212 HK	12.48	18,744	31/12/2017	8.1	10.8	9.8	10.1	4.7	4.2	3.5	3.8	5.1	125.7	20.2
Cafe De Coral Holdings Ltd	大家樂集團	341 HK	19.28	11,289	31/3/2018	22.8	21.7	20.1	25.4	3.6	3.3	3.2	3.8	4.2	(23.1)	(8.4)
Average					13.9	13.2	12.0	16.1	2.8	2.5	2.3	3.0	5.1	9.7	(11.0)	
Median					12.2	12.5	11.2	15.6	2.9	2.6	2.5	3.1	5.1	(2.6)	(12.4)	
Macau Gaming																
Sands China Ltd	金沙中國	1928 HK	33.85	273,525	31/12/2017	18.4	16.6	15.3	23.8	10.0	7.7	7.6	7.5	6.1	69.9	(16.1)
Galaxy Entertainment Group L	銀河娛樂	27 HK	48.05	207,757	31/12/2017	15.8	15.6	14.6	24.1	3.4	3.2	2.8	4.9	1.9	(12.6)	(22.2)
Sjm Holdings Ltd	澳博控股	880 HK	7.05	39,900	31/12/2017	15.9	15.5	17.5	15.3	1.5	1.5	1.5	2.7	3.9	(30.8)	0.7
Melco International Develop.	新濠國際發展	200 HK	15.70	24,084	31/12/2017	36.3	18.3	12.9	57.5	1.3	1.1	1.0	2.0	0.6	51.5	(31.6)
Mgm China Holdings Ltd	美高梅中國	2282 HK	13.36	50,768	31/12/2017	28.9	30.5	16.5	21.5	5.8	5.4	4.5	11.5	1.6	147.5	(43.5)
Wynn Macau Ltd	永利澳門	1128 HK	17.78	92,402	31/12/2017	18.0	14.4	13.1	28.0	41.7	30.7	35.0	23.3	7.5	762.6	(24.5)
Average					22.2	18.5	15.0	28.4	10.6	8.3	8.7	8.6	3.6	164.7	(22.9)	
Median					18.2	16.1	15.0	23.9	4.6	4.3	3.6	6.2	2.9	60.7	(23.3)	
Apparel																
Bosideng Intl Hldgs Ltd	波司登	3998 HK	1.37	14,635	31/3/2018	18.6	15.2	12.2	18.0	1.4	1.3	1.2	0.7	4.1	(43.4)	106.1
I.T Ltd	I.T	999 HK	4.12	4,927	28/2/2018	10.2	8.3	7.0	10.4	1.5	1.3	1.2	1.0	5.8	(26.4)	23.7
Giordano International Ltd	佐丹奴國際	709 HK	3.60	5,683	31/12/2017	11.1	10.6	10.0	14.2	2.0	2.0	2.0	2.4	9.5	(37.2)	(13.5)
Esprit Holdings Ltd	思捷環球	330 HK	1.82	3,435	30/6/2018	n/a	n/a	n/a	n/a	0.4	0.4	0.5	0.9	0.3	(50.1)	(56.5)
Cosmo Lady China Holdings Co	都市麗人	2298 HK	3.02	6,832	31/12/2017	16.6	15.4	12.3	n/a	1.6	1.5	1.3	n/a	2.2	(35.0)	6.7
Jnby Design Ltd	江南布衣	3306 HK	13.58	7,045	30/6/2018	15.1	12.4	10.5	n/a	4.9	4.2	3.7	n/a	6.0	(50.9)	42.9
China Lilang Ltd	中國利郎	1234 HK	6.38	7,640	31/12/2017	10.0	8.8	7.5	9.1	2.1	2.0	1.8	1.8	8.2	(64.0)	2.8
Shanghai La Chapelle Fashi-H	拉夏貝爾	6116 HK	6.90	4,995	31/12/2017	7.3	7.3	6.4	n/a	0.8	0.8	0.7	n/a	8.3	15.3	(26.8)
Li & Fung Ltd	利豐	494 HK	1.60	13,611	31/12/2017	7.3	11.4	8.5	19.2	1.5	1.0	1.0	2.3	6.4	14.7	(58.0)
Global Brands Group Holding	利標品牌	787 HK	0.38	3,207	31/3/2018	n/a	n/a	n/a	n/a	0.2	0.4	0.4	n/a	79.3	68.3	(41.4)
Average					12.0	11.2	9.3	14.2	1.6	1.5	1.4	1.5	13.0	(20.9)	(1.4)	
Median					10.6	11.0	9.3	14.2	1.5	1.3	1.2	1.4	6.2	(36.1)	(5.4)	
Restaurant																
Haidilao International Holdi	海底撈國際	6862 HK	17.36	92,008	31/12/2017	n/a	47.7	30.8	n/a	n/a	11.0	7.2	n/a	0.4	(1.8)	n/a
Xiabuxiabu Catering Manageme	呷哺呷哺	520 HK	11.24	12,094	31/12/2017	24.2	21.3	17.0	n/a	5.1	4.6	3.9	n/a	1.9	(74.8)	(27.5)
Ajisen China Holdings Ltd	味千 (中國)	538 HK	2.35	2,565	31/12/2017	n/a	10.4	9.7	n/a	0.8	0.8	0.7	1.6	4.6	(41.2)	(36.8)
Cafe De Coral Holdings Ltd	大家樂集團	341 HK	19.28	11,289	31/3/2018	22.8	21.7	20.1	25.4	3.6	3.3	3.2	3.8	4.2	(23.1)	(8.4)
Fairwood Holdings Ltd	Fairwood Hold	52 HK	27.20	3,499	31/3/2018	17.5	13.0	11.8	18.0	4.6	4.4	4.2	4.7	5.3	(68.0)	(15.0)
Hop Hing Group Holdings Ltd	合興集團	47 HK	0.16	1,571	31/12/2017	9.8	n/a	n/a	23.3	2.4	n/a	n/a	3.6	n/a	(104.0)	(28.1)
Tsui Wah Holdings Ltd	翠華控股	1314 HK	0.72	1,016	31/3/2018	21.8	8.0	7.2	26.3	0.8	0.7	0.6	2.6	6.9	(36.4)	(35.8)
Yihai International Holding	頤海國際	1579 HK	21.00	21,985	31/12/2017	69.3	40.7	30.6	n/a	13.0	9.8	7.6	n/a	0.6	(77.2)	179.6
Yum China Holdings Inc	百勝中國控股	YUMC US	35.78	106,098	31/12/2017	20.7	23.7	22.2	n/a	4.6	4.3	3.8	n/a	1.3	(43.2)	(10.6)
Average					26.6	23.3	18.7	23.3	4.4	4.9	3.9	3.3	3.2	(52.2)	2.2	
Median					21.8	21.5	18.5	24.3	4.1	4.4	3.9	3.6	3.0	(43.2)	(21.3)	
Company																
Textile																
Shenzhou International Group	申洲國際	2313 HK	95.00	142,806	31/12/2017	30.6	27.0	22.5	19.6	6.1	5.5	4.8	3.7	1.9	(25.1)	27.7
Crystal International Group	晶苑國際	2232 HK	4.64	13,237	31/12/2017	10.4	11.4	9.3	n/a	1.8	1.6	1.5	n/a	4.0	12.5	(38.6)
Regina Miracle International	維珍妮	2199 HK	6.00	7,346	31/3/2018	26.4	22.1	15.1	n/a	2.6	2.4	2.1	n/a	1.4	59.3	(22.1)
Pacific Textiles Holdings	互太紡織	1382 HK	8.10	11,716	31/3/2018	13.5	12.5	11.7	13.9	3.5	3.3	3.2	4.0	7.0	(6.2)	(1.8)
Nameson Holdings Ltd	南旋控股	1982 HK	0.71	1,618	31/3/2018	5.9	5.5	4.5	n/a	0.6	0.6	0.6	n/a	6.6	42.0	(77.6)
Best Pacific International H	超盈國際控股	2111 HK	2.19	2,276	31/12/2017	8.5	8.3	6.7	n/a	1.0	0.9	0.8	n/a	2.4	45.7	(54.6)
Texwinca Holdings Ltd	德永佳集團	321 HK	3.18	4,394	31/3/2018	13.8	12.2	10.3	14.7	0.8	0.8	0.9	1.5	10.1	(21.2)	(26.0)
Texhong Textile Group Ltd	天虹紡織	2678 HK	9.42	8,619	31/12/2017	6.9	5.8	4.9	8.2	1.2	1.1	0.9	1.5	5.2	68.4	(7.1)
Yue Yuen Industrial Hldg	裕元集團	551 HK	22.75	36,779	31/12/2017	11.6	13.7	11.6	13.7	1.4	1.1	1.1	1.3	6.0	19.5	(25.9)
Stella International	九興控股	1836 HK	7.61	6,045	31/12/2017	13.7	11.2	9.0	17.0	0.8	0.8	0.8	1.8	7.9	(2.4)	(35.5)
Average					14.1	13.0	10.5	14.5	2.0	1.8	1.7	2.3	5.2	19.3	(26.2)	
Median					12.6	11.8	9.8	14.3	1.3	1.1	1.0	1.7	5.6	16.0	(26.0)	

资料来源：彭博，招银国际研究预测

2018 年 12 月 3 日

图 269：同行估值表 2

Company		Ticker	Price HK\$	Mkt cap HK\$ mn	Year End	FY0	PER (x)				PBR (x)				Yield (%)		Net gearing	YTD performanc
Sports																		
Anta Sports Products Ltd	安踏體育	2020 HK	35.55	95,448	31/12/2017	23.7	21.3	17.2	19.8	5.9	5.4	4.8	4.5	3.4	(64.5)	0.6		
Li Ning Co Ltd	李寧	2331 HK	8.38	18,332	31/12/2017	30.2	25.5	19.4	n/a	3.0	3.1	2.7	2.2	0.7	(48.4)	32.4		
Xtep International Holdings	特步國際	1368 HK	4.18	9,374	31/12/2017	17.0	13.2	11.3	12.0	1.5	1.5	1.4	1.3	4.4	(40.6)	39.9		
361 Degrees International	3 6 1 度	1361 HK	1.93	3,990	31/12/2017	7.5	7.0	6.3	11.6	0.6	0.6	0.5	0.8	5.5	(48.2)	(28.5)		
Pou Sheng Intl Holdings Ltd	寶勝國際	3813 HK	1.49	7,960	31/12/2017	15.5	15.6	11.9	n/a	n/a	1.0	1.0	1.0	1.4	33.7	31.9		
Average						18.8	16.5	13.2	14.5	2.7	2.3	2.1	2.0	3.1	(33.6)	15.3		
Median						17.0	15.6	11.9	12.0	2.3	1.5	1.4	1.3	3.4	(48.2)	31.9		
Juvenile products																		
Goodbaby International Holdi	好孩子國際	1086 HK	2.80	4,670	31/12/2017	23.1	12.0	9.4	28.6	0.9	0.9	0.8	1.6	2.3	30.2	(34.7)		
Hengan Intl Group Co Ltd	恒安國際	1044 HK	63.95	77,128	31/12/2017	17.6	17.3	16.0	24.1	4.1	3.9	3.6	5.4	3.9	4.0	(26.3)		
Vinda International Holdings	維達國際	3331 HK	13.48	16,101	31/12/2017	22.5	23.0	19.4	29.2	1.8	1.7	1.6	2.5	1.4	53.8	(14.0)		
Health And Happiness H&H Int	H&H國際控股	1112 HK	50.30	32,203	31/12/2017	31.1	22.7	17.7	25.0	6.4	5.3	4.2	5.8	0.6	99.5	(3.1)		
Average						23.6	18.8	15.6	26.7	3.3	2.9	2.6	3.8	2.0	46.9	(19.5)		
Median						22.8	20.0	16.8	26.8	2.9	2.8	2.6	4.0	1.8	42.0	(20.2)		
Department stores																		
Lifestyle Intl Hldgs Ltd	利福國際	1212 HK	12.48	18,744	31/12/2017	8.1	10.8	9.8	10.1	4.7	4.2	3.5	3.8	5.1	125.7	20.2		
Golden Eagle Retail Group	金鷹商貿集團	3308 HK	8.91	14,873	31/12/2017	11.0	11.4	10.4	18.2	2.2	2.0	1.8	2.6	3.8	31.0	(5.8)		
Maoye International Hldgs	茂業國際	848 HK	0.55	2,827	31/12/2017	2.7	n/a	n/a	19.8	0.2	n/a	n/a	0.6	n/a	132.6	(31.3)		
Springland International Hol	華地國際控股	1700 HK	1.40	2,870	31/12/2017	7.7	8.3	8.3	9.1	0.5	0.5	0.5	0.9	5.6	49.4	(26.3)		
New World Dept Store China	新世界百貨中國	825 HK	1.73	2,917	30/6/2018	314.8	n/a	n/a	60.1	0.5	n/a	n/a	0.5	n/a	(1.2)	4.2		
Average						68.9	10.2	9.5	23.4	1.6	2.2	1.9	1.7	4.8	67.5	(7.8)		
Median						8.1	10.8	9.8	18.2	0.5	2.0	1.8	0.9	5.1	49.4	(5.8)		
Luxury products																		
Prada S.P.A.	普拉達	1913 HK	27.15	69,472	31/12/2017	36.9	25.4	21.5	26.2	2.8	2.6	2.5	4.4	3.2	3.5	(4.1)		
Samsonite International Sa	新秀麗	1910 HK	23.60	33,765	31/12/2017	12.5	16.1	13.8	20.7	2.3	2.2	2.0	3.3	2.2	84.7	(32.9)		
Emperor Watch & Jewellery	英皇鐘錶珠寶	887 HK	0.27	1,830	31/12/2017	6.7	n/a	n/a	n/a	0.4	n/a	n/a	0.6	n/a	(36.9)	(23.9)		
Oriental Watch Holdings	東方表行集團	398 HK	2.12	1,209	31/3/2018	7.7	n/a	n/a	n/a	0.6	n/a	n/a	0.4	n/a	(43.4)	27.8		
Chow Tai Fook Jewellery Grou	周大福	1929 HK	6.60	66,000	31/3/2018	15.5	14.3	12.6	19.0	2.3	2.0	1.9	2.4	5.4	15.6	(16.5)		
Luk Fook Holdings Intl Ltd	六福集團	590 HK	22.85	13,415	31/3/2018	8.9	9.0	8.4	10.6	1.4	1.2	1.1	1.6	4.9	(13.6)	(31.9)		
Chow Sang Sang Hldg	周生生	116 HK	12.14	8,224	31/12/2017	7.5	7.9	7.2	12.1	0.8	0.8	0.7	1.4	5.0	8.4	(35.7)		
Average						13.7	14.5	12.7	17.7	1.5	1.8	1.7	2.0	4.1	2.6	(16.7)		
Median						8.9	14.3	12.6	19.0	1.4	2.0	1.9	1.6	4.9	3.5	(23.9)		
Home appliances & furniture																		
Haier Electronics Group Co	海爾電器	1169 HK	18.22	51,072	31/12/2017	12.3	11.7	10.2	15.4	2.2	1.9	1.7	3.2	1.9	(72.7)	(13.9)		
Hisense Home Appliances Gr-H	海信家電	921 HK	6.05	10,094	31/12/2017	3.7	5.8	5.0	8.3	1.1	1.0	0.9	2.2	5.1	59.1	(34.5)		
Man Wah Holdings Ltd	敏華控股	1999 HK	3.40	12,998	31/3/2018	9.2	8.0	7.2	13.8	2.3	1.9	1.7	3.8	5.7	(5.9)	(54.2)		
Average						8.4	8.5	7.5	12.5	1.9	1.6	1.4	3.0	4.3	(6.5)	(34.2)		
Median						9.2	8.0	7.2	13.8	2.2	1.9	1.7	3.2	5.1	(5.9)	(34.5)		
Entertainment																		
Imax China Holding Inc	Imax China	1970 HK	20.40	7,302	31/12/2017	19.1	18.6	17.6	n/a	3.7	3.3	2.8	n/a	1.6	(47.7)	(12.8)		
Television Broadcasts Ltd	電視廣播	511 HK	17.20	7,534	31/12/2017	27.4	16.3	12.9	n/a	1.1	1.1	1.1	2.0	7.2	39.9	(37.1)		
Smi Holdings Group Ltd	星美控股	198 HK	2.34	6,365	31/12/2017	n/a	8.4	7.5	n/a	0.9	0.6	0.6	1.5	n/a	58.8	(42.9)		
Average						23.3	14.4	12.7	n/a	1.9	1.7	1.5	1.7	4.4	17.0	(30.9)		
Median						23.3	16.3	12.9	n/a	1.1	1.1	1.1	1.7	4.4	39.9	(37.1)		
Exporters																		
Bestway Global Holding Inc	榮威國際	3358 HK	3.30	3,493	31/12/2017	7.3	8.0	6.4	n/a	1.1	1.0	0.9	n/a	3.8	10.6	(3.2)		
Man Wah Holdings Ltd	敏華控股	1999 HK	3.40	12,998	31/3/2018	9.2	8.0	7.2	13.8	2.3	1.9	1.7	3.8	5.7	(5.9)	(54.2)		
Goodbaby International Holdi	好孩子國際	1086 HK	2.80	4,670	31/12/2017	23.1	12.0	9.4	28.6	0.9	0.9	0.8	1.6	2.3	30.2	(34.7)		
Dream International Ltd	德林國際	1126 HK	4.25	2,877	31/12/2017	7.8	5.7	5.1	5.9	1.6	1.3	1.0	1.0	1.4	(22.3)	30.8		
Vtech Holdings Ltd	Vtech Holdings	303 HK	74.20	18,667	31/3/2018	12.4	13.1	12.4	16.5	4.3	3.7	3.5	5.6	7.8	(39.3)	(27.5)		
Techtronic Industries Co Ltd	創科實業	669 HK	42.10	77,002	31/12/2017	19.0	17.6	15.2	20.6	3.4	3.2	2.9	3.3	1.9	1.0	(17.4)		
Average						13.1	10.7	9.3	17.1	2.3	2.0	1.8	3.1	3.8	(4.3)	(17.7)		
Median						10.8	10.0	8.3	16.5	2.0	1.6	1.3	3.3	3.0	(2.4)	(22.5)		

资料来源：彭博，招银国际研究预测

中国房地产板块

同步大市

分析师：文干森，CFA - samsonman@cmbi.com.hk

分析师：黄程宇 - huangchengyu@cmbi.com.hk

冬天来临

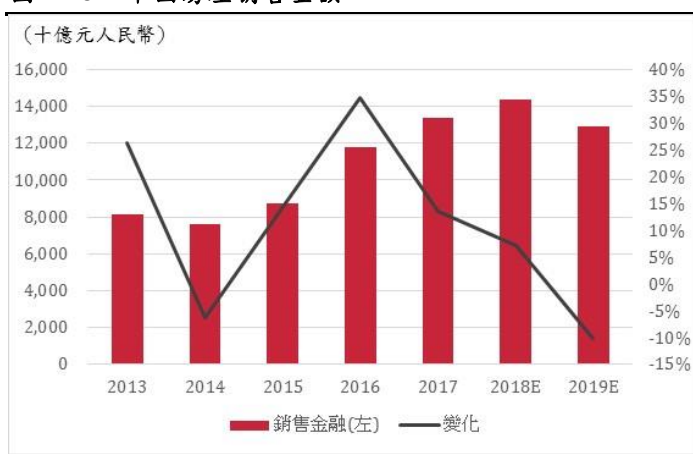
❖ 中国房地产市场销售自 9 月份明显放慢

中国房地产市场销售自 2015 年中至今绝大部分时间可以维持双位数的增长，但在持续的房地产调控政策影响下，房地产市场终感受到压力。虽然领先的开发商在 9 月份仍能取得双位数的销售增长，但全国商品房销售面积在 9 月份同比下跌 3.6% 至 1.68 亿平方米，10 月份同比下跌 3.1% 至 1.38 亿平方米，传统销售旺季「金九银十」的表现并不理想。此外，个别楼盘传出降价销售，已购房的业主出来维权，反映对房地产市场的忧虑。

虽然房地产商在过去十多年已经历多个周期，遇上不同的调控方式，但目前的调控力度，应是史上最强，有 5 限：限购、限价、限贷、限售及限签。此外，中国政府采用因城施策的方针，不同的城市视不同的情况而采用不同的策略，所以在过去 2 年，不同城市每月都有新政策出台，感觉政策繁多，但实际施行限购的城市约为 50 个。

我们相信 9 月份房地产市场出现的调整，部份原因是在持续 2 年的调控政策的力量逐渐浮现出来，另外中美贸易问题令大家对未来前景日渐担心，在不明朗的因素下，投资决定也慢下来，因而影响房屋销售。2018 年 1-10 月中国房屋销售金额及面积分别增加 12.5% 至 11.6 万亿元人民币及 2.2% 至 13.31 亿平方米，在去年第四季高基数效应下，我们预期 2018 全年的房屋销售金额及面积分别增加 7.2% 至 14.53 万亿元人民币及 0.4% 至 17.01 亿平方米。

图 270：中国房屋销售金额



资料来源：中国国家统计局、招银国际研究预测

图 271：中国房屋销售面积



资料来源：中国国家统计局、招银国际研究预测

与去年一样，我们看到市场整合的速度加快，中国房地产市场三大发展商，碧桂园(2007 HK, 持有)、恒大(3333 HK, 未评级)及万科(2202 HK, 买入)的份额继续上升。以销售金额计算，三大发展商的市场份额在 2018 年 1-10 月为 13.7%，而 2017 全年为 11.8%。我们认为市场汰弱留强的势头开始明显，整合继续加快，领先的开发商越做越大，而小型开发商生存空间越来越少。我们认为未来的竞争是除了价格和成本外，更多是产品质素和品牌力的竞争。截至 2018 年 10 月底，在首 10 个月累积销售金额超千亿的发展商达 24 家，而 2017 全年只有 17 家，市场集中度明显提高，我们预期在 2018 年千亿销售的房企将达 26 家。

我们担心的另外一点是，一些发展商对市场的判断似乎出现偏差。在 8 月份出中期业绩时，几乎所有的发展商都对「金九银十」抱有信心，但实际却出现了 9、10 月份销售放缓的情况，单月的销售面积更出现同比下降。在这情况下，部分发展商很难完成年初制定的销售目标，这也将可能影响 2019 年的利润及财政状况。

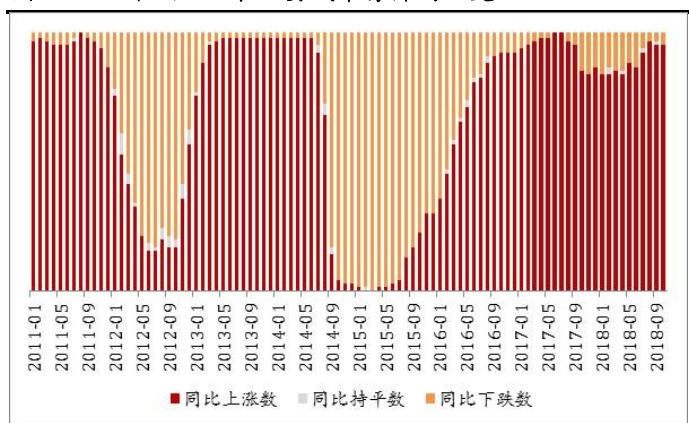
2018 年 12 月 3 日

房价再次出现回落

房价在 2017 年下半年及 2018 年第一季的升幅增加，在中国 70 个主要的城市，于 2018 年 1 月，只有 59 个城市房价同比上升，横比上升只有 42 个；至 2018 年 10 月，房价同比上升的城市达 63 个，横比上升有 65 个。

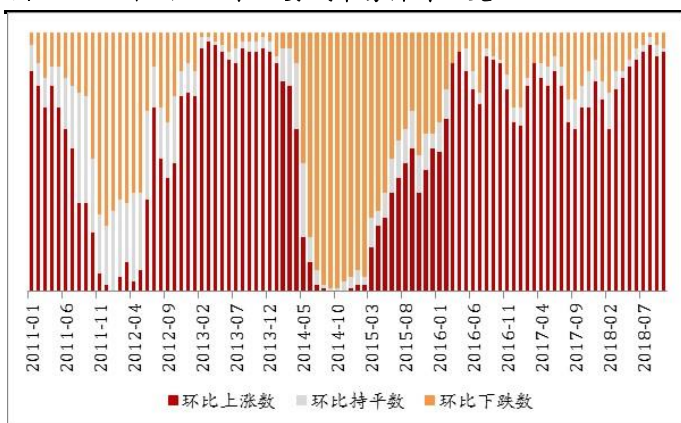
房价下跌并没有在统计局最新数据上反映，我们认为主要原因是统计局根据网签数据统计房价，在目前限网签，新房网签速度变慢的情况下，网签数据存在一定的滞后。事实上我看到部分大型房企自 9 月已开始打折卖房，我们相信房价的调整将会在未来继续下去。现在 A 股市场表现疲弱，再加上中美贸易摩擦前景仍未明朗，所以我们预计购房者未来继续审慎，观望态度较多，发展商只可以减价售房。但我们认为下跌的空间不会太多，主要是政府为了稳定经济，不希望房价变动太大，预计下降空间不会超过 10%。

图 272：中国 70 个主要城市房价同比变化



资料来源：中国国家统计局

图 273：中国 70 个主要城市房价环比变化



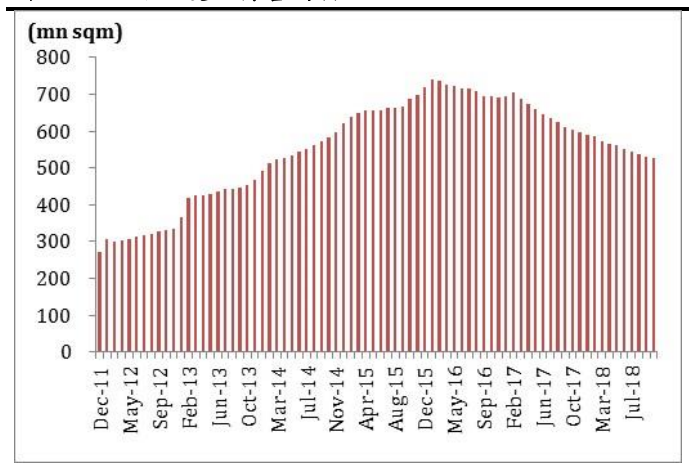
资料来源：中国国家统计局

❖ 去库存见成果

一方面，房地产的销售续有增长；另一方面，房地产投资及新动工分别维持在 10% 上下的增幅。根据国家统计局的数据，全国的已竣工待售的物业面积已从 2017 年 3 月起连续 20 个月逐步下降，截至 2018 年 10 月底，已竣工待售的物业面积减至 5.28 亿平方米。如以每月平均的销售面积相比，目前的库存量需要 4.0 个月的销售来消化，已从 2015 年底的 6.7 个月及 2016 年底的 5.3 个月回落至自 2013 年起的低位。

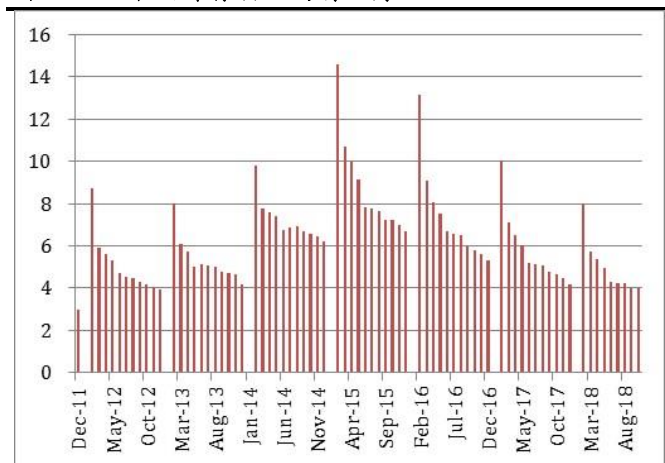
尤其是在一或二线城市的库存量已不成为问题，虽然在未来预期物业需求将会放慢，但长远来说，库存量过少会否成为日后房价急速上升的催化剂？

图 274：国已竣工待售的物业



资料来源：中国国家统计局

图 275：中国库存物业的消化月数



资料来源：中国国家统计局、招银国际研究

2019 年中料见低点

❖ 调控不会立即放松

中国房地产市场的调整刚开始，我们认为政府不会立即要放松调控政策，否则之前一系列调控的措施将会白费，投资甚至投机买卖将会增加，房价也可能出现不合理上涨。

另一方面，中国经济面临压力，增长放慢下来，加上中美贸易问题，如未能解决，2019 年或以后的中国经济将会面临困境，房地产市场将可带来支撑作用，中国政府有机会在适当时候会放松针对房地产的调控措施。

❖ 2019 年中有机会放宽

我们认为最适合放宽对房地产调控的时机为明年下半年，经过 9 个月的调整，我们认为房地产市场调整的时间足够，估计期内的房价有机会下调 10%，在这情况下，我们估计中国政府会在 2019 年中起在明年下半年适度放宽调控措施，逐步解除或放松调控力度。

对房地产调控力度最强为限购令，我们相信不同城市对限购的内容会有不同的方案，不会一刀切将限购令同一时间完全解除，可能是某市不同城区的限购改变，或是限购内容(例如社保年限或限购的数量等)会有所改变。简单而言，就是调整放宽限购规定，令更多人能符合购房资格。

除了有机会放宽限购令外，我们相信房贷的规定也有机会放松。银行视房贷为较低风险的资产，配置房贷为其主要贷款组合。在过去 2 年，中国银保监会限制银行对房贷的首付成数，第二套房的首付高达 80%，虽可保护银行对房地产市场下滑的风险，但也限制参与业务的机会。在未来的情况，我们预期未来房地产市场交投及房价有下跌的机会，对房贷的需求也将减少。在这情况下，我们预期中国银保监会对房贷的限制可能在明年第四季逐步放宽，对第二套房的首付比例放宽，银行房贷投放量增加，进而刺激购房需求。

❖ 房地产市场先低后高

我们预计中国房地产在未来 6-9 个月会继续整固，无论在房价及成交量也料受压，但在逐步放松限制下，房价及成交量也可能在明年第四季逐步复苏。

❖ 预期 2019 年销售金额及面积分别下跌 10% 及 8%

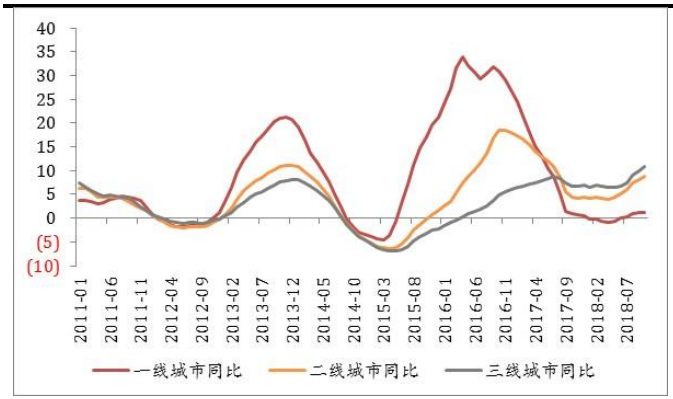
虽然我们预期中国房地产市场在明年第四季有机会回暖，但并未能补回上半年的调整，所以我们预期 2019 全年的房屋销售金额及面积分别下跌 10.0% 至 12.9 万亿元人民币及 8.0% 至 15.45 亿平方米。

以不同等级的城市考虑，一线城市的房价在过去一年多在低位徘徊，自 2017 年 9 月，每月的同比变化都在正负 1.5% 以内，相反，二/三线城市的房价自 2016 年中皆没有出现下跌的情况，二线城市房价在 2016 年中至 2017 年中皆有双位数字的增长，之后大部份时间在中单位数的增长速度；三线城市房价的增速跟随二线城市，于 2016 年第三季的房价只有低单位数的增幅，之后增幅在中及高单位数徘徊，至 2018 年 10 月突破双位数的增速，达 10.8%。

在考虑一至三城市的房价在过去一年表现，我们预期一线城市的房价在 2019 年只有轻微的跌幅，在 1-5% 内，而二及三线城市的房价在 2019 年料有约 10% 的下跌空间。

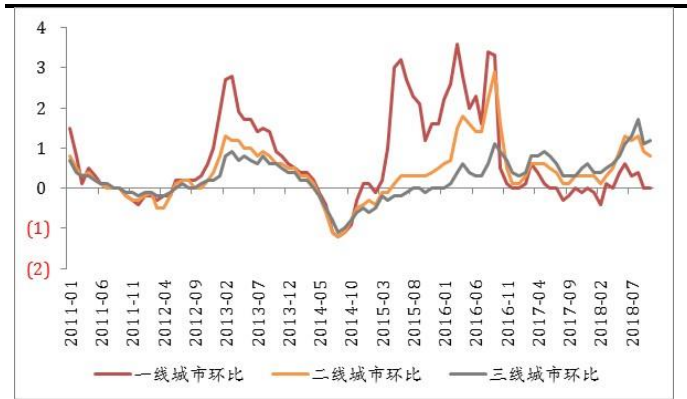
2018 年 12 月 3 日

图 276：一至三线城市房价同比变化



资料来源：中国国家统计局、招银国际研究

图 277：一至三线城市房价环比变化



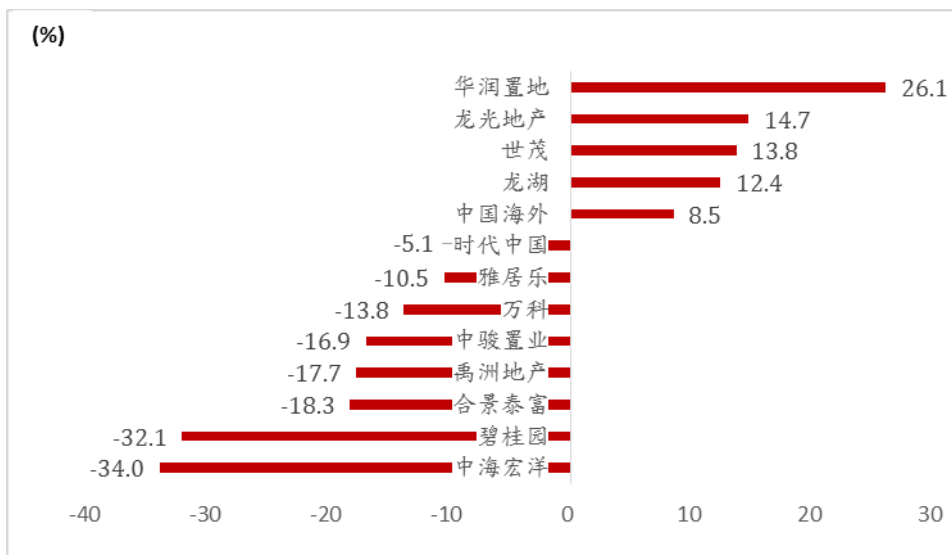
资料来源：中国国家统计局、招银国际研究

内房股料跟随政策放宽重拾升轨

大部份内房股价在 2018 年跌 10-20%

内房股在 2017 年表现突出，但在 2018 年紧跟大市回软。部份公司的年内跌幅超过 30%，主要是它们发展的项目较集中在三/四线城市，投资者担心三/四线城市物业市场的发展，所以中海宏洋及碧桂园成为跌幅首两位的公司。其他较多公司的股价下跌约 10-20%，较恒生指数的同期跌幅 11.4%为多，我们相信部份原因是与人民币下跌有关，人民币兑港元在同期下跌约 6.7%。表现最好的内房股是华润置地，股价年初至今上升了 26%，我们认为投资者认同其业务发展方针，看好其租金收入增长。

图 278：内房股股价年初至今表现



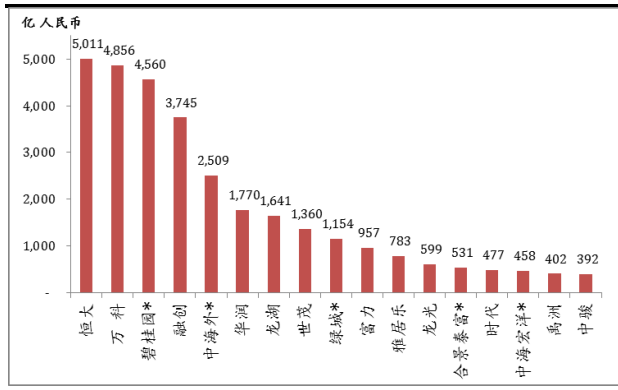
资料来源：彭博、招银国际

销售喜忧参半

我们关注的 17 家主要香港上市内房，今年前 10 个月，除绿城(3900 HK, 未评级)销售同比下滑 13%外，其余房企销售均取得双位数增长，其中合景泰富(1813 HK, 买入)表现最好，增长 161%。所选公司的平均销售增长在 44%，而大型发展商中，只有融创(1918 HK, 未评级)和华润置地(1109 HK, 买入)增速超过平均。

2018 年 12 月 3 日

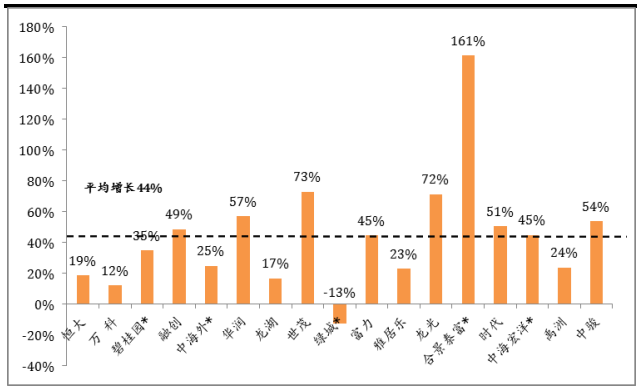
图 279：前 10 月部分房企合约销售



资料来源：公司、招银国际研究

注：碧桂园、合景泰富为权益销售；中海外、中海宏洋为港元；绿城包括代建项目

图 280：前 10 月部分房企合约销售增长



资料来源：公司、招银国际研究

注：碧桂园、合景泰富为权益销售；中海外、中海宏洋为港元；绿城包括代建项目

从销售目标达成率上看，部分房企今年仍可能会出现无法完成目标的情况。我们认为主要原因是年初过于乐观的市场判断，以及推盘节奏滞后到年末所造成。前 10 个月目标达成率在 80% 以下的公司有中骏(78%)、富力(74%)、禹洲(73%)、绿城(72%)及雅居乐(71%)。在全国房地产放缓的情况下，这些公司完成销售目标将极具挑战。虽然合景泰富增长最快，但距离完成销售目标仍有一段距离。

图 281：前 10 月部分房企目标达成率

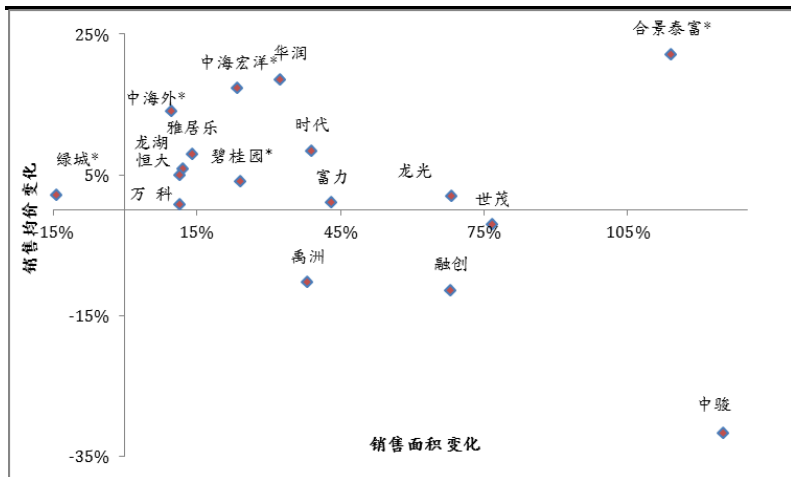
房企	销售目标 (亿人民币)	完成率	房企	销售目标 (亿人民币)	完成率
华润	1,830	97%	中骏	500	78%
世茂	1,400	97%	富力	1,300	74%
恒大	5,500	91%	禹洲	550	73%
中海外*	2,900 (港元)	87%	绿城*	1,600	72%
时代	550	87%	雅居乐	1,100	71%
龙光	700	86%	万科*	n.a.	n.a.
融创	4,500	83%	碧桂园*	n.a.	n.a.
龙湖	2,000	82%	中海宏洋*	n.a.	n.a.
合景泰富*	650	82%			

资料来源：公司、招银国际研究

注：碧桂园、万科、中海宏洋没有公布销售目标；绿城包括代建项目

从销量和平均销售均价上看，大部分公司实现了量价齐升。其中合景泰富实现了销量和售价同时高增长，因此销售额增长迅速。而中骏虽然销量也实现大幅增长，但售价同比下跌明显，拖累整体销售目标的完成。

图 282：前 10 月部分房企合约销售



资料来源：公司、招银国际

首选万科(2202 HK)及时代中国(1233 HK)

对于中国房地产板块，大型开发商我们首选万科(2202 HK, 买入)，中小开发商首选时代中国(1233 HK, 买入)。

万科为首三位的开发商之一，至 2018 年首十月的销售金额已达 4,856 亿元，万科于今年首 10 个月的销售金额增长略低于全国增长，主要在年初时可售货源不多，因此公司加快建筑节奏。截止到 2018 年 9 月，万科在建项目的权益面积达 5,350 万平方米，持作未来开发土地的权益面积达 3,894 万平方米。此外，公司也大力发展物流仓库行业，万科的物流仓储业务总出租面积为 783 万平方米。我们预期 2018-20 年盈利分别上升 19.3%至 335 亿元、13.7%至 381 亿元及 18.7%至 452 亿元。此外，我们预期 2019 年底每股净资产预测为每股 46.68 港元，目标价为 37.34 港元，相当于 20%的折让。

作为粤港澳大湾区概念的开发商，时代中国 58.5%的土储位于大湾区，若计入清远项目，则超过 90%的土储位于珠三角区域，潜力巨大。同时，公司在广佛地区拥有大量旧改项目，若旧改项目成功落地转化，将很大程度上提升公司价值。我们也期待未来大湾区具体规划的出台将进一步肯定公司区域深耕的战略。今年前 10 个月，时代中国实现合约销售 477 亿元，同比增长 51%，完成全年销售目标 550 亿的 87%，我们预计公司今年能够完成销售目标。

图 283：内房股估值表

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	市盈率			市帐率			每股资产 净值(港元)	折让
华润置地	1109	29	32.93	买入	200,997	8.9	7.4	7.2	1.5	1.3	1.1	47.04	38.4%
中国海外	688	27.3	29.08	买入	299,104	7.3	6.7	6.4	1.1	1.0	0.9	45.05	39.4%
中海宏洋	81	2.75	4.57	买入	9,414	4.9	4.1	3.2	0.5	0.5	0.4	11.43	75.9%
万科	2202	26.9	37.34	买入	314,055	9.3	7.8	6.9	2.0	1.7	1.4	46.68	42.4%
世茂	813	19.34	20.58	持有	63,893	7.3	5.8	5.0	1.0	0.9	0.8	29.40	34.2%
碧桂园	2007	9.62	18.55	买入	208,225	6.9	5.1	4.3	1.9	1.5	1.2	33.72	71.5%
雅居乐	3383	10.62	15.07	买入	41,599	6.0	4.6	4.1	1.0	0.9	0.8	27.40	61.2%
合景泰富	1813	6.96	12.52	买入	22,082	5.2	3.8	3.7	0.7	0.6	0.6	20.15	65.5%
龙湖	960	22	21.68	持有	130,475	8.9	7.1	7.1	1.6	1.4	1.3	30.97	29.0%
禹洲地产	1628	3.43	5.19	买入	15,951	4.1	3.4	3.1	0.8	0.8	0.7	8.65	60.3%
中骏置业	1966	2.8	4.73	买入	11,290	3.1	2.8	2.6	0.8	0.6	0.5	7.89	64.5%
龙光地产	3380	9.2	12.16	买入	50,211	6.9	5.8	4.5	2.1	1.8	1.4	20.26	54.8%
时代中国	3381	7.3	9.02	买入	13,387	3.1	2.7	2.0	0.7	0.6	0.5	18.04	59.5%
平均						6.6	5.4	4.9	1.2	1.1	0.9		53.6%

资料来源：彭博、招银国际预测

中国证券行业板块

同步大市

分析师：隋晓萌 - suixiaomeng@cmbi.com.hk

分析师：孙明，CFA - terrysun@cmbi.com.hk

改革提升市场活力，龙头优势持续巩固

2019 展望综述

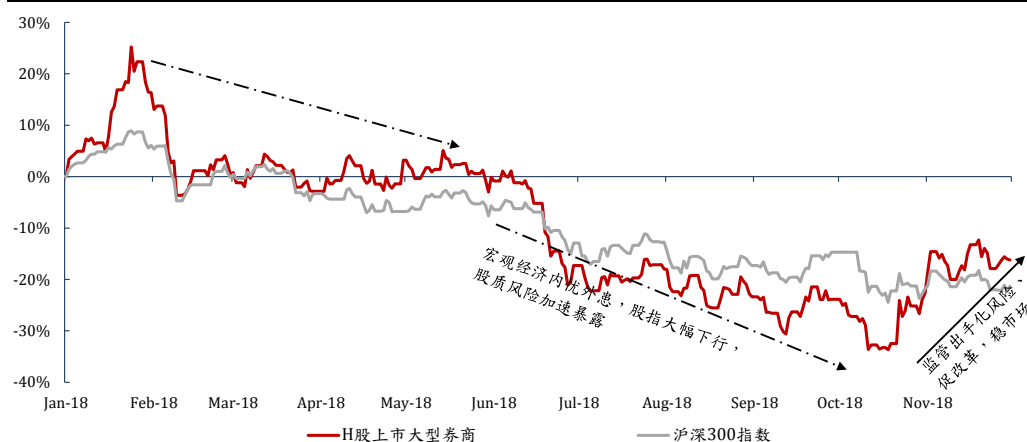
2018 年对于内地券商而言是艰难的一年。截至 11 月 30 日，H 股大型券商股价累计下跌 16.2%，跑输恒生指数 4.8 个百分点，主要由于 1) 经营环境严峻，大幅削弱券商盈利能力；2) 受去杠杆影响，国内流动性收紧，信用环境恶化；3) 股票质押风险加速暴露；及 4) 宏观经济内忧外患，预期增速持续下行。多重负面因素因素叠加，令市场信心愈发薄弱，而对高 β 属性的券商板块打击更甚。

但在近期监管政策频繁出台的背景下，市场信心一定程度上得以稳固，券商估值有所回升；同时，我们认为这些政策在 2019 年有望为券商板块带来改善的契机：1) 支持民营经济、持续化解股票质押风险，缓解对券商板块估值的压制；以及 2) 鼓励兼并重组及科创板的预期推出，将提升资本市场的活跃度，为券商带来更多投行业务机会（但同时我们认为这种机遇将更多为项目优质且储备充裕的龙头券商所享有）。

过去几年证券行业的严监管至今年已逐步细则落地，我们预期未来一年将迎来一个相对平稳的监管环境，并在股市行情保持稳定的前提下，能够从容推出更多制度上的边际完善与“松绑”。这将有利于券商自身业务的逐步转型，同时也有利于市场创新业务及对外开放的逐步推进。

A 股目前在政策连番刺激下呈现反弹趋势。但反弹能否持续，仍需视乎：1) 宏观经济走势，特别是中美贸易战的后续影响，2) 企业流动性及盈利情况，以及 3) 市场信心能否真正促成成交持续回升与行情回暖。短期而言，券商板块仍存在一定超跌反弹的机遇；但长期而言，板块估值仍将回归业绩为王的逻辑。在资源优势愈发向龙头集中及行业复杂化的趋势下，我们依然更看好综合实力更强的行业龙头。

图 284：2018 年 H 股券商板块股价走势



资料来源：彭博、招银国际

2018 年 12 月 3 日

股票质押风险暂缓

6 月至 10 月 A 股股指的长时间连续下挫，叠加民营企业受信用收紧影响流动性恶化，导致大量质押股票价格跌至平仓线以下，继而引发市场对因强行平仓发生大规模踩踏事件及券商股质业务蒙受损失的担忧，H 股券商股价大幅受制。

不过，自 10 月中下旬起，监管部门接连发声，引导各类金融机构及地方政府对上市公司提供流动性支持，在短时间内兑现了一系列政策以纾解股票质押风险，令市场信心得到一定程度的恢复和稳固，也是近期券商估值修复的主导因素。

我们认为，由市场恐慌情绪恶性循环引致的股票质押加速暴露风险已基本得到控制。从质押者角度而言，纾困资金已逐步落地，市场情绪企稳带动成交和股指表现改善，股质风险得以缓解；从券商角度而言，大部分我们覆盖范围内的大型券商已预先加强此项业务的风控，主动削减表内股质业务规模，部分大型券商在三季度末履约保障率仍可保持在 210%-230%，且在实行 IFRS9 后，预期损失模型提升拨备，增强了券商的风险抵御能力。

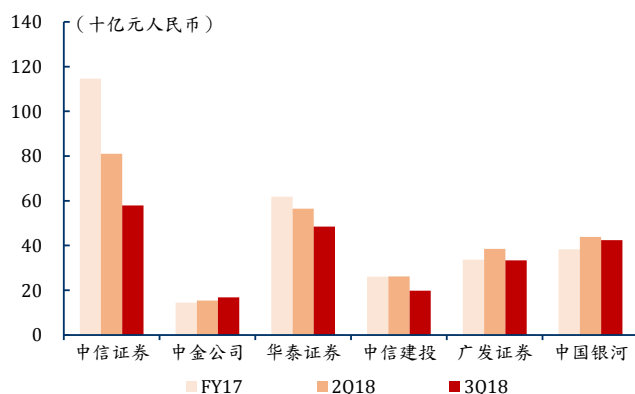
股票质押风险的进一步解除，还需要得到外部支援及内生能力对企业流动性的持续支持。截至 11 月 30 日，股票质押股数约 6,412 亿股，占两市总股本的 10.0%；相关市值为 4.5 亿元，占两市流通市值的 12.4%，仍处于较高水平。鉴于 A 股市场走势尚不足以令人乐观，我们认为股质业务敞口较大的券商在估值上仍将受到大于同业的压制。

图 285：各方参与纾解股权质押风险的措施

实施主体	内容
监管部门	证监会会同沪、深交易所对纾困专项公司债审核建立“绿色通道”，提高发行效率。
	银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持。
	证监会发布《关于支持证券公司积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》，给予证券公司纾解股权质押风险多项宽限政策，并计划在 2019 年券商分类评价时，对参与解决股票质押风险达到一定规模的券商进行加分。
	证监会发布《关于支持辖区证券投资基金经营机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》，指出公募基金以自有资金或多渠道募集社会资金，通过成立资产管理计划等形式，参与化解民营上市公司流动性风险。
券商资管计划	11 月 12 日，基金业协会发布消息，11 只证券业支持民企发展系列资管计划已完成备案，总规模约 228 亿元；参与券商机构包括海通证券、中信证券、中信建投、银河金汇、招商资管、广发资管、国泰君安资管等。
保险专项产品	截至 11 月 15 日，已有国寿、太平、人保、阳光、新华等发行的 5 只保险资管纾困专项产品备案，总目标发行规模 680 亿元。
地方政府资金	10 月中下旬，深圳市高新投融资担保有限公司及深圳市中小企业信用融资担保集团率先通过接受上市公司股权质押向企业输送流动性，化解股权质押风险。
	截至 11 月 15 日，包括北京市海淀区、深圳、上海、浙江、厦门等地的十数个地方政府已相继公布纾困基金，每个基金规模大致在 100 亿元左右，从股权和债权两个方面对上市公司提供支援。
	截至 11 月 15 日，已有北京海淀区、深圳市、厦门市及台州市等地方政府的 4 只纾困专项债发行，总发行规模 43 亿元。

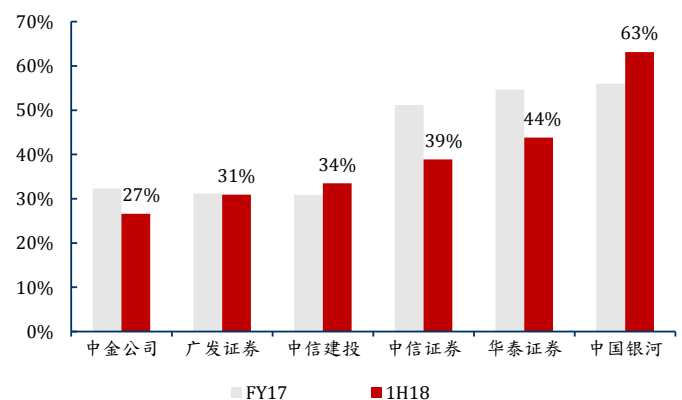
资料来源：中国证监会、证券基金业协会、媒体报道、招银国际

图 286：券商大多缩减买入返售资产规模*



资料来源：公司、招银国际
*：包含券商表内股票质押业务

图 287：券商表内股权质押规模占净资产比重



资料来源：公司、招银国际

2018 年 12 月 3 日

改革、创新与开放重振市场活力

尽管过去数年，境内资本市场历经波折，但在监管引导及券商自身转型的发力下，行业在市场创新及对外开放层面前进的趋势并未停滞，而近期出台的政策也更着眼于改革机制以激发市场活力。这些新变化落地后的有效性及其为券商带来的新的业务机遇值得关注。

鼓励发展直接融资市场：股权质押纾困计划是一项“急救”措施，而解决本轮信用收缩需要更为长期的、畅通的“造血”系统，因此在纾困同时，监管也推出了一系列直接融资渠道改革的政策，包括并购重组及债权融资。我们认为接下来股权融资依然将面临严审核的情况，而透过并购重组促进优势资源整合、提升上市公司质量，透过外部信用工具改善低等级公司债券发行环境，有望提升资本市场的活跃度，同时为券商带来更多投行业务机会。

图 288：多项措施通过发展直接融资渠道支持民营经济

措施	实施
设立民营企业债券融资支持工具	截至11月15日，自10月以来，共有13单信用风险缓释凭证（CRMW）发行，实际创设额度共19.8亿元，支持10家民营企业发行债券67.2亿元。
完善上市公司股份回购制度	11月9日，证监会、财政部及国资委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》，其中增加可进行回购的情形、简化回购程序、拓宽回购资金来源、鼓励回购用于员工持股、鼓励国有股东积极回购等。
深化并购重组市场化改革	10月19日，证监会公布新增并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型，对高新技术优先适用； 10月20日，证监会发布公告，将IPO被否企业筹划重组上市间隔期从3年缩短至6个月； 11月1日，证监会发布消息，将积极推进以定向可转债作为并购重组支付工具的试点。
推进新三板发行与交易制度改革	10月26日，股转公司发布一系列新三板改革优化文件，包括实施并联审查以简化发行流程、放宽重大资产重组中发行股份购买资产发行人数量限制、引入做市商评价制度等。

资料来源：中国证监会、媒体报道、招银国际

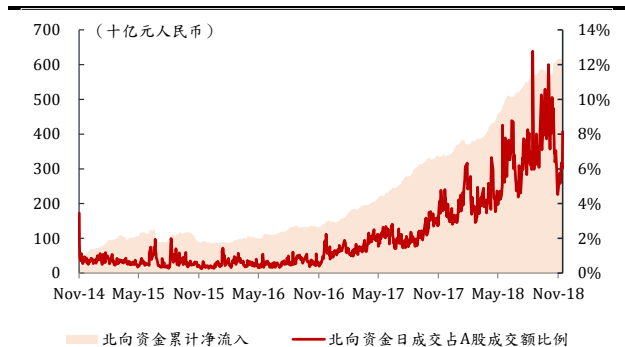
科创板即将推出，试点注册制：根据媒体报道，在11月初宣布科创板将设立的消息公布后，监管部门、交易所及券商都在快速推进，预期将在较短时间内得到落实。科创板最大的亮点在于将试点注册制，这将有助于提升我国资本市场的有效性和市场化程度。不过，我国的制度创新需要稳定的市场予以配合，预计设立之初，对于上市公司、投资人都将制定较高的门槛，以保障新板的稳定运行。在科创行业具备较多优质客户积累的投行业务龙头券商将优先享受这一崭新的业务机遇。

图 289：科创板特点

项目	内容
1	于上交所设立的独立新版块
2	进行注册制试点
3	对科创公司盈利状况、股权结构等作出差异化安排
4	将在资产、投资经验、风险承受能力等方面加强投资者适当性管理；鼓励中小投资者通过公募基金等方式参与投资
5	借鉴国际成功经验，完善上市公司信息披露
6	相关配套措施涉及发行、交易、退市、投资者适当性、证券公司资本约束等新制度以及引入中长期资金等

资料来源：上交所、招银国际

图 290：互联互通北向资金占 A 股成交不断上升



资料来源：Wind、招银国际

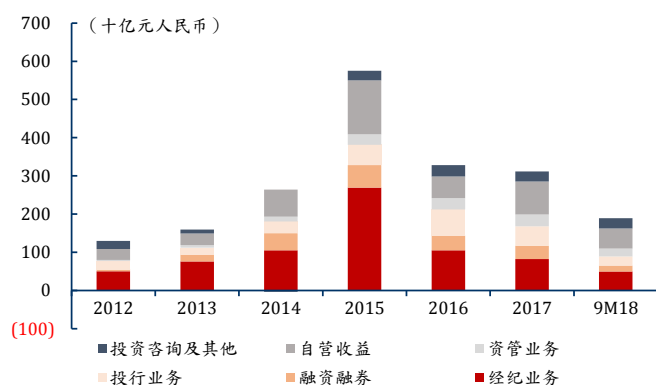
纳入国际性指数带来增量资金：外资投资境内股票市场的渠道不断丰富（QFII/RQFII 及互联互通机制）以及额度的提升，为 A 股被纳入国际性指数奠定了基础。为配合指数的纳入，互联互通南北向也进行了每日额度的扩容，北向资金占 A 股每日成交额的比重也逐步攀升。MSCI 正计划检讨在 2019 年内将大型股份的纳入因子提升至 20%，同时计划纳入创业板及中型股。富时指数公司也公布将在明年 6 月至 2020 年 5 月之间，分三阶段将 A 股纳入旗下指数，纳入因子为 25%。较为成熟、专业的境外机构将为 A 股市场带来增量资金，同时长期而言，也将有助于改善 A 股市场的投资风格。

2018 市况维艰，投行及自营成为业绩分化点

2018 年，券商的经营环境自 2 月起不断恶化，业绩全面承压：股指下挫，成交萎缩，两融活跃度显著下降，股质风险不断加大；股权融资受 IPO 审核趋严及股市波动影响，融资活动大幅缩减，信用债违约频次增加，低等级债券发行遇阻；资管业务仍处于新规落地后的转型期，管理规模持续收缩。

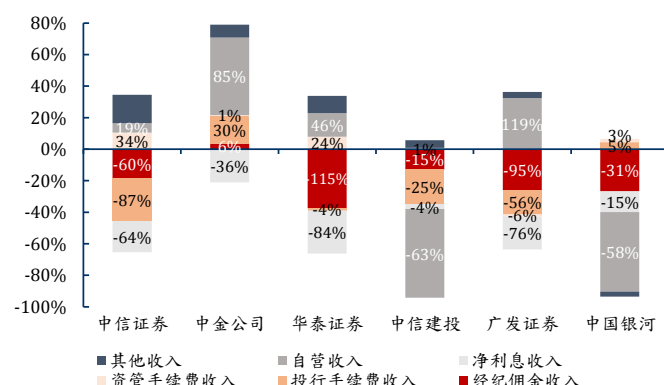
受此影响，券商行业今年前三季度业绩大幅下滑，营业收入 1,893 亿元，净利润 497 亿元，仅占 2017 年全年业绩的 61% 和 44%。从我们覆盖的大型券商来看，净利润的同比表现分化明显，范围介乎同比增长 39% 至下滑 45%。造成业绩分化的最主要原因是自营及投行业务。自营方面，与股票市场方向性关联更强的券商业绩明显为大市拖低，相对而言，固收类及衍生品（如场外股票期权、总收益互换等）业务具备优势的券商则对于大市的波动性敏感性更低。投行业务上，一方面境内市场 IPO 审核趋严提升了行业的集中度，大型、优质及创新型行业客户储备较多的券商优势明显，另一方面，境内整体融资环境较为不利，而境外较为活跃，因而投行业务海外经营较成熟的券商可以弥补境内业务的疲弱。

图 291：今年前三季证券行业收入显著下降



资料来源：Wind、招银国际

图 292：大型券商 9M18 收入同比变动中各业务贡献度



资料来源：公司、招银国际

图 293：2018 年前三季市场数据

(十亿元人民币)	2014	2015	2016	2017	9M17	9M18	YoY
指数变幅							
沪深300指数	52%	6%	-11%	22%	16%	-15%	N/A
创业板指数	13%	84%	-28%	-11%	-5%	-19%	N/A
中债全价指数	7%	4%	-2%	-4%	-3%	3%	N/A
经纪业务及资本中介业务							
股基日均成交额	304	1,048	524	462	501	434	-13%
两融余额	1,025	1,174	939	1,026	969	823	-15%
佣金率	0.066%	0.050%	0.038%	0.033%	N/A	0.031%	N/A
投行业务							
股权融资承销额	907	1,611	2,113	1,722	1,170	1,042	-11%
IPO	44	147	92	192	176	115	-34%
再融资	863	1,464	2,021	1,531	995	927	-7%
债权融资承销额	1,974	3,124	5,072	4,304	3,076	3,614	18%
IPO通过率	87%	89%	90%	76%	81%	54%	-27ppt
资管业务							
资产管理规模	1,249	1,823	2,428	2,203	1,701	1,378	-19%
集合资管计划	214	324	364	372	219	193	-12%
定向资管计划	1,031	1,483	2,020	1,830	1,473	1,185	-20%
专项资管计划	3	16	44	2	9	0	N/A*

资料来源：Wind、招银国际

*：证券业基金协会自 2017 年四季度起在专项资管计划中剔除资产支持专项计划产品，故数据不可比。

2018 年 12 月 3 日

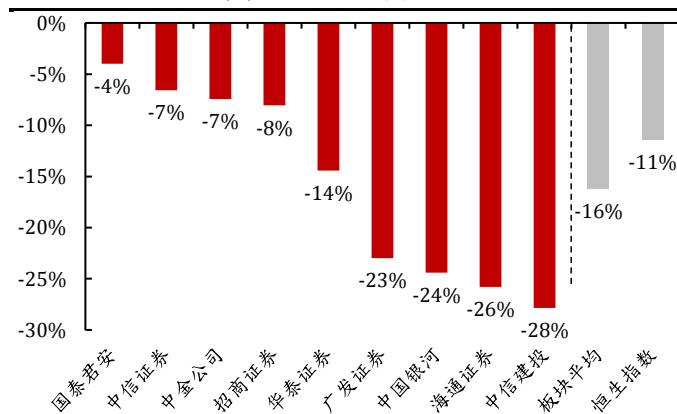
展望 2019 年，我们认为各业务条线的经营环境有望边际性好转，但券商之间的业绩分化趋势仍将持续。**经纪业务**方面，行情回暖以及增量外资的流入有利于成交的逐步企稳，佣金率下滑的大势依然不可避免，但下滑速度将有所放缓，传统经纪业务向财富管理转型，以及机构客户占比的提升都有助于提升券商经纪业务的竞争力。**投行业务**方面，在一系列改革创新政策推出的背景下，融资环境预期将会得到改善，但我们认为 IPO、并购重组及科创板的机遇依然只会为少部分龙头券商享有。**资管业务**方面，行业资管规模的缩减主要来自通道业务的收缩，并未对券商资管收入形成大的冲击，在新规细则落地后，监管不确定性风险已经解除，主动管理能力更强的券商将具备更强的竞争力。**资本中介业务**方面，无论是两融还是股质，作为成熟市场常见的融资类业务，在市场稳定情况下还有很大发展空间，此外券商融资利率预期小幅下行，有助于盈利能力的提升。**自营业务**方面，市场的不确定性犹存，因而能够借助衍生品等业务进行非方向性投资的券商依然能够具备更强的抵御能力。

估值安全边际较高，静待市场信心整固

目前证券板块的估值基本处于历史低位，2018 年平均预测市帐率仅有 0.84 倍。我们认为市场的悲观预期已经较为充分地反应在当前的估值里，但估值的向上修复还需要以下两个因素的支撑：1) 市场信心的整固及成交回升，以及 2) 券商业绩的企稳。短期而言，“政策底”转化为“信心底”迹象仍不够明确，券商今年四季度及明年一季度业绩依然承压，但目前估值低位情况下，我们认为安全边际较高。

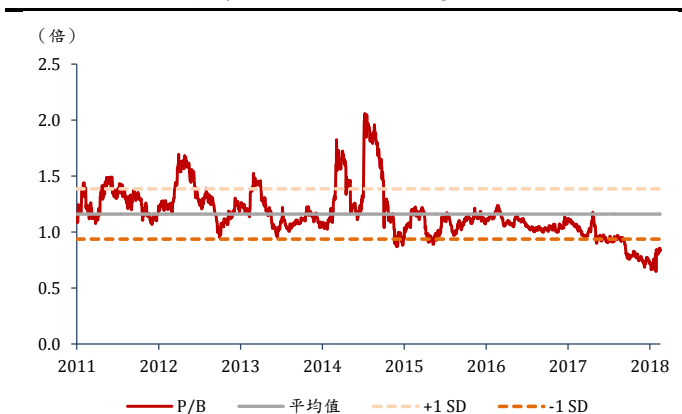
鉴于明年宏观经济下行风险依然较大，大市不确定性较高，我们对于券商的经营环境仍然持审慎态度，维持行业「同步大市」评级。个股方面，我们依然偏好业务综合实力较强、投行业务突出兼具海外经营优势的龙头券商，相信他们的业绩表现在面对市场弱势时更具抵御能力。维持中信证券（6030 HK，买入）及华泰证券（6886 HK，买入）为行业首选。

图 294：H 股券商年初至今股价表现跑输恒指



资料来源：彭博、招银国际

图 295：H 股券商板块估值接近历史低位



资料来源：彭博、招银国际

图 296：估值表

公司名称	股份代码	收市价	目标价	评级	市帐率		市盈率		股息率		ROAE	
		(港元)	(港元)		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中信证券	6030 HK	14.60	19.20	买入	0.98	0.92	12.6	11.3	3.2%	3.6%	8.1%	8.6%
中金公司	3908 HK	14.88	17.40	买入	1.33	1.23	16.8	13.9	1.2%	1.5%	8.6%	9.5%
华泰证券	6886 HK	12.94	14.60	买入	0.89	0.84	12.4	12.0	4.9%	2.2%	7.3%	7.3%
中信建投	6066 HK	4.78	5.30	持有	0.68	0.64	9.6	8.9	7.1%	3.1%	8.8%	8.9%
广发证券	1776 HK	11.60	11.10	持有	0.87	0.83	11.7	10.6	2.9%	3.3%	7.6%	8.0%
中国银河	6881 HK	4.20	4.70	持有	0.56	0.51	15.4	13.1	1.9%	2.3%	3.7%	4.1%

资料来源：彭博、招银国际预测

中国太阳能板块

落后大市

分析师：萧小川 - robinxiao@cmbi.com.hk

政策趋向边际宽松

中国光伏行业在“531”新政过后，呈现极速冷却状态。政策要求各地暂停安排新增建设规模，并对刚刚起步的分布式项目进行严格的规模控制，对中国光伏市场带来显著的需求波动，使市场恐慌并陷入悲观情绪。光伏产业链产品价格受需求波动影响引致暴跌。脆弱的市场状态持续 5 个月后，随着 11 月初习近平主席主持召开“民营企业座谈会”以及国家能源局“关于太阳能发展十三五规划中期评估成果座谈会”两项会议的召开，市场憧憬中国光伏行业或将迎来转机。我们认为中国政府对于光伏行业的政策执行方向将从一刀切式的暂缓转向边际放松，释放一定容量的新增光伏装机规划以使光伏产业链得以恢复，并在平价上网完全实现以前的过渡期间实现平稳发展。

十三五光伏发展规划中，计划装机容量为 105 吉瓦，而根据国家能源局数据统计，截止 2018 年三季度末，中国光伏装机容量已达 165 吉瓦。光伏行业普遍预期截止至 2020 年末，光伏装机可达 210 吉瓦以上，并且随着政策放宽预期，装机目标有望上调至 250-270 吉瓦，即 2019-20 年每年可获新增装机可达 42.5-52.5 吉瓦。装机目标若明确上调，有望维持较为稳定的国内市场需求预期，将有利于光伏产业链制造端。

核心问题仍然待解

尽管政策松动趋势明显，我们仍然认为现阶段不宜对于政策全面放松抱有过高期待。中国政府“531”新政出台的核心指向是抑制光伏装机快速增长，以避免加重目前可再生能源基金长期缺口快速扩大之矛盾。目前无论从国家对于非水可再生能源配额制，绿色电力证书，以及年度规模及年度电价调整安排上，我们尚无从得知补贴基金缺口问题将如何解决。从 11 月 15 日国家能源局发布的配额制第三次征求意见稿中，就绿证及配额考核内容较第二稿内容有明显弱化情形来判断，我们认为部委间对于可再生能源的支持仍存较多政策博弈。在目前宏观经济面临各方压力的背景下，大幅度增加可再生能源消纳，并全面放开新能源装机增量较为困难。此外，我们认为目前正处于中国能源结构和政策的密集调整期，能源结构和调整体系的长效机制将如何确立仍有待观察。

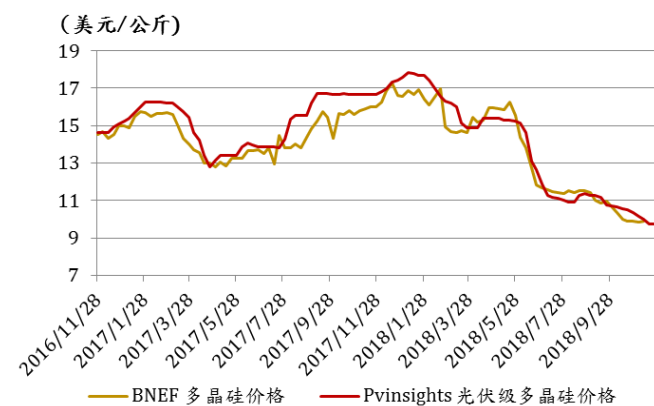
平价尚需时日，示范项目将成平价主导

光伏新政带来的产品需求急剧变化引致光伏产业链产品价格出现了巨幅波动。根据彭博新能源财经数据，光伏多晶组件价格自年初每瓦 0.412 美元下降 43.5% 至 0.233 美元，光伏单晶组件价格自年初每瓦 0.454 美元下降 45.5% 至 0.248 美元。受光伏组件价格下跌带动，项目开发的投资成本也自年初每瓦 5.4 元下降 17% 至目前约 4.5 元。尽管光伏项目开发的成本实现较快下降，我们测算若要实现较大范围内的平价上网，项目投资成本仍需在目前基础上再降低 17% 至每瓦 3.75 元，同时项目平价还需依赖一定客观条件，如较好的光照资源和较低的融资成本，并且项目回报也不及补贴项目丰厚。依据目前光伏产业链上的盈利情况，除少数企业仍能维持薄利，多数企业定价已贴近现金成本，且多数企业处于亏损。我们认为通过政策手段抑制需求所带来的成本下降和行业整合并不健康，长期来看政策手段所推动的成本下降难以为继。

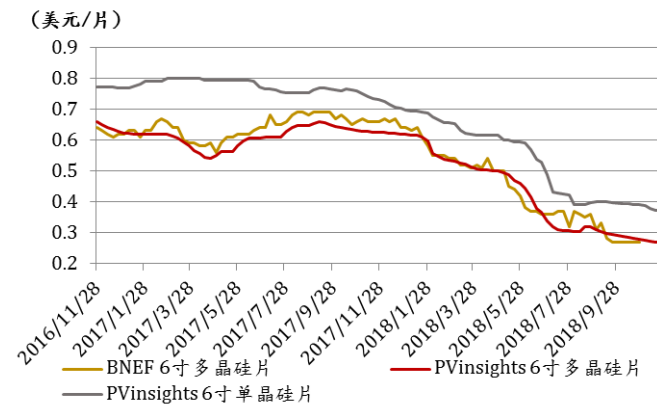
基于目前光伏产业链的发展趋势，我们认为组件成本进一步优化降低的空间主要来源于 1) 上游多晶硅高效低成本新建产能逐渐释放，以及 2) 下游组件采用更多的技术革新提高发

2018 年 12 月 3 日

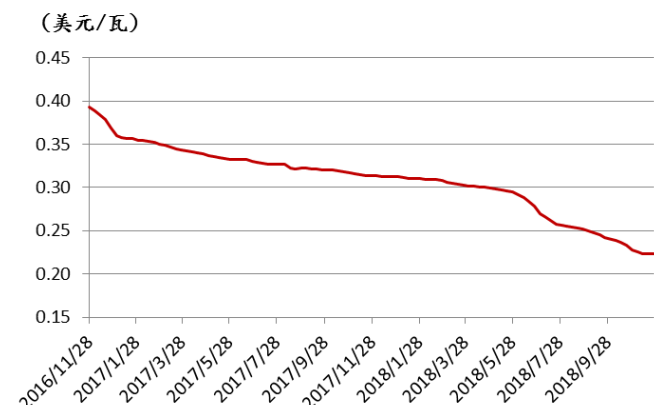
电效率。在光伏组件价格实现大幅下降后，目前非技术成本（土地费用、融资成本、电网接入等）占据项目开发成本的比例已越发明显，如何降低非技术成本也将成为光伏行业加快平价步伐的关键。结合多晶硅新产能投放及技术进步预期，我们认为中国光伏下游仍需要 1-2 年时间才可实现部分地区平价上网。在近 1-2 年，我们认为示范性平价项目将成为市场主导，并且示范性项目的组织方式将与目前领跑者项目类似，在光照资源较好且电价较高地区率先推进平价项目。

图 297：多晶硅价格大跌后逐渐企稳


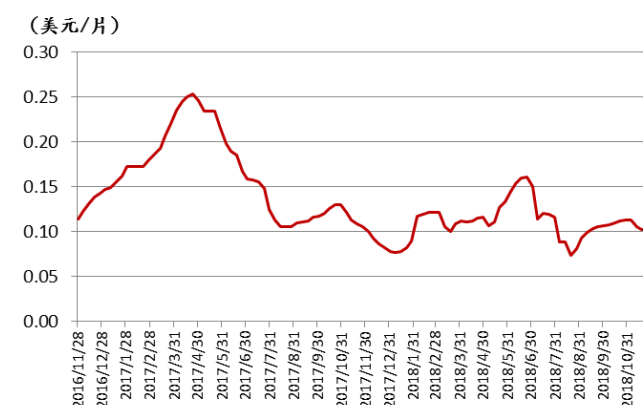
资料来源：彭博，招银国际研究

图 298：硅片价格也呈逐渐企稳态势


资料来源：彭博，招银国际研究

图 299：组价价格持续下滑


资料来源：彭博，招银国际研究

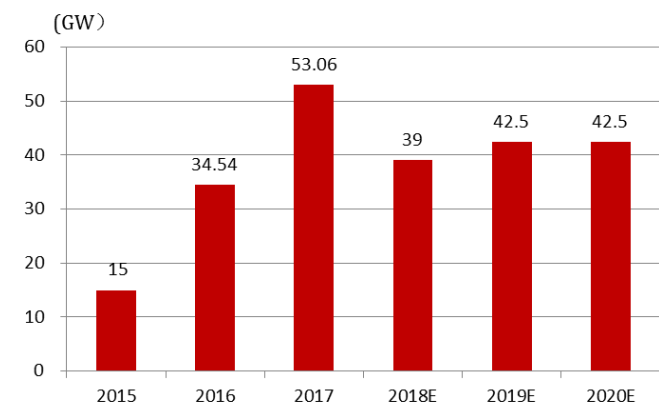
图 300：单/多晶硅片价差维持在每瓦 0.1 美元以上


资料来源：彭博，招银国际研究

电价调整及规模安排有待明确

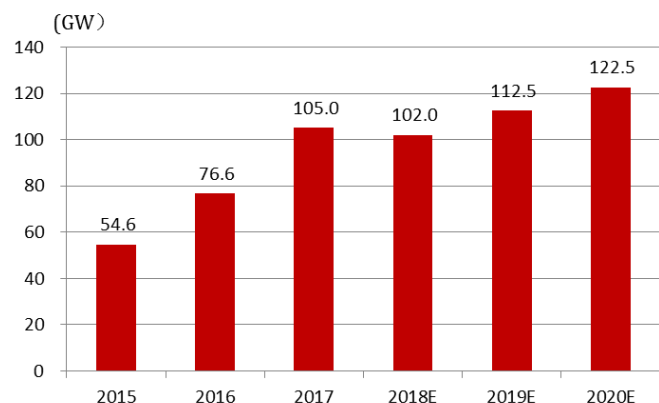
我们预期中国政府将于 2018 年末发布多项光伏相关政策，包括 1) 2019 年电价政策、2) 地面及分布式规模指标、3) 第二批扶贫项目目录、4) 第三批领跑者项目奖励指标、5) 第四批领跑者基地规模。结合政策边际放松预期，光伏产品价格下降以及补贴缺口扩大等多项因素，我们预计光伏标杆电价仍会有较大幅度下调，同时规模指标将向领跑者及平价示范项目倾斜，以降低补贴规模。我们预测 2019-20 年装机规模在合共 80-90 吉瓦区间，即对应 2020 年装机约 225-245 吉瓦。由于电价调整幅度和规模指标分配仍有较大不确定性，我们对国内市场的政策宽松谨慎乐观。

图 301：中国新增光伏装机



资料来源：IRENA, 招银国际预测

图 302：全球新增光伏装机



资料来源：IRENA, 招银国际预测

海外市场值得期待

光伏产品市场国内市场受政策冲击规模受限背景下，海外市场仍然维持较快发展。根据中国光伏行业协会（CPIA）数据，1-9 月光伏出口产品出口总额 121.3 亿美元，同比增长 19.4%，其中上半年电池片和组件出口总额 66.2 亿美元，同比增加 24.7%，组件出口量约 34GW，为产量的 61.9%，并且已超过 2017 年全球出口量，显示海外市场需求持续旺盛。海外市场主要由新兴市场和欧洲需求增长所驱动。受 531 政策影响，光伏产品价格快速下跌使光伏能源在更多地区竞争力与日俱增，但由于受到贸易纠纷和产业链价格剧烈波动影响，我们预计海外光伏装机需求在 2018 年维持稳定较快增长，在 2019 年随着贸易政策去和产品价格趋向稳定，增长势头有望加速。我们对中国光伏制造业海外产品销售持乐观态度，并预期海外销售份额快速提升企业有望率先走出政策周期底部，并随光伏能源平价上网时代到来获得领先优势。

行业估值受压

由于受到政策冲击制约，光伏行业目前行业整体估值承压，彭博 2019 年预测市盈率和市净率分别为 6.0 倍以及 0.7 倍。我们认为政策边际放松将释放部分中国光伏市场需求，从而有利于产业链制造端，但具体的改善空间仍有待政策落地明确。由于可再生能源补贴缺口问题的解决方案仍不明朗，我们认为下游运营商在负债和现金流两端将继续受压。在平价上网压力之下，我们认为光伏下游上市企业以民营企业为主的背景在项目贷款和竞争方面均不占优势，2019 年的地面及领跑者项目预料将以国营企业为主。基于上述理解，我们对中国光伏行业 2019 年前景谨慎乐观，预料 2019 年上半年光伏需求维持寡淡，下半年或随国内和海外需求释放迎来转机。我们对中国太阳能行业展望为跑输大市。

图 303：港股上市太阳能光伏板块行业估值表

公司名称	代码	市值	股价	目标价	评级	EPS				EPS-CAGR			PBR		
		百万港元	(港元)	(港元)		17	18E	19E	17-19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
信义光能	968 HK	22,443	2.93	2.63	持有	0.326	0.285	0.312	-2.2%	9.5	10.3	9.4	2.4	1.9	1.7
保利协鑫	3800 HK	9,898	0.54	0.57	持有	0.107	0.043	0.063	-23.3%	7.9	11.2	7.6	0.4	0.4	0.4
新特能源	1799 HK	8,256	7.90	n/a	未评级	1.020	1.120	1.290	12.5%	6.2	6.3	5.4	0.8	0.7	0.6
北控清洁能源	1250 HK	6,670	0.11	n/a	未评级	0.024	0.023	0.025	3.0%	4.4	4.1	3.7	1.0	0.8	0.5
协鑫新能源	451 HK	5,531	0.29	0.33	持有	0.044	0.046	0.053	9.6%	7.9	5.6	4.9	0.8	0.6	0.5
福莱特玻璃	6865 HK	3,564	1.98	n/a	未评级	0.239	0.207	0.290	10.2%	7.4	8.5	6.1	N/A	0.9	0.8
兴业太阳能	750 HK	1,793	2.15	n/a	未评级	0.172	0.422	0.412	54.8%	5.5	4.5	4.6	0.3	0.3	0.3
行业平均						9.2%				7.7	7.2	6.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：彭博，招银国际研究



行业首选股份

- ❖ 中国银行业板块 - 中国建设银行 (939 HK)
- ❖ 中国保险业板块 - 中国太保 (2601 HK)
- ❖ 中国机械及设备板块 - 三一重装国际 (631 HK), 中国龙工 (3339 HK)
- ❖ 中国风电板块 - 新天绿色能源 (956 HK)
- ❖ 中国互联网板块 - 阿里巴巴 (BABA US)
- ❖ 中国医药板块 - 中国中药 (570 HK), 石药集团 (1093 HK), 爱康医疗 (1789 HK)
- ❖ 中国教育板块 - 希望教育 (1765 HK)
- ❖ 中国非必需消费板块 - 安踏体育 (2020 HK)
- ❖ 中国房地产板块 - 时代中国 (1233 HK), 万科 (2202 HK)
- ❖ 中国证券业板块 - 中信证券 (6030 HK)

中国建设银行 (939 HK)

经营指标持续改善

- ❖ **盈利加速增长。**建设银行 2018 年前三季度净利润达到 2,141 亿元人民币，占我们全年盈利预测的 83%。三季度净利润同比增速达到 6.6%，较 2018 年上半年的 6.3% 提升 0.3 个百分点。受惠于信贷资产的较快增长，三季度净利息收入同比增长 9.3%。净手续费及佣金收入同比增长 7.6%，相信主要来自银行卡业务及托管业务的贡献，尽管部分被理财业务及代理服务的收入下降所拖累。经营收入同比增长 5.6%，而经营开支同比下降 5.6%，令拨备前利润同比增长 10.7%。
- ❖ **净息差走势稳定。**在二季度息差环比下滑两个基点后，根据我们的测算，建行三季度净息差环比回升一个基点至 2.34%。我们认为较为平缓的净息差走势已在市场预期之内，因为在人行连续释放流动性及监管要求降低小微企业融资成本的背景下，银行的贷款收益率增幅有所收窄。同时，由于银行自身在信贷投放上维持审慎，主要投向按揭贷款及地方政府债，也限制了资产端收益率的上升。另一方面，存款增速（环比增长 1.5%）仍然低于贷款增速（环比增长 2.3%），显示该行在资金成本端依然承压。不过，我们认为建行目前贷存比较低，同时在获取零售存款上具备优势，因此毋须大幅提升存款利率。我们预期四季度建行的息差仍将大体保持稳定。
- ❖ **资产质量向好。**截至三季度末，建行的不良贷款额环比上升 1.5%，不良生成率由二季度末的 57 个基点上升至 76 个基点。不过，不良贷款率仍然环比下降一个基点至 1.47%，相信主要由于建行加快了不良贷款的处置。强劲的拨备前利润增长使得建行能够更充分地计提减值（同比增加 24.7%），令拨备覆盖率环比提升两个百分点至 195.2%；加之一贯严格的不良确认原则，我们认为建行能够更好地应对未来几个季度，由贸易战引发的企业盈利下滑，进而导致的不良贷款的潜在回升。
- ❖ **资本充足情况行业最佳。**凭借较强的资本内生能力，截至三季度末，建行的核心一级资本充足率及资本充足率分别环比提升 26 个基点及 59 个基点，达到 13.34% 及 16.23%，为行业最高水平。建行的资本充足率指标比监管要求高出 380 至 480 个基点，预计未来通过股权融资寻求资本补充的需求较小。
- ❖ **维持买入评级及目标价 9.3 港元。**建行是四大行中首家发布三季度业绩的银行，我们相信该行稳健的业绩表现能够一定程度上稳定市场对于银行板块的投资情绪。而凭借充足的资金来源和信贷提升空间，以及强劲的资本实力，建行将更能够受惠于政府鼓励信贷投放的政策。现时建行的估值相当于 0.7 倍 2019 年预测市帐率，较其历史平均水平 1.02 倍低 31%；5.8% 的股息率也可对估值形成一定支持。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业收入(百万元人民币)	559,860	594,031	656,590	706,076	759,265
净利润	231,460	242,264	258,967	283,533	315,494
每股盈利(元人民币)	0.92	0.96	1.02	1.12	1.25
每股盈利变动(%)	1.0	4.7	5.8	9.6	11.4
市帐率(x)	0.94	0.86	0.78	0.70	0.63
市盈率(x)	6.4	6.1	5.7	5.2	4.7
股息率(%)	4.7	5.0	5.3	5.8	6.4
权益收益率(%)	15.5	14.8	14.2	14.1	14.2
不良贷款率(%)	1.52	1.49	1.47	1.46	1.42
拨备覆盖率(%)	150.36	171.08	190.13	205.32	221.07

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入（维持）

目标价	HK\$9.30
(此前目标价)	HK\$9.30)
潜在升幅	+39.4%
当前股价	HK\$6.67

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836
邮件：terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775
邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	1,675,266
3 月平均流通量(百万港元)	1,463
52 周内股价高/低(港元)	9.39/6.02
总股本(百万)	250,011

资料来源：彭博

股东结构

汇金公司	57.31%
中国证券金融股份有限公司	0.87%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.4%	1.3%
3-月	-3.8%	0.6%
6-月	-16.2%	-3.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师：罗兵咸永道

公司网站：www.ccb.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利息收入	696,637	750,154	829,814	903,612	983,950
利息支出	(278,838)	(297,698)	(314,798)	(342,645)	(373,433)
净利息收入	417,799	452,456	515,015	560,968	610,516
净手续费及佣金收入	118,509	117,798	117,798	121,332	124,972
其他净收益和收入	23,552	23,777	23,777	23,777	23,777
营业收入	559,860	594,031	656,590	706,076	759,265
营业费用	(171,515)	(167,043)	(181,056)	(193,016)	(205,793)
扣除减值损失前的营业利润	388,345	426,988	475,534	513,060	553,472
资产减值损失	(93,204)	(127,362)	(155,354)	(162,649)	(163,732)
营业利润	295,141	299,626	320,181	350,411	389,741
联营企业及合营企业投资净收益	69	161	161	161	161
税前利润	295,210	299,787	320,342	350,572	389,902
所得税费用	(62,821)	(56,172)	(60,023)	(65,688)	(73,057)
年度利润	232,389	243,615	260,318	284,884	316,845
非控制性权益	(929)	(1,351)	(1,351)	(1,351)	(1,351)
净利润	231,460	242,264	258,967	283,533	315,494

资料来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存放中央银行款项	2,775,965	2,914,380	3,144,365	3,392,750	3,661,005
同业资产	858,462	708,598	733,610	759,872	787,448
金融投资	5,068,584	5,181,648	5,595,593	6,043,241	6,526,700
贷款和垫款净额	11,488,355	12,574,473	13,610,148	14,735,512	15,965,020
其他资产	772,339	745,284	868,968	1,016,153	1,189,264
总资产	20,963,705	22,124,383	23,952,685	25,947,528	28,129,437
向中央银行借款	439,339	547,287	602,016	662,217	728,439
同业负债	2,325,129	2,116,279	2,282,652	2,473,412	2,693,796
客户存款	15,402,915	16,363,754	17,672,854	19,086,683	20,613,617
已发行债券	252,546	275,160	305,734	340,895	381,329
其他负债	954,122	1,026,076	1,111,107	1,203,876	1,305,098
总负债	19,374,051	20,328,556	21,974,363	23,767,083	25,722,279
本行股东应享权益	1,576,500	1,779,760	1,962,254	2,164,377	2,391,091
非控制性权益	13,154	16,067	16,067	16,067	16,067
总权益	1,589,654	1,795,827	1,978,321	2,180,444	2,407,158

资料来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入结构					
净利息收入	74.6%	76.2%	78.4%	79.4%	80.4%
净手续费及佣金收入	21.2%	19.8%	17.9%	17.2%	16.5%
其他净收益和收入	4.2%	4.0%	3.6%	3.4%	3.1%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
净利息收入	-8.7%	8.3%	13.8%	8.9%	8.8%
净手续费及佣金收入	4.4%	-0.6%	0.0%	3.0%	3.0%
营业收入	-4.6%	6.1%	10.5%	7.5%	7.5%
营业费用	-12.0%	-2.6%	8.4%	6.6%	6.6%
拨备前利润	-0.9%	10.0%	11.4%	7.9%	7.9%
净利润	1.5%	4.7%	6.9%	9.5%	11.3%
资产质量					
不良贷款率	1.52%	1.49%	1.47%	1.46%	1.42%
不良贷款拨备覆盖率	150.36%	171.08%	190.13%	205.32%	221.07%
拨贷比	2.29%	2.55%	2.79%	2.99%	3.13%
信贷成本	0.81%	1.00%	1.10%	1.06%	0.98%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.98%	13.09%	13.48%	13.78%	14.09%
一级资本充足率	13.15%	13.71%	14.05%	14.31%	14.58%
资本充足率	14.94%	15.50%	15.88%	15.99%	16.13%
回报率					
平均净资产收益率	15.51%	14.81%	14.25%	14.11%	14.18%
平均总资产收益率	1.17%	1.12%	1.11%	1.12%	1.15%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.92	0.96	1.02	1.12	1.25
每股股息（元人民币）	0.278	0.291	0.311	0.340	0.379
每股账面值（元人民币）	6.23	6.80	7.53	8.34	9.25

资料来源：公司及招银国际研究部预测

中国太保(2601 HK)

以客户需求为导向的保险科技践行者

❖ 我们参加了中国太保于 11 月 15 日举办的投资者开放日。公司介绍了其健康险业务战略及最新进展，并展示了其在科技应用方面的扎实而接地气的成果。此次活动重申了公司长期专注保险主业及以客户需求为导向的战略。为推动数字化转型，中国太保不断整合集团数据和技术资源，构建保险大数据平台，同时公司是第一家将旗下所有子公司的各类移动客户端整合为一个 APP——太平洋保险 APP——的保险公司，这极大地改善了客户体验。公司的战略定力及强大的执行能力给我们留下了深刻印象。我们相信，中国太保转型 2.0 将继续为投资者创造价值。维持买入评级，目标价 3748 港元，相当于 0.96 倍 2018 年预测每股内含价值。公司当前股价相当于 0.71 倍 2018 年预测每股内含价值。

❖ 长期健康险推动新业务价值增长和利润率扩张。随着整个寿险行业向保障型业务转型，健康险越来越起到举足轻重的作用。2018 上半年，公司长期健康险业务贡献了 83% 的新业务价值和 47% 的首年年度化保费。新业务价值率从 2017 年的 39.4% 上升至 41.4%。在商业健康险策略方面，公司坚持以长期重疾险产品推动新业务价值增长和新业务价值率提升，同时公司也注重通过短期医疗险产品的销售，增强获客能力，以及在与短期医疗险客户的较为高频的接触中，以自身优质的服务提升客户粘性。2018 年前三季度，太保寿险新保单持有人中约有 82.8% 购买了重疾产品，其中 22% 加保了短期医疗险。基于广阔的市场前景和当前相对较低的平均保额（仅为 17.3 万元人民币），公司对其健康险业务的可持续增长充满信心。

❖ 以客户需求为导向的科技应用。太保的科技应用突出两个聚焦，即保险和客户。科技赋能涵盖整个客户保险旅程，从 i) 信息获取，ii) 投保，iii) 理赔和给付，到 iv) 客户服务。在开放日现场，公司展示了多个产品案例。例如，公司开发了阿尔法保险，即基于自然语言识别的人工智能保险顾问，为个人和家庭提供量身定制的保险建议。在团体车险方面，公司还提供“太好保”服务，实时监控驾驶员行为，并在驾驶员出现打哈欠、吸烟或边开车边打电话等不当行为时提供警告，同时提供前车预警以防止碰撞。“太好保”已在团车客户中安装 1.4 万多台设备，事实证明，有效降低事故发生率、出险率，并降低保险公司赔付率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入(百万人民币)	234,018	281,644	318,784	363,313	408,770
总收入(百万人民币)	266,081	319,405	357,479	406,240	456,645
净利润(百万人民币)	12,057	14,662	16,381	18,930	21,220
每股收益(人民币)	1.33	1.62	1.81	2.09	2.34
每股收益变动(%)	(32.14)	21.65	11.72	15.56	12.10
市盈率(x)	18.42	15.14	13.56	11.73	10.46
市账率(x)	1.69	1.61	1.52	1.42	1.33
P/EV(x)	0.90	0.78	0.71	0.65	0.59
股息率(%)	2.86	3.26	3.69	4.26	4.78
净资产收益率(%)	9.09	10.89	11.55	12.53	13.14

资料来源：公司，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$37.48
(前目标价)	HK\$37.48)
潜在升幅	+35.3%
当前股价	HK\$27.7

丁文捷，PhD

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	299,184
3 月平均流通量(百万港元)	409
52 周内股价高/低(港元)	42.4/ 26.6
总股本(百万)	9,062

资料来源：彭博

股东结构

华宝投资	14.17%
中能（集团）	13.52%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.5%	-9.3%
3-月	-5.0%	0.2%
6-月	-18.0%	-5.5%

资料来源：彭博

12-月 股价表现

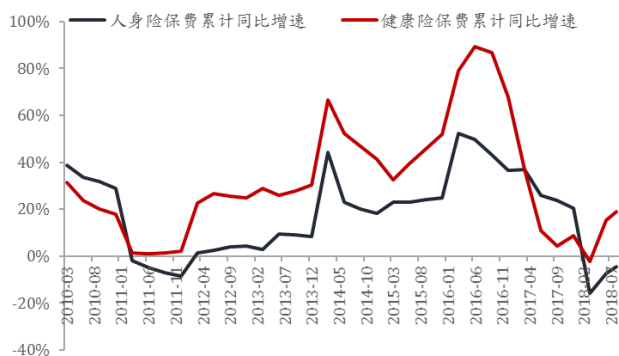


资料来源：彭博

审计师：普华永道

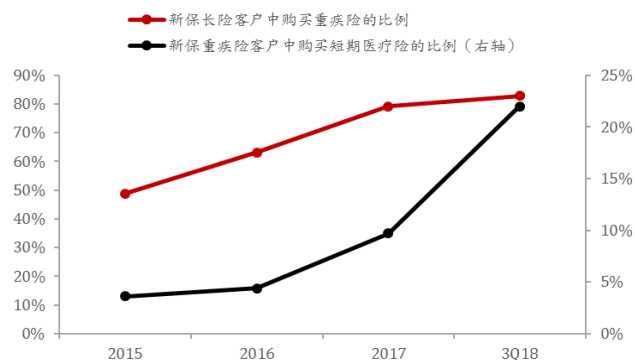
公司网站：www.cpic.com.cn

图 1：健康险行业高速增长



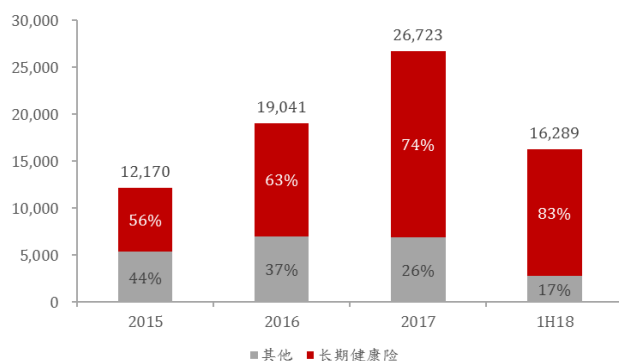
资料来源：公司，招银国际

图 2：同时投保重疾险与医疗险的客户快速增加



资料来源：公司，招银国际

图 3：按产品新业务价值



资料来源：公司，招银国际

图 4：围绕客户足迹数字科技应用



资料来源：公司，招银国际

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
原保费收入	234,018	281,644	318,784	363,313	408,770
- 寿险	137,410	175,785	201,281	231,710	264,006
- 财产险	96,608	105,859	117,503	131,604	144,764
分出保费及提取未到期责任准备金	(14,445)	(18,090)	(20,165)	(22,875)	(25,217)
已赚保费	219,573	263,554	298,619	340,439	383,553
投资收益	43,879	52,657	55,575	62,057	68,872
其他业务收入	2,629	3,194	3,285	3,745	4,219
收入合计	266,081	319,405	357,479	406,240	456,645
保户给付及赔款净额	(175,794)	(210,130)	(242,279)	(276,883)	(313,994)
其他业务及管理费用	(74,220)	(88,247)	(93,119)	(103,814)	(113,998)
给付、赔款及费用合计	(250,014)	(298,377)	(335,398)	(380,697)	(427,993)
享有按权益法入账的投资的利润份额	18	74	250	263	276
利润总额	16,085	21,102	22,331	25,806	28,928
所得税	(3,801)	(6,111)	(5,583)	(6,452)	(7,232)
净利润	12,284	14,991	16,748	19,355	21,696
非控制性权益	(227)	(329)	(368)	(425)	(476)
归属母公司股东净利润	12,057	14,662	16,381	18,930	21,220

资料来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
现金及存款	174,847	134,030	159,844	177,219	133,114
债券	471,075	521,063	565,228	672,002	498,979
其他固定收益类投资	171,281	259,717	308,608	296,821	236,622
股票及基金	69,370	95,989	95,006	105,334	85,819
其他权益类投资	46,530	61,756	64,220	71,201	68,279
投资性房地产	8,657	8,727	9,706	10,761	8,496
投资资产合计	941,760	1,081,282	1,202,612	1,333,338	1,474,590
非投资资产	78,932	89,942	110,490	131,788	166,003
总资产	1,020,692	1,171,224	1,313,103	1,465,126	1,640,593
保险合同负债	693,826	802,239	924,978	1,066,139	1,227,778
投资合同负债	48,796	56,268	60,769	63,808	65,722
次级债	11,498	3,999	13,999	10,000	10,000
其他负债	131,809	167,599	163,014	164,424	164,940
总负债	885,929	1,030,105	1,162,761	1,304,371	1,468,440
归属于母公司股东权益	131,764	137,498	146,053	156,053	166,988
非控制性权益	2,999	3,621	4,289	4,702	5,165
股东权益合计	134,763	141,119	150,342	160,754	172,153

资料来源：公司及招银国际预测

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
内含价值（百万人民币）					
太保寿险一年新业务价值	19,041	26,723	23,562	25,919	27,992
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	103,048	136,749	156,681	175,772	194,913
寿险业务内含价值	181,603	214,037	238,339	263,495	288,857
集团内含价值	245,939	286,169	312,719	343,273	374,177
同比增长率					
原保费收入	15.1%	20.4%	13.2%	14.0%	12.5%
- 寿险	26.5%	27.9%	14.5%	15.1%	13.9%
- 财险	2.0%	9.6%	11.0%	12.0%	10.0%
个险渠道首年期交	45.3%	31.2%	-16.5%	10.0%	8.0%
已赚保费	15.9%	20.0%	13.3%	14.0%	12.7%
归属于母公司股东净利润	-32.0%	21.6%	11.7%	15.6%	12.1%
太保寿险一年新业务价值	56.5%	40.3%	-11.8%	10.0%	8.0%
寿险业务内含价值	19.5%	17.9%	11.4%	10.6%	9.6%
集团内含价值	19.6%	16.4%	9.3%	9.8%	9.0%
资本充足率*					
寿险偿付能力充足率	256.9%	245.3%	256.8%	256.2%	271.6%
产险偿付能力充足率	296.1%	267.4%	304.1%	300.4%	299.5%
主要比率					
新业务价值率（基于首年年化保费）	32.9%	39.4%	39.7%	39.7%	39.7%
综合成本率	99.2%	98.8%	98.8%	98.8%	98.8%
净投资收益率	5.4%	5.4%	4.9%	4.9%	4.9%
总投资收益率	5.2%	5.4%	4.9%	4.9%	4.9%
净资产收益率（集团）	9.1%	10.9%	11.6%	12.5%	13.1%
资产收益率（集团）	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
内含价值收益率（太保寿险）	25.1%	24.8%	16.4%	15.7%	15.0%
每股数据					
每股收益（人民币）	1.33	1.62	1.81	2.09	2.34
每股净资产（人民币）	14.54	15.17	16.12	17.22	18.43
集团每股内含价值（人民币）	27.14	31.58	34.51	37.88	41.29
每股股息（人民币）	0.70	0.80	0.90	1.04	1.17

资料来源：公司及招银国际预测

三一重装国际 (631 HK)

周期复苏持续；新产品开发另一增长动力

- ❖ **主要亮点：**我们继续相信三一国际将成为这一轮煤炭板块投资周期复苏的主要受益者，主要由于公司在该领域的独特产品组合。我们预计公司所有板块——包括煤机、矿用车和港口机械的强劲复苏，将推动净利润于2018/19/20年录得187%/28%/12%的强劲增长。现时三一国际股价仅相当于10x 2018年市盈率，我们认为并未反映未来两年的净利润增长，我们因此重申买入评级，目标价4.17港元维持不变(基于1.7倍2018年PB，对应2019-2020年12-13% ROE)。
- ❖ **设备替换周期持续。**煤炭开采固定资产投资从2013年起开始下滑，2016年更录得同比下滑24%，然而2017年的下滑幅度收窄至12%，2018年的前十个月开始录得6年来首次回升，同比上升5.2%。煤炭开采固定资产投资回升主要由于煤炭价格上升令煤矿投资意愿回升，我们看好煤炭机械，主要由于更新替换周期开始启动，相信将会延续至2019年。
- ❖ **新产品开发及推广迅速。**煤炭机械方面，三一国际的其中一款新产品纯水液压支架(将液压缸中的乳化剂替换为纯水以实现环保绿色开采)预期今年对神华的销售额将近1亿元人民币，公司预期未来数年的市场空间将达到每年10亿元人民币，因此该新产品将成为三一国际的主要增长动力。港口机械方面，受惠于三一集团卓越的研发能力及丰富经验，三一国际旗下子公司三一海洋重工于八月推出了液压抓料机，一种类似大型挖机的新产品，主要应用于处理内河码头及钢厂的物料。管理层表示该产品在上述的作业环境中比挖机更能提高运营效益。此外，三一海洋重工将推出用于港口货运的电动集卡。两种新产品将于随后数年成为公司的收入增长动力。
- ❖ **新产能扩张正在进行。**三一海洋重工在珠海的生产基地占地约1,000亩，现址旁边拥有一块约2,000亩的用地，将用作兴建新厂房。根据管理层的说法，新产量将为现时的两倍，显示增长潜力巨大。厂房土地的平整工程正在进行，预计于2019年开始兴建工程。
- ❖ **风险因素：**(1) 煤炭开采业活动下降；(2) 原材料及零部件价格上升；(3) 贸易战升级

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万元人民币)	1,842	2,481	4,589	5,790	6,391
净利润(百万元人民币)	-644	229	658	839	941
EPS(元人民币)	(0.21)	0.08	0.22	0.28	0.31
EPS变动(%)	n/a	n/a	186.6	27.5	12.3
EV/EBITDA(x)	n/a	11.8	5.7	4.6	4.2
市盈率(x)	n/a	28.5	10.1	7.9	7.0
市帐率(x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
股息率(%)	0.0	8.4	3.0	3.8	4.3
权益收益率(%)	-10.1	3.7	10.3	12.5	12.7
净财务杠杆(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司，招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$4.17
(前目标价)	HK\$4.17)
潜在升幅	+65%
当前股价	HK\$2.53

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)	7,694
3月平均流通量(百万港元)	5.1
52周内股价高/低(港元)	3.04/1.06
总股本(百万)*	3,041

*如三一重装投资有限公司转换手上的可换股优先证券，将令三一国际增发约4.8亿新股。

资料来源：港交所，彭博

股东结构

三一重装投资有限公司#	70.19%
自由流通	29.81%

#如三一重装投资有限公司转换手上的可换股优先证券，其持股量将为74.25%

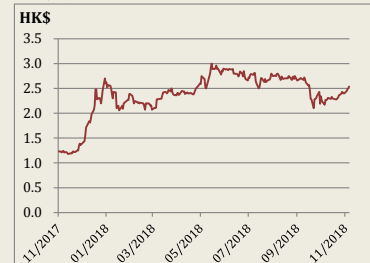
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+11.9%	+4.0%
3-月	-8.6%	-3.7%
6-月	+1.6%	+17.0%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师:安永

公司网站: www.sanyhe.com

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收益					
能源装备	728	1,202	2,595	3,543	3,883
港口机械	1,114	1,279	1,993	2,247	2,508
总收益	1,842	2,481	4,589	5,790	6,391
销售成本	(1,566)	(1,744)	(3,074)	(3,879)	(4,282)
毛利	276	738	1,514	1,911	2,109
其他收入	168	304	413	515	562
其他收益及亏损净额	0	0	0	0	0
分销与销售开支	(321)	(299)	(505)	(637)	(703)
行政开支	(314)	(342)	(459)	(550)	(575)
研发费用	(526)	(118)	(115)	(145)	(160)
息税前收益	(718)	282	849	1,094	1,233
净财务收入/(费用)	10	32	33	30	29
利息收入	12	35	36	33	34
融资成本	(2)	(3)	(3)	(3)	(4)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	(708)	315	882	1,125	1,263
所得税开支	50	(84)	(221)	(281)	(316)
税后溢利	(658)	231	662	844	947
非控股权益	14	(2)	(4)	(5)	(6)
净利润	(644)	229	658	839	941
折旧及摊销	199	249	247	263	279
EBITDA	(519)	531	1,096	1,358	1,513

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	2,757	2,585	2,553	2,505	2,441
预付租赁款项	679	562	546	531	515
联营及合资公司	0	0	0	0	0
可供出售投资	11	11	11	11	11
其他	0	0	0	0	0
递延税项资产	477	436	436	436	436
定期存款	0	0	0	0	0
	5,893	6,102	6,054	5,991	5,912
流动资产					
预付租赁款项	311	268	268	268	268
存货	915	1,246	1,870	2,062	2,278
应收账款及其他应收款项	1,557	1,560	2,463	2,930	3,128
应收票据	213	266	564	483	708
已抵押银行存款	27	15	15	15	15
银行结余及现金	833	814	538	610	578
	4,246	5,097	6,647	7,296	7,903
总资产	10,139	11,199	12,701	13,287	13,815
流动负债					
应付账款及其他应付款项	956	1,193	2,581	2,521	2,782
应付票据	944	1,318	1,318	1,318	1,318
借贷	0	0	0	0	0
税项负债	290	297	297	297	297
其他	9	14	14	14	14
	2,268	2,919	4,307	4,247	4,508
非流动负债					
借贷	161	429	429	429	0
递延税项负债	20	34	34	34	34
	1,736	1,918	1,918	1,918	1,489
资本及储备					
股东权益	6,077	6,304	6,414	7,055	7,745
非控股权益	57	58	62	67	73
权益总额	6,134	6,362	6,476	7,123	7,818
权益及负债	10,139	11,199	12,701	13,287	13,815

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	(708)	315	882	1,125	1,263
融资成本	2	3	3	3	4
利息收入	(12)	(35)	(36)	(33)	(34)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
应收账款及其他应收款项减值确认减值亏损	522	33	0	0	0
滞销及过时存货拨备	320	1	0	0	0
撤销应收账款	0	0	0	0	0
出售物业、厂房及设备亏损	(2)	0	0	0	0
折旧及摊销	199	249	247	263	279
已付所得税	(12)	(20)	(221)	(281)	(316)
营运资金变动	1,161	276	(438)	(638)	(378)
其他	(144)	(214)	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,327	607	438	439	819
购买物业、厂房及设备净投资	(153)	(249)	(200)	(200)	(200)
已收利息	6	22	36	33	34
其他	(270)	(661)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(532)	(888)	(164)	(167)	(166)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	(473)	266	0	0	(429)
已付股息	0	0	(547)	(197)	(252)
已付利息	(1)	0	(3)	(3)	(4)
其他	(13)	0	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	(487)	266	(550)	(200)	(685)
现金及等同现金(减少)增加净额	308	(15)	(276)	72	(32)
年初之现金及等同现金项目	523	833	814	538	610
汇兑及其他	2	(4)	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	833	814	538	610	578

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合 (%)					
能源装备	40%	48%	57%	61%	61%
港口机械	60%	52%	43%	39%	39%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15%	30%	33%	33%	33%
EBITDA 利润率	-28%	21%	24%	23%	24%
息税前利润率	-39%	11%	19%	19%	19%
净利润率	-36%	9%	14%	15%	15%
增长率 (%)					
收入	-16%	35%	85%	26%	10%
毛利	-56%	167%	105%	26%	10%
EBITDA	n/a	n/a	106%	24%	11%
息税前利润	n/a	n/a	201%	29%	13%
净利润	n/a	n/a	187%	28%	12%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.9	1.7	1.5	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	453	229	160	170	173
平均存货周转天数	244	226	185	185	185
平均应付账款周转天数	210	225	224	240	226
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	-6%	2%	6%	6%	7%
资本回报率	-10%	4%	10%	12%	13%
每股数据					
每股盈利(人民币)	(0.21)	0.08	0.22	0.28	0.310
每股账面值(人民币)	2.00	2.07	2.11	2.32	2.55
每股股息(人民币)	0.00	0.18	0.06	0.08	0.093

来源: 公司资料, 招银国际预测

中国龙工(3339 HK)

股价已反映盈利风险；风险回报吸引

❖ **买入机会。**经历疲惫的三季度后，龙工的轮式装载机总销量自10月以来已有所改善，2018年首10个月的销量同比增长24%。此外，中厚钢板的最新价格较三季度下跌约5%，相信可以让龙工的成本压力有所纾缓。我们较早前将龙工2018-20年的盈利预测下调10%-14%以反映较低的销售额和利润率，但相信自9月以来的股价调整充分反映盈利下调的风险。我们把目标价由3.94港元下调至3.60港元，基于10倍2019年预测市盈率（较历史平均值折让35%，此前以2018年为基数）。现价相当于6倍2019年预测市盈率和>8%的股息率，我们认为现时股价吸引。此外，由于净现金（包括可供出售金融资产投资）占当前市值49%，扣除现金后市盈率仅为3倍左右。主要催化剂包括行业月度销售进一步改善以及中国基建投资增长转趋稳定。维持买入评级。

❖ **行业月度销量持续改善。**根据中国工程机械协会（CCMA）的数据，10月份轮式装载机销量（以25家主要公司计算）同比增长10%，相较8月的9.5%和9月的-6.3%为佳。从绝对数字来看，10月的销量为8,987辆，是自6月以来的最高水平，而且持续环比改善。2018年首10个月的销量达到99,722辆，同比增长22.5%。当中，额定载重量5吨的轮式装载机销量同比增长28%，高于所有轮式装载机的平均增速。我们认为这有利于龙工，因其ZL50（即5吨额定载重量）是公司的主要产品，占其轮式装载机收入80%以上。

❖ **挖掘机依旧为龙工快速增长的业务。**龙工目前专注于中小型挖掘机业务。管理层已大力拓展大型挖掘机市场，包括投入研发和扩张分销渠道。龙工将在市场上逐步推出新产品，以确保产品质量。根据我们较早前的估计，上半年龙工在挖掘机市场的份额仅为<4%。

❖ **三季度钢铁成本上升，但自11月初以来放缓。**国内中厚钢板价格在三季度同比增长14%，环比增长1%，但由于龙工大致维持平均销售价格不变，令毛利率受压。然而，中厚钢板价格自11月初以来开始下跌，最新价格比三季度平均值低约5%。我们推算，以平均1.5个月的零部件库存，较低的钢材成本将在2019年初逐步纾缓龙工的成本压力。

❖ **主要风险因素：**（1）工程业务量放缓；（2）零部件成本增加；（3）金融投资损失

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	5,146	8,994	12,011	14,089	15,321
净利润(百万人民币)	462	1,046	1,138	1,362	1,503
EPS(人民币)	0.11	0.24	0.27	0.32	0.35
EPS变动(%)	296.2	126.4	8.8	19.8	10.3
EV/EBITDA(x)	6.5	3.4	3.5	2.9	2.7
市盈率(x)	15.9	6.9	6.6	5.6	5.1
市帐率(x)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
股息率(%)	3.1	7.6	8.1	9.4	10.4
权益收益率(%)	6.9	14.5	14.2	15.7	15.9
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$3.60
（前目标价	HK\$3.94）
潜在升幅	+77%
当前股价	HK\$2.03

冯键嵘，CFA

电话：(852) 3900 0826

邮件：waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)	8,689
3个月平均流通(百万港元)	41
52周内高/低(港元)	4.46/1.66
总股本(百万)	4,280

资料来源：彭博

股东结构

李新炎	55.73%
GIC	6.99%
BlackRock	5.17%
流通股	32.11%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	+23.8%	+15.1%
3月	-23.0%	-18.8%
6月	-47.1%	-39.0%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: Ernst & Young

公司网站: www.lonking.cn

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收益	5,146	8,994	12,011	14,089	15,321
销售成本	(3,900)	(6,603)	(9,389)	(10,921)	(11,876)
毛利	1,246	2,392	2,622	3,168	3,445
其他收入	45	42	36	42	46
其他收益及亏损净额	36	38	0	0	0
分销与销售开支	(354)	(490)	(613)	(704)	(751)
行政开支	(233)	(227)	(252)	(282)	(306)
研发费用	(203)	(382)	(480)	(564)	(613)
其他费用	(18)	(11)	(12)	(14)	(15)
息税前收益	518	1,361	1,301	1,646	1,805
净财务收入/(费用)	42	63	88	58	75
利息收入	120	110	130	104	119
融资成本	(78)	(47)	(42)	(46)	(44)
联营及合资公司利润	(0)	0	0	0	0
除税前溢利	559	1,424	1,389	1,705	1,881
所得税开支	(97)	(378)	(250)	(341)	(376)
税后溢利	462	1,046	1,139	1,364	1,504
非控股权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
净利润	462	1,046	1,138	1,362	1,503
核心利润	253	907	1,173	1,362	1,503
折旧及摊销	386	359	363	370	378
EBITDA	903	1,720	1,664	2,017	2,183

来源: 公司资料, 招银国际预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	2,465	2,279	2,106	1,885	1,657
预付土地租赁款项	185	180	180	180	180
物业、厂房及设备预付款项	32	33	33	33	33
应收账款	101	158	158	158	158
其他	96	3	3	3	3
递延税项资产	256	352	352	352	352
已抵押银行存款	1,262	0	0	0	0
	4,398	3,004	2,831	2,611	2,383
流动资产					
存货	1,508	2,446	2,802	3,302	3,531
融资租赁应收款项	52	37	37	37	37
应收账款及应收票据	1,365	1,970	2,111	2,676	2,781
预付款项、按金及其他应收款项	693	749	749	749	749
其他贷款及应收款项	211	212	212	212	212
可供出售投资	526	2,078	2,078	2,078	2,078
其他	119	225	225	225	225
已抵押银行存款	1,205	1,465	1,465	1,465	1,465
银行结余及现金	1,131	1,634	1,926	2,090	2,920
	6,809	10,815	11,604	12,833	13,998
总资产	11,207	13,819	14,435	15,444	16,381
流动负债					
应付账款及应付票据	1,526	3,331	3,357	3,704	3,909
其他应付款项	519	826	826	826	826
借贷	0	1,503	203	103	53
税项负债	132	211	211	211	211
其他	63	116	116	116	116
	2,239	5,987	4,713	4,960	5,115
非流动负债					
借贷	2,150	0	1,300	1,300	1,300
递延税项负债	59	72	72	72	72
其他	38	30	30	30	30
	2,248	102	1,402	1,402	1,402
资本及储备					
股东权益	6,717	7,728	8,317	9,077	9,858
非控股权益	3	2	4	5	6
权益总额	6,720	7,730	8,321	9,082	9,864
权益及负债	11,207	13,819	14,435	15,444	16,381

来源: 公司资料, 招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	559	1,424	1,389	1,705	1,881
融资成本	78	47	42	46	44
利息收入	(120)	(110)	(130)	(104)	(119)
应收账款及其他应收款项减值确认减值亏损	170	98	0	0	0
撤销存货	13	5	0	0	0
折旧及摊销	386	359	363	370	378
已收利息	22	27	130	104	119
已付所得税	(94)	(280)	(250)	(341)	(376)
营运资金变动	1,105	207	(472)	(717)	(129)
其他	(160)	(187)	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,960	1,592	1,072	1,063	1,797
购买物业、厂房及设备净投资	(20)	(136)	(190)	(150)	(150)
联营公司投资	8	0	0	0	0
已收利息	61	217	0	0	0
其他	596	(1,492)	0	0	0
投资活动所用现金净额	646	(1,411)	(190)	(150)	(150)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	(2,433)	(539)	0	(100)	(50)
已付股息	(61)	(235)	(548)	(603)	(722)
已付利息	(83)	(50)	(42)	(46)	(44)
其他	(48)	1,144	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	(2,625)	320	(590)	(749)	(816)
现金及等同现金(减少)增加净额	(18)	501	292	164	831
年初之现金及等同现金项目	1,146	1,131	1,634	1,926	2,090
汇兑及其他	2	2	0	(0)	0
年底之现金及等同现金项目	1,131	1,634	1,926	2,090	2,920

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合 (%)					
轮式装载机	51	54	50	48	47
挖掘机	11	15	19	20	20
压路机	1	1	1	1	1
叉车	24	20	21	23	24
其他	12	10	9	8	8
融资租赁利息	0	0	0	0	0
合共	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	24.2	26.6	21.8	22.5	22.5
EBITDA 利润率	17.6	19.1	13.9	14.3	14.3
息税前利润率	10.1	15.1	10.8	11.7	11.8
净利润率	9.0	11.6	9.5	9.7	9.8
增长率 (%)					
收入	7	75	34	17	9
毛利	13	92	10	21	9
EBITDA	54	90	-3	21	8
息税前利润	174	163	-4	27	10
净利润	296	126	9	20	10
资产负债比率					
流动比率 (x)	5.0	2.3	3.1	3.1	3.2
平均应收账款周转天数	117	68	62	62	65
平均存货周转天数	130	109	102	102	105
平均应付账款周转天数	103	134	130	118	117
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	3.9	8.4	8.1	9.1	9.4
资本回报率	6.9	14.5	14.2	15.7	15.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.11	0.24	0.27	0.32	0.35
每股账面值(人民币)	1.57	1.81	1.94	2.12	2.30
每股股息(人民币)	0.05	0.13	0.14	0.17	0.19

来源: 公司资料, 招银国际预测

新天绿色能源 (956 HK)

高盈利增长能见度

- ❖ **盈利增长能见度高，是我们的行业首选。**新天前 9 月运营表现非常强劲，风力发电及天然气销售量同比分别增长 18.8% 及 45.9%，仍然领先于我们对两个分部 18.2% 和 33.2% 的全年增速预测。我们认为强劲的经营业绩表明公司 2018 年的高盈利增速具有很高的能见度。此外我们认为这种较高的能见度可以延续至未来 2-3 年，基于 1) 公司每年保持新增风电装机 4-500 兆瓦；2) 我们预期河北天然气需求增长将保持强劲；更重要的是 3) 应收账款已作拨备自 2019 年起将可能进行回拨。目前新天绿色能源的交易估值仅为 2018E/19E 的 5.6/4.7 倍，并且预期对应两年的股息率分别高达 7.2/8.6%。我们认为公司目前的估值非常吸引，并给予高业绩能见度将公司列为行业首选。我们的目标价维持每股 2.86 港元，重申买入评级。
- ❖ **2018 年风电利用小时或将再创新高。**公司 2018 年前 9 个月实现等效利用小时 1,752 小时，限电率为 5.9%，分别较去年同期高出 145 小时和降低 1.1 个百分点。在 2017 年公司创下风电利用小时 2,392 小时历史高位过后，基于目前利用小时数仍大幅领先去年同期，我们认为公司 2018 年将大概率再创新高。对于 2019 及以后，我们认为公司的风电业务将保持稳定增长，基于 1) 目前的限电情况仍然具备改善空间，以及 2) 公司未来仍将稳定保持每年新增装机 4-500 兆瓦，新的机组将采用更加先进的技术使得整体的发电运行更为高效。
- ❖ **河北省天然气需求增长将保持强劲。**尽管目前公司的天然气销售增长快于我们预期，但由于天然气供应一直受限，管理层指出这仍然是一个被抑制的增速，表明天然气未来需求增速将持续强劲。面对即将到来的冬季，公司已与中石油签订了 5 档气价，管理层预期冬季天然气缺口情况将获缓解，并且天然气成本上涨可以通过顺价转移给批发客户。对于零售气量部分，公司预期居民用气价格上涨将有助于公司保持稳定的销气毛差，同时公司计划调升工业气价以使销气毛差得以增加。管理层计划根据河北沙河地区的玻璃制造商的盈利能力逐步调升该地区的燃气价格。未来几年，公司将扩大并增加气源作为天然气业务的部署重点。
- ❖ **应收拨备成为一项资产。**截止 2018 年中，公司累积已对人民币 4.74 亿人民币贸易应收账款进行拨备，这些拨备主要来自于对沙河地区浮法玻璃制造商的历史天然气销售。管理层披露这些应收款仍然在按计划进行回收，款项回收速度约为每年人民币 1.5 亿元。目前我们仍未将应收拨备回拨纳入我们的模型测算之中，但我们预计公司可能会自 2019 年起开始进行回拨。届时，我们认为这些应收拨备将成为公司的资产，回拨启动将平稳支持公司未来的盈利增长。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	4,384	7,058	9,285	10,693	12,484
净利润(百万人民币)	542	940	1,166	1,395	1,616
每股盈利(人民币)	0.15	0.25	0.31	0.38	0.43
每股盈利变动(%)	222	74	24	20	16
市盈率(x)	12.0	6.9	5.6	4.6	4.0
市帐率(x)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	3.6	5.9	7.2	8.6	10.0
权益收益率(%)	6.9	10.9	11.7	12.3	13.1
净财务杠杆率(%)	197	195	212	214	225

资料来源：公司，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$2.86
(此前目标价)	HK\$2.86)
潜在升幅	+51.3%
当前股价	HK\$1.89

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国风电板块

市值(百万港元)	7,021
3 月平均流通量(百万港元)	16.12
52 周最高/低(港元)	2.96/1.68
总股本(百万)	3,715.2

资料来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	-3.3%	3.4%
3 月	-12.7%	-4.3%
6 月	-9.3%	5.0%

资料来源：彭博

过去一年股价



资料来源：彭博

审计师:安永

公司网站: www.suntien.com

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	4,384	7,058	9,285	10,693	12,484
风电及光伏	1,983	3,100	3,636	3,968	4,461
天然气	2,392	3,957	5,649	6,725	8,022
销售成本	(2,943)	(4,750)	(6,408)	(7,509)	(8,814)
其它收入净额	97	81	100	107	110
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(302)	(453)	(594)	(684)	(799)
其它支出	(8)	(171)	(186)	(21)	(25)
运营利润	1,228	1,764	2,197	2,583	2,954
融资成本净额	(549)	(774)	(901)	(1,046)	(1,168)
合资及联营企业	65	214	234	311	331
税前利润	744	1,204	1,529	1,848	2,117
所得税	(97)	(99)	(145)	(185)	(212)
非控制股东权益	(106)	(165)	(190)	(209)	(229)
可续期绿色债利息	-	-	(28)	(60)	(60)
净利润	542	940	1,166	1,395	1,616

资料来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	25,505	28,755	33,058	37,884	42,369
固定资产	19,668	22,466	26,023	30,659	34,669
无形资产	1,973	1,870	1,772	1,674	1,576
合资及联营公司投资	1,229	1,687	1,959	2,271	2,602
预付款及其它应收	1,814	1,819	2,209	2,087	2,218
其它非流动资产	821	913	1,095	1,193	1,304
流动资产	3,869	5,533	6,267	7,484	7,244
现金及现金等价物	1,491	2,110	1,678	2,335	1,277
应收账款	1,597	2,564	3,660	4,261	5,021
预付款	725	789	859	812	863
其它流动资产	56	70	70	77	84
流动负债	7,818	9,473	8,865	9,494	9,928
应付账款	465	576	975	1,123	1,311
其它应付	2,213	3,084	2,094	2,425	2,483
借贷	5,113	5,708	5,702	5,841	6,104
其它流动负债	27	49	30	30	30
非流动负债	12,022	14,314	18,528	22,547	23,068
借贷	11,933	13,217	17,105	20,710	22,964
其它长期应付	90	69	87	101	103
少数股东权益	1,634	1,896	1,954	2,011	2,073
净资产总额	7,900	8,605	9,978	11,317	14,544
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
股东权益	7,900	8,605	9,388	10,317	11,375

资料来源：公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	744	1,204	1,529	1,848	2,117
折旧和摊销	776	1,125	1,305	1,515	1,782
运营资金变动	1,079	(75)	(2,280)	2	(767)
税项	(89)	(126)	(164)	(185)	(212)
其它	(917)	496	(8)	(57)	29
经营活动所得现金流	1,593	2,642	381	3,123	2,949
资本开支	(5,593)	(4,324)	(5,083)	(6,411)	(6,070)
其它	1,984	754	-	-	-
投资活动所得现金净额	(3,609)	(3,570)	(5,083)	(6,411)	(6,070)
股份发行	-	-	(4)	(3)	(3)
可续期绿色债	-	-	590	410	-
净借贷	1,219	2,963	4,199	4,155	2,790
股息	(77)	(319)	(515)	(618)	(725)
其它	(615)	(901)	-	-	-
融资活动所得现金净额	464	1,563	4,270	3,944	2,062
现金增加净额	(1,551)	634	(432)	657	(1,058)
年初现金及现金等价物	3,027	1,491	2,110	1,678	2,335
汇兑	15	(15)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,491	2,110	1,678	2,335	1,277
资产负债表现金	1,491	2,110	1,678	2,335	1,277

数据来源：公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
风电及光伏	33.8	45.2	43.9	39.2	37.1
天然气	66.1	54.6	56.1	60.8	62.9
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	26.5	32.9	32.7	31.0	0.3
运营利率	16.8	28.0	25.0	23.7	24.2
税前利率	4.7	17.0	17.1	16.5	17.3
净利润率	4.0	12.4	13.3	12.6	13.0
有效税率	5.7	13.0	8.2	9.5	10.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.15	0.49	0.58	0.71	0.79
速动比率 (x)	1.14	0.49	0.58	0.70	0.78
现金比率 (x)	0.69	0.19	0.22	0.19	0.25
平均应收款周转天数	118.1	107.6	122.3	135.2	135.7
债务 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	191.1	199.2
净负债/股东权益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	211.7	214.0
回报率 (%)					
资本回报率	2.27	6.86	10.92	11.68	12.33
资产回报率	0.63	1.84	2.74	2.96	3.07
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.15	0.25	0.31	0.38	0.43
每股股息 (人民币)	0.06	0.10	0.13	0.15	0.17
每股账面价值 (人民币)	2.13	2.32	2.69	3.05	3.33

数据来源：公司及招银国际预测

阿里巴巴 (BABA US)

宏观经济下行压力下预期降低

- ❖ **宏观经济下行，FY19E 预测指引下调 5%。**2QFY19 收入同比增长 54%，低于市场预期 2%。Non-GAAP 净利润同比增长 6%，高于市场预期 29%，归因于一次性非经营收益。因宏观经济下行和广告推送暂停变现，阿里巴巴将其 FY19E 收入指引下调至 3,750 至 3,830 亿元人民币（同比增长 50%至 53%），较先前的指引低 4%~6%。我们将 FY19/20/21E 的收入预测下调 6%/7%/9%，以反映宏观风险。同时，我们下调 FY19/20/21E 的每股盈利预测 5%/9%/11%，对应 FY19-21E 预测盈利复合增长率 29%。
- ❖ **核心电商：客户管理和佣金收入增长放缓。**2QFY19 核心电商收入（客户管理收入+佣金收入）同比增长共 27%（相较于：1QFY19 同比增长 33%），其中客户管理收入/佣金收入分别同比减速至+25%/ 31%（相较于：1QFY19 同比增长+26%/ 55%），本季度增速放缓我们认为已为市场所预期。尽管 10 月更新完毕的广告推送带来高频浏览量，但由于宏观经济不确定因素，管理层决定放缓广告库存增量的变现节奏，以减小中小企业广告开支的压力。宏观经济下行对耐用品、消费电子产品和家电的影响更大。关于《电商法》，管理层认为税收对淘宝商家的影响有限，待法律于 2019 年 1 月生效后，税收效果影响将会更为明朗化。
- ❖ **利润率承压。**2QFY19 核心电商业务 EBITA 利润率为 41%，略低于我们的预期。云计算业务 EBITA 利润率在 2QFY19 上升至-4%（相比 1QFY19 的-10%，亏损有所收窄）。此外，文娱业务及创新业务 EBITA 利润率环比下跌，归因于优酷世界杯独播权费用及加大投资。如此前报告中所述，2QFY19 的利润率压力主要受到饿了么全季度并表所拖累。展望未来，核心电商（高利润率）的收入占比下滑将在短期令利润率承压。
- ❖ **维持「买入」评级，目标价下调至 US\$199.8。**目前公司股值为 28x/21x FY19/20E PE。由于宏观经济的不确定因素，收入和利润率或将短期承压，但我们相信其广告增长趋势及投资协同效应长远存有上行空间。重申「买入」评级，基于 SOTP 的目标价从 226.5 美元下调至 199.8 美元。建议关注双 11 全球购物节的表现。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	158,273	250,266	377,785	511,420	654,078
调整后净利润(百万人民币)	60,252	85,766	96,597	126,381	161,012
调整后 EPS (人民币)	23.4	32.9	36.8	47.9	60.5
EPS 变动 (%)	40.8%	40.3%	12.1%	30.2%	26.1%
市盈率(x)	43.5	31.0	27.7	21.2	16.8
市帐率(x)	8.1	6.1	5.2	4.4	3.6
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	18.6	19.5	18.8	20.6	21.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	US\$199.8
(此前目标价)	US\$226.5
潜在升幅	+24.2%
当前股价	US\$160.9

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

庞硕

电话：(852) 3900 0882

邮件：garypang@cmbi.com.hk

互联网行业

市值(百万美元)	416,979
3 月平均流通量(百万美元)	3,453.7
52 周内股价高/低(美元)	212/130
总股本(百万)	2,571.9

资料来源：彭博

股东结构

软银集团	28.8%
雅虎	14.8%
马云	5.1%

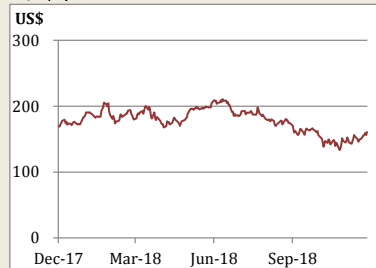
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.0%	8.9%
3-月	-8.1%	-3.9%
6-月	-21.3%	-9.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.alibabagroup.com

2018 年 12 月 3 日

利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	101,143	158,273	250,266	377,785	511,420	654,078
核心电商	92,335	133,880	214,020	323,527	432,060	540,968
云计算及网络基础服务	3,019	6,663	13,390	24,772	42,669	68,873
数字媒体及娱乐	3,972	14,733	19,564	25,042	31,002	37,274
其他	1,817	2,997	3,292	4,444	5,689	6,963
销售成本	(34,355)	(59,483)	(107,044)	(196,448)	(268,495)	(343,391)
毛利	66,788	98,790	143,222	181,337	242,924	310,687
				28%		
研发费用	(13,788)	(17,060)	(22,754)	(35,890)	(51,142)	(65,408)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(27,299)	(41,556)	(56,256)	(71,949)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(16,241)	(25,689)	(34,777)	(44,477)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(7,614)	(14,383)	(16,211)	(17,491)
经营利润	29,102	48,055	69,314	63,819	84,539	111,363
融资成本	(1,946)	(2,671)	(3,566)	(3,923)	(4,315)	(4,746)
联管公司	52,254	8,559	30,495	38,119	45,743	54,891
特殊收入	2,058	6,086	4,160	1,000	1,000	1,000
税前利润	81,468	60,029	100,403	99,015	126,966	162,507
投资损益	(1,730)	(5,027)	(20,792)	(20,274)	(20,274)	(20,274)
所得税	(8,449)	(13,776)	(18,199)	(22,278)	(28,567)	(36,564)
非控制股东权益	171	2,449	2,681	4,718	5,194	2,330
净利润	71,460	43,675	63,985	61,180	83,319	107,999
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	20,075	35,417	43,062	53,014
NonGAAP净利润	42,621	60,252	85,766	96,597	126,381	161,012

资料来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	230,210	324,296	460,269	544,281	624,287	702,051
物业、厂房及设备	13,629	20,206	66,489	113,863	146,160	173,612
联管公司	91,461	120,368	139,700	139,700	139,700	139,700
土地租赁费用	2,876	4,691	9,377	-	-	-
无形资产	87,015	139,528	189,614	235,630	283,339	333,650
其他	35,229	39,503	55,089	55,089	55,089	55,089
流动资产	134,035	182,516	256,855	266,535	306,821	388,662
现金及现金等价物	106,818	143,736	199,309	196,021	225,067	293,422
应收贸易款项	18,339	31,715	46,645	59,613	70,853	84,340
其他	8,878	7,065	10,901	10,901	10,901	10,901
流动负债	52,039	93,771	135,810	156,101	176,393	200,742
借债	4,304	14,897	6,028	6,028	6,028	6,028
应付贸易账款	27,334	49,508	84,218	104,509	124,801	149,150
应付税项	2,790	6,125	13,689	13,689	13,689	13,689
关连款项	-	-	-	-	-	1
其他	17,611	23,241	31,875	31,875	31,875	31,874
非流动负债	62,317	88,920	141,875	141,875	141,875	141,875
借债	1,871	30,959	34,153	34,153	34,153	34,153
递延税项	6,471	10,154	19,312	19,312	19,312	19,312
其他	53,975	47,807	88,410	88,410	88,410	88,410
卖屋投资人权益	350	2,992	3,001	3,001	3,001	3,001
净资产总值	249,539	321,129	436,438	509,839	609,839	745,096
少数股东权益	32,552	42,330	70,616	65,898	60,705	58,375
上市公司股东权益	216,987	278,799	365,822	443,941	549,135	686,721

资料来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年結:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
年度利润	71,289	41,226	61,412	56,463	78,125	105,669
折旧和摊销	22,783	30,287	34,316	51,415	63,879	77,716
营运资金变动	10,454	9,923	38,936	20,291	20,291	24,350
其他	(47,690)	(1,110)	(9,493)	(8,873)	(6,263)	(7,552)
经营活动所得现金净额	56,836	80,326	125,171	119,296	156,032	200,182
购置固定资产、无形资产及土地	(10,845)	(17,546)	(118,582)	(122,584)	(126,986)	(131,828)
联营公司	(24,209)	(67,692)	38,529	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	(3,837)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(42,831)	(78,364)	(83,890)	(122,584)	(126,986)	(131,828)
股份发行	693	14,607	-	-	-	-
净银行借贷	1,859	1,127	(17,818)	-	-	-
股息	-	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	38,177	-	-	-
融资活动所得现金净额	(15,846)	32,914	20,359	-	-	-
现金增加净额	(1,841)	34,876	61,640	(3,288)	29,046	68,355
年初现金及现金等价物	108,193	106,818	143,736	199,309	196,021	225,067
汇兑	466	2,042	(6,067)	-	-	-
年末现金及现金等价物	106,818	143,736	199,309	196,021	225,067	293,422
受限制现金	-	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	106,818	143,736	199,309	196,021	225,067	293,422

资料来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年結:3月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)						
核心电商	91.3	84.6	85.5	85.6	84.5	82.7
云计算及网络基础服务	3.0	4.2	5.4	6.6	8.3	10.5
数字媒体及娱乐	3.9	9.3	7.8	6.6	6.1	5.7
其他	1.8	1.9	1.3	1.2	1.1	1.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)						
收入	92.6	56.5	58.1	51.0	35.4	27.9
毛利	27.5	47.9	45.0	26.6	34.0	27.9
经营利润	16.8	65.1	44.2	(7.9)	32.5	31.7
调整后净利润	22.4	41.4	42.3	12.6	30.8	27.4
盈利能力比率 (%)						
毛利率	66.0	62.4	57.2	48.0	47.5	47.5
税前利率	80.5	37.9	40.1	26.2	24.8	24.8
有效税率	(8.4)	(8.7)	(7.3)	(5.9)	(5.6)	(5.6)
净利润率	70.5	26.0	24.5	14.9	15.3	16.2
调整后净利润率	42.1	38.1	34.3	25.6	24.7	24.6
资产负债比率						
流动比率 (x)	2.6	1.9	1.9	1.7	1.7	1.9
平均应收账款周转天数	54.1	53.1	52.7	48.0	44.1	41.4
平均应付账款周转天数	250.6	228.6	218.8	169.7	151.7	142.3
平均存货周转天数	-	-	-	-	-	-
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)						
NonGAAP 资本回报率	17.1	18.6	19.5	18.8	20.6	21.5
NonGAAP 资产回报率	11.7	11.4	11.6	11.3	13.0	14.5
每股数据						
NonGAAP 每股盈利 (人民币)	16.6	23.4	32.9	36.8	47.9	60.5
每股股息 (人民币)	-	-	-	-	-	-
每股账面值 (人民币)	97.5	126.0	168.4	195.5	232.5	281.0

尸公司及招银国际研究部预测

中国中药(570 HK)

上半年业绩亮眼，配方颗粒增长超预期

- ❖ **上半年业绩强劲。**中国中药 18 财年上半年总收入同比增长 40.1% 至人民币 54.6 亿。中药配方颗粒同比增长 37.2%，占比 63.9%。中成药持续反弹，同比增长 14.1%。新收购饮片公司并表，中药饮片同比增长 245.3%。整体毛利率同比下降 1.9ppt 至 53.7%，因为低毛利中药饮片业务占比从 1H17 的 4.8% 上升至 1H18 的 11.7%。经营利润率下降 2.5ppt 至 20.2%，由于营销费用率上升 1.1ppt 至 27.3%。整体而言，核心净利润增长 24% 至人民币 7.5 亿。
- ❖ **中药配方颗粒增长超预期。**剔除高开影响，中药配方颗粒录得 34% 的内生增长。公司配药机从 2017 年末的 3,873 台增加到 2018 年 6 月底的 4,546 台，覆盖医院数从 2017 年末的 2,668 家增加到 2,907 家。中药配方颗粒强劲增长得益于 1) 学术推广初现成效，原有覆盖医院贡献 20% 销售增长，2) 更多配药机推出，新覆盖医院贡献 14% 的销售增长，3) 部分经销商转为直销后产品价格上调近 3%。我们预计 18-20 财年配方颗粒将实现 28.4% 年收入复合增速。
- ❖ **中药配方颗粒市场预计于 18 年底开放，中国中药在配方颗粒标准制定领域处于领先地位。**根据公司管理层透露，国家药典委计划年内订立 150 个中药配方颗粒标准。这些标准有望在今年底推出，同时配方颗粒市场预期于 2018 年底开放。中国中药在标准研究方面投入了大量精力，并已向国家药典委提交了 123 个配方颗粒标准，如果中国中药标准被采纳，其在日后生产经营以及营销渠道拓展方面可以取得先发优势。我们预计即使市场放开，对于新进入者和中小型企业仍然难以竞争，新进入者可能只被允许生产已有国家标准的配方颗粒，由于品种不足在医院渠道拓展时仍较困难。此外中国中药通过持续的并购获得了 5 个省级中药配方颗粒试点生产牌照，在配方颗粒市场放开之前，公司通过并购本土企业以突破地方保护主义政策并扩大业务版图。
- ❖ **中药饮片业务预期盈利改善。**新收购业务并表，饮片业务增长 245.3% 至人民币 6.4 亿。我们看到，新收购业务净利润较低（如北京华邈 17 财年销售额约人民币 6 亿，净利润率约 5%），因此饮片净利润率从 1H17 的 11.1% 下降至 1H18 的 5.8%。我预期后续饮片利润率会有所提升，得益于 1) 良好整合，2) 智能配送中心提升效率节省成本。我们预计 18-20 财年的饮片销售将录得 57.9% 年复合增长率，主要因为 1) 新收购业务 18 财年业绩并表，2) 未来 18-19 财年内生增速预期稳定在 15%。3) 公司智能配送中心有助于带动饮片销售。
- ❖ **中成药业务持续反弹。**中成药同比增长 14.1%，主要受 OTC 产品增长带动，其中核心处方药同比增长 10.1%，OTC 产品增长 25.5%。新收购的国药中联拥有丰富的中成药产品组合，未来将补充中国中药的产品线。
- ❖ **推荐买入，目标价 7.40 港元。**我们认为中国中药通过在全国布局完整的饮片和配方颗粒产业链，为其饮片和配方颗粒业务建立较高的护城河，长期来协同效应及成本节约效应会逐步显现。我们给予买入评级，根据 DCF 模型得到目标价 7.40 港元。中国中药目前估值为 2018/19 财年 13.4x/11x 预测市盈率，我们的目标价对应 19.1x/15.7x 预测市盈率，较目前股价有 42% 上浮空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	6,533	8,338	11,120	13,668	16,532
核心净利润(百万人民币)	974	1,148	1,531	1,919	2,398
核心 EPS (人民币)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
EPS 变动 (%)	50.5	17.9	21.5	21.6	25.0
市盈率 (x)	19.3	16.3	13.4	11.1	8.8
市帐率 (x)	1.8	1.7	1.4	1.3	1.2
股息率 (%)	1.7	1.9	2.5	3.1	3.8
权益收益率 (%)	8.3	9.4	9.8	11.4	13.0
净财务杠杆率 (%)	5.6	4.5	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入

目标价	HK\$7.40
潜在升幅	+42.3%
当前股价	HK\$5.2

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	26,186
3 个月平均流通(百万)	72.42
52 周内高/低(港元)	7.57/ 3.84
总股本(百万)	5,035.8

资料来源：彭博

股东结构

国药集团	32.1%
平安	12.0%
王晓春	7.55%
流通股	48.4%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	11.5%	3.7%
3 月	-5.4%	-0.3%
6 月	-24.9%	-13.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.china-tcm.com.cn

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	6,532.9	8,337.8	11,119.8	13,668.0	16,532.0
中药配方颗粒	4,358.5	5,499.7	7,190.3	9,254.6	11,636.7
中成药	2,061.3	2,381.2	2,661.2	2,934.1	3,208.5
中药饮片	104.1	398.7	1,209.0	1,390.3	1,571.0
大健康产业	8.9	58.2	59.3	89.0	115.7
销售成本	(2,745.2)	(3,686.2)	(5,219.8)	(6,353.2)	(7,613.3)
毛利	3,787.7	4,651.6	5,900.0	7,314.8	8,918.7
其他收益	67.8	64.0	84.6	103.7	125.2
销售费用	(1,968.4)	(2,437.2)	(3,035.7)	(3,727.0)	(4,502.1)
行政费用	(330.0)	(349.4)	(435.3)	(534.4)	(645.5)
研发开支	(186.8)	(202.2)	(333.6)	(410.0)	(496.0)
息税前收益	1,370.2	1,726.8	2,180.0	2,747.0	3,400.3
应占联营公司利润	0.4	1.9	1.9	2.0	2.1
净财务收入/(支出)	(58.8)	(188.5)	(131.2)	(161.5)	(166.1)
非经常性收入	(8.0)	27.1	-	-	-
税前利润	1,303.8	1,567.2	2,050.8	2,587.6	3,236.3
所得税	(217.3)	(255.8)	(328.1)	(421.8)	(527.5)
已中止经营业务	-	-	-	-	-
非控制股东权益	(119.6)	(141.0)	(191.8)	(246.8)	(310.4)
净利润	966.9	1,170.4	1,530.9	1,919.0	2,398.5
核心净利润	973.7	1,147.7	1,530.9	1,919.0	2,398.5
息税折摊前收益	1,704.6	2,150.2	2,596.8	3,230.4	3,931.0

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	12,966.4	13,501.3	14,873.6	15,144.0	15,442.0
物业、厂房及设备	2,355.7	2,740.2	4,284.6	4,726.9	5,196.8
无形资产	6,763.9	6,703.8	6,529.8	6,355.8	6,181.8
商誉	3,456.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4
其他非流动资产	390.4	570.9	572.8	574.9	577.0
流动资产	8,070.4	11,384.1	13,683.8	16,262.6	19,402.8
现金及现金等值物	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4	9,280.4
短期投资	1,052.2	-	-	-	-
应收贸易款项	2,716.3	3,024.1	4,272.2	4,921.6	5,733.5
存货	1,894.2	3,551.8	3,914.9	3,811.9	4,111.2
其他流动资产	260.4	277.7	277.7	277.7	277.7
流动负债	3,506.8	4,694.9	4,942.1	5,898.2	6,906.4
银行贷款	1,001.4	638.7	566.6	615.9	616.0
应付贸易账款	2,303.7	3,856.5	4,175.8	5,082.6	6,090.7
其他流动负债	201.7	199.7	199.7	199.7	199.7
非流动负债	4,774.1	6,375.2	6,444.7	6,843.7	7,404.4
银行贷款	2,908.6	4,515.0	4,584.5	4,983.5	5,544.2
其他非流动负债	1,865.5	1,860.2	1,860.2	1,860.2	1,860.2
净资产总值	12,755.9	13,815.3	17,170.5	18,664.7	20,534.0
少数股东权益	1,167.5	1,378.5	1,570.2	1,817.1	2,127.4
股东权益	11,588.3	12,436.8	15,600.3	16,847.6	18,406.6

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	1,370.2	1,726.8	2,180.0	2,747.0	3,400.3
折旧和摊销	334.4	423.4	416.8	483.4	530.7
营运资金变动	(46.7)	(573.8)	(1,291.8)	360.3	(103.2)
税务开支	(204.3)	(292.9)	(328.1)	(421.8)	(527.5)
其他	11.0	(48.0)	-	-	-
经营活动所得现金净额	1,464.6	1,235.6	976.9	3,168.9	3,300.3
资本开支	(2,601.6)	(734.6)	(1,767.2)	(751.7)	(826.6)
收购子公司	-	-	-	-	-
其他	101.3	1,127.5	54.9	62.5	80.3
投资活动所得现金净额	(2,500.3)	393.0	(1,712.3)	(689.2)	(746.3)
债务变化	1,820.9	1,193.0	(2.5)	448.3	560.8
发行新股	(162.2)	80.2	2,168.4	-	-
派息	(245.3)	(337.8)	(535.8)	(671.7)	(839.5)
利息开支	(285.5)	(149.7)	(206.0)	(224.0)	(246.4)
融资活动所得现金净额	1,127.9	785.6	1,424.0	(447.4)	(525.1)
现金净变动	92.3	2,414.1	688.6	2,032.3	2,029.0
年初现金及现金等值物	2,101.9	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4
汇兑差额	(46.8)	(31.0)	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4	9,280.4

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
中药配方颗粒	66.7	66.0	64.7	67.7	70.4
中成药	31.6	28.6	23.9	21.5	19.4
中药饮片	1.6	4.8	10.9	10.2	9.5
大健康产业	0.1	0.7	0.5	0.7	0.7
总额	98.0	95.0	89.0	89.0	90.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	58.0	55.8	53.1	53.5	53.9
息税折摊前利润率	26.1	25.8	23.4	23.6	23.8
税前利润率	20.0	18.8	18.4	18.9	19.6
净利润率	14.8	14.0	13.8	14.0	14.5
核心净利润率	14.9	13.8	13.8	14.0	14.5
有效税率	16.7	16.3	16.0	16.3	16.3
增长(%)					
收入	76.1	27.6	33.4	22.9	21.0
毛利	72.1	22.8	26.8	24.0	21.9
息税折摊前利润	110.6	26.1	20.8	24.4	21.7
经营利润	110.1	26.0	26.2	26.0	23.8
净利润	54.6	21.0	30.8	25.4	25.0
核心净利润	81.7	17.9	33.4	25.4	25.0
资产负债比率					
流动比率(x)	2.3	2.4	2.8	2.8	2.8
平均应收账款周转天数	113.6	82.5	76.3	80.9	79.1
平均应付账款周转天数	90.5	130.5	98.8	66.5	67.0
平均存货周转天数	87.4	119.2	122.5	103.2	87.5
净负债/权益比率(%)	5.6	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	8.3	9.4	9.8	11.4	13.0
资产回报率	4.6	4.7	5.4	6.1	6.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
核心每股盈利(人民币)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
每股股息(港元)	0.08	0.09	0.11	0.13	0.17
每股账面值(人民币)	2.30	2.47	3.10	3.35	3.66

资料来源：公司，招银国际预测

石药集团(1093 HK)

三季度业绩符合预期；净利受销售及研发费用拖累

❖ **三季度收入符合预期，净利增速稍慢。**三季度收入及净利分别同比增长 26.3%/20.5%至 50.6 亿/8.8 亿人民币。成药方面，创新药物及普药分别增长 56.4%及 25.6%。至于原料药，由于平均销售价格下调及市场供应上升，维生素 C 下跌 33%，咖啡因及抗生素则分别下跌 2%及 7.1%。因毛利率较高的创新药占比增加（销售比例由 2017 年三季度的 42.6%上升至 2018 年三季度的 52.7%），整体毛利率上升 7.3 个百分点至 67.8%。分销费用增长 58.6%，其他费用（研发费用为主）增加 68.2%。因此，营业利润率下降 1.1 个百分点至 21.5%，净利润率下降 0.8 个百分点至 17.4%。2018 年首三个季度的收入和净利润分别达到我们/市场全年预测的 77.6%/74.9%和 75.7%/74.6%。

❖ **创新药物稳定增长。**恩必普于三季度增长 30.6%至 12 亿港元，管理层期望于 2018 年全年达到 50 亿港元销售额。欧来宁和玄宁分别增长 65.6%及 66.1%至 5.3 亿/2.79 亿港元，主要归因于 1) 持续学术营销活动推出，2) 更多直接销售。抗肿瘤药物增长 127.6%至 6.35 亿港元，其中多美素增长 85.2%，津优力激增 121%，克艾力于 2018 年首三个季度录得 1.91 亿港元销售额，单是第三季度则录得 1.05 亿港元的销售额。克艾力已覆盖大约 300 至 400 家医院，并已被纳入五个省级医保目录（湖北、宁夏，江苏，湖南和山东）。我们预计克艾力将在 18 财年实现 2.5 亿港元销售额。创新药物仍将是石药的增长动力，我们预计该业务在 17-20 财年的复合年增长率为 43.4%，主要归因于基层药物市场的开拓，持续学术营销活动推出和对病患者的教育。

❖ **试点城市带量集采影响有限。**由于石药新推出的克艾力并未纳入国家医保目录，该产品已被排除在招标列表之外。根据米内网，其他三种受影响的药物，盐酸曲马多片，卡托普利片和阿奇霉素片在市场只占据极少份额，于 2017 年样本城市公立医院分别只占 0%/0%/0.4%市场份额。由于之前销量微薄，石药不受太大影响。相反，从招标中胜出的药物销量将从无到有，并以最低的销售成本获得市场份额。

❖ **推荐买入，目标价 24.0 港元。**管理层仍期望未来三年公司达到 20-30%的净利润复合年增长率。考虑到创新药物和丰厚的研发管线，以及每年大量普药及创新药物的推出，我们相信石药将保持强劲增长，预计 18/19 财年收入同比增长 32%/30%，核心净利润同比增长 29.6%/24.4%。由于带量采购担忧和市场情绪低迷，公司股价大幅回调。石药目前 18/19 财年的预测市盈率为 27.4 x /22 x。我们给予买入评级，目标价仍 24.0 港元，对应 18/19 财年 41x / 33x 预测市盈率。

❖ **风险：带量集中采购扩展至其他城市，集采目录扩大。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	12,369	15,463	20,413	26,545	33,431
核心净利润(百万港元)	2,101	2,787	3,610	4,490	5,612
核心 EPS (港元)	0.35	0.46	0.58	0.72	0.90
EPS 变动 (%)	24.1	29.6	26.6	24.4	25.0
市盈率 (x)	44.9	34.7	27.4	22.0	17.6
市帐率 (x)	9.8	6.5	5.5	4.6	3.9
股息率 (%)	0.7	0.9	1.1	1.4	1.7
权益收益率 (%)	20.8	18.1	20.0	21.0	21.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入

目标价	HK\$24.00
潜在升幅	+51.5%
当前股价	HK\$15.84

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	98,815
3 个月平均流通(百万)	573.24
52 周内高/低(港元)	26.75/14.56
总股本(百万)	6,238.3

资料来源：彭博

股东结构

蔡东晨等管理层	31.3%
花旗	6.3%
瑞银集团	4.97%
流通股	57.47%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-0.6%	-7.6%
3 月	-20.0%	-15.7%
6 月	-35.5%	-25.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.e-cspc.com

图 5：3Q18 利润表

	1H17	1H18	按年增长	3Q17	3Q18	按年增长	9M17	9M18	按年增长
				百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元	
創新藥	2,949	4,874	65.3%	1,706	2,669	56.4%	4,655	7,543	62.1%
普藥	2,325	3,307	42.3%	1,197	1,504	25.6%	3,521	4,811	36.6%
抗生素	620	772	24.6%	295	274	-7.1%	914	1,046	14.4%
維C	760	1,295	70.3%	574	385	-33.0%	1,334	1,679	25.9%
咖啡因及其他	548	539	-1.6%	235	230	-2.0%	783	770	-1.7%
原料藥	1,928	2,606	35.1%	1,104	889	-19.5%	3,032	3,495	15.3%
總收入	7,202	10,787	49.8%	4,006	5,061	26.3%	11,208	15,849	41.4%
銷售成本	(3,077)	(3,896)	26.6%	(1,579)	(1,627)	3.0%	(4,656)	(5,524)	18.6%
毛利	4,125	6,891	67.1%	2,427	3,434	41.5%	6,552	10,325	57.6%
其他收益及虧損	48	83	72.7%	43	52	22.0%	90	135	48.8%
銷售費用	(1,859)	(3,598)	93.6%	(1,147)	(1,819)	58.6%	(3,005)	(5,416)	80.2%
行政開支	(306)	(405)	32.3%	(186)	(197)	6.0%	(491)	(601)	22.4%
其他費用	(333)	(648)	94.9%	(213)	(358)	68.2%	(546)	(1,007)	84.5%
經營利潤	1,676	2,323	38.6%	924	1,112	20.3%	2,600	3,435	32.1%
財務費用	(15)	(36)	133.3%	(8)	(24)	194.0%	(24)	(60)	154.5%
聯營公司收入	5	24	385.7%	(3)	12	-444.8%	1	35	2331.6%
稅前利潤	1,665	2,311	38.8%	913	1,100	20.5%	2,578	3,410	32.3%
所得稅	(347)	(469)	35.3%	(179)	(223)	24.7%	(526)	(692)	31.7%
非控股權益	(6)	11	-300.9%	(2)	5	-285.5%	(8)	16	-296.2%
淨利潤	1,313	1,853	41.1%	731	881	20.5%	2,044	2,734	33.8%
毛利率	57.3%	63.9%	6.6%	60.6%	67.8%	7.3%	58.5%	65.1%	6.7%
經營利潤率	23.3%	21.5%	-1.7%	23.1%	22.0%	-1.1%	23.2%	21.7%	-1.5%
淨利率	18.2%	17.2%	-1.1%	18.2%	17.4%	-0.8%	18.2%	17.2%	-1.0%

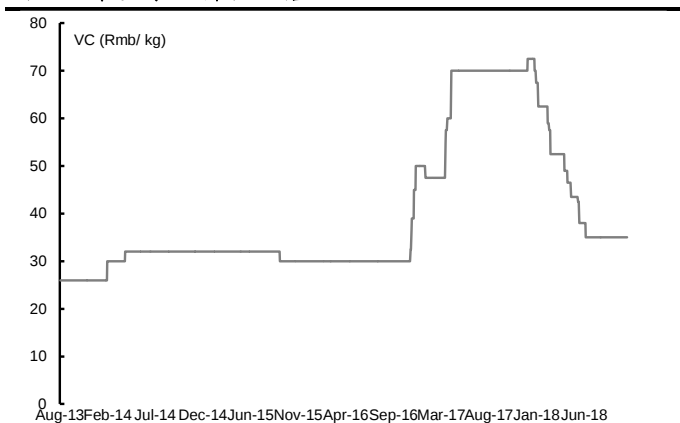
资料来源：公司，招银国际预测

图 6：同业估值

Company	Ticker	Price HK\$	Mkt cap HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
CSPC	1093	15.84	98,815	34.7	27.2	21.2	6.4	5.5	4.7	22.5	17.5	13.4	21.8	21.6	23.3
Fosun Pharm	2196	27.00	77,962	35.0	20.5	17.1	4.4	2.1	2.0	31.0	25.0	21.4	13.2	10.6	11.5
Sino Biopharm	1177	7.14	90,234	39.4	26.9	22.6	9.3	5.4	4.4	22.6	14.4	11.3	25.4	26.8	24.8
Baiyunshan	874	31.60	66,929	15.1	13.5	15.3	1.7	2.1	1.9	9.5	19.5	14.9	11.4	16.2	14.0
Livzon	1513	28.45	24,554	8.2	16.3	14.3	3.4	1.6	1.5	17.2	10.9	9.2	51.3	9.8	10.5
3SBio	1530	11.52	29,304	34.5	23.0	18.0	4.4	3.1	2.7	22.5	15.5	12.1	13.4	14.6	16.1
Luye	2186	6.24	20,436	17.1	13.9	11.8	2.5	2.1	1.8	11.9	11.2	9.7	14.9	16.5	16.5
Fudan Zhangjiang	1349	3.95	3,646	47.4	29.2	21.9	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
Average				28.1	20.5	17.3	4.2	2.7	2.4	20.3	16.1	13.1	19.8	15.7	15.6

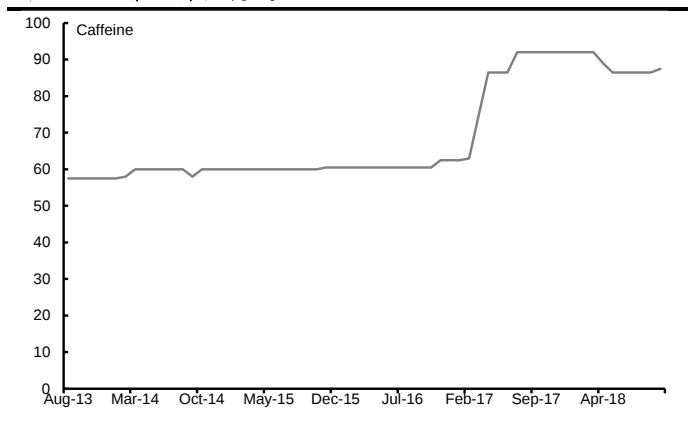
资料来源：彭博，招银国际预测

图 7：维生素 C 价格回落



资料来源：万得、招银国际研究预测

图 8：咖啡因价格稳定



资料来源：万得、招银国际研究预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,369.0	15,462.5	20,413.2	26,545.3	33,430.8
创新药	4,774.0	6,582.2	9,697.6	14,127.4	19,404.8
普药	4,193.0	4,792.2	5,990.3	7,246.4	8,529.5
原料药	3,402.0	4,088.1	4,725.4	5,171.4	5,496.6
销售成本	(6,060.2)	(6,116.6)	(7,784.2)	(9,875.2)	(11,884.1)
毛利	6,308.8	9,346.0	12,629.0	16,670.1	21,546.7
其他收益	107.0	120.5	145.9	136.5	153.6
销售费用	(2,788.2)	(4,374.6)	(6,049.2)	(7,953.7)	(10,286.3)
行政费用	(553.7)	(682.0)	(974.6)	(1,231.2)	(1,645.6)
研发开支	(403.1)	(815.3)	(1,212.2)	(1,977.8)	(2,716.7)
其他开支					
息税前收益	2,649.5	3,481.6	4,538.8	5,643.9	7,051.7
应占联营公司利润	27.6	10.3	33.9	37.3	41.0
净财务收入 / (支出)	(41.7)	(26.6)	(27.4)	(29.2)	(31.1)
税前利润	2,635.3	3,465.3	4,545.3	5,652.0	7,061.7
所得税	(522.1)	(685.2)	(909.1)	(1,130.4)	(1,412.3)
非控制股东权益	(12.4)	(9.5)	(26.0)	(31.4)	(37.0)
净利润	2,100.8	2,770.5	3,610.3	4,490.2	5,612.4
核心净利润	2,100.8	2,786.5	3,610.3	4,490.2	5,612.4
息税折摊前收益	3,237.2	4,198.2	5,479.5	6,654.8	8,135.2

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流动资产	6,332.6	7,908.0	8,947.4	8,898.5	8,809.7
物业、厂房及设备	5,415.0	6,662.5	6,742.9	6,786.3	6,785.5
商誉	111.8	121.7	121.7	121.7	121.7
无形资产	79.2	103.2	755.4	643.9	533.1
其他非流动资产	726.5	1,020.5	1,327.3	1,346.5	1,369.4
流动资产	8,427.6	13,634.7	16,105.9	20,204.9	25,611.1
现金及现金等值物	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2	13,489.3
应收贸易款项	3,124.0	3,880.8	638.1	5,937.6	7,079.6
存货	1,933.1	2,900.8	2,958.0	3,564.9	4,075.7
其他流动资产	135.8	1,615.1	903.7	926.2	966.5
流动负债	4,084.7	5,759.9	6,428.1	7,090.2	8,114.6
银行贷款	897.8	927.3	784.5	874.5	911.0
应付贸易账款	3,038.5	4,573.2	5,384.2	5,956.3	6,944.1
其他流动负债	148.4	259.4	259.4	259.4	259.4
非流动负债	484.2	375.4	467.8	463.0	510.5
银行贷款	240.4	59.8	123.4	95.3	120.8
其他非流动负债	243.8	315.6	344.5	367.7	389.7
净资产总值	10,191.3	15,407.4	18,157.3	21,550.2	25,795.8
少数股东权益	83.7	85.0	111.0	142.4	179.3
股东权益	10,107.6	15,322.4	18,046.4	21,407.8	25,616.4

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年結：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,649.5	3,481.6	4,538.8	5,643.9	7,051.7
折攤和摊销	587.7	716.5	940.7	1,010.9	1,083.4
營運資金變動	218.8	(269.7)	4,025.4	(5,311.1)	(643.0)
稅務開支	(479.2)	(575.1)	(909.1)	(1,130.4)	(1,412.3)
其他	(60.6)	(65.2)	(82.5)	(75.6)	(95.2)
經營活動所得現金淨額	2,916.3	3,288.1	8,513.3	137.7	5,984.7
資本開支	(1,131.0)	(1,592.4)	(1,677.1)	(925.4)	(954.2)
發行股本	-	(1,342.7)	-	-	-
其他	(196.3)	(352.3)	497.5	24.4	24.4
投資活動所得現金淨額	(1,327.4)	(3,287.3)	(1,179.6)	(901.0)	(929.8)
債務變化	(365.4)	30.7	(79.2)	61.9	62.1
派息	(654.5)	(750.0)	(886.3)	(1,128.7)	(1,403.8)
融資活動所得現金淨額	(456.7)	1,631.4	(965.5)	(1,066.8)	(1,341.7)
現金淨變動	1,132.3	1,632.2	6,368.2	(1,830.0)	3,713.1
年初現金及現金等值物	2,313.0	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2
匯兌差額	(210.6)	296.4	-	-	-
存放時到期期限超過三個月之銀行存款		74.7			
年末現金及現金等值物	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2	13,489.3

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
創新藥	38.6	42.6	47.5	53.2	58.0
普藥	33.9	31.0	29.3	27.3	25.5
原料藥	27.5	26.4	23.1	19.5	16.4
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.0	60.4	61.9	62.8	64.5
息稅折攤前利潤率	26.2	27.2	26.8	25.1	24.3
稅前利率	21.3	22.4	22.3	21.3	21.1
淨利潤率	17.0	17.9	17.7	16.9	16.8
核心淨利潤率	17.0	18.0	17.7	16.9	16.8
有效稅率	19.8	19.8	20.0	20.0	20.0
增長 (%)					
收入	8.6	25.0	32.0	30.0	25.9
毛利	20.8	48.1	35.1	32.0	29.3
息稅折攤前利潤	16.8	29.7	30.5	21.4	22.2
經營利潤	22.3	31.4	30.4	24.3	24.9
淨利潤	26.2	31.9	30.3	24.4	25.0
核心淨利潤	25.2	32.6	29.6	24.4	25.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.1	2.4	2.5	2.8	3.2
平均應收賬款周轉天數	44.9	39.3	(1.7)	4.2	30.9
平均應付賬款周轉天數	56.2	77.6	79.1	79.3	81.1
平均存貨周轉天數	113.0	144.2	137.4	120.5	117.3
淨負債 / 權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	20.8	18.1	20.0	21.0	21.9
資產回報率	14.2	12.9	14.4	15.4	16.3
每股數據					
每股盈利(港元)	0.35	0.45	0.58	0.72	0.90
核心每股盈利(港元)	0.35	0.46	0.58	0.72	0.90
每股股息(港元)	0.12	0.15	0.19	0.24	0.30
每股賬面值(港元)	1.62	2.45	2.89	3.43	4.10

資料來源：公司，招銀國際預測

爱康医疗(1789 HK)

骨关节植入物龙头制造商，拥有前沿 3D 打印植入物产品

- ❖ **中国骨关节植入物龙头制造商，销量市占率第一。**爱康医疗从事骨关节植入物的设计开发、生产和销售，以销量计于国内骨关节植入物市场排名第一位，拥有 15% 市场份额。F&S 预计国内关节植入物市场 2016-21 年销售复合年均增长率为 13.9%，受人口老龄化推动。我们认为爱康将受益于骨关节行业快速增长及行业内进口替代加速，保持强劲增长。此外，爱康是国内首家获得药监局 3D 打印植入物注册证的公司，新技术也使爱康医疗从竞争对手中脱颖而出。
- ❖ **3D 打印骨关节植入物先行者，拥有独家上市产品。**3D 打印骨科植入物市场处于行业发展初期，是一个竞争者尚少的新兴行业。爱康是国内首家将 3D 打印骨科植入物商业化的公司，注册产品包括 3D 打印髋关节假体、人工椎体和椎间融合器植。我们预计公司 2017-20 财年的 3D 打印植入物的销售复合年增长率为 80.7%，驱动因素有：1) 3D 打印植入物替代部分传统植入物，及 2) 产品市场覆盖进一步扩大，3) 定制化 3D 打印植入物上市。
- ❖ **3D ACT 作为推广工具，增加终端医院覆盖。**爱康医疗开发并推出 3D ACT 平台，有助外科医生模拟和规划手术。截至 2018 年 6 月 30 日，3D ACT 平台已收集了 3,036 宗手术数据，并为 647 家医院提供服务（比 2017 年底多 101 家）。3D ACT 平台有助提升爱康的医院覆盖，同时带动公司常规产品和 3D 打印植入物的销售。根据 F&S，爱康是中国唯一一家提供一站式骨科手术解决方案的公司，从手术数字化模型建立到植入物商业化生产制造。
- ❖ **领先关节植入物制造商，拥有全面的产品线。**爱康在骨关节领域拥有全面的传统产品线，同时覆盖低端至高端市场。目前，其产品质量可与外资品牌媲美，并且享有较好的价格优势，性价比颇高。公司髋关节和膝关节常规植入物在 2014-17E 财年的复合年均增长率分别为 32.4%/ 30.7%，我们预计其 2017-20E 财年销售复合年均增长率将为 35.4%/ 27.9%，受益于 1) 进口替代加速，2) 新产品推出（陶瓷组件），3) 3D ACT 平台覆盖增加带动产品销售。
- ❖ **2017-20 财年净利润复合年均增长率为 36.2%。**我们预计 18/19/20E 财年公司总收入将增长 56.8%/ 29.7%/ 27.7%，对应 37.4% 的销售复合年均增长率。我们预计 18/19/20E 财年净利润将增长 42%/ 33.7%/ 33.2% 至人民币 1.5 亿/2 亿/2.7 亿，对应于 36.2% 复合年均增长率。
- ❖ **推荐「买入」，目标价 6.30 港元。**根据 5 年期 DCF 模型（WACC：11.1%，终端增长率为 3%），我们得出每股 6.30 港元的目标价，对应 2019 财年预测市盈率的 28.8 倍。爱康拥有强劲的内生增速，受益于进口替代加速，同时考虑到其 3D 打印服务的技术壁垒及先发优势，我们认为其未来增速预见性颇高。
- ❖ **催化剂：**1) 定制化 3D 打印产品上市，2) 陶瓷产品增长超预期；**风险：**1) 集采降价超预期，2) 器械两票制全国铺开。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	271	373	585	758	968
核心净利润(百万人民币)	77	105	150	200	266
核心 EPS (人民币)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
EPS 变动 (%)	19.1	34.7	3.8	33.7	33.2
市盈率(x)	43.9	32.6	31.4	23.5	17.6
市帐率(x)	11.5	5.1	5.9	5.0	4.1
股息率 (%)	0.9	2.1	0.9	1.3	1.7
权益收益率 (%)	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入

目标价	HK\$6.30
潜在升幅	+22.6%
当前股价	HK\$5.14

葛晶晶

电话：(852) 37618778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	5,345
3 个月平均流通(百万)	13.93
52 周内高/低(港元)	6.78/1.75
总股本(百万)	1,039.9

资料来源：彭博

股东结构

管理层	63.9%
OrbiMed	7.5%
流通股	28.6%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	13.6%	5.5%
3 月	-11.9%	-7.1%
6 月	13.1%	30.2%

资料来源：彭博

股价表现

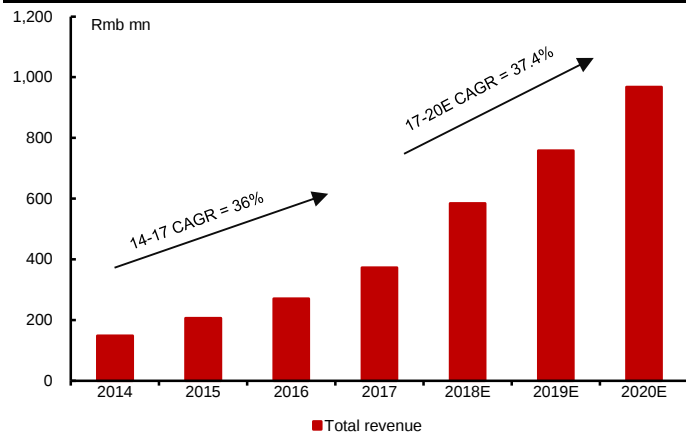


资料来源：彭博

审计师: KPMG

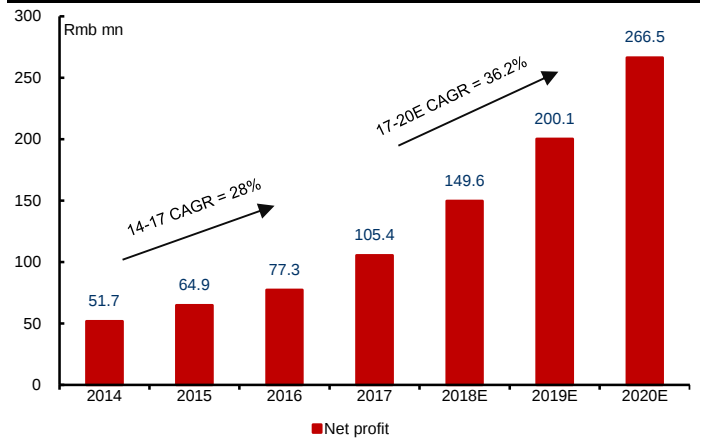
公司网站: www.ak-medical.net

图 9：爱康医疗收入增长预测



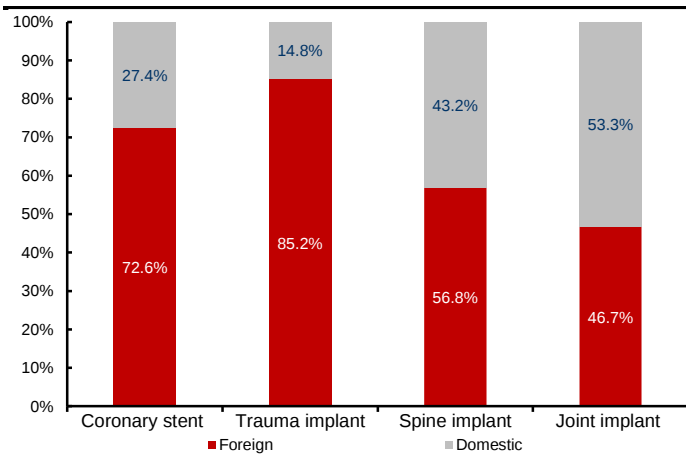
资料来源：公司，招银国际预测

图 10：爱康医疗利润增长预测



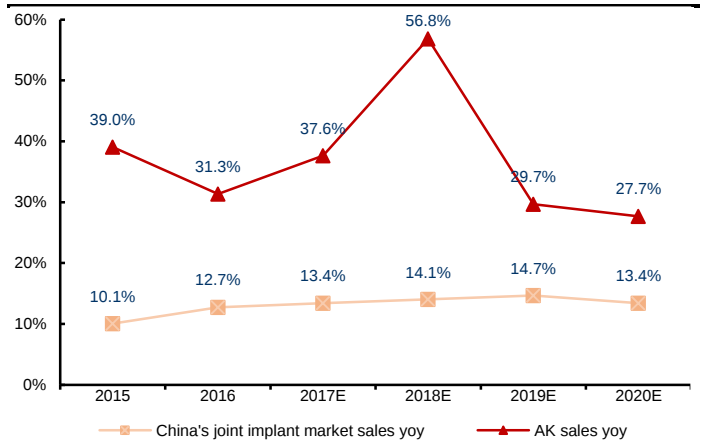
资料来源：公司，招银国际预测

图 11：2016 年各器械子板块进口替代状况对比(以销量计算)



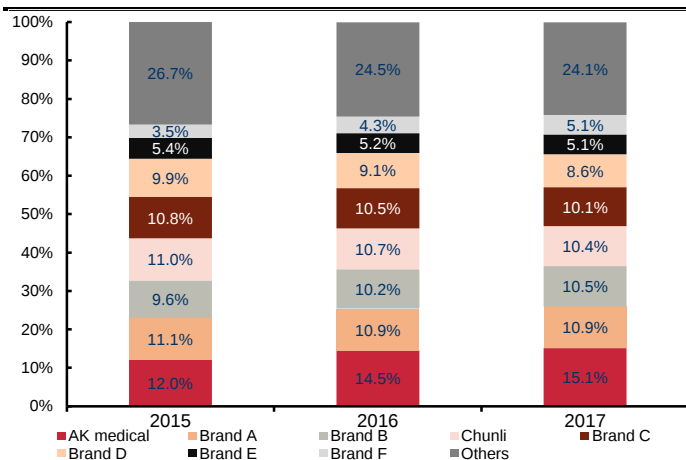
资料来源：PICO，招银国际

图 12：爱康医疗预计保持高于行业的增速



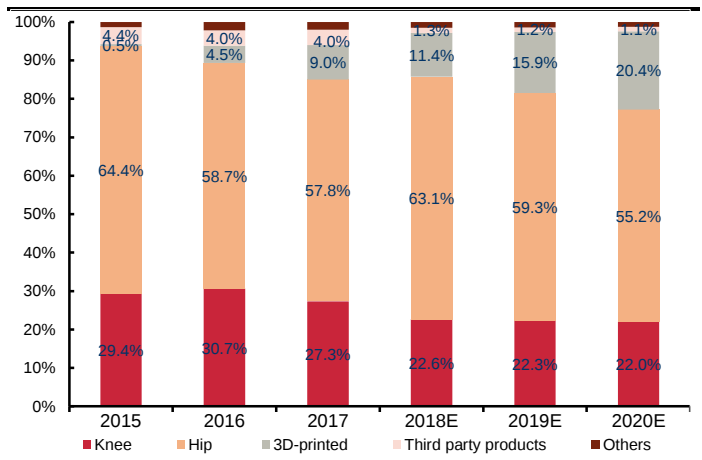
资料来源：F&S，公司，招银国际预测

图 13：以销量计，爱康于中国关节市场市占率第一



资料来源：F&S，招银国际

图 14：爱康医疗收入分布预测



资料来源：公司，招银国际预测

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
收入	270.8	372.7	584.5	757.9	967.8
膝关节植入	83.0	101.7	132.2	168.8	212.6
髋关节植入	158.9	215.3	369.1	449.2	534.6
3D打印产品	12.1	33.4	66.9	120.4	197.5
代理产品					
其他					
销售成本	(83.5)	(108.9)	(180.7)	(223.1)	(275.5)
毛利	187.3	263.8	403.9	534.8	692.2
其他收益	0.8	2.7	2.7	2.7	2.7
销售费用	(36.2)	(50.4)	(105.2)	(136.4)	(174.2)
行政费用	(38.1)	(56.2)	(76.3)	(98.3)	(121.5)
研发开支	(20.4)	(35.0)	(54.8)	(71.1)	(90.8)
息税前收益	93.4	124.9	170.2	231.6	308.5
净财务收入 / (支出)	1.7	0.5	7.9	6.6	8.8
非经常性收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	95.0	125.4	178.1	238.2	317.2
所得税	(17.7)	(20.0)	(28.5)	(38.1)	(50.8)
非控制股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	77.3	105.4	149.6	200.1	266.5
息税折摊前收益	102.1	137.1	188.1	287.6	375.2

资料来源：公司及招银国际研究

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	83.1	126.0	448.1	492.1	525.3
物业、厂房及设备	69.8	104.7	388.8	440.7	481.8
无形资产	6.6	10.5	48.4	40.5	32.7
递延税项	6.7	10.4	10.4	10.4	10.4
其他非流动资产					
流动资产	322.5	731.6	580.1	735.3	962.0
存货	67.8	86.8	131.0	138.0	194.2
应收账款					
定存、预付款和其他应收	12.5	6.1	6.1	6.1	6.1
可交易金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金及等价物	160.6	517.5	276.0	384.6	491.2
流动负债	99.0	179.4	222.8	274.4	337.8
应付账款	64.9	138.4	181.9	233.4	296.9
应付税	8.9	13.3	13.3	13.3	13.3
递延收入	21.9	22.7	22.7	22.7	22.7
准备金					
非流动负债	12.1	10.3	10.3	10.3	10.3
递延收入	8.2	7.9	7.9	7.9	7.9
银行贷款	3.9	2.4	2.4	2.4	2.4
净资产总值	294.4	668.0	795.2	942.8	1,139.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	294.4	668.0	795.2	942.8	1,139.3

资料来源：公司及招银国际研究

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	93.4	124.9	170.2	231.6	308.5
折摊和摊销	8.8	12.2	17.9	56.0	66.8
营运资金变动	(21.2)	(6.8)	(46.6)	4.9	(56.6)
税务开支	(12.6)	(17.0)	(28.5)	(38.1)	(50.8)
其他	1.3	3.3	0.0	0.0	0.0
经营活动所得现金净额	69.6	116.7	113.0	254.4	267.9
资本开支	(29.8)	(52.0)	(340.0)	(100.0)	(100.0)
其他	2.7	1.4	7.9	6.6	8.8
投资活动所得现金净额	(27.2)	(50.6)	(332.1)	(93.4)	(91.2)
股本融资所得净额	0.0	369.4	0.0	0.0	0.0
派息	(50.1)	(73.1)	(22.4)	(52.5)	(70.0)
其他	64.2	(1.5)	0.0	0.0	0.0
融资活动所得现金净额	14.0	294.7	(22.4)	(52.5)	(70.0)
现金净变动	56.5	360.7	(241.5)	108.6	106.6
年初现金及现金等值物	100.1	160.6	517.5	276.0	384.6
汇兑差额	4.0	(3.9)	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值物	160.6	517.5	276.0	384.6	491.2

资料来源：公司及招银国际研究

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
膝关节植入	30.7	27.3	22.6	22.3	22.0
髋关节植入	58.7	57.8	63.1	59.3	55.2
3D打印产品	4.5	9.0	11.4	15.9	20.4
代理产品					
其他					
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	69.2	70.8	69.1	70.6	71.5
息税折摊前利润率	37.7	36.8	32.2	38.0	38.8
税前利率	35.1	33.6	30.5	31.4	32.8
净利润率	28.6	28.3	25.6	26.4	27.5
核心净利润率	33.9	33.2	25.6	26.4	27.5
有效税率	18.6	16.0	16.0	16.0	16.0
增长 (%)					
收入	31.3	37.6	56.8	29.7	27.7
毛利	31.9	40.8	53.1	32.4	29.4
息税折摊前利润	30.9	34.3	37.2	52.9	30.5
经营利润	28.0	33.8	36.3	36.1	33.2
净利润	21.0	36.3	42.0	33.7	33.2
核心净利润	35.4	35.1	20.8	33.7	33.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.3	4.1	2.6	2.7	2.8
平均应收账款周转天数	74.2	92.0	90.0	90.0	90.0
平均应付账款周转天数	93.9	99.6	100.0	100.0	100.0
平均存货周转天数	275.9	259.1	220.0	220.0	220.0
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
资产回报率	19.1	12.3	14.6	16.3	17.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
核心每股盈利(人民币)	0.12	0.16	0.14	0.19	0.26
每股股息(港元)	0.04	0.10	0.04	0.06	0.08
每股账面值(人民币)	0.4	0.9	0.8	0.9	1.1

资料来源：公司及招银国际研究

希望教育(1765 HK)

高教行业扩张路上的先行者

- ❖ **中国第二大民办高等教育集团。**希望教育目前在全国拥有九所学校，市占率为1.1%，按入学人数计算，是中国第二大民办高等教育集团。考虑其市场导向的多元化教学服务，学生高就业率和出色的并购扩张能力，我们认为公司未来增长可期。受惠于学校容量、利用率的提升及平均学费的增加，我们预计公司FY18-20E收入/调整后净利润复合年增长率达20%/48%。
- ❖ **出众的并购能力护航学校网络扩张。**相较于大多数港股上市的高教同业公司，希望教育拥有卓越的并购及院校创办能力。截止1H18，公司已完成五项收购并自建四所学校，收购后的资源整合成果显著。我们相信公司丰富的并购经验将有助于其更好地筛选和评估潜在标的，并在收购后有效改善并购院校的运营效率，释放招生及营收潜力。
- ❖ **看好招生人数及学费提升空间。**我们预计公司FY18-20E学生人数复合年增长率为18%，受益于：1) 利用率提高：三所学校目前利用率低于60%，预计可贡献超过30%的学生复合年增长率；2) 学校容量提升：目前有五所学校正处于施工/规划阶段，预计全部落成后可贡献9%的容量复合年增长率。此外，我们看好公司学费提价空间，预计FY18-20E平均学费将以4%的复合年增长率增长，原因在于1) 部分学校已经获准于FY18E增加学费；2) 目前学费基数较低；3) 受益于学生高就业率的强大市场竞争力。
- ❖ **利润率改善，受惠于经营效率优化及财务费用降低。**我们预计，FY19E希望教育的调整后净利率将提升至40%（对比FY17的28%），原因在于：1) 由于生师比提升以及管理费、租金及水电费占收入比重下降，公司毛利率将从FY18E回升；2) 营销投入的减少及经营效率的优化导致经营费率自FY19E下降；3) 由于有息负债下降和利率降低，财务成本将从FY19E开始减少。
- ❖ **静待政策逐步走向明朗。**自今年8月《民促法》送审稿出台以来，整体教育板块情绪受挫，估值已下调30%。然而我们注意到最近政府不断释放敦促政策落地的积极信号（包括国务院印发的两则有关《完善消费机制改革》的方案稿中，多次强调抓紧修订《民促法》实施条例）。鉴于本身高教板块受政策实质影响较小，且受益于独立学院脱钩改制，待政策明朗后，期待整体高教板块信心回升，股价反弹。
- ❖ **首次覆盖，给予「买入」评级。**基于DCF估值法，我们预测公司目标价为1.62港元（潜在升幅47%），相当于FY19E 18.4倍市盈率。公司目前股价为1.10港元，相当于FY19E 12.2倍市盈率，略低于港股行业平均水平（FY19E 13.9倍市盈率）。考虑公司未来强劲的收入增长潜力以及债务负担的大幅缓解，我们认为当前估值吸引。建议静候《民促法》送审稿后的进一步政策出台，若政策明朗化，将有助于板块估值重塑。首次覆盖，给予「买入」评级。

财务资料

(截止12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	614	752	1,065	1,293	1,542
调整后净利润(百万人民币)	156	212	308	516	675
调整后每股盈利(人民币)	NA	NA	0.04	0.08	0.10
市盈率(x)	NA	NA	30.9	18.4	14.1
市帐率(x)	NA	NA	2.4	2.0	1.7
股息率(%)	0	0	0	0	0
权益收益率(%)	31.6	31.1	5.8	10.5	12.0
净财务杠杆(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$1.62
潜在升幅	+28.6%
当前股价	HK\$1.26

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

庞硕

电话：(852) 3900 0882

邮件：garypang@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万港元)	8,733
3月流通量(百万港元)	20.13
5周内股价高/低(港元)	2.22/1.03
总股本(百万)	6,666.7

资料来源：彭博

股东结构

Hope EDU Inv. Group	65.7%
PEARL GLORY GLOBAL	6.2%
Value Partners Group Ltd	3.4%

资料来源：彭博

股东结构

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.3%	-5.3%
3-月	-23.6%	-20.2%
6-月	NA	NA

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.hopeedu.com

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	487	614	752	1,065	1,293	1,542
学费	400	502	621	890	1,072	1,279
住宿费	41	50	63	86	109	130
其他	46	62	68	89	111	133
销售成本	(240)	(305)	(392)	(533)	(617)	(707)
毛利	247	310	360	532	676	835
销售费用	(35)	(33)	(29)	(35)	(34)	(35)
管理费用	(56)	(70)	(89)	(180)	(110)	(119)
其他营运收入(支出)	7	25	66	89	110	133
经营利润	162	232	308	407	643	814
财务收入	12	3	19	7	12	14
财务费用	(108)	(77)	(145)	(163)	(103)	(105)
其他收入	1	3	47	-	-	-
税前利润	68	161	229	251.1	552	722
所得税	(4)	(5)	(20)	(18)	(39)	(51)
非控制股东权益	0	(0)	(2)	-	-	-
归属股东净利润	64	156	212	234	513	672
调整后净利润	64	156	212	308	516	675

资料来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,271	2,957	4,416	4,795	5,165	5,381
物业、厂房及设备	1,661	2,219	3,195	3,596	3,991	4,232
土地租赁费用	421	445	595	587	577	567
商誉	53	53	481	481	481	481
无形资产	117	216	119	104	90	75
预付款	15	18	18	18	18	18
合营公司投资	5	6	8	8	8	8
流动资产	1,395	1,631	1,036	3,907	4,198	4,816
现金及现金等价物	92	143	181	3,035	3,322	3,935
应收贸易款项	10	0	-	-	-	-
预付款、存款和其他应收	93	72	121	139	143	148
关连款项	1,169	1,259	733	733	733	733
抵押存款	30	157	-	-	-	-
流动负债	2,063	2,455	2,098	2,325	2,487	2,665
借债	618	834	614	614	614	614
应付贸易账款	587	614	732	732	732	732
应付税项	31	35	54	54	54	54
关连款项	523	576	155	155	155	155
递延收益	304	396	544	771	932	1,110
非流动负债	1,479	1,652	2,817	2,501	2,115	2,099
递延收入	513	584	629	618	605	589
借贷	944	795	1,265	1,865	1,492	1,492
递延税项	-	-	11	11	11	11
可转债	15	15	629	-	-	-
认沽期权	-	251	276	-	-	-
其他应付款	7	7	7	7	7	7
少数股东权益	2	32	30	30	30	30
股东权益	250	495	679	4,018	4,904	5,576
净资产总值	248	463	649	3,988	4,874	5,546

资料来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	68	161	229	251	552	722
折旧和摊销	73	89	111	114	120	124
营运资金变动	28	118	65	210	157	173
其他	0	0	0	0	0	0
经营活动所得现金净额	278	446	501	715	887	1,066
购置固定资产、无形资产及土地	(249)	(292)	(925)	(500)	(500)	(350)
其他	(359)	(90)	(40)	2	2	2
投资活动所得现金净额	(609)	(382)	(965)	(498)	(498)	(348)
资本变化	-	-	-	2,800	-	-
净银行借贷	307	67	207	-	-	-
其他	54	(81)	296	(163)	(103)	(105)
融资活动所得现金净额	361	(14)	503	2,637	(103)	(105)
现金增加净额	30	50	39	2,854	287	613
年初现金及现金等价物	62	92	143	181	3,035	3,322
年末现金及现金等价物	92	143	181	3,035	3,322	3,935
资产负债表中的现金	92	143	181	3,035	3,322	3,935

资料来源：公司及招银国际预测

关键比率**主要比率**

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)						
学费	82.2	81.7	82.5	83.6	83.0	82.9
住宿费	8.4	8.2	8.4	8.0	8.5	8.4
其他	9.4	10.1	9.1	8.3	8.6	8.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长 (%)

收入	NA	26.2	22.5	41.5	21.4	19.3
毛利	NA	25.6	16.2	47.8	27.1	23.5
经营利润	NA	42.8	32.7	32.3	57.8	26.7
调整后净利润	NA	145.1	35.3	45.4	67.8	30.8

盈利能力比率 (%)

毛利率	50.7	50.4	47.8	50.0	52.3	54.1
税前利率	13.9	26.1	30.5	23.6	42.7	46.8
有效税率	5.5	2.8	8.6	7.0	7.0	7.0
调整后净利润率	13.1	25.5	28.1	28.9	39.9	43.8

资产负债比率

流动比率 (x)	0.7	0.7	0.5	1.7	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	3.7	3.0	0.0	-	-	-
平均应付账款周转天数	446.4	719.8	626.0	501.1	433.2	377.7
平均存货周转天数	-	-	-	-	-	-
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

资本回报率	25.5	31.6	31.1	5.8	10.5	12.0
资产回报率	1.7	3.4	3.9	2.7	5.5	6.6

每股数据

每股盈利(人民币)	-	-	-	0.035	0.077	0.101
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司及招银国际预测

安踏体育 (2020 HK)

另一个出色的季度，基本面保持稳健

- 零售流水增长在第3季度有所加速，而库存水平保持健康，零售折扣亦有改善。安踏品牌18财年3季度的零售流水增长达中双位数，较18财年2季度略有加速，而非安踏品牌在3季度同比增长90至95%（FILA和Descente分别增长超过90%和200%），增速与2季度接近。安踏主品牌/儿童/电商的同比增长分别为低双位数/超过25%/超过20%（18财年第2季度为高单位数/超过40%/超过30%）。我们认为电商销售增长的轻微放缓不应该成为一个问题，因为3季度的收入占比为全年中最低（缺少了农历新年，618，双11等节日）。安踏/FILA的库销比为4/5个月（一般水平为4-5个月/6-7个月），而零售折扣实际上有所改善，升至74折（较17财年3季度改善了2个百分点），说明目前的零售渠道是十分健康。
- 管理层重申了其对于18财下半年的正面的看法，同时我们亦相信更好的产品，渠道，品牌营销和门店形式升级可以推动18财年4季度零售流水的良好增长。管理层重申了“不慢于18财年上半年”的下半年销售增长目标，我们认为这是合理的，主要受惠于1) FILA鞋类的持续增长，更多成功的明星产品，如在18财年秋季推出的FILA破坏者II这款鞋（尽管其零售价超过1,100元人民币，但在不到一个季度的时间内，在天猫已经售出了超过6,000多双），2) 更好的销售渠道结构（商场或百货的门店占比在18财年3季度已经达到28%，较17财年3季度增加了4至5个百分点），3) 2018年9月23日FILA参与了米兰时装周的活动（该活动由FILA Korea和Anta联合举办），相信对品牌推广有正面的推动，4) 更多推广大型的门店，而这些门店一般能容纳更多SKUs和产品品类，所以平均店效将有所提升。由于19财年的基数会变得更高，所以如果FILA的增长率出现放缓，其实投资者不应该感到担心，我们和市场预期预测比较保守，同比增长分别只有30%和约30-40%。
- 投资者可能会担心潜在的并购带来的负面影响，和现金流质量和库存水平的变差，但我们认为不必过分担忧。如果真的成功收购Amer Sports，安踏很可能在短期内减少派息，但是我们认为，安踏的卖点从来都不是其股息率（历史收益率仅为3.3%），反而是其长期而稳定的增长，因此收购Amer Sports是十分符合这个理念的。关于现金流和库存质量，安踏最近采取了各种有针对性的措施，以便更有效使用和回收现金，与相当多的经销商和供货商进行了重新谈判，以确保更好的信贷和付款条件，因此我们期待在18财年下半年，会看到一组比2018年上半年更稳健的资产负债表数据。
- 维持买入评级及目标价。我们仍然看好安踏的多品牌扩张故事，维持对安踏的买入评级和50.50港元的目标价，基于27.5倍的18财年预测市盈率。以现价计算，安踏的增长率很快（17至20财年的净利润复合增长率为28%）以及估值相当吸引，18财年/19财年的预测市盈率为16.5倍/13.1倍，远低于国际同业平均的23.8倍/20.4倍，同时PEG为0.59倍，国际同业为0.9倍。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
净利润(百万人民币)	2,386	3,088	4,246	5,354	6,482
每股收益(人民币)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股收益变动(%)	16.5	21.0	37.5	26.1	21.1
市盈率(x)	33.5	26.1	19.4	15.4	12.7
市帐率(x)	8.0	5.6	5.1	4.6	4.1
股息率(%)	2.2	2.8	3.8	4.8	5.8
权益收益率(%)	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$50.50
(前目标价)	HK\$50.50)
潜在升幅	+42.1%
当前股价	HK\$35.55

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国纺织行业

市值(百万港元)	95,448
3月平均流通量(百万港元)	247.83
52周内股价高/低(港元)	49.3/29.1
总股本(百万)	2,684.6

资料来源：彭博

股东结构

丁世忠(CEO)和	51.3%
丁世家(副主席)	
赖世贤(COO)	6.0%
自由流通	42.7%

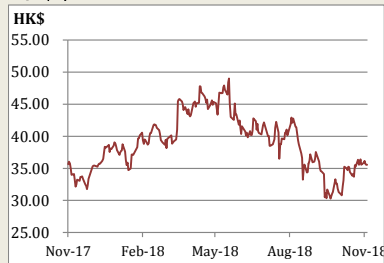
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	15.4%	7.3%
3-月	-16.8%	-12.3%
6-月	-21.3%	-9.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.ir.anta.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,345.8	16,692.5	24,060.8	29,316.1	34,840.6
鞋类	6,000.8	7,048.8	8,564.3	10,063.0	11,874.4
服装	6,885.7	9,116.1	14,784.3	18,469.6	22,073.0
配饰	459.3	527.6	712.3	783.5	893.2
销售成本	(6,886.7)	(8,451.3)	(11,043.5)	(13,395.4)	(15,839.7)
毛利	6,459.0	8,241.1	13,017.4	15,920.8	19,000.9
其他收入	259.8	457.9	539.0	627.4	710.7
销售费用	(2,830.8)	(3,809.3)	(6,479.3)	(7,806.2)	(9,159.8)
一般及行政费用	(684.6)	(901.0)	(1,234.1)	(1,542.5)	(1,876.1)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	3,203.4	3,988.7	5,842.9	7,199.4	8,675.8
净融资成本	107.5	321.8	152.1	256.8	289.7
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	3,310.9	4,310.6	5,995.1	7,456.2	8,965.5
所得税	(866.3)	(1,151.7)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
非控制股东权益	(59.0)	(71.0)	(100.0)	(126.1)	(152.7)
净利润	2,385.5	3,087.8	4,246.4	5,354.2	6,481.8

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,770.4	3,632.3	3,909.5	4,259.3	4,673.0
物业、厂房及设备	1,170.4	1,203.1	1,506.1	1,880.4	2,317.4
无形资产和商誉	477.5	705.3	684.0	664.0	645.2
土地使用权	341.8	430.7	426.2	421.8	417.3
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	-	-	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	399.4	105.4	105.4	105.4	105.4
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他	381.4	1,187.7	1,187.7	1,187.7	1,187.7
流动资产	11,453.1	15,441.9	18,540.4	21,415.7	24,618.5
其他金融资产	-	-	-	-	-
存货	1,294.9	2,155.3	2,571.8	3,119.5	3,688.7
贸易及其他应收账款	2,641.2	3,732.7	4,944.0	6,023.9	7,159.0
受限制银行结余	1,687.0	2,586.4	2,586.4	2,586.4	2,586.4
现金及现金等价物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4
流动负债	4,272.5	4,498.4	6,044.8	7,241.2	8,494.0
银行借款	937.7	147.9	147.9	147.9	147.9
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	3,060.1	3,977.7	5,524.1	6,720.5	7,973.3
即期税项	267.2	353.3	353.3	353.3	353.3
其他	7.5	19.5	19.5	19.5	19.5
非流动负债	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
带息借款	-	-	-	-	-
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	14.4	215.3	215.3	215.3	215.3
拨备	-	-	-	-	-
其他	40.3	-	-	-	-
资产净额	9,896.3	14,360.5	16,189.8	18,218.6	20,582.2
非控股权益	-	-	100.0	226.1	378.8
权益股东应占权益	9,896.3	14,360.5	16,089.8	17,992.5	20,203.4

资料来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	3,233.5	4,156.0	5,794.8	7,228.7	8,710.6
折旧和摊销	100.0	121.8	145.2	174.0	211.3
营运资金变动	694.2	0.7	(81.3)	(431.2)	(451.5)
税务开支	(948.2)	(1,013.1)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
其他	(611.9)	(83.9)	336.7	383.5	436.8
经营活动所得现金净额	2,467.6	3,181.5	4,546.7	5,379.1	6,576.1
购置固定资产	(572.6)	(546.9)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	58.1	(1,031.6)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(514.5)	(1,578.5)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
股份发行	15.0	3,435.0	-	-	-
净银行借贷	937.7	147.9	-	-	-
股息	(1,540.9)	(1,936.8)	(2,517.1)	(3,451.5)	(4,270.9)
其他	(810.1)	(1,648.6)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
融资活动所得现金净额	(1,398.2)	(2.4)	(2,522.7)	(3,457.1)	(4,276.4)
现金增加净额	554.8	1,600.5	1,470.7	1,247.8	1,498.4
年初现金及现金等价物	5,165.9	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0
汇兑	109.3	(462.9)	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4

资料来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
鞋类	45.0	42.2	35.6	34.3	34.1
服装	51.6	54.6	61.4	63.0	63.4
配饰	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.4	49.4	54.1	54.3	54.5
息税前利润率	24.0	23.9	24.3	24.6	24.9
税前利润率	24.8	25.8	24.9	25.4	25.7
净利润率	17.9	18.5	17.6	18.3	18.6
调整后净利润率	-	-	-	-	-
有效税率	26.2	26.7	27.5	26.5	26.0
增长 (%)					
收入	20.0	25.1	44.1	21.8	18.8
毛利	24.6	27.6	58.0	22.3	19.3
息税前利润	18.8	24.5	46.5	23.2	20.5
净利润率	16.9	29.4	37.5	26.1	21.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.7	3.4	3.1	3.0	2.9
平均应收账款周转天数	72.2	81.6	75.0	75.0	75.0
平均应付账款周转天数	48.3	62.5	62.0	62.0	62.0
平均存货周转天数	68.6	93.1	85.0	85.0	85.0
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
资产回报率	16.8	16.2	18.9	20.9	22.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股股息(人民币)	0.698	0.845	1.161	1.464	1.773
每股账面值(人民币)	4.417	6.335	6.969	7.793	8.751

资料来源：公司及招银国际研究部

时代中国 (1233 HK)

利用区域优势深耕大湾区

❖ **不容小觑的湾区开发商。**时代中国是总部位于广州的房地产开发商，主要深耕广州和佛山。随着粤港澳大湾区具体规划细节即将出台，我们看好大湾区的开发价值。截止到 2018 年 6 月 30 日，公司土地储备达 1,820 万平，58.5% 的土地位于粤港澳大湾区，若计入清远项目，则超过 90% 的土地位于珠三角区域。因此，时代中国是一家典型的大湾区主题开发商。今年前 10 个月，时代中国实现合约销售 477 亿元，同比增长 51%，完成全年销售目标 550 亿的 87%，我们预计公司今年大概率能够完成销售目标。

❖ **受益于区域一体化。**我们期待即将公布的大湾区发展规划，我们预计规划将进一步提升当地经济，支撑时代中国在区域的投资布局。此外，公司 1/3 土地储备位于清远。尽管清远并不包括在湾区规划当中，但距离广州也仅有 1 小时车程。近日，广州和清远政府联合发布了「高质量推进广清一体化发展工作方案」。我们预计公司在清远的布局也将受益于广州与清远的一体化。

❖ **优质的城市更新项目储备。**时代中国在广佛地区的城市更新业务开展较早。目前公司城市更新项目 70 个，预计共 1,950 平将可转为公司土储。其中 30 个项目将在 2018-20 年完成改造，转化土储 562 万平。另外 40 个项目也已经签订合作意向书，将在 2020 年后完成改造。广东在“三旧”改造(旧工厂，旧村，旧城)方面有较为完善可执行的政策法规。我们认为较好的政策环境将有利于更新项目的透明度和确定性。若旧改项目成功落地转化，将极大提升公司价值。我们认为时代中国在广佛地区旧改项目上，较外来开发商有明显的本地优势。具体体现在项目经验(70 个旧改项目)、资金投入(17 年投入 170 亿拿地，主要投资珠三角)和当地资源。

❖ **估值吸引。**我们预计 2018 - 20 年收入分别为 310 亿、405 亿和 525 亿元，复合年增长率 32%；核心净利润预计分别为 35 亿、43 亿和 58 亿元，复合年增长率 34.4%。目前，该股票的 FY18 / 19E 市盈率分别为 3.1 / 2.7x，低于其他大湾区开发商。我们估计 18 年底每股净资产值为 18.04 港元，我们的目标价为 9.02 港元，相当于 50% 折让，**给予买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	16,206	23,110	30,956	40,547	52,538
净利润(百万人民币)	1,955	2,667	3,747	4,322	5,795
EPS(人民币)	1.13	1.51	2.04	2.36	3.16
EPS 变动 (%)	10.8	33.6	35.3	15.3	34.1
市盈率(x)	5.7	4.3	3.1	2.7	2.0
市帐率(x)	1.2	0.7	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	4.9	4.9	8.3	10.3	13.8
权益收益率 (%)	21.4	17.1	20.4	20.1	22.6
净财务杠杆率 (%)	53.2	57.5	69.1	65.7	66.0

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入

目标价	HK\$9.02
潜在升幅	+23.6%
当前股价	HK\$7.30

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	13,387
3 月平均流通量(百万港元)	19.1
52 周内股价高/低(港元)	13.88/6.15
总股本(百万)	1,834

资料来源：彭博

股东结构

岑钊雄	65.17%
自由流通	34.83%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.8%	4.9%
3-月	-22.1%	-17.8%
6-月	-37.4%	-29.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师:安永

公司网站: www.timesgroup.cn

财务报表

利润表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	16,206	23,110	30,956	40,547	52,538
物业开发	15,620	22,473	30,277	39,816	51,749
租金收入	298	289	297	311	326
物业管理费收入	288	347	382	420	462
销售成本	(11,956)	(16,660)	(22,268)	(29,002)	(37,552)
毛利	4,250	6,450	8,688	11,545	14,987
其他收入	93	353	505	158	178
销售费用	(657)	(623)	(805)	(1,054)	(1,366)
行政费用	(537)	(732)	(981)	(1,285)	(1,665)
其他费用	(84)	(448)	(495)	(649)	(841)
息税前收益	3,065	4,999	6,912	8,715	11,293
应占联营和合营公司收益	66	225	34	109	212
财务费用	(240)	(401)	(610)	(717)	(778)
特殊收入	269	465	404	-	-
税前利润	3,161	5,288	6,740	8,107	10,727
所得税	(1,178)	(1,947)	(2,795)	(3,305)	(4,142)
非控制股东权益	(27)	(674)	(197)	(480)	(790)
归属股东净利润	1,955	2,667	3,747	4,322	5,795
归属股东净利润	1,756	2,389	3,459	4,322	5,795

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	58,654	90,402	114,298	126,137	141,897
物业、厂房及设备	32,971	49,263	61,855	69,052	83,448
投资型房地产	2,579	3,253	4,552	5,963	7,726
商誉	9,604	14,424	20,205	20,205	20,205
无形资产	-	-	271	271	271
联营及合营公司的权益	1,080	5,451	6,602	6,602	6,602
递延税项	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977
其他	3,498	3,748	4,668	4,668	4,668
非流动资产	10,435	10,977	14,605	14,833	15,159
物业、厂房及设备	1,242	1,379	1,610	1,729	1,843
投资型房地产	1,598	1,498	1,903	1,903	1,903
联营及合营公司的权益	2,721	4,734	4,768	4,876	5,088
无形资产	53	239	561	561	561
联营及合营公司的权益	4,821	3,127	5,764	5,764	5,764
总资产	69,089	101,379	128,903	140,970	157,056
流动负债	33,078	44,713	62,699	68,174	77,297
贸易及其他应付账款	3,196	3,837	5,567	7,632	10,729
合同负债	-	-	28,850	30,760	35,786
银行借款	1,956	6,030	10,000	11,500	12,500
应付关联方款项	92	4,155	4,869	4,869	4,869
其他	27,834	30,691	13,413	13,413	13,413
非流动负债	19,820	28,720	33,888	36,888	38,888
银行借款	18,532	27,259	32,000	35,000	37,000
其他	1,288	1,461	1,888	1,888	1,888
总负债	52,898	73,433	96,587	105,062	116,186
非控股权益	7,059	12,374	13,971	14,451	15,242
总净资产	9,132	15,572	18,344	21,456	25,628
归属母公司股东权益	9,132	15,572	18,344	21,456	25,628

来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	3,065	4,999	6,912	8,715	11,293
折旧和摊销	94	133	69	80	86
营运资金变动	(2,321)	(18,847)	(7,998)	(4,632)	(8,037)
税务开支	(1,326)	(2,005)	(2,795)	(3,305)	(4,142)
其他	(70)	9,135	1,339	(717)	(778)
经营活动所得现金净额	(559)	(6,585)	(2,474)	142	(1,577)
购置固定资产	(80)	(288)	(1,026)	(200)	(200)
联营公司	(2,723)	(2,252)	(0)	(0)	-
其他	(1,587)	(5,955)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(4,390)	(8,496)	(1,026)	(200)	(200)
股份发行	1,600	3,988	-	-	-
净银行借贷	4,798	12,801	8,711	4,500	3,000
股息	(269)	(543)	(974)	(1,210)	(1,623)
其他	2,878	4,317	(2,355)	-	-
融资活动所得现金净额	9,007	20,563	5,382	3,290	1,377
现金增加净额	4,059	5,483	1,882	3,232	(399)
年初现金及现金等价物	4,841	8,923	14,263	16,144	19,376
汇兑	23	(142)	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977
资产负债中的现金及现金等价	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业开发	96.4%	97.2%	97.8%	98.2%	98.5%
租金收入	1.8%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%
物业管理费收入	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	26.2	27.9	28.1	28.5	28.5
息税前利润率	18.9	21.6	22.3	21.5	21.5
税前利润率	19.5	22.9	21.8	20.0	20.4
净利润率	12.1	11.5	12.1	10.7	11.0
核心净利润率	10.8	10.3	11.2	10.7	11.0
有效税率	37.3	36.8	41.5	40.8	38.6
增长 (%)					
收入	18.8	42.6	33.9	31.0	29.6
毛利	19.8	51.8	34.7	32.9	29.8
息税前利润	13.5	63.1	38.3	26.1	29.6
净利润	37.6	36.4	40.5	15.3	34.1
核心利润	24.1	74.7	13.7	31.9	37.1
流动比率 (x)					
资产负债比率	1.8	2.0	1.8	1.9	1.8
平均存货周转天数	1,007	1,079	1,014	869	811
平均应收账款周转天数	58	51	54	54	54
平均应付账款周转天数	98	84	91	96	104
净负债/总权益比率 (%)	53.2	57.5	69.1	65.7	66.0
回报率 (%)					
资本回报率	21.4	17.1	20.4	20.1	22.6
资产回报率	2.9	3.3	3.1	3.4	4.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.13	1.51	2.04	2.36	3.16
每股股息(人民币)	0.32	0.32	0.53	0.66	0.88
每股账面值(人民币)	5.27	8.68	9.70	11.39	13.67

来源：公司，招银国际预测

万科 (2202 HK)

大型房企中的首选

- ❖ **首 9 月盈利增长 26%。**万科 2018 年 1-9 月的收入增长 53.3%至 1,743 亿元 (人民币·下同)，同期净利润增长 26.1%至 140 亿。毛利率增加 4.4 个百分点至 34.1%，毛利也上升 76.2%至 595 亿元。交付面积增长 32.5%至 1,281 万平，确认平均售价增长 17.0%至 12,921 元/平方米。但主要因为财务支出资本化减少而上升 1.5 倍、有效税率上升 3.4 个百分点至 48.1%及少数股东权益扣减增加 1.1 倍，净利润率下跌 1.7 个百分点至 8.0%。截至 2018 年 9 月底，已预售尚未结算的物业面积为 3,849 万平方米，相对的合同金额为 5,524 亿元。
- ❖ **销售增长放缓。**今年前 10 个月，万科合约销售增长 12.1%至 4,856 亿，销售面积 3,243 万平方米，增长 11.3%。万科于今年首 10 个月的销售金额增长略低于全国增长，主要在年初时可售货源不多。因此公司加快建筑节奏，万科今年前 9 个月新开工 3,649 万平方米，增长 40.4%，已完成今年开工任务 3,545 万平方米。同期竣工面积为 1,555 万平方米，增长 36.8%，为全年竣工计画 2,631 万平方米的 59.1%，所以大部份 2018 年收入及利润可在第 4 季实现。
- ❖ **总权益土储 9,244 万平。**今年 1-9 月，万科收购了 177 个项目，新增权益土地储备 3,583 万平方米，以投资金额计算，约 83.6%投放在一二线城市。截止到今年 9 月，万科在建项目的权益面积达 5,350 万平方米，持作未来开发土地的权益面积达 3,894 万平方米。此外，公司也大力发展物流仓库行业，第 3 季度新收购 19 个项目，可出租面积为 157 万平方米；截止到今年 9 月，万科的物流仓储业务总出租面积为 783 万平方米。
- ❖ **净负债率升至 56.7%。**万科在一季度完成了普洛斯的私有化，在截至 2018 年 9 月底的过去 9 个月，公司在物业、厂房及设备增加了 100 亿元、在投资物业增加了 59 亿元及在联营公司的投资增加了 378 亿元，所以在今年 1-3 季的投资活动现金流出为 711 亿元，较去年同期增加 425 亿元。基于投资增加，万科在 2018 年 9 月底的净负债比率为 56.7%，较去年底的 8.8%增加 47.9 个百分点，但财政状况仍是可控。
- ❖ **目标价为 37.34 港元。**考虑了最新的财务状况及首三季度业绩，我们预期 2018-20 年盈利分别上升 19.3%至 335 亿元、13.7%至 381 亿元及 18.7%至 452 亿元。此外，我们预期 2019 年底每股净资产预测为每股 46.68 港元，目标价为 37.34 港元，相当于 20%的折让。评级维持为**买入**。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	228,916	237,345	323,811	354,024	402,390
净利润(百万人民币)	21,023	28,052	33,477	38,061	45,188
每股盈利(人民币)	1.90	2.54	3.03	3.45	4.09
每股盈利变动(%)	16.0	33.4	19.3	13.7	18.7
市盈率(x)	12.4	9.3	7.8	6.9	5.8
市帐率(x)	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
股息率(%)	3.3	3.8	4.4	5.1	6.0
权益收益率(%)	18.5	21.1	21.4	20.8	21.1
净财务杠杆率(%)	25.9	8.8	51.6	43.2	35.9

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$37.34
(过去目标价)	HK\$36.37)
潜在升幅	+38.8%
当前股价	HK\$26.90

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	313,942
3 月平均流通量(百万港元)	217
52 周内股价高/低(港元)	42.85/21.5
总股本(百万)	1,315

资料来源：彭博

股东结构

深圳地铁	29.4%
深圳钜盛华	11.5%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	13.6%	5.7%
3-月	2.8%	8.6%
6-月	-3.2%	9.0%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.vanke.com

财务报表

利润表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	228,916	237,345	323,811	354,024	402,390
物業發展	222,408	226,841	311,142	338,925	384,390
建築	476	845	1,048	1,279	1,560
物業服務	4,055	6,964	8,496	10,195	12,234
其他	1,977	2,694	3,126	3,626	4,206
銷售成本	(170,602)	(160,621)	(221,938)	(247,822)	(281,773)
毛利	58,314	76,723	101,874	106,202	120,617
銷售費用	(5,161)	(6,262)	(7,771)	(8,143)	(9,255)
行政費用	(7,694)	(10,826)	(15,219)	(12,497)	(13,319)
其他收益	1,389	4,538	3,844	3,968	4,698
息稅前收益	46,848	64,173	82,727	89,530	102,741
融資成本	(2,310)	(4,061)	(7,992)	(7,317)	(7,339)
聯營公司	4,931	4,569	4,800	5,420	5,600
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	49,469	64,682	79,534	87,633	101,002
所得稅	(21,118)	(27,473)	(35,857)	(38,372)	(42,885)
非控制股東權益	(7,328)	(9,157)	(10,200)	(11,200)	(12,930)
淨利潤	21,023	28,052	33,477	38,061	45,188
核心淨利潤	21,023	28,052	33,477	38,061	45,188

資料來源：公司、招銀國際研究預測

资产负债表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	109,379	147,794	225,960	239,820	252,470
物業、廠房及設備	9,106	10,735	21,500	23,200	23,500
投資物業	12,097	17,046	23,400	28,000	27,000
聯營公司	61,702	81,224	125,000	140,000	158,000
無形資產	893	1,096	1,060	1,020	980
其他	25,582	37,693	55,000	47,600	42,990
流動資產	721,471	1,017,645	1,202,406	1,291,585	1,381,005
現金及現金等價物	87,032	174,121	135,406	141,785	148,805
應收貿易款項	159,543	238,405	360,000	343,000	325,000
存貨	466,225	597,487	700,000	800,000	900,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	8,671	7,632	7,000	6,800	7,200
流動負債	579,998	847,355	1,018,200	1,075,500	1,126,800
借債	43,350	62,273	85,000	72,000	60,000
應付貿易賬款	519,643	760,383	910,000	980,000	1,043,000
應付稅項	17,005	24,700	23,200	23,500	23,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	89,174	131,410	175,450	189,220	202,550
借債	85,514	128,352	171,500	185,000	198,000
遞延稅項	679	358	950	1,020	1,050
其他	2,981	2,701	3,000	3,200	3,500
少數股東權益	48,232	53,999	78,500	84,000	89,500
淨資產總值	113,445	132,675	156,216	182,685	214,625
股東權益	113,445	132,675	156,216	182,685	214,625

資料來源：公司、招銀國際研究預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	46,848	64,173	82,727	89,530	102,741
折舊和攤銷	1,149	1,929	2,147	4,300	4,640
營運資金變動	13,196	(47,345)	(196,785)	(63,000)	(62,000)
稅務開支	(21,828)	(26,514)	(39,614)	(35,502)	(42,195)
其他	201	90,079	110,328	40,077	39,171
經營活動所得現金淨額	39,566	82,323	(41,197)	35,406	42,358
購置固定資產	(15,106)	(41,043)	(12,912)	(6,000)	(4,940)
聯營公司	(30,148)	(24,036)	(43,144)	(14,800)	(18,400)
其他	1,865	13,466	2,495	2,615	-
投資活動所得現金淨額	(43,389)	(51,613)	(53,561)	(18,185)	(23,340)
股份發行	0	-	-	-	-
淨銀行借貸	41,594	63,942	65,876	500	1,000
股息	(16,026)	(19,134)	(9,936)	(11,592)	(13,248)
其他	5,729	10,457	-	-	-
融資活動所得現金淨額	31,297	55,265	55,940	(11,092)	(12,248)

現金增加淨額	27,474	85,974	(38,819)	6,129	6,769
年初現金及現金等價物	51,748	79,490	164,326	125,757	132,136
匯兌	269	(1,139)	250	250	250
年末現金及現金等價物	79,490	164,326	125,757	132,136	139,156
受限制現金	7,542	9,795	9,649	9,649	9,649
資產負債表的現金	87,032	174,121	135,406	141,785	148,805

資料來源：公司、招銀國際研究預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.2	95.6	96.1	95.7	95.5
建築	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
物業服務	1.8	2.9	2.6	2.9	3.0
其他	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	25.5	32.3	31.5	30.0	30.0
稅前利率	21.6	27.3	24.6	24.8	25.1
淨利潤率	9.2	11.8	10.3	10.8	11.2
核心淨利潤率	9.2	11.8	10.3	10.8	11.2
有效稅率	42.7	42.5	45.1	43.8	42.5

增長比率 (%)

收入	24.2	3.7	36.4	9.3	13.7
毛利	27.6	31.6	32.8	4.2	13.6
稅前利	22.1	30.8	23.0	10.2	15.3
淨利潤	16.0	33.4	19.3	13.7	18.7

資產負債比率

流動比率 (x)	24.2	3.7	36.4	9.3	13.7
速動比率 (x)	27.6	31.6	32.8	4.2	13.6
平均應收賬款周轉天數	254.4	366.6	405.8	353.6	294.8
平均應付賬款周轉天數	1,111.8	1,727.9	1,496.6	1,443.4	1,351.1
平均存貨周轉天數	997.5	1,357.7	1,151.2	1,178.3	1,165.8
淨負債/總權益比率 (%)	25.9	8.8	51.6	43.2	35.9

回報率 (%)

資本回報率	18.5	21.1	21.4	20.8	21.1
資產回報率	3.4	3.2	3.1	3.2	3.6

每股數據

每股盈利(人民幣)	1.904	2.541	3.033	3.448	4.093
每股股息(人民幣)	0.790	0.900	1.050	1.200	1.420
每股賬面值(人民幣)	10.28	12.02	14.15	16.55	19.44

資料來源：公司、招銀國際研究預測

中信证券 (6030 HK)

三季度业绩波动，但业务韧性仍强

- ❖ **预期明年增量业务机遇继续向龙头聚集；维持买入评级。**在市场弱势及监管趋严的情况下，行业各业务板块集中度不断提升，而中信证券在各项业务上均展现出对不利环境较强的抵御能力。我们认为 A 股市场明年或会出现边际性改善，但对券商经营环境仍持审慎看法。目前监管推出的改革创新政策，如鼓励兼并重组及推出科创板等，将为中信证券等投行业务领先的券商带来更多增量业务。在市场对股权质押风险的担忧逐步缓解后，我们认为券商估值仍将回归到业绩主导。目前中信证券的股价相当于 2019 年预测市帐率 0.9 倍，接近历史低位。我们给予中信证券的目标价为 19.2 港元；维持买入评级。
- ❖ **2018 年前三季度纯利同比下滑，但幅度显著小于同业。**2018 年首三季度，中信证券纯利同比下滑 8%，至 73 亿元人民币，在三季度愈发艰难的市场环境下，下滑幅度明显小于我们覆盖券商的平均跌幅（除中金外，整体下跌 21%）。中信证券三季度经营净收入同比下滑 21%，主要由于净手续费及佣金收入和净利息收入行业性下跌，以及自营业务受市场拖累较明显（同比下跌 31%）。市场行情的持续走弱令股权质押业务风险加大，中信证券三季度减值拨备明显上升，但环比减少 25%，拖低三季度纯利至 18 亿元人民币，同比下降 42%。
- ❖ **经纪业务对抗市场下跌能力较强。**今年第三季度，A 股市场日均成交额环比下跌 25%，同比下跌 41%，而中信证券的经纪业务净收入环比及同比仅下降 12% 及 24%，显著优于市场整体趋势。我们认为这主要得益于公司机构客户占比较高的客户结构及市场占有率的提升。资管业务在监管引导下，持续收缩通道业务，增强主动管理能力，三季度资管业务净收入同比仅下降 1%。根据中基协数据，中信证券资管总规模及主动规模依然稳居行业首位；三季度月均资管总规模环比下降 6%，而月均主动管理规模环比持平，主动管理占比提升至 40%。受去年同期高基数影响，中信证券今年三季度投行业务收入同比下滑 44%，但无论是股权还是债权融资方面，依旧保持市场领先地位。
- ❖ **自营业务单季受市场波动影响明显，但今年表现领先同业。**自营业务成为券商三季度业绩的主要分化点。中信证券三季度自营收益同比及环比均有较大幅度下滑（31% 及 38%），我们认为主要是由于国内证券市场大幅波动造成的公允值亏损。但综合前三季度，中信证券自营收益同比持平，根据我们的测算，自营收益率在不利实况下依然保持了 3.5% 的较高水平，在我们覆盖的同业中仅次于中金公司，我们认为公司在较高的债券持仓及场外期权业务上的市场领先地位能够在波动的股票市场上维持较同业更为稳定的表现。
- ❖ **预计股权质押风险较为可控。**中信证券今年以来一直积极收缩股权质押业务规模，以应对不断加大的市场风险。截至三季度末，公司的买入返售资产（包含券商表内股权质押业务）环比下降 28%；截至中期，股权质押规模占净资产的比例为 39%，较 2017 年末的 51% 明显下降。同时，今年前三季度公司的减值拨备大幅增长 11 倍至 12.3 亿元人民币，相信主要由于新会计准则实施及市场波动对股权质押业务造成的影响。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业收入 (百万元人民币)	50,067	56,960	61,306	66,770	74,776
净利润 (百万元人民币)	10,365	11,433	12,403	13,861	15,535
每股收益 (元人民币)	0.86	0.94	1.02	1.14	1.28
每股收益变动 (%)	(49.9)	10.3	8.5	11.8	12.8
市盈率 (x)	15.0	13.6	12.6	11.3	10.0
市帐率 (%)	1.07	1.02	0.98	0.92	0.87
股息率 (%)	2.7	3.1	3.2	3.6	4.0
权益收益率 (%)	7.4	7.8	8.1	8.6	9.1
财务杠杆 (x)	3.2	3.5	3.6	3.7	3.7

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入 (维持)

目标价	HK\$19.2
(此前目标价)	HK\$19.2)
潜在升幅	+31.5%
当前股价	HK\$14.6

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明, CFA

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrysun@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	220,207
3 月平均流通量 (百万港元)	227.49
52 周内股价高/低 (港元)	22.95/11.62
总股本(百万)	12,116.9

资料来源：彭博

股东结构

中国中信有限公司	16.50%
中国证券金融股份有限公司	4.81%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.7%	-0.8%
3-月	4.0%	9.6%
6-月	-26.1%	-14.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

公司网站：www.cs.ecitic.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	45,273	48,185	52,092	57,095	64,618
佣金及手续费收入	25,775	22,665	25,263	27,928	32,067
利息收入	11,233	12,807	15,720	16,858	19,275
投资净额收益	8,265	12,713	11,108	12,309	13,275
其他收入及收益	4,794	8,775	9,214	9,675	10,158
收入及其他收益总额	50,067	56,960	61,306	66,770	74,776
折旧及摊销	(413)	(503)	(611)	(742)	(900)
雇员成本	(11,507)	(12,141)	(13,181)	(14,356)	(16,002)
佣金及手续费支出	(3,331)	(3,708)	(4,305)	(4,737)	(5,425)
利息支出	(8,885)	(10,402)	(12,586)	(13,679)	(15,708)
减值损失	(1,935)	(1,721)	(203)	(174)	(35)
营业税金及附加	(797)	(256)	(245)	(267)	(299)
其他经营费用	(9,285)	(12,659)	(13,487)	(14,356)	(15,927)
支出总额	(36,153)	(41,390)	(44,648)	(48,310)	(54,296)
经营利润	13,913	15,570	16,688	18,460	20,480
所占联营企业和合营企业的业绩	349	604	785	989	1,217
所得税前利润	14,263	16,174	17,473	19,450	21,697
所得税费用	(3,281)	(4,196)	(4,499)	(4,989)	(5,533)
年度利润	10,981	11,977	12,974	14,461	16,165
少数股东权益	(616)	(544)	(571)	(600)	(630)
净利润	10,365	11,433	12,403	13,861	15,535

资料来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
融资客户垫款	65,021	73,983	76,141	80,665	90,362
金融投资	205,522	200,682	224,258	251,182	273,149
代客户持有之现金	129,877	92,386	96,082	100,886	108,957
现金及银行结余	36,713	34,303	37,398	38,041	39,402
其他	91,007	148,145	154,869	164,064	167,222
总流动资产	528,139	549,499	588,748	634,837	679,092
物业及设备	3,923	8,265	8,372	8,464	8,557
投资物业	68	872	880	889	898
金融投资	38,976	36,698	39,699	42,734	45,505
其他	26,332	30,241	30,884	31,625	32,401
总非流动资产	69,299	76,076	79,835	83,712	87,362
总资产	597,439	625,575	668,583	718,550	766,454
短期银行贷款	3,479	5,991	7,489	8,538	9,221
短期应付融资款	21,346	33,538	44,270	53,124	62,783
代理买卖证券款	134,398	99,855	100,886	105,930	112,225
拆入资金	19,550	9,835	8,852	8,852	8,852
其他	193,170	240,475	259,949	281,368	297,178
总流动负债	371,943	389,694	421,446	457,811	490,259
长期债券	69,752	77,642	83,542	88,890	93,860
长期银行借款	1,114	1,085	1,063	1,074	1,041
其他	8,840	4,011	2,907	1,611	1,713
总非流动负债	79,707	82,738	87,513	91,575	96,614
总负债	451,650	472,432	508,958	549,387	586,873
股东总权益	142,696	149,799	156,043	165,328	175,478
少数股东权益	3,093	3,344	3,583	3,834	4,103
总权益	145,789	153,143	159,625	169,163	179,581

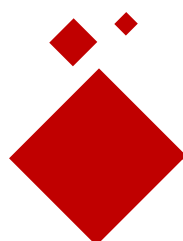
资料来源：公司及招银国际研究部预测

2018 年 12 月 3 日

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	51.5%	39.8%	41.2%	41.8%	42.9%
利息收入	22.4%	22.5%	25.6%	25.2%	25.8%
投资净额收益	16.5%	22.3%	18.1%	18.4%	17.8%
其他收入及收益	9.6%	15.4%	15.0%	14.5%	13.6%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	-34.8%	6.4%	8.1%	9.6%	13.2%
收入及其他收益增长	-31.3%	13.8%	7.6%	8.9%	12.0%
营业利润增长	-47.8%	11.9%	7.2%	10.6%	10.9%
净利润增长	-47.7%	10.3%	8.5%	11.8%	12.1%
资产负债比率					
流动比率	142.0%	141.0%	139.7%	138.7%	138.5%
财务杠杆（倍）	3.2	3.5	3.6	3.7	3.7
回报率					
资本回报率	7.4%	7.8%	8.1%	8.6%	9.1%
资产回报率	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.86	0.94	1.02	1.14	1.28
每股股息（元人民币）	0.35	0.40	0.41	0.46	0.51
每股账面值（元人民币）	12.03	12.64	13.17	13.96	14.82

资料来源：公司及招银国际研究部预测



附录：招银国际覆盖股份

招銀国际覆盖股份

板块	公司名称	股份代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级
	华润置地	1109	29.00	32.93	买入
	中国海外发展	688	27.30	29.08	买入
	中国海外宏洋	81	2.75	4.57	买入
	万科企业	2202	26.90	37.34	买入
	世茂房地产	813	19.34	20.58	持有
	碧桂园	2007	9.62	18.55	买入
	雅居乐集团	3383	10.62	15.07	买入
	合景泰富	1813	6.96	12.52	买入
	龙湖集团	960	22.00	21.68	持有
	禹洲地产	1628	3.43	5.19	买入
	中骏集团	1966	2.80	4.73	买入
	龙光地产	3380	9.15	12.16	买入
	时代中国	1233	7.30	9.02	买入
	绿城服务	2869	6.73	7.77	买入
	中海物业	2669	2.23	3.33	买入
	雅生活服务	3319	10.26	17.50	买入
	河北建设	1727	4.03	5.18	买入
	易居(中国)企业	2048	13.50	21.8	买入
	阿里巴巴	BABA US	US\$160.86	US\$232.8	买入
	百度股份	BIDU US	US\$188.28	US\$299.4	买入
	陌陌公司	MOMO US	US\$31.35	US\$50.7	买入
	欢聚时代	YY US	US\$68.07	US\$176.3	买入
	IGG	799	9.44	12.4	持有
	睿见教育	6068	3.20	5.43	买入
	中国新华教育	2779	2.25	4.6	买入
	希望教育	1765	1.26	1.62	买入
	工商银行	1398	5.56	7.60	买入
	建设银行	939	6.67	9.30	买入
	农业银行	1288	3.54	5.30	买入
	中国银行	3988	3.42	5.20	买入
	中信银行	998	4.96	5.90	买入
	交通银行	3328	5.95	6.40	持有
	民生银行	1988	5.78	6.20	持有
	中国光大银行	6818	3.47	3.70	持有
	中原银行	1216	2.30	2.58	持有
	中信证券	6030	14.60	19.20	买入
	广发证券	1776	11.60	11.10	持有
	HTSC	6886	12.94	14.60	买入
	中金公司	3908	14.88	17.40	买入
	中国银河	6881	4.20	4.70	持有
	中信建投证券	6066	4.78	5.30	持有
	中国太保	2601	27.70	37.48	买入
	中国人寿	2628	16.80	21.69	买入
	众安在线	6060	32.05	43.67	买入
	中国太平	966	25.90	34.5	买入
	新华保险	1336	34.25	44.94	买入
	中国财险	2328	8.03	10.34	买入
	国银租赁	1606	1.49	1.43	买入
	中银航空租赁	2588	60.30	56.8	买入
	潍柴动力	2338	8.40	11.8	买入
	中国重汽	3808	12.84	16.7	买入
	中国龙工	3339	2.03	3.6	买入
	三一国际	631	2.53	4.17	买入
	中联重科	1157	2.85	3.47	持有
	兴达国际	1899	2.32	1.95	卖出
	津上机床中国	1651	8.07	13.3	买入
	保利协鑫能源	3800	0.54	0.56	持有
	协鑫新能源	451	0.29	0.33	持有
	信义光能	968	2.93	2.63	持有
	龙源电力	916	6.15	8.00	买入
	华能新能源	958	2.46	3.50	买入

2018 年 12 月 3 日

	金风科技	2208	7.74	9.37	买入
	华电福新	816	1.56	2.09	买入
	伟能集团	1608	3.10	4.16	买入
	新天绿色能源	956	2.14	2.86	买入
	天伦燃气	1600	6.37	10.76	买入
	大众公用	1635	2.88	3.37	持有
	普拉达	1913	27.15	38.11	买入
	都市丽人	2298	3.02	5.06	买入
	好孩子国际	1086	2.80	4.27	买入
	荣威国际	3358	3.30	5.21	买入
	南旋控股	1982	0.71	0.87	持有
	安踏体育	2020	35.55	50.5	买入
	大家乐集团	341	19.28	23.08	买入
	海底捞国际	6862	17.36	20.77	买入
	石药集团	1093	15.84	24	买入
	三生制药	1530	11.52	20.7	买入
	中国中药	570	5.20	7.4	买入
	绿叶制药	2186	6.24	7.7	持有
	东阳光药	1558	28.60	41.2	持有
	神威药业	2877	9.75	16.7	买入
	康臣药业	1681	5.80	10	买入
	昊海生物科技	6826	40.20	66.5	买入
	瑞慈医疗	1526	1.43	2.8	买入
	康华医疗	3689	6.78	13.1	买入
	香港医思医疗	2138	5.52	5.54	买入
	爱康医疗	1789	5.14	6.3	买入

资料来源：彭博、招银国际，截至 2018 年 11 月 30 日



附录：恒指及国指估值表

2018 年 12 月 3 日

恒生指数成份股估值

恒生指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率			市账率			股息率		
				去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测
金融		48.0%										
汇丰控股	5	10.1%	66.90	15.9	11.9	11.3	0.92	0.13	0.13	6.0%	6.0%	6.0%
友邦保险	1299	8.9%	63.85	16.1	19.5	15.5	2.56	0.29	0.26	1.6%	1.8%	2.1%
建设银行	939	8.3%	6.67	6.1	5.8	5.3	0.80	0.70	0.63	4.9%	5.3%	5.7%
工商银行	1398	4.7%	5.56	6.2	5.8	5.3	0.81	0.69	0.63	4.9%	5.2%	5.6%
中国平安	2318	4.9%	75.70	13.8	11.8	9.9	2.33	1.96	1.67	2.2%	3.1%	3.6%
中国银行	3988	3.1%	3.42	5.2	5.0	4.7	0.60	0.52	0.48	5.8%	6.2%	6.6%
香港交易所	388	3.1%	228.0	38.5	30.4	27.5	7.17	7.15	6.83	2.4%	3.0%	3.3%
中国人寿	2628	1.4%	16.80	13.1	14.3	10.7	1.31	1.12	1.03	2.7%	2.6%	3.3%
恒生银行	11	1.6%	180.6	17.2	14.8	13.8	2.32	2.20	2.07	3.7%	4.2%	4.5%
中银香港	2388	1.3%	30.50	10.4	10.1	9.5	1.30	1.24	1.16	4.3%	4.8%	5.1%
交通银行	3328	0.6%	5.95	5.6	5.6	5.2	0.63	0.53	0.49	5.4%	5.5%	5.9%
资讯科技		10.9%										
腾讯控股	700	9.8%	312.0	36.9	34.3	27.9	8.39	6.94	5.50	0.3%	0.3%	0.4%
瑞声科技	2018	0.5%	55.5	11.3	13.9	12.1	3.42	2.64	2.28	3.5%	2.9%	3.2%
舜宇光学科技	2382	0.6%	75.7	25.4	23.9	16.9	9.24	6.58	4.90	1.0%	1.1%	1.5%
地产		11.0%										
长实集团	1113	1.7%	56.35	6.9	7.6	7.9	0.67	0.65	0.61	3.0%	3.5%	3.7%
新鸿基地产	16	1.7%	111.5	6.4	9.9	9.3	0.60	0.58	0.55	4.2%	4.5%	4.8%
领展房产基金	823	1.8%	74.50	3.3	28.1	25.6	0.87	0.88	0.87	3.4%	3.6%	4.0%
中国海外发展	688	1.2%	27.30	7.3	7.4	6.2	1.08	1.00	0.89	2.9%	3.5%	4.2%
碧桂园	2007	0.8%	9.62	7.1	5.3	4.1	1.77	1.50	1.19	4.7%	6.4%	8.3%
九龙仓置业	1997	0.7%	47.05	8.3	14.9	14.5	0.67	0.67	0.66	2.0%	4.3%	4.5%
华润置地	1109	0.9%	29.00	8.9	8.2	7.1	1.45	1.30	1.15	2.9%	3.7%	4.3%
新世界发展	17	0.7%	10.52	4.5	11.4	11.5	0.50	0.50	0.48	4.6%	4.8%	5.0%
恒基地产	12	0.6%	40.20	5.8	12.2	11.1	0.59	0.59	0.58	3.9%	4.3%	4.5%
信和置业	83	0.5%	13.46	6.4	17.3	16.6	0.64	0.61	0.60	3.9%	4.0%	4.0%
恒隆地产	101	0.4%	15.84	8.8	14.9	15.6	0.52	0.51	0.51	4.7%	4.8%	4.8%
电讯		6.1%										
中国移动	941	5.5%	77.65	12.4	12.2	12.1	1.37	1.20	1.12	4.0%	4.0%	4.0%
中国联通	762	0.6%	9.07	134.8	30.5	18.5	0.80	0.67	0.65	0.6%	1.5%	2.3%
能源		6.7%										
中国海洋石油	883	2.7%	13.30	21.4	9.2	8.1	1.33	1.14	1.06	3.5%	5.1%	5.6%
中国石化	386	2.0%	6.65	13.9	9.2	9.2	0.99	0.86	0.83	8.5%	8.6%	8.5%
中国石油	857	1.3%	5.49	39.1	13.7	11.9	0.73	0.64	0.62	1.2%	4.1%	4.5%
中国神华	1088	0.7%	17.38	6.4	6.7	7.0	0.95	0.81	0.76	5.9%	6.2%	6.0%
公用		5.2%										
中电控股	2	1.9%	86.25	15.0	15.0	16.9	1.99	1.85	1.77	3.4%	3.5%	3.6%
香港中华煤气	3	1.7%	15.78	29.1	28.2	26.5	3.95	3.66	3.51	2.0%	2.3%	2.4%
电能实业	6	0.8%	53.00	13.6	14.4	14.4	1.36	1.36	1.34	5.3%	5.3%	5.4%
长江基建集团	1038	0.5%	59.50	14.5	14.0	13.2	1.48	1.35	1.29	4.0%	4.3%	4.5%
华润电力	836	0.3%	14.82	15.4	10.6	8.4	0.97	0.91	0.86	5.9%	6.0%	6.3%
综合类		3.9%										
长和	1	2.5%	81.80	9.0	8.2	7.4	0.72	0.67	0.63	3.5%	3.8%	4.2%
中信股份	267	0.8%	12.56	8.2	7.3	6.7	0.65	0.63	0.59	2.9%	3.2%	3.3%
太古股份	19	0.5%	86.50	4.5	16.8	9.7	0.49	0.50	0.49	2.4%	2.9%	3.7%
消费品		5.3%										
吉利汽车	175	1.0%	15.42	11.6	9.0	7.2	3.15	2.41	1.86	1.8%	2.6%	3.4%
石药集团	1093	0.7%	15.84	35.7	27.2	21.3	6.14	0.71	0.60	7.4%	9.8%	12.5%
申洲国际	2313	0.8%	95.00	33.7	27.1	22.4	6.06	4.87	4.23	1.4%	1.9%	2.3%
蒙牛乳业	2319	0.8%	24.20	41.2	27.2	21.1	3.58	2.95	2.62	0.6%	0.9%	1.2%
中国生物制药	1177	0.6%	7.14	36.9	27.9	23.1	3.87	4.75	3.92	0.7%	1.0%	1.2%
恒安国际	1044	0.5%	63.95	18.0	17.4	16.0	4.09	3.45	3.18	3.7%	3.9%	4.1%
万洲国际	288	0.6%	5.71	9.5	9.9	9.0	1.43	1.18	1.09	0.7%	0.6%	0.7%
中国旺旺	151	0.4%	5.77	20.5	18.8	17.4	4.73	3.55	3.18	0.0%	2.8%	3.0%
消费服务		2.3%										
银河娱乐	27	1.3%	48.05	19.8	15.6	14.6	3.41	3.19	2.75	0.0%	1.9%	1.9%
金沙中国	1928	0.9%	33.85	21.8	16.8	15.3	9.99	0.98	0.97	5.9%	6.1%	6.4%
工业		0.7%										
港铁公司	66	0.7%	40.60	14.8	23.8	21.7	1.45	1.42	1.39	2.8%	2.8%	2.9%
加权平均				10.9	11.0	10.0	1.29	1.21	1.13	3.8%	3.8%	4.1%

资料来源：彭博、招银国际，截至 2018 年 11 月 30 日

2018 年 12 月 3 日

恒生国企指数成份股估值

恒生国企指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率			市账率			股息率		
				去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测	去年	今年预测	明年预测
金融				59.3%								
工商银行	1398	9.8%	5.56	5.9	5.8	5.4	0.81	0.78	0.71	4.9%	5.2%	5.6%
建设银行	939	9.8%	6.67	5.8	5.7	5.3	0.80	0.79	0.71	4.9%	5.3%	5.7%
中国平安	2318	10.1%	75.70	11.7	12.1	10.0	2.33	2.21	1.88	2.2%	3.1%	3.6%
中国银行	3988	7.1%	3.42	5.2	5.0	4.7	0.60	0.59	0.54	5.8%	6.2%	6.6%
中国人寿	2628	3.3%	16.80	11.7	13.9	10.6	1.31	1.26	1.16	2.7%	2.6%	3.3%
招商银行	3968	3.3%	32.35	9.2	9.0	7.9	1.47	1.40	1.24	2.9%	3.4%	3.8%
农业银行	1288	2.6%	3.54	5.1	5.2	4.9	0.71	0.69	0.62	5.7%	5.7%	6.2%
中国太保	2601	1.9%	27.70	13.6	12.9	10.1	1.60	1.50	1.36	3.3%	3.8%	4.8%
中国财险	2328	1.5%	8.03	8.0	7.7	6.6	1.15	1.08	0.97	3.2%	3.2%	3.5%
交通银行	3328	1.4%	5.95	5.5	5.6	5.2	0.63	0.60	0.55	5.4%	5.5%	5.9%
中信银行	998	1.3%	4.96	4.8	4.9	4.6	0.55	0.53	0.49	5.9%	5.8%	6.3%
民生银行	1988	1.0%	5.78	4.4	4.1	4.0	0.56	0.51	0.46	3.4%	3.3%	3.5%
海通证券	6837	0.7%	8.12	10.9	12.0	9.8	0.71	0.68	0.64	3.2%	2.5%	3.1%
邮储银行	1658	1.1%	4.73	7.1	6.2	5.5	0.89	0.79	0.71	3.5%	3.5%	4.1%
中信证券	6030	0.7%	14.60	14.6	13.8	12.3	1.03	1.01	0.95	3.1%	2.9%	3.3%
新华保险	1336	0.7%	34.25	11.9	11.0	9.5	1.44	1.38	1.23	1.7%	2.5%	2.9%
中国华融	2799	0.4%	1.61	6.0	5.3	3.8	0.47	0.42	0.38	11.8%	5.2%	7.1%
中国人民保险	1339	0.7%	3.37	7.3	7.6	6.7	0.87	0.84	0.74	1.3%	1.3%	1.4%
华泰证券	6886	0.6%	12.94	8.7	13.4	11.5	0.91	0.89	0.84	0.0%	3.1%	3.3%
中国信达	1359	0.5%	2.10	3.9	4.0	3.6	0.54	0.50	0.46	7.6%	6.5%	7.5%
广发证券	1776	0.5%	11.60	10.9	11.9	10.1	0.93	0.88	0.83	3.9%	2.8%	3.3%
众安在线	6060	0.3%	32.05	亏损	亏损	亏损	2.44	2.61	2.67	0.0%	0.0%	0.0%
能源				12.0%								
中国石化	386	4.5%	6.65	9.9	9.1	9.1	0.99	0.97	0.93	8.5%	8.6%	8.5%
中国石油	857	3.0%	5.49	16.4	13.7	12.0	0.73	0.72	0.70	1.2%	4.1%	4.5%
中国神华	1088	1.6%	17.38	6.8	6.7	7.0	0.95	0.92	0.85	5.9%	6.2%	6.0%
中国海洋石油	883	3.0%	13.30	15.6	9.2	8.2	1.33	1.29	1.19	3.5%	5.1%	5.6%
地产建筑				4.9%								
中国交建	1800	0.9%	7.60	6.0	5.4	4.9	0.60	0.55	0.50	3.6%	3.6%	4.0%
海螺水泥	914	1.3%	40.85	8.7	6.8	6.9	2.01	1.73	1.51	3.3%	6.2%	6.3%
万科	2202	0.9%	26.90	8.8	7.6	6.3	1.95	1.69	1.44	3.8%	4.7%	5.8%
中国中铁	390	0.8%	7.19	8.4	8.3	7.0	0.96	0.87	0.79	1.8%	2.0%	2.3%
华润置地	1109	1.0%	29.00	7.4	8.1	6.9	1.45	1.47	1.30	2.9%	3.7%	4.3%
消费				6.4%								
比亚迪	1211	1.0%	58.65	58.2	43.6	32.4	2.81	2.43	2.27	0.3%	0.3%	0.3%
国药控股	1099	1.2%	38.55	18.2	16.7	14.7	2.61	2.40	2.15	1.7%	1.8%	2.1%
广汽集团	2238	0.6%	8.14	6.1	5.9	5.3	1.01	0.93	0.83	5.2%	5.3%	5.8%
长城汽车	2333	0.4%	5.00	6.5	7.8	7.4	0.79	0.76	0.70	3.8%	3.9%	4.3%
东风集团股份	489	0.5%	7.55	3.8	4.0	4.0	0.51	0.47	0.43	5.2%	4.6%	4.7%
中国国航	753	0.4%	7.57	12.5	15.5	10.8	1.09	1.06	0.98	1.7%	1.3%	2.0%
石药集团	1093	0.8%	15.84	29.6	27.2	21.2	6.14	5.54	4.66	0.9%	1.3%	1.6%
申洲国际	2313	0.9%	95.00	30.6	27.0	22.5	6.06	5.48	4.77	1.4%	1.9%	2.3%
恒安国际	1044	0.6%	63.95	17.6	17.3	16.0	4.09	3.89	3.58	3.7%	3.9%	4.1%
公用				2.2%								
华能国际	902	0.5%	4.88	25.2	19.0	11.6	0.80	0.76	0.74	2.3%	3.5%	5.9%
中广核电力	1816	0.5%	1.94	10.1	9.3	8.5	1.16	1.08	1.00	3.9%	3.7%	4.2%
中国燃气	384	0.6%	26.85	19.3	17.3	14.7	4.62	3.92	3.33	1.3%	1.7%	2.1%
粤海投资	270	0.6%	15.10	21.6	19.8	18.5	2.45	2.36	2.28	3.2%	3.6%	4.1%
工业				0.8%								
中国中车	1766	0.8%	7.30	16.7	15.4	13.0	1.46	1.45	1.35	2.3%	2.4%	2.8%
工业				0.9%								
中信股份	267	0.9%	12.56	8.7	7.3	6.8	0.65	0.63	0.59	2.9%	3.2%	3.3%
资讯科技及电讯				14.2%								
腾讯控股	700	5.7%	312.00	30.6	33.4	27.8	8.39	7.81	6.19	0.3%	0.3%	0.4%
中国移动	941	5.9%	77.65	12.0	12.3	12.2	1.37	1.35	1.26	4.0%	4.0%	4.0%
中国电信	728	1.5%	4.19	15.2	14.9	13.8	0.90	0.89	0.86	2.5%	2.8%	3.0%
中国铁塔	788	1.2%	1.16	不适用	68.7	35.5	1.04	0.94	0.84	不适用	0.7%	1.7%
加权平均				8.0	8.2	7.5	1.04	0.99	0.91	4.2%	4.2%	4.6%

中国铁塔(788 HK)由 2018 年 12 月 10 日起获纳入国企指数

资料来源：彭博、招银国际，截至 2018 年 11 月 30 日

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之分析员，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 -10% 至 +15% 之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

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，并可能会受目标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为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风险。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(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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。