

2014 年 12 月 1 日

汇聚全球财富 招银国际襄助



目录

序:	4
宏观与策略.....	5
2014 年市场及投资策略回顾	6
模拟投资组合	9
2015 年经济及市场展望	10
2015 年投资策略 — 循三大概念选优胜股份.....	17
2015 年首选股份	21
行业分析	28
中国房地产板块 - 优于大市	29
中国社会消费品板块 - 优于大市	31
中国 TMT 板块 - 优于大市	35
中国物流业 - 优于大市	39
行业首选股份	43
天鸽互动 (1980 HK)	44
达芙妮 (210 HK)	45
碧桂园(2007 HK).....	46
招银国际覆盖公司报告	47
SOHO 中国 (410 HK)	48
合景泰富 (1813 HK).....	49
华润置地(1109 HK).....	50
亿达中国(3639 HK).....	51
龙湖地产(960 HK).....	52
利信达(738 HK).....	53
金鹰商贸集团(3308 HK)	54
华地国际(1700 HK).....	55
宝信汽车集团(1293 HK)	56
中国擎天软件(1297 HK)	57

中国通信服务(552 HK).....	58
中兴通讯(763 HK).....	59
舜宇光学(2382 HK).....	60
过往公司拜访	61
Dynam (6889 HK).....	62
亿和控股(838 HK).....	63
博大绿泽(1253 HK).....	64
昂纳光通信 (877 HK).....	65
越秀房托 (405 HK).....	66
光匯石油(933 HK).....	67
中国水务集团(855 HK).....	68
联合光伏 (686 HK).....	69
附录 1: 大差价 A/H 股	70
附录 2: 恒指及国指估值表.....	72

序：

韬光养晦三十载 厚积薄发数盛世

2014 年的十一黄金周，当中国普天同庆建国 65 周年时，它已悄然成为全球 GDP 第一的大国。*

或许中国并非期盼着这项世界第一大经济体的殊荣，但肯定的是，它兼带着莫大的国际责任。“中国的世纪元年”的提早到来，却也给予中国在国际舞台上更大的话语权。

2014 年见证了中国牵头的亚洲基础设施投资银行的成立，获得积极反响，踊跃支持。这是中国朝经济发展及创新机制的一个新举措，也是与亚洲共谋发展，实现共赢的愿望。

“要想富，先修路”孕育了[一带一路]的建设构思。若说亚投任重道远，那中国丝绸之路将是贯穿欧亚经济版图的起点，是牵动世界迈向合作共赢的里程碑。

当中国迈向“两个一百年”的奋斗目标时，我们也将拭目一个新大国的姿态，一个宽宏度量所带来的契机！

*（按国际货币基金组织 IMF 的购买力平价 PPP 计法，中国的 2014 年经济规模已超越了美国。）

曾辉
机构销售部主管

2014 年 12 月 1 日

宏观与策略

2014 年市场及投资策略回顾

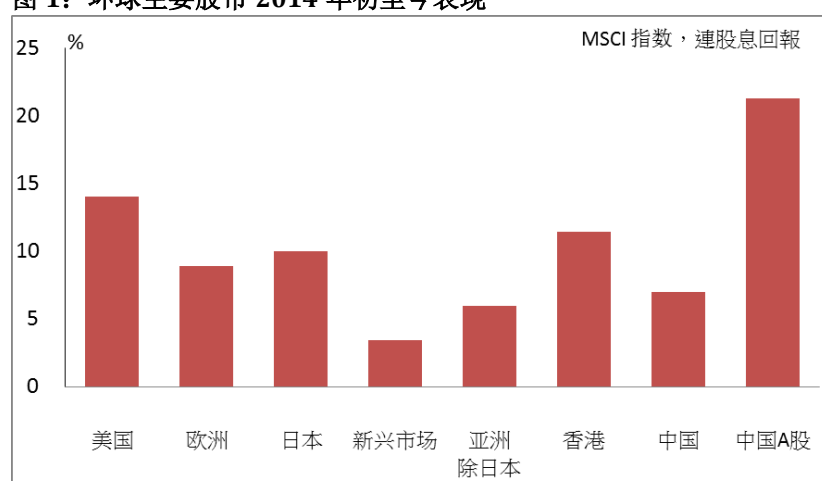
苏沛丰 – danielso@cmbi.com.hk

央行印钞支持环球股市，中国减息带动中港跑赢

回顾 2014 年，环球股市普遍上升，继续受各主要央行的宽松货币政策支持。美国经济一枝独秀，持续复苏，第二、三季 GDP 环比年度化分别增长 4.6% 及 3.5%，为十年来最佳，反观欧元区濒临衰退，第二、三季 GDP 环比增长仅得 0.1% 及 0.2%。日本更受 4 月份上调消费税拖累，第二季 GDP 环比收缩 1.9%，第三季收缩 0.4%，陷入衰退。中国经济亦放缓，第三季同比增速跌至 7.3%，创五年半新低。随着美国经济重回正轨，联储局年内逐步减少 QE3（第三轮量化宽松）的规模，并于 10 月底宣布结束 QE3，但利率维持于 0% 至 0.25%，保持市场资金充裕。欧洲及日本则反其道而行，加大宽松。欧央行则于年中减息，并于 10 月推出买债计划。日本央行于 10 月底加大量宽规模。经济及货币政策的分歧，推动美元升值，美汇指数年内上升 9.3%。

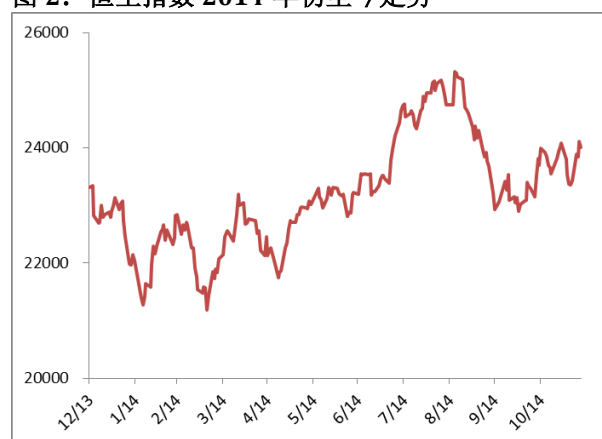
香港股市上升逾一成，跑赢亚洲及新兴市场。内地 A 股升幅更逾两成，摆脱过往几年「熊霸全球」的弱势。中国人民银行于 11 月 21 日宣布下调基准贷款利率 0.4 厘，减息时间较市场预期早，幅度较预期大，推动中港股市升势加剧，尤其是对利率较敏感的周期性股份如地产、保险、电力及资源等。

图 1：环球主要股市 2014 年初至今表现



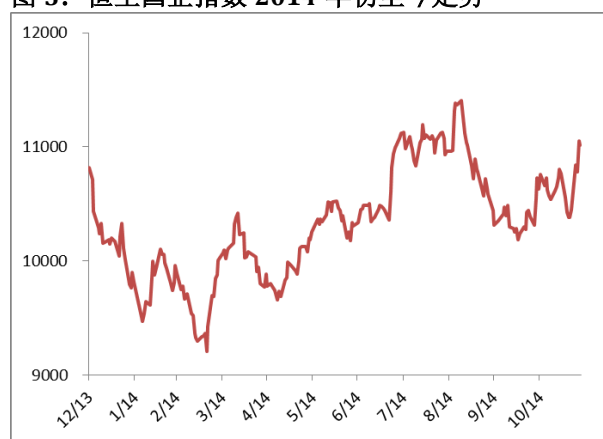
资料来源：彭博、招银国际证券

图 2：恒生指数 2014 年初至今走势



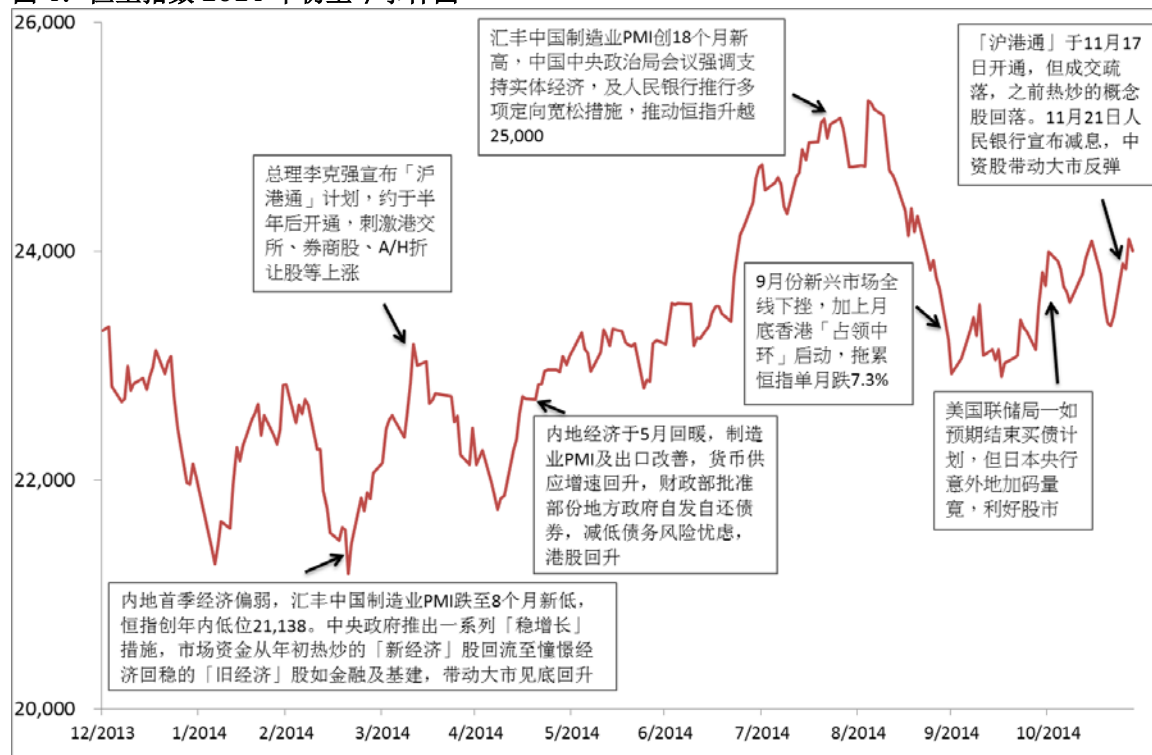
资料来源：彭博

图 3：恒生国企指数 2014 年初至今走势



资料来源：彭博

图 4：恒生指数 2014 年初至今事件图



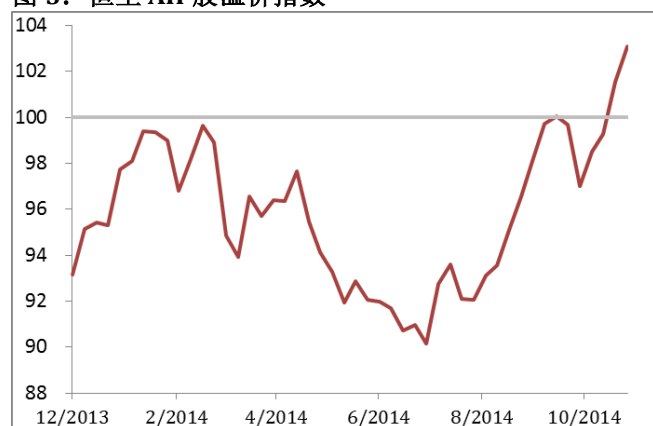
资料来源：彭博、招银国际证券

沪港通 — A/H 股折让收窄

中国国务院总理李克强于 4 月 10 日宣布，将推出「沪港通」（沪港股票市场交易互联互通机制），内地机构投资者及证券帐户额不低于 50 万元人民币的个人投资者，可透过上海证券交易所买卖于香港交易所上市的 266 只合资格股份，包括恒指综合大型股指数成份股、恒指综合中型股指数成份股、同时有 A 股及 H 股之公司。此「港股通」部份，初期总额度为 2,500 亿元人民币，每日上限 105 亿元人民币。另一方面，香港及国际投资者可透过港交所买卖于上交所上市的 568 只合资格股份。

沪港通已于 11 月 17 日开通，由计划宣布以来的 7 个多月，同时有 A 股与 H 股的公司之 AH 股差价已率先收窄。流通市值加权的恒生 AH 股溢价指数，由宣布沪港通前之 93.9（A 股较 H 股折让 6.1%），升至 103（A 股较 H 股溢价 3.0%）。折让最大的 15 只 H 股，由宣布沪港通前平均折让 63%（即 A 股溢价 170%），到现时收窄至 58%；折让最大的 15 只 A 股，由原先折让 19%，到现时收窄至 9%。

图 5：恒生 AH 股溢价指数



资料来源：彭博

行业表现 — 香港地产、基建、内险、电力股领涨

本年至今，恒生指数 50 只成份股之中，以最明显受惠沪港通的**港交所（388 HK）**表现最好，升 30%。去年升势凌厉的科网股**腾讯（700 HK）**延续强势。香港地产股**恒基地产（12 HK）**、**长江实业（1 HK）**及**新鸿基地产（16 HK）**则受惠楼价再创新高及美国债息下跌。相反，去年赢家澳门博彩股今年沦为输家，**银河娱乐（27 HK）**及**金沙中国（1928 HK）**下挫逾 20%。油价下挫，拖累**中国海洋石油（883 HK）**及**昆仑能源（135 HK）**。

国企指数成份股方面，基建股**中国中铁（390 HK）**及**中国交通建设（1800 HK）**造好，因下半年内地加快推出铁路基建项目，加上国家主席习近平提及「丝绸之路经济带」和「21 世纪海上丝绸之路」（合称「一带一路」）。内险股**中国财险（2328 HK）**及**新华保险（1336 HK）**升逾三成，憧憬 A 股上升带动投资收益。电力股**华能国际（902 HK）**受惠煤价疲弱及母公司注资，以及减息舒缓财务开支。相反，油价疲弱拖累**中海油田服务（2883 HK）**泻近四成。

图 6：2014 年初至今恒指最强及最弱 10 股

恒指表现最强 10 股	股价变动 (%)
香港交易所（388 HK）	30.5
恒基地产（12 HK）	29.0
腾讯（700 HK）	26.5
华润电力（836 HK）	23.2
信和置业（83 HK）	20.9
电能实业（6 HK）	18.8
中国移动（941 HK）	18.1
长江实业（1 HK）	17.1
新鸿基地产（16 HK）	15.9
友邦保险（1299 HK）	15.6

恒指表现最弱 10 股	股价变动 (%)
昆仑能源（135 HK）	-36.6
华润创业（291 HK）	-35.5
金沙中国（1928 HK）	-26.0
银河娱乐（27 HK）	-22.9
康师傅控股（322 HK）	-17.5
中国海洋石油（883 HK）	-16.8
蒙牛乳业（2319 HK）	-14.1
中国神华（1088 HK）	-10.8
恒安国际（1044 HK）	-8.6
中国旺旺（151 HK）	-8.4

资料来源：彭博

图 7：2014 年初至今国指最强及最弱 10 股

国指表现最强 10 股	股价变动 (%)
中国中铁（390 HK）	39.0
中国财险（2328 HK）	37.2
新华保险（1336 HK）	35.4
国药控股（1099 HK）	29.7
华能国际（902 HK）	28.7
中信银行（998 HK）	25.9
比亚迪（1211 HK）	25.3
中国交通建设（1800 HK）	22.6
海通证券（6837 HK）	20.1
中国电信（728 HK）	19.4

国指表现最弱 10 股	股价变动 (%)
中海油田服务（2883 HK）	-39.3
山东威高（1066 HK）	-34.8
中国信达（1359 HK）	-16.3
青岛啤酒（168 HK）	-16.2
龙源电力（916 HK）	-15.5
广汽集团（2238 HK）	-13.9
长城汽车（2333 HK）	-11.4
海螺水泥（914 HK）	-11.0
中国神华（1088 HK）	-10.8
中国建材（3323 HK）	-10.2

资料来源：彭博

模拟投资组合

招銀國際證券于 2014 年 1 月 13 日成立模拟港股投资组合。每个交易日收市后，上载至招銀國際公司网页，客户登入帐户便可参阅。

模拟组合的选股准则，结合基本分析及技术分析，股份分为「中长线」及「短线」部分：

「中长线」部份为核心持股，占模拟投资组合较大比重（50%至 70%），主要投资基本因素良好及/或估值偏低之股票。预期买卖频率较低。

「短线」部份占模拟投资组合的比重较小（0%至 50%），主要投资预期短期内较具上升动力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、传闻、技术指标等等所影响。此部分可能波动性较高，亦未必适合中长线投资。

模拟组合进行每宗买卖前，会于前一个交易日收市后预告，让客户可预先参考。如有需要，组合亦会列出个别持股之目标价及止蚀价。

中长线股份的简介，请参阅第 23 页。

图 8：模拟港股投资组合

	股份	代号	行业	本年度 预测市盈率	下年度 预测市盈率	股息率 (%)	买入价 (港元)	收市价 (港元)	总回报 (连股息)	占组合比重
中长线 (53.4%)	中银香港	2388	银行	11.8	10.7	3.7	23.40	27.40	18.8%	8.1%
	中兴通讯	763	电讯设备	18.7	15.6	0.2	15.44	18.56	22.6%	6.9%
	北控水务	371	水务	28.1	21.8	1.1	5.00	5.33	7.2%	7.5%
	深圳国际	152	物流	9.8	10.2	3.2	9.11	11.64	27.7%	8.0%
	锦江酒店	2006	酒店	17.6	16.4	2.0	2.56	2.89	12.8%	7.9%
	上海医药	2607	医药	15.7	13.6	1.8	17.28	18.48	7.0%	8.0%
	中国铁建	1186	铁路基建	7.6	7.0	1.8	7.56	8.91	17.9%	6.9%
短线 (29.4%)	维达国际	3331	消费品	23.1	19.3	1.2	11.71	11.84	1.1%	6.1%
	中国电信	728	电讯	16.2	14.7	2.6	4.94	4.70	-4.8%	5.8%
	珠江船务	560	物流	9.2	8.0	3.3	2.12	2.25	6.1%	6.5%
	中国通信服务	552	电讯设备	8.3	7.3	4.3	3.85	3.78	-1.8%	6.0%
	看通集团	1059	软件服务	不适用	不适用	2.3	0.085	0.087	2.4%	4.9%
现金 (17.2%)										17.2%
组合整体 (于2014年1月13日成立)									2.9%	

数据来源：彭博、招銀國際證券

2015 年经济及市场展望

苏沛丰 – danielso@cmbi.com.hk

中国经济增长目标料下调至 7%，再减息半厘

中国今年 GDP 增速放缓至 7.5% 左右，预料明年 3 月总理李克强发表《政府工作报告》时，会将 2015 年增长目标下调至 7% 左右。经济的三头马车之中，投资面临最大风险，因房地产市场处于调整期，固定资产投资减慢，而产能过剩及污染的行业如钢铁、铝、煤将继续受政策遏抑。出口方面，美国经济复苏带来的利好，或会被欧元区及日本经济疲弱及货币贬值所抵销。消费继续获国策推动，以循序达致经济转型，但加强社会保障以鼓励消费的效果需时见效，短期反而可能因房价下滑造成负财富效应，限制了消费增速。

进入减息周期，明年料减息半厘

今年通胀温和，1-10 月平均，全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨 2.1%，远低于全年目标上限 3.5%，而同期工业生产者出厂价格(PPI)同比下降 1.7%，已连续 32 个月下跌，近月跌势更加剧（图 10）。随着经济进一步放缓，房价升势受控，预料 2015 年通胀仍然温和，人民银行有条件放宽货币政策。

人行已出乎意料地于 11 月 21 日宣布减息，为 2012 年 7 月以来首次调整利率。虽然减息呼声本已日益增加，但大部份市场人士原预期人行明年才行动。是次为非对称减息，一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%（图 9）。同时结合推进利率市场化改革，将存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。换言之，若以上限计算，一年期存款利率维持于 3.3 厘不变。多家中小型银行已立刻上调存款利率至新上限以争取客户存款。

按照官方说法，是次减息主要目的是缓解企业（尤其是小微企业）融资成本高，从而稳增长、促就业、惠民生。除此之外，我们估计人行没有明言的减息原因，其一是第四季经济状况较预期恶劣，减息有助防范楼市急速恶化及银行坏帐飙升，其二是中国最大贸易伙伴为欧盟，今年人民币兑欧元升值 8.9%，恐有损中国出口，减息有助减轻人民币升值压力。存款利率方面，下调幅度较小及调高上限，用意是保障人民之利息收益，维持消费能力。至于为何不先采用较温和的下调银行存款准备金比率，而直接减息，相信是由于降准未必能惠及小微企业，因银行倾向将资金贷予还款能力较高的国企及大企业。

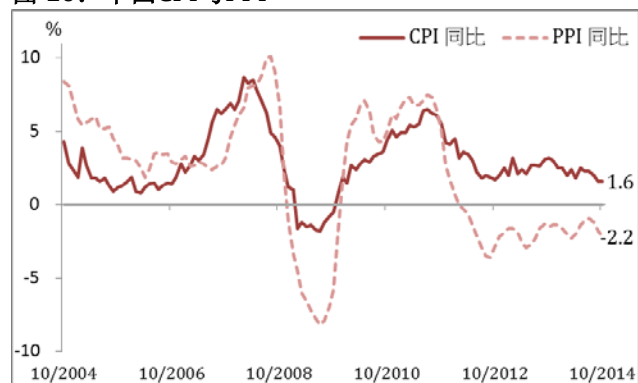
图 9：中国人民银行基准利率变动

	调整后利率 (%)		
	2014年11月22日起	调整前利率 (%)	变幅 (%)
活期存款	0.35	0.35	0.00
定期存款			
3个月	2.35	2.60	-0.25
6个月	2.55	2.80	-0.25
1年	2.75	3.00	-0.25
2年	3.35	3.75	-0.40
3年	4.00	4.25	-0.25
贷款			
1年或以下	5.60	6.00	-0.40
1年至5年	6.00	6.40	-0.40
5年以上	6.15	6.55	-0.40

资料来源：人民银行

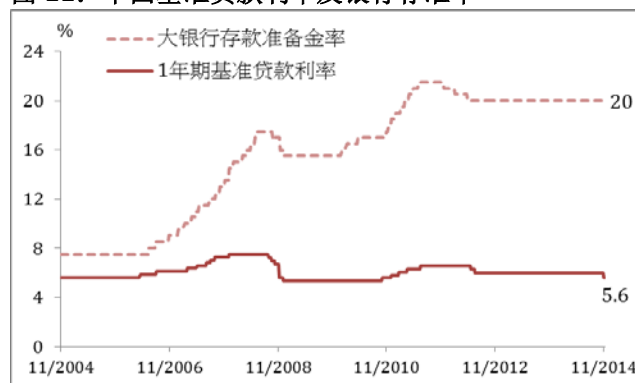
虽然人行强调，此次减息仍属中性操作，并不代表货币政策取向发生变化，但我们认为此言论只为避免令人感觉货币政策违背中央「调结构」的大方向，因总理李克强一直强调「强改革」，毋需「强刺激」。然而，我们相信中国已进入减息周期，预期人行明年会温和地减息及下调银行存款准备金比率，料将减息两次（贷款利率每次减 0.25 厘，存款利率减幅较小），及降准三次（每次 50 点子）。另外，「微刺激」式财政及货币政策料间歇地出台，估计倾向采取定向投放于国策支持的行业，如消费、医疗、环保、三农等。

图 10：中国CPI与PPI



资料来源：彭博

图 11：中国基准贷款利率及银行存准率

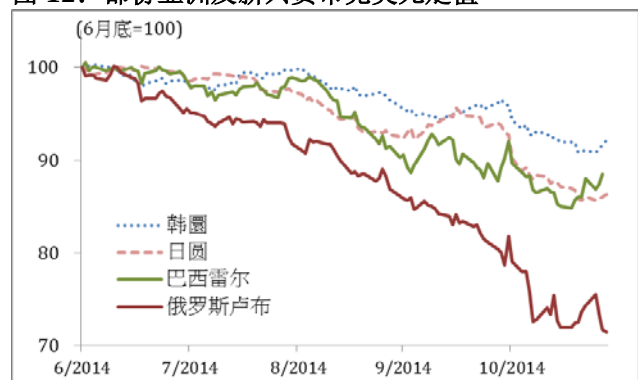


资料来源：彭博

人民币汇价将双向波动

人民币汇价方面，2014 年 2 月至 5 月期间，兑美元一度贬值 3.5%，其后逐渐回升，但 11 月底人民银行减息，令人民币再度转弱，年内贬值 1.4%（图 13），显示人民币并非单向升值，而是双向波动。近期不少邻近国家及新兴市场货币急速贬值，如日圆、韩圆、俄罗斯卢布、巴西雷尔（图 12），或增添人民币贬值压力，加上人民银行料将减息及降准，估计人民币兑美元于 2015 年亦会双向波动，全年升值不足 1%。

图 12：部份亚洲及新兴货币兑美元贬值



资料来源：彭博

图 13：美元兑人民币



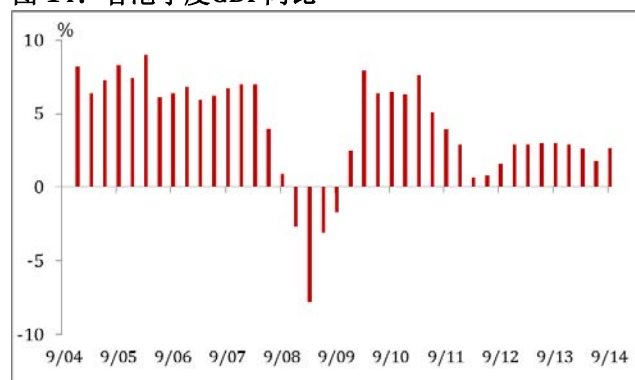
资料来源：彭博

香港经济增长预测约 2%

香港经济于 2013 年实质增长 2.9%，但 2014 年受累内地客消费急跌、旅游服务输出下跌，及投资开支回落，首两季同比增速分别放缓至 2.6% 及 1.8%，第三季回升至 2.7%（图 14）。政府经济顾问于 8 月预测，全年经济增长 2-3%。但 9 月底开始的「占领中环」仍未结束，规模远较预期大，时间远较预期长，虽未显著影响香港经济支柱金融及地产业，但已打击旅游、酒店、餐饮及零售业，尤其是被占领的地区。估计 2014 全年经济增长同比放缓。

展望 2015 年，我们估计香港 GDP 实质增长约 2%。贡献 GDP 六成至七成的私人消费开支，料仍有温和增长，因为本港 10 月分失业率仅为 3.3%（图 15），而即使于「占中」启动后，企业招聘意愿仍乐观，失业率可望保持偏低，支持私人消费轻微增长，抵销内地客减少消费的影响。贡献 GDP 两成至三成的固定资本开支之中，私人楼宇建造活动料温和增长，因近年特区政府致力增加土地供应，未来 3-4 年可提供的私人单位数目达 7.4 万伙，创历史新高。政府基建开支料平稳，基建项目如港珠澳大桥、南港岛线铁路等正进行。

图 14：香港季度GDP同比



资料来源：彭博

图 15：香港失业率



资料来源：彭博

美国通胀预期仍低，或明年底加息

美国已结束量化宽松（QE），货币政策焦点转移至何时加息。联储局重视的就业市场已稳步复苏，失业率已跌至 5.8%，但部份跌幅是由于劳工参与率跌至三十多年新低，反映长期失业致放弃求职者众，另外，薪金增速亦缓慢。加息的关键，为通胀何时升至联储局的目标 2%。通胀指标——核心个人消费开支指数按年变幅——仅为 1.48%，虽然该指标已扣除能源价格，但近半年油价急跌 30%，难免会传导至其他物价，更添通胀下行压力（图 16）。

油价续疲弱，通胀难反弹

油价的弱势，由供应、需求及政治因素共同造成。美国近年页岩油气供应大增，能源进口大减，需求则随中国为首的新兴市场经济放缓，而美国为制裁俄罗斯，可能刻意增加石油供应，推低油价打击俄经济。此等因素料不会于短期内逆转，尤其是供应及需求，估计油价难以大幅回升，令美国通胀仍难以达到联储局目标水平。

美国 5 年期通胀挂钩债券(TIPS)反映的通胀预期亦节节下滑，由今年 6 月的 2.1%，跌至现时的 1.5%。各项数据显示，联储局毋须急于加息，估计明年上半年会观望经济表现，到下半年才开始加息。利率期货显示，市场预料联储局最大机会于明年 9 月或 10 月开始加息。

图 16: 油价与美国通胀



资料来源：彭博

日本加码量宽，欧元区稍后或跟随

日本央行于 10 月 31 日议息后，意外地宣布将加码扩大货币基础，由原先每年增加 60 万亿至 70 万亿日圆，扩大至 80 万亿日圆。央行行长黑田东彦表示，现时是日本走出通缩的关键时刻，有必要时将毫不犹豫再行动，及认为政策有进一步放松空间。

欧洲央行亦有可能加码宽松。过去两年美国及日本央行大举买债，资产急增，作风保守的欧央行之资产反而减少（图 17）。欧元区有通缩风险，欧央行于 10 月终宣布启动购买债券，并计划将央行资产推升至 2012 年初之规模，即由现时约 2 万亿欧元增至约 3 万亿，但计划没包括购买国债。估计稍后欧央行有机会加码宽松，或将主权债券列入购买范围。

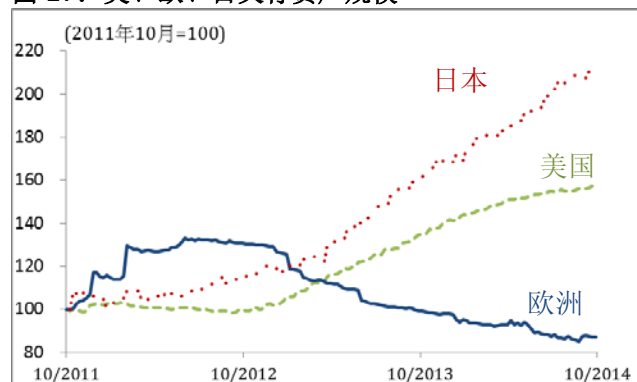
市场游资有增无减，继续支撑股市

联储局虽结束买债，但其持有的债券到期时会再投资，意味其逾 4 万亿美元资产规模暂不会缩减。而日本央行已接力增加量宽。另外，日本政府退休金投资基金(GPIF)宣布，将日本股票投资目标比重从 12%上调至 25%，及将外国股票投资比重从 12%上调至 25%。截至 6 月底，该投资基金资产逾 11,000 亿美元，其中 17%为日本股票，16%为外国股票，修订投资比重意味将有约 900 亿美元流向日本股市，及约 1,000 亿美元流向环球股市。

股票仍较债券吸引

环球市场资金有增无减，问题是会流向哪种资产。环球债息低迷，股票仍较债券吸引。若比较息率，可见债券偏贵。金融海啸前，10 年期国库债券孳息率长期高于标普 500 股息率，因为股票具资本增长潜力，投资者可接受较低股息率。现时债息仅较股息高 0.34 厘（图 18）。欧洲及日本的债息则更低，股息率甚至高于债息率。

图 17：美、欧、日央行资产规模



资料来源：彭博

图 18：美国股票与债券息差

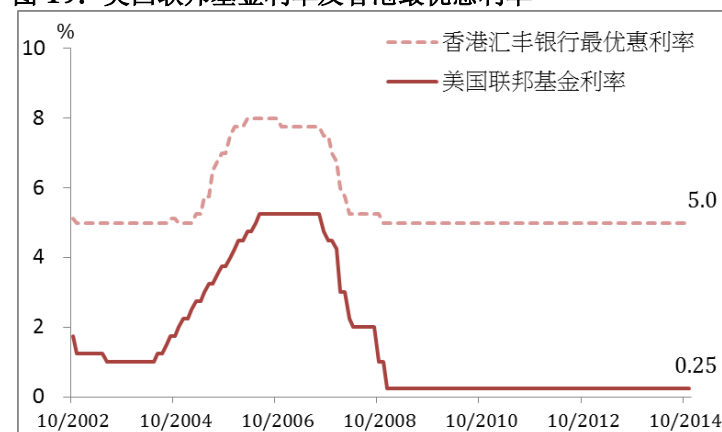


资料来源：彭博

香港可能较美国迟加息

香港实行联系汇率，利率方向跟随美元，但不会百分百同步，例如 2004 年中，美国进入加息周期，但香港银行最优惠利率约于 3 季后才上调，部份原因是美国利率由 2002 年底 1.75% 减至 1.0% 期间，香港最优惠利率只减了 0.125%。于最近一次减息周期，美国利率由 2007 年中 5.25%，到 2008 年底减至 0%-0.25%，香港并无跟足，仅由 7.75% 减至 5.0%（图 19）。若明年美国开始加息，初期香港亦未必跟随。

图 19：美国联邦基金利率及香港最优惠利率



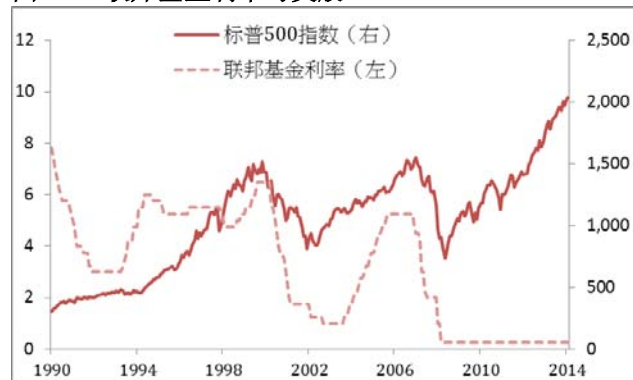
资料来源：彭博

加息反映经济复苏，初期股市往往造好

投资者常忧虑加息，但如果加息原因并非通胀飙升，而是经济增长，未必有损股市，尤其是加息周期初段至中段，经济增速尚未受利率上升拖慢，企业盈利亦随经济增长而上升。最近三次美国加息周期（1994-1995 年、1999-2000 年、2004-2006 年），期间美股皆上涨（图 20）。

港股于 1999-2000 年及 2004-2006 年两次加息周期亦上涨，恒指均由约 12,000 升至 16,000，仅于 1994-1995 年那次下跌，恒指约由 11,000 下挫至 8,000（图 21），但 1994 年初时恒指市盈率高达 20 倍，加上内地推行宏观调控，刺破了港股泡沫，加息反而并非跌市主要原因。现时恒指市盈率仅约 11 倍，而中国明年料稍为放宽货币政策，预料美国温和的加息步伐不会打击港股。

图 20：联邦基金利率与美股



资料来源：彭博

图 21：联邦基金利率与港股

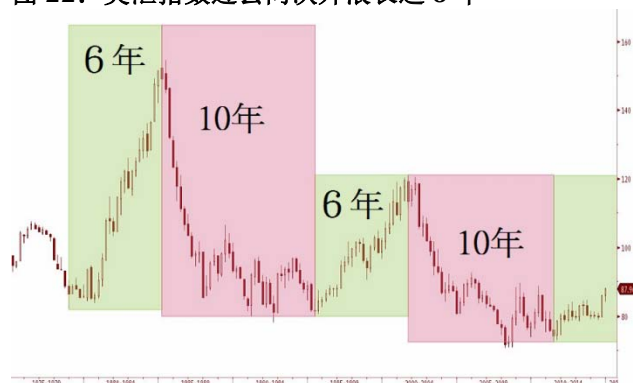


资料来源：彭博

美元上升为主要风险

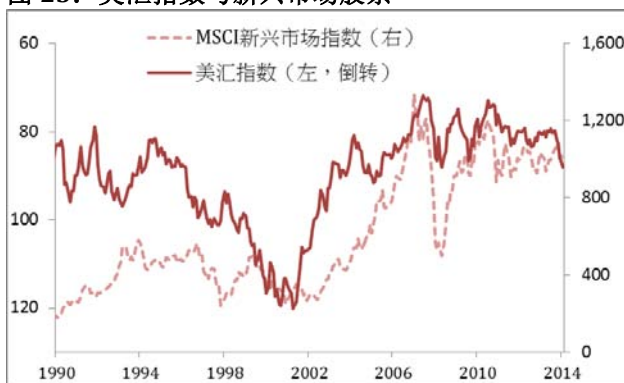
美国正逐步退出超宽松货币政策，但欧洲及日本加大宽松，货币供应此消彼长。加上美国近年页岩油及页岩气产量急增，石油进口大减，贸易赤字改善，亦造就美元汇价上涨。参考过去两次美元大周期，升浪皆达 6 年多，下跌及整固期则长达 9-10 年（图 22）。此轮美元升浪始于 2011 年，强势或持续至 2017 年。过往美元上升期间，资金往往回流至美国，新兴市场所受打击尤其明显（图 23，图中美汇指数倒转显示，可见美元升值时新兴股市多数疲弱），甚至令部份财赤及贸易赤高企的国家出现危机。若果来年美元急升，或会再次于新兴亚洲股市带来恐慌，造成连锁效应，拖累资金自由进出的港股市场。

图 22：美汇指数过去两次升浪长达 6 年



资料来源：彭博、招银国际证券

图 23：美汇指数与新兴市场股票



资料来源：彭博

提防欧元区及日本债务风险

欧元区濒临再衰退，甚至可能陷入通缩，若经济恶化，及欧洲央行的救市措施力度不足，主权债务危机或重燃。由 2009 年底开始，欧元区多番受主权债务危机困扰，近两年危机暂时沉寂，却不表示问题已解决，希腊、葡萄牙、西班牙、意大利等国依旧债台高筑。若陷入通缩，债务的实质价值会因而增加，加上税收很可能因经济衰退而减少，或令市场再度担忧该等国家之偿付能力。

日本原订于 2015 年 10 月将消费税由 8% 加至 10%，但鉴于经济表现及通胀仍未如理想，首相安倍晋三欲延迟至 2017 年 4 月才加税，并宣布解散国会重选，以争取民意支持。若真的延后加税，或有利日本经济，却不利全球金融市场。日本政府债务相当于 GDP 的 240%，加上人口老化将引致的庞大医疗开支及退休福利，实有必要增加政府税收。若暂缓

加税，恐怕会被视为缺乏财政纪律，打击债券投资者信心，或令日本国债被抛售，孳息急升，令本已沉重的利息开支百上加斤，甚至引起环球金融市场动荡。

恒指估值维持偏低水平，料于 22,000-27,000 区间上落

过去 3 年，恒指之预测市盈率大多于 9.4 倍至 11.6 倍之间（图 24），料明年估值维持于此区间上落，而恒指每股盈利料温和增长 7.3%（图 25），意味恒指波动区间位于 22,000 至 27,000。利好方面，欧洲及日本央行接力加码放宽银根，人民银行则料将减息及降准，市场资金保持充裕，而内地推行国企改革可望令资源、电力、保险等国企股估值温和上调。利淡方面，内地经济增速进一步放缓，以及资金可能从新兴市场回流美国的忧虑，将限制港股估值上调幅度。另外，占恒指比重约 15% 的内银股，将继续受资产质素恶化困扰，市盈率难以从现时约 5 倍的水平大幅向上重估，直至中央政府能化解地方政府债及影子银行的风险。

港股成交方面，本年至今主板日均成交 661 亿港元，明年料可达 700 亿至 800 亿港元，原因包括 1) 虽然沪港通初期交投低迷，但当两地投资者逐渐认识对方市场，交投应逐渐上升；2) 恒生指数上升，推升市值；3) 新股上市推升整体市值。

图 24：恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博

图 25：恒生指数盈利预测

	2013实际	2014预测	2015预测
每股盈利(点)	2315	2149	2306
变动		-7.2%	7.3%
每股股息(点)	905	853	910
变动		-5.8%	6.7%
每股账面值(点)	17790	18118	19559
变动		1.8%	8.0%
市盈率	10.4	11.2	10.4
孳息率	3.8%	3.6%	3.8%
市账率	1.35	1.32	1.23

数据源：彭博、招银国际证券

图 26：恒生国企指数盈利预测

	2013实际	2014预测	2015预测
每股盈利(点)	1446	1465	1577
变动		1.3%	7.6%
每股股息(点)	440	471	510
变动		7.1%	8.2%
每股账面值(点)	9544	9878	11000
变动		3.5%	11.4%
市盈率	7.6	7.5	7.0
孳息率	4.0%	4.3%	4.6%
市账率	1.15	1.12	1.00

数据源：彭博、招银国际证券

2015 年投资策略 — 循三大概念选优胜股份

由 2012 年至 2014 年，港股一直缺乏方向，恒生指数每年高低波幅都约为 4,000-5,000 点。窄幅波动之中，总算反复温和上扬，预料 2015 年大市走势仍与过去三年相近，波动区间位于 22,000 至 27,000，较现水平有 12.6% 潜在升幅，争取更高回报的关键为选股。

港股日益受中国政策及企业影响，尤其是沪港通已实行，港股更沾上内地市场特色。我们循内地金融政策、货币政策及资本输出战略的三大方向，选出下列概念板槐及股份。

中国减息受惠股

中国人民银行于 11 月 21 日宣布减息，比市场预期为早。我们相信中国已进入减息周期，预期人行明年会温和地减息及下调银行存款准备金比率，料将减息两次（贷款利率每次减 0.25 厘，存款利率减幅较小），及降准三次（每次 50 点子）。减息将从几方面利好中港股市。第一，企业财务成本下降，有助盈利，并有望增加投资，对整体经济有支持。第二，市场对债务风险及房地产市场下滑的忧虑将减低。第三，由于内地缺乏投资渠道，市民财产主要于房地产、股市、理财产品及银行存款，存款利率下调，意味无风险利率下降，将驱使部份银行存款流出，股市相对吸引力增加，可望吸引资金流入。

资源、地产、电力及部份高负债的股份，料将最受惠减息（图 27），其中资源及内房的行业需求因减息而上升，而资源、电力及其他高负债企业，则因利息开支下降而得益。唯须注意负债宜以人民币为主，若以外币如美元为主，如内地航空股，则受惠程度较小。

另一方面，内地银行股虽亦可能受惠减息，因坏帐风险下降，但由于是次减息不对称（贷款利率减幅大于存款利率减幅），明年亦可能继续不对称减息，以保障人民的存款收益，及推进利率市场化，内银的净利差势将收窄。减息所带动的贷款量增长，未必足以弥补净利差下跌的负面影响。

图 27：受惠内地减息的板块及股份

板块	原因	部份相关股份
资源	对经济周期较敏感，憧憬经济增速回升时往往跑赢大市，且部份公司负债较高，减息可减轻财务负担	鞍钢（347 HK）、马钢（323 HK）、中国铝业（2600 HK）、江西铜业（358 HK）、中国建材（3323 HK）、中材股份（1893 HK）、山水水泥（691 HK）
内房	发展商融资成本下降；房贷利率下跌提升需求及负担能力	碧桂园（2007 HK）、中国海外（688 HK）、华润置地（1109 HK）、世茂房地产（813 HK）
电力	电力企业普遍负债高，减息可减轻财务负担	华电国际（1071 HK）、大唐发电（991 HK）、中国电力（2380 HK）、华润电力（836 HK）、华能新能源（958 HK）、龙源电力（916 HK）
其他高负债股*	人民币负债较高的企业，利率开支将随减息下降	中国交通建设（1800 HK）、中国中铁（390 HK）、中国中冶（1618 HK）、中国高速传动（658 HK）、联邦制药（3933 HK）、中升控股（881 HK）、天虹纺织（2678 HK）、盈德气体（2168 HK）

数据源：彭博、招银国际证券

*列出的高负债股之净债务对股本比率均逾 100%

对于招银国际证券覆盖的的行业而言，减息有何影响，分析如下：

内房销售料改善

房地产公司未能因节省利息开支而实时受惠，香港上市的房地产公司较多采用定息的外币债券来融资，所以中国银行减息不会影响外币债券的利息支出；另外，若房地产公司利用国内银行的建筑贷款，因为利息开支会被资本化，成为房屋的成本，要在房屋销售及交付予买家才可确认，所以新建房屋减少的利息开支可能在未来 1-2 年后才反映出来。

虽然银行减息并未会实时在房地产商的资产负债表及利率表中反映出来，但在实时现金流的利息支出可节省。最重要的是房屋新买家可节省利息支出，可刺激意欲购买房屋，可以帮助房地产商的销售速度，降低库存，改善财务状况。

内地百货股利息支出降

内地百货商场的经营者可以受惠于这次减息。百货商场经营者在修建新商场以及翻新旧商场的过程中，无疑会给公司的资本开支带来压力，银行贷款则是内地百货商场经营者最常用的融资渠道。银行贷款利息的降低将在一定程度上减轻百货公司的利息支出，缓解现金流压力。

软件业不受减息影响

软件行业对是次减息反应料为中性。软件业者普遍负债偏低，融资渠道多为创投基金的风险投资，较少银行愿意贷款予软件开发商。银行贷款利息的降低对软件行业的影响非常轻微。

「一带一路」概念股

中国国家主席习近平于今年 9 月及 10 月，先后倡议发展「丝绸之路经济带」及「21 世纪海上丝绸之路」，并宣布中国将出资 400 亿美元成立丝路基金，为「一带一路」沿线国家之基建、资源开发、产业合作、金融合作等项目提供融资。此「一带一路」概念，其实早于 3 月已由总理李克强于政府工作报告提出，现由习主席重申，令市场更加关注其带来的投资机遇。

「一带一路」标志着中国「走出去」的战略，向东南亚、中亚、西亚、非洲、拉丁美洲等发展中地区发展基建。中国经济经历多年高速发展后，近年渐渐放缓，多个行业出现产能过剩问题，「一带一路」的发展正好为中国的基建相关行业消化过剩产能，并为有关企业带来海外订单的机会。

图 28：「一带一路」概念股

板块	原因	部份相关股份
基建	基建企业料将接获更多海外订单	中国中铁(390 HK)、中国铁建(1186 HK)、 中国交通建设(1800 HK)
核电设备	中国政府积极推动核电企业「走出去」	上海电气(2727 HK)、东方电气(1072 HK)、 哈尔滨电气(1133 HK)
其他新能源	中国政府积极推动能源企业「走出去」	联合光伏(686 HK)、保利协鑫能源(3800 HK)、 顺风清洁能源(1165 HK)、兴业太阳能(750 HK)、 金风科技(2208 HK)、中国高速传动(658 HK)
机械工程	工程企业料将接获更多海外订单	中国机械工程(1829 HK)、中国中冶(1618 HK)
钢铁	铁路基建增加钢铁需求	马钢(323 HK)、鞍钢(347 HK)、 重庆钢铁(1053 HK)

数据源：招银国际证券

来年的另一焦点为「十三五规划」，关乎 2016 年到 2020 年中国的社会及经济发展，料于 2015 年 10 月由全国人大审议建议草案。草案出台前，往往有不少有关内容的传闻及报道，投资者或会偷步炒作受惠行业股份。重点关注的议题包括经济转型升级、扩大消费、战略性新兴产业、企业「走出去」、健康保障、环境治理等。

沪港通受惠股

沪港通已于 11 月 17 日开通，内地机构及个人投资者可透过上海交易所买卖于港交所上市的 266 只合格股份，香港及国际投资者可透过港交所买卖于上交所上市的 568 只合格股份。以下几类在港上市的股份，可望受惠沪港通：

交易所及券商 – 港交所(388 HK)将与上交所分享因「沪港交易通」产生的交易费用收入，及因「沪港结算通」产生的结算费收入。虽然沪港通初期交投低迷，但当两地投资者逐渐认识对方市场，交投应逐渐上升。内地及香港券商为客户买对方市场股票，带来额外佣金收入。不过，香港券商纷纷推出「沪股通」免佣金优惠抢客，优惠期约 6 至 12 个月至，短期内难以带动收入及盈利。

H 股较上海 A 股价格大幅折让的公司 – 可炒作折让收窄，唯须注意不少大折让股份的基本因素低劣，而且就算折让收窄，亦不一定是 H 股升，可以是 A 股跌。沪港通现仅为试点计划，未来料会逐步扩大额度，有助 A/H 股差价渐趋同价。

内地投资者熟悉、但只在港上市的公司 – 内地电讯、科网、博彩、知名消费品牌、香港地产、国际金融等板块。

新兴产业 – 从 A 股市场各板块的估值及股价表现，可见内地投资者不喜欢金融、资源、基建等大国企为主的传统行业，偏好新能源、信息科技、生物科技等有国策支持的「战略性新兴产业」，尤其是中小型股份。香港市场亦有不少内地新经济股，如医疗及新能源等。

图 29：受惠「沪港通」的港股板块及股份

板块	原因	部份相关股份
交易所及券商	收入随沪港股市成交额上升	港交所(388 HK)、中信证券(6030 HK)、海通证券(6837 HK)、中国银河(6881 HK)*、中州证券(1375 HK)*、海通国际(665 HK)*、国泰君安(1788 HK)*、申银万国(218 HK)*
内地稀缺股，如电讯、科网、博彩、香港地产、国际金融	内地投资者熟悉、但 A 股市场缺乏的板块	中移动(941 HK)、腾讯(700 HK)、金山软件(3888 HK)、联想(992 HK)、金沙中国(1928 HK)、银河娱乐(27 HK)、长江实业(1 HK)、和记黄埔(13 HK)、汇丰(5 HK)、友邦保险(1299 HK)
知名消费品牌	内地投资者熟悉、但 A 股市场缺乏的股份	恒安(1044 HK)、康师傅(322 HK)、旺旺(151 HK)、蒙牛乳业(2319 HK)、安踏体育(2020 HK)、莎莎(178 HK)
基本因素较佳的大折让 H 股	A/H 差价可望逐步收窄	大连港(2880 HK)、洛阳钼业(3993 HK)、中海集运(2866 HK)、四川成渝高速公路(107 HK)、上海电气(2727 HK)、东方电气(1072 HK)、中海油田服务(2883 HK)

数据源：招银国际证券

*并非合资格「港股通」股份

2015 年首选股份

天鸽互动 (1980 HK) — 领先的「多对多」实时社交视频平台

以总用户消费计，天鸽是中国最大的实时视频社交平台，并为「多对多」视频社交模式的先行者和领导者。以总用户消费计，天鸽在中国实时视频社交的市场份额在 2013 年达到 33.9%。公司的两个主要「多对多」小区平台包括 9158 视频和新浪 SHOW，另外天鸽还经营六个其它小区，各偏重于不同的内容和地区。天鸽唯一的「一对多」社交视频平台为新浪 Showcase。

移动用户的增长大大拉动了天鸽实时社交平台的活跃用户成长。我们预计 PC 端实时社交平台的用户增速将会放慢，而移动端的强劲用户增长势头将持续到 15 年，成为实时社交平台成长的关键驱动力。

达芙妮(210 HK) — 期望 2015 年下半年盈利能力改善

达芙妮旗下的两个核心品牌达芙妮和鞋柜都是主要针对中国内地大众鞋类市场的女鞋品牌。公司旗下还拥有针对中高端女鞋市场的品牌，包括 Aee 和 Aerosoles 等。公司过去一年不断整合旗下店铺资源、清理存货时也不断提升品牌的市场形象。公司现时店铺资源的整理已基本接近尾声，我们认为公司的盈利能力在 2015 年将得到改善。

虽然达芙妮的两个核心品牌都是针对大众市场的女鞋品牌，但是公司最近推出的明星系列鞋类产品则主要是针对中高端的女鞋市场。我们认为公司明星系列产品的推出有助于提高品牌市场形象同时贡献较高的毛利率。

碧桂园(2007 HK) — 具成本优势

碧桂园主席杨国强拥有丰富的建筑经验，碧桂园建屋成本较低，因此公司集中在地价相对便宜的三/四线城市开发项目。2014 年 1-10 月份合同销售金额及面积分别上升 15.3%至 919 亿元及 15.4%至 1,381 万平方米，公司截至 10 月底已完成今年销售目标 1280 亿元的 71.8%。碧桂园是国内房地产商第一家投资海外地产项目的公司，这些海外项目可为公司带来长远的增长，并可分散风险。公司成功以供股方法筹资 31.5 亿港元，可强化财务状况，我们预计 2014 年底的净负债比率降至 52.7%。

华能新能源(958 HK) — 减息舒缓债务，憧憬「十三五」规划

内地电力企业普遍负债沉重，华能新能源的净负债对股本比率高达 216%，比大部份同业更高，且大部份为人民币银行借款。人民银行于 11 月下调贷款利率 0.4 厘，可舒缓电企的财政压力。我们预料人民银行未来一年再减息半厘，将进一步降低电企的利息开支。

华能新能源主要从事风力发电，并有发展太阳能业务。比起燃煤发电，风电、太阳能等非石化能源获国策支持，增长潜力远远较佳。2015 年中央政府将草拟及审议「十三五」规划，预料新能源发展将是重点之一。2014 年上半年，全国风况普遍不佳，令风电股业绩普遍逊预期，华能新能源之风电发电量同比下降 2%，盈利微升 2%。短期的风力资源多寡难以预测，但相信不会长期低迷。风电场接驳上电网的比例日益上升，将逐步减低「弃风限电」的问题，当风资源回升至正常水平，将推动风电股盈利增长。

中国中铁(390 HK) — 基建企业走出去

中国政府鼓励基建服务及设备公司「走出去」，今年多次对外推介中国的铁路建造业务，已协议或有机会由中方参与建造当地铁路的国家包括英国、捷克、尼日利亚、泰国、秘鲁、巴西等，最近印度筹建造价约 2,000 亿元人民币的全球第二长高铁线，正与中国研究合作建造。中国发起的「一带一路」规划，将为中国的铁路基建公司带来庞大海外发展机会。

国内业务方面，近几年铁路建设增速放缓，但今年下半年有回升之势，国家发改委频频批复铁路投资项目。中国铁路总公司(前身为铁道部)债台高筑，人民银行减息可望稍减其财政压力，铁路投资亦有望加大及加快。专注于铁路建造业务的公司仅得中国中铁(390 HK)及中铁建(1186 HK)，中铁之净负债对股本比率较高，达 135%，较受惠人行减息。

海丰国际(1308 HK) — 专注亚洲航运，受惠自贸协定及海上丝路

海丰国际于亚洲从事集装箱航运服务，及陆上货运物流服务。截至 6 月底，经营 66 艘船舶(约一半自有)及 53 条贸易航线，航线覆盖中国、日本、韩国、台湾、香港、越南、泰国、菲律宾、柬埔寨及印度尼西亚主要港口，同时于中国及东南亚多国发展陆上物流业务。中国主张发展「21 世纪海上丝绸之路」，势将加强中国与东南亚国家的贸易量。

东北亚方面，中国与韩国于 11 月签署了自由贸易协议纲要，料可于 2015 年实施，今后 20 年双边贸易的 17 类商品当中，九成将实现零关税。中日韩自由贸易协议第六轮工作谈判亦于 11 月底于日本举行。自贸协议实施后，料可促进中日韩双方贸易。

惠理集团(806 HK) — 中港基金互认明年或推行

惠理为唯一于香港上市的基金管理公司，旗下基金主要投资于大中华及亚洲股市，收入主要来自基金之管理费及表现费。基金公司的盈利，相对股市表现有杠杆效果，一来当香港股市向上，港股基金一般会获得资金流入，加上所持股份价格上升，带动管理资产(AUM)上升，从而推升管理费收入，二来股市向好增加了收取表现费的机会，因为基金单位价格须升越「高水位」(high-water mark)才可收取表现费。惠理过往的股价表现，亦反映此杠杆特性，当恒生指数出现上涨行情，惠理股价的升幅平均约为恒指升幅之两倍。我们预计明年恒指有逾一成上升空间，惠理可望有逾两成升幅。

另一潜在催化剂为中港基金互认政策，现虽未有推行时间表，但有传将在「沪港通」后推出，有机会于 2015 年落实，届时合资格的本港基金将可以在中国销售，有助壮大本港基金之管理资产。

图 30：2015 年首选股份

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	市值 (亿港元)	市盈率 (倍)	市帐率 (倍)	下年度预测		
							股本回报率 (%)	股息率 (%)	每股盈利 增长(%)
天鸽互动	1980	4.29	6.15	54.2	12.6	2.90	23.0	2.1	N.A.
达芙妮	210	3.49	5.0	57.6	12.6	1.14	9.1	2.4	85%
碧桂园	2007	3.24	4.72	659.4	4.6	0.8	17.9	7.8	3%
华能新能源	958	2.82	3.55	254.6	11.9	1.23	10.8	1.7	45%
中国中铁	390	5.62	6.8	1,334.6	8.2	0.90	11.4	1.9	10%
海丰国际	1308	4.29	5.45	111.0	8.6	1.56	18.2	4.9	28%
惠理集团	806	6.09	7.5	111.8	18.2	3.35	20.2	2.5	11%

数据来源：彭博、招银国际证券预测

模拟投资组合之中长线股份

中银香港 (2388 HK) — 人民币国际化最大得益港银

中银香港为香港人民币业务的唯一清算行。沪港通实施，人民币日渐国际化，结算需求与日俱增，中银香港为最受惠的本地银行。香港于 11 月撤销每日兑换 2 万元人民币上限，有助银行发展更多人民币投资产品，拓展有关非利息收入。比起受影子银行及地方政府债务风险困扰的内地银行，中银香港的坏帐风险远远较低。净息差前景料较稳定，不会受内地不对称减息拖累，反而有望于美国开始加息后逐步扩阔。

中兴通讯 (763 HK) — 4G 需求持续推动增长

中兴通讯主要为运营商生产及安装电信基础网络。中兴并生产及设计智能手机、平板电脑及其周边设备。受惠于 FDD-LTE 及 TD-LTE 的 4G 网络在中国的建设加速，运营商资本支出大幅成长，为下游设备商如中兴通讯提供机遇。不论是基站主设备、天线设备及优化设备都将有强劲需求。4G 网络的大规模建设期将令电信设备商受益，也使整个通信产业迎来新一轮的发展高峰期。中兴在 TD-LTE 和 FDD-LTE 两种制式都有技术优势，将持续从国内运营商的 4G 建设中获益。另外，中国政府倾向使用国产电信产品，运营商因而青睐国内设备厂商，舍弃外资。这也给予中兴机会进一步抢占市场份额。

北控水务 (371 HK) — 国策推动污水处理业务

北控水务为北控集团之水务旗舰，主要于内地建造及营运自来水厂、污水处理厂及再生水处理厂，并推进「走出去」战略，涉足马来西亚、印尼、台湾、葡萄牙等海外市场。中国污染严重，国策重视防治水污染，国务院、发改委、水利部、住建部等今年多次表示要加快推进水利工程建设、促进污水再生利用。水污染防治措施「水十条」料即将出台，估计涉及总投资额逾 2 万亿元人民币。北控水务过往多次向母公司收购资产及并购同业，料未来续有注资及并购机会，推动盈利增长。

深圳国际 (152 HK) — 布置全国综合物流港网络

深圳国际主要从事物流基础设施的投资、建设与经营，并提供物流增值服务。公司致力于拓展「深国际城市综合物流港」商业模式，近一两年与十多个中国主要物流节点城市建立了项目投资合作意向，计划在未来三至五年，在全国新设 15 个城市综合物流港，十年内达至 30 个，布置出全国网络。城市综合物流港较传统仓储项目设有更多配套，可与生产商、电商和金融企业等合作。物流港的股本回报率约 12%，比一般仓储项目的 7%至 8%高。另外，公司于深圳前海湾拥有物流园区，可受惠前海区的发展。

锦江酒店 (2006 HK) — 体现混合所有制改革

锦江酒店是中国规模最大的酒店服务供应商之一，主要以酒店管理与投资，并从事各档次的酒店及餐厅营运等业务，业务遍布全国 24 省，其中尤以国内两大中心为据点，即上海及北京，皆处于市中心黄金地段。自“上海国企改革”方案发布后，其中以混合所有制改革最为能体现在锦江酒店/集团上 – 旗下已经拥有多家上市公司，并具有提高国际竞争力的优势，进行海外并购和投资。现今，锦江酒店的两家子公司都于上海上市，即锦江股份 ‘A/B’ (600754 CH) 与锦旅 ‘B’ (900929 CH)。酒店母公司为锦江国际集团，直属上海市国资委所监管，或是国企改革受惠企业之一。

锦江酒店也于 2014 年中期，公布业绩多赚两倍，现估值具吸引力。自 11 月初，上海锦江国际宣布了与美国 Starwood 资本签署协议，收购后者的卢浮 (Louvre) 酒店，并提请锦江酒店 (2006 HK) 及锦江股份 (600754 CH) 考虑参与。

上海医药 (2607 HK) — 领先的医药研发及分销公司

上海医药于内地从事药物研制及分销，于此两个市场均处于行业前列位置，制药及分销分别贡献约四成及六成利润。于分销药品方面，公司偏重于直接向医院及其他医疗机构销售，毛利率比起分销予其他分销商高。分销市场以华东及华北为主，并以并购扩大市场布局。母公司为上海实业集团，具备国企改革概念。

图 31：招银国际覆盖公司数据

板塊	公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)
地產	華潤置地	1109	19.6	26.27	買入	114,292
	SOHO中國	410	5.87	8.07	買入	30,521
	力高地產	1622	3.63	3.46	持有	5,808
	億達中國	3639	2.6	3.55	買入	6,718
	中海宏洋	81	4	7.63	買入	9,129
	合景泰富	1813	6.05	8.95	買入	17,825
	碧桂園	2007	3.24	4.72	買入	65,940
	融創	1918	7.21	7.03	持有	24,365
	雅居樂	3383	4.57	4.02	持有	17,901
	世茂	813	18.56	18.65	買入	64,451
	龍湖	960	10.44	14.42	買入	56,814
科技	中興	763	18.56	21.00	買入	67,245
	TCL通訊	2618	7.54	7.84	持有	9,196
	舜宇光學	2382	13.70	12.65	買入	15,029
	中通服	552	3.78	4.8	買入	26,180
	天鵠	1980	4.29	6.15	買入	5,417
	擎天軟件	1297	3.81	3.69	買入	3,933
	神州數碼	861	7.22	7.74	持有	7,897
消費	達芙妮	210	3.49	5.00	買入	5,756
	利信達	738	3.69	4.34	買入	2,368
	波司登	3998	1.18	1.01	賣出	9,449
	九興	1836	21.35	19.1	持有	16,960
	華地國際	1700	2.96	3.7	買入	7,284
	金鷹	3308	9.44	12.3	買入	16,860
汽車	寶信汽車	1293	5.29	7.2	買入	13,528
機械	中石化煉化工程	2386	6.8	9.61	持有	30,110

资料来源:彭博、招银国际证券

图 32：招银国际覆盖公司估值表

板块	公司	代码	年结月	市盈率			净息率			市账率		
				FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
地產	華潤置地	1109	Dec	7.8	8.1	9.4	2.2%	2.7%	2.6%	1.3	1.2	1.1
	SOHO中國	410	Dec	3.1	5.7	18.9	5.4%	5.4%	5.4%	0.7	0.6	0.6
	力高地产	1622	Dec	8.6	8.1	8.3	1.7%	2.5%	2.5%	0.4	0.6	0.5
	億達中國	3639	Dec	N.A.	3.8	3.5	0.0%	5.8%	5.8%	N.A.	0.6	0.5
	中海宏洋	81	Dec	2.9	3.5	2.9	2.8%	2.5%	3.5%	0.8	0.7	0.5
	合景泰富	1813	Dec	5.0	4.1	3.4	6.1%	6.3%	7.3%	0.8	0.7	0.6
	碧桂園	2007	Dec	5.5	4.7	4.6	6.6%	6.6%	7.8%	1.1	0.9	0.8
	融創	1918	Dec	5.9	4.6	3.5	3.4%	3.5%	4.9%	1.4	1.1	0.9
	雅居樂	3383	Dec	2.6	2.3	2.3	10.4%	10.4%	10.9%	0.4	0.4	0.3
科技	世茂	813	Dec	6.9	5.2	4.8	4.4%	5.4%	6.7%	1.2	1.0	0.9
	龍湖	960	Dec	5.6	5.5	5.5	2.8%	2.8%	3.6%	1.2	1.0	0.9
	中興	763	Dec	N.A.	19.1	14.3	0.2%	1.6%	2.1%	2.1	1.9	1.7
	TCL通訊	2618	Dec	N.A.	9.8	9.6	1.4%	3.6%	3.6%	2.9	2.4	2.1
	舜宇光學	2382	Dec	24.4	18.0	14.3	1.2%	1.7%	2.1%	3.8	4.1	3.4
	中通服	552	Dec	9.2	8.8	8.0	4.3%	3.4%	3.8%	0.9	0.9	0.8
	天鵝	1980	Dec	N.A.	N.A.	13.3	0.0%	0.0%	1.9%	N.A.	N.A.	3.0
	擎天軟件	1297	Dec	26.4	22.8	18.0	1.4%	1.3%	1.7%	4.3	4.3	3.7
	神州數碼	861	Dec	27.6	9.9	8.7	2.5%	3.0%	3.4%	1.0	1.0	0.9
消費	達芙妮	210	Dec	17.5	23.3	12.6	2.3%	1.6%	2.4%	1.1	1.1	1.1
	利信達	738	Feb	8.2	9.4	8.7	7.3%	4.9%	5.3%	1.6	1.5	1.4
	波司登	3998	Mar	10.8	9.8	9.1	3.8%	4.2%	5.4%	1.0	1.0	1.0
	九興	1836	Dec	17.8	17.1	14.6	4.4%	4.7%	4.9%	2.0	0.2	0.2
	華地國際	1700	Dec	8.0	8.5	7.4	6.3%	5.4%	6.1%	1.2	1.2	1.1
汽車	金鷹	3308	Dec	11.4	12.4	9.7	2.7%	2.4%	3.1%	2.7	2.3	1.8
	寶信汽車	1293	Dec	10.7	8.8	6.5	2.8%	3.4%	4.6%	2.3	1.9	1.5
機械	中石化煉化工程	2386	Dec	6.2	6.7	5.9	6.0%	5.7%	6.3%	1.1	1.0	0.9
平均				10.8	9.7	8.9	3.5%	3.8%	4.5%	1.6	1.4	1.3

资料来源:彭博、招银国际证券预测

图 33：招银国际覆盖公司股价表现

板块	公司	代码	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	絕對回報			相對回報		
						1M	3M	6M	1M	3M	6M
地產	華潤置地	1109	19.6	26.27	買入	10.5	9.9	25.8	8.5	12.9	21.9
	SOHO中國	410	5.87	8.07	買入	7.3	-7.7	-7.1	5.3	-4.7	-11.1
	力高地產	1622	3.63	3.46	持有	6.5	6.8	4.9	4.5	9.8	1.0
	億達中國	3639	2.6	3.55	買入	-1.9	4.8	不适用	-3.9	7.9	不适用
	中海宏洋	81	4	7.63	買入	-1.2	-17.0	-12.9	-3.2	-14.0	-16.8
	合景泰富	1813	6.05	8.95	買入	14.4	5.0	25.5	12.4	8.1	21.6
	碧桂园	2007	3.24	4.72	買入	8.0	-4.4	0.9	6.0	-1.4	-3.1
	融創	1918	7.21	7.03	持有	15.5	21.6	85.8	13.6	24.6	81.9
	雅居樂	3383	4.57	4.02	持有	10.1	-25.0	-24.3	8.1	-22.0	-28.2
	世茂	813	18.56	18.65	買入	15.1	11.3	22.0	13.2	14.3	18.1
科技	龍湖	960	10.44	14.42	買入	22.5	3.4	9.2	20.5	6.4	5.3
	中興	763	18.56	21.00	買入	2.8	7.2	23.7	0.8	10.2	19.8
	TCL通訊	2618	7.54	7.84	持有	3.7	-17.6	-9.0	1.7	-14.5	-13.0
	舜宇光學	2382	13.70	12.65	買入	4.1	32.8	37.3	2.1	35.8	33.3
	中通服	552	3.78	4.8	買入	5.6	0.3	1.6	3.6	3.3	-2.3
	天鵝	1980	4.29	6.15	買入	-10.1	-18.4	不适用	-12.0	-15.4	不适用
	擎天軟件	1297	3.81	3.69	買入	43.2	53.0	47.7	41.2	56.1	43.7
消費	神州數碼	861	7.22	7.74	持有	-1.5	-6.0	4.8	-3.5	-2.9	0.8
	達芙妮	210	3.49	5.00	買入	-8.4	-11.0	12.6	-10.4	-7.9	8.6
	利信達	738	3.69	4.34	買入	-4.4	1.1	-1.2	-6.4	4.1	-5.1
	波司登	3998	1.18	1.01	賣出	0.0	-6.3	-3.3	-2.0	-3.3	-7.2
	九興	1836	21.35	19.1	持有	-2.5	0.0	4.4	-4.5	3.0	0.5
	華地國際	1700	2.96	3.7	買入	-0.7	-1.7	-4.8	-2.7	1.4	-8.8
	金鷹	3308	9.44	12.3	買入	-1.4	-0.1	1.5	-3.3	2.9	-2.4
汽車	寶信汽車	1293	5.29	7.2	買入	-9.6	-9.4	-11.2	-11.6	-6.4	-15.2
機械	中石化煉化工程	2386	6.8	9.61	持有	-11.5	-23.2	-23.3	-13.4	-20.1	-27.3

资料来源:彭博、招银国际证券

行业分析

中国房地产板块 - 优于大市

中国社会消费品板块 - 优于大市

中国 TMT 板块 - 优于大市

中国物流板块 - 优于大市

中国房地产板块 - 优于大市

文干森 - samsonman@cmbi.com.hk

房屋政策在第三季开始放松

房屋销售疲弱，除了令建筑工程减慢外，更令卖地减少。2014 年 1-10 月的土地出售面积只增加 1.2%至 2.7 亿平方米，地方政府的收入也因此下降，令地方财政出现困境，最终中央政府考虑推出支持房屋政策以改善状况。

七月开始放宽限购

自 7 月开始，多个城市放宽限购令，容许购置第二套或第三套房。目前除一线城市北上广深及三亚外，所有二三线城市已解除限购令，相信三亚未来也会解除限购令。

解除限购令主要是鼓励改善型需求，一些中户型约 130 平方米的单位销售在解除限购令后也见造好，估计未来房屋销售会由刚需及改善型需求所带动。

十月银行鼓励多做房贷

在九月底，人民银行要求中国四大银行放宽房贷政策。经过十一长假期后，各家银行新的房贷政策出台，虽未能跟过去出现房贷打 7 折的情况，但现在房贷息率是下浮。而且银行放宽首套房的定义，料可刺激更多换房的需求。

房贷放宽后，我们看见十月份的房屋销售受到刺激。不过未来市况向好会否持续，主要看银行的宽松房贷政策会否持续。因为银行的存款成本较高，在考虑风险及回报下，银行会否在未来继续支持楼市仍待观察。

未来关键在去库存

中国房地产市场库存较多，未来销售能否消化库存将至为重要。我们认为未来销售将会竞争激烈，大家为求减库存，只好减价应战或提供更多优惠。我们估计中国房市未来六个月的情况是价跌量升。

2015 年料会反弹

政策开始放宽，刺激销售

2014 年 10 月份，银行放宽房贷，房屋销售开始回暖。此外，中国人民银行在 2014 年 11 月末宣布银行减息，料可刺激更多需求，可加快销售。我们相信此情况在 2015 年能持续下去。中国经济料能在 2015 年维持约 7%增长，除城市化加速需求外，银行愿意提供房贷可支持刚需及改善型需求，所以我们预期房屋销售在 2015 年仍可持续向好。

不过我们认为高库存量不可能在短时间内解决，房企为求消化库存，虽然在销售畅旺的时间，我们预计发展商仍会克制，未来不会调高房价，希望改善现金流，然后能将负债率降低。

银行减息比预期为早

中国人民银行在宣布银行减息是较市场预期为早，而且减息幅度颇大，一年期贷款利率下降 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款利率下降 0.25 个百分点至 2.75%。我们相信房地产公司未能因节省利息开支而即时大幅受惠，香港上市的房地产公司较多利用定息的外币债券来融资，所以中国银行减息不会影响外币债券的利息支出；另外，若房地产公司利用国内银行的建筑贷款，因为利息开支会被资本化，成为房屋的成本，要在房屋销售及交付予买家才可确认，所以新建房屋减少的利息开支可能在未来 1-2 年后才反映出来。

虽然银行减息并未会即时在房地产商的资产负债表及利率表中反映出来，但在即时现金流的利息支出可节省。最重要的是房屋新买家可节省利息支出，刺激购买房屋意欲，可以帮助房地产商的销售速度，降低库存，改善财务状况。

利润持续受压，部份公司盈利可能倒退

我们相信毛利率下跌的情况在 2015 年更普遍，主要是受房价下跌的影响或售楼有补贴，预期大部份发展商的 2015 年毛利率在 25-30%。

除了边际利润减少外，部份的房企可能因销售欠佳而令交付量减少，最终可能有部份的发展商的 2015 年盈利会出现倒退。

估值便宜，有机重估

虽然内房公司面对盈利下行的风险，但因为销售恢复，料市场对内房公司的信心将会重来。目前内房公司的估值偏低，2015 年平均市盈率为 6.1 倍，或较资产净值平均折让 58%，我们估计在房屋销售造好后，市场会对内房股恢复信心，板块会被重估，所以我们给予中国房地产板块「优于大市」的评级。

更多的股本融资

如果内房股的估值可以上升，我们相信更多的内房公司会进行股本融资。在 2014 年，碧桂园及雅居乐已进行供股计划。碧桂园以每股 2.5 港元每 15 股供 1 股，集资 31.8 亿港元；雅居乐以每股 3.8 港元每 8 股供 1 股，集资 16.5 亿港元。

内房公司需要进行股本融资的最主要的原因高负债，因为在 2014 年销售欠理想，所以影响了房地产公司的现金流。如果房地产公司负债过高，可能影响其融资渠道，而最直接的方法令净负债比率下跌的方法是增加股东权益，发行股票集资一方面可增加股东权益，另一方面可减少净负债。我们估计未来最有机会以股本融资来集资的公司包括恒大、保利、绿地、绿城、龙光(3380 HK)、佳兆业(1638 HK)、旭辉(884 HK)等。

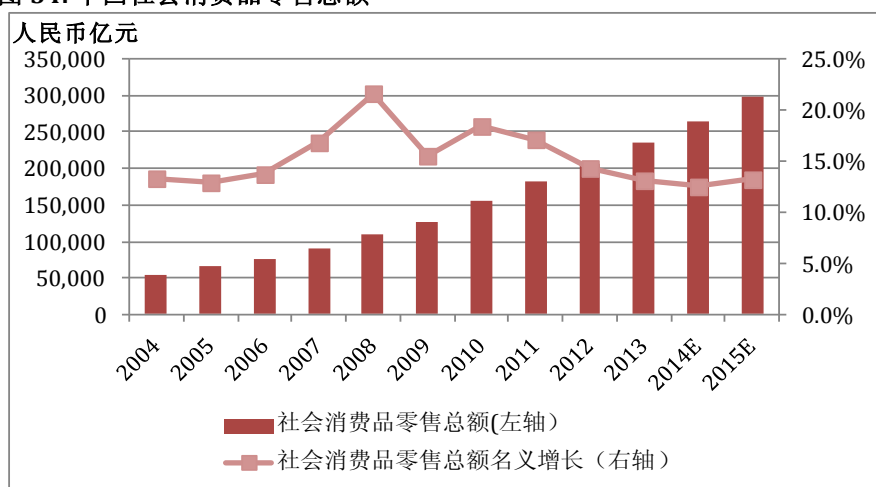
中国社会消费品板块 - 优于大市

张淳鑫 - zhangchunxin@cmbi.com.hk

2014 中国社会消费品市场回顾

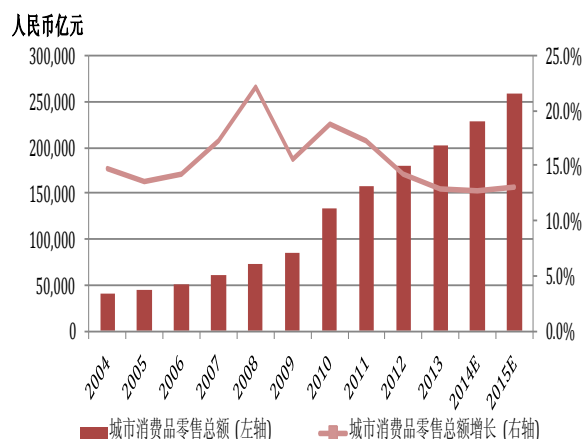
2014 年 1-10 月份, 中国社会消费品零售总额累计达到 213,118 亿元, 同比增长 12.0%。其中, 城市消费品零售总额达到 183,886 亿元, 同比增长 11.8%; 农村消费品零售总额达到 29,232 亿元, 同比增长 13.0%。我们预期 2014 全年的消费品零售总额为 263,678 亿元, 消费品零售总额增速将按年下降 0.6 个百分点 12.5%。同时, 我们认为 2015 年社会消费品零售总额将按年增长 13.2% 至 298,483 亿元。

图 34: 中国社会消费品零售总额



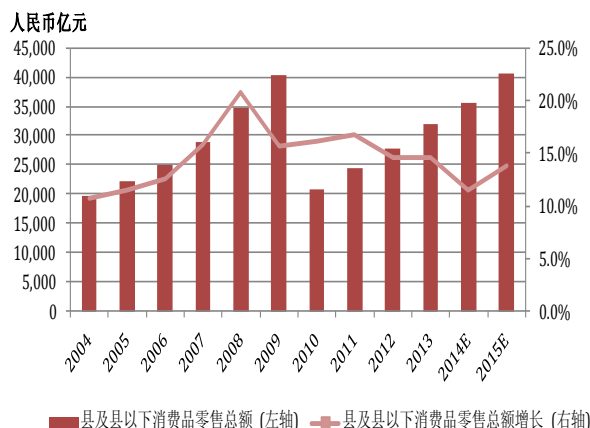
来源: 中国国家统计局, 招银国际预测

图 35: 城市消费品零售总额



来源: 中国国家统计局, 招银国际预测

图 36: 县及县以下消费品零售总额



来源: 中国国家统计局, 招银国际预测

部署推进消费扩大和升级 促进经济提质增效

推进消费扩大和升级以及促进经济提质增效这一方针在 2014 年 10 月 29 日由国务院总理李克强主持召开国务院常务会议中首次被提出。其中, 6 大消费领域在会议中被列为重点推进的领域, 一是扩大移动互联网、物联网等信息消费以及加快健康医疗、企业监管等大数据应用; 二是促进绿色消费, 推广节能产品; 三是稳定住房消费, 加强保障房建设, 放宽提取公积金支付房租条件; 四是升级旅游休闲消费; 五是提升教育文体消费, 完善民办

学校收费政策，扩大中外合作办学；六是鼓励养老健康家政消费，探索建立产业基金等发展养老服务。

毫无疑问，消费市场的不断繁荣是促进经济增长的重要动力，同时也是中国内地发展的巨大潜力所在。中国当前正处于经济结构调整的重要时期，通过不断拉动内需来促进消费品市场的增长，有助于减轻固定资产投资以及出口放缓对中国经济的影响。

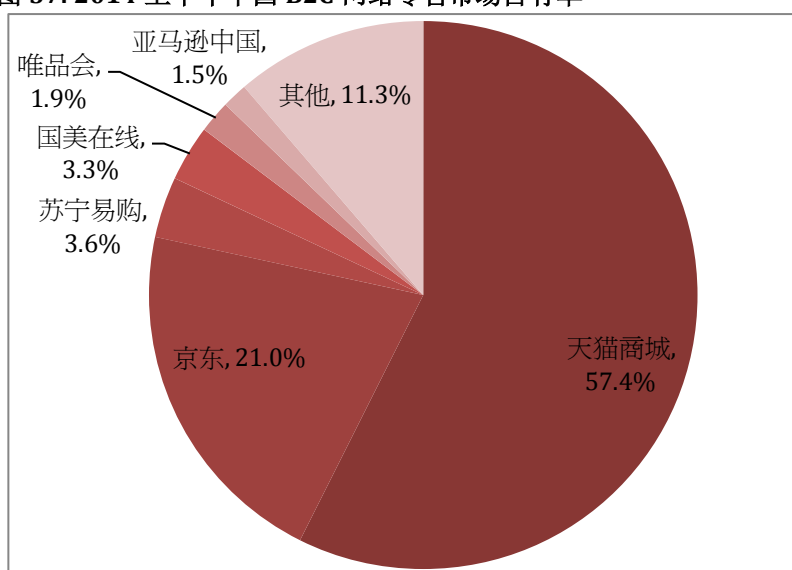
近年来，中国居民的消费结构也在不断的发生变化，从传统的满足基本生活的消费领域逐渐转变为发展性和享受性消费。培育新兴消费热点对于刺激消费、促进国民经济持续高速发展显得尤为重要。其中，互联网消费则是近年来的热点消费领域。

互联网消费的蓬勃发展以及增长前景

截止 2014 上半年，根据中国电子商务研究中心的数据显示，中国网络零售市场交易规模达到 10,856 亿元，同比增长 43.9%。同期，中国网络零售交易市场规模占到社会消费品零售总额的 8.7%，按年上升 1.9 个百分点。

截止 2014 上半年，根据中国电子商务研究中心的数据显示，天猫商城在 B2C 网络零售市场占有率高达 57.4%，紧随其后的是同期 B2C 市场占有率为 21.0%的京东商城。

图 37: 2014 上半年中国 B2C 网络零售市场占有率

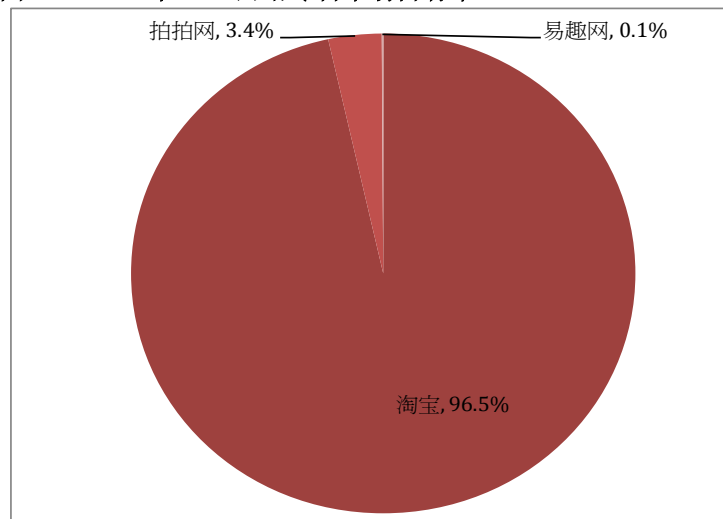


来源:《2013 年度中国网络零售市场数据监测报告》

我们认为天猫商城将继续在中国 B2C 零售交易市场的占有领先地位。天猫商城在 2014 年“双十一”网购节的单日成交额达到 571 亿元人民币，较去年同日激增了 63%。其中，无限成交（手机及平板网购）占总交易额的 42.6%达到 243 亿元，较去年增长了 15%。参与 2014 天猫商城“双十一”购物活动的品牌也由去年的 2 万个增加至今年的 2.7 万个。我们认为电商在中国仍然有很大的发展空间，充分利用电子商务这个销售平台也成为许多品牌未来的发展的策略之一。

截止 2013 年底，根据中国电子商务研究中心的数据显示，淘宝在 C2C 网络零售市场占有率则高达 96.5%，基本垄断了中国内地全部的 C2C 零售交易市场。排名第 2 和第 3 的分别是拍拍网和易趣网。毫无疑问，阿里巴巴旗下的淘宝商城在中国 C2C 销售市场将持续领先。

图 38: 2013 年 C2C 网络零售市场占有率



来源:《2013 年度中国网络零售市场数据监测报告》

虽然中国的网络零售交易市场的规模在不断的扩大，但是由于激烈的竞争，实际运营的个人网店数量在 2013 年则按年下降 17.8%至 1,122 万家。中国网购用户也在 2013 年同比增长 26.3%至 3.12 亿人。

网络购物给消费者带来了极大的便利，解决了日常生活中购物的地域性限制同时也给消费者提供更多多元化的商品供其选择。与此同时，网络购物所包含的问题，诸如物流、消费者收到货品后的满意度以及银行卡网络信息安全等问题也对网络购物的不断发展带来一定的挑战。但是，我们仍然认为中国的网络零售交易在未来仍然具有很大的发展空间。

除此而外，2013 年中国海外代购市场交易规模也按年大幅增长 58.8%至 767 亿元。据中国电子商务研究中心的数据显示，高达 32%的中国受访者表示他们有过网上海外代购的经历。与中国现时网络零售市场的主流商品针对的客户阶层不同，我们认为海外代购主要是针对高端至奢侈端的商品。随着中国居民生活层次的不断提高，消费结构的不断升级以及对日常用品安全性重视程度的提高，越来越多的居民开始熟悉很多还未打开中国市场的海外品牌，其中以化妆品以及日常生活用品为主。但是，海外代购的商品进入中国会面临进口税的缴纳，中国内地相对较高的进口税会迫使居民一定程度上优先选择国内可以买到的品牌。

传统消费行业仍具发展空间

传统百货行业以及服装鞋帽公司在过去 2-3 年都面临着激烈的市场竞争。竞争主要来自网上消费、海外代购消费以及新晋的品牌。

在过去几年，传统百货商场经营者都面临人流不断减少以及政府打击贪污腐败的影响，销售收入增速放缓同时盈利能力受到削弱。现时百货商场的经营者不仅经营传统的百货业务，同时更加注重打造一体化购物中心，在商场内注入生活、娱乐文化以及高端生活超市等功能。一体化购物中心的打造能更好的满足客户需求，延长客户的逗留时间同时增强自身竞争力。多家大型百货商场经营者也在积极为其线上业务的开展做准备，采取向客户推荐自己独有的手机应用程序等措施来巩固客户的忠诚度，同时也可以提高贵宾销售的占比。我们认为金鹰商贸（3308 HK）将受惠于一体化购物中心的打造。

中国人民银行近日宣布将一年期贷款利率下降 0.4 个百分点至 5.6%。我们认为内地百货商场的经营者可以受惠于这次减息。百货商场经营者在修建新商场以及翻新旧商场的过程中毫无疑问会给公司的资本开支带来更大的压力，银行贷款则是内地百货商场经营者最常用的融资渠道。银行贷款利息的降低将在一定程度上减轻百货公司的利息支出，缓解现金流压力。

除了传统百货行业，服装鞋帽经营者在过去几年也经历了销售收入增长放缓以及盈利能力减弱的过程。由于服装鞋帽行业入门门槛较低，这一行业还不停受到新晋品牌的挑战。许多服装鞋帽经营者过去几年通过不断整合旗下品牌资源以控制成本、升级公司 IT 系统以及与电商更紧密的合作来加强自身市场竞争力。我们预测达芙妮（210 HK）在 2014 年底将完成品牌资源和店铺资源的整合，同时在 2015 年将会完成库存的清理。我们预计达芙妮的销售收入及盈利能力都将相应的改善。

中国 TMT 板块 - 优于大市

张萌 - michaelcheung@cmbi.com.hk

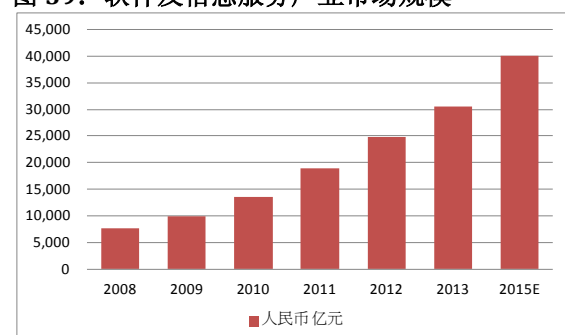
软件行业 - 受惠国产化

受惠于中国经济从低端制造业向服务业转型，软件及信息服务行业迎来了发展机遇期，并已成为中国其中一个高速增长的行业。据工信部的数据，2008-2013 年软件及信息服务行业的市场规模复合增长率达 32.2%，远高于同期的 GDP 增速。2013 年行业市场规模达人民币 30,587 亿元，同比上升 23.4%。为促进软件行业的发展，中国政府出台了一系列利好政策，包括推动智慧城市的建设以及扶持物联网、云计算等技术的发展。据工信部发布的《软件和信息技术服务业「十二五」发展规划》，预期到 2015 年，中国软件及信息服务行业的市场规模将达到人民币 40,000 亿元。

工信部将软件及信息服务产业划分为六大部门，其中软件产品产业占最大份额。2013 年软件产品收入达 9,877 亿元，占总软件及信息服务市场的 32.3%，占比比 2012 年上升 1.9 个百分点，代表增速快于行业平均。另外 IT 咨询服务以及数据处理及运营服务也录得比行业平均更快的增速。

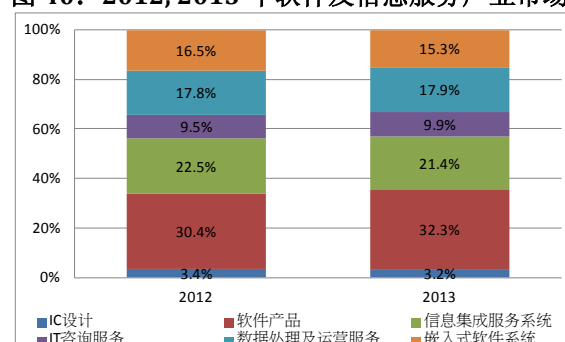
我们认为中国政府将在「十二五」期间贯彻推动政府部门的信息化进程，而民企企业也将在未来加大对软件及信息服务的投入以提升效率以及简省人手。我们对软件行业的长期前景持乐观态度。

图 39：软件及信息服务产业市场规模



资料来源：工信部

图 40：2012, 2013 年软件及信息服务产业市场划分



资料来源：工信部

保证信息安全为重中之重

网络信息包括金融、军工、能源、通信及航空信息事关国家的经济发展稳定与社会安全。在斯诺登的“棱镜门”事件后，世界各国包括中国皆对本国的网络信息系统的潜在安全隐患表示担忧。中国在不同的战略领域，尤其是金融、军工及能源领域，过去十分倚重进口通信设备及软件。可以预期未来国家对信息安全的重视将进一步提高，这也将对中国信息产业产生深远影响。

逐步转向国产化

为应对信息安全的需求以及减低对进口信息设备及应用软件的依赖，中国正致力于加强信息安全领域的自主研发工作。2014 年 2 月份中央网络和安全信息化小组成立以加强网络安全。而政府部已禁用 Win8 系统，部分银行也已弃用 IBM Server，在显示信息产业正在减低对进口信息产品的依赖并逐步转向国产化。设备供应商如华为、中兴(763 HK)的产品早已进入国际市场，拥有较高的竞争力，预期将在这一波信息设备国产化中受惠。另一方面，我们预期政府机关在操作系统及应用软件方面的国产化也将加速。本土应用软件产业和国

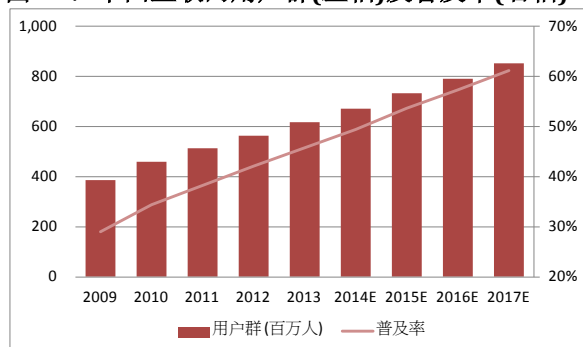
外同业相比还有在地化、低成本的优势。预期擎天软件(1297 HK)、浪潮国际(596 HK)、中国软件(354 HK)等标的将受惠于信息国产化的大潮。

互联网行业 - 在线社交平台兴起

中国目前已拥世界上最大的互联网用户群。据艾瑞咨询的报告，中国在 2013 年的互联网用户总数已达 6.2 亿人，普及率达 45.8%。预期互联网使用人数将在 2017 年达 8.5 亿人，普及率预期可升至 61.1%。

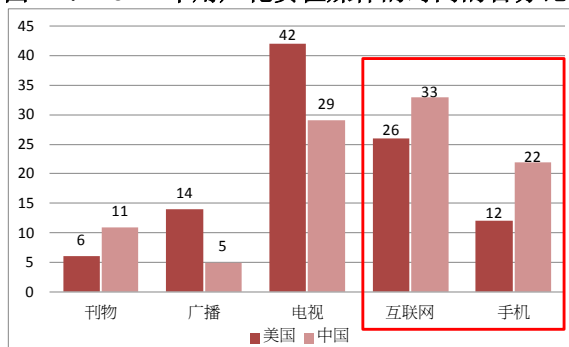
美国用户依然较接受传统媒体如电视及电台广播。相对于美国，中国用户会愿意花更多的时间在互联网及手机等新媒体上。据 Kleiner Perkins Caufield Byers 的报告，在 2012 年中国用户愿意花费 55% 的总媒体使用时间在互联网及手机上，而美国用户仅为 38%。

图 41：中国互联网用户群(左轴)及普及率(右轴)



资料来源：艾瑞咨询

图 42：2012 年用户花费在媒体的时间的百分比

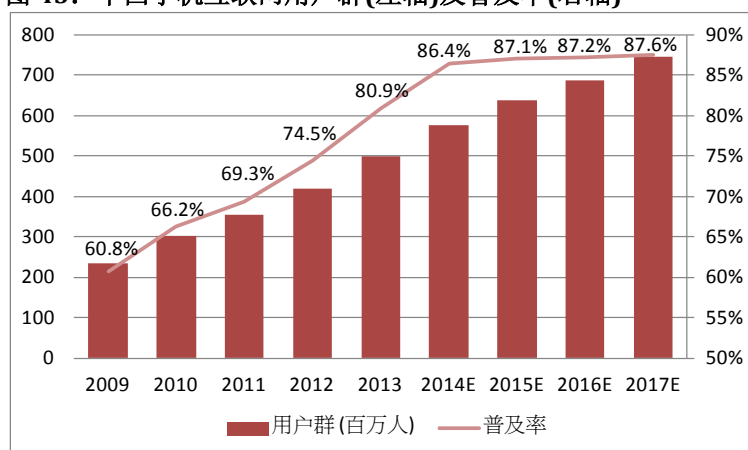


资料来源：Kleiner Perkins Caufield Byers

手机互联网市场

随着 3G 及 WIFI 网络的逐步完善，智能手机在中国迅速普及，手机互联网用户数目在过去五年大幅增长。据艾瑞咨询的报告，中国手机互联网用户人数由 2009 年的 2.3 亿增长至 2013 年的 5.0 亿。同期的手机互联网普及率由 60.8% 升至 80.9%。受运营商大力推动 4G 手机普及化影响，4G 手机价格大降，艾瑞咨询预期 2014 年手机互联网的普及率将会大幅攀升至 86.4%，之后普及率预期将维持在高位。

图 43：中国手机互联网用户群(左轴)及普及率(右轴)

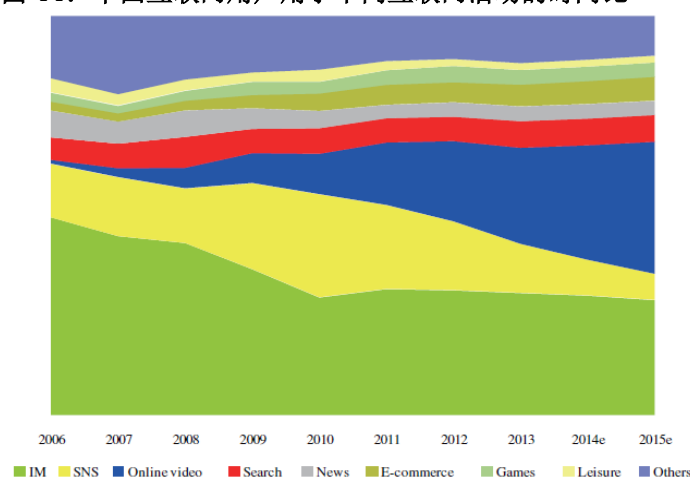


资料来源：艾瑞咨询

用于在线视频的时间大幅增长

随着快速的城镇化进程、“宽带中国”政策的落实，互联网网速在近年有了实质的飞跃，这对中国用户的上网习惯也产生了深远影响。最明显的改变是花在观看在线视频的时间大幅增加。而智能手机的兴起则令用户可以更有效的利用碎片时间，从而拉高了用户的互联网使用时间。艾瑞咨询指出，中国互联网用户平均每天花费在互联网的时约为 5.5 小时，其中花在电脑客户端约 4.5 小时，至于移动设备则占约 1 小时。互联网的主要活动则为即时通讯、在线视频及在线社交。于 2013 年 7 月，中国互联网用户花费在上述三类网络活动的时间占总浏览时间的 66.9%。而于 2013 年 12 月，中国使用手机观赏在线视频的手机互联网用户已占总手机互联网用户的 52.3%。

图 44：中国互联网用户用于不同互联网活动的时间比

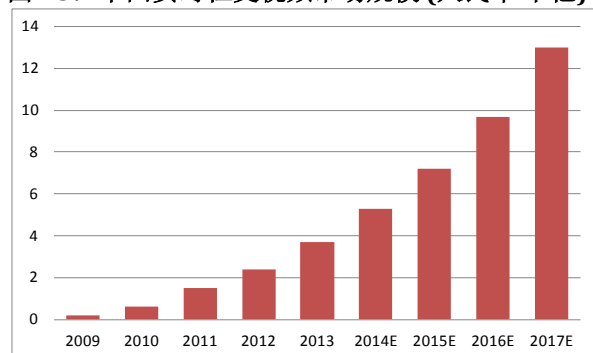


资料来源：艾瑞咨询

实时在线社交媒体的兴起

实时在线社交社区让用户可以通过视频及音频与朋友或共同爱好者进行网络实时互动，可以同时满足年轻人对社交网络及在线视频的需求。该等网上社区对普遍缺乏线下社交活动的 3、4 线城市城市里的年轻人以及大城市里的外来人口极具吸引力。随着近年城镇化快速发展以及互联网网速的推进，在线社交媒体借势兴起。据艾瑞咨询的报告，实时社交视频社区的用户人数近年急剧攀升，用户人数由 2009 年约 8 百万人增加至 2013 年约 1.4 亿人，复合年增长率达到 104.5%。艾瑞咨询预期用户人数将于 2017 年增加至 4.1 亿人，2014-17 年的复合年增长率为 31.1%。至于实时社交视频市场规模也由 2009 年的人民币 2 亿元攀升至 2013 年的 37 亿元，预期 2017 年市场规模更可扩大至人民币 130 亿元

图 45：中国实时社交视频市场规模 (人民币十亿)



资料来源：艾瑞咨询

在线社交平台货币化能力强劲

相较其他社交网络，实时在线社交平台的特色在于货币化能力强劲。社交网络多依靠广告收入。实时在线社交平台则因有主播提供内容，收益多来自用户购买虚拟礼品以送予主播，提供在线社交平台的公司现金流表现多数较为强劲。

看好实时社交视频平台开发商

在实时社交视频市场主要的参与者包括欢聚时代(YY US)、天鸽互动(1980 HK)、呱呱及六间房。在上市公司的标的中，天鸽互动主力经营「多对多」模式社交社区，而欢聚时代则专注于「一对多」模式。所谓「多对多」模式社交社区是指多个主持及用户可同时在同一个聊天室里发布实时视频串流及互动，而「一对多」模式则只允许一名主播在聊天室里发布实时视频串流。我们较看好「多对多」模式，因其可让主播们和用户充分互动。作为「多对多」模式实时社交视频平台的市场领导者，我们也看好天鸽互动的前景。

人民银行减息对软件行业影响轻微

中国人民银行近日宣布将一年期贷款利率下降 0.4 个百分点至 5.6%。我们认为软件行业对该次减息反应中性。软件业者普遍负债偏低，融资渠道多为创投基金的风险投资，较少银行愿意贷款予软件开发商。银行贷款利息的降低对软件行业的影响非常轻微。

中国物流板块 - 优于大市

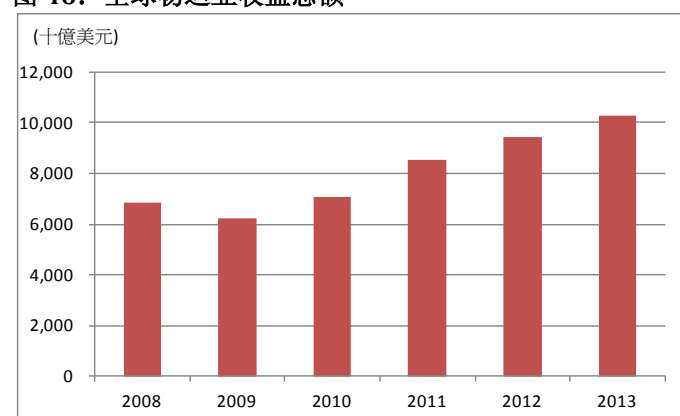
文干森 - samsonman@cmbi.com.hk

全球物流业增长由中国带动

全球物流业的收益总额从 2008 年的 68,683 亿美元增加至 2013 年的 102,788 亿美元，年复合增长率为 8.4%。在 2009 年，因为全球金融危机出现，全球物流业的收益总额出现下跌，但自 2010 年之后逐渐回升。全球物流业以陆路运输为主，占 2013 年收益总额的 75.0%。中国物流业的收益总额从 2008 年的 7,859 亿美元增加至 2013 年的 16,641 亿美元，年复合增长率为 16.2%，快速增长的原因除了是传统的商业业务外，蓬勃的电子商务零售对中国的物流业发展贡献较多。

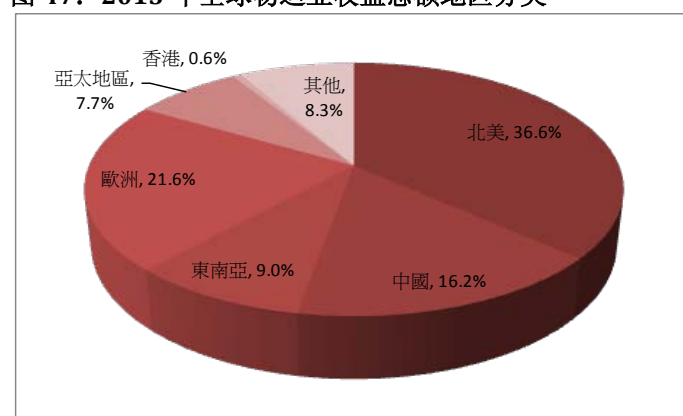
地区分类方面，北美占全球物流业 2013 年收益总额的 36.6%，跟随分别为欧洲及中国，分别占 2013 年收益总额的 21.6% 及 16.2%。

图 46：全球物运业收益总额



资料来源: 易普索报告

图 47：2013 年全球物运业收益总额地区分类



资料来源: 易普索报告

中国为世界重要的采购及制造中心

中国强劲的进出口业务令中国货运代理业保持增长。货运代理商受益于中国与外国扩大贸易往来而提升服务。此外，全球供应链网络应对外国客户的需求而作出调整，中国成为全世界的最重要采购及制造中心。

中国货运代理业收益总金额从 2008 年的 2,453 亿美元增加至 2013 年的 5,148 亿美元，年复合增长率为 16.0%，中国货运代理业增长主要来自中国快速的经济增长，并使中国与其他国家的贸易增加。2008-13 年，中国的贸易总额的年复合增长率为 10.2%。

中国的贸易额受欧洲及美国经济复苏刺激而受益，料可带动中国货运代理服务的需求。另外，中国的消费品及电子商务的增长也成为未来带动中国内陆货运业务的推动力。

中国物流业竞争趋势

于 2011 年 3 月出台的中国「十二五」规划包括以下可支持第三方物流市场增长的目标：

- 加快社会化、专业化、信息化的现代化物流系统的建设，积极发展第三方物流，优先整合及使用物流资源，支持物流基础设施及连接，提升物流效率及降低物流成本；
- 推动农产品、散装矿产品、主要工业领域及就物流发展而言属重要的其他领域的发展；
- 优化区域配送系统的发展，支持物流园区及其他物流集聚区的有序发展；及

● 推动现代化物流管理的发展，提升物流精细化及标准化。

在美国、香港、日本、新加坡等发展国家及地区，交通基础设施质量相对接近，可使货物在整个国家及地区内高效运输。相反，中国城市与农村交通基础设施的质量差距较大，因此物流管理较为复杂及成本较高。

若交通基础设施不足，运输成本会较高。并因为交货周期较长，故工厂需要储存较多的存货以应付客户需要，令仓储及存货成本增加。

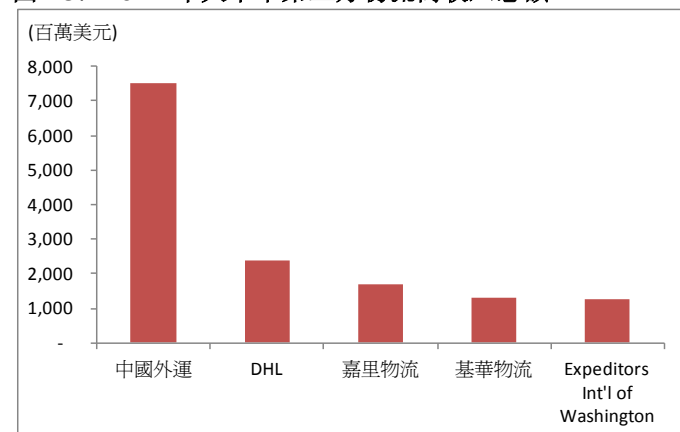
因为中国的公路及铁路运输有政府的支持及改善，中国整体物流成本将会降低，由目前占国内生产总值的 18% 可降至发达国家的 8.5-9.0% 的水平。此外，交通基础设施的改善将提高已拥有庞大国内配送网络的大型第三方物流公司的生产力。因为缩短运输时间及用户其他运输模式，第三方物流公司节省营运成本及降低发送周期。最后在供应链的效率改善后，运输成本及时间可以降低，消费者可大大受惠。

根据 Armstrong & Associates, Inc. 在 2013 年 12 月编写的「全球第三方物流市场资讯报告」(简称为 Armstrong 报告)，中国估计有超过 10,000 家第三方物流公司营运，其中许多为中小型第三方物流公司，只在一个省份经营。随着更多的跨省业务，预期更多的并购活动出现，第三方物流市场将进一步整合。

大中华占亚太地区第三方物流收入的一半以上。根据 Armstrong 报告，在大中华市场中，中国外运是 2012 年最大的服务供应商，收入总额达 75.2 亿美元，DHL 及嘉里物流为第二及第三位，2012 年收入分别达 23.7 亿美元及 16.9 亿美元。

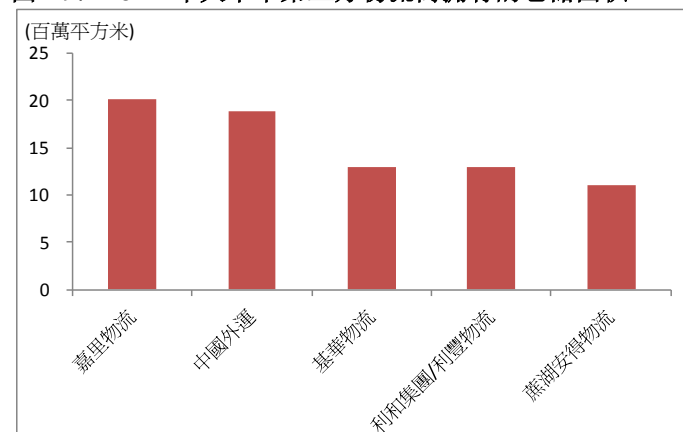
Armstrong 报告并指出，中国外运(598 HK)、DHL 及嘉里物流(636 HK)在中国境内拥有强大的国际运输及国内配送能力。此外，Armstrong 报告以货仓楼面面积计算，嘉里物流是总部设在香港的最大国际第三方物流服务供应商。

图 48：2012 年大中华第三方物流商收入总额



资料来源: Armstrong 报告

图 49：2012 年大中华第三方物流商拥有的仓储面积

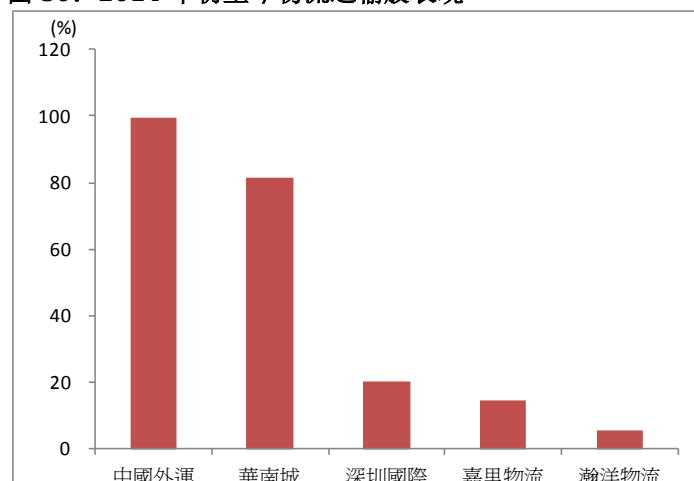


资料来源: Armstrong 报告

物流股表现参差

物流运输股在 2014 年表现参差，表现最好的为中国外运，股价年初至今上升 99.7%，华南城(1668 HK)股价上升 81.4%。

中国外运在 2014 年初通过业务重组，将亏损的海运业务出售，开拓仓库及其他物流设施，提高公司的盈利能力。华南城受惠于腾讯(700 HK)入股，联手发展购物平台，发展电子商务所需的配套服务。

图 50：2014 年初至今物流运输股表现

资料来源: 彭博

蓬勃的电子商务支持物流业增长

中国的持续经济增长有利物流业的稳定增长，更加上中国政府的鼓励消费令物流业的需求上升。展望未来，电子商务可刺激物流业务快速发展，凭借创新的供应链科技，充份把握电子商务的迅速增长机遇，推动综合物流业务加快增长。

大型物流公司更有优势

因为规模优势，我们相信大型的物流公司在竞争上或提供服务上比小型公司占优，在地域覆盖、电子科技应用及规模效应均比小型公司优胜。

嘉里物流 (636 HK)

业务不单覆盖中港，嘉里物流更伸展至亚洲及世界各地，在亚洲、澳洲、欧洲、南美及北美的 35 个国家设有 400 个服务点。公司自设物流中心、仓库、港口码头及铁路运输站。随着亚洲区中产阶层的消费持续上升，嘉里物流预期业务可保持增长。公司在亚太区拥有领先物泡供应商的地位，可继续实现增长。

深圳国际(152 HK)

深圳国际在 2014 年末进行股本融资，筹集 19.0 亿港元，为公司未来建设物流业务作准备。深圳国际在 2014 年 10 月及 11 月在长沙及江西购入物流用地，之前已在国内 5 个城市购入土地，预期公司在未来 3-5 年于国内建设 15 个综合物流港，建设全国物流网络。公司疏与前海片区政府部门商讨前海项目土地工作。

中国外运 (598 HK)

中国外运在 2014 年 7 月完成出售海运业务予母公司后，公司再与母公司订立框架收购协议，收购拥有货运代理、船务代理、集装箱租赁、仓储及报关业务之公司的权益。预期在 2016 年前将中西部网络资产注入，以扩展全国物流网络。此外，公司也会留意收购一些集团外具盈利的物流公司。

华南城 (1668 HK)

华南城在 2014 年 1 月出售部份股权予腾讯后便被市场注意，目前腾讯持有华南城 11.6% 权益。公司定下 2015 年财政年度(年结日：3 月止)的合约销售目标 180-200 亿元，并希望 3 年内能达成年租金收入 15-20 亿港元。华南城希望强化「实体+网络」服务平台，及与腾讯合作，为华南城的商户提供更多线上线下的增值服务。

图 51：物流公司估值表

公司	代碼	股價	市值	市盈率		市賬率
		(港元)	(百萬港元)	14E	15E	13A
嘉里物流	636 HK	12.6	21,306	20.2	18.5	1.5
深圳國際	152 HK	11.64	22,021	9.8	10.2	1.4
中國外運	598 HK	5.85	26,948	16.8	14.0	1.7
瀚洋物流	1803 HK	1.35	1,080	22.1	19.3	3.6
華南城	1668 HK	3.99	31,948	8.2	6.3	1.4
先達國際	6123 HK	2.13	884	9.7	7.9	N.A.

资料来源：彭博

行业首选股份

软件 - 天鸽互动 (1980 HK)

零售 - 达芙妮 (210 HK)

房地产 - 碧桂园 (2007 HK)

天鵝互動 (1980 HK)

三季度業績亮麗，增長動能持續

三季度業績亮麗。天鵝公布 14 財年第三季度業績。因月度活躍用戶(MAU)和月度付費用戶(MPU)升幅理想，營收同比增長 23.9%至人民幣 1.73 億。14 財年第三季度營收需付 6%的增值稅。如果我們剔除了營改增的影響，三季度收入則同比提高 31.4%。因為“多對多”實時社交視頻平台的日益普及，三季度實時社交平台的 MAU 和 MPU 同比分別增長了 23.1%和 30.9%，由 13 財年第三季度的 1,170 萬和 25.6 萬用戶增加至 14 財年第三季度的 1,440 萬和 33.5 萬用戶。受營改增影響，三季度毛利率環比上升 1.7 個百分點到 88.5%。公司三季度淨利潤達人民幣 0.21 億，去年同期錄得淨虧損人民幣 0.30 億。三季度經調整可轉換優先股非現金公允價值損益後的淨利潤則為人民幣 0.71 億，同比增長 44.4%。三季度調整後的淨利潤率則同比上升 5.9 個百分點至 41.4%。

移動端將成為實時社交平台成長的催化劑。移動用戶的增長大大拉動了天鵝實時社交平台的 MAU 成長。三季度手機實時社交平台 MAU 同比增長 137%至 140 萬用戶。移動端 MAU 占總實時社交平台 MAU 的 10.0%，比去年同期的 5.2%顯著增加。我們預計 PC 端實時社交平台的用戶增速將會放緩，而移動端的強勁用戶增長勢頭將持續到 15 年，成為實時社交平台成長的關鍵驅動力。然而，手機社交平台的 ARPU 值比 PC 端來的低。這導致三季度實時社交平台 ARPU 值同比下降 10.6%至人民幣 161 元。隨著移動端的用戶比例不斷增加，我們預期未來實時社交平台的 ARPU 值將持續受壓。

15 年將推出 6 至 8 款手機遊戲。公司在 9 月份推出了旗下的第二款遊戲“江山美人”，三季度手機遊戲 MAU 也環比上升 8.2%至 34.5 萬。“江山美人”是一個嵌入實時視頻社交的 PC 端 RPG 遊戲。天鵝將充分利用其在實時社交平台的技術優勢，並專注於開發嵌入互動社交視頻功能的遊戲。公司在 15 年將推出 6 至 8 款自主開發或第三方開發的手機遊戲。其中數款遊戲將嵌入實時視頻功能。公司並沒有計劃於 15 年推出任何 PC 端的遊戲。

因移動端 MAU 增長勢頭強勁，我們分別調高 14 和 15 財年調整後的淨利潤率預測達 3.1%和 4.5%至人民幣 2.67 億和 3.37 億。我們維持以 18 倍 15 財年預測市盈率為公司估值，目標價為 6.15 港元，代表著 43.4%的上升潛力。我們維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	456	548	715	932	1,152
調整後淨利潤 (港幣百萬元)	158	206	267	337	415
調整後每股收益 (港幣)	N.A.	N.A.	N.A.	0.27	0.33
調整後每股收益變動 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	23.2
市盈率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	12.6	10.2
市帳率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	2.9	2.4
股息率 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	2.1	2.8
調整後權益收益率 (%)	37.0	44.4	21.3	23.0	23.8
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

買入

目標價	HK\$6.15
向上/向下	+43.4%
當前價格	HK\$4.29

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

軟件

市值(百萬港元)	5,417
3 個月平均值(百萬港元)	9.2
52 周高/低(港元)	6.31/3.93
發行股數 (百萬港元)	1,263

資料來源: 彭博

股權結構

傅政軍	24.2%
新浪香港	23.8%
IDG-Accel	15.8%
流動股本	22.6%

資料來源: 聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	-9.9%	-11.7%
3 個月	-16.0%	-13.4%
6 個月	NA	NA

資料來源: 彭博

1 年股價表現



資料來源: 彭博

審計: 普華永道

網址: www.tiange.com

公司概況: 天鵝是中國最大的實時視頻社交平台。公司的兩個主要“多對多”小區平台包括 9158 視頻和新浪 SHOW, 另外天鵝還經營六個其它小區, 各偏重於不同的內容和地區。天鵝唯一的“一對多”社交視頻平台為新浪 Showcase。

达芙妮 (210 HK)

期望 2015 下半年盈利能力得到改善

2014 天猫商城“双十一”女鞋销售单店第一。达芙妮官方旗舰店在 2014 天猫商城“双十一”购物节当天的销售位居女鞋销售单店第一。虽然网路销售有助于清理存货以及促进销售收入的增长，但是网路销售的优异表现毫无疑问会给实体店的销售带来一定的负面影响。除此之外，部分常规价格为人民币 499 元每双的冬季靴子在天猫“双十一”购物节当天的价格低至人民币 299 元每双，较大力度的折扣毫无疑问会对盈利带来负面影响。我们预测公司 2014 全年的毛利率、经营利润率和净利率分别为 53.0%、3.4%和 2.3%，按年下降 2.9 个百分点、1.6 个百分点和 0.9 个百分点。我们预测公司盈利能力的下降主要是由于 2014 存货清理力度较大同时公司也面临较大的经营费用压力。我们预测公司的存货清理行动将会持续至 2015 上半年。

2014 三季度同店销售按年有所增长。2014 年一至三季度，公司核心品牌的同店销售按年倒退 1.8%，核心品牌店铺数为 6,311 间。然而，2014 第三季度核心品牌的同店销售却按年录得 6.3%的增长。我们认为第三季度同店销售的改善主要是受到去年同期基数较低且公司持续大规模的清理存货的影响。公司在 2013 以及 2014 上半年不断整合旗下品牌的店铺资源，关闭持续亏损的店铺及不断提高现有店铺的经营效率。我们认为公司旗下品牌店铺资源的整合将在 2014 年底完成。我们预测 2014 全年公司的核心品牌店铺总数将实现净增长 100 间。我们同时预测 2014 下半年的同店销售增长为 4%。

预计公司业务在 2015 下半年将有好转。虽受到存货清理的影响，我们认为 2014 下半年至 2015 上半年公司的销售收入将会有一定的增长。然而存货清理却也会相应地减弱公司的盈利能力。公司现阶段在不断加大投入以提高产品市场形象、带动销售收入的增长同时提高公司未来的盈利能力。我们预计 2015 下半年公司的盈利能力以及旗下店铺的经营效率都会有比较明显的改善。除此而外，我们预测 2015 年的毛利率和净利率分别为 55.0%和 4.5%，分别按年上升 2 个百分点和 2.2 个百分点。

维持买入评级。我们预测公司 2014、2015 和 2016 财年的净利润分别为港币 2.5 亿、5.3 亿和 9.0 亿。公司目前的股价相当于 2015 财年和 2016 财年每股预测盈利的 12.6 倍和 7.4 倍。我们维持达芙妮「买入」评级。目标价为港币 5.0 元，相当于 2015 财年 18.0 倍的市盈率，同时也是公司过去 4 年的平均市盈率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY 12	FY 13	FY 14E	FY 15E	FY 16E
营业额 (港币百万元)	10,529	10,447	10,770	11,702	12,811
净利润 (港币百万元)	956	329	248	528	900
每股收益 (港币)	0.581	0.200	0.150	0.278	0.474
每股收益变动 (%)	1.86	(65.62)	(24.68)	84.93	70.53
市盈率 (x)	6.01	17.48	23.21	12.55	7.36
市帐率 (x)	1.19	1.14	1.09	1.14	1.04
股息率 (%)	5.2	2.3	1.6	2.4	6.3
权益收益率 (%)	19.8	6.5	4.7	9.1	14.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

买入

目标价	HK\$5.0
向上/向下	+43.3%
当前价格	HK\$3.49

张淳鑫
(852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

零售

市值 (港币百万)	5,756
过去 3 月平均交易 (港币百万)	15.38
52 周高/低 (港币)	4.64/2.64
发行股数 (百万股)	1,649.1

来源: 彭博

股权结构

Lucky Earn Intl Ltd	24.47%
Premier China, Ltd	18.23%
流动股本	49.1%

资料来源: 联交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	-8.9%	-10.8%
3 月	-13.3%	-10.6%
6 月	12.7%	8.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

审计: 普华永道

网址: www.daphne.com.cn

公司概况: 达芙妮的核心品牌达芙妮和鞋柜主要是针对中国内地大众女鞋市场的品牌。公司同时拥有 Aee 和 Aerosoles 等针对中高端女鞋市场的品牌。

碧桂园(2007 HK)

具成本优势

低建筑成本。碧桂园主席杨国强自 1986 年便从事建筑业务，通过丰富的经验，碧桂园建屋成本较低，因此公司集中在地价相对便宜的三/四线城市开发项目。至 2014 年 6 月底，平均的土地成本为每平方米 1,022 元(人民币·下同)，相等 于 2014 年上半年的平均销售价格的 15.4%。所以，碧桂园相对于其他房地产商 具价格优势。

2014 年 1-10 月份合同销售增长 15%至 919 亿元。2014 年 1-10 月份合同销售 金额及面积分别上升 15.3%至 919 亿元及 15.4%至 1,381 万平方米，公司截至 10 月底已完成今年销售目标 1280 亿元的 71.8%。对公司而言，能否达成全年销 售目标，我们相信会有一定的难度，但我们对其 2014 年销售能超越 2013 年销 售金额 1,060 亿元仍具信心。

海外投资只占整体资产 10%。碧桂园是国内房地产商第一家投资海外地产项目 的公司，公司在 2012 年及 2014 年开拓在马来西亚及澳大利亚的房地产业务， 我们相信来自马来西亚的销售是公司 2013 年销售额突飞猛进的其中一个原因。 虽然在 2014 年 1-9 月的海外销售只占总合同销售金额的 1%，这些海外项目可 为公司带来长远的增长，并可分散风险。

2014 年 1-9 月购入 1620 万平方米的土地。碧桂园在 2014 年 1-9 月以 143.5 亿 元购入 1620 万平方米的应占权益土地储备，其中 31%为新进入城市，平均的土地 成本为每平方米 885 元。截至 2014 年 9 月底，应占权益土地储备为 7970 万 平方米。

吸引的估值。我们维持碧桂园的盈利预测不变，我们预期 2014-16 年的盈利分别 为 103 亿元、113 亿元及 134 亿元。公司成功以供股方法筹资 31.5 亿港元，可强 化财务状况，我们预计 2014 年底的净负债比率降至 52.7%。我们引入 2015 年底 的每股资产净值为 6.74 港元，目标价为 4.72 港元，目标价与每股资产净值折让为 30%，评级维持为买入。

财务资料

(截至 12 月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万元人民币)	41,891	62,682	71,451	82,502	97,585
净利润 (百万元人民币)	6,853	8,514	10,228	11,281	13,389
每股收益 (人民币)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股收益变动 (%)	8.7	22.6	15.8	2.6	18.7
市盈率(x)	6.7	5.5	4.7	4.6	3.9
市帐率(x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	5.4	6.6	6.6	7.8	9.4
权益收益率 (%)	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
净财务杠杆率 (%)	51.1	63.7	52.7	52.5	50.2

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$4.72
 向上/向下 +45.7%
 当前价格 HK\$3.24

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

房地产

市值(百万港元)	65,940
3 个月平均值(百万港元)	124
52 周高/低(港元)	5.06/2.78
发行股数 (百万港元)	20,352

资料来源: 彭博

股权结构

杨惠妍	59.5%
流动股本	26.8%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	5.7%	3.5%
3 个月	-6.5%	-3.6%
6 个月	-0.1%	-4.2%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 普华永道

网址:
www.countrygarden.com.cn

公司概况: 碧桂园以“快速开发、快速销售”的营运模式着 称, 为保证“快速”, 碧桂园不 仅拥有超过 1500 名设计人员, 还 拥有建筑、绿化、营销、物业管 理等专业团队。

招銀國際覆盖公司报告

房地产 - SOHO 中国 (410 HK)

房地产 - 合景泰富 (1813 HK)

房地产 - 华润置地(1109 HK)

房地产 - 亿达中国(3639 HK)

房地产 - 龙湖地产(960 HK)

零售 - 利信达(738 HK)

零售 - 金鹰商贸集团(3308 HK)

零售 - 华地国际(1700 HK)

汽车 - 宝信汽车集团(1293 HK)

软件 - 中国擎天软件(1297 HK)

电信设备 - 中国通信服务(552 HK)

电信设备 - 中兴通讯(763 HK)

科技 - 舜宇光学(2382 HK)

SOHO 中国 (410 HK)

出售非核心资产

出售 Sky SOHO 部份楼面。SOHO 中国在周一宣布出售了约 10 万平方米楼面面积的 Sky SOHO 给 Ctrip.com (CTRP US)，作价 30.5 亿元(人民币·下同)。Sky SOHO 的建筑竣工及交付时间为 2014 年第 4 季，即表示公司能在今年确认是项收入。Sky SOHO 的土地平均成本及建筑成本分别为每平方米 7,189 元及每平方米 9,668 元，我们考虑资本化利息及税金后的总成本为每平方米 20,000 元，因此 Sky SOHO 的毛利率为 34.3%。

优化了资产负债表。在出售了 Sky SOHO 予 Ctrip.com 后，SOHO 中国的资产负债表更加健康，我们估计至 2014 年底的净负债比率降至 6.4%及届时公司手持现金 188 亿元，有利日后扩展。

出售 Sky SOHO 的均价低于我们预期。在我们原本的财务模型中，我们假设 Sky SOHO 的均价为每平方米 40,000 元，这次出售的均价较我们预期为低，但仍有 34%的毛利率。我们有一点失望，但因财务状况优化而感安心，这可帮助公司在疲弱的房地产市场中进行收购。

改善了盈利鸿沟。在今年 2 月出售 SOHO 海伦广场及 SOHO 静安广场，以及刚出售的 Sky SOHO 后，我们给予 SOHO 中国 2014 年核心盈利预测有所上调。我们相信公司仍会继续寻找机会出售包括虹口 SOHO 凡非核心物业，所以 2014 年核心盈利预测仍有上调空间。

因销售均价低于预期而下调目标价。因为出售了部份的 Sky SOHO，我们分别上调 2014 年及 2015 年盈利预测 27.5%至 43.0 亿元及 2.1%至 12.8 亿元。不过因为 Sky SOHO 的销售均价低于预期，我们下降 2014 年每股资产净值预测由 14.07 港元至 13.45 港元，因此目标价为 8.07 港元，相等于与每股资产净值折让 40%。上升空间 37.5%，评级维持为买入

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万元人民币)	15,305	14,621	11,216	2,411	1,371
净利润 (百万元人民币)	10,585	7,388	4,299	1,276	1,080
每股收益 (人民币)	2.051	1.492	0.817	0.245	0.208
每股收益变动 (%)	173	(27)	(45)	(70)	(15)
市盈率(x)	2.3	3.1	5.7	19.1	22.6
市帐率(x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
权益收益率 (%)	34.5	19.7	10.5	2.9	2.3
净财务杠杆率 (%)	2.5	16.7	6.4	5.3	9.1

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$8.07
 向上/向下 +37.5%
 当前价格 HK\$5.87

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

房地产

市值(百万港元)	30,521
3 个月平均值(百万港元)	17.5
52 周高/低(港元)	714/5.42
发行股数 (百万港元)	5,200

资料来源: 彭博

股权结构

张欣	62.9%
流动股本	32.9%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	7.9%	5.7%
3 个月	-6.9%	-4.1%
6 个月	-6.1%	-9.9%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 普华永道

网址: www.sohochina.com

公司概况: SOHO 中国是中国最大的甲级写字楼开发商，也是唯一专注于写字楼开发经营的开发商。公司专注于京沪两地黄金地段甲级写字楼的开发、租赁、物业管理与投资。

合景泰富 (1813 HK) 更着力于一线城市

中期纯利平稳。受到确认均价上升 31%至每平方米 12,134 元(人民币·下同)带动, 2014 年 1-6 月份的营业额上升 17.0%至 54.3 亿元。2014 年上半年毛利率维持于去年水平的 35.7%。公司在今年 1 月赎回美元高息债而产生 1.37 亿元开支, 不过, 高比率的利息资本化使利息开支减至 608 万元。2014 年上半年纯利下跌 0.9%至 13.5 亿元; 扣除投资物业重估收益, 2014 年上半年核心纯利上升 3.1%至 10.3 亿元。

2014 年 1-7 月销售上升 25%。2014 年 1-7 月, 应占权益的合同销售金额及面积分别上升 25.4%至 115 亿元及 20.1%至 85 万平方米, 即表示公司已完成 2014 年销售目标 210 亿元的 54.7%。于 2014 上半年, 约 70%的销售来自一线城市、30%来自二线城市。合景泰富于 2014 下半年将推出 7 个分别位于南宁、杭州、天津及北京的新项目销售, 2014 下半年的可售资源为 190 亿元, 只要取得 58%的去货率, 合景泰富便能达成全年的销售目标。公司在 2014 上半年的去货率为 63%。

集中于一线城市。合景泰富在 2014 上半年购入 7 幅位于广州、杭州、北京及南宁的土地, 总建筑面积为 161 万平方米。目前公司的总应占权益的土地储备达 1,050 万平方米, 分布于上海、苏州、成都、海南、北京、佛山、天津、杭州、南宁及广州。以面积计算, 项目于一线及二线城市的比例为 56/44, 公司对一线城市的物业市场充满信心。

负债比率增加。因为在 2014 上半年购入 67 亿元的土地, 净负债与总权益比率由 2013 年末的 56.3%上升至 2014 年中的 70.4%。公司在 2014 上半年已付出 65 亿元的土地金, 未付的土地金总额为 9.4 亿元, 其中 1.9 亿元将在 2014 下半年支付。为了减省借贷成本, 合景泰富于 2014 年 1 月及 8 月分别赎回 2 笔高息债, 因此分别录得支出 1.37 亿元及 8000 万元。公司目前的借贷成本减少 50 点子至 8.3%。

调高目标价。我们分别轻微调整 2014-16 年盈利预测 4.4%/-4.3%/-7.8%至 34.0 亿元、41.0 亿元及 52.4 亿元。在 2014 上半年购入新的土地后, 我们料 2014 年底的每股资产净值为 14.91 港元。因此目标价为 8.95 港元, 较每股资产净值折让 40%, 评级维持为买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万元人民币)	9,676	9,468	14,737	19,238	24,477
净利润 (百万元人民币)	2,406	2,750	3,398	4,101	5,237
每股收益 (人民币)	0.832	0.950	1.174	1.418	1.810
每股收益变动 (%)	14.4	14.3	23.6	20.7	27.7
市盈率(x)	5.8	5.1	4.1	3.4	2.7
市帐率(x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	3.1	6.0	6.2	7.2	8.3
权益收益率 (%)	15.7	15.4	16.7	17.4	18.8
净财务杠杆率 (%)	63.5	56.3	61.7	59.5	54.4

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$8.95
 向上/向下 +47.9%
 当前价格 HK\$6.05

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

房地产

市值(百万港元)	17,825
3 个月平均值(百万港元)	51.2
52 周高/低(港元)	6.49/3.46
发行股数 (百万港元)	2,863

资料来源: 彭博

股权结构

孔健岷	60.5%
流动股本	32.9%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	11.2%	8.9%
3 个月	4.4%	7.7%
6 个月	22.5%	17.4%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 安永

网址: www.kwgproperty.com

公司概况: 自 1995 年创立以来, 合景泰富着重于高品质物业的开发。合景泰富地产根植广州, 发展进一步扩大, 先后开拓了华南、华东、西南、华北及海南等地的市场。

华润置地(1109 HK)

高盈利预见性

中期基础盈利增加 84%。2014 年上半年的营业额及纯利分别上升 75.5%至 277 亿港元及 13.4%至 49.7 亿港元；扣除投资物业重估，2014 年上半年的基础纯利增加 83.7%至 36.9 亿港元。受惠于 77%的交付物业面积增加至 165 万平方米，物业发展业务的营业额上升 91.2%至 241 亿港元。虽然 2014 年上半年确认均价上升 7.9%至每平方米 14,560 港元，物业发展的毛利率只增加 0.6 个百分点至 28.2%。因为租金上调及新商场开始营运，2014 年上半年租金收入增加 21.9%至 26.3 亿港元。

签定收购深圳及山东 4 个项目的谅解备忘录。华润置地宣布与母公司签下收购深圳大涌村项目、深圳三九银湖项目、济南兴隆项目及济南档案馆东项目的谅解备忘录。这 4 个项目的总建筑面积为 556 万平方米，收购的支付方法拟以现金及/或发行新股支付。

2014 年首 7 月的合同销售金额下跌 22%。因为疲弱的物业市场及有限的新推货源，2014 年 1-7 月的合同销售金额及面积分别下跌 22.2%至 298 亿元人民币及 15.7%至 276 万平方米，即表示华润置地至 7 月底完成全年销售目标 700 亿元人民币的 42.6%。虽然销售失望，但价值 972 亿元人民币的物业已预售及待 2014 年或以后交付及入账，其中的 611 亿元人民币的物业会在 2014 年交付及入账，即表示约 91.5%我们估计的 2014 年物业发展收入已被锁定，盈利前景可观性高。

解开投资物业的价值。2014 上半年已有 3 个投资物业开始营运，另有 3 个将在下半年营业。总可出租面积由 2013 年的 227 万平方米增至 2014 年的 298 万平方米，而至 2016 年更增至 481 万平方米，我们预期未来 3 年的租金收入年复合增长率为 19.5%，2016 年租金收入料达 90 亿港元。

双增长动力。华润置地在 2014 年上半年新购入 622 万平方米的土地储备，令总土地储备达 3,653 万平方米，并覆盖国内 51 个城市。我们相信其独特的经营方式可支持公司持续的增长。华润置地财务健康，2014 年中的净负债比率为 55.4%。因为 2014 年的投资物业重估及我们预期 2015 年 5%的确认均价下跌的假设，我们调整盈利预测。我们的目标价为 26.27 港元，即较资产净值 37.53 港元折让 30%，升值潜力为 34.0%。重申为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万港元)	44,364	71,389	91,678	98,795	111,967
净利润 (百万港元)	10,569	14,696	14,169	12,106	16,634
每股收益 (港元)	1.819	2.521	2.430	2.076	2.853
每股收益变动 (%)	22.4	38.6	(3.6)	(14.6)	37.4
市盈率(x)	10.8	7.8	8.1	9.4	6.9
市帐率(x)	1.7	1.3	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	1.7	2.2	2.7	2.6	3.6
权益收益率 (%)	15.3	17.3	14.6	11.4	13.8
净财务杠杆率 (%)	40.5	39.2	48.4	48.0	44.7

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$26.27
 向上/向下 +34.0%
 当前价格 HK\$19.60

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

房地产

市值(百万港元)	111,610
3 个月平均值(百万港元)	220
52 周高/低(港元)	21.7/13.62
发行股数 (百万港元)	5,831

资料来源: 彭博

股权结构

华润集团	68.0%
流动股本	32.9%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	7.8%	5.6%
3 个月	7.8%	11.1%
6 个月	22.1%	17.0%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 普华永道

网址: www.crland.com.hk

公司概况: 华润置地是华润集团旗下地产业务旗舰, 华润置地坚持“住宅开发+投资物业+增值服务”的生意模式。住宅开发方面, 已形成八大产品线; 投资物业发展了万象城城市综合体、区域商业中心万象汇/五彩城和体验式时尚潮人生活馆 1234space 三种模式。

亿达中国(3639 HK)

优秀的商业伙伴

领先商务园运营商。根据戴德梁行报告，截至 2013 年 12 月 31 日，亿达为中国最大的商务园开发商，也是中国领先商务园运营商。公司开发及运营包括办公楼及住宅物业的大规模的商务园。我们给予亿达「买入」评级，目标价为 3.55 港元，相等于与 11.85 港元的资产净值折让 70%

大连的主要发展商及房东。根据戴德梁行报告，亿达为大连市最知名的开发商。基于高质量的住宅物业及知名的品牌，亿达的物业项目售价会比邻近的项目为高。此外，公司拥有丰富的营运及管理商务园的经验，所以能吸引大规模及知名的租客，多家财富世界 500 强的公司可在亿达的商务园中找到，这批世界领先的知识型及高科技企业租客包括 IBM、GENPAVT、Symatec、CISCO、Oracle 及 Softbank。

每年拓展一个新城市。当需要发展一个知识型及高科技行业的商机出现，亿达会开拓其独特的商业模式，公司计划在未来 5 年会在每一年在至少一个新城市拓展业务。因为中国持续的经济增长、城市化及地方政府对当地工业基础的发展及调整，亿达开发商业园的模式会提供巨大的商机。

1,180 万平方米的土地储备。截至 2013 年 12 月 31 日，总土地储备及应占权益的土地储备分别为 1,180 万平方米及 799 万平方米。以地区分布，大连占总土地储备的 85.4%。亿达正在筹备成立合营公司发展上海创新创业园；此外，公司更计划成立另外一间合营公司发展苏洲高铁新城科技园项目。

减债为重要工作。我们预测 2014-16 年盈利分别为 12.3 亿元(人民币·下同)、15.34 亿元及 17.99 亿元。虽然我们预期净负债比率由 2013 年底的 141.6%下降至 2014 年底的 99.3%，但仍然偏高，所以管理财政会是公司的首要工作。此外，我们估计 2014 年底的资产净值为 245 亿元或每股 11.85 港元。主要风险包括股份流通量低、高负债、资产集中于大连及政策风险。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万元人民币)	6,001	6,399	8,359	9,763	12,062
净利润 (百万元人民币)	1,311	828	1,230	1,534	1,799
每股收益 (人民币)	不适用	不适用	0.537	0.594	0.696
每股收益变动 (%)	不适用	不适用	不适用	10.7	17.3
市盈率(x)	不适用	不适用	3.9	3.5	3.0
市帐率(x)	不适用	不适用	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	0.0	0.0	5.7	5.7	6.7
权益收益率 (%)	19.0	11.8	13.2	14.6	15.0
净财务杠杆率 (%)	102.0	141.6	99.3	94.6	81.6

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$3.55
 向上/向下 +35.1%
 当前价格 HK\$2.60

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

房地产

市值(百万港元)	6,718
3 个月平均值(百万港元)	1.34
52 周高/低(港元)	2.8/2.26
发行股数 (百万港元)	2,584

资料来源: 彭博

股权结构

孙荫环	62.4%
流动股本	32.9%

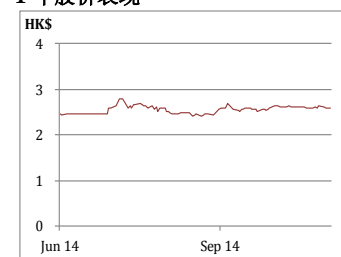
资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-1.9%	-3.9%
3 个月	5.3%	8.5%
6 个月	不适用	不适用

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 安永

网址: www.yidachina.com.cn

公司概况: 亿达为中国最大的商务园开发商，也是中国领先商务园运营商。公司开发及运营包括办公楼及住宅物业的大规模的商务园。

龙湖地产(960 HK)

高质量的造房者

核心盈利下跌 22%。2014 上半年收入及纯利分别上升 4.7%至 159 亿元(人民币·下同)及 4.2%至 40.1 亿元。扣除投资物业重估收益,基本盈利下跌 22.0%至 21.4 亿元。确认平均售价上升 17.7%至每平方米 11,994 元,抵销了交付楼面建筑面积减少 12.7%的效果;此外,成都的北城天街于 2013 年末落成后带动期内租金收入上升 24.1%至 3.78 亿元,物业出租率达 95.8%。总体毛利率从 2013 上半年的 31.9%收窄至期内的 30.9%。最后,2.01 亿元的汇兑损失、2.66 亿元的赎回票据亏损及 3.10 亿元的存货减值令整体利润受压。

上半年合同销售轻微下跌。龙湖地产 2014 上半年合同销售金额和面积分别下跌 9.4%至 203 亿元和 7.7%至 185 万平方米。西部地区占销售最大的份额,达 36.9%。龙湖地产已完成了 35.6%的 2014 年的销售目标(即 570 亿元),公司表示会维持销售目标不变,龙湖将在 2014 年下半年推出 11 个新项目。此外,截至 6 月底,总值约 605 亿元或 550 万平方米的物业已预卖但仍未入账。龙湖地产在 2014 上半年竣工物业面积为 142 万平方米,公司计划在下半年竣工物业面积增至 544 万平方米,以支持全年盈利增长。

未来 3 年商业物业增加 128 万平方米。目前,约 11 个投资物业(出租面积为 76 万平方米)已经营运,另有 10 个投资物业(出租面积为 128 万平方米)在兴建中。4 个新投资物业(出租面积为 49 万平方米)将在 2014 年下半年竣工。我们预计龙湖地产未来三年租金收入的复合年增长率为 32%至 15.9 亿元。

在 24 个城市建立 3960 万平方米的土地储备。龙湖地产在 2014 上半年新购入 192 万平方米的新土地储备,公司新开拓南京和佛山市场,土地储备遍布国内 24 个城市。目前,总及应占权益的土地储备分别为 3,959 万平方米和 3,558 万平方米,土地成本为每平方米 2,259 元。

因减少毛利率假设而下调目标价。2014 年中的净负债增加至 66.2%,但仍是健康。我们调整 2014-16 盈利预测达 14.7%/-10.3%/-3.1%。我们料 2014 年底每股资产净值为 24.03 港元,目标价为 14.42 港元,相等于较资产净值折让 40%。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万人民币)	27,893	41,510	43,066	52,489	70,844
净利润 (百万人民币)	6,301	8,037	8,205	8,102	11,811
每股收益 (人民币)	1.203	1.478	1.509	1.490	2.172
每股收益变动 (%)	(2.0)	22.9	2.1	(1.3)	45.8
市盈率(x)	7.3	5.9	5.8	5.9	4.0
市帐率(x)	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
股息率 (%)	2.3	2.6	2.6	3.4	4.9
权益收益率 (%)	21.1	21.7	18.7	15.9	19.4
净财务杠杆率 (%)	43.7	57.9	61.0	57.1	50.1

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$14.42
 向上/向下 +64.1%
 当前价格 HK\$10.44

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

房地产

市值(百万港元)	59,422
3 个月平均值(百万港元)	24.7
52 周高/低(港元)	11.88/8.46
发行股数 (百万港元)	5,442

资料来源: 彭博

股权结构

吴亚军	45.2%
流动股本	32.9%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	20.2%	17.8%
3 个月	3.4%	6.6%
6 个月	8.5%	4.0%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 德勤

网址: www.longfor.com

公司概况: 龙湖地产 1993 年创建于重庆, 发展于全国, 是一家专注产品和服务品质的专业地产公司, 业务涉及地产开发、商业运营和物业服务三大领域。

利信达(738 HK)

展望强劲 2015 年

2015 财年上半年取得净利润双位数增长。公司 2015 财年上半年（财年年结日为 2 月 28 日）销售收入以及净利润分别按年增长 7.7% 和 26.8% 至港币 9.4 亿元和港币 9 千 7 百万元。公司盈利能力在 2015 财年上半年也得到相应的提升，毛利润、经营利润率以及净利润率都分别按年上升 0.8 个百分点、2.2 个百分点以及 1.6 个百分点至 66.9%、13.7% 以及 10.3%。我们预测 2015 财年和 2016 财年销售收入将分别按年增长 10.8% 和 12.0% 至港币 22.6 亿元和港币 25.3 亿元。公司预计在 2015 财年和 2016 财年总共投资港币 6 千万元用于提高经营效率和市场竞争力，包括厂房以及设备的升级，产品设计的创新以及 IT 系统的升级。我们预测 2015 财年的毛利率和经营利润率分别为 67.5% 和 13.9%。

LINEA ROSA 品牌扩张。公司截至 2015 财年上半年拥有 863 个零售网点，店铺总数按年减少 134 个。截止 2015 财年上半年，CNE 所有的店铺都已关闭，此外 Le saunda MEN 的店铺总数也减少至 80 间。LINEA ROSA 预计在未来将会有较高的增长潜力，公司预计在 2015 财年底和 2016 财年底分别将 LINEA ROSA 的店铺总数增加至 50 间和 150 间。相较于公司其他的品牌，LINEA ROSA 产品的毛利率是最高的。公司同时打算扩大 LINEA ROSA 的品牌组合，主要针对中端到奢侈端的鞋类市场。截止 2015 财年上半年，LINEA ROSA 的产品单价为人民币 1,338 元，我们预测 LINEA ROSA 未来的增长主要来自于销售量的增长，而不是产品单价的提高。

电商业务。CNE 已经成功转型成为一个在线销售的品牌及开始有盈利。现时，按销售收入排名 CNE 也是天猫商城排名前 30 的品牌。我们预测 CNE 的销售收入将占 2015 财年总销售收入的 10%，同时销售单价介于人民币 300 元至人民币 400 元之间。

维持买入评级。我们将 2015-16 财年的净利润预测分别下调 1.1% 和 6.6% 至港币 2.5 亿元及港币 2.7 亿元。公司目前的股价相当于 2015 财年和 2016 财年预测市盈率的 9.4 倍和 8.7 倍。目标价为港币 4.34 元，相等于 2015 财年市盈率的 11.0 倍，同时也是公司过去 5 年的平均市盈率。维持买入评级。

财务资料

(截至 2 月 28 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
营业额 (港币百万元)	1,545	1,762	2,039	2,260	2,531
净利润 (港币百万元)	194	179	287	252	272
每股收益 (港币)	0.304	0.280	0.449	0.395	0.425
每股收益变动 (%)	15.25	(7.75)	60.27	(12.14)	7.75
市盈率(x)	12.15	13.17	8.22	9.35	8.68
市帐率(x)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
股息率 (%)	3.7	3.8	7.3	4.9	5.3
权益收益率 (%)	16.4	13.9	19.1	16.1	16.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价	HK\$4.34
向上/向下	+17.6%
当前价格	HK\$3.69

张淳鑫
(852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

零售

市值(百万港元)	2,368
3 个月平均值(百万港元)	2.42
52 周高/低(港元)	4.05/3.22
发行股数 (百万港元)	641.6

资料来源: 彭博

股权结构

Stable Gain Holdings	31.9%
流动股本	32.9%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-4.9%	-6.8%
3 个月	0.3%	3.4%
6 个月	-2.9%	-6.9%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 普华永道

网址: www.lesaunda.com.cn

公司概况: 利信达是一间鞋类生产和零售商, 旗下品牌主要针对中国内地中端至高端的鞋类市场。旗下品牌主要包括 Le saunda (中端女鞋品牌)、Le saunda MEN (中高端男鞋品牌)、CNE (大众市场女鞋电商品牌) 和 LINEA ROSA (高端女鞋品牌)。

金鷹商贸集团(3308 HK) 打造全生活购物中心

公司概况。金鷹商贸集团是一间专注于百货商场业务的集团。公司在 1996 年南京开设了第一间百货商场：南京新街口店。截止 2014 上半年，公司的百货商场业务横跨 4 个省以及一个直辖市，包括江苏省，安徽省，陕西省，云南省以及上海市。目前，公司专注于打造全生活一站式购物中心以提供更多元化的服务来满足客户的需求。

全生活一站式购物中心的概念。从传统的百货商场业务转型为专注于全生活一站式购物中心的打造是公司未来的主要发展方向。全生活购物中心的建立能更好的满足客户的需求，提高人流量同时也延长客户在购物中心的停留时间。

优化商业市场管道。公司在 2013 年投入了大约人民币 4 千万元优化公司的各种在线管道，主要包括 O2O 业务的准备以及掌上金鹰应用程序的打造和升级。在线的商业管道可以为公司提供有关客户与零售市场较为深入的信息，例如客户的购物偏好和最新的消费市场趋势，还有更多有效的信息可供公司分析以提高市场竞争力。

现有店铺表现以及新开店计划。截止 2014 上半年，公司一共有 26 间购物中心在运营。在 2014 上半年，有 15 间运营中的购物中心录得同店销售按年下跌，同时亏损店铺达到 10 间。公司计划在未来几年一共开设 15 间购物中心，其中 4 间位于江苏省的购物中心将计划在 2014 年投入运营。

买入评级。我们预测 2014-16 财年的净利润分别为人民币 11.3 亿元、人民币 13.7 亿元及人民币 14.5 亿元。公司目前的股价相当于 2014 财年和 2015 财年预测市盈率的 12.6 倍和 9.9 倍。目标价为港币 12.3 元，相当于 2015 财年预测市盈率的 12.9 倍，同时也是公司过去 3 年的平均市盈率减去一个标准偏差。买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (人民币百万元)	3,623	3,660	3,650	4,221	4,580
净利润 (人民币百万元)	1,218	1,235	1,127	1,367	1,451
每股收益 (人民币)	0.629	0.656	0.599	0.765	0.812
每股收益变动 (%)	0.9	4.28	(8.59)	27.66	6.17
市盈率(x)	12.01	11.52	12.60	9.87	9.30
市帐率(x)	2.76	2.71	2.29	1.80	1.54
股息率 (%)	2.5	2.7	2.4	3.0	3.3
权益收益率 (%)	23.0	23.5	18.1	18.2	16.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	29.9	22.1	18.1	11.5

来源：公司资料，招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$12.3
 向上/向下 +30.3%
 当前价格 HK\$9.44

张淳鑫
 (852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

零售

市值(百万港元)	16,860
3 个月平均值(百万港元)	30.29
52 周高/低(港元)	12.48/8.91
发行股数 (百万港元)	1,786

资料来源：彭博

股权结构

王恒	74.99%
流动股本	24.9%

资料来源：联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-0.4%	-2.4%
3 个月	0.0%	3.1%
6 个月	0.1%	-4.0%

资料来源：彭博

1 年股价表现



资料来源：彭博

审计：德勤

网址：www.netge.com

公司概况：金鷹商贸集团是一间专注于百货商场业务的集团。公司在 1996 年南京开设了第一间百货商场：南京新街口店。截止 2014 上半年，公司在江苏省，安徽省，陕西省，云南省以及上海市都拥有自己的百货商场。公司专注于打造全生活一站式购物中心以满足不同客户的需求。

华地国际(1700 HK)

旗下商场将以全新面目吸引更多的客人

总销售收入保持平稳但净利润按年下降 4.5%。2014 上半年，总销售收入与营业额分别按年增长了 0.2% 和 5.3% 至人民币 58 亿元和人民币 22 亿元。然而，由于经营费用压力的不断上升，净利润则按年下降 4.5% 至人民币 4.3 亿元。2014 上半年，经营费用总额占总销售收入的 12.6%，按年上升 0.7 个百分点。中国内地市场的零售气氛依然疲软。我们也不认为 2014 下半年零售市场的气氛将有明显的好转。我们预测 2014 和 2015 年的总销售收入将分别按年上升 3.7% 和 8.9% 至人民币 116 亿元和人民币 126 亿元。

2014 全年无新开的百货商场。截止 2014 上半年，公司录得百货商场业务销售按年增长 1.7%，但同店销售按年下降 1.1%。百货商场销售占 2014 上半年公司总销售收入的 75.6%，按年下降 1.5 个百分点。我们认为同店销售下降的一部分原因是由于去年同期基数较高且宜兴百货商场的停业装修所引起的。百货商场 2014 上半年的销售佣金为 16.9%，按年上升 0.5 个百分点。我们不认为百货商场的销售在 2014 下半年将会有明显的改善，同时预测 2014 全年的百货商场销售所得按年增长 2.7% 至人民币 87 亿元。

2015 全年计划开设 5 间新的超市。截止 2014 上半年，公司录得超市销售收入和同店销售分别按年上升 6.6% 和 1.0%。新鲜食品的销售占 2014 上半年超市销售收入的 38.1%，按年上升 1.9 个百分点。公司计划在 2015 年开设 5 间新的超市，其中 1 间为配合新购物商场的市中心店和 4 间小区住宅店。我们预测 2014 和 2015 的超市销售总收入将分别按年上升 6.9% 和 8.1% 至人民币 28.5 亿元和人民币 30.8 亿元。

百货商场的重新装修已接近尾声。我们认为未来将百货商场转型成为集购物和休闲娱乐为一体的购物中心将是百货经营者的重要任务。公司正在修建 3 个大型的购物中心且旧的百货商场改造也已经接近尾声。我们认为改造后的百货商场将更具市场竞争力且更能满足客户的需求。

维持买入评级。我们将 2014-16 财年的净利润预测分别下调 7.4%、11.2% 和 12.2% 至人民币 6.8 亿元、人民币 7.9 亿元及人民币 9.0 亿元。公司目前的股价相当于 2014 财年和 2015 财年预测市盈率的 8.7 倍和 7.5 倍。目标价为港币 3.7 元，相当于 2014 财年预测市盈率的 10.7 倍，同时也是公司过去 5 年的平均市盈率。买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(人民币百万元)	3,807	4,162	4,350	4,751	5,149
净利润(人民币百万元)	651	730	684	794	899
每股收益(人民币)	0.261	0.292	0.274	0.318	0.360
每股收益变动(%)	N/A	12.15	(6.38)	16.16	13.25
市盈率(x)	9.15	8.16	8.72	7.50	6.63
市帐率(x)	1.33	1.24	1.19	1.12	1.05
股息率(%)	5.4	6.2	5.4	6.0	7.1
权益收益率(%)	14.5	15.2	13.6	15.0	15.9
净财务杠杆率(%)	净现金	38.6	10.4	17.0	25.3

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$3.7
 向上/向下 +25.0%
 当前价格 HK\$2.96

张淳鑫
 (852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

零售

市值(百万港元)	7,284
3 个月平均值(百万港元)	2.45
52 周高/低(港元)	4.28/2.55
发行股数(百万港元)	2,460.7

资料来源: 彭博

股权结构

陈建强	58.6%
流动股本	40.1%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-7.4%	-4.3%
3 个月	18.4%	21.6%
6 个月	12.2%	-0.1%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 安永

网址: www.springland.com.cn

公司概况: 华地国际在中国内地经营及管理百货店及超市业务。公司以泛长江三角洲地区为中心且实施双模式零售业务模型。目前, 公司在江苏省、浙江省以及安徽省拥有共 49 间零售门店。公司立志于打造百货商场与超市的一体化购物中心以便能更好的满足客户的需求。

宝信汽车集团(1293 HK)

过渡的一年

14 年上半年盈利增长减慢。宝信发布 14 财年上半年业绩，收入同比增长 8.6% 至人民币 162.9 亿。汽车总销量从 13 财年上半年的 33,648 台增加至 14 财年上半年的 36,726 台，同比上升 9.1%。其间豪华/超豪华车销量稳步增长 13.7%，从 26,893 台到 30,585 台。售后服务收入比例增加对毛利率的正面影响被新车毛利率下降所抵消。毛利率达 9.8%，同比持平。净利润达人民币 5.47 亿，同比增长 7.0%。

向超豪华品牌过渡。宝信的库存从 13 财年上半年的 35.9 天增加至 14 财年上半年的 43.2 天。虽然捷豹路虎 (JLR) 的库存保持在 30 天的健康水平，惟宝马的库存则上升至 45 天。管理层将专注于控制宝马的库存，并对扩充宝马经销商持审慎态度。14 年上半年公司经营 80 家经销商，下半年宝信将放慢宝马门店的扩张，将注意力转去其他高毛利品牌和超豪华品牌。在建的 11 间经销商只有一间是宝马/ MINI 专卖店，而 JLR 和奥迪店则分别有三间及两间。其他品牌则包括保时捷、沃尔沃、英菲尼迪和劳斯莱斯。对比宝马的 4% 毛利率，JLR 的毛利率约为 8%。14 财年上半年为公司第一次从 JLR 录得超越宝马的销售毛利。随着越来越多的资源投入在超豪华品牌，我们预计新车销售毛利率将从上半年的 5.4% 微升至下半年的 5.6%。

正着手兴建二手车平台。宝信正与一间二手车拍卖集团和一间商业银行建立 O2O 平台经营二手车交易。此外，公司正在将中高端品牌店改装成二手车中心。除了二手车业务，宝信也在扩大汽车保险和汽车融资业务以达至多元化发展。

售后服务贡献大部分毛利。14 财年上半年售后服务收入达到人民币 16.8 亿，同比增长 20%。毛利率稳定，达 47.8%。售后服务占上半年总毛利的 50.6%，去年同期为 45.7%。售后服务对毛利的贡献第一次超越新车销售。由于保养期到期的车辆数量稳步增长，我们预计售后服务收入将变得越来越重要。售后服务收入的增长将推高整体毛利率，并令收入更稳定及减少受经济周期的影响。

我们分别下调了 14 及 15 财年的每股盈利预测达 13.3% 和 12.0% 至人民币 0.47 元和人民币 0.64 元。我们以 9 倍 15 财年市盈率为公司估值，目标价为港币 7.20 元，上升潜力为 36.1%。我们重申 买入 评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万人民币)	18,093	30,082	33,352	37,554	40,472
净利润 (百万人民币)	701	996	1,209	1,636	2,086
每股收益 (人民币)	0.28	0.39	0.47	0.64	0.82
每股收益变动 (%)	2.1	40.4	21.3	35.3	27.5
市盈率(x)	15.5	10.7	9.0	6.6	5.2
市帐率(x)	2.8	2.3	1.9	1.6	1.3
股息率 (%)	1.9	2.8	3.4	4.5	5.8
权益收益率 (%)	17.8	21.1	21.5	26.1	27.0
净财务杠杆率 (%)	38.9	53.3	52.1	28.5	3.7

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$7.2
 向上/向下 +36.1%
 当前价格 HK\$5.29

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

汽车

市值(百万港元)	13,528
3 个月平均值(百万港元)	10.2
52 周高/低(港元)	7.71/5.04
发行股数 (百万港元)	2,557.3

资料来源: 彭博

股权结构

宝信投资管理	61.4%
流动股本	15.0%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-10.9%	-12.7%
3 个月	-9.4%	-6.6%
6 个月	-16.2%	-19.7%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 安永

网址: www.klbaixin.com

公司概况: 宝信主要从事豪华汽车销售及售后服务。宝信所有的 4S 经销商皆布局在中国最富裕的沿海地区以捕捉对豪华轿车的庞大需求。

中国擎天软件(1297 HK)

江苏省领先的政府和企业管理软件供应商

江苏省独家出口退税软件供应商。中国擎天软件 (擎天) 自 1998 年以来一直为中国行政和企业应用程序的领先供应商。公司目前为江苏省唯一的出口退税电子申报软件供应商。其产品可以直接连接到江苏省税务局的税收管理系统。因此，它占了江苏省出口退税电子申报软件产业的全部市场。出口退税软件分部营收在 14 年上半年同比增长 42.9%，至人民币 0.42 亿元，主要来自于推出新的自我风险评估税务管理产品，我们预计 14 财年出口退税软件部门营收同比将增长 43.3% 至人民币 0.97 亿元。此外，擎天软件的出口税收管理培训课程在出口企业界持续受到关注，培训收入由 13 年上半年约人民币 7 百万元上升至 14 年上半年超过人民币一千万元。

推出新的电子政务云平台。擎天软件也在扩张其电子政务解决方案的业务，推出各级地区政府的服务行业云平台。以及公共安全云平台，以帮助政府加强社会管理。我们预计电子政务部门营收在 14 财年将同比增长 35.7%，至人民币 1.66 亿元。

碳管理解决方案前景亮丽。碳管理解决方案分部营收在 14 年上半年同比增长 39.4% 至人民币 0.11 亿元，增长来自于为高耗能行业推出碳排放报告平台。此外，擎天软件与一间国有企业-中国节能环保咨询（中节能）签订了为期两年的合作协议，共同发展低碳信息平台、能源管理平台和碳审计系统。我们预计，碳管理解决方案仍然是公司主要的增长动力，并预计 14 财年分部收入将大升 62.1% 至人民币 0.56 亿元。

我们预测 2014 和 15 财年每股盈利分别达人民币 0.132 元及 0.167 元。香港上市的 IT 服务供应商平均交易在 21.6 倍 15 财年市盈率。鉴于擎天的品牌知名度相对较低及上市时间较短，我们认为估值应比同业的平均市盈率有 20% 的折让。因此，我们以 17.2 倍 15 财年市盈率为公司估值。目标价为 3.69 元，我们维持「买入」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万元人民币)	227	281	369	435	479
净利润 (百万元人民币)	76	101	137	172	196
每股收益 (人民币)	0.102	0.114	0.132	0.167	0.190
每股收益变动 (%)	29.7	12.4	15.8	26.2	14.0
市盈率(x)	29.2	26.0	22.5	17.8	15.6
市帐率(x)	9.5	4.2	4.3	3.7	3.1
股息率 (%)	0.0	1.4	1.3	1.7	1.9
权益收益率 (%)	32.7	16.2	19.0	20.6	20.1
净财务杠杆率 (%)	12.6	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$3.69
 向上/向下 -3.1%
 当前价格 HK\$3.81

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

软件

市值(百万港元)	3,933
3 个月平均值(百万港元)	8.54
52 周高/低(港元)	4.00/1.38
发行股数 (百万港元)	1,032.3

资料来源: 彭博

股权结构

辛颖梅	48.6%
阿里巴巴	13.3%
流动股本	31.8%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	40.2%	37.4%
3 个月	45.7%	50.2%
6 个月	51.6%	45.3%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 德勤

网址:
www.sinosoft-technology.com

公司概况: 擎天软件专注于江苏省的应用软件产品及解决方案服务。公司主要开发出口退税、碳排放管理、电子政务和系统集成软件及解决方案。

中国通信服务(552 HK)

4G 资本开支集中下半年，将提升下半年成长率

国内运营商业增长迟缓，拖累上半年业绩。中通服发布 14 年上半年业绩，营收同比上升 4.3% 至人民币 337.4 亿元。国内运营商业的营收同比温和上升 0.6% 至人民币 205.4 亿元。主要的增长动力为国内非运营商业，录得 11.6% 年增长率。海外业务按年增长 3.9% 至人民币 17.4 亿元。因竞争加剧、分包成本增长快速，毛利率同比下降 1.1 个百分点至 14.3%。上半年净利润同比收窄 0.2 个百分点至 3.7%，因成功压缩营业开支以缓解毛利率下降。净利润达人民币 12.4 亿元，同比下降 0.4%。

中国电信的 4G 资本开支集中于下半年。上半年来自中国电信（728 HK）的收入按年下降 5% 至人民币 126.4 亿元，因中国电信暂缓 4G 的投资，直至获得 FDD 牌照。上半年中国电信仅完成了人民币 803 亿元的全年资本开支预算的 28.7%。此外，中国电信管理指出 15 财年的资本支出将进一步增加 12% 至人民币 900 亿元，大部分开支将流向 4G 相关的领域，如基站扩建和室内覆盖，实现深度 4G 覆盖。8 月 28 日，中国电信宣布其 TD 和 FDD 混合组网试点将从 16 个城市扩展到 40 个城市。14 财年上半年，来自于中国电信的收入占总收入的 37.4%，仍为公司的主要收入来源。我们认为，中通服的增长仍然取决于中国电信的资本支出规模。我们预计电信基建服务（TIS）部门是中国电信 4G 投资的主要受益者，并预测 TIS 部门下半年将录得同比 16.5% 的收入增长。

非运营商业是另一个增长引擎。因政府和工业客户对系统集成业务的需求强大，上半年来自国内非运营商业的营收同比增长 11.6% 至人民币 114.6 亿元。中通服为政府提供智慧城市解决方案和信息安全系统，以及为工业和中小企客户提供数据中心解决方案和云产品。因城市化和信息化的需求殷切，我们预计非运营商业将成为另一增长引擎。非运营商业的快速增长也将提升业务多元化，防止过度依赖和运营商资本支出周期高度相关 TIS 业务。

我们分别下调了 14 和 15 财年的每股盈利预测达 1.4% 和 1.6% 至人民币 0.34 元及 0.37 元。目标价为港币 4.80，为 15 财年每股盈利的 10 倍，有 27.0% 的上升潜力。我们维持 买入 评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (人民币百万元)	61,517	68,459	75,645	85,631	95,109
净利润 (人民币百万元)	2,407	2,238	2,346	2,593	2,870
每股收益 (人民币)	0.35	0.32	0.34	0.37	0.41
每股收益变动 (%)	-1.4	-8.4	4.8	10.5	10.7
市盈率(x)	8.6	9.4	8.7	7.9	7.1
市帐率(x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
股息率 (%)	4.7	4.3	3.4	3.8	5.6
权益收益率 (%)	11.5	10.0	9.9	10.1	10.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$4.8
 向上/向下 +27.0%
 当前价格 HK\$3.78

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

电信设备

市值(百万港元)	26,180
3 个月平均值(百万港元)	29.9
52 周高/低(港元)	5.22/3.28
发行股数 (百万港元)	6,926

资料来源: 彭博

股权结构

中国电信	51.4%
流动股本	34.5%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	6.4%	4.3%
3 个月	1.9%	5.0%
6 个月	2.4%	-1.8%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 毕马威

网址: www.chinaccs.com.hk

公司概况: 中通服为电信基础设施建设提供包括设计、建设及项目监理在内的服务。并为运营商提供网络设计和设施管理维护等服务。

中兴通讯(763 HK)

4G 需求继续推动增长

14 财年上半年盈利增长强劲。中兴公布 14 财年上半年业绩。收入仅微升 0.5%，至人民币 376 亿。运营商网络收入增长被终端和软件分部的收入下降所抵消。因高毛利的运营商网络收入比例增加，以及市场竞争态势趋缓，整体毛利率提高了 4.0ppt 个百分点至 29.5%。公司 14 年上半年净利润达人民币 11.3 亿，同比增长 263.9%。中兴也预测 14 年一至三季的净利润可达人民币 17.0 至 19.0 亿，意味着第三季净利润将介于人民币 5.7 至 7.7 亿之间。

国内运营商的 4G 网络建设驱动增长。因中国移动（941 HK）对 TD-LTE 设备的需求甚殷，14 财年上半年运营商网络收入同比增长 14.6% 至人民币 218 亿。中移动在上半年只花了全年资本开支预算的 37%。我们预计中国移动的 4G 网络扩建势头将可延续至下半年。此外，考虑到 FDD 试用牌照已经发出，我们预计中国电信（728 HK）及联通（762 HK）将开始铺设 FDD 网络。因此，我们相信下半年国内的 4G 网络加快扩建将持续成为中兴的主要增长动力。

毛利率显着提升。运营商网络业务的毛利率同比扩大 2.9 个百分点至 35.3%，由于 1) 高毛利的 4G 产品占比上升和 2) 市场竞争态势趋缓，运营商青睐国内设备厂商，舍弃外资。此外，软件和服务业务的毛利率同比扩大 7.6 个百分点至 32.7%，主要由于海外市场的毛利改善。

手机终端仍然疲弱。14 财年上半年手机终端产品销售达到人民币 104 亿，同比下降 16.5%。惟终端业务的毛利率同比上升 0.3 个百分点至 15.6%。终端业务表现低迷是由于公司的 3G 智能手机在国内的市场份额下滑。下半年 4G 网络的铺设将产生对 4G 手机的新需求，随着公司不断推出入门级的 4G 智能手机，我们预计终端业务的下滑趋势将得到缓解。

我们认为中兴将继续从国内运营商的 4G 建设中获益。公司在 TD-LTE 和 FDD-LTE 两种制式都有技术优势，当 FDD 机站建设在下半年开始上马时，这将有助中兴获取中电信和联通的 FDD 订单。目标价为 21.00 港元，等于 16 倍 15 财年预测市盈率，代表着 13.1% 的上升潜力。我们维持 买入 评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (人民币百万元)	84,119	75,234	79,430	86,094	94,920
净利润 (人民币百万元)	-2,841	1,358	2,633	3,519	3,912
每股收益 (人民币)	-0.83	0.39	0.77	1.02	1.14
每股收益变动 (%)	不适用	不适用	94.0	33.6	11.2
市盈率(x)	不适用	36.7	18.9	14.1	12.7
市帐率(x)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6
股息率 (%)	0.0	0.2	1.6	2.1	2.4
权益收益率 (%)	不适用	5.7	10.0	12.1	12.2
净财务杠杆率 (%)	6.2	25.2	19.6	17.0	14.9

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$21.0
 向上/向下 +13.1%
 当前价格 HK\$18.56

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

电信设备

市值(百万港元)	67,242
3 个月平均值(百万港元)	71.3
52 周高/低(港元)	18.88/13.8
发行股数 (百万港元)	3,438

资料来源: 彭博

股权结构

中兴新	32.5%
流动股本	18.3%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	3.5%	1.5%
3 个月	7.1%	10.4%
6 个月	27.0%	21.8%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 安永

网址: www.zte.com.cn

公司概况: 中兴主要业务为运营商网络生产及安装各种电信基建设备。中兴也设计及生产智能手机、平板电脑及其周边设备。

舜宇光学(2382 HK)

预计毛利率下半年恢复

14 年上半年营收增长强劲，惟毛利率下降。舜宇发布 14 年上半年业绩。营收按年增长 37.7% 至人民币 38.4 亿元，受惠于手机镜头（HLS）以及手机照相模块（HCM）部门的销售大幅成长。毛利率则收缩 1.2 个百分点至 14.6%，因毛利率相对较低的 HCM 业务占销售比增加。然而，光学元零件分部的毛利率则同比显着提高 3.8 个百分点至 26.6%，主要由于像素升级成功。14 年上半年净利润达人民币 2.6 亿，同比增长 30.5%。

预计 14 财年 HLS 出货量将倍升。由于开始供货给一家韩国大手机生产商，上半年 HLS 的出货量同比上升 48.0% 至 3,720 万个。管理层重申其 2014 年全年 HLS 出货目标为上升一倍。我们预计该出货量目标可以实现，因为 1) 对该韩国客户的出货增加，2) 与柯尼卡美能达上海 HLS 厂房的整合进展顺利，产能大升，以及 3) HLS 的内部供货需求不断上升。由于对高像素手机镜头的需求殷切，我们估计八百万或以上像素的 HLS 出货比例将从上半年的 24.4% 进一步增加至下半年的 40%。

像素升级和新产品将提升下半年的毛利率。14 年上半年光电产品分部（主要是 HCM 产品）毛利率同比下降 1.2 个百分点至 10.9%，因为 1) 来自于光宝科技（2301 TW）和欧菲光（002456 CH）的竞争日益加剧，2) 降低了一些订单的销售价格以打入某中国手机厂商供应链。然而，加速像素升级可以提升下半年毛利率。因为越来越多的智能手机采用 1,300 万像素的 HCM，我们估计舜宇 1,000 万像素及以上的 HCM 出货比例将从上半年的 12.6% 增加至下半年的 20%。高像素智能手机的需求不断增加，也将提振光学图像稳定器（OIS）模块的需求。据管理透露具 OIS 功能的 HCM 售价及毛利率显着高于传统 HCM。公司已于七月开始推出具 OIS 功能的 HCM。我们相信像素升级和 OIS 模块的推出将提升下半年毛利率。我们预计下半年产品分部的毛利率将环比扩阔 1.9 个百分点至 12.8%。

我们预计下半年 HLS 出货将显着提升，HLS 和 HCM 的像素升级也将成功。得益于产品结构向高毛利的 HLS 产品倾斜以及 HCM 产品的质量提升，我们预计毛利率将于下半年恢复。我们调高 14 及 15 财年的净利润预测分别达 0.8% 和 1.0% 至人民币 6.60 亿和人民币 8.33 亿。我们以 13 倍 15 财年市盈率为公司估值，目标价为港币 12.65 元。我们维持「买入」评级。

财务资料

(截至 12 月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万人民币)	3,984	5,813	8,390	10,395	12,163
净利润 (百万人民币)	346	440	660	833	993
每股收益 (人民币)	0.36	0.44	0.60	0.76	0.91
每股收益变动 (%)	61.3	23.1	35.7	26.2	19.2
市盈率(x)	30.5	24.1	17.8	14.1	11.8
市帐率(x)	5.5	3.7	4.1	3.3	3.5
股息率 (%)	1.0	1.2	1.7	2.1	2.6
权益收益率 (%)	17.9	15.4	23.0	26.2	25.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	6.4	净现金	净现金

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

买入

目标价 HK\$12.65
 向上/向下 -7.7%
 当前价格 HK\$13.70

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

科技

市值(百万港元)	15,029
3 个月平均值(百万港元)	73.5
52 周高/低(港元)	14.32/6.1
发行股数 (百万港元)	1,097

资料来源: 彭博

股权结构

舜旭有限公司	38.4%
流动股本	55.0%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	6.4%	4.2%
3 个月	32.6%	36.7%
6 个月	42.9%	36.9%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 德勤

网址: www.sunnyoptical.com

公司概况: 舜宇主要从事研究设计与生产光学相关产品与科学仪器, 包括手机镜头及模组、单反相机镜头、车载镜头及红外线仪器。

过往公司拜访

Dynam (6889 HK)

亿和控股(838 HK)

博大绿泽(1253 HK)

昂纳光通信 (877 HK)

越秀房托 (405 HK)

光匯石油(933 HK)

中国水务集团(855 HK)

联合光伏 (686 HK)

Dynam (6889 HK)

综合度假村法案可成为短期催化剂

会见了众议院的成员了解综合度假村条例草案。我们会见了众议院的成员及国际旅游推广联盟副总裁 Sakihito Ozawa，了解综合度假村条例草案的最新发展。他预计综合度假村条例草案将在今年 6 月获得通过。所以在日本博彩业将会合法化，赌场业务可以在综合度假村内经营。Sakihito Ozawa 预计未来综合度假村条例草案会刺激经济增长，包括增加游客、消费增长和创造就业。如果一切进展顺利，日本的第一家赌场将在 2020 年左右被开业。

参观了山口县内 Dynam 的培训中心。我们还参观了山口县内 Dynam 培训中心，培训中心位于日本的西南部，总建筑面积约为 350,000 平方米。如果获得许可证，Dynam 已表明希望在日本发展赌场业务。我们认同山口县的培训中心是构建综合度假村的合适地点，因其附近地方风景优美及地理位置接近中国的山东和韩国的釜山。

日本第二大弹珠机运营商。有 46 年历史和 2.7% 的市场份额，Dynam 是日本第二大弹珠机运营商。截至 2013 年 9 月，Dynam 通过连锁店的管理经营策略，在日本经营 363 家弹珠机游戏馆。公司专注于低投注额日式弹珠机，于 2013 年 9 月分别有 62 % 和 47% 的 pachinko 机及 pachislot 机为低投注额游戏机。公司希望在未来 10 年能每年开分店 40 家，但我们认为未来开店步伐可能会受建筑成本上升影响。

投资于 IGG(8002 HK)及澳门励骏(1680 HK)。为了加强在未来的业务关系，Dynam 是 IGG 和澳门励骏的基石投资者，投资金额分别为 1500 万美元及 8500 万美元。Dynam 希望能利用 IGG 的软件开发能力，发展下一代弹珠机，安装在澳门励骏的渔人码头赌场内。

成熟的业务等待催化剂。弹珠机在日本是成熟的业务。截至 2013 年 9 月止过去的六个月，Dynam 营业收入和净利润分别同比增长 0.1% 至 822 亿日元和 6.2% 至 98 亿日元。展望未来，我们预计澳门的弹珠机业务及日本的赌场业务将有利于公司的长期增长，不过开展业务的时间尚未确定。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
营业额 (十亿日元)	165.5	169.6	165.1	164.0
净利润 (十亿日元)	20.2	16.2	15.9	20.9
每股收益 (日元)	32.0	25.7	25.2	29.7
每股收益变动 (%)	不适用.	-19.7	-1.9	17.9
市盈率(x)	8.1	10.1	10.3	8.8
市帐率 (x)	2.3	1.9	1.8	1.5
股息率 (%)	不适用	不适用	不适用	5.0
权益收益率 (%)	28.1	19.0	17.0	16.6
净财务杠杆率 (%)	51.0	28.2	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

未评级

走访日期 28/4/2014

当前价格 HK\$17.24

市值(百万港元)	12,807
3 个月平均值(百万港元)	22.4
52 周高/低(港元)	36.7/16.98
发行股数 (百万)	742.9

资料来源: 彭博

股权结构

佐藤家族	61.1%
流动股本	32.9%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-16.6%	-18.3%
3 个月	-15.4%	-12.8%
6 个月	-15.0%	-18.5%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: RSM Nelson Wheeler

网址: dynamjapan.com

公司概况: DYNAM 拥有经营弹珠机营业厅的 DYNAM 股份有限公司(376 家店铺)、Cabin Plaza 股份有限公司(9 家店铺)、支持弹珠机营业厅经营的提供服务的 DYNAM 业务支持股份有限公司、提供饮食与清扫业务的日本 Humap 股份有限公司。

亿和控股(838 HK)

2015 年进入新增长期

新业务分部即将收成。亿和 2014 上半年纯利同比大升 359%至 1.24 亿港元，已相当于 2013 全年盈利之 2.2 倍，主要由于营业额增长 35%至 16.0 亿港元（办公室设备客户整合供应链，转移更多采购订单给亿和，及新业务分部开始营运）、毛利率扩阔 2.4 个百分点至 26.6%（产能使用率上升），及营运杠杆增加（一般及行政开支大部份属固定成本）。公司发展新业务分部（汽车零部件及消费类电子产品）的多元化策略，将于 2015 年开始收成。

办公室自动化设备业务继续为主要增长点。此核心业务之营业额，于过去十年录得逾 30%之年均复合增长率。虽然基数已远高于十年前，但预料此分部收入于未来两年仍可享较高增长，原因包括 1) 产品种类扩阔，2) 透过垂直整合一站式服务提高市场占有率，及 3) 2013 年模具收入大增 59%，将带动所生产之零部件收入。

消费类电子产品可利用现有机具。亿和于 2013 年底开始此新业务，为三星平板电脑生产胶壳。其他客户包括 Panasonic、Sanyo、联想、华为等。将来有可能获得金属外壳订单。此分部所需的额外资本开支不大，因为可利用现用于生产办公室自动化设备的机器。该等来自日本的先进机器，为亿和较同业具竞争优势之一，有助争取新订单。

汽车零件业务于 2015 年开始贡献盈利。武汉生产基地及重庆生产基地第二期分别于 2013 年及 2014 年竣工，用于生产汽车模具及零部件，地点就近现有及目标客户，包括东风、本田、日产、万事得及福特等。此分部于 2014 年料大致收支平衡，并于 2015 年随着产能使用率上升（武汉生产基地于 2014 上半年之利用率约 40%）、趋向规模效益而录得盈利。

盈利增速更胜收入增速，得益于营运杠杆上升。亿和之一般及行政开支当中，一大部份属固定成本。此开支于 2014 上半年同比仅增 1%，占营业额 12.5%，同期营业额升 35%。因此，经营利润率扩阔了 5.9 个百分点，高于毛利率之 2.4 个百分点升幅。展望未来，预料随着收入稳固增长，经营利润率可再扩阔。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13A
营业额 (百万港元)	1,978	2,367	2,656
净利润 (百万港元)	210.4	70.9	55.4
每股收益 (港仙)	12.8	4.1	3.3
每股收益变动 (%)	(39.9)	(68.0)	(19.5)
市盈率(x)	15.5	48.3	60.0
市帐率(x)	1.71	1.65	1.58
股息率 (%)	1.7	0.6	0.5
股本回报率 (%)	11.7	3.5	2.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	7.0	17.7

来源: 公司及彭博

未评级

走访日期 15/10/2014

当前价格 HK\$2.00

市值(百万港元)	3,328
3 个月平均值(百万港元)	12.9
52 周高/低(港元)	2.14/0.92
发行股数 (百万)	1,681

资料来源: 彭博

股权结构

张杰	41.9%
流动股本	58.1%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-2.0%	-5.7%
3 个月	10.0%	13.7%
6 个月	34.7%	30.1%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: PricewaterhouseCoopers

网址:
www.eva-group.com

公司概况: 亿和于中国设计及生产精密金属冲压及塑胶注塑之模具及元件，提供垂直整合一站式服务。客户主要为办公室自动化设备制造商，尤以日本品牌占多。公司近年亦将业务扩展至消费类电子产品如平板电脑外壳，以及汽车模具及零部件。

博大绿泽(1253 HK)

一站式的园景服务供货商

快速增长的综合式园景建筑师。博大绿泽是一家中国的快速成长的园景建筑服务供货商，公司聚焦于中国的城市园景项目，并为客人提供包括设计及规划、深化设计、建设、维护及养护的一站式园林景观设计服务。公司于 2014 年 7 月在香港交易所上市，招股价为 1.3 港元，集资 1.84 亿港元。

2011 年收购博大园林。公司在 2011 年收购了博大园林，因而可获得城市园林绿化企业一级资质和园林设计二级资质，公司从此在中国的综合园景行业进入快速的成长时期。营业额由 2011 年的 1.77 亿元(人民币·下同)增至 2013 年的 2.9 亿元，同期的纯利由 1,884 万元增至 5350 万元，营业额及纯利在 2014 上半年分别同比增加 56.6%至 2.73 亿元及 55.9%至 5586 万元。

夺取政府项目以增加边际利润。博大绿泽集中业务于政府及国资企业为主的项目，基于公司提供一站式的度身服务，该等项目能有较高的毛利率。毛利率由 2011 年的 16.7%增加至 2012 年的 20.1%，再扩大至 2013 年的 28.7%，2014 上半年的毛利率则为 36.2%。

资本密集的业务。一般的情况，公司是根据工程进度来收款。在客户确认了进度报告后，公司会收取工程额一定比例(30-80%)的款项；当工程完成后，余下的款项在扣除保留金后会全数支付，顾客会收起工程总额的 5-10%为保留金，在一至两年的保养期期满后，顾客会将所有的保留金总数交付予公司。所以这解释公司的偏高的应收账款天数。在 2011 至 2013 年，应收账款周转率分别为 126 天、103 天及 128 天。

5.48 亿元的未完工合约净值。于 2014 年 6 月底，博大绿泽的未完工合约净值为 5.48 亿元，巨大的金额可保障未来的盈利增长。相对于国内上市同业的 18.0 倍 2015 年预测市盈率，博大绿泽的 2015 年预测市盈率为 7.7 倍，估值吸引。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13A
营业额 (百万元人民币)	177	222	290
净利润 (百万元人民币)	19	25	54
每股收益 (人民币)	不适用	不适用	不适用
每股收益变动 (%)	不适用	不适用	不适用
市盈率(x)	不适用	不适用	不适用
市帐率(x)	不适用	不适用	不适用
股息率 (%)	不适用	不适用	不适用
股本回报率 (%)	25.4	24.8	603.1
净负债比率 (%)	净现金	净现金	13.4

来源: 公司及招银国际研究部

未评级

走访日期 31/10/2014

当前价格 HK\$2.45

市值(百万港元)	1,880
3 个月平均值(百万港元)	1.65
52 周高/低(港元)	2.6/1.27
发行股数 (百万)	767

资料来源: 彭博

股权结构

吴正平及肖莉	70.9%
流动股本	32.9%

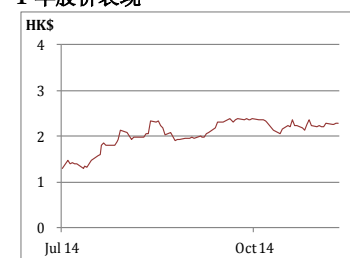
资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	8.6%	6.4%
3 个月	-2.1%	0.9%
6 个月	不适用	不适用

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 安永

网址:

www.broad-greenstate.com.cn

公司概况: 博大绿泽是中国一家快速增长的综合性园林景观设计建设服务供货商。自 2004 年开展业务以来，我们一直专注于提供贯彻而高质素的量身定造园林景观设计建设服务，针对不同项目为客户提供「一站式」园林景观设计建设服务解决方案，包括设计及规划、设计完善、建设、苗木种植及养护。

昂纳光通信 (877 HK)

公司探访摘要

进入 100G 光器件市场。因应光网络从 10G/40G 升级到 100G 的需要，我们认为全球光网市场即将进入一个周期性上升阶段。根据 Ovum 的报告，2013-18 年全球光纤网络产业的复合年增长率将达到 9.1%。动能来自 100G 网络的成长，Ovum 预测 100G 市场规模在 2013-18 年的复合年增长率达 36.7%，大幅超越 40G 市场的 13.8% 复合年增长率。管理层告知美国市场的 100G 网络升级在 2013 年已经启动，而中国的 100G 网络升级将于 2015 年大规模推出。昂纳光已为高宽频时代做好准备，并加大 100G 产品的研发力度。公司已获得阿尔卡特朗讯的产品认证，并将为他们提供 100G 的无源光器件产品。管理层透露昂纳光将于 14 年推出被动 100G 光学产品。我们预计昂纳光将是全球 100G 网络升级的受惠者，预计 100G 网络升级将是公司业绩的中期催化剂。

关注有源光器件市场。昂纳光是一家全球领先的无源光器件制造商，但目前公司在有源光网络市场的份额非常有限。昂纳光在 2012 年于美国成立一个研发中心，为 100G 有源光学产品进行研发。因需求回暖以及公司的有源光学技术逐渐成熟，管理层透露公司将在 14 年上半年推出有源光学组件产品。由于有源/无源组件分别占整体光学组件市场的 80% 及 20% 份额，我们相信昂纳光在有源光网络市场将有极大的发展空间。

自动化业务有显着进展。昂纳光为将产品多元化而切入各种自动化业务，包括安全检验自动化、智能相机自动化和电子烟产品。在上述几种新产品中，电子烟产品有最为显着的进展，目前公司已拥有 40 条电子烟发热丝生产线。管理层预期在 2014 年将扩大至 100-150 条生产线。我们相信电子烟业务将在 14 财年贡献显着收入。

我们认为昂纳光在 14 财年业绩将大幅改善，因为 1) 100G 光网升级带来的巨大元器件需求，2) 进入有源光器件市场，以及 3) 电子烟业务有显着进展。目前公司估价 14 财年市场预期市盈率的 19.3 倍。相较于全球同业的平均 22.4 倍 14 财年末市盈率，我们认为估值并不昂贵。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
营业额 (港币百万元)	661	669	727	662
净利润 (港币百万元)	182	133	98	13
每股收益 (港币)	0.25	0.16	0.13	0.02
每股收益变动 (%)	NA	-35.5	-22.6	-84.6
市盈率(x)	21.8	13.8	16.6	97.5
市帐率(x)	3.6	1.3	1.2	1.0
股息率 (%)	0.0	1.6	1.6	0.0
权益收益率 (%)	25.3	10.2	7.1	1.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司

未评级

走访日期 19/2/2014

当前价格 HK\$1.92

市值(百万港元)	1,361
3 个月平均值(百万港元)	1.06
52 周高/低(港元)	3.14/1.55
发行股数 (百万)	723.9

资料来源: 彭博

股权结构

那庆林	33.3%
流动股本	33.3%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	-5.9%	-7.8%
3 个月	-9.9%	-7.1%
6 个月	-14.7%	-18.3%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 普华永道

网址: www.o-netcom.com

公司概况: 昂纳光主要从事设计、制造及销售应用于高速电信及数据通信的光网络子元器件、元器件、模块和子系统。

越秀房托 (405 HK)

吸引人的股息率

广州市的一个地主。越秀房托在广州市持有 6 个投资物业，总建筑面积为 68.1 万平方米，其中 44.1 万平方米为可出租面积。在 2014 年 6 月，整体的出租率为 93.5%，较一年前高 5.3 个百分点。以面积计算，写字楼及商场分别占总建筑面积的 40%及 24%。在 2012 年购入国金中心前，白马大厦为主要的收入来源。现在国金中心为主要租金贡献项目，在 2014 上半年，其租金占整体租金的 60.4%。

2014 上半年租金上升 17%。2014 上半年的总租金收入增加 16.6%至 7.45 亿元(人民币·下同)。因为国金中心的出租率由 2013 上半年的 78.8%增至 2014 上半年的 90.7%，其 2014 上半年的租金收入增加 23.6%至 4.5 亿元。不过因为人民币贬值，越秀房托在 2014 上半年录得 6400 万元的汇兑损失，去年同期为汇兑收益 6400 万元。所以公司的盈利只上升 10.7%至 2.55 亿元。

100%分派收益。根据 2012 年 6 月 30 日刊发的单位持有人通函，管理人拟于 2012 年至 2016 年度将向越秀房托基金单位持有人分派相等于越秀房托的 100%可分派收入总额及额外项目。基金单位持有人将会收取每单位 2014 年中期股息 0.1163 元(0.1464 港元)，去年同期为每股 0.1007 元(0.1266 港元)。总分派总额由 2013 上半年的 2.79 亿元增加 16.4%至 2014 上半年的 3.24 亿元。

先要填补空间。国金中心在 2014 年 6 月的写字楼出租率为 88.8%，公司希望至 2014 年底的出租率可升至 90%。总借贷与总资产比率由 2013 年底的 31.9%轻微下跌至 2014 年中的 31.6%，这比于房托基金守则规定的最高借贷限额 45%为低，即表示当公司发现任何项目的回报高于其借贷成本 4.57%，就可增加借贷来收购。

7.3%股息率。根据独立评估师(第一太平戴维)的计算，越秀房托持有的物业组合在 2014 年 6 月的价值为 229.9 亿元，同期的每股资产净值为 4.55 元(5.69 港元)。现估值较每股资产净值折让 32.0%。以 2014 中期股息 0.1464 港元计算，2014 全年的股息率料为 7.3%。在香港上市的 6 家房托，越秀房托给予的股息率最高。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13A
营业额 (百万元人民币)	522	712	1,371
净利润 (百万元人民币)	1,337	688	524
总分派总额 (百万元人民币)	231	403	599
每股收益 (人民币)	1.255	0.478	0.190
每股收益变动 (%)	109.1	-61.9	-60.2
市盈率(x)	2.5	6.5	16.4
市帐率(x)	0.7	0.7	0.7
股息率 (%)	6.7	6.7	6.9
总借贷/总资产 (%)	26.8	33.6	31.9

来源: 公司及招銀國際研究部

未评级

走访日期 10/10/2014

当前价格 HK\$3.95

市值(百万港元)	11,059
3 个月平均值(百万港元)	18.0
52 周高/低(港元)	4.08/3.59
发行股数 (百万)	2,767

资料来源: 彭博

股权结构

越秀地产	34.8%
流动股本	32.9%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	3.4%	1.3%
3 个月	-1.5%	1.5%
6 个月	6.8%	2.4%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 普华永道

网址: www.yuexiureit.com

公司概况: 越秀房产基金专注于主要作办公楼、零售、酒店、服务式公寓及其他商业用途的物业，并争取收购带来可观现金流及回报的物业，与物色透过营运优化取得更高收益增长的商机

光匯石油(933 HK)

大力扩展上游汽田业务

公司在 2014 财年上半年扭亏为盈。公司 2014 财年上半年收入按年增长 71%至港币 404 亿元(年结日为 6 月 30 日)。相较于 2013 财年上半年公司录得港币 8.7 亿元的亏损,公司在 2014 上半年扭亏为盈,获利港币 5.5 亿元。公司扭亏为盈的原因主要归功于以下几点: 1. 国际贸易及海上供油业务的发展; 2. 经营费用管控较好; 3. 海上运输业务的改善; 4. 新疆塔里木盆地迪那 1 汽田产量较稳定。

国际贸易及海上供油业务。2014 财年上半年,国际贸易及海上供油业务的收入按年增长 71%至港币 398 亿元。这主要是由于原油交易量按年增长了 1004.6%至 3,336,000 公吨。亚洲的国际贸易及海上供油业务专注于销售量的增长,同时公司也在不断地采取措施以更好的控制成本。

海上运输业务。2014 财年上半年,海上运输业务的收入按年增长 94%至港币 4.4 亿元。自 2013 年 7 月起,公司 5 艘超大型油轮已经全部启用且使用率也在逐步提高。公司的运载容量也到达了 2 百万载重吨。公司计划 2014 年在新加坡提供新的服务。

上游汽田业务。2014 财年上半年,公司上游业务收入按年下降 17%至港币 1.4 亿元。迪那 1 汽田和吐孜汽田分别在 2011 年和 2013 年末开始开采。如果全面生产,两个汽田预计每年可产出 13 至 15 亿立方米的天然气和 25,000 至 35,000 公吨的凝析油。于 2014 年 2 月,公司宣布与 Anadarko China Holdings 2 Company Limited 订立购股协议,以基本购买价 10.7 亿美元收购其于中国营运之附属公司。目标公司的收购符合光匯石油大力发展汽田业务的长期发展策略。

其他业务,包括石油仓储及码头设施业务。公司在舟山港及大连有两个在建的石油仓储及码头设施项目。石油仓储及码头设施服务有助于更好的支持公司的国际贸易及海上供油业务。

财务资料

(截至 6 月 30 日)	FY11A	FY12A	FY13A
营业额 (港币百万元)	39,553	69,949	55,448
净利润 (港币百万元)	1,270	305	(722)
每股收益 (港币)	0.19	0.04	(0.08)
每股收益变动 (%)	2	(78.9)	N/A
市盈率(x)	13.1	62.0	N/A
市帐率 (x)	2.9	3.2	2.9
股息率 (%)	1.4	0.0	0.0
权益收益率 (%)	24.46	4.43	N/A
净财务杠杆率 (%)	81.06	89.84	60.05

来源: 公司及招銀国际研究部

未评级

走访日期 18/3/2014

当前价格 HK\$2.48

市值(百万港元)	21,741
3 个月平均值(百万港元)	21.38
52 周高/低(港元)	3.09/1.57
发行股数 (百万)	8,766.5

资料来源: 彭博

股权结构

薛光林	74.9%
流动股本	25.1%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	6.8%	4.6%
3 个月	-12.5%	-9.8%
6 个月	24.6%	19.5%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 德勤

网址: www.bwoil.com

公司概况: 光匯石油主要从事油气田勘探、开发与生产、油品国际贸易与海上船舶供油、油轮运输、石油仓储与码头服务等业务。

中国水务集团(855 HK)

抓紧水务市场的改革与机遇

公用事业股。中国水务是众多香港上市公司中，唯一在国内以提供自来水为主营业务的水务公司，可谓为公用事业股；截至九月底，其净杠杆比例为 57%，相对审慎。自 2003 年于香港借壳上市后，中国水务便朝国内的用水供应发展，专着在三四线城市投资经营城市供水业务。现今，每日的供水处理量达 513 万立方米，遍布超 30 城市，响应并受惠于政府的城镇化发展。

商业模式。中国水务与一般的污水处理公司的运作模式有别，主要集中经营高现金流供水及其他水资源业务，而较少从事初期投入较多的污水处理。其“收购/转让，拥有，经营”(TOO)的模式，通过直接收购供水项目，或与地方政府合资（公司占有至少 50%），承担运行，维护等工作，即时产生稳定现金流量，并拥有该地方项目的产权，设备及其他资产（包括土地）。相反的，一般污水处理公司则是沿用 BOO(建设，拥有，经营)，或 BOT(建设，经营，转让)，或 O&M(经营，维护)，或 EPC (工程承包管理)，甚至仅是 TOT(转让，经营，转让)的金融租赁模式与地方政府或企业合作。现今，集团的项目平均专营权为 30 至 50 年，并可获 8 至 12% 的净资产收益率。业务收入分布为：城市供水 68%，污水处理 17%，混凝土制品 13%，房产 3%；特别强调后两者基本上为收购项目时所带来的附加资产。各毛利率为：城市供水 39%，污水处理 38%，混凝土制品 13%，房产 23%。

水务市场的改革与机遇。2002 年，中国建设部出台《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，提出加快推行市政公用行业市场化进程，鼓励社会资金，外国资本采取合资，合作等方式，参与市政公用设施的建设。这奠定了水务市场改革的基础，并最终为民资进入公用事业投资领域亮起了绿灯。2014 年，发改委及住建部出台“指导意见”，要求 2015 年前，所有城市原则上全面实行居民阶梯水价制度，进一步推进以用量计价的收费模式。十年水务改革，也因此带来了中国水务集团的诞生与际遇。集团创办人及现董事长段传良曾服务于中国水利部逾十年，拥有丰富经验知识及广泛人脉，致力于推动三线县城供水的发展。集团与此享有国家政策支持，政府补贴及金融辅助如低息贷款等。

未来发展方向。集团将继续拓展收购地方供水企业，加强经营并提高营运效益，增加供水以外的增值业务，建立示范效应及口碑，以获取更大更多的政府信任。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A
营业额 (港币百万元)	1478.2	1896.9	2250.7	2746.6
净利润 (港币百万元)	421.9	315.3	285.8	281.3
每股收益 (港币)	0.31	0.21	0.20	0.20
每股收益变动 (%)	34.8.	-32.3	-0.05	0.00
市盈率(x)	13.5	19.9	20.9	20.9
市帐率(x)	2.0	1.9	1.8	1.7
股息率(%)	1.2	1.2.	1.2	1.2
权益收益率(%)	9.7	6.3	5.5	4.9
净财务杠杆率(%)	36.7	37.5	44.8	57.0

来源: 公司及招银国际研究部

未评级

走访日期 30/10/2014

当前价格 HK\$4.18

市值(百万港元)	5,988
3 个月平均值(百万港元)	21.4
52 周高/低(港元)	4.4/2.24
发行股数 (百万)	1432.5

资料来源: 彭博

股权结构

段传良	23.8%
流动股本	49.2%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	11.4%	9.1%
3 个月	47.3%	51.8%
6 个月	59.3%	52.7%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: BDO

网址: www.chinawatergroup.com

公司概况: 中国水务主要从事中国城市供水、污水处理、及生产及销售混凝土产品及其他产品。

联合光伏 (686HK)

光伏资源整合者

国企后盾，专注下游业务。联合光伏集团是众多国内及香港上市公司中，唯一定位专注下游业务 - 投资，实益拥有及营运太阳能发电站的企业，可谓光伏行业的资源整合者。自 2013 年下旬完成借壳（前金保利）上市后，公司正式于 2014 年 2 月易名为联合光伏。公司也于 2014 年 6 月止，成功转亏为盈，股东应占溢利达港币 3.92 亿。集团现今最大股东为招商新能源集团，持股占 19.2%，是招商局全资子公司招商局科技集团的 54% 子公司。在完成售出非主营的上游太阳能电池业务后，联合光伏便正式进军光伏行业的下游投资及营运，是市场内拥有国企后盾的真正清洁能源及公用事业的佼佼者。预期 2014 年尾履行交收后，联合光伏将拥有 19 个并网光伏电站，截至 9 月底，总装机容量已达 652MW。早在 2013 年，集团已被列为中国光伏电站累计装机的前 10 排名。

严格项目收购及风控机制。联合光伏在收购各太阳能电站时定下严格的筛选条件，要求发电站已并网，内部回报率（IRR）达 9%，具备有效的购电合同，及卖方供电量的担保。以一个 100MW(兆瓦)的地面电站作基础核算，其税前利润率可达 30%，非杠杆内部收益率为 9%，若加贷款（普遍占投资总额比例为 70%），杠杆内部收益率可达 20%。联合光伏现今的实际贷款率为 6.55%。

未来发展方向。联合光伏已定下未来五年的发展计划，将通过与其他国企及行业领军企业，进行一系列的收购行动，并设目标装机容量达 5.5GW，年复合增长率为 59.7%。尽管任务艰巨，公司具备了天时地利人和的条件，享有政府国策的扶持，确定了长期未来太阳能发电与用电的发展改革。在百年老号央企的携手共进，联合光伏将能排除行业资金窘促的困境，朝打造优秀的光伏电站营运平台愿景迈进，并实现建设绿色能源未来的使命。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
营业额 (港币百万元)	249.1	840.5	223.3	337.6
净利润 (港币百万元)	-15.1	-1,148.9	-814.8	-2,305.5
每股收益 (港币)	-0.04	-1.36	-0.93	-1.38
每股收益变动 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市帐率(x)	0.7	0.9	5.0	11.8
股息率(%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
权益收益率(%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净财务杠杆率(%)	29.1	68.4	321.1	456.3

来源: 公司及招银国际研究部

未评级

走访日期 25/11/2014

当前价格 HK\$0.92

市值(百万港元)	4,012
3 个月平均值(百万港元)	41.7
52 周高/低(港元)	1.88/0.5
发行股数 (百万)	3,469

资料来源: 彭博

股权结构

招商新能源基金	19.2%
流动股本	67.8%

资料来源: 联交所

股票表现

	绝对值	相对值
1 个月	2.2%	0.1%
3 个月	0.0%	3.1%
6 个月	47.6%	41.5%

资料来源: 彭博

1 年股价表现



资料来源: 彭博

审计: 普华永道

网址: www.unitedpvgroup.com

公司概况: 联合光从事开发、投资、营运及管理太阳能发电站，并生产及销售硅晶太阳能电池及太阳能模组。

附录 1：大差价 A/H 股

A / H 股差价**H 股较 A 股折让最大的 15 只股份**

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 折让(%)
浙江世寶	1057 HK	8.42	002703 SZ	27.78	-76.0
山東墨龍	568 HK	3.80	002490 SZ	10.22	-70.5
經緯紡織機械	350 HK	8.83	000666 SZ	18.69	-62.6
東北電氣	42 HK	2.06	000585 SZ	4.11	-60.3
昆明機床	300 HK	4.15	600806 SH	8.10	-59.4
京城機電	187 HK	3.76	600860 SH	7.33	-59.3
山東新華製藥	719 HK	4.31	000756 SZ	8.37	-59.2
第一拖拉機	38 HK	6.02	601038 SH	11.52	-58.6
洛陽鉬業	3993 HK	4.99	603993 SH	8.98	-56.0
重慶鋼鐵	1053 HK	1.84	601005 SH	3.19	-54.3
南京熊貓電子	553 HK	7.32	600775 SH	12.50	-53.6
天津創業環保	1065 HK	5.42	600874 SH	8.75	-50.9
上海石油化工	338 HK	2.41	600688 SH	3.88	-50.8
兗州煤業	1171 HK	6.61	600188 SH	10.58	-50.5
大連港	2880 HK	2.88	601880 SH	4.60	-50.4

资料来源：彭博、招银国际证券

*A 股代码开首为 6 表示上海买卖、代码开首为 0 表示深圳买卖。

H 股较 A 股溢价最大的 15 只股份

名称	H 股代码	股价 (港元)	A 股代码	股价 (人民币)	H 股对 A 股 溢价(%)
萬科企業	2202 HK	15.88	000002 SZ	10.90	15.5
安徽海螺水泥	914 HK	26.25	600585 SH	18.20	14.3
青島啤酒	168 HK	54.45	600600 SH	39.15	10.2
中國神華	1088 HK	22.05	601088 SH	15.99	9.3
江蘇寧滬高速公路	177 HK	8.79	600377 SH	6.41	8.7
復星醫藥	2196 HK	27.80	600196 SH	20.32	8.4
華能國際電力	902 HK	9.09	600011 SH	6.66	8.2
中國南車	1766 HK	7.89	601766 SH	5.80	7.8
中國太保	2601 HK	32.50	601601 SH	24.12	6.8
濰柴動力	2338 HK	29.40	000338 SZ	21.82	6.8
華電國際電力	1071 HK	6.34	600027 SH	4.71	6.7
招商銀行	3968 HK	16.06	600036 SH	12.15	4.8
中信証券	6030 HK	22.75	600030 SH	17.26	4.5
中國平安	2318 HK	65.05	601318 SH	49.63	3.9
工商銀行	1398 HK	5.26	601398 SH	4.04	3.2

资料来源：彭博、招银国际证券

*A 股代码开首为 6 表示上海买卖、代码开首为 0 表示深圳买卖。

附录 2：恒指及国指估值表

恒生指数估值表

恒生指数 (50间公司)	代码	占指数 比重	股价 (港元)	年结日	市盈率			市账率			孳息率(%)		
					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
银行					32.6%								
汇丰控股	5	13.4%	77.05	十二月	11.1	11.1	10.4	1.0	1.0	1.0	4.9	5.2	5.5
建设银行	939	6.3%	5.88	十二月	5.4	5.0	4.7	1.0	0.9	0.8	6.5	7.0	7.5
工商银行	1398	4.9%	5.26	十二月	5.5	5.2	5.0	1.0	1.0	0.9	6.4	6.7	7.1
中国银行	3988	4.0%	4.00	十二月	5.6	5.3	4.9	0.9	0.8	0.7	6.3	6.6	7.2
恒生银行	11	1.3%	129.20	十二月	14.4	14.5	13.3	2.3	2.2	2.0	4.3	4.3	4.4
中银香港	2388	1.3%	27.40	十二月	13.0	11.8	10.7	1.7	1.7	1.5	3.7	4.1	4.4
交通银行	3328	0.7%	6.43	十二月	6.0	5.7	5.4	0.8	0.8	0.7	5.2	5.0	5.3
东亚银行	23	0.6%	32.50	十二月	12.3	11.7	11.1	1.1	1.1	1.0	3.4	3.5	3.6
行业指数加权平均					8.6	8.4	7.8	1.1	1.0	1.0	5.5	5.8	6.2
非银行金融					13.5%								
友邦保险	1299	6.9%	44.80	十一月	24.1	22.0	19.1	2.5	2.5	2.3	0.9	1.1	1.2
中国人寿	2628	2.6%	26.95	十二月	24.0	18.1	15.5	2.5	2.4	2.2	1.4	1.7	1.9
香港交易所	388	2.4%	168.90	十二月	42.8	38.6	28.8	9.6	9.1	8.6	2.1	2.3	3.1
中国平安	2318	1.7%	65.05	十二月	14.3	11.0	9.8	2.0	1.8	1.6	1.3	1.4	1.6
行业指数加权平均					26.1	22.8	19.0	3.7	3.6	3.3	1.3	1.4	1.7
地产					10.5%								
长江实业	1	2.5%	142.30	十二月	10.7	9.2	9.6	0.9	0.8	0.8	2.4	2.5	2.6
新鸿基地产	16	1.8%	113.40	六月	14.3	14.6	13.7	0.7	0.7	0.7	3.0	3.0	3.1
九龙仓集团	4	1.1%	55.95	十二月	15.0	14.3	12.6	0.6	0.6	0.6	3.0	3.3	3.6
中国海外发展	688	1.2%	23.30	十二月	10.0	8.2	7.1	1.6	1.5	1.3	2.0	2.3	2.7
恒隆地产	101	0.7%	23.30	十二月	20.7	16.7	16.5	0.8	0.8	0.8	3.2	3.3	3.3
太古股份公司	19	0.9%	106.60	十二月	18.9	15.3	14.1	0.7	0.7	0.7	3.3	3.5	3.8
恒基地产	12	0.7%	52.00	十二月	17.1	16.7	16.4	0.6	0.7	0.6	1.9	2.0	2.1
华润置地	1109	0.5%	19.60	十二月	13.1	10.0	8.4	1.3	1.2	1.1	2.2	2.6	3.0
新世界发展	17	0.6%	9.26	六月	6.8	10.5	10.3	0.5	0.5	0.5	4.5	4.5	4.6
信和置业	83	0.5%	12.72	六月	15.1	14.5	14.0	0.7	0.7	0.7	3.9	4.0	4.0
行业指数加权平均					13.5	12.4	11.8	0.9	0.8	0.8	2.8	2.9	3.1
TMT					18.1%								
中国移动	941	7.4%	95.55	十二月	12.4	13.8	13.7	1.9	1.7	1.6	3.5	3.2	3.2
中国联通	762	0.9%	11.80	十二月	21.0	17.1	14.8	1.0	1.0	0.9	1.7	2.0	2.3
腾讯	700	8.9%	124.00	十二月	57.4	37.9	28.9	12.3	11.4	8.5	0.2	0.3	0.4
联想集团	992	0.8%	10.88	三月	17.8	17.5	14.5	4.8	4.0	3.3	2.2	2.1	2.4
行业指数加权平均					35.2	26.0	21.3	7.1	6.6	5.1	1.7	1.7	1.7
能源					8.2%								
中国海洋石油	883	2.6%	11.34	十二月	7.1	7.4	7.7	1.1	1.1	1.0	5.1	4.4	4.3
中国石油	857	2.3%	8.41	十二月	11.5	9.5	9.2	1.0	1.0	0.9	4.8	4.8	5.0
中国石化	386	2.1%	6.35	十二月	8.6	8.9	9.0	1.0	0.9	0.9	4.8	4.4	4.5
中国神华	1088	1.0%	22.05	十二月	7.5	8.6	8.5	1.2	1.1	1.1	5.3	4.6	4.9
昆仑能源	135	0.3%	8.39	十二月	9.9	10.7	10.0	1.3	1.2	1.1	2.7	2.7	2.9
行业指数加权平均					8.9	8.6	8.6	1.1	1.0	0.9	4.9	4.5	4.5
公用					5.0%								
中电控股	2	1.6%	67.45	十二月	18.3	16.1	15.8	1.9	1.8	1.7	3.8	3.9	4.0
香港中华煤气	3	1.5%	18.38	十二月	28.9	25.8	23.9	3.8	3.5	3.2	1.7	1.9	2.0
电能实业	6	1.3%	74.05	十二月	14.2	17.9	18.2	1.3	1.3	1.2	3.4	3.5	3.5
华润电力	836	0.6%	22.60	十二月	9.7	8.9	8.2	1.6	1.5	1.3	3.3	3.6	3.9
行业指数加权平均					19.4	18.7	18.0	2.3	2.1	2.0	3.0	3.2	3.3
零售					4.2%								
中国旺旺控股	151	0.9%	10.18	十二月	25.2	24.8	21.2	9.2	7.6	6.6	2.7	2.7	3.0
恒安国际	1044	0.9%	84.05	十二月	27.8	27.0	22.4	6.2	5.8	5.3	2.2	2.3	2.7
利丰	494	0.6%	8.62	十二月	12.8	17.1	14.6	1.9	2.3	2.2	5.7	4.6	5.3
蒙牛乳业	2319	0.5%	31.45	十二月	27.2	23.2	18.8	2.4	2.3	2.1	0.8	0.9	1.2
康师傅控股	322	0.5%	18.44	十二月	32.6	28.7	23.3	4.4	4.3	3.9	1.5	1.8	2.1
百丽	1880	0.5%	8.81	十二月	12.9	12.7	12.1	2.3	2.1	1.9	1.2	5.8	4.4
华润创业	291	0.2%	16.18	十二月	23.7	66.3	41.5	0.8	0.8	0.8	1.7	1.0	1.2
行业指数加权平均					23.3	25.3	20.4	4.7	4.3	3.9	2.4	2.8	3.0
赌业					3.0%								
银河娱乐	27	1.6%	52.95	十二月	22.2	19.3	17.3	6.3	5.7	4.5	0.0	1.7	1.7
金沙中国有限公司	1928	1.4%	46.45	十二月	21.7	17.9	16.6	9.2	7.4	6.9	3.7	5.2	5.6
行业指数加权平均					22.0	18.7	17.0	7.7	6.5	5.7	1.8	3.3	3.6
运输					1.5%								
港铁公司	66	0.6%	31.15	十二月	21.0	17.5	16.1	1.2	1.1	1.1	3.0	3.1	3.2
招商局国际	144	0.4%	26.55	十二月	15.9	15.8	14.3	1.0	1.2	1.1	2.9	2.8	3.1
中远太平洋	1199	0.2%	10.54	十二月	10.7	11.9	10.6	0.9	0.8	0.8	3.2	3.5	4.0
国泰航空	293	0.3%	17.08	十二月	25.6	19.6	13.2	1.1	1.0	1.0	1.3	1.8	2.6
行业指数加权平均					18.8	16.5	14.2	1.1	1.1	1.0	2.7	2.8	3.2
综合类					3.5%								
和记黄埔	13	2.6%	97.20	十二月	13.4	11.9	11.4	1.0	0.9	0.9	2.4	2.7	2.8
中信股份	267	0.9%	13.52	十二月	6.5	9.6	8.1	0.6	0.6	0.6	2.6	2.7	3.1
行业指数加权平均					11.7	11.4	10.6	0.9	0.9	0.8	2.4	2.7	2.8

来源: 彭博、招银国际证券

恒生国企指数估值表

恒生国企指数 (40间公司)	代码	占指数	股價	年结日	市盈率			市账率			孳息率(%)		
		比重	(港元)		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
银行		43.4%											
中国银行	3988	10.9%	4.00	十二月	5.6	5.3	4.9	0.9	0.8	0.7	6.3	6.6	7.2
工商银行	1398	10.2%	5.26	十二月	5.5	5.2	5.0	1.0	1.0	0.9	6.4	6.7	7.1
建设银行	939	10.2%	5.88	十二月	5.4	5.0	4.7	1.0	0.9	0.8	6.5	7.0	7.5
农业银行	1288	3.4%	3.68	十二月	5.7	5.1	4.7	1.0	1.0	0.8	6.1	6.8	7.4
招商银行	3968	2.8%	16.06	十二月	5.5	5.5	5.0	1.1	1.0	0.9	4.9	5.1	5.6
交通银行	3328	2.1%	6.43	十二月	6.0	5.7	5.4	0.8	0.8	0.7	5.2	5.0	5.3
民生银行	1988	2.0%	8.52	十二月	5.4	4.7	4.5	1.0	0.9	0.8	3.2	3.8	4.2
中信银行	998	1.8%	5.77	十二月	5.4	5.1	4.8	0.9	0.8	0.7	5.6	5.2	5.6
行业指数加权平均					5.5	5.2	4.9	1.0	0.9	0.8	6.0	6.4	6.8
非银行金融		21.9%											
中国人寿	2628	7.5%	26.95	十二月	24.0	18.1	15.5	2.5	2.4	2.2	1.4	1.7	1.9
中国平安	2318	5.0%	65.05	十二月	14.3	11.0	9.8	2.0	1.8	1.6	1.3	1.4	1.6
中国太保	2601	2.7%	32.50	十二月	25.0	19.7	16.5	2.2	2.1	1.9	1.6	1.7	1.9
中国财险	2328	2.0%	15.62	十二月	16.0	13.7	12.6	2.7	2.5	2.2	3.6	2.3	2.7
中国人民保险集团	1339	1.0%	3.76	十二月	15.3	12.5	10.4	1.6	1.5	1.3	0.3	0.3	0.4
新华保险	1336	1.0%	35.15	十二月	19.4	12.4	11.2	2.0	1.9	1.6	0.5	0.9	1.1
中国信达	1359	0.9%	4.14	十二月	10.8	9.6	7.7	1.5	1.3	1.1	1.0	2.3	2.8
中信证券	6030	0.8%	22.75	十二月	37.1	25.7	22.6	2.1	2.1	2.0	0.8	1.3	1.5
海通证券	6837	0.8%	16.50	十二月	30.8	22.2	19.1	2.0	1.9	1.7	0.9	1.3	1.6
行业指数加权平均					20.7	15.8	13.7	2.2	2.1	1.9	1.5	1.6	1.8
能源		17.5%											
中国石油	857	6.7%	8.41	十二月	11.5	9.5	9.2	1.0	1.0	0.9	4.8	4.8	5.0
中国石化	386	6.1%	6.35	十二月	8.6	8.9	9.0	1.0	0.9	0.9	4.8	4.4	4.5
中国神华	1088	2.8%	22.05	十二月	7.5	8.6	8.5	1.2	1.1	1.1	5.3	4.6	4.9
中海油服	2883	0.9%	13.66	十二月	7.2	6.4	6.5	1.2	1.1	1.0	4.0	4.5	4.6
中煤能源	1898	0.6%	4.84	十二月	14.0	44.1	27.5	0.6	0.6	0.6	2.1	1.2	1.3
兖州煤业	1171	0.5%	6.61	十二月	32.4	17.3	16.5	0.6	0.6	0.6	0.4	1.3	1.7
行业指数加权平均					10.3	10.3	9.7	1.0	1.0	0.9	4.7	4.4	4.6
汽车		4.5%											
比亚迪	1211	1.1%	47.05	十二月	160.2	99.1	49.5	3.6	3.4	3.2	0.1	0.1	0.1
长城汽车	2333	1.5%	39.10	十二月	11.3	11.4	9.0	3.2	2.8	2.2	2.7	2.6	3.3
广汽集团	2238	0.6%	7.34	十二月	14.0	10.4	8.0	1.1	1.0	0.9	2.8	3.0	4.1
东风集团股份	489	1.2%	11.80	十二月	7.6	6.2	5.9	1.1	1.1	0.9	1.9	2.4	2.7
行业指数加权平均					48.5	32.1	18.3	2.5	2.2	1.9	1.9	2.0	2.4
资源		2.7%											
海螺水泥	914	1.2%	26.25	十二月	11.6	9.3	8.6	1.8	1.7	1.4	1.7	2.2	2.4
中国建材	3323	0.8%	7.58	十二月	5.5	5.6	5.1	0.9	0.8	0.7	2.7	2.7	2.9
江西铜业	358	0.7%	13.92	十二月	10.6	13.7	13.9	0.9	0.8	0.8	4.6	3.0	3.0
行业指数加权平均					9.5	9.3	8.9	1.3	1.2	1.0	2.7	2.6	2.7
公用		2.1%											
华能国际	902	1.2%	9.09	十二月	9.5	8.1	7.8	1.6	1.4	1.3	5.3	6.3	6.6
龙源电力集团股份有限公司	916	0.9%	8.34	十二月	25.6	20.4	14.8	1.7	1.6	1.5	0.7	0.9	1.3
行业指数加权平均					16.6	13.5	10.9	1.6	1.5	1.4	3.3	3.9	4.3
保健		1.6%											
国药控股股份有限公司	1099	1.1%	28.90	十二月	25.4	20.6	17.2	2.7	2.2	1.9	1.1	1.4	1.7
山东威高	1066	0.5%	6.87	十二月	28.2	24.2	20.0	2.6	2.5	2.3	1.1	1.1	1.3
行业指数加权平均					26.3	21.7	18.0	2.7	2.3	2.0	1.1	1.3	1.6
机械		2.7%											
中国交建	1800	1.3%	7.76	十二月	8.1	7.3	6.7	1.0	0.9	0.8	3.1	3.3	3.6
中国中铁	390	0.8%	5.62	十二月	10.0	9.0	8.1	1.1	1.0	0.9	1.5	1.7	1.9
潍柴动力	2338	0.5%	29.40	十二月	12.9	9.7	9.5	1.5	1.4	1.2	1.1	1.4	1.4
行业指数加权平均					9.7	8.3	7.7	1.1	1.0	0.9	2.2	2.4	2.6
TMT		2.5%											
中国电信	728	2.5%	4.70	十二月	16.7	16.0	14.5	1.1	1.0	1.0	2.6	2.2	2.4
零售		0.7%											
青岛啤酒	168	0.7%	54.45	十二月	29.2	27.9	24.5	3.7	3.6	3.3	1.1	1.1	1.3
运输		0.5%											
中国国航	753	0.5%	5.95	十二月	18.0	18.2	12.8	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1	1.6

来源: 彭博、招银国际证券

2014 年 12 月 1 日

此乃白页 特意留空

免责声明及披露

分析员声明

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

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

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视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法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

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 年证券交易法规则 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。