

2012 年 12 月 28 日

證券分析(宏觀與策略)



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

靈蛇出洞乘升浪 慎防年底現回吐

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

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

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



目錄

撮要：	3
宏觀與策略.....	4
2012 年投資策略回顧	5
2013 年投資策略「先甜後苦」	8
行業投資亮點.....	12
行業分析.....	15
內地銀行業板塊 - 優於大市	16
中國房地產板塊 - 同步大市	20
中國消費品板塊 - 同步大市.....	24
中國通信板塊 - 同步大市.....	28
首選股份.....	32
SOHO 中國(410 HK).....	33
舜宇光學(2382 HK).....	36
重慶農商行(3618 HK).....	39

撮要：

料中國經濟 2013 年第 3 季見底。美國經濟自 2008 年金融風暴後逐漸復元，經濟也恢復增長，美國 2012 年第 3 季經濟增長 3.1%，而且美國房屋市場已穩定下來，所以我們認為美國經濟已走出谷底，未來會出現危機的機會較低。中國方面，經濟過去的高速增長可能很難再出現，一方面的本身的基數較大，另一方面是外部經濟環境(尤其是歐洲)欠佳，影響出口，但中國在過去的時間通過加大投資及鼓勵消費來刺激經濟，投資及消費對中國經濟的支持力度逐漸浮現，中國經濟增速放慢的情況有機會在第 3 季見底。在 2013 上半年，我們預料中國人民銀行仍有可能將利率及存款準備金率下調 1-2 次，每次下降的幅度料為 25 點子及 50 點子，1-3 年期的貸款利率及存款準備金率在 2013 年最低可能見 5.65%及 19.0%。我們預期中國 2012 年及 2013 全年的經濟增長分別為 7.9%及 8.1%。

恒指 2013 年表現「先甜後苦」，最高料達 26,000。占恒生指數比重 36%的銀行類股份 2013 年盈利增長預期只有 5-6%，因此市場預期恒生指數的 2013 年整體盈利增長只有 4.0%。因為中美經濟見底，我們預期 2013 年恒指估值可達 12.5 倍，恒生指數最高可達 26,000 點，並有機會在 2013 年第三季出現。另一方面，中國房地產市場自 2011 年調控後，發展商減慢建樓速度，我們預期房屋供應短缺的情況在 2013 年第四季會出現，房價因而上升，故中國政府可能在 2013 年第四季推行調控房地產市場的措施或收緊貨幣政策，成為大市調整的藉口。我們相信未來投資市場的最大風險為歐債及通脹。

看好內地銀行板塊。展望 2013 年，內地銀行業利潤增速將受到嚴峻考驗。一方面，由於貸款重定價滯後因素影響，我們預計明年息差將出現 20-30 基點的下降，而規模增速卻無法達到以量補價；另一方面，非息收入的增長將好於 2012 年，但仍無法彌補息差下降帶來的淨利息收入增速的下滑。我們預計明年商業銀行非息收入、成本收入比和資產品質及信貸成本將出現進一步分化，從而更加考驗盈利的品質。我們認為明年內地銀行業整體盈利增速將降至單位數增長。基於估值、資產品質、融資壓力等方面的考慮，我們給予內銀股板塊評級為“優於大市”。

首選股份為 SOHO 中國、舜宇光學及重慶農商行。我們推薦 SOHO 中國、舜宇光學及重慶農商行供投資者參考。SOHO 中國 2012 年和 2013 年的收入是穩固，因為它預售銀河 SOHO 及望京 SOHO 而鎖定了大部分的收入。同時，SOHO 中國預計在 5 年內的租金收入達到人民幣 40 億元。舜宇光學的頭 5 大客戶為華為，聯想，酷派，OPPO 和三星。我們相信大客戶的強勁銷售增長將是舜宇光學手機相機模組出貨增長的一個關鍵催化劑。重慶農商行重慶地區具有優良的口碑，市場佔有率領先，吸儲能力優秀，我們認為明年公司優異的基本面將為業績增長提供堅實的安全墊，且重慶政壇變動帶來的負面影響也有望逐步消除。

圖 1：首選股份

公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)	年結	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
SOHO中國	410	6.11	8.34	買入	312	12月	6.5	5.1	6.2	5.1%	5.7%	5.7%
舜宇光學	2382	5.08	6.13	買入	51	12月	18.2	10.4	8.4	1.8%	3.4%	4.2%
重慶農商行	3618	4.19	4.75	買入	390	12月	7.3	6.1	5.7	4.1%	4.8%	5.3%

來源：彭博，招銀國際預測

恒生指數：22,667

國企指數：11,378

中國經濟預測

	2011实际	2012预测	2013预测
经济增长	9.3%	7.9%	8.1%
CPI	5.3%	2.2%	2.8%
失业率	4.1%	4.1%	4.1%
城市化	51.9%	53.8%	55.0%

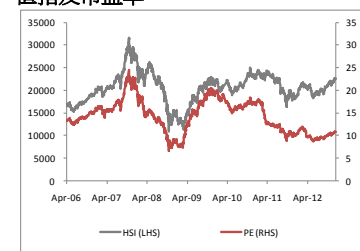
資料來源：招銀國際預測

恒指盈利預測

	2012预测	2013预测
每股盈利(点)	1992	2073
变动	2.4%	4.0%
每股股息(点)	756	790
变动	7.1%	4.5%
每股账面值(点)	15432	16754
变动	3.3%	8.6%
市盈率	11.4	10.9
孳息率	3.3%	3.5%
市账率	1.5	1.4

資料來源：招銀國際預測

恒指及市盈率



資料來源：彭博

2012 年 12 月 28 日

宏觀與策略

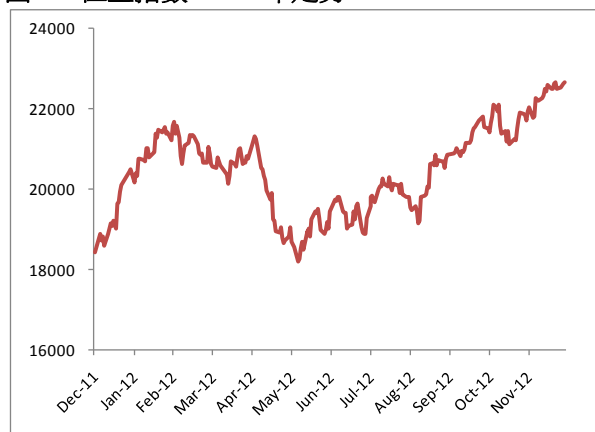
2012 年投資策略回顧

先苦後甜

中國將 2012 年經濟增長目標由之前的 8% 改為 7.5%，令市場擔心中國的經濟增長動力減退，而且地方政府融資平臺的問題令市場害怕中國經濟會否出現硬著陸的情況，所以港股 2012 年初的升勢未能持續下去，恒指曾在 2 月底高見 21680 點，然後下試 20000 點支持位，其後恒指曾反復回升，不過因為歐債問題，全球投資風險上升，股票市場受到拋售，恒指在 6 月份曾低見 18186，為年內低位，所以港股一如我們在 2011 年底的所作預測：「**2012 上半年港股表現反復，波動較大**」。其後，歐盟及歐洲中央銀行推出多項救市措施，不過市場反應一般，及後美國聯儲局 8 月推出 QE3，市場信心恢復，而且熱錢流入香港，港股自 8 月起一路往上走，恒指在 11 月初先破 22000 點，然後略為回吐，12 月再往上沖，突破 22500，挑戰 23000，為 2011 年 7 月後高位，與我們之前預期的「**下半年重回升浪**」相符，恒生指數 2012 年初至今上升 23.0% 至 22667。

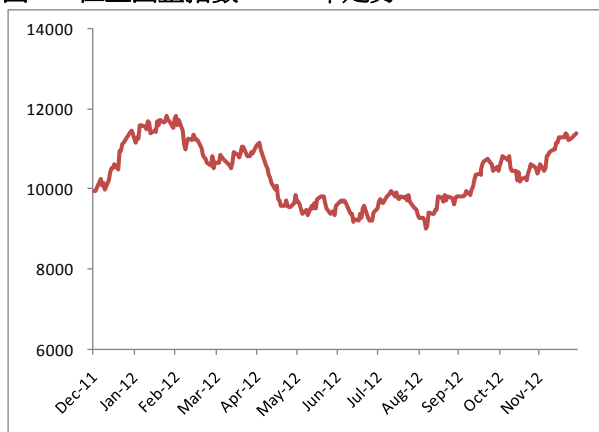
H 股方面，基本上與恒指表現相若，只是國企指數 2012 年初至今上升 14.5% 至 11378。我們相信兩個指數表現的差異主要來自成份股比重的不同及成份股表現差異所帶動。例如滙豐控股(5 HK)占恒生指數的比重為 14.9%，而滙豐控股股價由年初至今上漲 38.8%。同樣地，中國石油(857 HK)及中石化(386 HK)股價分別由年初至今上升 14.0% 及 7.1%，中國石油分別占恒生指數及國企指數的比重為 3.3% 及 9.4%，中石化則分別占恒生指數及國企指數的比重為 2.1% 及 5.9%，所以股價表現略為遜色的中國石油及中石化拖慢國企指數的表現。

圖 2：恒生指數 2012 年走勢



資料來源：彭博

圖 3：恒生國企指數 2012 年走勢



資料來源：彭博

恒指成份股以地產表現較佳

恒生指數個別成份股中，以地產量表現最佳，可能與中港地產市場表現理想有關。新世界發展(17 HK)管理層順利接班，股價在 2012 年急升 92.7%，其他地產股如中國海外(688 HK)、九龍倉(4 HK)及華潤置地(1109 HK)分別在 2012 年股價上升 77.0%、71.1% 及 69.1%；恒指成份股表現欠佳的為中國聯通(762 HK) 及中信泰富(267 HK)，股價自 2012 年初至今分別下跌 23.3% 及 19.4%，我們認為與市場競爭及投資失誤有關。

國企股表現並不歸一，汽車類股份，長城汽車(2333 HK)股價上升 111.6%，為國指成份股表現最好股份；相反東風集團(489 HK)卻下跌 10.1%，為國指成份股表現最差的第 4 只股份。華能國際(902 HK)及龍源電力(916 HK)表現也南轅北轍，華能國際股價自 2012 年初至今上升 73.8%，而龍源電力卻下挫 14.0%。

圖 4：2012 年恒生指數最佳及最弱 10 股

恒指表现最佳10股	股价变动 (%)
新世界发展 (17 HK)	92.7
中国海外发展 (688 HK)	77.0
九龙仓集团 (4 HK)	71.1
华润置地 (1109 HK)	69.1
腾讯 (700 HK)	60.2
金沙中国 (1928 HK)	55.8
昆仑能源 (135 HK)	47.7
恒基地产 (12 HK)	43.7
汇丰控股 (5 HK)	38.8
恒隆地产 (101 HK)	37.6

恒指表现最弱10股	股价变动 (%)
中国联通 (762 HK)	-23.3
中信泰富 (267 HK)	-19.4
康师傅 (322 HK)	-10.0
利丰 (494 HK)	-6.0
恒安国际 (1044 HK)	-3.9
中电控股 (2 HK)	-1.9
中煤能源 (1898 HK)	-0.2
神华能源 (1088 HK)	0.7
东亚银行 (23 HK)	1.0
华润创业 (291 HK)	4.1

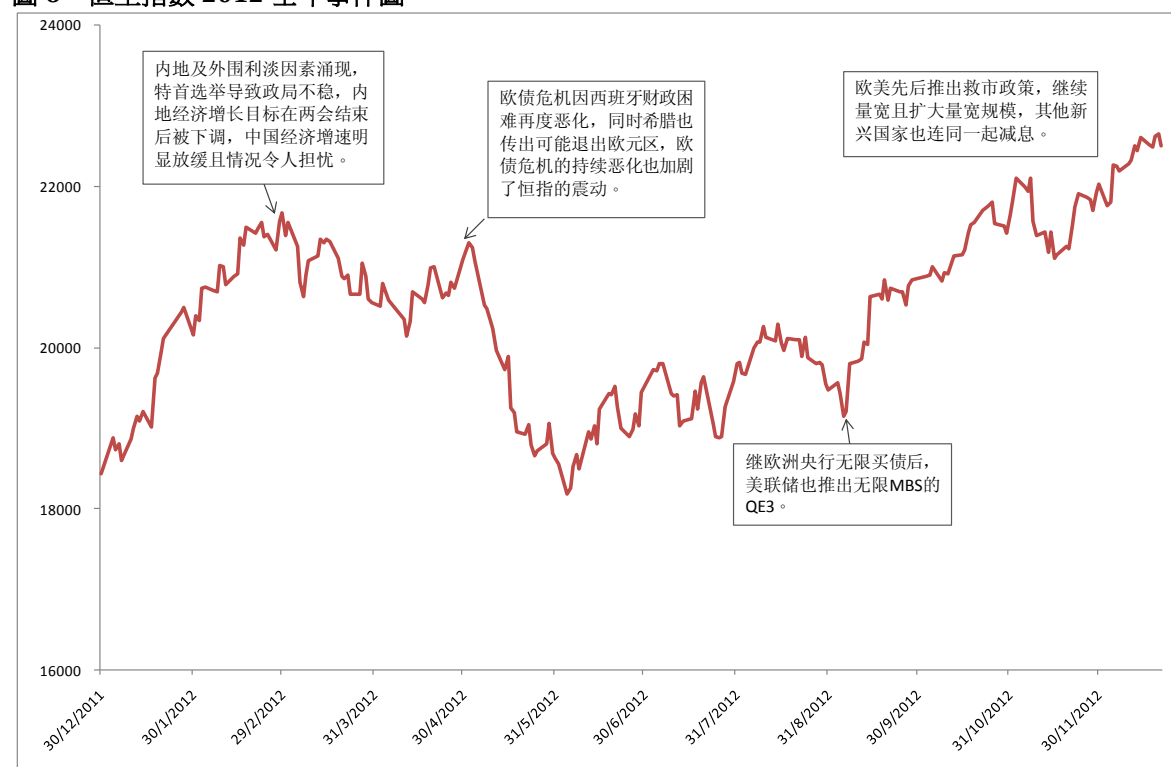
資料來源：彭博

圖 5：2012 年國企指數最佳及最弱 10 股

国指表现最佳10股	股价变动 (%)
长城汽车 (2333 HK)	111.6
中国中铁 (390 HK)	88.1
华能国际 (902 HK)	73.8
中信证券 (6030 HK)	50.1
中联重科 (1157 HK)	37.8
中海油田服务 (2883 HK)	31.3
民生银行 (1988 HK)	30.2
国药控股 (1099 HK)	30.0
中国建材 (3323 HK)	28.3
中国人寿 (2628 HK)	27.9

国指表现最弱10股	股价变动 (%)
中兴通讯 (763 HK)	-46.6
兖州煤业 (1171 HK)	-22.9
龙源电力 (916 HK)	-14.0
东风集团 (489 HK)	-10.1
中国电信 (728 HK)	-3.6
中煤能源 (1898 HK)	-0.2
中国神华能源 (1088 HK)	0.7
中国财险 (2328 HK)	1.0
紫金矿业 (2899 HK)	3.8
中信银行 (998 HK)	4.3

資料來源：彭博

圖 6：恒生指數 2012 全年事件圖

資料來源：彭博、招銀國際

2 次推介組合皆錄取正回報

我們在過去一年出版了 2 次主要的策略報告，分別在 2011 年 12 月 29 日及 2012 年 5 月 18 日，在第 2 次的策略報告我們修訂了年內的低位由 16,000 點改為 18,000 點。此外，我們在 2 次的策略報告皆推介了一個由 4-5 檔股票組成的投資組合，2 個都獲得了正回報，分別為 1.4% 及 31.1%。

第一個組合股票表現一般

我們在 2011 年底推出的「2012 年策略報告」推介了 4 家公司的股票，分別為達芙妮(210 HK)、金蝶(268 HK)、中興(763 HK)及華潤置地(1109 HK)。四家公司股價表現最好的為華潤置地，我們認為主要原因是公司銷售資料強勁，帶動股價表現，期內上升 64.3%；最差的為中興，期內股價下跌 46.6%，我們忽略公司毛利率受壓及海外市場受政治問題影響。我們在第一個組合的推介股票兩升兩跌，但平均仍有 3.2% 升幅(未計算股息回報)。同期的恒生指數及國企指數分別錄得 23.2% 及 14.4% 的升幅，我們的第一個組合表現遜於大市。

圖 7：第一個組合表現

公司	代碼	推介時股價 (港元)	最新收市價 (港元)	變動	最高(港元)	期內高低位 日期	最低(港元)	日期
達芙妮	210	8.66	10.62	22.6%	11.84	13-Apr	6.64	19-Jul
金蝶	268	2.00	1.45	-27.5%	2.48	26-Jan	0.83	25-Jul
中興	763	24.35	13.00	-46.6%	24.95	3-Jan	9.23	6-Sep
華潤置地	1109	12.84	21.10	64.3%	22.25	10-Dec	11.64	9-Jan
恒生指數		18398	22,667	23.2%	22,719	27-Dec	18,056	4-Jun
國企指數		9945	11,378	14.4%	11,448	27-Dec	8,988	6-Sep

資料來源：彭博、招銀國際

第二個組合股票皆有正回報

我們在 2012 年中再出版投資策略報告，再推介一個包含 5 家公司股票的投資組合。當時發生歐債問題，希臘有機會退出歐元區，但我們認為「有危就有機」，投資者可在適當時間吸納我們推介的 5 家公司股票，分別為農業銀行(1288 HK)、華潤置地、SOHO 中國(410 HK)、達芙妮及時代集團(1023 HK)。在過去 7 個月時間股價最好仍然是華潤置地，升幅為 63.3%；第 2 位為時代集團，升幅也有 49.9%；第 3 位為達芙妮，雖然升幅只有 20.1%，也輕微跑贏恒生指數及國企指數；餘下的農業銀行及 SOHO 中國期內升幅分別為 18.6% 及 14.0%，跑輸大市。第二個組合的推介的 5 家公司股票皆有升幅，平均回報為 33.2% (未計算股息回報)，較同期的恒生指數及國企指數的升幅 19.6% 及 18.8% 為優。

圖 8：第二個組合表現

公司	代碼	推介時股價 (港元)	最新收市價 (港元)	變動	最高(港元)	期內高低位 日期	最低(港元)	日期
農業銀行	1288	3.23	3.83	18.6%	3.87	21-Dec	2.72	6-Sep
華潤置地	1109	12.92	21.1	63.3%	22.25	10-Dec	12.40	18-May
SOHO 中國	410	5.36	6.11	14.0%	6.38	10-Jul	4.65	6-Sep
達芙妮	210	8.84	10.62	20.1%	10.78	24-Dec	6.64	19-Jul
時代集團	1023	3.35	5.02	49.9%	5.75	7-Dec	3.04	4-Jun
恒生指數		18,952	22,667	19.6%	22,719	27-Dec	18,056	4-Jun
國企指數		9,577	11,378	18.8%	11,448	27-Dec	8,988	6-Sep

資料來源：彭博、招銀國際

2013 年投資策略「先甜後苦」

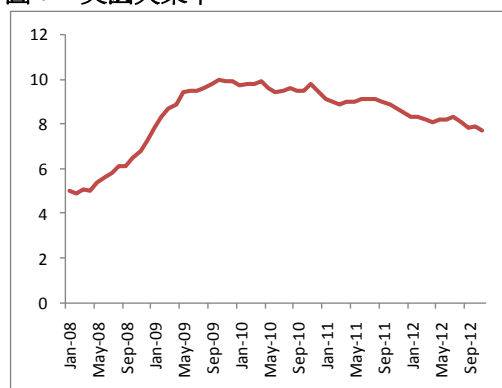
中美政治及經濟前景轉趨穩定

美國總統選舉及中國共產黨十八大開會完畢後，中美政局前景明朗化，奧巴馬及習近平分別當選為美國總統及中共總書記，市場不確定因素減少，皆有利投資市場未來發展。

美國出現危機的機會較低

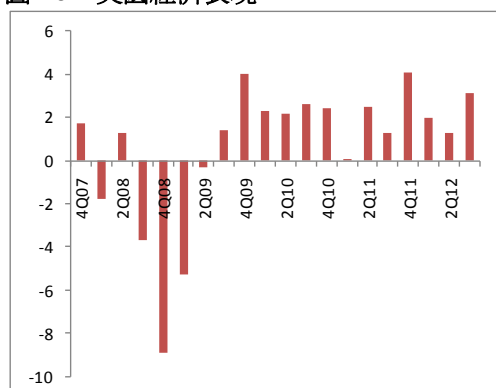
美國現今最大問題為財政懸崖(Fiscal Cliff)，我們認為此議案會成為未來一個月的最大風險，雖然美國兩黨會為此議案角力及爭辯，爭取本身最大的利益，但最終會在限期前(即 2013 年 1 月初)解決，否則美國可能會再次受到投資評級被下降的威脅。美國經濟自 2008 年金融風暴後逐漸復元，失業率從 2009 年 10 月的 10% 下跌至 2012 年 11 月的 7.7%，經濟也恢復增長，美國 2012 年第 3 季經濟增長 3.1%，最重要的是美國房屋市場已穩定下來，所以我們認為美國經濟已走出穀底，2013 年美國會出現危機的機會較低。

圖 9：美國失業率



資料來源：彭博

圖 10：美國經濟表現

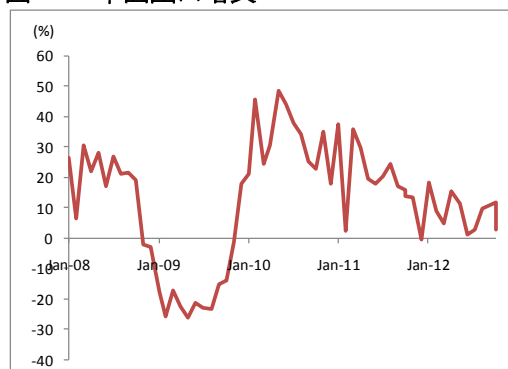


資料來源：彭博

中國經濟可能在 2012 年第 3 季見底

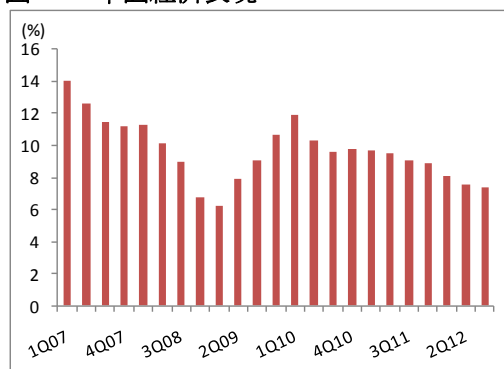
中國方面，經濟過去的高速增長未來可能很難再出現，一方面的本身的基數較大，另一方面是外部經濟環境(尤其是歐洲)欠佳，影響出口，所以拖慢中國經濟增長，中國 2012 年 11 月份的出口總值共同比上升 2.9%，預期 2013 年出口增長會在 10% 以內，與過去的 20-30% 增速比較明顯慢下來。中國經濟 2012 年第一至第三季度的同比增長分別為 8.1%、7.6%及 7.4%，增速呈放緩的趨勢。

圖 11：中國出口增長



資料來源：彭博

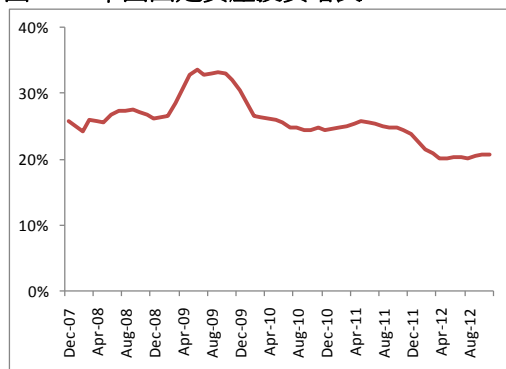
圖 12：中國經濟表現



資料來源：彭博

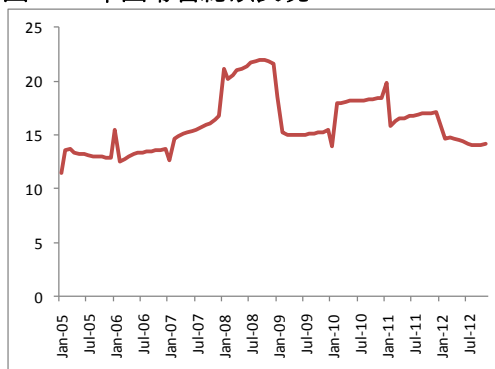
但中國在過去的時間通過加大投資及鼓勵消費來刺激經濟，中國 2012 年 11 月的固定資產投資增加 20.7%，雖然為過去 5 年的低位，但在現今全球經濟表現欠佳的環境下仍可接受；另一方面，中國政府在過去幾年鼓勵內需，中國 2012 年 11 月的零售總值增長 14.2%，表現仍屬理想。投資及消費對中國經濟的支持力度逐漸浮現，中國經濟增速放慢的情況有機會在第 3 季見底。

圖 13：中國固定資產投資增長



資料來源：彭博

圖 14：中國零售總額表現



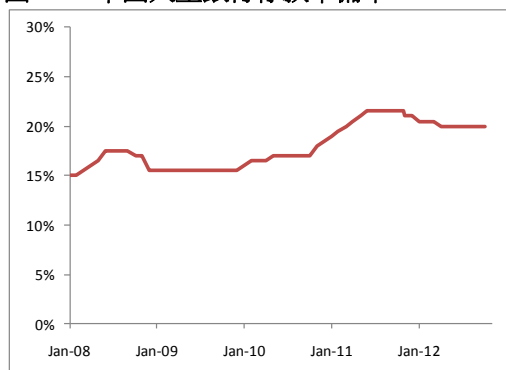
資料來源：彭博

貨幣政策在 2013 年底預期收緊

因為外部環境不明朗，中國人民銀行審慎對待中國的貨幣政策，雖然中國的經濟增幅在 2012 年慢下來，但因為害怕寬鬆的貨幣政策引起通脹，中國只在 2012 年 6 月及 7 月降息 2 次，1-3 年期的貸款利率 2 次各下調 25 點子至 6.4% 及 6.15%，至今仍未改變；存款準備金方面，中國人民銀行依然審慎，分別在 2012 年 2 月及 5 月將大型銀行的存款準備金率各下調 50 點子至 20.5% 及 20.0%，2012 下半年並未改變。

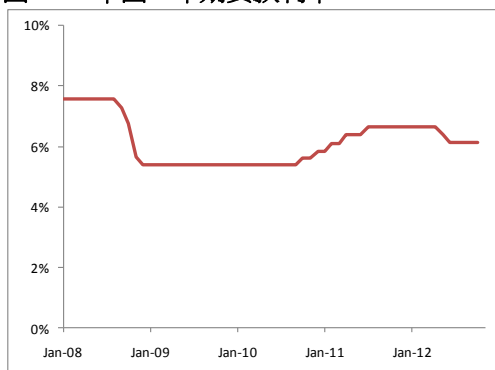
量寬政策不單在美國推行，歐洲及日本都有跟隨，我們相信中國在未來仍會採取「適度寬鬆」的貨幣政策，在 2013 上半年，我們預料中國人民銀行仍有可能將利率及存款準備金率下調 1-2 次，每次下降的幅度料為 25 點子及 50 點子，1-3 年期的貸款利率及存款準備金率在 2013 年最低可能見 5.65% 及 19.0%。不過中國政府始終對通脹問題及房地產市場泡沫比較緊張，所以我們認為中國貨幣政策在 2013 下半年可能收緊或轉為「中性」。

圖 15：中國大型銀行存款準備率



資料來源：彭博

圖 16：中國 3 年期貸款利率



資料來源：彭博

預期中國 2012 及 13 年經濟增長分別為 7.9% 及 8.1%

我們預期中國 2012 年第四季及 2012 全年的經濟增長分別為 7.7% 及 7.9%。中共十八大時曾表示希望中國的經濟總值及國民平均收入由 2010 年至 2020 年會翻倍，隨著消費者收入增加，剛需可保經濟，我們預期中國 2013 年經濟增長為 8.1%。中國 2012 年 11 月的消費物價指數為上升 2.0%，較年初的 3.4% 大幅回落，我們預期 2012 全年的消費物價指數為 2.2%，較 2011 年的 5.3% 下跌 3.1 個百分點。在貨幣寬鬆的情況下，我們對 2013 年的通脹問題並未掉以輕心，我們預期 2012 全年的消費物價指數為 2.8%，比我們的 2012 年預期增加 0.6 個百分點。

圖 17：中國宏觀經濟資料

	2011 实际	2012 预测	2013 预测
经济增长	9.3%	7.9%	8.1%
CPI	5.3%	2.2%	2.8%
失业率	4.1%	4.1%	4.1%
城市化	51.9%	53.8%	55.0%

資料來源：彭博、招銀國際

最大風險在歐洲及通脹

歐債問題仍未解決

雖然我們對中國及美國 2013 年經濟表現持肯定的態度，但我們不能忽視歐洲的問題。歐債危機風險減少，但並未解決。歐盟眾國各有主張，仍難一致解決財務問題，我們估計希臘未來一年仍有退出歐盟的機會，屆時，投資風險增加，港股可能再試低位。

量寬頻來通脹

美國推出第三輪量化寬鬆政策，全球央行追隨。在寬鬆的貨幣政策下，通脹是無可避免的問題，我們看見中國人民銀行在 2012 年中兩次降息及兩次下調存款準備金率後便維持貨幣政策不變，我們可察覺中國政府對通脹的態度。雖然中國的消費者物價指數在 2012 年 10 月為 1.7%，維持在較低的水準，但因為寬鬆的貨幣政策，未來通脹上升的風險較高。

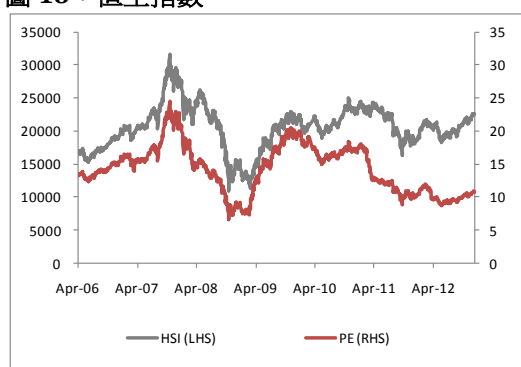
港股 2013 年表現先甜後苦

恒生指數料最高可達 26,000 點

恒生指數自 2012 年初至今上升 23.0%，為主要股市中表現較佳的地區，但比個別東南亞地區(如泰國、菲律賓及印度)的表現略為遜色。

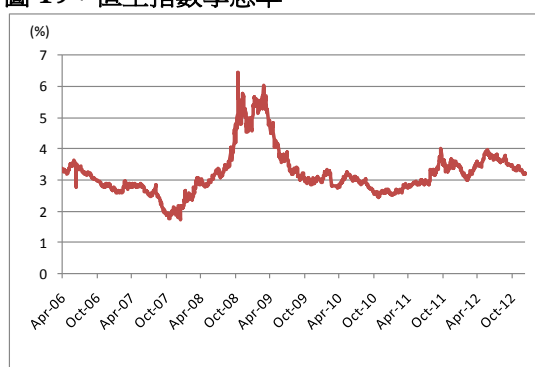
恒生指數的 2012 年市盈率為 11.4 倍，與過往的 8-20 倍比較，現在估值便宜。不過占恒生指數比重 36%的銀行類股份 2013 年盈利增長預期只有 5-6%，因此市場預期恒生指數的 2013 年整體盈利增長只有 4.0%。因為中美經濟見底，我們預期 2013 年恒指估值可達 12.5 倍，恒生指數最高可達 26,000 點，並有機會在 2013 年第三季出現。另一方面，中國房地產市場自 2011 年調控後，發展商減慢建樓速度，我們預期房屋供應短缺的情況在 2013 年第四季會出現，房價因而上升，故中國政府可能在 2013 年第四季推行調控房地產市場的措施或收緊貨幣政策，成為大市調整的藉口。

圖 18：恒生指數



資料來源：彭博

圖 19：恒生指數孳息率



資料來源：彭博

「黑天鵝」出現機會較低

最後，我們認為希臘退出歐盟可成為大市下跌的「黑天鵝」，雖然我們預期黑天鵝出現的機會為 20-30%，不過不可忽略大跌的可能性，我們估計如希臘退出歐盟，恒指將可下跌至 18,000 點，即 2012 年 6 月時的全年低位。另一個「黑天鵝」會是中日釣魚臺領土衝突，雖然我們估計雙方出現開火或全面戰爭的機會少於 10%，但後果會很嚴重，可能令恒指跌破 18,000 點。

圖 20：恒生指數估值表

	2011	2012預測	2013預測
每股盈利(點)	1946	1992	2073
變動	不适用	2.4%	4.0%
每股股息(點)	706	756	790
變動	不适用	7.1%	4.5%
每股賬面值(點)	14940	15432	16754
變動	不适用	3.3%	8.6%
市盈率	11.6	11.4	10.9
孳息率	3.1%	3.3%	3.5%
市賬率	1.5	1.5	1.4

資料來源：彭博

圖 21：國企指數估值表

	2011	2012預測	2013預測
每股盈利(點)	1204	1256	1319
變動	不适用	4.3%	5.0%
每股股息(點)	376	407	407
變動	不适用	8.3%	0.1%
每股賬面值(點)	7713	8013	8931
變動	不适用	3.9%	11.5%
市盈率	18.8	18.0	17.2
孳息率	1.7%	1.8%	1.8%
市賬率	2.9	2.8	2.5

資料來源：彭博

行業投資亮點

圖 22：行業總結

行业	评级	机遇	风险
中国银行	优于大市	资产质量恶化程度低于市场预期，并开始好转 资本新规实施后再融资压力减轻 市场预期的修正带来价值重估	利息市场化改革后息差收窄影响利润 中间业务持续增长面临压力 金融脱媒的深度和广度进一步加剧
中国房地产	同步大市	城市化带动房屋需求 适度宽松货币政策减轻买房者负担 供应短缺可能令房价上升	高房价脱离可负担水平 政府未来政策可能压抑需求
中国消费品	同步大市	城镇居民可支配收入水平增加 政策导向，经济结构调整刺激内需	通货膨胀压力将继续存在 过低的居民消费率以及传统的消费倾向制约消费
中国通信	同步大市	由数据量增长带动的无线网络升级需求 中国手机品牌持续占领海外智能电话市场	4G 网络发展慢于预期 工资上升，中国制手机品牌丧失成本优势

來源: 招銀國際

圖 23：招銀國際覆蓋公司資料

行业	公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (亿港元)
金融	招商银行	3968	17.00	16.40	买入	3,512
	农业银行	1288	3.83	3.81	买入	11,271
	重庆农商行	3618	4.19	4.75	买入	390
	民生银行	1988	8.76	9.44	买入	2,669
	中信银行	998	4.56	4.63	买入	2,341
地产	雅居乐	3383	10.8	11.57	持有	373
	中海宏洋	81	9.34	10.80	买入	213
	华润置地	1109	21.1	22.11	持有	1,230
	碧桂园	2007	3.99	3.89	持有	727
	恒盛	845	1.41	1.08	卖出	110
	合景泰富	1813	5.69	6.32	买入	165
	世茂	813	14.62	16.98	持有	508
	SOHO中国	410	6.11	8.34	买入	312
	融创	1918	5.86	4.79	持有	177
	旭光高材	67	1.68	1.77	买入	94
资源 消费	时代	1023	5.02	4.43	买入	50
	高鑫零售	6808	11.86	8.71	持有	1,131
	联华超市	980	7.4	7.63	持有	83
	北京京客隆	814	5.29	4.11	持有	22
	舜宇光学	2382	5.08	6.13	买入	51
科技	中国通信服务	552	4.46	5.03	买入	309
	神州数码	861	13.3	16.60	买入	145
	中兴	763	13.00	9.00	持有	409
	TCL通讯	2618	2.42	2.00	持有	27
	中国城市轨道交通	8240	0.86	1.30	买入	7
汽车	宝信汽车	1293	6.33	6.42	买入	160
电池	天能动力	819	4.97	6.23	买入	55
	超威动力	951	4.09	5.56	买入	41

來源：彭博、招銀國際

圖 24：招銀國際覆蓋公司估值表

行业	公司	代码	年结	市盈率			股息率			股本回报率		
				FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
金融	招商银行	3968	12月	8.1	7.1	7.6	3.8%	5.2%	5.0%	21.9	18.1	17.1
	农业银行	1288	12月	8.2	7.0	6.4	5.3%	6.3%	7.0%	20.5	20.3	19.7
	重庆农商行	3618	12月	7.3	6.1	5.7	4.1%	4.8%	5.3%	16.9	17.5	17.3
	民生银行	1988	12月	6.7	6.0	6.0	4.2%	4.1%	4.2%	21.5	19.7	16.4
	中信银行	998	12月	5.1	4.9	5.3	5.5%	5.9%	5.6%	17.7	17.5	14.9
地产	雅居乐	3383	12月	7.3	7.0	6.7	3.2%	3.3%	3.5%	18.9	17.7	16.4
	中海宏洋	81	12月	11.2	8.5	8.0	0.7%	1.4%	1.6%	35.3	33.4	27.0
	华润置地	1109	12月	14.3	12.9	13.8	1.2%	1.2%	1.5%	13.4	13.4	11.0
	碧桂园	2007	12月	9.1	8.5	7.6	4.1%	4.5%	4.7%	20.1	18.5	19.1
	恒盛	845	12月	4.0	7.2	3.3	0.0%	0.0%	0.0%	13.0	6.4	12.1
	合景泰富	1813	12月	6.3	6.4	5.6	4.8%	4.0%	4.8%	15.6	14.5	14.9
	世茂	813	12月	7.2	6.5	7.1	2.7%	2.7%	3.1%	18.7	17.2	14.4
	SOHO中国	410	12月	6.5	5.1	6.2	5.1%	5.7%	5.7%	17.9	19.3	14.3
	融创	1918	12月	6.0	4.5	4.2	1.7%	2.1%	2.8%	33.4	31.5	26.8
	旭光高材	67	12月	5.8	5.6	4.6	1.5%	1.8%	2.2%	15.8	9.7	11.0
资源	时代	1023	6月	11.8	11.3	9.7	4.0%	4.0%	4.0%	24.1	24.3	24.2
	高鑫零售	6808	12月	46.3	40.5	35.4	0.8%	1.0%	1.2%	16.4	13.7	14.0
	联华超市	980	12月	10.6	10.2	9.2	3.3%	3.4%	3.8%	20.2	18.2	18.0
	北京京客隆	814	12月	8.3	9.3	8.6	4.7%	4.2%	4.7%	13.5	11.1	11.2
科技	舜宇光学	2382	12月	18.2	10.4	8.4	1.8%	3.4%	4.2%	12.8	18.8	20.2
	中国通信服务	552	12月	10.0	10.0	9.0	4.0%	3.9%	4.5%	13.1	11.8	12.5
	神州数码	861	3月	9.4	8.5	7.2	3.7%	4.1%	4.8%	18.2	17.7	17.9
	中兴	763	12月	17.1	339.2	17.9	1.9%	0.0%	1.7%	7.8	0.4	7.1
	TCL通讯	2618	12月	3.3	6.4	4.8	12.1%	4.7%	6.2%	29.9	15.2	17.5
汽车	中国城市轨道交通	8240	6月	5.4	5.4	4.3	4.5%	4.6%	5.8%	23.8	24.5	24.8
	宝信汽车	1293	12月	18.6	12.9	9.0	0.0%	0.0%	0.0%	19.7	24.2	26.3
	天能动力	819	12月	7.0	5.8	4.5	4.2%	5.2%	6.8%	24.6	23.4	24.7
电池	超威动力	951	12月	7.2	4.8	4.2	4.2%	6.3%	7.4%	22.8	25.8	24.1

來源：彭博、招銀國際

2011 年 12 月 29 日

行業分析

內地銀行業板塊 - 優於大市

2012 年，內地銀行業利潤依然維持適度增長，但淨利潤增速呈現逐季放緩的態勢。年中央行的降息和利率市場化的啟動對商業銀行息差構成壓力。另一方面，銀監會對銀行收費業務的整肅也使部分銀行的中間業務收入受到一定影響。規模方面，2009 年的信貸高速增長局面已經成為過去式，商業銀行信貸投放實現溫和增長。

與此同時，在國內經濟增速放緩和世界經濟大環境不穩定的情況下，國內商業銀行資產品質自 2011 年四季度以來進入下行週期。但是，由於各主要商業銀行自 2003 年以來陸續引入的嚴謹的風控和制度體系，加之征信系統的建立和完善，使銀行體系對抗非系統性風險的能力大幅增強。另一方面政府加大財政政策的支持力度，宏觀經濟增速雖有放緩但仍維持較為可觀的增長。在此情況下，不良貸款率的上升趨向溫和。

展望 2013 年，內地銀行業利潤增速將受到嚴峻考驗。一方面，由於貸款重定價滯後因素影響，我們預計明年息差將出現 20-30 基點的下降，而規模增速卻無法達到以量補價；另一方面，非息收入的增長將好於 2012 年，但仍無法彌補息差下降帶來的淨利息收入增速的下滑。我們預計明年商業銀行非息收入、成本收入比和資產品質及信貸成本將出現進一步分化，從而更加考驗盈利的品質。我們認為明年內地銀行業整體盈利增速將降至單位數增長。基於估值、資產品質、融資壓力等方面的考慮，我們已於 2012 年 11 月底將內銀股板塊評級上調為“優於大市”，我們依然維持該評級不變。

2011 年前三季度經營回顧

1) 前三季度整體平均業績同比增速放緩至 18.7%。

前三季度九家內銀股淨利潤平均增長 18.7%，增速較中期的 21.2%略有放緩，符合預期。我們所覆蓋的五家銀行三季度單季利潤增速分別為民生 30.7%，重農 28.1%，招行 16.6%，農行 16.1%，中信-14.7%。三季度中信由於一次性計提 40 億元(人民幣，下同)的減值準備導致利潤同比下滑。九家銀行中除工行和重農三季度淨利增速較上半年加快外，其餘都放緩。

前三季度整體平均存貸款增速分別為 11.1%和 11.8%，信貸投放節奏平穩。重農存貸款增速最高，分別為 14.2%和 16.6%。我們預計今年全年全行業有望實現約 8 萬億的新增人民幣貸款投放，明年新增投放規模約在 9 萬億左右。

圖 25：2012 年淨利潤增速對比

(%)	1H12	1Q-3Q12	3Q12
工行	12.5%	13.3%	14.9%
建行	14.5%	13.8%	12.5%
农行	20.8%	19.2%	16.1%
中行	7.7%	10.4%	16.6%
交行	17.8%	15.9%	11.7%
招行	25.7%	22.6%	16.6%
民生	36.9%	34.7%	30.7%
中信	29.0%	12.4%	-14.7%
重農	25.3%	26.5%	28.1%
平均	21.1%	18.7%	14.7%

来源：公司資料

圖 26：2012 年三季度末存貸款較年初增幅

(%)	存款	貸款
工行	11.2%	10.9%
建行	10.7%	11.9%
农行	12.2%	10.8%
中行	6.0%	9.1%
交行	10.9%	12.0%
招行	8.7%	11.9%
民生	12.8%	11.7%
中信	13.7%	11.7%
重農	14.2%	16.6%
平均	11.1%	11.8%

来源：公司資料

2) 大小行息差穩定，中型銀行息差下行壓力大。

上半年各行息差普遍高與去年同期，但二季度開始受貸款定價能力轉弱及存款成本上升影響，大部分銀行息差環比收窄。三季度在降息影響下總體息差繼續下行，大行和重農依靠負債優勢保持息差相對穩定，招行、民生和中信同時面臨貸款收益率下降和存款成本上升的雙重壓力，息差下行較快。由於貸款重定價滯後因素影響，我們預計明年息差將出現 20-30 基點的下降，而規模增速卻無法達到以量補價，因而對上市銀行盈利造成強力壓制。

圖 27：2012 年息差對比

銀行	1H11	1Q-3Q12
工行	2.60%	n.a.
建行	2.66%	2.74%
农行	2.77%	2.82%
中行	2.11%	2.12%
交行	2.54%	2.60%
招行	2.99%	3.04%
民生	3.00%	3.04%
中信	2.89%	2.82%
重農	3.22%	3.46%
平均	2.75%	2.83%

来源：公司資料

圖 28：2012 年手續費及傭金淨收入增幅對比

(%)	1H12	1Q-3Q12
工行	1.9%	1.8%
建行	3.3%	1.6%
农行	4.8%	6.0%
中行	-2.1%	-1.8%
交行	12.4%	7.1%
招行	19.2%	23.5%
民生	26.7%	33.0%
中信	38.7%	24.8%
重農	0.1%	-22.6%
平均	11.7%	8.1%

来源：公司資料

非息收入方面，今年上半年銀監會加強收費業務監管影響在三季度持續，五大行中，工行、建行和交行手續費收入增速繼續放緩，農行和中行企穩。股份制銀行中間業務含金量較高，增速雖有放緩但明顯高於五大行。我們預計明年總體手續費收入增速有可能企穩回升，但由於資產結構差異，不同銀行間的分化可能進一步加劇。

3) 不良溫和抬頭，程度好於預期。

去年底、今年一季度末、二季度末和三季度末整體平均不良率分別為 0.96%、0.91%、0.90%和 0.89%，仍呈現逐季走低態勢。截止三季度末，九家銀行不良貸款總額較年初僅上升 2.5%。約七成新增不良貸款產生於三季度，但參考上半年逾期貸款增幅，不良生成程度依然好於預期。三季度工行、農行和重農不良較中期有下降，其餘均上升，招行(10.2%)、交行(8.7%)和民生(7.6%)上升幅度最大。

表 29：不良貸款率及不良貸款環比增幅

(%)	不良貸款率				环比增幅	
	FY11	1Q12	1H12	3Q12	1H12	3Q12
工行	0.94%	0.89%	0.89%	0.87%	2.9%	-0.5%
建行	1.09%	1.04%	1.00%	1.00%	-0.7%	3.6%
农行	1.55%	1.44%	1.39%	1.34%	-3.3%	-0.7%
中行	1.00%	0.97%	0.94%	0.93%	0.5%	0.8%
交行	0.86%	0.81%	0.82%	0.87%	4.0%	8.7%
招行	0.56%	0.56%	0.56%	0.59%	8.0%	10.2%
民生	0.63%	0.67%	0.69%	0.72%	19.1%	7.6%
中信	0.60%	0.56%	0.61%	0.60%	11.0%	0.4%
重農	1.44%	1.28%	1.19%	1.13%	-6.3%	-2.2%
平均	0.96%	0.91%	0.90%	0.89%		

来源：公司資料

撥備方面，部分銀行已通過減少撥備反哺利潤，如招行和民生。三季度末平均撥備覆蓋率較中期提高 3 個百分點至 300%，其中招行(377%)、民生(339%)、重農(315%)、農行(311%)和中信(306%)撥備覆蓋率超過了 300%。充足撥備有利於抵禦資產品質進一步惡化

對利潤表影響。我們預計明年上半年不良貸款增長勢頭有望減緩。另外，若宏觀經濟增速企穩，預計銀行資產品質在明年有望實現見底回升。

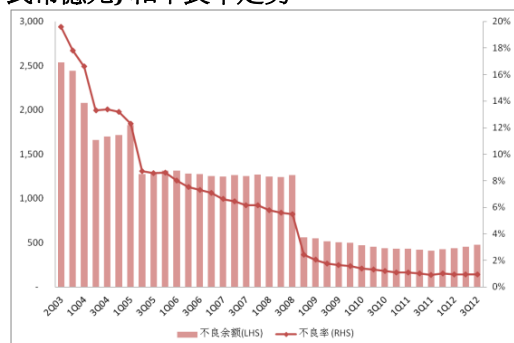
2013 年行業展望和投資策略

2012 年一季度以來，面對行業基本面向下行趨勢，各行均已開始業務調整，包括資產結構的調整和中間業務收入結構的調整，以應對息差下行和收費監管趨嚴的態勢。三季度銀監會對同業代付的收緊影響了三季度各行的同業資產規模。6 月份加息後，利率市場化已經開啓，進程快於我們預期。我們認為短時間內利率管制不可能繼續放寬，但明年息差繼續收窄已成定局，中間業務收入特別是資金業務仍存在不確定性。在此情況下，各行的成本控制或稱為未來業績分化的重要因素。我們預計 2012 年全年淨利潤平均增速為 15% 左右，明年行業盈利增速將放緩至個位數。儘管盈利增速放緩，但我們認為仍有以下幾方面論點支持對內銀股的價值重估。

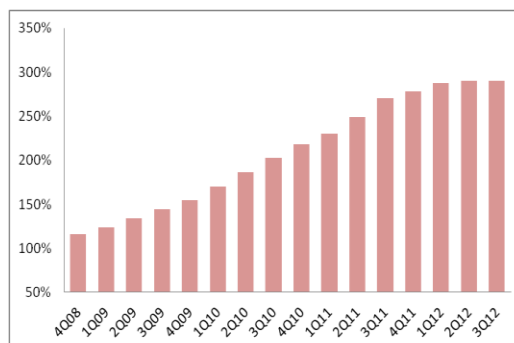
1) 市場對不良貸款的擔憂過度。

根據銀監會公佈的監管資料，截止三季度末，銀行業不良貸款總額為 4,787 億元，環比增長 4.9%，不良率環比微增 0.01% 至 0.95%。與此相比，整體撥備覆蓋率為全球最高，達到 290%。根據 150% 的監管標準，理論上說目前的撥備水準可以支撐不良率達到 1.84% 而無需增加額外撥備計提。回顧銀行業近 10 年的不良資產狀況及行業監管、內部管理水準的改善，我們認為過去銀行業高不良率的形成具有特定的歷史原因和體制原因。經歷 2003-2005 年及 2008 年底的兩次大規模不良資產剝離後，健全的內控和現金管理制度的引入使商業銀行抵禦非系統性風險的能力大幅提高。我們認為，未來三年，即使在悲觀情況下，銀行業整體不良率也不會高於 2%，因此無須過度擔心資產品質惡化導致的利潤表衰退。

圖 30：2003 年以來商業銀行不良餘額(人民幣億元)和不良率走勢 **圖 31：2008 年四季度以來撥備覆蓋率走勢**



來源：中國人民銀行



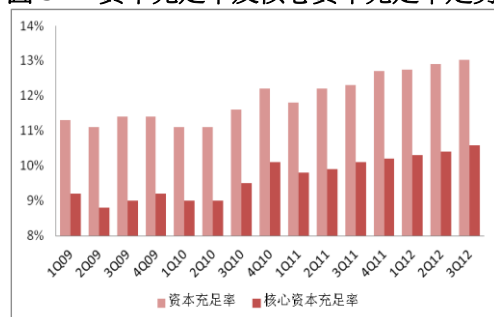
來源：銀監會

2) 再融資壓力將大幅減輕。

2009 年天量信貸導致銀行業資本急劇消耗，因而近年來掀起了密集的融資潮，對銀行業估值帶來沉重壓力。截止今年三季度，銀行業整體核心資本充足率已較 2009 年初的 9.2% 上升至 10.6%。

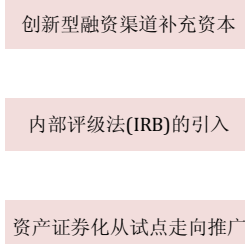
我們認為目前銀行業融資壓力已大幅減輕，有以下幾方面支持該論點：1) 目前大部分融資專案已經結束；2) 利潤高增長帶來的資本內生能力大幅增強；3) 銀行主動調整資產負債結構降低加權風險資產增速；4) 監管層鼓勵創新資本工具補充資本；5) 未來信貸增速將放緩，社會融資管道多元化；6) 資產證券化降低資本消耗；7) 中國版巴塞爾 III 放寬了資本達標的時限，目前上市銀行的資本充足率甚至全部已經達到 2017 年的監管要求。因此，我們認為未來壓制行業估值的融資因素實質上已經不復存在，但其對估值的影響仍有待市場驗證和消化。

圖 32：資本充足率及核心資本充足率走勢



來源：銀監會

圖 33：未來改善資本充足率的手段

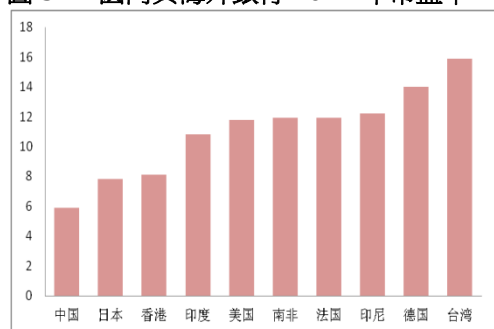


來源：招銀國際研究部整理

3) 估值何時回歸？

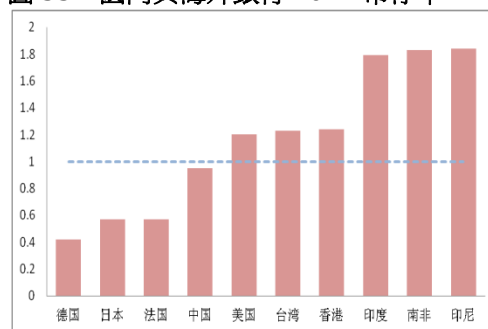
對比國外商業銀行的估值，我們發現目前國內銀行業市盈率(PE)明顯偏低，市淨率(PB)屬中等水準。歐美銀行資產負債表中由於並購帶來的大量無形資產壓低了其真實的 PB 水準。目前國內銀行業 PB 低於新興市場和美國，高於歐洲。歐洲銀行持有大量歐債且互持現象嚴重，債務危機很容易傳遞至商業銀行。而美國銀行則擁有大量表外化的證券資產和金融衍生品，隱含的風險實際上降低了其資產負債表品質。

圖 34：國內與海外銀行 2011 年市盈率



來源：彭博

圖 35：國內與海外銀行 2011 市淨率



來源：彭博

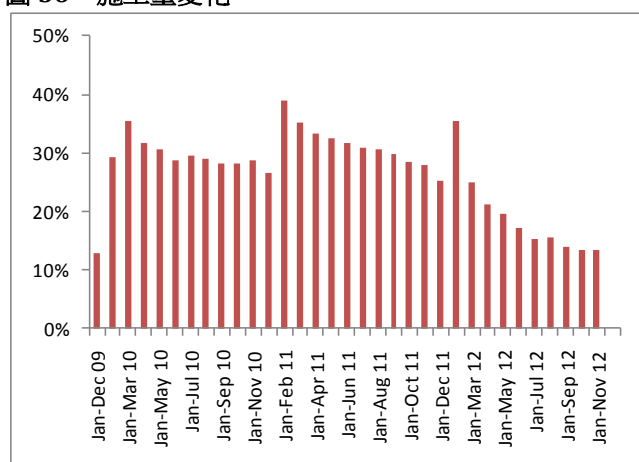
相比而言，國內商業銀行的資產負債表健康得多，首先沒有大量無形資產，其次沒有有毒資產，再次表外資產規模較小。因此，無論從 PE 還是 PB 來看目前國內銀行的估值明顯偏低。我們認為，價值重估需滿足以下幾個條件：1) 宏觀經濟企穩；2) 資產品質見底回升；3) 金融創新的陸續出臺，資本壓力靴子落地。我們在 11 月下旬將內銀股板塊評級由“同步大市”上調為“跑贏大市”。11 月底以來內銀股出現明顯上漲，估值中樞出現一定抬升，但我們認為明年估值仍有進一步上行空間。我們維持內銀板塊“優於大市”評級。

中國房地產板塊 - 同步大市

供應方面相對薄弱

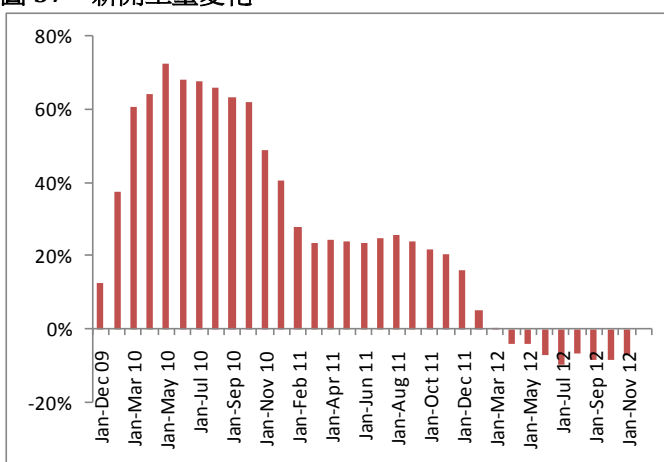
針對房地產市場的宏觀調控措施對壓抑發展商對市場上的期望，房地產投資增長在 2012 年首 11 月放慢至 16.7%，此外，發展商變遷更加謹慎和減慢補充土地儲備，在 2012 年首 11 月的土地購置同比下降 14.8 至 3.72 億平方米。同時，施工及新開工量也有所放緩。雖然我們看到的竣工面積在 2012 年首 11 月依然增加 14.1%至 6.77 億平方米，我們恐怕因為施工放緩而在 2014 年會出現供應短缺。我們估計竣工面積在 2012 年全年會完成 10.1 億平方米，同比增加 13.5%。展望未來，我們預計竣工面積在 2013 年會維持在 10-13%的增長，但因為新開工放緩，我們預計 2014 年和 2015 年的竣工面積將放緩到高單位數或 10-13%的增長。

圖 36：施工量變化



來源：國家統計局

圖 37：新開工量變化



來源：國家統計局

2012 年的房地產銷售是錯綜複雜

在 2012 年中，中國房地產市場氣氛好轉。雖然 10 月市場情景曾經昏暗，但國慶黃金假期和 11 月後的銷售轉趨熱鬧，2012 年年首 11 月的累計銷售面積增長 2.4%至 9.17 億平方米，同期的合同銷售金額增長了 9.1%至人民幣 53,530 億元。我們估計 2012 年全年的簽約銷售面積和金額分別上升 2.0%至 11.2 億平方米及 6.0%至人民幣 62,670 億元。

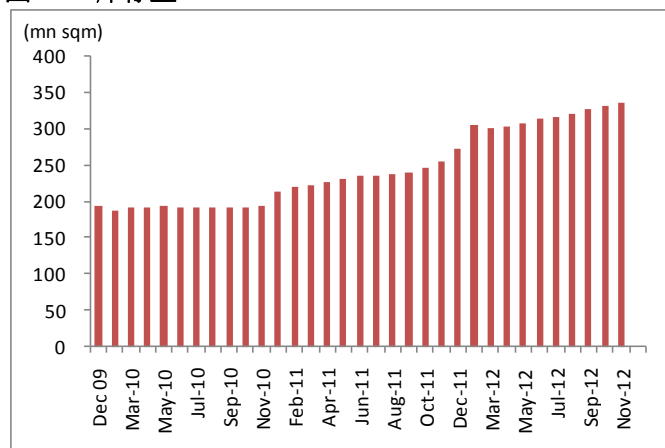
根據中國國家統計局的資料，在 70 個大中城市中，經歷了房地產價格下跌的城市數目在 2012 年上半年增加，但情況在 2012 年年中穩定下來。底部在 2012 年 7 月出現，當時有 58 個城市房價是下滑。之後，因為市場氣氛改善及開發商並沒有主動降價，下滑的城市在 2012 年 10 月減少至 56 個。如果我們擴大覆蓋範圍，全國平均物業價格在 2012 年首 11 月上升 6.6%至每平方米人民幣 5,837 元。我們相信，這得益於在三至六線城市的銷售並沒有限購令影響購買意欲。我們預期物業價格在 2012 年全年增加 3.9%至每平方米人民幣 5,588 元，相比 2011 年的升幅 6.9%。

較長的時間去庫存

銷售放緩速度比建設放緩速度更快。因此，截至 2012 年 11 月的房屋存貨(落成物業但仍未出售)增加 32.0%至 3.36 億平方米，為歷史高位。我們預計 2012 年全年的住房庫存上升 31.6%至 3.58 億平方米。因為 2012 年新開工量卻在不斷下降，我們相信庫存增加將在 2013 年改變。

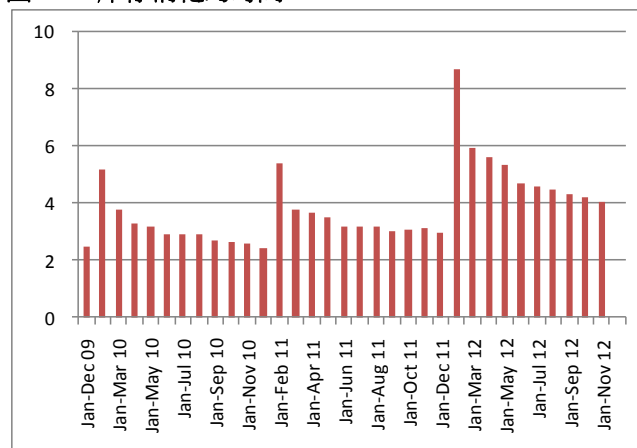
在 2010 年或 2011 年，中國的庫存消化時間約為 3-4 個月。基於銷售疲弱，庫存消化之後的時間在 2012 年上半年上升至 4-6 個月。但銷售量上升將 2012 年首 11 月庫存消化時間下降至 4.0 個月。我們看到的趨勢是向下的，但並不指望它可以回到 2010 年或 2011 年的水準。我們期待物業的施工和新開工放緩，將導致在 2013 年的住房供應短缺。因而可以幫助 2013 年庫存消化的時間恢復到 3 至 4 個月正常水準的。

圖 38：庫存量



來源：國家統計局

圖 39：庫存消化的時間



來源：國家統計局、招銀國際

我們相信在 2013 年將會發生的事情

巨大及優佳的房企可吸納更多

雖然 2012 年的全國銷量持平，一些領先的開發商銷售強勁。我們相信物業買家將尋找購買具信譽和建優質房地產的開發商的房子，情況將在 2013 年持續。規範巨大及有信譽的開發商將取得更大的市場份額。

保持限購令的政策

如果中國政府取消限購令的政策，中國的房地產泡沫將再次快速發展。因此，除非有一個更好的選擇，我們認為中國政府將維持目前的政策。我們建議中國政府可考慮由香港政府推行的買方印花稅。

首次購房者為主要購買力量

城市化將成為中國經濟增長的重要主題之一。首次置業人士繼續在 2013 年及以後成為房屋的主要購買力量。發展商將建成以更小的尺寸單位，吸引首次購房者的興趣。此外，我們認為給首次購房者的房貸折扣在 2013 年仍會提供。

物業稅仍處於試用期

目前，房產稅只在上海和重慶試點實施。儘管中央政府的一些官員希望在 2013 年會實現全國物業稅，我們不同意，因為物業稅的效果是沒有限購令那麼有效。

交易量增加

中國微調至增長目標至 7.5%，我們預計中國經濟未來將穩步增長，未來幾年的主要外部風險將來自歐洲。在一個穩定的環境下，我們預計中國房地產市場在 2013 年可平穩發展。我們預計在 2013 年中國合同銷售金額和面積將分別增長 8% 和 5%。

最後物業價格將回升

寬鬆的貨幣政策將刺激通脹。供應不足也推動了價格上漲。在我們之前的討論，2012 年上半年施工和新開工正開始減少。我們相信 2013 年年底或 2014 年年初時住房供應將出現短

缺。因此，在中國物業價格預計 2013 年上半年穩步上升，而在第四季因為供應短缺大幅向上。

2013 年底或 2014 年可能出現調控措施

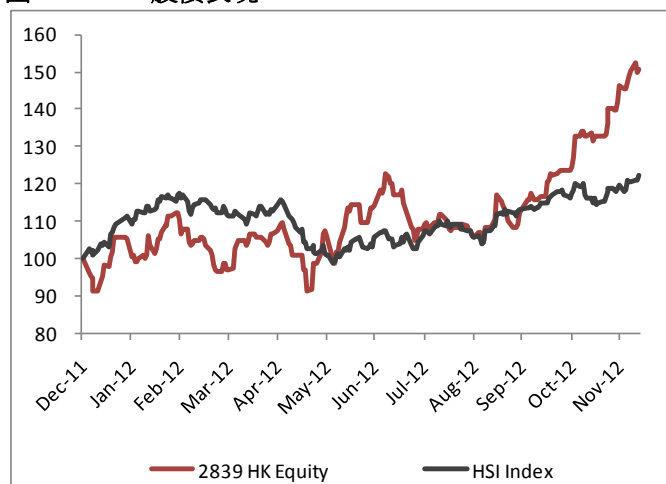
如果房地產價格急劇上升，我們擔心中國政府將推出新一輪的調控措施。我們預計約在 2013 年底或 2014 年年初住房供應短缺，我們相信將有屆時的對房地產市場的政策風險會上升。

地產股在 2012 年表現最好

地產股跑贏大市

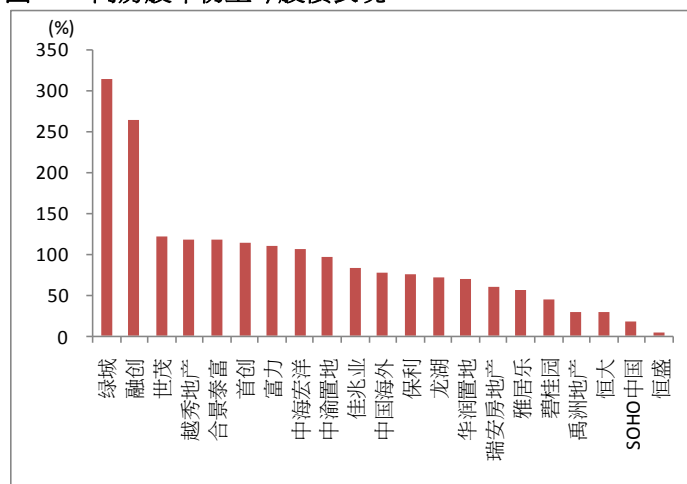
令人驚訝的是，中國地產股的表現在 2012 年下半年跑贏恒生指數。一個香港上市的內地房地產交易所買賣基金（2839 HK）年初至今上升了 49.4%，同期的恒生指數上漲了 23.0%。我們相信，中國地產股的亮麗表現是因為：1）溫和的緊縮措施；2）強勁的合約銷售在 2012 年下半年出現和 3）在 2012 年中旬的降息。對於 2012 年剩下的日子，我們相信中國的地產股可以維持的強勢，因此大部分公司已完成其全年銷售目標的 90% 或 100%。

圖 40：2839 股價表現



來源：彭博

圖 41：內房股年初至今股價表現



來源：彭博

大多數上市公司完成銷售目標

許多上市開發商發佈了強勁的銷售資料。與此同時，綠城、華潤置地和保利地產已在 10 月份實現全年銷售目標，其他公司(如恒大、中海、中海宏洋、融創及世茂)在 11 月完成全年銷售。即表示大多數的中國房地產公司在 2012 年可完成全年銷售目標。

發行高收益債券

展望未來，我們預計債券發行是中國房地產公司 2013 年的主要融資工具。中國地產股的估值不高，中國房地產公司的管理是不願意發行新股融資，以避免攤薄價值。同時，投資者很高興投資於高收益內房債券，以便有更高的回報率和更低的風險。

增加負債

在 2012 年上半年，物業銷售較為疲軟，多數地產發展商依賴債務融資。大多數地產發展商於 2012 年中的淨資產負債率為 70% 左右。除非上市公司打算積極削減借貸，或發行股份以籌集資金，否則我們不期望的高負債的情況在 2013 年有所改善。

估值已反映

現在，中國地產股的股價預測市盈率為 6.7 倍和較淨資產值的折讓 51.2%，估值適中。展望未來，我們相信，中國地產股的股價表現捆綁與他們的銷售步伐。在 12 個月的時間內，

我們還對中國的地產股感到安心，因為：1) 不高的估值; 2) 銷售呈上升趨勢; 3) 低息的環境和 4) 人民幣升值。

然而，我們恐怕會 2013 年底或 2014 年初會有調控措施。如果出現這種情況，中國房地產股的估值或股價將下壓。

首選股份 – SOHO 中國(410)和中海宏洋(81)

雖然我們相信中國地產股出色的表現將不會再在 2013 年出現，但投資者應注意幾支股票，我們喜歡 SOHO 中國和中海宏洋。

在 2012 年和 2013 年 SOHO 中國的收入是穩固，因為它預售銀河 SOHO 及望京 SOHO 而鎖定了大部分的收入。同時，SOHO 中國預計在 5 年內的租金收入達到人民幣 40 億元。我們的目標價為 8.35 港元，較 2013 年資產淨值每股 13.91 港元折讓 40%。

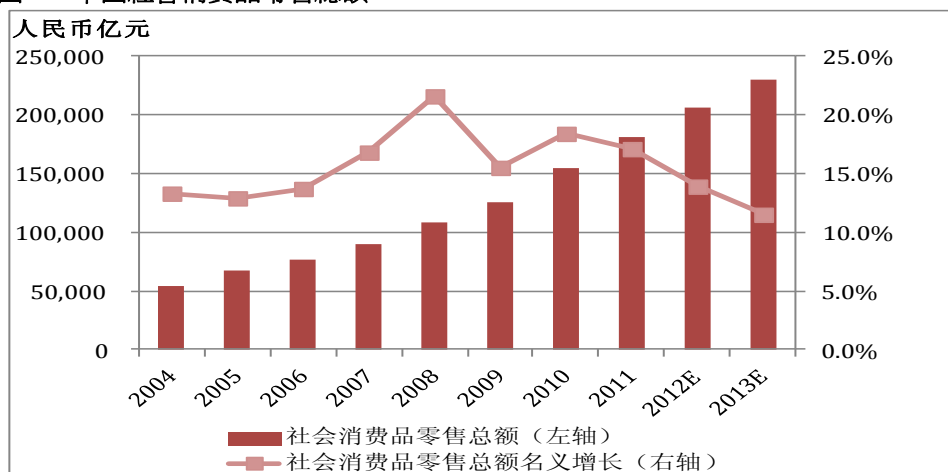
憑藉母公司的品牌名稱，中海宏洋在二/三線城市取得不錯的銷售成績、它成為一個很好的投資於中國二/三線城市房地產市場的代表品。中海宏洋投資于呼和浩特、銀川、桂林、吉林、合肥、蘭州、南寧、贛州、南通及揚州。中海宏洋中國海外在三至六線城市的旗艦公司。在三至六線城市的機會是巨大，但競爭不激烈。目標價為 10.8 港元，相等於資產淨值每股 13.5 港元折讓 20%。

中國消費品板塊-同步大市

中國社會消費品市場

2012 年 1-11 月份,中國社會消費品零售總額累計達到 186,833 億元, 同比增長 14.2%。其中, 城市消費品零售總額達到 161,806 億元, 同比增長 14.2%; 縣及縣以下消費品零售總額達到 25,026 億元, 同比增長 14.2%。我們預期 2012 年全年的消費品零售總額將同比增長 13.9%至 206,416 億元。

圖 42: 中國社會消費品零售總額

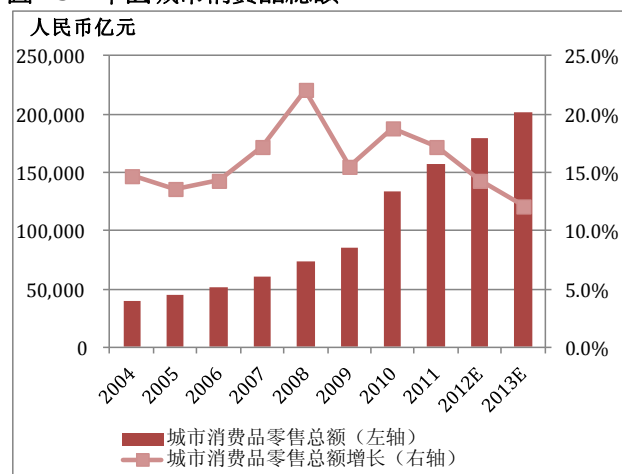


來源: 中國國家統計局

從 2004 年開始, 中國社會消費品零售總額在不斷增加。其中, 城市消費品總額的增長依然是推動社會總體消費品總額不斷增加的主要動力。多年來, 中央不斷推出一系列惠農政策, 使農民人均收入和購買力都在不斷增加, 從而也形成了城市消費品市場和農村消費品市場共同發展的局面。

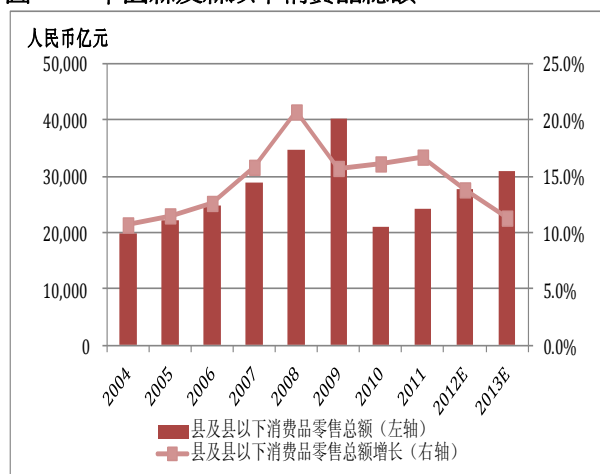
隨著居民收入水準和生活水準的不斷提高以及市場商品供應總類的不斷豐富, 傳統的居民消費結構也在不斷的升級和變化中。如今, 以房地產、汽車、文化教育、高端奢侈品和旅遊休閒等商品為主的消費逐漸成為了拉動消費品市場不斷增長的熱點消費。然而自 2010 年以來, 中國消費品市場已經步入了一個增速平穩下降的時期。我們認為在未來沒有新的熱點商品和較突出的消費刺激政策出臺的情況下, 社會消費品零售總額增速平穩下降這一現象將會持續。

圖 43: 中國城市消費品總額



來源: 中國國家統計局

圖 44: 中國縣及縣以下消費品總額



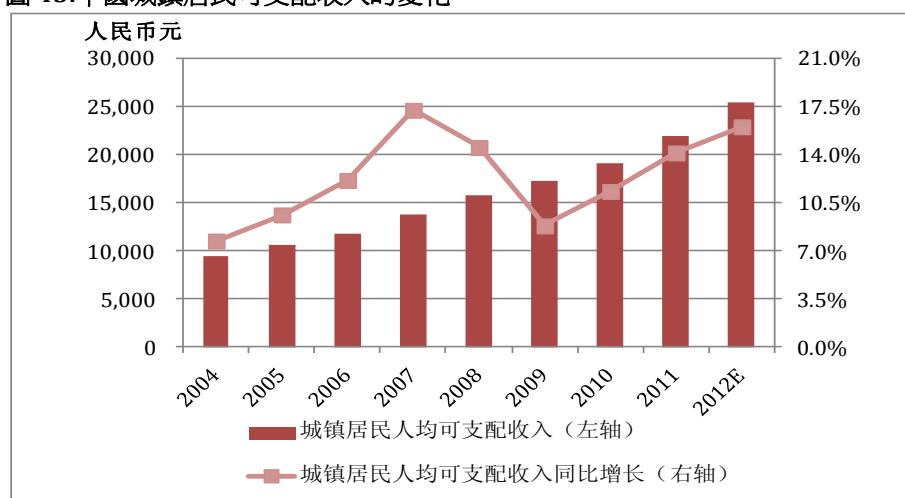
來源: 中國國家統計局

相較 2011 年，中國消費品市場並沒有出現本質上的改變。我們認為中國消費品市場未來幾年內即面臨可持續發展的利好因素同時也面臨著挑戰。首先，中國社會消費品市場總額受到居民人均可支配收入增加，積極的政策導向以及日益增長的網路零售交易等利好因素的影響將持續發展。其次，消費品市場也面臨著通貨膨脹以及長期低消費率現象下的隱藏問題的挑戰。

1. 城鎮居民人均可支配收入的增長

中國持續深化改革並推出了一系列增加城鎮居民人均收入的政策，雖然城鎮人均可支配收入的增速有所波動，但是人均可支配收入的總額卻在不斷的上升。從 2009 年開始，人均可支配收入總額和增速也都同時步入了平穩上升的階段。截止 2012 年，我們預測城鎮居民人均可支配收入將達到 25299 元人民幣，相較於 2011 年增長達到 16%。我們認為居民人均可支配收入總額及增速的平穩上升是促進中國消費品市場不斷繁榮的核心。

圖 45:中國城鎮居民可支配收入的變化



來源:中國國家統計局、招銀國際預測

2. 政策導向

中央在十八大的報告中首次提出到 2020 年 GDP 和城鎮居民人均收入都比 2010 年翻一番，全面建成小康社會的目標。與以往只關注 GDP 的增長不同，國民整體財富的增長對進一步拉動內需，促進經濟結構的轉變和國民經濟的持續發展都具有深遠的意義。與此同時，中央在 2012 年 12 月召開的年度經濟工作會議上釋放了強烈的經濟改革信號，加快經濟結構的調整使經濟發展更多的依靠內需，繼續推進城鎮化進程都將作為中國經濟的首要任務。毫無疑問，人民財富的日益增長，以拉動內需為根本的經濟結構的調整以及城鎮化的持續推進都是消費品市場不斷繁榮必不可少的條件，我們預測整體消費板塊將因此獲利。同時，我們預期 2013 全年的消費品零售總額同比增長 11.5%至 230,154 億元。

3. 網路零售交易高速增長

截止到 2012 年 6 月，中國網路零售交易額高達 5,119 億元人民幣，同比增長 46.6%；網購用戶達到 2.14 億人，同比增長 23.7%。近兩年來，除了網路零售交易額以及網購使用者的快速增長，網路零售交易的範圍也在不斷擴大，除淘寶，京東，當當等國內知名網站外，越來越多的網購用戶也開始在國外網站上進行交易。我們預測 2013 年全年網路零售交易額將同比增長 42%，網購用戶數量將增長 21.5%。與此同時，直接在國外網站上進行交易這一新型的網路消費方式也將成為網路零售交易總額新的增長點。

中國消費增速下降的主因

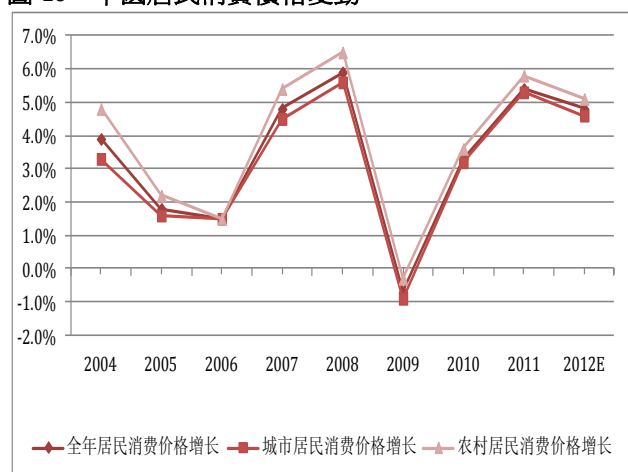
雖然以上三個因素對國內消費品市場的繁榮都起著積極的影響，但是從 2010 年開始，國內消費品零售總額增速卻已經步入了平穩下降的時期。我們分析消費品總額增速下降主要是受到以下幾個因素的影響。

1. 通貨膨脹壓力將繼續存在

通貨膨脹一直是消費品市場總額實際增長（扣除價格因素後的增速）放緩不可忽略的因素。近幾年來，居民消費價格指數不斷升高，物價增長壓力加大。過快的物價雖然在一定程度上會促進社會消費品市場總額的增長，但卻從總體上抑制了國民的消費。

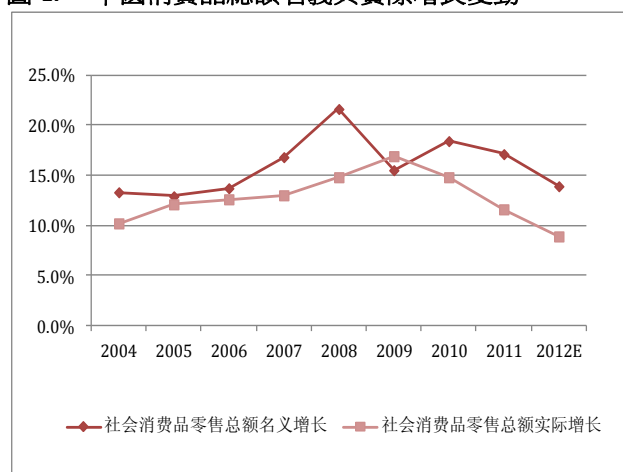
由 2009 年開始，雖然中央出臺了一系列抑制通貨膨脹的措施，但居民消費價格卻不斷上漲。截止 2011 年，居民消費價格增長為 5.4%，中央在 2011 年下半年出臺了更為嚴格的物價調控措施。我們預測 2012 年居民消費價格增長將有小幅回落，全年居民消費價格增長將降至 4.8%，其中城市居民消費價格增長 4.6%，農村居民消費價格增長 5.1%。通貨膨脹使廣大居民實際購買力下降從而嚴重影響了正常的消費水準。

圖 46：中國居民消費價格變動



來源：中國國家統計局，招銀國際預測

圖 47：中國消費品總額名義與實際增長變動



來源：中國國家統計局，招銀國際預測

2. 居民消費傾向以及居民消費結構的轉變

近十年來，中國社會消費品總額雖在不斷上升，但中國居民消費率卻一直處在很低的水準。從 2000 年開始到 2012 年，中國平均居民消費率為 39.4%，遠低於同期世界上的發達國家甚至是許多發展中國家。低消費率水準同時也反映出制約消費品市場發展的隱藏問題，居民人均收入增長速度過慢且收入分配格局的不合理，傳統的消費傾向也制約著消費品市場的發展。

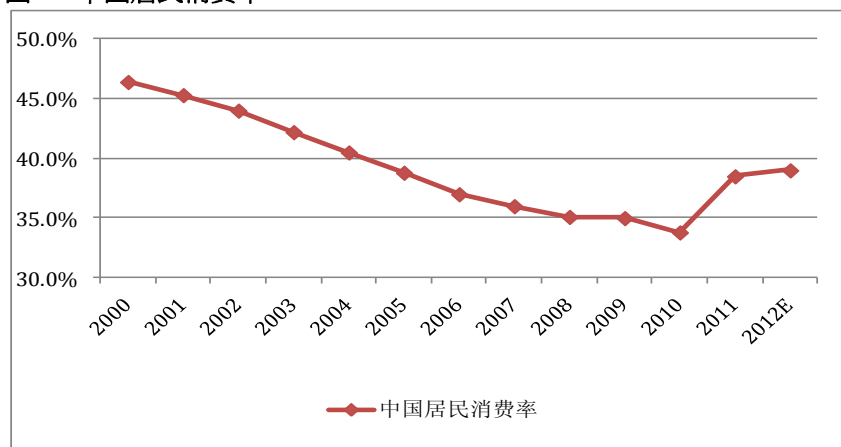
- 毫無疑問，居民收入是影響消費最重要的因素。與這幾年中國高速增長的 GDP 相比，居民收入尤其是農村居民收入增長過慢也成為制約消費品市場發展的主要因素。由於居民人均收入增長過慢且貧富差距不斷加大，導致中國消費品市場的內在需求在面對高速增長的 GDP 時仍然表現疲軟。就目前而言，城鎮居民的消費耐用品需求已基本達到飽和狀態，城鎮居民的消費已經開始向享受型、持續發展型以及投資增長型轉變。雖然農村居民的耐用消費品需求還有很大的增長空間，但是農村居民受到收入水準不高以及消費價格增長過快等因素的制約也缺乏購買力。

收入分配的不合理直接導致國內貧富差距拉大。富裕階層的收入多用於投資從而增加財富，消費支出占收入的比例很少；中產階層的日常耐用消費品的需求已經基本飽和，享受型消費占他們消費支出的比例越來越高；低收入階層雖然對消費耐用品的需求仍

為飽和，但是就目前而言低收入階層的實際購買力卻依然有限。

2. 在中國，雖然享受型消費、投資型消費等新型消費方式正在被越來越多的人所接受，但是勤儉節約仍然是中國絕大部分居民的消費傾向。由於中國有社會福利保障制度還不夠完善，中低收入階層對未來收入水準不夠樂觀，通貨膨脹預期不斷增加以及過高的房價拉低居民消費水準等因素的存在，廣大老百姓即使有錢消費也更加趨向于傳統的儲蓄投資從而減少了日常消費。

圖 48:中國居民消費率



來源：《中國統計年鑒》，招銀國際預測

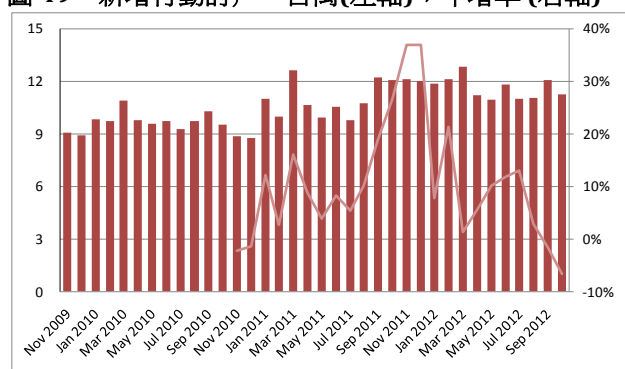
中國通信板塊 - 同步大市

因缺乏大型網路基建工程推動，2012 年中國通信設備板塊表現低迷。惟智慧手機市場持續火爆，符合大眾市場的千元以下國產低端智慧型手機銷情尤佳。展望 2013 年，我們預計 3G 上客量將繼續成長，4G 網路試點開始運行，將形成 2G、3G、4G 三網並行的格局。4G LTE 的建設將扭轉通信板塊過去兩年的頹勢，我們相信通信板塊的寒冬已過，2013 年將是產業踏入復蘇的一年，4G LTE 建設週期的高點將在 2014 年出現。

3G 用戶數超過兩億

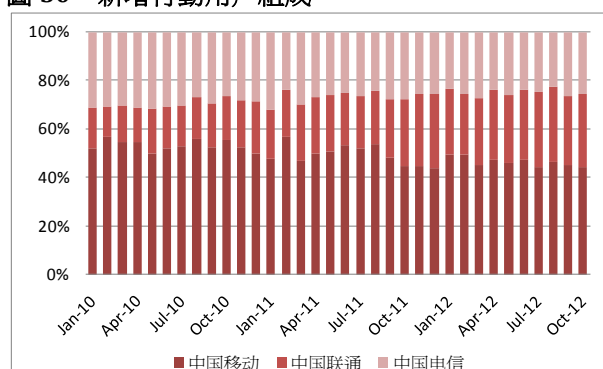
2012 年新增移動用戶增長保持穩定，每月增加達一千萬戶以上，十月底行動用戶總數達 10.9 億戶，其中 1.2 億戶為 2012 年首十月新增。至 2012 年十月底為止，中國總 3G 用戶數由 2011 年底的 1.3 億戶大增至 2.1 億戶，遠超工信部定下的 2012 年底 1.5 億戶的 3G 使用者目標。中移動(941 HK)仍然是中國最大的 3G 營運商，惟總上客量已被聯通(762 HK)及中電信(728 HK)追近。至 2012 年十月底止，中移動共有 7,931 萬 TD 用戶，而聯通與中電信分別有 7,007 萬 WCDMA 與 6,274 萬 CDMA 用戶。

圖 49：新增行動訂戶，百萬(左軸)；年增率(右軸)



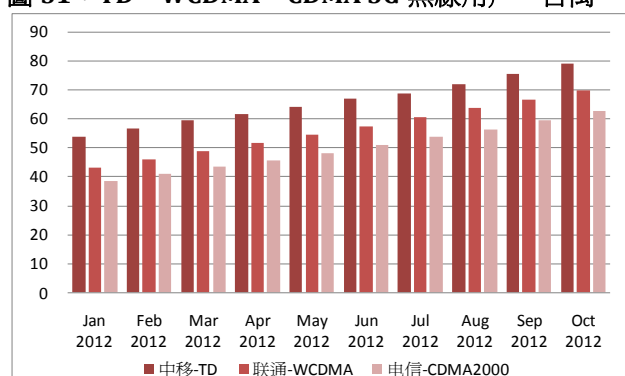
資料來源：公司及招銀國際研究部

圖 50：新增行動用戶組成



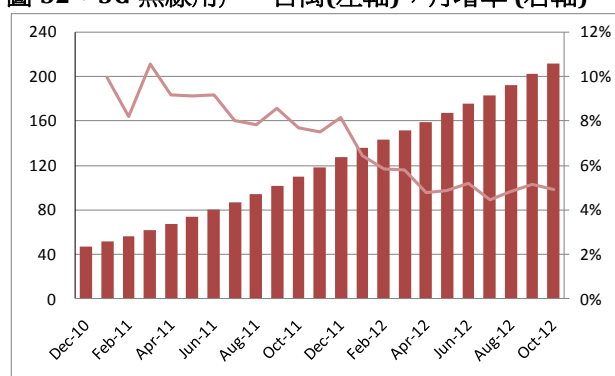
資料來源：公司及招銀國際研究部

圖 51：TD、WCDMA、CDMA 3G 無線用戶，百萬



資料來源：公司及招銀國際研究部

圖 52：3G 無線用戶，百萬(左軸)；月增率(右軸)



資料來源：公司及招銀國際研究部

2013 年將開始 4G LTE 基建規模投資，惟投資高峰將在 2014 年出現

中移動的 TD-LTE 基站鋪設將引領中國 2013 年的 4G 網路投資，跟據中移動的規劃，其 LTE 基站數將由 2012 年的 2 萬個大升至 2013 年的 20 萬個及 2014 年的 35 萬個。但聯通及中電信的 LTE 建設於 2013 年仍將處於網路試驗階段，預計以上兩大運營商的 LTE 建設高峰將將在 2013-15 年。我們認為 4G LTE 的基站建設將對無線網路主設備商如中興通訊(763 HK)、優化及傳輸設備商如京信通信(2342 HK)的收入帶來新一波的刺激，惟 4G LTE 網路基礎設施建設的高峰落在 2014 年，對通信設備廠商 2013 年的業績提震作用有限。

中國智慧手機品牌成長迅速

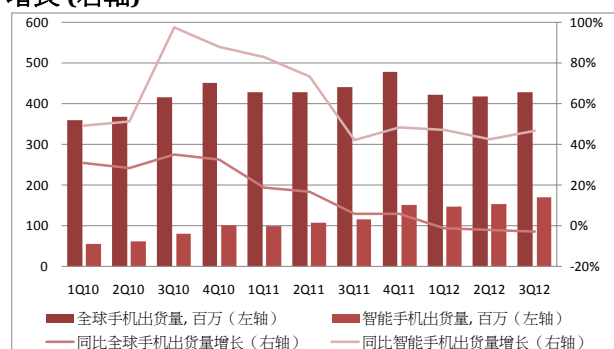
智慧手機市場蓬勃依舊

因環球經濟大氣候不景，2012 年至今整體手機終端銷售疲弱。跟據 Gartner 的資料，今年首三季全球手機出貨量達 12.7 億支，同比減少 2.3%。惟智慧手機銷售高增長依舊，2012 年首三季環球智慧手機出貨量達 4.7 億支，同比大升 45.6%。以作業系統的分佈來看，Android 籍開放平臺的優勢持續提升市占率，由第一季的 56.9% 大增至第三季的 72.4%，隨著諾基亞 Symbian 及 RIM 的逐漸式微，以及蘋果集中於高端市場，預計 Android 在全球智慧手機作業系統的市占率將一枝獨秀。

國內品牌增長快速

隨著 2012 年中國 3G 市場加速成長，智慧手機迅速滲透入城市中低收入群。以中興、華為、酷派(中國無線(2369 HK)的品牌)和聯想(992 HK)四大國有品牌(中華酷聯)為代表的中國手機生產商借助 Android 平臺和低成本的優勢迅速攻佔中國中低端智慧手機市場。而主攻海外市場的 TCL 通訊(2618 HK)亦靠阿爾卡特品牌鞏固其在新興國家的市場份額。以出貨量計算，在 2012 年第三季，中興、華為以及 TCL 阿爾卡特皆打入了全球十大手機生產商之列。以智慧手機出貨量計算，中華酷聯和 TCL 通訊 2012 年第三季合占 17.0% 的全球市場份額，比第一季的 10.1% 顯著上升。中國品牌增長快速一方面是因為國內智慧手機滲透率仍低，功能手機向智慧手機升級的熱潮方興未艾，另一方面則因諾基亞在國際市場節節敗退而騰出了大量市場空間給予中國的低成本製造商。

圖 53：手機出貨量，百萬（左軸）；同比手機出貨量增長（右軸）



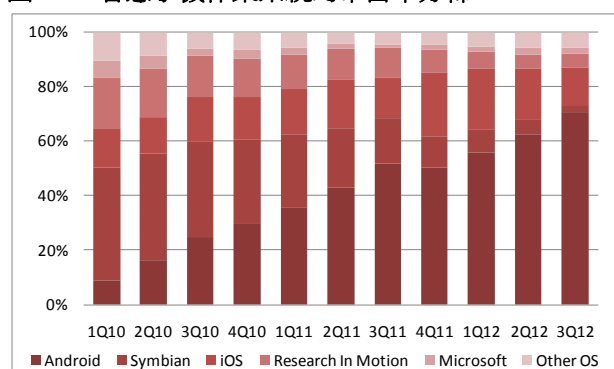
資料來源：Gartner 及招銀國際研究部

圖 54：3Q12 全球手機銷售和市占率

全球手机销售, 3Q12 ('000 支)		市占率
三星	97,957	22.9%
诺基亚	82,301	19.2%
苹果	23,550	5.5%
中兴	16,654	3.9%
LG	13,969	3.3%
华为	11,919	2.8%
TCL 阿尔卡特	9,327	2.2%
RIM	8,947	2.1%
摩托罗拉	8,563	2.0%
HTC	8,429	2.0%
索尼	8,202	1.9%
联想	7,204	1.7%

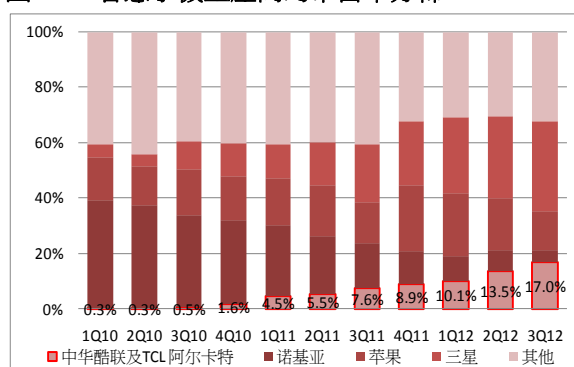
資料來源：Gartner 及招銀國際研究部

圖 55：智慧手機作業系統的市占率分佈



資料來源：Gartner 及招銀國際研究部

圖 56：智慧手機生產商的市占率分佈



資料來源：Gartner 及招銀國際研究部

智能手機價格趨跌

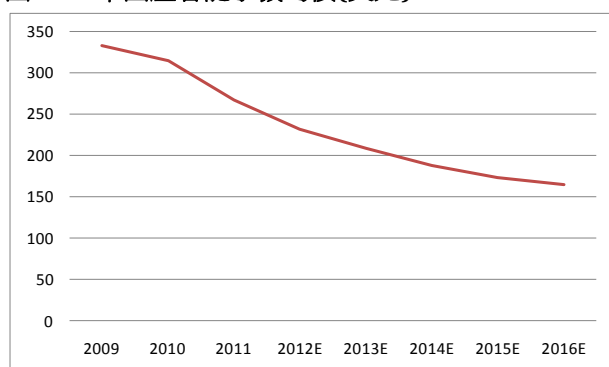
中國品牌以價格競爭為主

由於中華酷聯等入門級智慧手機品牌以擴充出貨量來拉動成本效益，中國廠商在產品價格上競爭劇烈。加上中低端智能手機的普及拉低平均售價，中國產智能手機均價下跌趨勢未減。我們發現國內品牌主攻 100-199 美元的中低端市場，三星、索尼和 HTC 等則利用品牌知名度、出眾設計以及高階硬體配備堅持在 200-399 美元市場競爭。隨著安卓手機應用程式的壯大以及安卓系統使用者日多，加上零部件配備的成熟，中端和低端智慧手機的性能差距將越來越小，用戶群對價格的差異將更為敏感。

預期中國廠商 2013 年仍將薄利多銷

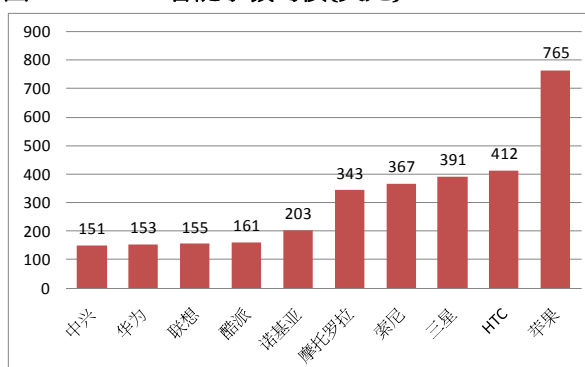
我們預期智慧手機價格仍處下降軌。最高階的蘋果和三星有技術和品牌的優勢可保利潤率高企。傳統國際品牌如諾基亞和索尼則因成本結構問題而無法和中國廠家中低端市場競爭，技術上又不足以挑戰高端市場，從而落得兩頭不到岸的局面。中國廠家預計仍將處於出貨量及市占率上升的階段，利用銷量的迅速擴大達至成本效應以攤薄單位成本費用。然而，沒有技術壁壘的保護，產品亦無法達至差異化，我們認為以中華酷聯以及 TCL 通訊為首的中國廠商在 2013 年仍不能擺脫銷售火爆但利潤微薄的局面。

圖 57：中國產智能手機均價(美元)



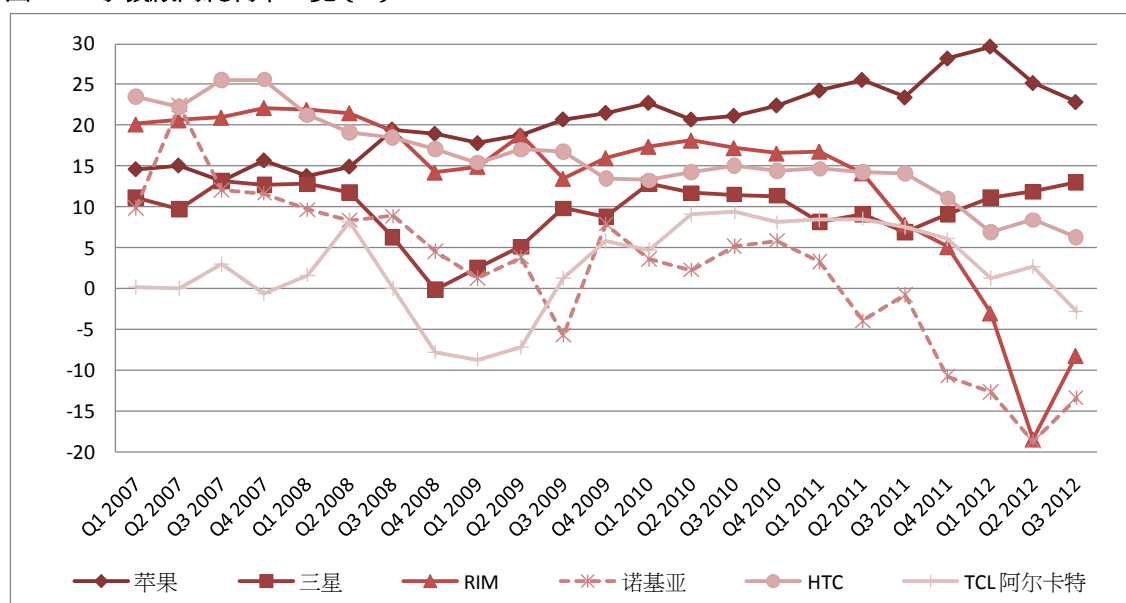
資料來源：isuppli 及招銀國際研究部

圖 58：1H12 智能手機均價(美元)



資料來源：isuppli 及招銀國際研究部

圖 59：手機廠商純利率一覽 (%)



資料來源：公司及招銀國際研究部

看好國內智慧手機零部件生產商

隨著中國設計及製造智慧手機在全球的占比日漸提高，智慧手機整體產業鏈也持續向國內轉移。國內智慧手機零部件生產商除成本優勢外還佔據地理位置優勢。手機零部件產業特色是廠商專注于個子行業、有長時間的技術沉澱，所以入行門檻較高。零部件生產商雖受下游終端製造商的價格壓力，惟各子行業（如晶片、鏡頭和聲學零件）多為寡頭壟斷，參與者不多，所以反可維持較高毛利。另一方面，零部件生產商卻直接受惠於中國制手機終端放量成長。另外，近年手機更新換代加速，產品開發週期大幅縮短，這也有利於研發能力強的零部件生產商升級產品，保持高毛利率。在香港上市的零部件生產商中，我們較看好有技術壁壘的子行業龍頭，包括舜宇光學(2382 HK)及瑞聲科技(2018 HK)。其中又以舜宇光學的估值較低，為我們 2013 年中國通信板塊首選。

圖 60：大中華智慧手機產業鏈一覽

芯片	晶元	电路板	光学镜头	声学器件	连接器	外壳	电池	触摸屏
联发科 (2454 TT) 展讯 (SPRD US) 晨星 (3697 TT)	台积电 (2330 TT) 中芯 (981 HK)	华通 (2313 TT) 欣兴电子 (3037 TT) 精联电子 (2414 TT) 超声电子 (000823 CH) 兴森科技 (002436 CH)	舜宇光学 (2382 HK) 大立光 (3008 TT) 玉晶光 (3406 TT) 今国光 (6209 TT)	瑞声科技 (2018 HK) 歌尔声学 (002241 CH)	富士康 (2038 HK) 长盈精密 (300115 CH)	比亚迪电子 (285 HK) 鸿准精密 (2354 TT) 可成科技 (2474 TT) 春兴精工 (002547 CH)	德赛电池 (000049 CH) 飞毛腿 (1399 HK) 比亚迪 (1211 HK) 新普 (6121 TT)	宸鸿 (3673 TT) 胜华科技 (2384 TT) 莱宝 (002106 CH) 欧菲光 (002106 CH)

資料來源：公司及招銀國際研究部

圖 61：零部件生產商估值比較

公司	代码	股价 (当地货币)	市值 (美金百万)	股本回报 (%)			市盈率 (x)			市帐率 (x)			每股盈利 (当地货币)			FY11-13 复合 增长率 (%)	市盈率/ 增长
				FY11	FY12E	FY13E	FY11	FY12E	FY13E	FY11	FY12E	FY13E	FY11	FY12E	FY13E		
舜宇光学	2382 HK	5.08	651	12.8	18.8	20.2	19.2	10.6	8.3	2.3	2.0	1.7	0.26	0.48	0.61	52.2	0.16
瑞声科技	2018 HK	27.00	4,251	25.8	30.0	29.9	25.8	15.8	12.8	5.1	4.5	3.6	1.05	1.71	2.12	42.2	0.30
比亚迪电子	285 HK	2.00	578	6.6	6.4	6.4	6.0	6.6	6.2	0.4	0.4	0.4	0.33	0.30	0.32	NA	NA
大立光	3008 TT	778.00	3,599	19.9	23.9	28.1	20.1	20.9	14.6	5.2	4.7	3.9	38.76	37.27	53.41	17.4	0.84
今国光	6209 TT	31.90	179	13.0	11.1	11.7	13.6	10.9	9.7	1.2	1.1	1.0	2.34	2.91	3.28	18.5	0.53
玉晶光	3406 TT	212.00	652	15.6	11.7	13.5	19.4	23.0	17.8	2.9	2.6	2.6	10.92	9.21	11.89	4.3	4.11
欣兴电子	3037 TT	30.80	1,634	7.9	7.9	9.4	9.4	12.3	9.9	1.1	1.0	0.9	3.26	2.50	3.10	NA	NA
华通	2313 TT	12.50	514	5.7	5.5	6.9	15.2	17.1	13.0	1.0	0.9	0.9	0.82	0.73	0.96	8.4	1.55
宸鸿	3673 TT	513.00	5,468	NA	35.4	30.4	13.8	12.7	11.7	NA	4.0	3.3	37.21	40.41	43.86	8.6	1.4
平均				13.4	16.7	17.4	15.8	14.4	11.6	2.4	2.4	2.0				21.6	1.3

資料來源：彭博及招銀國際研究部

結論

我們預期中移動TD-LTE將於2013年開始大規模基站投資，惟運營商整體4G LTE布網高峰將在2014年出現。2013年電信設備板塊預期表現平穩。移動終端方面，國內品牌增長快速，出貨量及市占率仍處上升軌。惟低端智慧手機產品同質化嚴重，令價格競爭劇烈、毛利維持低位。預期中國廠商在13年仍會保持薄利多銷的局面。在整體通信板塊中我們較看好智慧手機零部件生產商，因其有較高的技術壁壘，並受惠于國內智慧手機品牌的市占率上升。我們首選舜宇光學因其光學產品升級帶動出貨量，預期將成為智慧手機時代的主要受益者。

2011 年 12 月 28 日

首選股份

SOHO 中國(410 HK)

轉變商業模式的新挑戰

2012 年首 10 個月銷售金額為 83 億元人民幣。 SOHO 中國在 2012 年 1-10 月的物業銷售金額為 83 億元人民幣，銷售主要來自望京 SOHO 及 SOHO 中山廣場。我們預計在 2012 年，SOHO 中國將實現 110 億元人民幣合約銷售。約 270 億元人民幣合同銷售金額已被鎖定，將預計在 2012 年和 2013 年入帳。

成功發行 100 億美元債券。 SOHO 中國在 2012 年 10 月成功發行兩批債券。1) 6 億美元 5.75 厘於 2017 年到期優先票據及 2) 4 億美元 7.125 厘於 2022 年到期優先票據。我們相信此債券的成功發行是公司的未來關鍵。因為 SOHO 中國改變其商業模式「從銷售變成持有」，募集資金成為低於預期的合約銷售的替代品。低成本的資金可以支援公司的長期可持續增長。此外，財務狀況穩健，估計 2012 年底淨負債比率為 13.6%。

回購以超過 7600 萬股股份。 SOHO 中國有高達 2 億元美元股票回購計畫。在過去的幾個月裡，公司購回超過 7600 萬份股份，為股價下跌提供了保護。

5 年之內的租金收入目標為 40 億元人民幣。 基於持有一個 170 萬平方米的投資物業組合，SOHO 中國的 5 年內目標是產生 40 億元人民幣的租金收入。同時，這些投資物業以成本計算的回報預計達 10% 以上。成功的商業模式變革會為公司帶來重新評級的機會。

公司在中期業績時宣佈改變其商業模式，股價受到壓力，這提供了一個很好投資於 SOHO 中國的機會。目前的估值並不昂貴，2013 年市盈率為 6.0 倍和股價與 2013 年資產淨值(即每股 13.9 港元) 折讓 56.0%。目標價為 8.34 港元，相等於資產淨值 40% 的折讓。升值潛力為 36.5%。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬元人民幣)	18,215	5,685	22,207	18,105	2,484
淨利潤 (百萬元人民幣)	3,636	3,892	4,979	4,196	1,253
每股收益 (人民幣)	0.701	0.751	0.960	0.809	0.242
每股收益變動 (%)	10	7	28	(16)	(70)
市盈率(x)	7.0	6.5	5.1	6.0	20.2
市帳率(x)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	5.3	5.1	5.7	5.7	5.5
權益收益率 (%)	18.9	17.9	19.3	14.3	4.2
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	13.6	15.7	22.2

來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價 HK\$8.34
 向上/向下 +36.5%
 當前價格 HK\$6.11

文幹森
 (852) 3900 0853
 samsonman@cmbi.com.hk

零售行業

市值(百萬港元)	31,238
3 個月平均值(百萬港元)	52.0
52 周高/低(港元)	6.38/4.65
發行股數(百萬港元)	5,123

資料來源：彭博

股權結構

張欣	64.4%
流動股本	35.6%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	4.0%	0.4%
3 個月	25.6%	15.7%
6 個月	1.5%	-14.6%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：畢馬威

網址：www.sohochina.com

財務預測

利潤表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	18,215	5,685	22,207	18,105	2,484
物业发展	18,105	5,594	22,038	17,680	-
物业投资	110	91	168	425	2,484
其他	-	-	-	-	-
销售成本	(8,958)	(2,954)	(10,139)	(6,843)	(248)
毛利	9,257	2,731	12,068	11,263	2,236
其他收益	252	477	210	225	250
销售费用	(547)	(238)	(155)	(308)	(99)
行政费用	(205)	(211)	(266)	(362)	(248)
其他费用	(153)	(134)	(167)	(136)	(75)
息税前收益	8,603	2,626	11,689	10,682	2,063
融资成本	(68)	209	(262)	(372)	(392)
联营公司	-	-	77	-	-
特殊收入	165	4,027	423	-	-
税前利润	8,700	6,862	11,927	10,310	1,671
所得税	(4,928)	(2,375)	(6,949)	(6,113)	(418)
非控制股东权益	(135)	(594)	-	-	-
净利润	3,636	3,892	4,979	4,196	1,253
核心净利润	3,512	1,422	4,584	4,196	1,253

資料來源：公司資料、招銀國際預測

資產負債表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	9,711	16,147	37,341	40,391	42,421
物业、厂房及设备	554	688	700	750	780
投资物业	3,085	13,335	29,875	31,175	32,175
联营公司	1,212	-	4,300	6,000	7,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	4,860	2,124	2,466	2,466	2,466
流动资产	38,219	43,533	28,329	28,683	29,834
现金及现金等价物	17,725	14,489	14,329	13,183	11,634
应收贸易款项	1,797	5,615	4,000	3,500	3,200
存货	18,697	23,429	10,000	12,000	15,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
流动负债	18,854	23,044	20,500	20,500	22,700
借债	2,581	2,215	3,000	3,500	4,000
应付贸易账款	9,306	15,148	13,200	10,500	12,200
应付税项	6,967	5,682	4,300	6,500	6,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	9,097	13,418	18,373	18,023	18,173
借债	8,037	11,410	16,350	15,800	15,800
递延税项	786	1,731	1,800	2,000	2,150
其他	274	277	223	223	223
少数股东权益	737	1,495	1,020	1,200	1,400
净资产总值	19,243	21,723	25,777	29,351	29,982
股东权益	19,243	21,723	25,777	29,351	29,982

資料來源：公司資料、招銀國際預測

現金流量表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	8,603	2,626	11,689	10,682	2,063
折旧和摊销	18	19	21	21	23
营运资金变动	5,071	(6,155)	16,295	(1,700)	(2,500)
税务开支	(1,928)	(2,990)	(1,313)	2,400	150
其他	1,025	2,271	(9,905)	(8,025)	1,670
经营活动所得现金净额	12,790	(4,230)	16,786	3,378	1,406
购置固定资产	(1,581)	(2,109)	(16,573)	(1,371)	(1,053)
联营公司	(962)	-	(4,300)	(1,700)	(1,000)
其他	(4,135)	3,087	(294)	-	-
投资活动所得现金净额	(6,677)	978	(21,167)	(3,071)	(2,053)
股份发行	-	(13)	(296)	-	-
净银行借贷	2,313	1,975	5,726	(50)	500
股息	(1,660)	(1,452)	(1,297)	(1,453)	(1,453)
其他	33	(26)	-	-	-
融资活动所得现金净额	687	484	4,132	(1,503)	(953)
现金增加净额	6,799	(2,767)	(249)	(1,196)	(1,599)
年初现金及现金等价物	7,123	14,034	11,202	11,004	9,858
汇兑	112	(65)	50	50	50
年末现金及现金等价物	14,034	11,202	11,004	9,858	8,309
受限制现金	3,690	3,287	3,325	3,325	3,325
资产负债表上的现金	17,725	14,489	14,329	13,183	11,634

資料來源：公司資料、招銀國際預測

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
物业发展	99.4	98.4	99.2	97.7	-
物业投资	0.6	1.6	0.8	2.3	100.0
其他	-	-	-	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	50.8	48.0	54.3	62.2	90.0
税前利率	47.8	120.7	53.7	56.9	67.3
净利润率	20.0	68.5	22.4	23.2	50.5
核心净利润率	19.3	25.0	20.6	23.2	50.5
有效税率	56.6	34.6	58.3	59.3	25.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.0	1.9	1.4	1.4	1.3
速动比率 (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
平均应收账款周转天数	18.0	180.3	32.9	35.3	235.1
平均应付帐款周转天数	346.6	1,510.7	510.3	632.1	16,677.2
平均存货周转天数	819.3	2,602.4	601.7	586.8	19,836.3
总负债/ 权益比率 (%)	55.2	62.7	75.1	65.8	66.0
净负债/ 权益比率 (%)	净现金	净现金	13.6	15.7	22.2
回报率 (%)					
资本回报率	18.9	17.9	19.3	14.3	4.2
资产回报率	7.6	6.5	7.6	6.1	1.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.701	0.751	0.960	0.809	0.242
每股股息(人民币)	0.260	0.250	0.280	0.280	0.270
每股账面值(人民币)	3.71	4.19	4.97	5.66	5.78

資料來源：公司資料、招銀國際預測

舜宇光學(2382 HK)

成功捕捉智慧手機的熱潮

公司主要客戶第三季出貨量增長強勁。根據 Gartner 的資料，12 年第三季全球智慧手機出貨達 1.69 億支，環比增長 10.1%，同比增長 46.9%。中國手機製造商的出貨量成長尤為強勁，華為和聯想在第三季度分別錄得 780 萬和 700 萬支智慧手機出貨量，環比分別增長 43.8%和 59.7%。除了中國智慧手機製造商崛起，三星也保持了良好的發展趨勢，並擴大其智慧手機市場份額由上一季度的 29.7%至第三季的 32.5%。舜宇光學的頭 5 大客戶為華為，聯想，酷派，OPPO 和三星。我們相信大客戶的強勁銷售增長將是舜宇光學手機相機模組出貨增長的一個關鍵催化劑。

十一月出貨量保持穩定。受五百萬圖元鏡頭需求強勁的帶動，舜宇光學 11 月手機鏡片出貨量達 690 萬組，環比增長 29.6%。其中五百萬圖元以上鏡頭的出貨量同比增長 96.1%。另一方面，手機相機模組出貨量同比增長 27.5%，但因產品組合的改變而環比下降 6.7%。產品組合向高圖元模組升級，11 月五百萬及以上圖元占模組出貨的 30%以上。其中八百萬圖元和 1,400 萬圖元模組分別占模組出貨的 9%和 2%。

提升相機模組產品組合。主流智慧手機的攝像頭普遍已升級到五百萬和八百萬圖元。舜宇光學管理層表示公司已經占到中國制智慧手機五百萬圖元以上模組市場的 50%份額。舜宇光學並已成功滲透到了八百萬圖元手機鏡頭模組市場。我們預計八百萬圖元模組將成為舜宇光學在 13 年的其中一個主流產品。我們預計公司的技術優勢將為其在高圖元相機模組市場爭取到更多的份額。

因產品組合改善快於預期，我們上調了 2013 和 14 財年的收入預測達 7.7%及 1.0%分別至人民幣 51.4 億和人民幣 58.7 億。我們也分別上修了 2013 和 14 財年的盈利預期達 18.1%和 10.1%至人民幣 4.8 億和人民幣 5.3 億。因盈利增長前景向好，我們用 13 財年 10.0 倍市盈率為公司估值（之前為 9.0 倍）。我們將目標價由港幣 4.67 上調至港幣 6.13，有 20.7%的上升潛力。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬元人民幣)	1,818	2,499	4,100	5,140	5,871
淨利潤 (百萬元人民幣)	144	215	376	476	530
每股收益 (人民幣)	0.15	0.22	0.39	0.49	0.55
每股收益變動 (%)	59.9	51.7	74.9	26.4	11.3
市盈率(x)	30.4	19.2	10.6	8.3	7.4
市帳率(x)	2.9	2.5	2.0	1.7	1.4
股息率 (%)	1.0	1.7	3.3	4.2	4.7
權益收益率 (%)	9.4	12.8	18.8	20.2	19.5
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$6.13
向上/向下	+20.7%
當前價格	HK\$5.08

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

電信設備

市值(百萬港元)	5,080
3 個月平均值(百萬港元)	22.0
52 周高/低(港元)	5.54/1.73
發行股數(百萬港元)	1,000

資料來源：彭博

股權結構

舜旭有限公司	42.2%
流動股本	38.2%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	2.6%	-1.7%
3 個月	18.1%	8.6%
6 個月	93.9%	66.3%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：德勤

網址：www.sunnyoptical.com

財務預測

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	1,818	2,499	4,100	5,140	5,871
光学零件	903	1,128	1,339	1,286	1,324
光电产品	720	1,193	2,587	3,673	4,371
光学仪器	195	178	175	182	176
销售成本	(1,426)	(1,976)	(3,325)	(4,171)	(4,771)
毛利	392	523	776	969	1,100
研发费用	(100)	(131)	(156)	(195)	(223)
销售费用	(44)	(59)	(67)	(82)	(94)
管理费用	(107)	(123)	(157)	(180)	(205)
其他营运收入/费用	14	19	30	37	42
息税前收益	156	229	425	549	620
息税及折旧摊销前收益	243	317	536	687	777
利息收入	27	44	31	28	22
融资成本	(4)	(3)	(3)	(4)	(4)
其他非营运收入/费用	(13)	(31)	(10)	(13)	(15)
税前利润	165	240	443	560	623
所得税	(27)	(38)	(71)	(90)	(100)
非控制股东权益	6	14	5	6	6
净利润	144	215	376	476	530

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	530	553	861	946	1,005
物业、厂房及设备	465	489	756	815	855
其他	65	64	105	131	150
流动资产	1,527	1,822	2,224	2,722	3,214
现金及现金等价物	264	302	261	354	518
存货	221	472	547	663	732
应收贸易款项	454	627	1,101	1,310	1,512
其他	588	421	316	396	452
流动负债	496	671	1,079	1,290	1,472
应付贸易账款	398	599	902	1,108	1,268
其他	11	9	18	22	25
借债	88	62	160	160	180
非流动负债	34	24	7	27	27
借债	25	17	0	20	20
其他	8	7	7	7	7
少数股东权益	32	20	32	41	46
净资产总值	1,496	1,661	1,967	2,311	2,674
股东权益	1,496	1,661	1,967	2,311	2,674

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	144	215	376	476	530
折旧和摊销	87	88	111	138	157
营运资金变动	(40)	(228)	(131)	(194)	(166)
其他	(6)	(3)	(41)	(27)	(19)
经营活动所得现金净额	185	72	315	394	502
购置固定资产	(67)	(170)	(378)	(197)	(197)
其他	(654)	257	50	0	0
投资活动所得现金净额	(721)	88	(328)	(197)	(197)
股本的变化	(50)	(20)	0	0	0
银行贷款变动	57	(31)	80	20	20
其他	(23)	(46)	(58)	(123)	(161)
融资活动所得现金净额	(16)	(97)	22	(103)	(141)
现金增加净额	(552)	63	9	93	164
年初现金及现金等价物	740	188	252	261	354
年末现金及现金等价物	188	252	261	354	518

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
光学零件	49.7	45.1	32.7	25.0	22.6
光电产品	39.6	47.7	63.1	71.5	74.4
光学仪器	10.7	7.1	4.3	3.5	3.0
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	21.6	20.9	18.9	18.9	18.7
息税及折旧摊销前收益率	13.4	12.7	13.1	13.4	13.2
营业利润率	8.6	9.2	10.4	10.7	10.6
净利润率	7.9	8.6	9.2	9.3	9.0
有效税率	16.2	15.8	16.0	16.0	16.0

增长 (%)

收入增长	39	37	64	25	14
毛利增长	43	33	48	25	14
息税前收益增长	77	47	86	29	13
净利润增长	56	50	75	26	11

资产负债比率

流动比率 (x)	3.1	2.7	2.1	2.1	2.2
速动比率 (x)	2.6	2.0	1.6	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	91	92	98	93	94
平均应付账款周转天数	56	87	60	58	56
平均存货周转天数	102	111	99	97	97
现金周期	46	68	59	54	53
净负债/权益比率 (%)	(10)	(13)	(5)	(7)	(12)

回报率 (%)

资本回报率	9.4	12.8	18.8	20.2	19.5
资产回报率	7.0	9.1	12.2	13.0	12.6

每股数据 (人民币)

每股利润	0.15	0.22	0.39	0.49	0.55
每股账面值	1.56	1.74	2.07	2.44	2.82
每股股息	0.04	0.07	0.14	0.17	0.19

来源：公司资料，招银国际则预测

重慶農商行(3618 HK)

高息差和穩健資產品質成爲業績增長安全墊

前三季度業績增長 26.2%。第三季度淨利增長 28.3%，單季增速略有提升。上半年在貼現業務帶動下，貸款總額同比增長 13.4%，增速領跑同業。三季度貸款環比增長 2.9%，前三季度貸款總額同比增長 16.6%，規模增速繼續領跑。生息資產收益率繼續走高，貼現收益率仍高於一般貸款業務。同時公司的存款優勢繼續保持。上半年息差達到 3.5%，領先其他上市銀行，三季度息差雖然受兩次降息影響開始收窄，但幅度不大，前三季度息差仍同比擴張 16 基點左右。貸存比仍處在低位。我們認爲明年受降息後貸款復位價滯後因素影響，息差將繼續收窄，但受益於縣域存款優勢和較強議價能力，預計公司仍將保持相對領先的息差優勢。

手續費收入陷入下滑但對業績影響不大。上半年手續費收入同比持平，其中代理業務和銀行卡手續費維持較快增長，但受監管影響，與貸款相關的顧問諮詢費大幅萎縮。第三季度手續費收入大幅下滑，前三季度累計下跌 22.6%至 2.5 億元(人民幣·下同)，占營業收入的比重降至 2.5%。我們意識到公司作爲區域性銀行，在部分收費業務上難以與全國性商業銀行競爭，且受監管影響較大，因此下調了未來三年中間業務收入增長的預期。未來的看點在於財富管理業務的增長。儘管如此，中間業務並非公司的優勢。另外，值得注意的是，前三季度理財和銀行卡業務收入同比大幅增長 370%和 55%，顯示公司在拓展收費管道方面仍有進展。

資產品質繼續改善，無融資壓力。年中不良貸款總額下降 6.3%，不良率由年初的 1.44%降至 1.19%。到三季度末不良額繼續小幅下降 2.2%，不良率進一步降至 1.13%，已是今年上市公司中極少數仍能實現“雙降”的銀行。值得注意的是，上半年關注類貸款總額同時下降了 20.4%，且管理層表示今年上半年並未進行不良的核銷，這表明公司的資產品質仍在持續改善。撥備覆蓋率年中上升 37 個百分點至 302%，到三季度末進一步上升至 315%，已超過上市銀行均值。我們認爲，到今年底不良率仍有小幅下降空間，目前撥備充分，資產品質大幅惡化風險相對較小。截止三季度末公司核心資本充足率和資本充足率分別爲 12.7%和 13.7%，遠高於監管標準，無融資壓力。

公司在重慶地區具有優良的口碑，市場佔有率領先，吸儲能力優秀。作爲區域性中小銀行，公司基本面扎實，存款優勢和較強議價能力保障了較高的息差水準。資產品質穩健且仍有改善餘地，非息收入的拓展在未來仍有較大潛力。在最近內銀股的估值抬升過程中公司漲幅相對較小。我們認爲明年公司優異的基本面降爲業績增長提供堅實的安全墊，且重慶政壇變動帶來的負面影響也有望逐步消除。我們維持“買入”評級和 4.75 港元的目標價，對應 2013 年 6.4 倍 PE 和 1 倍 PB，仍有 13.4%的上行空間。

財務資料

(截至 12 月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬元人民幣)	7,745	11,183	12,922	14,501	16,295
淨利潤 (百萬元人民幣)	3,064	4,247	5,126	5,655	6,335
每股收益 (人民幣)	0.45	0.46	0.55	0.61	0.68
每股收益變動 (%)	62.3	1.5	20.7	10.3	12.0
市盈率(x)	7.5	7.3	6.1	5.5	4.9
市帳率(x)	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	0.0	4.1	4.8	5.3	6.0
權益收益率 (%)	13.7	15.2	17.2	19.1	19.1
淨財務杠杆率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$4.75
向上/向下	+13.4%
當前價格	HK\$4.19

招銀國際研究部
(852) 3900 0856
research@cmbi.com.hk

銀行業

市值(百萬港元)	38,967
3 個月平均值(百萬港元)	61.3
52 周高/低(港元)	4.84/2.77
發行股數 (百萬港元)	9,300

資料來源：彭博

股權結構

重慶渝富	7.1%
黑石	6.2%
鄧普頓基金	6.0%
流動股本	74.7%

資料來源：聯交所

股票表現

	絕對值	相對值
1 個月	18.4%	14.4%
3 個月	34.3%	23.7%
6 個月	35.6%	14.1%

資料來源：彭博

1 年股價表現



資料來源：彭博

審計：德勤

網址：www.cqrcb.com

財務預測

损益表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
利息收入	11,473	17,539	21,135	23,352	26,219
利息支出	(3,972)	(7,034)	(8,943)	(9,728)	(11,020)
净利息收入	7,502	10,505	12,191	13,625	15,199
手续费和佣金净收入	286	635	731	877	1,096
其他收入	(43)	(22)	-	-	-
总营业收入	7,745	11,118	12,922	14,501	16,295
运营费用	(3,910)	(4,774)	(5,424)	(6,122)	(6,882)
拨备前利润	3,835	6,344	7,497	8,380	9,413
资产减值准备计提	45	(848)	(763)	(840)	(965)
其他收益	106	1	-	-	-
税前利润	3,986	5,497	6,734	7,540	8,447
所得税	(925)	(1,249)	(1,609)	(1,885)	(2,112)
少数股东权益	3	(2)	-	-	-
净利润	3,064	4,247	5,126	5,655	6,335

来源：公司、招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
总资产	285,546	344,820	391,593	453,551	516,659
现金及存放央行款项	37,322	50,663	48,259	55,775	64,204
其他金融机构拆放款	56,378	65,203	71,723	78,895	86,785
客户贷款净额	117,114	138,822	163,741	191,508	226,381
证券投资	67,901	82,342	100,457	120,549	132,247
固定资产	2,341	2,711	2,440	2,196	2,262
其他资产	4,489	5,080	4,974	4,628	4,780
总负债	263,115	316,809	360,649	418,720	474,995
其他金融负债	47,475	60,047	66,051	77,656	84,922
客户存款	205,563	246,141	283,877	328,088	377,671
应计费用	2,166	2,398	2,799	5,157	3,555
应缴税金	443	905	804	943	1,056
发行金融债	2,300	2,300	2,300	2,300	2,300
其他负债	5,168	5,018	4,817	4,576	5,491
少数股东权益	85	155	155	155	155
所有者权益	22,345	27,856	30,789	34,676	41,509

来源：公司、招银国际研究部

主要财务比率

年结：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股收益 (Rmb)	0.448	0.457	0.551	0.608	0.681
每股股息 (HK\$)	n.a.	0.172	0.203	0.224	0.251
总资产收益率	1.07%	1.23%	1.31%	1.25%	1.23%
平均资产收益率	1.26%	1.35%	1.39%	1.34%	2.45%
权益收益率	13.65%	16.92%	17.48%	17.28%	16.63%
息差	3.07%	3.36%	3.28%	3.19%	3.07%
手续费收入占比	3.69%	5.71%	5.65%	6.05%	6.73%
成本收入比	44.4%	36.6%	35.7%	35.9%	35.9%
调整成本收入比	50.5%	42.9%	42.0%	42.2%	42.2%
核心资本充足率	14.78%	13.71%	11.57%	10.69%	9.59%
总资本充足率	16.31%	14.90%	12.85%	11.91%	10.98%
权益资产比率	7.83%	8.08%	7.86%	7.65%	8.03%
杠杆率	12.8	12.4	12.7	13.1	12.4
不良资产率	2.38%	1.44%	1.02%	1.05%	1.00%
拨备覆盖率	172.81%	265.25%	379.08%	362.87%	332.06%
拨贷比	4.12%	3.83%	3.87%	3.81%	3.32%
贷存比	59.4%	58.6%	60.0%	61.0%	62.0%
成长性比率					
贷款增速	20.0%	18.2%	18.0%	17.5%	17.0%
存款增速	33.7%	19.7%	15.3%	15.6%	15.1%
手续费及佣金收入增速	108.6%	122.3%	15.0%	20.0%	25.0%
运营费用增速	22.5%	22.1%	13.6%	12.9%	12.4%
拨备前利润增速	54.2%	65.4%	18.2%	11.8%	12.3%
净利润增速	62.3%	38.6%	20.7%	10.3%	12.0%

来源：公司、招银国际研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。